

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة منتوري قسنطينة

كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير

قسم علوم التسيير

رقم التسجيل: .....

الرقم التسلسلي: .....

## السوق السندي و إشكالية تمويل

## المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

- دراسة حالة الشركة الجزائرية للكمرباء و الغاز -

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية

إشراف الأستاذ:

د. عبد الحق بوعتروس

إعداد الطالبة:

مريم باي

لجنة المناقشة:

اسم الأستاذ:	الصفة:	الرتبة:	الجامعة الأصلية:
- محمود سحنون	رئيسا	أ.محاضر	جامعة قسنطينة
- عبد الحق بوعتروس	مقررا	أ.محاضر	جامعة قسنطينة
- عبد الباقي رواج	عضوا	أ.محاضر	جامعة قسنطينة
- خالد بوجعدار	عضوا	أ.محاضر	جامعة قسنطينة

السنة الجامعية: 2007 - 2008

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## شكر و تقدير

أحمد - أولا - الله سبحانه و تعالى الذي منحني القدرة على انجاز هذا العمل و

وفقتني إلى ذلك .

أما بعد :

أتوجه بجزيل الشكر و أسمى عبارات العرفان و الامتنان إلى أستاذي الكريم : "محمد

الحق بوعتروس" الذي كان لي خير موجه و ناصر و معين أثناء إعداد هذه المذكرة .

كما أتقدم بشكر خاص إلى السادة:

المدير الجهوي "بوجابي فيصل"، رئيس قسم المالية والمحاسبة "معايش نبيل"، رئيس قسم

العلاقات التجارية "حمادي رابع"، رئيس قسم مطبعة الاستغلال المحاسبي "بارش محمد الصالح"

بالمديرية الجهوية للتوزيع ميلا لسونلغاز توزيع الشرق، رئيس قسم المحاسبة الممركزة

لسونلغاز توزيع الشرق "عبادة محمد الأزهر"، المدير الجهوي "سالمي نور الدين" بالمديرية

الجهوية للتوزيع باتنة لسونلغاز توزيع الشرق، على مساعداتهم القيمة و تشجيعهم المتواصل.

كما لا أنسى شكر كل من ساعدني من قريب أو بعيد.

## إهداء

أهدي ثمرة جمدي هذا :

إلى من سهرت من أجلي الليلي وساعدتني دوماً أمي "الزهرة"؛

إلى من راقبت خطواتي من بداية مشواري وعاش معي كل نجاحاتي أبي "عبد الرحمان"؛

إلى أخوتي: "طاهر" و "مهدي"؛

إلى أخواتي: "أحلام"، "سميرة"، "لامية"، والصغيرة "آمال"؛

إلى أختي التي لم تلدها أمي "سومية منصر"؛

إلى ماما "جميلة" وعمي "حميدة"؛

إلى كل الأصدقاء والصديقات؛

إلى زملاء و زميلات الدراسة من الطور الابتدائي إلى التعليم العالي، خاصة دفعة 2002 فرع

المعاصرة والجبابة، دفعة 2004 فرع المالية، دفعة ماجستير 2004 بجامعة منتوري قسنطينة؛

إلى زملاء وزميلات العمل بسونلغاز توزيع الشرق خاصة بالمديرية الجهوية للتوزيع ميلة؛

إلى كل من أحبني يوماً وتمنى لي النجاح.

## مقدمة:

تتعدد مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية، وتتباين خصائصها لتختلف بذلك تكاليفها وشروط الحصول عليها، لذا تحرص المؤسسة من خلال الإدارة المالية على تحديد البدائل التمويلية المتاحة لها، بغية المفاضلة بينها و اختيار أنسبها وفقا لمعايير كمية وكيفية.

و يأخذ التمويل الدائم -مصادر التمويل التي تزيد فترة استحقاقها عن السنة الواحدة - حيزا كبيرا من اهتمام المؤسسة، فرغم تعدد مصادر التمويل الدائم، و اختلاف أشكاله، إلا أن الاهتمام ينصب أكثر حول التمويل عن طريق الأسواق المالية، والتي عادة ما تلجا إليها المؤسسات الاقتصادية لتغطية حاجاتها من التمويل الطويل الأجل إلا أنها تصادف مشكلة المفاضلة بين بديلين أساسيين : إما التمويل عن طريق حقوق الملكية (أسهم) أو عن طريق الاستدانة (سندات) و القرار بهذا الشأن مهم جدا إذ يعتمد عليه مدى نجاح المؤسسة في تجميع تلك الأموال، و استجابة السوق لها، و كذلك تكلفة الأموال المتحصل عليها .

و نظرا لامتداد تأثير قرار اختيار البديل التمويلي على مرد ودية المؤسسة و بالتالي على قيمتها ككل، تحرس المؤسسة على تشكيل هيكل تمويلي مناسب يوفق بين الأموال الخاصة و أموال الاستدانة من جهة و بين عنصرين أساسيين في نشاط المؤسسة العائد و المخاطرة من جهة أخرى .

و عادة ما يشكل السوق السندي بديلا تمويليا مغريا للمؤسسات الاقتصادية، كون السندات تساهم في زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين، بفضل آلية الرفع المالي و الوفورات الضريبية المحققة من خصم المصاريف المالية المترتبة عن القرض السندي من النتيجة الخام الخاضعة للضريبة، غير أنها ترفع من مخاطر المؤسسة بسبب زيادة تقلب عائد الأسهم و ارتفاع مخاطر الإفلاس .

وهو نفس الإشكال بالنسبة للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية حيث أن مسألة الاختيار بين البدائل التمويلية تعد من الأمور الصعبة جدا نظرا للندرة التي تمتاز بها تلك المصادر من جهة، و اختيار المصدر أو المصادر التمويلية الأقل تكلفة من جهة أخرى، و انعكاس ذلك مباشرة على مرد ودية المؤسسة بالتالي على قيمتها ككل. ونظرا للتطورات التي عرفها الاقتصاد الجزائري، و الانتقال إلى اقتصاد السوق، فقد عرفت المؤسسة الاقتصادية الجزائرية مصادر تمويل جديدة خاصة بعد إنشاء بورصة الجزائر، كما شكل السوق السندي المؤسساتي الجزائري في الفترة الأخيرة بديلا تمويليا للعديد من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية العامة و الخاصة من بينها شركة "سونغاز" محل دراستنا، حيث قامت هذه الأخيرة بإطلاق مجموعة من الإصدارات السندية المسعرة و غير المسعرة بالبورصة .

وهنا تبرز إشكالية البحث التي تتمحور حول التساؤل الجوهرية التالي:

هل السوق السندي يشكل البديل التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية ؟ وهل مكن من تحسين وضعيتها المالية؟

هذا التساؤل الرئيس يحمل في طياته مجموعة من الأسئلة الفرعية أهمها:

- ما هي مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية ؟
- ما موقع السوق السندي من السوق المالي؟
- ما هي العوامل التي تحكم قرار تمويل المؤسسة الاقتصادية عن طريق السوق السندي؟
- ما تأثير التمويل عن طريق السوق السندي على قيمة المؤسسة الاقتصادية؟
- وبالنظر إلى واقع المؤسسة الاقتصادية الجزائرية يمكن إضافة التساؤلات التالية:
- ما موقع السوق السندي المؤسساتي من السوق المالي الجزائري؟
- ما هي مجموعة الإصدارات السنديّة التي شهدتها السوق السندي المؤسساتي الجزائري؟
- ما هي الأسباب التي دفعت المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للتمويل عن طريق السوق السندي؟ وما تأثير ذلك على وضعيتها المالية؟ وهذا من خلال دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" .

وانطلاقا من تساؤلنا الرئيس يمكن صياغة الفرضية التالية :

إن السوق السندي يوفر التمويل الكافي، ويعتبر الشكل الأمثل لتمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.

و لعل أهمية هذا البحث تبرز من خلال النقاط التالية :

- يعتبر التمويل من بين أهم الأنشطة الأساسية في المؤسسة الاقتصادية نظرا لارتباطه بكافة الإدارات على مستواها.

- يمثل السوق السندي بديلا تمويليا مغريا للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية ،و من أجل هذا انضمت إليه ثماني مؤسسات ذات أسهم،واحدة منها خاصة هي: "سوفتال" وسبعة عمومية هي: "سونطراك"، "سونلغاز"، "الشركة الجزائرية للطيران"، "اتصالات الجزائر"، "شركة التمويل الرهني"، "الاتحاد العربي للاستثمار"، و"مؤسسة التكوين المهني عن بعد".

- تعتبر الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز "سونلغاز" من بين أكبر و أهم المؤسسات الاقتصادية بالجزائر ، كما أنها تعتبر أكبر متعامل في السوق السندي المؤسساتي الجزائري من حيث مبلغ الإصدارات.

و نهدف من خلال بحثنا هذا إلى:

- إبراز أهمية السوق السندي و دوره في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية .

-محاولة التقرب من بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية و معرفة أسباب و آثار اختيار السوق السندي كبديل لسوق الأسهم .

وإن سبب اختيارنا لموضوع بحثنا المتعلق بالسوق السندي من الناحية النظرية و بشركة "سونلغاز" كجانب تطبيقي يعود بالدرجة الأولى إلى ظاهرة الإصدارات السنديّة -المسعرة و غير المسعرة بالبورصة- التي شهدها الاقتصاد الجزائري خلال فترة 2004-2006، أما عن سبب اختيار دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز "سونلغاز" فبالإضافة إلى كونها تعد من بين أكبر و أهم المؤسسات الاقتصادية بالجزائر ، تعتبر الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز "سونلغاز" أكبر متعامل في السوق السندي المؤسساتي الجزائري من حيث مبلغ الإصدارات .

و نظرا لان معظم الدراسات السابقة كانت تهتم بالبورصة على المستوى الكلي سواء بدراسة البورصات في العالم أو بظهور بورصة الجزائر و مقارنتها بالبورصات الأخرى لذلك جاء هذا البحث كدراسة على المستوى الجزئي بالتعرض للسوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز - سونلغاز .

وسنعمد في بحثنا هذا على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك بالانتقال من العام إلى الخاص، حيث نقوم باكتساب بعض المعارف النظرية التي لها علاقة بالموضوع، ثم نحاول تطبيقها في الواقع بدراسة حالة مؤسسة اقتصادية جزائرية -دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز سونلغاز- اتخذت السوق السندي بديلا تمويليا لها.

و من أجل الإجابة عن تساؤلاتنا السابقة سنعالج موضوعنا في ثلاثة فصول نستعرض محتواها على النحو الآتي:

- الفصل الأول: حيث نتعرض فيه إلى تمويل المؤسسة الاقتصادية، وموقع السوق السندي من السوق المالية، و سنقسم هذا الفصل إلى مبحثين :

\* المبحث الأول: سنتناول فيه تمويل المؤسسة الاقتصادية، أين سنذكر بالوظيفة المالية للمؤسسة، باعتبارها الوظيفة المسؤولة عن المفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة، ثم نتطرق للمحيط المالي للمؤسسة وأثره على الوظيفة المالية، وفي الأخير سنتطرق بالتفصيل إلى مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية .

\* المبحث الثاني: سنتناول فيه موقع السوق السندي من السوق المالي، وذلك بالتطرق إلى مفهوم اللامساواة المالية باعتبارها أهم عنصر يميز المحيط المالي الحديث، ثم ننتقل إلى تحديد مفهوم السوق

المالي، نشأته، تطوره وأنواعه، وأخيرا سنتعرض إلى السوق السندي من خلال الإلمام ببعض المفاهيم التي تدور حوله، وكذا التعرف على أدواته و مختلف العمليات التي تتم فيه.

- الفصل الثاني: نتعرض فيه إلى تمويل المؤسسة عن طريق السوق السندي، و سنقسمه إلى مبحثين:

\* المبحث الأول: سنتناول فيه العوامل المؤثرة على قرار تمويل المؤسسة عن طريق السوق السندي من خلال التطرق إلى تأثير تكلفة الأموال على قرار التمويل عن طريق السوق السندي، و كذا تأثير الرفع والمخاطرة على هذا القرار.

\* المبحث الثاني: سنخصصه لتأثير السوق السندي على قيمة المؤسسة، أين نتطرق في العنصر الأول منه إلى القرض السندي في المؤسسة، ثم تأثير السوق السندي على القيمة السوقية للمؤسسة، وأخيرا سنتعرض إلى النظريات البديلة لقرار التمويل عن طريق السوق السندي.

- الفصل الثالث: نتعرض فيه إلى تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية عن طريق السوق السندي -دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز - "سونلغاز" أين سنقسمه إلى مبحثين:

\* المبحث الأول : نخصصه لموقع السوق السندي من السوق المالي الجزائري، من خلال التطرق إلى بورصة القيم المنقولة الجزائرية ، وكذا السوق السندي الجزائري بقسميه ، سوق سندات الخزينة وسوق سندات المؤسسات.

\* المبحث الثاني : سنتناول فيه تجربة الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز في التمويل عن طريق السوق السندي خلال الفترة 2004-2006 ، حيث سنقوم بتقديم مجمع "سونلغاز" ،وكذا دراسة الجدوى الاقتصادية لدخول المجمع إلى السوق السندي المؤسساتي الجزائري .

وقد توجت دراستنا من الناحيتين النظرية و التطبيقية بمجموعة من النتائج التي نحسبها من وجهة نظرنا - مهمة ومنسجمة مع طبيعة موضوعنا.



# الفصل الأول:

تمويل المؤسسة الاقتصادية وموقع السوق السندي  
من السوق المالي

المبحث الأول: تمويل المؤسسة الاقتصادية:

المطلب الأول: الوظيفة المالية للمؤسسة الاقتصادية.

المطلب الثاني: المحيط المالي للمؤسسة وأثره على الوظيفة المالية.

المطلب الثالث: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الثاني : موقع السوق السندي من السوق المالي:

المطلب الأول: الاوساطة المالية.

المطلب الثاني: السوق المالي.

المطلب الثالث: السوق السندي.

## الفصل الأول: تمويل المؤسسة الاقتصادية و موقع السوق السندي من السوق المالي:

تمهيد:

يحتاج التطرق لإشكالية التمويل إلى التذكير وضبط بعض المفاهيم، لذا ارتأينا أن نتعرض في الفصل الأول إلى تمويل المؤسسة الاقتصادية وموقع السوق السندي من السوق المالية، أين سنقسم هذا الفصل إلى مبحثين:

- المبحث الأول: سنتناول فيه تمويل المؤسسة الاقتصادية، أين سنذكر بالوظيفة المالية للمؤسسة، باعتبارها الوظيفة المسؤولة عن المفاضلة بين البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة، ثم نتطرق للمحيط المالي للمؤسسة وأثره على الوظيفة المالية، وفي الأخير سنتطرق بالتفصيل إلى مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية.

- المبحث الثاني: سنتناول فيه موقع السوق السندي من أسواق العمليات المالية، أين سنتطرق إلى مفهوم الوساطة المالية باعتبارها أهم عنصر يميز المحيط المالي الحديث، ثم ننتقل إلى تحديد مفهوم السوق المالي نشأته، تطوره وأنواعه وأخيرا سنتعرض إلى السوق السندي من خلال الإلمام ببعض المفاهيم التي تدور حوله، وكذا التعرف على مختلف أدواته والعمليات التي تتم فيه.

### المبحث الأول: تمويل المؤسسة الاقتصادية:

يشكل نشاط التمويل إحدى الأنشطة الأساسية في أية مؤسسة مهما كان حجمها أو طبيعة نشاطها، و هذا نظرا للدور الذي يلعبه رأس المال للشروع في النشاط الاستغلالي أو الاستثماري للمؤسسة.

و توكل مهمة تدبير الموارد المالية ثم توظيفها إلى الوظيفة المالية للمؤسسة، لذا سيتم التطرق للوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية كخطوة أولى، ثم التعرض للمحيط المالي للمؤسسة الاقتصادية و أثره على الوظيفة المالية لنصل أخيرا إلى التعريف بمجمل مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية.

### المطلب الأول: الوظيفة المالية للمؤسسة الاقتصادية:

تعتبر الوظيفة المالية من أهم وظائف المؤسسة، فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو تسويق أو غيرها من وظائف المشروع دون توافر الأموال اللازمة لتمويل أوجه النشاط المختلفة و أوجه الإنفاق المتنوعة، لذا لا بد من التعريف بالوظيفة المالية للمؤسسة و كذا أهميتها من خلال القرارات التي تصدر عنها ثم الأهداف المرجوة منها وذلك بعد التطرق أولا للتعريف بالمؤسسة، خصائصها و كذا أنواعها.

## الفرع الأول: المؤسسة الاقتصادية:

تشكل المؤسسة بمختلف أشكالها و أحجامها، النواة الأساسية للاقتصاد، و نظرا للدور الذي تلعبه هذه الوحدة الاقتصادية، فقد لقيت اهتماما كبيرا من طرف المفكرين الاقتصاديين، و ذلك في إطار ما يسمى باقتصاد المؤسسة.

## البند الأول: تعريف المؤسسة:

تتباين التعاريف المقدمة للمؤسسة حسب وجهة نظر المهتمين بها، و حسب الاتجاهات، المداخل و الاختصاصات إلا أنها تتوافق من حيث الجوهر.

تعرف المؤسسة على أنها: "تنظيم إنتاجي معين، الهدف منه إيجاد قيمة سوقية لتحقيق ربح" (عمر صخري:1993، ص 24)، أو أنها "متعامل اقتصادي ينتج سلعاً و خدمات لمتعاملين آخرين محققاً نتيجة ذلك أرباحاً" (Jean- luc charon, Sabine Sépar:2001, p1).

و رغم ما يتميز به هذان التعريفان من بساطة إلا أنهما يعطيان فكرة واضحة عن نشاط المؤسسة و هدفها، حيث يتمثل نشاطها في إنتاج سلع و خدمات يتم تصريفها في السوق بغرض تحقيق هدف أساسي و هو الربح.

كما تعرف المؤسسة كذلك على أنها: "تجمع إنساني تدريجي، يقوم بتسخير الوسائل الفكرية و العضلية و المالية لاستخراج، تحويل نقل توزيع الثروة أو إنتاج خدمات متطابقة مع أهداف الإدارة الجماعية بدرجات مختلفة حسب تغير الأرباح أو المنفعة (Farouk Bouyacoub: 2000, p37) الفردية و الجماعية".

و الملاحظ أن هذا التعريف أعطى للمؤسسة ثلاثة وظائف؛ اجتماعية، اقتصادية و مالية. و هو ما أدى إلى ظهور مشكل التوفيق بين الهدفين التقليديين تعظيم الأرباح و المنفعة الاجتماعية، و نلاحظ أن هذا التعريف أشمل و أوسع من سابقه، حيث أعطى للمؤسسة ثلاثة أبعاد:

- **البعد الاقتصادي:** تعد مهمة إنتاج سلع أو خدمات أولى وظائف المؤسسة، لذا فهي بحاجة إلى وسائل الإنتاج و المتمثلة في: مواد أولية، الأراضي، البناءات، مال تجاري، التجهيزات، المعدات و الأدوات، شهادات و خبرات ... الخ، هذه الوسائل لا تؤدي نفس الوظيفة و لا تستمر طيلة حياة المؤسسة، فالأراضي تستغل لمدة طويلة، أما التجهيزات و المعدات فلمدة أقل، و هو ما يستدعي تعويضها بعد زمن معين من الاستخدام، أما المواد الأولية فهي تستهلك عند تصنيع المنتج و يجب تجديدها باستمرار لذا يجب التمييز بين الوسائل المستعملة لفترة قصيرة أو طويلة و بين تلك التي تستعمل لمرة واحدة، فالأولى تعرف بالأصول الثابتة و تمول بأموال دائمة، أما الثانية فهي أصول متداولة و تمول بديون قصيرة الأجل.

- **البعد المالي:** لحياسة وسائل الإنتاج تجد المؤسسة نفسها في حاجة إلى الموارد المالية، و عادة لا تكفي الأموال الخاصة، لذا تلجأ المؤسسة إلى الاستدانة من المؤسسات المالية، و هنا يطرح أمام المؤسسة نوعين من الموارد المالية:

\* **الأموال الخاصة:** التمويل الذاتي والتمويل الخارجي عن طريق إصدار أسهم.

\* **أموال الاستدانة:** التمويل عن طريق القروض المصرفية قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل، إصدار سندات، و التمويلات المتخصصة.

- **البعد الإنساني:** احتل الجانب الإنساني مكانة مهمة في نجاح المؤسسة، غير أنه من المؤكد عدم وجود سهولة في تقدير و تقويم الإمكانيات و القدرات التقنية و المهنية للمسيرين، لكن من الممكن الجزم بأنهم أشخاص جديون يتمتعون بروح المبادرة و البحث، يتقنون المجال الذي ينشطون أو يستثمرون فيه، و لهم بعد نظر حول ما يمكن أن يتعرضوا له من مشاكل مستقبلية و أخذ ما يمكن من التدابير للاحتياط منها أو تجنبها.

و من جهة أخرى تعرف المؤسسة بأنها: "نظام مركب يتكون من مجموعة من الأشخاص و التقنيات، و الذي يستطيع من أجل إشباع حاجات و متطلبات الأفراد القيام بإنتاج ثروات تتمثل في السلع و الخدمات، الانسجام مع المحيط الخارجي والنمو و الاستمرار، و التمتع بالسلطة و الاستقلالية" (Gelinier Octave : 1986, p18).

و نلاحظ أن هذا التعريف أشمل و أوسع من التعاريف السابقة أين راعى الكاتب البعد الداخلي و الخارجي للمؤسسة على أنها تنظيم يتكون من أشخاص و تقنيات يقومون بإنتاج سلع و خدمات لإشباع حاجات المستهلكين و هذا يتطلب التكيف مع المحيط لضمان النمو و الاستمرار و التمتع بالسلطة و الاستقلالية.

و من الناحية القانونية، وحسب المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، و بالاطلاع على القانون التجاري الجزائري - لا سيما في مواد 544، 545، 546، 547، 548، 549- يمكن تعريف المؤسسة على أنها: "عقد رسمي بين طرفين أو أكثر، معلن ومشهر، يحدد شكلها، موضوعها، و مدتها التي لا تتجاوز 99 سنة، وكذلك عنوانها، اسمها ومركزها، ومبلغ رأسمالها في قانونها الأساسي، وتنطلق في نشاطها بعد قيدها في السجل التجاري أين تخضع الشركات التي تمارس نشاطها في الجزائر للتشريع الجزائري".

و نشير في هذا الصدد إلى أن مصطلح "الشركة" هو المصطلح القانوني للمؤسسة، و الذي يعنى بالأشكال القانونية الممكنة لممارسة و تأطير نشاط اقتصادي معين يتجسد بعقد شراكة.

و من خلال الجمع بين الأبعاد المشتركة لهذه التعاريف، نقول أن المؤسسة هي وحدة اقتصادية، تتكون من مجموعة من عوامل الإنتاج المادية، البشرية و المالية التي تتفاعل من أجل إنتاج سلع و خدمات لإشباع حاجات و متطلبات الأفراد من جهة، و تحقيق أرباح لضمان النمو و الاستمرارية من جهة أخرى، و أن هذه الأخيرة تتميز بمجموعة من الخصائص يمكن إيجازها فيما يأتي:

- المؤسسة شخصية قانونية، مستقلة من حيث اكتسابها للحقوق و الصلاحيات أو من حيث أدائها للواجبات و المسؤوليات.

- القدرة على الإنتاج.

- التحديد الواضح للأهداف و وضع إستراتيجية لتحقيقها.

- تأقلم المؤسسة مع محيطها إذ تستطيع أداء مهمتها في البيئة الملائمة أما إذا كانت البيئة غير ملائمة فهذا يعرقل نشاطها.

- القدرة على البقاء و الاستمرارية مما يستلزم: تمويلا كافيا، ظروفًا سياسية مواتية و قدرة المؤسسة على التكيف مع التغيرات التي تحدث في البيئة.

- قبول المؤسسة فكرة الزوال إذا ضعف مبرر وجودها أو تضاعلت كفاءتها.

لقدمكننا التعريف بالمؤسسة من استخلاص مجموعة من خصائصها إضافة إلى أنه أعطانا

فكرة عامة حول مكوناتها الرئيسية، و كذا نشاطها، و الهدف أو الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها. و

لعل هذا لا يكفي لتقديم صورة واضحة عن المؤسسة الأمر الذي يستدعي التعرف على مختلف الأنواع و الأشكال التي يمكن أن تتخذها هذه الوحدة الاقتصادية.

### **البند الثاني: تصنيف المؤسسات:**

تصنف المؤسسات وفق معايير متعددة، يخص كل منها جانبا من جوانب المؤسسة. و من بين

أهم هذه المعايير: معيار الحجم و طبيعة القطاع، إضافة إلى طبيعة ملكية رأس المال و معيار الشكل القانوني.

### **أولا: تصنيف المؤسسات بحسب الحجم:**

يعتبر حجم المؤسسة المعيار الأكثر استعمالا في المؤسسات، و يمكن قياس هذا الحجم

وفق مؤشرات متعددة، نستطيع تجميعها في ثلاث مجموعات رئيسية (Lasary: 2001, p9):

- **عوامل الإنتاج:** تعداد الأجراء، رأس المال الاجتماعي، أصول المؤسسة.

- **حجم النشاط:** حجم الإنتاج، رقم الأعمال.

- **مستوى المردودية:** القيمة المضافة، الأرباح.

و من بين هذه العناصر المختلفة يعد تعداد الأجراء المعيار المعتمد غالبا في التعبير عن حجم المؤسسات حيث تصنف المؤسسات وفقا له إلى ما يلي:

### 1- المؤسسات المصغرة **Micro entreprises**:

يتراوح عدد الأجراء في هذه المؤسسات بين 1 و 9 عمال، و يعد هذا الصنف الأكثر انتشارا في أغلب اقتصاديات الدول.

2- **المؤسسات الصغيرة**: تضم هذه المؤسسات عددا من العمال يتراوح بين 10 و 49.

3- **المؤسسات المتوسطة**: يشغل هذا الصنف من 50 إلى 499 عاملا.

4- **المؤسسات الكبيرة**: هي تلك المؤسسات التي توظف 500 عامل فأكثر، ورغم قلة عددها مقارنة بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و كذا المؤسسات المصغرة، إلا أنها تستوعب نسبة معتبرة من التعداد الإجمالي للأجراء، كما أنها تساهم بقسط كبير فيما يخص رقم الأعمال المحقق. و يمكن إجراء تقسيم ضمن هذا الصنف ليضم:

\* **المؤسسات الكبيرة**: التي يتراوح عدد عمالها بين 500 و 999 عاملا.

\* **المؤسسات الكبيرة جدا**: التي تشغل 1000 عامل فأكثر.

و غالبا ما تأخذ المؤسسات الكبرى شكلين رئيسيين هما:

- **المجمع**: يمثل المجمع عادة مجموعة شركات تربطها علاقات مالية و اقتصادية، تمارس إحداها

(الشركة الأم، الشركة القابضة) رقابة على باقي الشركات الأخرى (Pierre Lassègue : 1978, p 678).

- **الشركة متعددة الجنسيات**: تتمثل الشركة متعددة الجنسيات في الشركة التي لها وحدات إنتاجية أو فروع في البلدان المختلفة.

**ثانيا: تصنيف المؤسسات بحسب النشاط الأساسي:**

عند تصنيف المؤسسات حسب نشاطها الأساسي فإن الحديث يكون حول القطاع الذي يعرف

على أنه مجموعة المؤسسات التي تمارس نفس النشاط الأساسي و هو يختلف عن الفرع الذي يعبر عن مجموعة المؤسسات أو أجزاء المؤسسات التي تنتج نفس النوع من المنتجات، و تصنف المؤسسات بحسب نشاطها الأساسي إلى أربعة أصناف هي:

1- **مؤسسات القطاع الأولي**: يضم هذا القطاع كل المؤسسات التي يرتبط إنتاجها مباشرة بالطبيعة،

و نجد ضمن هذا القطاع كل من المؤسسات الفلاحية (الزراعية، تربية المواشي، الصيد البحري) و كذا المؤسسات الإستخراجية (المناجم الطاقة البترول).

2- **مؤسسات القطاع الثاني**: يشمل هذا القطاع كافة مؤسسات الصناعات التحويلية و كذلك

مؤسسات الأشغال العمومية.

**3- مؤسسات القطاع الثالث:** يضم هذا القطاع مختلف المؤسسات الخدمية، مثل مؤسسات النقل، التسويق، البنوك و المؤسسات المالية.

**4- مؤسسات القطاع الرابع:** يضاف إلى القطاعات الثلاثة السابقة قطاع رابع يضم مؤسسات الاتصالات و الإعلام الآلي.

**ثالثا: تصنيف المؤسسات حسب طبيعة ملكية رأس المال:**

تصنف المؤسسات حسب الجهة التي تملك رأس المال إلى ثلاث أصناف هي المؤسسات الخاصة، المؤسسات العمومية، و المؤسسات المختلطة.

**1- المؤسسات الخاصة:** هي المؤسسات التي ترجع ملكية رأس مالها للخواص.

**2- المؤسسات العمومية:** يقصد بالمؤسسات العمومية مجموعة المؤسسات التي تؤول ملكية رأس مالها بالكامل للدولة أو الجماعات المحلية.

**3- المؤسسات المختلطة:** تتمثل في المؤسسات التي تعود ملكية رأس مالها إلى كل من الخواص و الدولة.

**رابعا: تصنيف المؤسسات حسب الشكل القانوني:**

عندما يتعلق الأمر بالجانب القانوني، فإن الحديث سوف ينتقل من المؤسسة إلى الشركة، و يتركز تصنيف المؤسسات حسب الشكل القانوني على المسؤولية التي تتجز بفعل توظيف الشركاء لأموالهم داخل الشركة، و تبعا لهذا المعيار، و بالاطلاع على القانون التجاري الجزائري، وخاصة الباب الخامس في الشركات التجارية، تقسم الشركات إلى شركات الأشخاص و شركات الأموال.

**1- شركات الأشخاص:**

هي الشركات التي تقوم على الاعتبار الشخصي، حيث يكون الشريك محل اعتبار و أهمية عند التكوين، كما تعد مسؤولية الشركاء في هذه الشركات غير محدودة بحيث تتعدى الأموال المساهم بها لتشمل أموالهم الخاصة. ونجد ضمن هذا الصنف عددا من الشركات، نذكر منها:

**1-1- شركة التضامن:**

تتميز هذه الشركة بالطابع الشخصي و التضامني للشركاء الذين يعتبرون مسؤولين مسؤولية غير محدودة عن ديون الشركة، كما تحل شركة التضامن بوفاة أحد الشركاء ما لم ينص قانونها الأساسي على خلاف ذلك. ينقسم رأسمال شركة التضامن إلى حصص متناسبة مع مقدار المساهمات التي قدمها الشركاء، ولا تعتبر هذه الحصص قابلة للتداول كما لا يمكن التنازل عنها إلا برضا جميع الشركاء.

### 1-2- شركة التوصية البسيطة:

تتألف هذه الشركة من قسمين من الشركاء؛ شركاء متضامنون مسؤولون مسؤولية غير محدودة عن ديون الشركة و شركاء موصون لا تتجاوز مسؤوليتهم مقدار الحصة التي ساهموا بها، و رغم و جود فئتين من الشركاء، إلا أنه تسري على هذه الشركة نفس الأحكام المتعلقة بشركات التضامن باستثناء بعض الأحكام الخاصة.

### 1-3- شركة المحاصة:

هي عقد يلتزم بمقتضاه شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع اقتصادي عن طريق تقديم حصة مالية أو عمل بهدف اقتسام ما ينتجه المشروع من أرباح أو خسائر، دون أن يتم إشهارها (ناصر دادي عدون: 1998، ص 62، 61).

### 2- شركات الأموال :

هي الشركات التي تقوم على الاعتبار المالي، حيث لا تولى فيها أهمية للاعتبار الشخصي و لا تكون مسؤولية الشريك فيها إلا بمقدار ما يملكه في الشركة، وهي تضم الأنواع الآتية:

#### 2-1- الشركة ذات المسؤولية المحدودة:

هي الشركة التي لا يتحمل الشركاء فيها الخسائر إلا في حدود ما تقدموا به من حصص، ينقسم رأسمالها إلى حصص متساوية القيمة و غير قابلة للتداول، كما أنه لا يجوز أن تقل قيمة كل حصة عن 1000.00 دج و أن لا تقل قيمة مجموع الحصص المكونة لرأس مال الشركة ذات المسؤولية المحدودة عن مبلغ 100 000.00 دج، و إذا كانت هذه الشركة لا تضم سوى شخص واحد تصبح تسمى بالمؤسسة ذات الشخص الوحيد و ذات المسؤولية المحدودة.

#### 2-2- شركة المساهمة:

هي الشركة التي ينقسم رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة و قابلة للتداول، و تتكون من شركاء لا يتحملون الخسائر إلا بقدر مساهمتهم و أن لا يقل عددهم عن تسعة (9) شركاء، كما لا يجوز أن يقل رأسمال شركة المساهمة عن 5 ملايين دينار جزائري في حالة لجوئها للاذخار العلني و مليون دينار جزائري في حالة عدم اللجوء لهذه العملية.

#### 2-3- شركة التوصية بالأسهم:

تتكون شركة التوصية بالأسهم من فئتين من الشركاء؛ شركاء متضامنون و شركاء موصون كما هو الحال بالنسبة لشركة التوصية البسيطة، إلا أن ميزة هذه الشركة تكمن في قابلية أسهم الشركاء الموصين للتداول على عكس حصص هذه الفئة من الشركاء في شركة التوصية البسيطة و يمكن



تحويل هذه الشركة إلى شركة مساهمة أو شركة ذات مسؤولية محدودة إذا ما وافق أغلبية الشركاء المتضامنين على ذلك.

وأخيرا مهما كان حجم المؤسسة و مهما كان شكلها القانوني أو القطاع الذي تنتمي إليه، فإنها لن تخرج عن إطار التعاريف المقدمة سابقا و التي يمكن أن نضيف إليها التعريف الوظيفي الذي يقدم المؤسسة على أنها مجموعة وظائف منها: وظيفة الموارد البشرية، ووظيفة الإنتاج، ووظيفة التسويق و الوظيفة المالية، و لا شك أن مجمل هذه الوظائف تتفاعل فيما بينها من أجل تحقيق أهداف المؤسسة ككل، كما أن لكل من هذه الوظائف و لكل قرار داخل المؤسسة البعد المالي الواجب أخذه بعين الاعتبار، و ذلك ما يندرج في صميم اهتمامات الوظيفة المالية للمؤسسة.

### الفرع الثاني: الوظيفة المالية للمؤسسة:

تحتل الوظيفة المالية مكانة هامة في المؤسسة، نظرا لارتباطها بجميع الوظائف الأخرى، حيث أن أي قرار يتخذ إلا وله البعد المالي الواجب أخذه بعين الاعتبار.

### البند الأول: مفهوم الوظيفة المالية:

اختلف تعريف الوظيفة المالية باختلاف تطور مفهومها عبر الزمن، ففي منتصف الخمسينيات كان المحور الأساسي لها يتلخص في تدبير الأموال اللازمة للمؤسسات، و مع التطورات التي ظهرت قبيل انتهاء الخمسينيات بدأت الوظيفة المالية تأخذ مفهوما أكثر شمولاً، لذا يمكن إدراج التعريف بها من خلال مفهومين:

### أولاً: المفهوم التقليدي للوظيفة المالية:

لقد تغير مفهوم الوظيفة المالية<sup>1</sup> عبر التاريخ، نتيجة لتغير الظروف الاقتصادية فقد كان مفهومها مع بداية القرن العشرين مرادفاً لمفهوم التمويل و بذلك كان دور المدير المالي يتمثل في الحصول على الأموال اللازمة بالتركيز على الجوانب القانونية للاندماجات، و على إنشاء شركات جديدة، و على الأشكال المختلفة من الأدوات و الأوراق المالية التي يمكن إصدارها للحصول على الأموال اللازمة، و لهذا عرفت الوظيفة المالية آنذاك على أنها الوظيفة التي تهتم بالحصول على الأموال، و تركز على اختيار أفضل الطرق من بين خليط المصادر المتاحة.

---

\* سنستخدم مصطلح الإدارة المالية كوظيفة، مرادف لمصطلح الوظيفة المالية.

و نلاحظ أن هذا المفهوم يقلل من نشاطات الإدارة المالية و يحاول الفصل بين الاستثمار و التمويل مع أن هذين القرارين مرتبطين، كما أنه عالج الوظيفة المالية من وجهة نظر المستثمر الخارجي في حين يجب أن ينظر لمالية المؤسسة من الداخل إلى الخارج و ليس العكس، إضافة إلى أنه اهتم بوسائل التمويل في الأجل الطويل، و هذا ما يؤدي إلى إهمال مشاكل التمويل في الأجل القصير أي الاحتياجات من رأس المال العامل.

غير أنه و نتيجة للظروف التي مر بها الاقتصاد، خاصة في فترة الثلاثينات، و التي شهدت حالة الكساد الكبير بين سنتي 1929-1932، أين عرفت هذه المرحلة إفلاس عدد كبير من الشركات، مما أدى إلى تركيز دور الإدارة على السيولة خوفا من الإفلاس.

### ثانيا: المفهوم الحديث للوظيفة المالية:

مع بداية الستينيات انتقل اهتمام الوظيفة المالية إلى التركيز على عملية اتخاذ القرارات المرتبطة بالاختيار بين الأصول و الخصوم بصورة تعظم من قيمة الشركة.

و في الثمانينيات استمر الاهتمام بقيمة الشركة، و لكن التحليل أخذ صورة أعمق و اتسع نطاقه ليتضمن:

- التضخم و أثره على قرارات الأعمال.

- تقليل حدة التشريعات و القواعد المنظمة للمؤسسات المالية بمعنى زيادة الاعتماد على آليات

السوق الحرة و التوجه ناحية المؤسسات المالية الكبيرة ذات الخدمات و الأنشطة المتنوعة.

- الزيادة الضخمة في استخدام الحاسبات الآلية في التحليل المالي و النقل الإلكتروني للمعلومات.

- زيادة أهمية الأسواق العالمية و امتداد مبدأ "الكونية العالمية" ليشمل عمليات و نشاط المؤسسات.

أما في التسعينيات فقد استمر التوسع في عالمية أو كونية الأعمال من ناحية، و الزيادة في

استخدام تكنولوجيا الحاسبات الآلية من ناحية أخرى بالإضافة إلى ظهور مفاهيم جديدة مثل:

E.commerce ; E.business (محمد صالح حناوي وآخرون: 2001، ص26-27).

و مما سبق تتضح الأهمية المتزايدة للإدارة المالية، لذا أصبحت الوظيفة المالية تعرف على

أنها: "مجموعة من القرارات المالية المتفاعلة فيما بينها و المؤثرة و المتأثرة بشكل الأدوات التحليلية

و الكمية المستخدمة في حل المشاكل المالية" (حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي: 1998، ص 13).

أي أن الإدارة المالية هي عبارة عن اتخاذ مجموعة من القرارات المالية، بعد القيام بإجراءات تحليلية

للمشاكل المالية لتحقيق هدف المؤسسة، و منه فإن الوظيفة تضطلع بثلاث عمليات أساسية هي

الاستثمار، التمويل و توزيع عوائد عوامل الإنتاج أو أرباح المؤسسة على المساهمين (أرباح، أسهم) أو

المقرضين (الفوائد) أو على المؤسسة نفسها (التمويل الذاتي)، كما تهتم الوظيفة المالية أيضا بناحيته

التخطيط و الرقابة، لذا سنحاول التعريف بهذه القرارات من خلال منهج الإدارة المالية كمنهج لاتخاذ القرارات.

### ثالثاً: منهج الإدارة المالية:

تعتبر القرارات المالية محور المنهج الحديث للإدارة المالية، و تنقسم هذه القرارات إلى:

#### 1- قرارات الاستثمار:

تشكل الاستثمارات من الناحية المحاسبية مجموعة من الأملاك و القيم الدائمة التي اشترتها المؤسسة أو أنشأتها (شبايكي سعدان: 2002، ص28)، و هي تمثل مختلف عناصر المجموعة الثانية من المخطط المحاسبي الوطني، أما من الناحية المالية يعرف الاستثمار على أنه: "عملية مبادلة حالية وأكيدة لمبلغ من المال مقابل أمل الحصول منه مستقبلاً على عائدات مالية موزعة على عدة سنوات" (الأرقم عبد الحفيظ: 1999، ص1).

يعرف القرار الاستثماري على أنه: "قرار تخصيص موارد مالية لاستثمارات طويلة الأجل، خاصة في صورة الحصول على رأس مال إنتاجي ثابت" (الأرقم عبد الحفيظ: 1999، ص2)، و يعد هذا القرار بالنسبة للمؤسسة صعباً و خطيراً، لأنه يكلفها مبالغ مالية كبيرة خلال فترة زمنية قصيرة، كما يعتبر هذا الأخير من القرارات التي لا يتقبل الرجوع فيها أو العدول عنها، وهو ما يؤدي إلى أن ارتكاب أي خطأ أو أخطاء فيها لا يمكن في معظم الأحوال معالجتها، و بالتالي تتكبد المؤسسة نتيجة ذلك خسائر مالية كبيرة، على عكس القرارات الخاصة بالدورة الاستغلالية التي يمكن تدارك الخطأ فيها.

#### 2- قرارات التمويل:

تهتم هذه القرارات بتحديد مصادر التمويل الملائمة، بمعنى المفاضلة بين التمويل عن طريق الأموال الخاصة أو الاستدانة، من أجل تحقيق المزيج التمويلي الأمثل داخل المؤسسة، مع الأخذ بعين الاعتبار ثلاثة عناصر أساسية و هي التكلفة، العائد و المخاطرة، فعلى المؤسسة تحقيق التنازليتين التاليين: تكلفة/عائد، عائد/مخاطرة، حيث أنه على المؤسسة و لتحقيق عائد على استثماراتها يجب أن تحصل على أموال و بأقل تكلفة ممكنة، كما أنه لا يجب أن لا تتجر وراء تحقيق عائد أكبر على حساب المخاطر المحيطة بها، و بالتالي فإن هذه القرارات هي التي تصنع الهيكل المالي المناسب. (2)

#### 3- قرارات التوزيع:

تتمثل قرارات التوزيع في تحديد مقدار الأرباح التي يتم توزيعها على المساهمين أصحاب الأسهم العادية و الأسهم الممتازة، و كذلك تاريخ توزيعها، و في المقابل تحديد النسبة المئوية من

---

<sup>2</sup>سوف يتم التطرق لقرارات التمويل بتفصيل أكثر في الفصل الموالي.

الأرباح التي يتم الاحتفاظ بها في شكل احتياطات، و التي تسمح للمؤسسة باستثمارها في المجالات التي تسمح لها بالنمو، إذ تعتبر الاحتياطات مصدرا من مصادر التمويل الذاتي. إن القرارات الثلاث تعتبر جوهر الإدارة المالية، إذ لا يمكن اتخاذ أي منها بمعزل عن الآخر ذلك لأنها تؤثر و تتأثر فيما بينها، لذلك كان لابد من إيجاد التوليفة الملائمة لهذه القرارات، و الذي يسمح بتحقيق هدف الإدارة المالية، في هذا الإطار ظهر التحليل المالي و التخطيط، كوظيفة من وظائف الإدارة المالية تسمح بالجمع بين قرارات الاستثمار، و قرارات التمويل.

#### 4- التحليل و التخطيط:

يعتبر كل من التخطيط و التحليل وظيفتين أساسيتين في الإدارة المالية، تسمح باتخاذ القرارات المناسبة، حيث يجمع التحليل و التخطيط بين العوامل المشتركة بين قرارات الاستثمار و قرارات التمويل على اعتبار أن القرارين مرتبطين ببعضهما البعض. و قد عرف التحليل المالي بأنه: "ذلك الجزء من التحليل الاقتصادي الذي يختص بطرق الاختبار (الفحص) للقوائم المالية و الكشوفات الملحقه بها و التي تقود إلى قياس و تقييم النشاط المالي للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة، و بالتالي استخدام المعلومات الناتجة عن عملية التحليل لأغراض التخطيط و الرقابة و اتخاذ القرارات" (حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي: 1998، ص 21).

أما التخطيط فهو أداة من أدوات رسم السياسة المستقبلية للمؤسسة، و عليه فالتخطيط هو التمكن من تحديد أهداف و توجهات المؤسسة باتخاذ القرارات المستقبلية التي تتعلق بالمفاضلة بين الفرص التي تتاح للمؤسسة، أخذا بعين الاعتبار التهديدات التي تحيط بها. نستنتج من كل ما سبق أن مفهوم الإدارة المالية - كوظيفة - تطور عبر الزمن، فبعد أن كان مفهوم الإدارة المالية مرادفا لمفهوم التمويل، أصبح في إطار المنهج الحديث للإدارة المالية - و هو منهج اتخاذ القرارات - عبارة عن مجموعة من القرارات المتخذة و التي ترمي إلى تحقيق أهداف الإدارة المالية بكفاءة و فعالية، لكن ذلك لا يتم إلا من خلال إيجاد التركيبة المناسبة من قرارات التمويل و الاستثمار، و التوزيع، عن طريق التخطيط و الرقابة، و هو الأمر الذي يقودنا إلى التساؤل عن أهداف الإدارة المالية.

#### البند الثاني: أهداف الإدارة المالية:

تهدف الإدارة المالية إلى تحقيق أهداف عامة، و أخرى خاصة نوردها في ما يأتي:

#### أولا: الأهداف العامة للإدارة المالية:

تتمثل الأهداف العامة للإدارة المالية في هدفين هما: تعظيم الربح، و تعظيم الثروة حيث يعتبران الأساس الذي تبنى عليه كل القرارات سواء كانت قرارات مالية أو غيرها من القرارات المرتبطة بالوظائف الأخرى في المؤسسة.

## 1- هدف تعظيم الربح:

إن الهدف الأساسي لأية مؤسسة هو تعظيم الربح، الذي يسمح لها بالبقاء و الاستمرار، و إذا كان تعظيم الربح هو الهدف المحوري في المؤسسة، فإنه سيكون القاعدة التي ستبنى عليها كل القرارات سواء كانت قرارات مالية، أو غيرها من القرارات الأخرى، "... كما أنه يمثل مؤشرا مهما لتقييم النشاط الاقتصادي بالإضافة إلى كونه مصدرا مهما من مصادر التمويل الداخلية أو ما يسمى بالتمويل الذاتي، و بالتالي فإن تحقيق هذا الهدف و الدعوة لتعظيمه، إنما يعبر عن فاعلية القرارات المالية" (حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي: 1998، ص24).

يوجه لهدف تعظيم الربح مجموعة من الانتقادات، نذكرها فيما يلي:

### - غموض هدف تحديد الربح:

إن "تعظيم الربح" مفهوم واسع، فهذه العبارة تثير العديد من التساؤلات، فما هو الربح المطلوب تعظيمه؟ ربح الأجل القصير، أم ربح الأجل الطويل؟ معدل الربح، أو مبلغ إجمالي الربح؟ ربح بمعنى إجمالي العائد على المال المستثمر؟ أم على المال المملوك فقط؟ ربح بعد احتساب مبلغ معقول مقابل فوائد محتسبة و إيجار محتسب؟ الربح كما بينته القوائم المالية العادية أم الربح بعد تعديله ليأخذ في الاعتبار العوامل الخارجية عن إرادة الإدارة؟ و باعتباره هدفا عاما للإدارة المالية كان من الأفضل أن يأخذ مفهوما محددًا، واضحا و دقيقًا.

### - عدم أخذ عامل الزمن بعين الاعتبار:

يقصد بعامل الزمن هنا القيمة الزمنية للنقود، بمعنى أن تعظيم الربح كهدف لا يأخذ بعين الاعتبار التوقيت الزمني للتدفقات النقدية الداخلة، و التي يتوقع تحقيقها بعد أخذ قرارات استثمارية معينة.

### - إهمال عنصر المخاطرة:

إن درجة المخاطرة أو بعبارة أخرى درجة التأكد من تحقيق العوائد المتوقعة تعد من أهم الانتقادات الموجهة لهدف تعظيم الربح " فبعض الاستثمارات أكثر خطورة من غيرها، و نتيجة لذلك فإن العوائد المتوقعة على الأسهم تكون أكثر خطورة عندما يتم تبني هذه الاستثمارات، و الأكثر من ذلك فإن المؤسسة تكون أكثر مخاطرة أو أقل مخاطرة تبعا لدرجة اعتماد الإدارة المالية فيها على مصادر التمويل المقترضة في هيكل الموجودات وهو ما يعرف بالرافعة المالية " (حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي: 1998، ص28)، حيث أنه كلما زاد اعتماد المؤسسة في التمويل على الأموال المقترضة كلما زادت درجة المخاطرة<sup>3</sup>، و هو ما يؤدي بدوره إلى انخفاض ربحية السهم.

<sup>3</sup>سوف يتم التطرق للمخاطرة وأثرها بالتفصيل في الفصل الموالي.

نخلص مما سبق إلى أنه لا يمكن اعتماد هدف تعظيم الربح كهدف للإدارة المالية، و باعتبار هدف الإدارة المالية الركيزة الأساسية لكل قراراتها، لذا فقد أجمع معظم مفكري الإدارة المالية على أن تعظيم الثروة أو تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، هو الهدف الذي يجب أن تسعى المؤسسة لتحقيقه و هنا تجدر الإشارة كذلك إلى أن أغلب مؤلفات الإدارة المالية أجمعت على اعتبار تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية للمؤسسة مرادفاً لتعظيم ثروة الملاك.

## 2- هدف تعظيم قيمة ثروة الملاك:

تعظيم قيمة المؤسسة، تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة أو تعظيم القيمة الحالية للمؤسسة، هي مصطلحات مرادفة لأحد أهداف الإدارة المالية وهو تعظيم ثروة الملاك. يعتبر تعظيم الثروة كهدف، إستراتيجية مثلى مقارنة بإستراتيجية تعظيم الربح كهدف، لعدة أسباب (عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: 2000، ص 16-17):

- هي إستراتيجية طويلة الأجل، تعمل على تعظيم القيمة الحالية لاستثمارات الملاك، بإقرار المقترحات الاستثمارية التي تزيد من القيمة السوقية للأوراق المالية، و في ظل هذه الإستراتيجية فإن المدير المالي يعمل في ظروف عدم التأكد لذلك فهو يقارن بين العوائد المختلفة و المخاطر المصاحبة لكل منها و هل يوجد ما يبرر الاستثمار و تحمل المخاطر أم لا ؟ و على ضوء العلاقة بين العائد والخطر، يمكنه بناء الإستراتيجيات التي تهدف إلى تعظيم ثروة الملاك في ظل المستوى المقبول من المخاطر.

- تأخذ إستراتيجية تعظيم الثروة في الاعتبار أن الملاك يعطون أهمية خاصة للتوزيعات النقدية المنتظمة التي يحصلون عليها بصرف النظر عن حجمها، لذلك تعمل معظم الشركات في ظل افتراض أن سياسة التوزيعات لها تأثير في جذب مستثمرين جدد، و بذلك نجد أن للمعرفة بسياسة الشركة و مدى استقرارها بخصوص التوزيعات، تأثير على القيمة السوقية للسهم.

إن هدف تعظيم الثروة -على العكس من هدف الربح- يأخذ في الحسبان حجم الأرباح، و توقيتها، و درجة التأكد من تحقيقها، فتتحقق ثروة المؤسسة عندما يفوق صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، لأن ثروة المؤسسة هي الفرق بين إجمالي القيمة الحالية وتكلفة المؤسسة.

و إذا اعتبرنا قيمة المؤسسة هي حاصل قسمة العوائد المتوقعة على درجة المخاطرة، فإن كل القرارات المتخذة على مستوى المؤسسة و المتعلقة بكل جوانب النشاط لها تأثير على قيمة المؤسسة، بمعنى لها تأثير على العوائد المتوقعة، و على درجة المخاطرة، و عليه فإنه و من أجل ضمان تعظيم قيمة المؤسسة، فإنه من الضروري اتخاذ القرارات التي تحقق التوازن بين العائد المتوقع و درجة

المخاطرة، فمثلا يقال أن الحالة المثلى للتسيير عندما تكون الخزينة تساوي الصفر، لذا فإن اتخاذ قرارات لزيادة نسبة السيولة في المؤسسة من شأنه أن يقلل من درجة المخاطرة، لأنه سيسمح للمؤسسة بمواجهة التزاماتها، في حين أن هذا القرار سوف يؤدي إلى تجميد أموال و بالتالي تقويت فرصة استثمار هذه الموارد المالية، و بالتالي عدم تحقيق أرباح.

كذلك فإن القرارات المتعلقة بتقليل السيولة على أساس توجيهها للاستثمار، سوف تؤدي إلى زيادة درجة المخاطرة، لأن هذه القرارات سوف تضع المؤسسة في موقف حرج اتجاه التزاماتها، غير أن هذه القرارات ستسمح بتحقيق الربح في الأجل الطويل.

وعليه نصل إلى نتيجة مفادها: أن القرار السليم هو القرار الذي يؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة من خلال محاولة الموازنة بين العائد المتوقع و درجة المخاطرة، لكن هل محاولة الموازنة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة تكفي وحدها لتحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك ؟ (4).

**ثانيا: الأهداف الخاصة للإدارة المالية:**

تعكس الأهداف الخاصة بكفاءة الأداء في الإدارة المالية، و تتمثل في:

#### **1 - السيولة:**

تقضي القاعدة بضرورة تكييف خزينة المؤسسة مع طبيعة و مستوى نشاطها و ذلك بالشكل الذي يضمن توفير السيولة التي تعني قدرة المؤسسة على مواجهة المصاريف المتولدة عن النشاط الاستغلالي، وهي تهم خاصة الدائنين على المدى القصير، و تقاس السيولة بالسرعة التي يمكن أن تحول بها الأصول إلى نقدية دون خسارة في القيمة، و لذلك فإن السيولة تتوقف على عاملين هما: المدة اللازمة لتحويل الأصول إلى النقدية، و التكلفة المرتبة عن التحويل (Hervé hutin: 1998,p39).

و عليه فإن عدم قدرة المؤسسة على مواجهة الالتزامات القصيرة في وقتها من شأنه أن يعرضها لمخاطر الإفلاس، و هو الأمر الذي سينعكس سلبيا على القيمة السوقية للسهم، و من ثم يؤثر على ثروة الملاك، كذلك فإن سعي المؤسسة إلى زيادة نسبة السيولة، عن طريق الاحتفاظ بأكبر قدر من النقدية، من شأنه أن يؤدي إلى تضييع فرص استثمارية تساهم في تحقيق الأرباح، هذا من جهة و من جهة ثانية فإن الإفراط في استثمار النقدية سوف يؤثر على تمويل الدورة التشغيلية من جهة، كما أنه سيضع المؤسسة في موقف صعب اتجاه التزاماتها القصيرة من جهة ثانية، و عليه فإنه لا بد من إيجاد معايير، أو أسس عملية تستخدم في تحديد الحجم الأمثل من السيولة.

## 2- هدف الملاءة:

تعني الملاءة قدرة المؤسسة على تسديد ديونها طويلة الأجل وهي تعد إحدى أهم القيود التي يأخذها التسيير المالي بعين الاعتبار، حتى أنها تسمى أحيانا "بقيد أو قاعدة التوازن" (André Boyer). (Gérard Hirigoyen et autres : 1997, p145) تعبيراً عن الأهمية التي تكتسبها الملاءة باعتبارها قيوداً يؤدي إلى تصفية المؤسسة حيث أن عدم القدرة على تسديد الديون في تواريخ استحقاقها من شأنه أن يؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة و من ثمة التصرف في مختلف أصولها. و مثلما تعبر الأصول السائلة على درجة السيولة داخل المؤسسة، فإن الأصول الأقل سيولة هي الضمان لسداد الالتزامات الآجلة كما أن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها يعد مؤشراً لصالحها يمكنها من الاستدانة مستقبلاً، و يخطط البعض بين السيولة و الملاءة رغم أن الغاية من تحقيق كل منهما مختلفة، حيث أن:

- الملاءة: هي قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها من ديون متوسطة و / أو طويلة الأجل.
- السيولة: هي قدرة المؤسسة على مواجهة مصاريفها أو ديونها قصيرة الأجل.

فيمكن أن تكون المؤسسة قادرة على تسديد ديونها من دون حيازتها على السيولة الكافية أي عدم قدرتها على الاستجابة لاستحقاقات الخزينة و العكس صحيح حيث يمكن أن تحوز المؤسسة على القيم جاهزة لدى خزينتها مع ثقل ديونها المتوسطة و الطويلة الأجل.

## 3 - هدف المردودية:

إن هدف المردودية هو الهدف الذي تسعى إليه أي وحدة اقتصادية حتى تضمن بقاءها و استمرارها كونها تشكل مقياساً لفعالية الوسائل المستعملة داخلها، حيث تعتبر المردودية مقارنة النتائج المحققة بالوسائل المسخرة، و هذا على النحو الآتي:

مردودية وسيلة معينة = النتيجة المحصل عليها / على قيمة الوسيلة المستعملة  
( Pierre Baranger et autres : 1998, p 157)

وبذلك تتعدد أنواع المردودية بحسب طبيعة الفائض المعتمد وكذا الوسيلة المراد قياس فعاليتها و لعل أهم أنواع المردودية المستعملة في التسيير المالي هي:

**1-3- المردودية التجارية (مردودية استغلالية):**

وهي المردودية من وجهة نظر النشاط الاستغلالي المعبر عنه بالنسبة لرقم الأعمال (المبيعات)، أي أن:

$$\text{مردودية تجارية: RA} = (\text{نتيجة الدورة الصافية} / \text{رقم الأعمال خارج الرسم}) \times 100$$

( Josette Peyrard, : novembre 1999, p 178) .

و تعني نتيجة النسبة ما تحققه كل 100 دج مبيعات صافية أو رقم أعمال من أرباح، أي ما تبقى لمؤسسة من رقم الأعمال بعد تسديد كل التكاليف.



### 3-2- المردودية الاقتصادية :

و هي المردودية من وجهة الوسائل المستعملة من طرف المؤسسة لممارسة نشاطها الإنتاجي و الاستغلالي والتي يصطلح على تسميتها برأس المال الاقتصادي، أو كما تعرف محاسيبا بالموجودات أو الأصول.

$$\text{مردودية اقتصادية RE} = (\text{نتيجة الدورة الصافية} / \text{مجموع الأصول}) \times 100.$$

(. Josette Peyrard: novembre 1999, p 179).

تعني نتيجة هذه النسبة درجة فعالية الوسائل المستعملة من طرف المؤسسة، أي ما يحققه كل 100 دج مستعملة ضمن مجموع الأصول (الموجودات) من أرباح صافية.

### 3-3- المردودية المالية:

وهي المردودية من وجهة نظر الموارد المالية الخاصة بصاحب أو بأصحاب المؤسسة و تعتبر

المردودية المالية المقياس أو المؤشر للمردودية العامة للمؤسسة (الأرقم عبد الحفيظ: 1999 ، ص47)؛

$$\text{المردودية المالية RF} = (\text{نتيجة الدورة الصافية} / \text{الأموال الخاصة}) \times 100$$

وتفسر هذه النسبة في أن المقدار المتحصل عليه يدل على نصيب كل 100 دج مستثمرة من أموال خاصة لأصحاب المؤسسة في الأرباح الصافية التي حققتها مؤسستهم.

و بالتالي فكلما كانت هذه النسبة عالية كلما سمحت للمؤسسة بإيجاد أموال جديدة في السوق

المالي لتمويل نموها، و بالعكس إذا كانت النسبة ضعيفة و أقل من معدل الفائدة السائد في السوق،

تواجه المؤسسة صعوبات لجلب الأموال الخاصة ولا يفضل دائما مستوى المردودية عال، كما أن

معدل المردودية المالية يتغير حسب القطاعات، فهو جد ضعيف في القطاعات الثقيلة لأن الإهلاكات .

كبيرة مما يجعلها تخفض من النتيجة ( Josette Peyrard: novembre 1999 , p 181).

وتحلل المردودية المالية كما يلي:

$$\text{المردودية المالية RF} = (\text{نتيجة الدورة الصافية} / \text{مجموع الأصول (أو الموجودات)}) \times (\text{مجموع}$$

$$\text{المطالب} / \text{الأموال الخاصة}) \times 100$$

$$\text{المردودية المالية} = (\text{نتيجة الدورة الصافية} / \text{رقم الأعمال خارج الرسم}) \times (\text{رقم الأعمال خارج}$$

$$\text{الرسم} / \text{مجموع الموجودات}) \times (\text{مجموع المطالب} / \text{الأموال الخاصة}) \times 100$$

$$\text{المردودية المالية} = \text{مردودية تجارية} \times \text{معدل دوران الأصول} \times \text{معامل المديونية} \times 100 .$$

$$= \text{المردودية الاقتصادية} \times \text{معامل المديونية} \times 100 .$$

و تحسين هذه النسبة يتطلب التأثير على أحد مكوناتها (الأرقم عبد الحفيظ ، أكتوبر 1999، ص47).

و مهما كان نوع المردودية المعتمد، فإنه ليس بالإمكان الحكم عليها بشكل مطلق و إنما يتم مقارنتهما بمستويات أخرى للمردودية و عادة ما تتخذ هذه المقارنة شكلين رئيسيين:

- مقارنة عبر الزمن، يتم فيها مقارنة النسب المسجلة للدورة المعنية مع نسب محققة في دورات سابقة.

- مقارنة مع النسب المحققة من طرف مؤسسات أخرى لاسيما مؤسسات القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة.

#### 4- هدف النمو:

إن بقاء المؤسسة و استمرارها يحتم عليها تحقيق حد أدنى من الأرباح يضمن لها إمكانية رفع رأس مالها، و بالتالي توسيع نشاطها عن طريق توسيع و تجديد استثماراتها، و هو الأمر الذي يحتم على المؤسسة التجديد، و الاستخدام الكفء لكل طاقاتها، و كذلك تجديد و تطوير و سائل الإنتاج من أجل تحسين الإنتاجية، و تحسين جودة منتوجاتها حتى تكون قادرة على مواجهة المنافسة من أجل ضمان حصة كبيرة من السوق، و بالتالي تحقيق الحجم المناسب من الأرباح التي تسمح لها بزيادة رأس مالها و تحقيق النمو.

#### 5- الاستقلالية المالية:

إن لجوء مسؤولي المؤسسة للدائنين الخارجيين لتمويل احتياجات المؤسسة يقلص من حريتها في عملية اتخاذ القرارات المالية بفعل الالتزامات التي تنشأ عن عقود الاستدانة، و لأجل التخلص من هذا فإنه يجب على إدارة المؤسسة محاولة الرفع من تمويلها الذاتي أو الخاص كلما سمحت الفرصة، لذلك يجب على المدير المالي في إطار الإدارة المالية القيام بالإجراءات و اتخاذ القرارات التي من شأنها أن تحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة وذلك من خلال القيام بتقديرات و تنبؤات فيما يخص مردودية المؤسسة و مقدار السيولة أو النقدية الواجب الاحتفاظ بها بالموازاة مع ما يجب استثماره من أجل ضمان تحقيق عوائد مستقبلية على الاستثمارات.

و يعتبر المحيط فرصة تستغلها المؤسسة في تحقيق مستويات مردودية مرتفعة، تسمح لها بالنمو و تعظيم الثروة، و كما يعد المحيط كذلك مصدر تهديدات للمؤسسة الأمر الذي يتطلب ضرورة تكيفها مع مختلف متغيراته، و نظرا للأهمية التي يكتسبها المحيط فإنه على المؤسسة القيام بدراسته لأجل الاستفادة من الفرص التي يتيحها و كذا الاحتياط من التهديدات و المخاطر التي يتميز بها.

#### المطلب الثاني: المحيط المالي للمؤسسة و أثره على الوظيفة المالية:

يلعب المحيط المالي دورا كبيرا في نشاط المؤسسة، حيث يتيح لها فرصا تضمن آفاق التطور الإيجابي لها و قد يشكل لها تهديدا يعيق تطورها، و بما أن موارد المؤسسة مصدرها المحيط كما أن

مخرجاتها تصب فيه، لذا فإن دراسة البدائل المتاحة في ظل بيئة معينة، يعد أمراً مهماً قبل اتخاذ أي قرارات و منها القرارات المالية.

### الفرع الأول: محيط المؤسسة:

تساهم في تحقيق أهداف المؤسسة عدة أطراف، كما تؤثر فيها عوامل و متغيرات متعددة، و تكون مجموع هذه المتغيرات ما يعرف بمحيط المؤسسة الذي يعد الوسط الذي تنشأ، تتطور، ثم تزول فيه هذه الوحدة الاقتصادية.

### البند الأول: تعريف محيط المؤسسة:

يعرف محيط المؤسسة على أنه: "البيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة، هي أي شيء و كل شيء خارج حدود المؤسسة، كما أنه من المفيد تناول البيئة من ناحيتين: البيئة العامة التي تؤثر في جميع المؤسسات في مجتمع معين، و البيئة المحددة (الخاصة) التي تؤثر في المؤسسة الواحدة بطريقة أكثر" (جون . هـ ، جاكسون ، س ب مورقان : 1988 ، ص 108).

والملاحظ أن هذا التعريف عام إذ أنه لم يتطرق إلى تفاصيل متغيرات المحيط حيث اهتم بالبيئة الخارجية فقط و أهمل المحيط الداخلي للمؤسسة، لذا يعرف محيط المؤسسة كذلك على أنه: "المحيط الذي تعمل فيه أية مؤسسة ينطوي على ثلاثة مجموعات من المتغيرات: المجموعة الأولى تضم متغيرات على مستوى وطني، مثل العوامل الاقتصادية و الاجتماعية و السياسية، أما المجموعة الثانية فهي متغيرات تشغيلية خاصة بكل مؤسسة و أما المجموعة الثالثة فتضم المتغيرات المتعلقة بمحيط المؤسسة الداخلي من عمال مديريين و غيرهم" (ناصر دادي عدون: 1998، ص 61، 62) .

و نلاحظ أن هذا التعريف أوسع و أكثر تفصيلاً من التعريف الأول حيث أنه لا يكفي بتناول البيئة الخارجية للمؤسسة بشكل عام و إنما يستعرض مختلف المتغيرات المؤثرة في نشاط المؤسسة و ذلك على مستويات مختلفة تمتد من المتغيرات الداخلية إلى متغيرات نشاط المؤسسة ثم المتغيرات الوطنية.

و بالتالي يمكن اعتماد هذا التعريف مع إمكانية إضافة المتغيرات الدولية التي من شأنها التأثير على نشاط المؤسسة لذا فمن الواجب دمجها ضمن محيطها.

### البند الثاني: مكونات محيط المؤسسة:

يمكن التعرف على المكونات الأساسية للمحيط و ذلك بتقسيمه إلى مجموعة من المتغيرات، و سنعتمد على معيارين أساسيين لتقسيم محيط المؤسسة وهما: معيار طبيعة متغيرات المحيط و كذا معيار درجة تأثير هذه المتغيرات على نشاط المؤسسة.

أولاً: تقسيم محيط المؤسسة بحسب طبيعة متغيراته:

ينقسم محيط المؤسسة حسب هذا المعيار إلى خمس مكونات هي: المحيط الجغرافي، المحيط الاقتصادي، المحيط التكنولوجي، المحيط الثقافي و الاجتماعي، المحيط السياسي و القانوني (Jean-René Edighoffer: 1996 , p22).

### 1- المحيط الجغرافي:

يضم المحيط الجغرافي للمؤسسة مجموعة من الظروف الطبيعية و المناخية، إضافة إلى التركيبة السكانية (عمال، مستهلكين).

### 2- المحيط الاقتصادي:

يتمثل المحيط الاقتصادي في الإطار الهيكلي و كذا الظروف الاقتصادية الراهنة مثل تطور الطلب المحلي، التضخم، البطالة النمو أو الركود الاقتصادي.

### 3- المحيط التكنولوجي:

يضم المحيط التكنولوجي التطورات التقنية المتعلقة بوسائل إنتاج المؤسسة و كذا أسواقها.

### 4- المحيط الثقافي و الاجتماعي:

يضم هذا المحيط العادات و التقاليد، المبادئ و الأخلاق، التربية، الأفكار الشائعة، أنماط العيش، و هي عناصر تحدد الحاجات المراد إشباعها سواء فيما يخص النوعية أو الكمية.

### 5- المحيط السياسي و القانوني:

هو مختلف القوانين التي تؤثر على نشاط المؤسسة سواء بصفة مباشرة أو غير مباشرة، حيث أن المؤسسة تخضع لسياسة اقتصادية و مالية و كذلك القواعد التي يملئها القانون.

ثانياً: تقسيم محيط المؤسسة بحسب درجة التأثير على نشاطها :

و ينقسم المحيط حسب هذا المعيار إلى:

#### 1- المحيط المباشر:

تسمى مجموع الأطراف و المتغيرات المكونة لهذا المحيط بالبيئة الخارجية الخاصة، و يختلف المحيط المباشر بحسب كل مؤسسة، إذ يحتوي هذا الأخير على الأطراف التي تتعامل معها المؤسسة و تؤثر في نشاطها و أدائها بشكل مباشر. و فيما يأتي أهم العناصر المكونة للمحيط المباشر:

#### 1-1- المنافسون:

المنافسون هم جميع المؤسسات التي تزاوّل نفس النشاط، و التي تتنافس في الحصول على أكبر حصة في السوق، عن طريق اكتساب أكبر عدد من الزبائن، و يتوقف نجاح أو فشل، نمو أو تراجع المؤسسة على هذا العنصر، لذا يجب عليها أن تحسن مراقبته و تقوية نقاط ضعفها للحفاظ على ميزتها

التنافسية التي تغذي قدرتها على السيطرة على أكبر حصة من السوق، لذا تعمل المؤسسة باستمرار على متابعة استراتيجيات منافسيها و توقع أي تغييرات محتملة لهذه الاستراتيجيات إذ أن اللعبة التنافسية تنتج عن خمسة قوى، و هي: دخول متنافسين جدد، تهديد المنتجات البديلة، القدرة التفاوضية مع الزبائن، القدرة التفاوضية مع الموردين، المنافسة الحالية (Michael Porter : 1999, p14).

### 1-2- المستهلكون:

تحقق المؤسسة أهدافها من خلال تصريف منتجاتها من سلع و خدمات في السوق لذا لابد من وجود طلب كاف يرتبط بشكل كبير بأذواق و اختيارات المستهلكين كما يرتبط بدخلهم و كذا بسعر السلعة المعينة.

و منه يجب على المؤسسة دراسة تطور الاستهلاك، لاستخلاص المعلومات الضرورية المتعلقة باتجاهات الإنفاق الكلي من طرف المستهلكين، و إذا كان هذا التطور في الاستهلاك إيجابيا و جوهريا فهذا يشجع على التطور في الأعمال مادام المستقبل ينبئ بظروف أفضل فيما يتعلق بقرار الشراء من طرف مجموع المستهلكين، إضافة إلى هذا يجب تحليل المعطيات الخاصة بمبيعات كل المؤسسات التي تنتج سلعا مماثلة للسلع التي تنتجها المؤسسة محل الدراسة و إذا أثبتت هذه التحليل أن هذه المبيعات تتزايد باستمرار و بشكل منتظم فهذا يعني أن هناك اتجاها توسعيا فيما يتعلق بالطلب على السلعة المنتجة من طرف القطاع الذي تعمل فيه المؤسسة، و هذا الاتجاه التوسعي يشجع على الاندماج في هذه الحركية (الطاهر لطرش : 2003، ص135).

### 1-3- الموردون:

يعد الموردون بمثابة المتعاملين الذين تعتمد عليهم المؤسسة في تحصيل جزء هام من مدخلاتها و يؤثر هذا الطرف في أداء المؤسسة من خلال كمية و جودة المواد التي يوفرها لها، أسعار هذه المواد، كذا سياسات التمويل و عدم التأخر في الاستجابة لطلبات المؤسسة، المهلة التي يمنحها لها للوفاء بالتزاماتها.

### 1-4- سوق العمل:

يعتبر سوق العمل "نقطة اللقاء بين المؤسسة كطالب للعمل و الأفراد المستعدين و القادرين على العمل" (ناصر دادي عدون: 1998، ص 87)، و يمكن أن يؤثر هذا السوق من خلال طرفين هامين يساهمان في تحقيق أهداف المؤسسة و هما:

- **العمال:** و هذا من خلال نوعية العمل (قوة العمل) الذي يقدمونه للمؤسسة و الذي يتوقف بدوره على مجموعة من العوامل، منها تكوين الفرد و ثقافته و كذا الخصائص الفزيولوجية له، حيث تساهم هذه العوامل متجمعة في رفع مستوى الإنتاج داخل المؤسسة كما و نوعا.

- **المسيرون:** تعد كفاءة المسير عاملا إيجابيا بل و موردا إضافيا لصالح المؤسسة، إذ يعتبر مسير المؤسسة العنصر الأساسي في تنظيم نشاطاتها.

### **1-5- المساهمون:**

قد نسلم بأن تأثير المساهمين على المؤسسة و أدائها سوف يكون دوما بالإيجاب، و هذا باعتبارهم ملاك المؤسسة إلا أن هذا يتوقف على نوعية المساهمين إن كانوا من كبار أو صغار المستثمرين و يمكن التمييز بينهم من خلال عنصرين هما: الوضع الضريبي للمساهم، و الحاجة إلى دخل جار، حيث أن صغار المستثمرين عند توافر بدائل متعددة ضمن السوق المالي يقدمون على المساهمة في رأس مال المؤسسة ذات أداء حسن و تقدم عائدا مناسبة، و بالتالي فإن عدم حصول المساهمين على توزيعات ملائمة، يجعلهم يقومون بعملية التنازل على أسهمهم مما يزيد من حجم الأسهم المعروضة و هذا ما ينجم عنه انخفاض سعر السهم الواحد وفقا لقانون العرض و الطلب (مع افتراض ثبات باقي العوامل الأخرى)، الأمر الذي لا يكون في صالح المؤسسة، كما أن عدم الإقدام على المساهمة في رأس مال مؤسسة ما يقلل من حجم الأموال الواجب تحصيلها لتمويل استثماراتها.

### **1-6- الدائنون:**

من المعروف أن الدائنين - سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين، حاليين أو محتملين - هم الذين يقدمون قروضا للمؤسسة، و قد تكون القروض قصيرة الأجل كالقروض التي يقدمها الموردون، كما قد تكون متوسطة أو طويلة الأجل و التي تحصل عليها المؤسسة من "المقرضين لآجال متوسطة و طويلة كالدائنين من حملة السندات، و البنوك المتخصصة فهم مجهزو منشآت الأعمال بالأموال اللازمة لتمويل احتياجاتها المتوسطة و الطويلة" (حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي: 1998، ص46). و إذا كان للمساهمين الحق في تسيير المؤسسة، فإنه ليس للدائنين الحق في ذلك، لذا فهم يسعون دائما إلى التقليل من مخاطر منحهم الائتمان للمؤسسة و هذا بوضع شروط تخص مبلغ القرض و الضمانات المصاحبة له، كما قد تتعداه إلى تقييد الإدارة المالية للمؤسسة في اتخاذ بعض القرارات المالية.

### **1-7- النقابات العمالية:**

بعد انتقاء و توظيف العاملين داخل المؤسسة، تظهر لهذه الشريحة مطالب يعبرون عنها ضمن نقابات و اتحادات عمالية تكون بدورها وسيلة ضغط على المؤسسات، و تصبح بذلك مواجهة المطالب من طرف مسيري المؤسسة أمرا ضروريا نظرا لتأثيرها على سيرورة و أداء المؤسسة و غالبا ما تدور مطالب هذه النقابات حول زيادة الأجور، تحديد ساعات العمل و تحسين ظروف العمل.

### **2- المحيط غير المباشر:**

"تتمثل البيئة الخارجية العامة للمؤسسة في تلك المتغيرات التي تنشأ و تتغير خارجها، و التي تؤدي إلى تغير حتمي في مسار المؤسسة و لكن هذه الأخيرة لا تستطيع أن تؤثر فيها" (إسماعيل محمد السيد:دت، ص 87)، و لا تخص مجموع المتغيرات المكونة لهذا المحيط مؤسسة بذاتها أو عدد من مؤسسات قطاع معين، بل تؤثر بشكل عام على مجموع المؤسسات و باقي المتعاملين الاقتصاديين في مجتمع معين، و يمكن عرض هذا الجزء من المحيط في المكونات الآتية:

## 2-1- المتغيرات الديموغرافية و الحضارية:

بالنسبة لإستراتيجية المؤسسة، تعتبر المعطيات الديموغرافية من العناصر الحاسمة التي تؤثر على القرارات التي تتخذها المؤسسة على المدى البعيد. و تتبع أهمية دراسة المعطيات الديموغرافية من كون هذه الأخيرة تمثل الوعاء الطبيعي لعدد المستهلكين المحتملين، و بالتالي حجم الطلب الإجمالي، كما أن تطور هذه المعطيات يمكن أن يعطينا فكرة أولية و إجمالية عن الوضع الذي يكون عليه الطلب في المدى البعيد.

كما أن دراسة المعطيات الديموغرافية يجب أن تتوجه في جانب منها إلى دراسة هرم الأعمار و تطوره من جهة و دراسة تركيب المجتمع من حيث الجنس من جهة أخرى، و مثل هذه التصنيفات هي بطبيعة الحال ذات أهمية كبرى حيث يسمح ذلك بالتنبؤ بتطور الزبائن المحتملين (الطاهر لطرش: 2003، ص136).

و كذا دراسة مختلف المتغيرات الحضارية التي تخص عادات و تقاليد السكان، و كذلك الدين المحدد للأطر الأخلاقية داخل المجتمع و تؤثر المتغيرات الديموغرافية و الحضارية على أداء المؤسسة من خلال الموارد البشرية التي تعد مدخلات لها كما تؤثر هذه المتغيرات من خلال حجم الطلب على منتجات المؤسسة و الذي يحدده حجم السكان و مستوى معيشتهم و كذا ثقافتهم التي تضع حدودا بخصوص ما يراه المجتمع مقبولا على اقتنائه و ما يراه مرفوضا بغض النظر عن سعره.

## 2-2- المتغيرات الاقتصادية:

تتناول المتغيرات الاقتصادية خصائص النظام الذي تعمل فيه المؤسسة و من بين هذه المتغيرات نذكر: الدخل الوطني و النمو الاقتصادي، النظام الضريبي، سعر الصرف، معدل التضخم، السياسة المالية و النقدية.

## 2-2-1- الدخل الوطني و النمو الاقتصادي:

تتمثل أهمية هذا المتغير في معرفة الأوضاع المستقبلية لهذا الاقتصاد، فإذا كانت المعطيات الإحصائية تبين أن الدخل الوطني يتطور بصفة مستمرة و دائمة فهذا يعني أن الآفاق المستقبلية من حيث الوضع العام للاقتصاد مشجعة، فهناك ازدهار في الأعمال سمته الأساسية التوسع المبني على ثقة

في المستقبل، مما يشجع على الانخراط في هذه الحركية مسلحة بالأفاق الإيجابية المتوقعة (الطاهر لطرش 2003، ص 134).

#### 2-2-2- التضخم:

التضخم هو أحد العوامل التي تقلص الثقة في المستقبل، إذ أن الارتفاعات المتوالية في مؤشر الأسعار (التضخم) يمكن أن نستخلص منها استنتاجات عديدة غير مشجعة، فالإقتصاد الذي يتميز بموجات تضخمية هو اقتصاد يتميز بهشاشة الوضع النقدي، و يقلص هذا الأمر من احتمال أخذ قرارات بعيدة المدى على أساس وضع غير مستقر، كما أن وجود التضخم قد يدفع المنظمات العمالية إلى الضغط من أجل زيادة الأجور، و هو أمر إن حدث سوف يدفع بدوره أصحاب المؤسسات إلى تحميل هذه الزيادات في التكاليف مما يعتبر مصدرا جديدا يدعم و يعمق الاختلال النقدي من خلال دعم الموجات التضخمية، كما أن هذا الأمر سوف يؤدي إلى أن نتائج المؤسسة لن تكون واقعية. و لكن تحميل هذه الزيادات في الأجور مباشرة في التكاليف، وبالتالي في السعر النهائي قد لا يكون في صالح المؤسسة خاصة في ظل محيط تنافسي، فقد تكون هناك مؤسسات منافسة لها القدرة على مقاومة الارتفاع في الأجور، و لها القدرة كذلك على هذه الارتفاعات إن حدثت و عدم تحميلها في التكاليف مدعومة بإستراتيجيتها المركزة على غزو السوق و زيادة حصتها فيه، و في ظل هذه الاعتبارات، تجد المؤسسات نفسها في مواجهتها للتضخم أمام أوضاع حرجة يجب عليها مواجهتها بوضع إستراتيجية دقيقة و واضحة و مرنة خاصة (الطاهر لطرش: 2003، ص 135، 134).

#### 2-2-3- السياسة المالية للبلد:

يقصد بالسياسة المالية و سائل تمويل الإنفاق الحكومي، و هو ما يعني أن لتلك السياسة شقين هما: الإيرادات و النفقات" (منير إبراهيم هندي: 1995، ص 162). و للسياسة المالية تأثير ملحوظ على أداء المؤسسات كون أن النفقات الحكومية تمثل إيرادات لبعض المؤسسات، كما أن قسما معتبرا من إيرادات الدولة يتأتى من مجموع المتعاملين الاقتصاديين داخل المجتمع و من بينهم المؤسسات، و هذا عن طريق الضرائب مثلا، فتخفيض معدل الضريبة على أرباح المؤسسات له أثر إيجابي على الأرباح الصافية لهذه الأخيرة، في حين أن ارتفاع معدلات الضرائب و الرسوم من شأنه التأثير سلبا على حجم النتائج المحققة من طرف المؤسسات.

#### 2-2-4- السياسة النقدية للبلد:

يقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقد و الذي يتمثل في رصيد الودائع الجارية و الودائع قصيرة الأجل لدى البنوك التجارية، إضافة إلى النقدية المحتفظ بها لدى الجمهور (منير إبراهيم هندي: 1995، ص 164)، فقرار زيادة المعروض مثلا قد يؤثر بالإيجاب



أو السلب على أداء المؤسسات، حيث يكون التأثير بالإيجاب عند زيادة المعروض من النقد - مع ثبات الطلب عليه - يؤدي إلى انخفاض معدل الفائدة، الأمر الذي يؤدي إلى تشجيع الاستثمارات و تخفيض مستوى البطالة مما يرفع من الطلب على منتجات المؤسسات، و بالسلب عند إمكانية حدوث التضخم.

### 2-3- المتغيرات السياسية و القانونية:

يعبر عن مجموع المتغيرات السياسية بالمناخ السياسي العام السائد في مجتمع معين، و يعتبر هذا المناخ مهما لقرار الاستثمار كونه لا يؤثر فقط على النتائج المحققة من قبل المؤسسات، بل يتعداها ليشمل حتى رؤوس الأموال المستثمر بها، لذا يولي المستثمرون أهمية بالغة لطبيعة هذا المناخ و طبيعة السلطة السياسية فيه، و لعل أهم عامل يركز عليه المستثمرون في البداية هو الاستقرار السياسي، حيث أنهم يرفضون المخاطرة بأموالهم في محيط يحكمون عليه بعدم الاستقرار، كما يمثل المحيط القانوني مجموع القوانين المؤثرة على المؤسسة، و نذكر منها: قانون الاستثمار و القانون الضريبي، القوانين المتعلقة بترحيل رؤوس الأموال و الأرباح، قانون العمل، القوانين المرتبطة بالبيئة.

### 2-4- المتغيرات العلمية و التكنولوجية:

مما لا شك فيه أن التطورات التكنولوجية السريعة و المتلاحقة أصبحت من المتغيرات الرئيسية و الحاسمة بالنسبة لكل مؤسسة. إن نوعية التكنولوجيا المستعملة من طرف المؤسسة قد تجعلها في موقع قوي بالنسبة للآخرين، كما تجعلها في موقع هش بالنسبة لأطراف أخرى تستخدم تكنولوجيا أحدث، و أن استخدام تكنولوجيا أقدم بالنسبة لتكنولوجيا مكتشفة حديثا (و التي يمكن أن يكون المنافسون قد حصلوا عليها)، يجعل المؤسسة تفقد ميزتين على الأقل: الأولى هي فرصة الاستفادة من المزايا التي تقدمها التكنولوجيا الحديثة، و هي الإنتاج بتكاليف أقل وقت أسرع، و الثانية هي ضعف وضعها التنافسي أمام مؤسسات أخرى قد تكون حصلت على هذه التكنولوجيا. و من الأمور الأخرى التي تجعل التكنولوجيا متغيرا حاسما هو تكلفة الحصول عليها، نظرا لتكلفتها العالية، فإن القرار الخاص بالحصول على تكنولوجيا أحدث يعني أن المؤسسة قد قامت باتخاذ القرار بتنفيذ نفقات مرتفعة جدا على رهانات طويلة، وفي مثل هذه الظروف يصعب على أي مؤسسة أن تقوم بتغيير الأوضاع بسهولة أي أنها لا تستطيع أن تتخذ قرارات من هذا القبيل متى شاءت، و هذا ما يحتم على المؤسسة أن تكون يقظة و حذرة أمام التحولات التكنولوجية المتلاحقة.

و ينظر إلى هذه المسألة من ثلاثة زوايا على الأقل:

- مدى قدرة و خبرة المؤسسة في التحكم في المستوى التكنولوجي المستخدم في إنتاج السلع و

الخدمات في مجال نشاط المؤسسة.

- دراسة ماهية التحولات التكنولوجية التي بإمكانها أن تؤثر على نشاط المؤسسة سواء من حيث التحكم في الإنتاج أو من حيث القدرة على إدارة المنافسة .

- دراسة ما يجب أن تعمله المؤسسة الآن فيما يتعلق بالعامل التكنولوجي حتى تكون قادرة على المنافسة في المستقبل (الطاهر لطرش: 2003، ص 137، 138) .

و مهما كان معيار التقسيم المعتمد، فإنه توجد ضمن كل قسم للمحيط مجموعة خاصة من المتغيرات، ومن بينها نجد المحيط المالي للمؤسسة الذي يندرج تحت محيطها الاقتصادي، و الذي يعنى بالمتغيرات المالية المؤثرة بشكل أساسي على اتخاذ القرارات المالية للمؤسسة.

### **الفرع الثاني: المحيط المالي و أثره على الوظيفة المالية:**

يعتبر المحيط المالي ذلك الجزء من المحيط الاقتصادي، والذي يمارس تأثيرا كبيرا على القرارات المالية المتخذة من طرف المؤسسة.

### **البند الأول: المحيط المالي للمؤسسة:**

يشكل المحيط المالي بمختلف مكوناته حيزا كبيرا من اهتمامات المؤسسة، نظرا للدور الذي يلعبه في توفير مختلف احتياجات المؤسسة من الموارد المالية.

### **أولا: تعريف المحيط المالي للمؤسسة:**

يتمثل المحيط المالي أساسا في الهيئات و الأسواق المالية التي تضمن توفير الموارد المالية الضرورية للمؤسسات و كذا تنظيم حركة رؤوس الأموال. و قد شهد المحيط المالي تغيرات عدة ناتجة عن تطور تعاملات المؤسسات من جهة، و لعدم كفاية الادخار المحلي لتمويل استثمارات هذه المؤسسات من جهة أخرى.

و لعل التطور الذي شهده مجال الاتصالات و بالأخص قطاع الإعلام الآلي، قد ساهم بشكل كبير في تغيير معالم المحيط المالي للمؤسسة الذي أصبح يتسم بخصائص عديدة من بينها اندماج الأسواق المالية المحلية ضمن سوق مالي عالمي و كذا تعدد المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسات.

### **ثانيا: خصائص المحيط المالي للمؤسسة:**

يتميز المحيط المالي المعاصر بعدة خصائص نتجت عن تطور حجم نشاط المؤسسات، و اتساع رقعة تعاملاتها. كما أن التطور الذي شهده قطاع الاتصالات قد سهل تعاملات المؤسسات فيما بينها و كذا تعاملاتها مع المستهلكين لا سيما فيما يخص التعاملات فيما بين الدول، و من شأن هذه التطورات أن تؤدي إلى تطور الأسواق المالية، مما يسمح بتعدد البدائل التمويلية لدى المؤسسات خاصة بعد أن انصهرت الحدود الإقليمية أمام ظاهرة العولمة المالية، و من جهة أخرى فقد صاحب تطور تعاملات

المؤسسات ظهور و تنامي أنواع عديدة من المخاطر. و من أهم ما ميز المحيط المالي المعاصر ما يلي:

- ظهور و بروز ثلاث عناصر أساسية عرفت بـ les trois D: وهي؛ اللاوساطة "désintermédiation"، زوال تنظيم الأسواق "déréglementation" واندماج الأسواق "Décloisonnement". حيث أن:

\* اللاوساطة المالية: ظهور طرق تمويل مباشرة تركز على إصدار أوراق مالية بالتفاوض بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الوفرة المالي دون وسطاء ماليين (JP. Gourlaouen : 1988, p9).  
\* زوال انقسام الأسواق واندماجها: مما سمح بفك العزلة على البنوك التجارية و السماح لها بالنشاط في عدة مجالات بابتكار وظائف حديثة.  
- ظهور اقتصاد التحكيم:

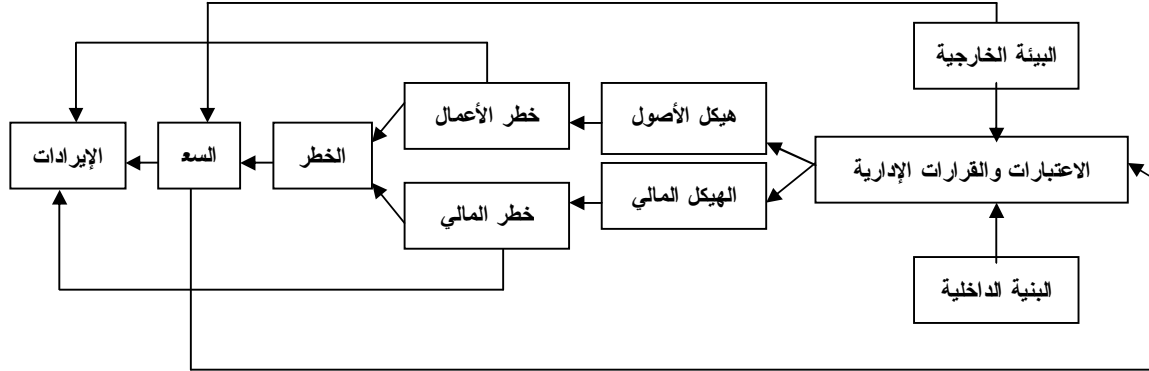
أين تبنى كل القواعد المالية على جلب فوائد و أرباح إلى مستغلي القرض المتواجدين في كل الأسواق المالية، سواء كانوا ذوي الحاجة إلى التمويل أو من الموظفين ذوي الفائض.  
حيث أن في الممارسة التقليدية كان من الصعب الحصول على هذه الفرص لأن تسعير الأصول المالية كان أقل مردودية من أصول التوظيف مما أدى إلى ظهور استراتيجيات تنظيم مثالية دائمة للوظيفة المالية (JP Gourlaouen: 1988, p9).

- هيمنة البالونات أو الفقاعات المالية "Les bulles financières":  
أصبحت سيطرة البالونات أو الفقاعات المالية من البديهيات، فنظرا لتوسع أسواق الأسهم و كذا النمو غير العادي للدولار، و الذي ترجم على أنه انفتاح على شكل بالونا (فقاعة) أدى استمرار هذا التوسع إلى انفجار شهدته العملة الأمريكية عام 1985 و الأسواق المالية عام 1987 و بالتالي انفجار البالونات (JP Gourlaouen, 1988, p9).

### البند الثاني: أثر تطور المحيط المالي على مهام الإدارة المالية:

نظرا لتأثر الإدارة المالية بمحيطها لاسيما المحيط المالي، فإنه لا بد عليها من مسايرة التطورات الحاصلة على مستوى هذا المحيط حيث أن:

## الشكل رقم (1): تأثير المحيط المالي على الإدارة



المصدر: محمد صالح الحناوي وآخرون: 2004، ص 47

ويظهر الشكل رقم (1) أن الاعتبارات و القرارات المالية تتأثر بعوامل البيئة الداخلية وعلى قمتها الموارد البشرية و عوامل البيئة الخارجية السياسية و القانونية و الاجتماعية و الاقتصادية و التنافسية و التكنولوجية و ينتج عن القرارات الحصول على - أو التنازل عن - أصول معينة و يستخدم هيكل الأصول هذا في تصنيع منتجات الشركة و إعدادها للبيع، و يترتب على إنتاج هذه السلع و المحافظة على هيكل أصول مميز تحقق خطر يطلق عليه "خطر الأعمال" و هو ذلك الخطر الناجم عن التواجد في ميدان عمل معين، و يرتبط هذا الخطر بدرجة كبيرة بخصائص سوق سلعة الشركة و يكون عادة مستقلا عن الوسيلة التي تستخدمها الشركة في تمويل أصولها، فعلى سبيل المثال عندما يتعرض بيع سلعة لتقلبات دورية فإن أرباح الشركة تتقلب دوريا أيضا.

و من ناحية أخرى نجد أن مزيج القروض و السندات و الأسهم الممتازة و الأسهم العادية المستخدمة في تمويل أصول الشركة يخلق خطرا معيناً و هو "الخطر المالي" و هو ذلك الخطر المرتبط بالتمويل، و الشركات التي تستخدم قدرا بسيطا من الديون في هيكلها المالي تتميز بانخفاض مستويات الخطر المالي و العكس صحيح و يجتمع الخطر المالي مع خطر الأعمال في التأثير على سعر السهم العادي.

و يترتب على مزيج هيكل الأصول و الهيكل المالي إيرادات معينة تؤثر بدورها في سعر الأسهم العادية و الخط المتجه من البيئة الخارجية إلى السعر يوضح أن المستثمرين يقومون بفحص أرباح و مخاطر الشركة و يقارنوهما بأرباح و مخاطر البدائل الأخرى المتاحة، و من خلال تصرفاتهم الجماعية في الشراء و البيع (الطلب و العرض) يتم تحديد سعر السهم السوقي.

و أخيرا يظهر في الشكل رقم (1) خط ينطلق من السعر متجها إلى الاعتبارات و القرارات المالية، و يعني ذلك أن إطار الإدارة المالية هو "نظام مغلق" بمعنى أن المدير المالي يقوم بمتابعة أسعار السهم في السوق و التي تعبر عن تقييم المستثمرين لأداء الشركة، و بالتالي تمثل هذه المتابعة نوعا من أنواع "المعلومات المرتدة" في نظام الإدارة المالية للشركة. و هذا ما أدى إلى توسيع مجال اهتمام النظرية المالية وكذا تطوير الأساليب و التقنيات المستعملة على مستوى مالية المؤسسة، فلقد سمح انتشار الوسائل المالية الحديثة بتطوير نشاطات تسيير الخزينة لاسيما فيما يخص:

- تسيير المخاطر بمختلف أنواعها؛ المخاطر التجارية، المخاطر الاقتصادية، و المخاطر المالية، مما أدى إلى التخصص في هذا المجال، كظهور مسير الخزينة الدولية و ذلك بفعل تنامي خطر الصرف.

- التسيير التنبؤي لتدفقات المؤسسة عبر اعتماد جداول التمويل التي يتم بناؤها على مرحلتين؛ إدراج قائمة بمجموع الاحتياجات المراد تمويلها، ثم تبعا لهذه الاحتياجات و للإستراتيجية المالية للمؤسسة يتم إدراج مختلف الموارد المالية الضرورية.

كما تميز الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي (5) بتغير علاقة المدير المالي مع مقدمي رؤوس الأموال، ففي ظل اقتصاد الاستدانة، كان المدير المالي يعد بمثابة مشتر لرؤوس الأموال، مكلف بالتفاوض مع الوسطاء الماليين بشأن شروط القرض و ذلك لأجل تدنية التكاليف لأقل ما يمكن، في حين أنه في ظل اقتصاد السوق المالي للمؤسسة يعد بمثابة بائع للأوراق المالية التي تهدف إلى تعظيم أسعار بيعها من خلال إعطاء صورة حسنة عن أداء و نتائج المؤسسة و هذا عبر السوق المالي الذي أصبح يعد كذلك بمثابة مصدر معلومات بخصوص المؤسسات المدرجة فيه.

( Jean- luc charon ,Sabine Sépari: 2001 ,p255 )

و أخيرا يمكن أن نخلص إلى أن تطور محيط المؤسسة بصفة عامة و المحيط المالي بصفة خاصة، أدى إلى زيادة حدة المخاطر، التي تواجهها المؤسسة، مما دفع بهذه الأخيرة إلى تطوير أساليبها في التصدي لهذه المخاطر، و منها مخاطر الصرف و مخاطر معدلات الفائدة، كما ساهم التطور الذي شهده المحيط المالي في توسيع دائرة البدائل المتاحة أمام المؤسسة، مما سمح لها بتنويع مصادر تمويلها.

فبعدما أن كانت القروض المصرفية تشكل النسبة الأكبر ضمن المصادر المعتمدة و كذلك تلك المقترحة على المؤسسات، فقد أصبح لهذه المؤسسات بدائل أخرى تمكنها من تعزيز أموالها الخاصة إلى جانب إمكانية اللجوء إلى الاستدانة من دون القروض المصرفية و هذا عن طريق السوق السندي.

### المطلب الثالث: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية:

يحتل موضوع التمويل حيزا كبيرا ضمن اهتمامات المدراء الماليين للمؤسسات، كونه يمثل وسيلة الحصول على مختلف أصول المؤسسة، ومن ثمة فإنه يعتبر المورد الذي بدونه لا يمكن للمؤسسة الشروع في عملياتها الاستثمارية. و بأخذ معيار الملكية كأساس للتمييز بين مختلف المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة، يمكن تقسيم هذه الأخيرة إلى مصادر تمويل بالأموال الخاصة، و مصادر التمويل عن طريق الاستدانة.

#### الفرع الأول: التمويل عن طريق الأموال الخاصة:

تشكل الأموال الخاصة مجموعة مصادر التمويل التي تعود ملكيتها لأصحاب المؤسسة، إذ تعد المصدر الأول لتأسيس المؤسسات، كما تمثل هذه الأموال المصدر الأساسي للمؤسسات القائمة. وتعدد أشكال التمويل الخاص للمؤسسات حيث يمكن تقسيمه إلى تمويل خاص داخلي تحصل عليه المؤسسة بالاعتماد على إمكانياتها الداخلية و يضم كل من التمويل الذاتي للمؤسسة وحصيلة التنازل عن استثماراتها، كما يأخذ التمويل الخاص شكل أموال خاصة خارجية يتم تحصيلها عن طريق إصدار أوراق مالية تمنح لصاحبها حق ملكية في رأس مال المؤسسة.

#### البند الأول: التمويل الخاص الداخلي للمؤسسة:

يمكن للمؤسسة تدبير موارد مالية خاصة داخليا، سواء عن طريق الفائض النقدي الذي تحققه نتيجة تعاملاتها في إطار نشاطها الاستغلالي العادي و الذي تقرر عدم توزيعه على شكل أرباح، بل تحتفظ به لغرض إعادة استثماره مستقبلا، أو عن طريق التدفق الناتج عن عملية التنازل عن الاستثمارات و يتميز هذا التدفق بعدم ارتباطه بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة، حيث أن هذه الأخيرة لا تقوم بالتنازل عن استثماراتها إلا في حالات استثنائية.

#### أولا: التمويل الذاتي للمؤسسة:

يمثل التمويل الذاتي أهم وسائل تمويل المؤسسات بشكل عام، و جل تمويلها الداخلي بصفة خاصة، ولأجل التعرف على التمويل الذاتي وأهميته كمصدر تمويل المؤسسة سنتطرق أولا لماهية هذا المورد ثم نتناول كيفية تقديره و ذلك مرورا بعرض كل من مفهومي الفائض الخام للاستغلال و قدرة التمويل الذاتي لنختم هذا العنصر بعرض أهم المزايا والعيوب التي يتسم بها التمويل الذاتي كأسلوب في التمويل.

#### 1- ماهية التمويل الذاتي:

التمويل الذاتي هو الفائض النقدي الناتج عن مجال النشاط العادي للمؤسسة و الذي يحتفظ به

لأجل تمويل نشاطها المستقبلي (Alain capiez: 1995, p222).

و هو يعد بذلك حصيلة عملية ادخار للأموال المتأتية من مصادر داخلية عن النشاط الاستغلالي للمؤسسة.

وبحسب المعنى الذي يأخذه الفائض النقدي موضوع التمويل الذاتي، فإن لهذا الأخير نوعين أساسيين هما؛ التمويل الذاتي بالمعنى الضيق أو الصافي و التمويل الذاتي بالمعنى الواسع أو الخام.

### 1-1- التمويل الذاتي بالمعنى الضيق (الصافي):

يتضمن التمويل الذاتي بالمعنى الضيق أقساط الاهتلاكات و المخصصات ذات الطابع الاحتياطي إضافة إلى الأرباح المحتجزة من قبل المؤسسة (Farouk bouyacoub : 2000, p215).

### 1-2- التمويل الذاتي بالمعنى الواسع (الخام):

يتضمن التمويل الذاتي حسب هذا المفهوم أقساط الاهتلاكات و المخصصات ذات الطابع الاحتياطي إضافة إلى الأرباح الصافية (قبل التوزيع) (Farouk bouyacoub : 2000, p214).

ويكمن الفرق بين التمويل الذاتي بالمعنى الواسع و التمويل الذاتي بالمعنى الضيق في مبلغ الأرباح المحتجزة من قبل المؤسسة (إذا قررت المؤسسة عدم توزيع أرباح فإن التمويل الذاتي بالمعنى الضيق يصبح يساوي التمويل الذاتي بالمعنى الواسع).

### 2- تقدير التمويل الذاتي للمؤسسة:

يتم تقدير التمويل الذاتي للمؤسسة عبر تقدير كل من الفائض الخام للاستغلال و قدرة التمويل الذاتي.

### 1-2- الفائض الخام للاستغلال:

يعبر الفائض الخام للاستغلال عن النتيجة الاقتصادية الإجمالية المرتبطة بعمليات نشاط المؤسسة، حيث يتم الوصول إلى حساب هذا المؤشر الاقتصادي بعد إجراء عملية مقارنة أو مفاضلة بين نواتج الاستغلال (سواء كانت في شكل مقبوضات آنية أو آجلة) ومصاريف الاستغلال (سواء كانت في شكل مدفوعات آنية أو آجلة)، وهو يختلف عن نتيجة الاستغلال كونه لا يأخذ في الحسبان أقساط الاهتلاكات و المخصصات.

ويمكن حساب الفائض الخام للاستغلال وفق الطريقتين الآتيتين:

- الطريقة الأولى: الفائض الخام للاستغلال EBE = ( القيمة المضافة + تدعيمات الاستغلال ) -

( ضرائب و رسوم مماثلة + مصاريف الأفراد ).

- الطريقة الثانية: الفائض الخام للاستغلال EBE = ( نواتج الاستغلال + المبيعات + تدعيمات

الاستغلال ) - ( مصاريف الاستغلال + تكاليف شراء البضاعة المباعة + مصاريف الاستهلاك الأخرى

+ ضرائب و رسوم + مصاريف الأفراد ).

و يقيس الفائض الخام للاستغلال الفائض النقدي المرتقب للنشاط الاقتصادي الحالي للمؤسسة، هذا الفائض الكامن يمثل رصيد نواتج و مصاريف لم يتم دفعها و تحصيلها بالكامل خلال الدورة وإنما منها ما يكون آجلا بفعل ما يسمى بمهل الدوران التي تؤجل كل من عمليتي التحصيل والدفع. و يعتبر الفائض الخام للاستغلال مؤشرا اقتصاديا يحدد بشكل نسبي فعالية نشاط المؤسسة الاقتصادية، وذلك من خلال قدرة هذه الأخيرة على إعادة الإنتاج و تحقيق عوائد على رؤوس الأموال المستثمرة. كما أنه مؤشر نقدي قادر على توضيح الحركة الفعلية للنقود ويسهل خلق علاقة مفصلية تحدد من خلال تحليل النتيجة من جهة و تحليل التدفقات المالية من جهة أخرى. إضافة إلى ذلك فإنه يساعد على تجنب مشكلة التحيز التي عادة ما تطرح في الأدبيات المحاسبية التقليدية و خاصة عندما يتعلق الأمر بمخصصات الاهتلاك و المؤنات. غير أن الفائض الخام للاستغلال يقتصر سوى على تدفقات الاستغلال فهو يمثل جزء فقط من تدفقات الموارد الداخلية الناتجة عن نشاط المؤسسة، حيث توجد نواتج و أعباء لا يشتملها هذا الفائض و لكنها تؤثر في حجم الفائض النقدي الناتج عن مختلف أنشطة المؤسسة، لذلك فإن مفهوم الفائض النقدي موضوع التمويل الذاتي يتعدى الفائض الخام للاستغلال (التمويل الذاتي للاستغلال) ليشمل قدرة التمويل الذاتي CAF.

## 2-2- قدرة التمويل الذاتي:

تمثل قدرة التمويل الذاتي الفائض النقدي الناتج عن الفرق بين مجموع المقبوضات السنوية و مجموع المدفوعات السنوية، بحيث إذا تمكنت المؤسسة من قبض ودفع كل مبالغ العمليات المؤجلة خلال نهاية السنة يكون بحوزتها فائض نقدي وهي تأخذ الصيغة التالية:  
قدرة التمويل الذاتي = مجموع الإيرادات - مجموع النفقات.  
ونشير إلى أنه يجب عدم دمج نواتج التنازل عن الاستثمارات ضمن الإيرادات و ذلك نظرا لطابعها الجد استثنائي وكذلك لارتباطها بممتلكات المؤسسة. و يمكن حساب قدرة التمويل الذاتي وفق الطريقتين الآتيتين:

- **طريقة الجمع:** وتسمى هذه الطريقة أيضا بالطريقة غير المباشرة و يتم تقدير قيمة التمويل الذاتي وفقا لما يلي:

قدرة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة الصافية + حصص الاهتلاك للدورة - حصص المخصصات ذات الطابع الاحتياطي .

- **طريقة الطرح:** وتسمى هذه الطريقة أيضا بالطريقة المباشرة أو النازلة و يتم تقدير قيمة التمويل الذاتي وفقا لما يلي:



قدرة التمويل الذاتي = مجموع المقبوضات النقدية - مجموع المدفوعات النقدية .  
و تعتبر طريقة الطرح أحسن، أكثر دقة ووضوحا للتعبير عن قدرة التمويل الذاتي لأنها مبنية على قاعدة القيد المحاسبي المفرد التي تأخذ فيها الإيرادات و النفقات الحاصلة صورة نقود ملموسة، في حين تكون طريقة الجمع مبنية على قاعدة القيد المحاسبي المزدوج التي تسمح بإثبات أو تسجيل نفقات و إيرادات محققة و لكن ليست مدفوعة أو مقبوضة بعد، أي تكون مؤجلة في نهاية الدورة المالية و التي يصعب في كثير من الحالات على المحلل المالي تحديدها.  
وبعد تحديد قيمة قدرة التمويل الذاتي يمكن استنتاج حجم التمويل الذاتي للمؤسسة وذلك باستبعاد الأرباح الموزعة، حيث لا يتم الإبقاء سوى على الأرباح المحتجزة التي تظل بحوزة المؤسسة، وعندما يصبح التمويل الذاتي مساويا إلى:

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة .

وبهذا الشكل نحصل على قيمة التمويل الذاتي للمؤسسة، و بالنظر إلى طبيعة مكونات هذا الفائض النقدي فإن ذلك يجعل منه وسيلة تمويل مفضلة لدى المؤسسة، و لكن في المقابل قد نجد لهذا المورد بعض العيوب .

### 3 - مزايا و عيوب التمويل الذاتي:

للتتمويل الذاتي عدة مزايا تبرر لجوء المؤسسات إليه كمصدر تمويل، كما أن هذا العنصر لا يخلو من بعض العيوب .

#### 3-1- مزايا التمويل الذاتي:

يقدم التمويل الذاتي مزايا عديدة نذكر منها (Patrice vizzavona :1993, p83) :

- تسهيل عملية توسيع أنشطة المؤسسة، خصوصا في حالة ما إذا كان مبلغه معتبرا .
  - تدعيم الهيكل المالي الحالي للمؤسسة .
  - عدم تحميل المؤسسة أية أعباء مالية غير، أن ذلك لا يعني أن التمويل الذاتي عبارة عن مصدر تمويل مجاني<sup>6</sup>.
  - المحافظة على الاستقلالية المالية للمؤسسة و هو ما يسهل عملية الاستدانة مستقبلا .
- وإذا ما حاولنا المفاضلة بين التمويل الذاتي و باقي المصادر الخارجية الأخرى لاسيما التمويل بالاستدانة و الزيادة في الأموال الخاصة، يتضح لنا أن التمويل الذاتي يقدم ميزتين إضافيتين رئيسيتين هما:

---

<sup>6</sup> للتمويل الذاتي تكلفة ضمنية تتمثل في تكلفة الفرصة البديلة التي سنتطرق إليها في الفصل الثاني .

- يعتبر التمويل الذاتي أفضل بديل لمصادر التمويل التقليدية، فمقارنة بالتمويل بالاستدانة يتميز التمويل الذاتي بعدم التزام المؤسسة بتسديد أقساط دورية، إضافة إلى عدم تقليص الاستقلالية المالية للمؤسسة، كما أن الشروط التقنية المفروضة للاستفادة من خدمات الأسواق المالية قد تحول دون استفادة المؤسسات - لاسيما الصغيرة منها و المتوسطة - من خدمات هذه الأسواق و الزيادة من أموالها الخاصة عن طريق طرح أسهم للاكتتاب وقد يصبح بذلك التمويل الذاتي المصدر الوحيد للتمويل طويل الأجل المتاح أمام هذه المؤسسات.

- إتاحة التمويل الذاتي حرية كبيرة في اختيار استعمال الأموال؛ يسمح التمويل الذاتي بقبول بدائل استثمارية تتميز بمخاطر كبيرة و التي كان من الممكن رفضها لو أن تمويلها كان سيتم عن طريق مصادر خارجية نظرا للتكاليف المرتفعة لهذه المصادر المرتبطة بعلاقة طردية مع حجم المخاطر.

### 3-2- عيوب التمويل الذاتي:

بالرغم من الأدوار التي يؤديها التمويل الذاتي داخل المؤسسة وكذا المزايا التي يقدمها لها، إلا أن هذا المورد لا يخلو من بعض العيوب نذكر منها:

- إهمال المؤسسات لتكلفته التي تبدو ظاهريا معدومة غير أنها ليست كذلك.  
- عرقلة حركة رؤوس الأموال بين القطاعات حيث يعاد استثمار الفائض النقدي المحتجز في قطاعات معينة دون أخرى ولو وزعت الأرباح المحتجزة لسمح ذلك بانتقال الموارد المالية بين القطاعات.

كما توجه للتمويل الذاتي انتقادات من قبل الأجراء الذين يرون أن مصدر قسم معتبر من الأرباح المتركمة غير الموزعة هو الارتفاع في إنتاجية العمل، و بالتالي فإن لهم الحق في الفائض المحقق و ذلك عن طريق زيادة أجورهم، في حين يرى المستهلكون أن تحقيق مستويات معتبرة من التمويل الذاتي مرده الارتفاع في أسعار السلع و الخدمات التي يقبلون عليها، أما فيما يخص المساهمين، فإن آراءهم مختلفة بخصوص سياسة التمويل الذاتي للمؤسسة فالمساهمون بالأقلية يفضلون عادة التوزيعات غير أن المساهمين بالأغلبية يفضلون احتجاز الفائض دون توزيعه.

ولا يعتبر التمويل الذاتي المصدر الداخلي الوحيد المتاح لدى المؤسسة بل يمكن لهذه الأخيرة الحصول على تدفقات نقدية جراء التنازل عن استثماراتها.

### ثانيا: التنازل عن الاستثمارات:

يعتبر التدفق النقدي الناتج عن عملية تنازل المؤسسة عن أصل من أصولها بمثابة مورد داخلي يشكل إلى جانب التمويل الذاتي مجموعة الموارد الداخلية للمؤسسة. وتسمى عملية تنازل المؤسسة عن

أصل أو مجموعة من أصولها بعملية الاستثمار السلبي الذي يتخذ أشكالاً متعددة، كما أن المؤسسة لا تلجأ إليه إلا في بعض الحالات الخاصة.

### 1 - دواعي التنازل عن الاستثمارات:

بالرغم من أن عملية التنازل عن الاستثمارات لا تدخل ضمن النشاط العادي للمؤسسة إلا أنها تلجأ إليها في حالات خاصة نذكر منها:

- التنازل عن أصول قديمة لأجل استبدالها بأصول أكثر تطوراً وهذا ما يدخل في عملية التحديث التي تقوم بها المؤسسة.

- التنازل عن الأصول التي لم تعد بحاجة لها بعد تغيير نشاط المؤسسة أو التخلي عن وظيفة معينة.

### 2- أشكال التنازل عن الاستثمارات:

تأخذ عملية التنازل عن الاستثمارات عدة أشكال وذلك سواء بحسب طبيعة الأصل موضوع التنازل أو بحسب درجة حرية المؤسسة في لجوئها إلى هذه العملية، وتبعاً لهذين المعيارين تأخذ عملية الاستثمار السلبي الأشكال الآتية:

#### 2-1-1- أشكال الاستثمار السلبي بحسب طبيعة الأصل المتنازل عنه: تأخذ عدة أشكال نذكر منها:

##### 2-1-1-1- الاستثمار السلبي الخاص بالعمليات المادية: ومنها عملية سحب المنتجات، التي تعني

وضع حد للاستثمار في منتج معين أو نوع فقط منه، كما يخص هذا النوع من العمليات بيع المعدات للأسباب المذكورة أعلاه.

##### 2-1-1-2- الاستثمار السلبي الخاص بالأوراق المالية: تعني هذه العملية بشكل خاص بالتنازلات

عن الأسهم التي تملكها المؤسسة، و الخاصة بالمساهمة في رأسمال شركات أخرى.

##### 2-1-1-3- الاستثمار السلبي الخاص بالوظائف: يحدث هذا النوع من الاستثمار السلبي عندما

تقرر المؤسسة التخلي عن وظائف معينة لصالح الغير، لتختص هي في وظائف أخرى، ومثال ذلك تخلي المؤسسة عن وظيفة التسويق لتكتفي بالإنتاج فقط، أو الإبقاء على وظيفة تسويق المنتجات التي ينتجها الغير، وفي كلتا الحالتين فإن التخلي عن وظيفة معينة يصاحبه الاستغناء عن الأصول المرتبطة بشكل أساسي بهذه الوظيفة و بالتالي فإن من صالح المؤسسة التنازل عن هذه الأصول.

#### 2-2- أشكال الاستثمار السلبي بحسب درجة حرية المؤسسة في اللجوء إليه: ويتخذ عدة أشكال

نذكر أهمها فيما يلي:

##### 2-2-1- الاستثمار السلبي الجبري: عادة ما يكون هذا النوع من الاستثمار السلبي نتيجة قرار

متخذ من خارج المؤسسة فهو لا يمثل خياراً تلجأ إليه المؤسسة بل حتمية مفروضة عليها من قبل أطراف خارجية.

2-2-2- الاستثمار السلبي الإداري: حيث يتم اتخاذ القرار بشأنه من داخل المؤسسة من دون أية ضغوطات خارجية.

2-2-3- الاستثمار السلبي التشاوري: يخص هذا النوع من الاستثمار السلبي الحالات التي يطلب فيها المشتري التنازل عن الاستثمار دون ممارسة أية ضغوطات، أي مجرد اقتراح على مسؤول عملية التنازل، الذي يكون بدوره مستعدا للقيام بهذه العملية.

و يحتل التمويل الذاتي و التمويل الخاص الداخلي بصفة عامة دورا بارزا في توفير موارد مالية للمؤسسة من دون اللجوء إلى الغير، خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن حجم هذا المورد لا يكفي في أغلب الأحيان لتغطية احتياجات المؤسسة من التمويل، لأنه غالبا ما يحدث و أن تكون المؤسسة في حاجة إلى أموال من أجل التوسع في نشاطها أو من أجل إقامة استثمارات جديدة هذه الاستخدامات عادة ما تحتاج إلى أموال كبيرة و لمدة طويلة نسبيا، الأمر الذي يدفع بها إلى اللجوء لمصادر خارجية لتدبير موارد مالية إضافية.

### البند الثاني: التمويل الخارجي عن طريق الأموال الخاصة:

يقصد بالتمويل عن طريق الأموال الخاصة ذات الأصل الخارجي كل موارد المؤسسة المقدمة من طرف المساهمين مقابل حصولهم على حق ملكية يسمى "سهم" (J.Teulie : 1997, p229).

#### أولا: تعريف الأسهم:

يعرف القانون التجاري الجزائري في المادة 715 مكرر 40 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 السهم على أنه: "مستند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مالها".

و بالتالي فالسهم عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول وتعتبر عن حق ملكية في رأس مال المؤسسة، وتشكل مجموعة أسهم المؤسسة رأسمالها الاجتماعي و يتم إصدار هذه الأوراق المالية عند تأسيس الشركة، ثم عند زيادة رأس مالها.

كما يمكن تعريف السهم على أنه: "حق المساهم في شركة أموال و هو الصك الذي يثبت هذا

الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري، و يمثل حق المساهم في الاشتراك في الجمعيات العمومية، و حق التصويت فيها، و حق الانتخاب، و حق الأولوية في الاكتتاب عند زيادة رأس المال، كما أنه يعطي حق الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء" (شمعون شمعون: د ت، ص21).

#### ثانيا: أنواع الأسهم :

يمكن تصنيف الأسهم حسب عدة معايير، وباعتماد معيار الحقوق التي تخولها الأسهم لأصحابها تصنف الأسهم إلى أسهم عادية و أسهم ممتازة.

### 1 - الأسهم العادية:

تأتي الأسهم العادية في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق رأس المال، إذ تمثل هذه الأخيرة الملكية الأصلية في المؤسسة و هي تعد مصدر التمويل الأول للمؤسسات الجديدة كما أنها تشكل المصدر الأساسي للمؤسسات القائمة لاسيما شركات المساهمة. و لأجل التعرف على هذا النوع من الأسهم سنتطرق إلى تعريف السهم العادي ثم استعراض أهم الأنواع التي يمكن أن يتخذها إضافة إلى مزايا و عيوب اعتماد الأسهم العادية كمصدر للتمويل.

#### 1-1- تعريف الأسهم العادية:

يعرف القانون الجزائري الأسهم العادية في مادته 715 مكرر 42 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 بأنها: "الأسهم التي تمثل اكتتابات وفاء لجزء من رأس مال شركة تجارية"، و بالتالي فإن "السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية و قيمة دفترية و قيمة سوقية، تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، و عادة ما يكون منصوصا عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي تتضمن الأسهم العادية، الأسهم الممتازة الاحتياطات، الأرباح المحتجزة و علاوة الإصدار مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، و أخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال و قد تكون القيمة السوقية أكثر أو أقل من القيمة الدفترية" (منير إبراهيم هندي: 1999، ص 17) .

إضافة إلى هذه القيم هناك القيمة التصفوية التي تمثل حاصل قسمة صافي التصفية (بعد تسديد كامل ديون المؤسسة بما فيها الأسهم الممتازة) على عدد الأسهم العادية.

#### 1-2- تقويم الأسهم العادية كمصدر من مصادر التمويل:

إن الأسهم العادية تمثل - من وجهة نظر المؤسسة - وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل، و أهم مزايا استعمال الأسهم العادية في التمويل ما يلي (سمير محمود عبد العزيز: 1997، ص 24 - 26):

- لا تتضمن الأسهم العادية نفقات ثابتة لأن المؤسسة غير ملزمة قانونا بتوزيع أرباح على حاملي الأسهم العادية بدون قرار من الجمعية العامة.
- تمثل الأسهم العادية مصدرا دائما للتمويل فهي لا تستحق في تاريخ محدد، و لا يجوز استرداد قيمتها من المؤسسة المصدرة لها.
- إصدار الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، وهو أمر يترتب عليه زيادة المقدرة الائتمانية للمؤسسة.

- تعتبر الأسهم العادية من القيم المنقولة التي يسهل تسويتها مقارنة بالسندات و الأسهم الممتازة لأنها تجذب فئات معينة من المستثمرين من حيث:

\* أن العائد المتوقع من الاستثمار في الأسهم العادية أعلى من العائد المتوقع من الاستثمار في السندات أو الأسهم الممتازة.

\* بما أن الأسهم العادية تمثل ملكية للمؤسسة فإنها توفر حماية جيدة للمستثمرين فيها ضد التضخم النقدي، ففي فترات التضخم ترتفع قيمة السهم العادي تماثيا مع ارتفاع قيمة أصول المؤسسة الحقيقية. \* عادة ما تكون معدلات الضريبة المفروضة على عائد الأسهم العادية أقل من المعدلات الضريبية المفروضة على العائد من السندات.

- وتعد الأسهم العادية من مصادر التمويل المرغوبة من وجهة النظر الاجتماعية لأنها تجعل المؤسسات أقل عرضة للضرر الناجم عن الانخفاض في المبيعات و المكاسب، و بما أن التمويل بالأسهم العادية لا يتضمن نفقات ثابتة فإن الانخفاض في الأرباح لا يجبر هذه المؤسسة على إعادة التنظيم أو إعلان الإفلاس.

و إلى جانب هذه المزايا يتسم التمويل بالأسهم العادية ببعض العيوب نذكر منها (سمير محمود عبد

العزيز: 1997، ص 25 - 26):

- يؤدي إصدار وبيع الأسهم العادية إلى مساهمين جدد إلى زيادة عدد من لهم حق الرقابة على المؤسسة، و لهذا السبب غالبا ما نجد أن إدارات المؤسسات الصغيرة و الجديدة تتجنب استخدام الأسهم العادية للحصول على تمويل إضافي لأنها لا تريد أن تشاركها أطراف خارجية في الرقابة على المؤسسات.

- يؤدي بيع أسهم عادية جديدة إلى إعطاء عدد أكبر من المستثمرين الحق في المشاركة في أرباح المؤسسة، و على ذلك فإن الاعتماد على الاستدانة يمكن المؤسسة من الحصول على التمويل اللازم بتكلفة ثابتة و أقل، بينما الاعتماد على الأسهم العادية في التمويل يؤدي إلى وجود مالكين جدد لهم حقوق متساوية في المشاركة في صافي دخل المؤسسة.

- عادة ما تكون تكاليف إصدار و بيع الأسهم العادية أعلى من تكاليف إصدار و بيع السندات و الأسهم الممتازة و يرجع السبب في ذلك إلى:

\* أن تكاليف استقضاء و تقويم الاستثمار باستخدام الأسهم أعلى من تكاليف استقضاء عن طريق السندات.

\* أن الأرباح التي تولدها الأسهم العادية على عكس فوائد السندات أو القروض لا تعتبر من التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، مما يفوت على المؤسسة المصدرة فرصة الاستفادة من الوفر الضريبي.

\* تتضمن الأسهم العادية مخاطرة أعلى من المخاطر التي تتضمنها السندات و الأسهم الممتازة مما يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية.

## 2 - الأسهم الممتازة:

تعد الأسهم الممتازة وسيلة هامة للتمويل بالنظر إلى الخصائص التي تتصف بها، و للأسهم الممتازة أنواع عديدة تمنح كل منها ميزات مختلفة للمؤسسة التي تلجأ إلى إصدارها، كما أن لهذه الأسهم بمختلف أنواعها بعض العيوب إذا ما تمت مقارنتها بمصادر أخرى للتمويل.

### 2-1- تعريف الأسهم الممتازة:

"السهم الممتاز عبارة عن ورقة مالية يعتبر بدوره مستند ملكية له قيمة اسمية و قيمة دفترية و قيمة سوقية إضافة إلى القيمة التصفية، و تتمثل القيمة الدفترية للسهم الممتاز في القيمة الاسمية و علاوة الإصدار للسهم الممتاز كما تظهر في دفاتر المؤسسة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة، و هي تختلف بذلك عن طريقة حساب القيمة الدفترية للأسهم العادية بحيث لا تدخل الاحتياطات و الأرباح المحتجزة في حساب القيمة الدفترية للأسهم الممتازة و ذلك كون أنه ليس لحملة هذه الأسهم نصيب في هذه المبالغ التي قد تظهر في ميزانية المؤسسة" (منير إبراهيم هندي: 1999، ص 23)، و لحملة هذا النوع من الأسهم حق الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على نصيبهم من الأرباح التي حققتها المؤسسة و قررت الإدارة توزيعها، و يتحدد نصيبهم من الأرباح الموزعة بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، كما أن لأصحاب هذه الأسهم الأولوية في الحصول على حقهم من أموال التصفية.

### 2-2- تقويم الأسهم الممتازة كمصدر من مصادر التمويل:

تعتبر الأسهم الممتازة هجينة لأنها تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات، لهذا فإن استخدام الأسهم الممتازة في التمويل له عدة مزايا و عيوب، و من بين المزايا نذكر ما يلي (سمير محمد عبد العزيز: 1997، ص 51-52):

- لا يترتب على إصدار الأسهم الممتازة نفقات ثابتة، فالمؤسسة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات للأرباح في كل سنة تحقق فيها أرباحاً.

- إصدار أسهم ممتازة جديدة يجنب المؤسسة شرط المساهمة المتساوية في المكاسب و الذي يتطلب بيع أسهم عادية إضافية.

- إصدار أسهم ممتازة جديدة يمنح المؤسسة موارد مالية إضافية دون تدخل أطراف أخرى في الرقابة عليها.

- تعتبر الأسهم الممتازة أكثر مرونة من السندات لأنها ليست لها تاريخ استحقاق ولا تخصص أموال لاستردادها.

- إصدار الأسهم الممتازة يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال و هو أمر يترتب عليه زيادة المقدرة الائتمانية للمؤسسة.

كما أن إصدار أسهم ممتازة لا يخلو من بعض العيوب، نذكر منها:

- أن عائد الأسهم الممتازة ليس مصروفا لغاية الضرائب، وهذا ما يجعل تكلفتها مرتفعة مقارنة بالسندات.

- تتضمن الأسهم الممتازة مخاطرة أعلى من المخاطر التي تتضمنها السندات مما يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطالبه المستثمر، كما أنه في حالة الإفلاس و توزيع أموال التصفية يأتي حملة هذه الأسهم بعد الدائنين .

#### **الفرع الثاني: التمويل عن طريق الاستدانة:**

تتعدد أشكال التمويل عن طريق الاستدانة حيث يمكن للمؤسسة في هذه الحالة تدبير الموارد المالية عن طريق طلب مدخرات الأفراد و المؤسسات الأخرى مباشرة و ذلك عبر إصدار أوراق مالية تثبت ديناً مستحقاً عليها، كما تستطيع المؤسسة كذلك الحصول على الأموال الضرورية عن طريق اللجوء إلى البنوك و ذلك بطلب قروض مصرفية تختلف أنواعها و استحقاقاتها، و بما أن مدة استحقاق مختلف هذه الأساليب في التمويل تتفاوت عادة بين المدى القصير، المتوسط و الطويل، لذلك سنتناول أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل كأسلوب آخر للتمويل عن طريق الاستدانة.

#### **البند الأول: التمويل عن طريق القروض السندية:**

يعتبر القرض السندي وسيلة تمويل مباشرة تصدره المؤسسة و تقترحه على الجمهور بواسطة مؤسسات مصرفية مختصة تدعى بنوك الاستثمار، و يقسم القرض السندي إلى أجزاء متساوية القيمة تسمى سندات.

#### **أولاً: تعريف السندات:**

يمثل السند "حق مديونية في الأجل الطويل، يتم إصداره من طرف الدولة أو المؤسسات العامة و الخاصة و يمنح لحامله الحق في الفوائد، و التي تعرف بالكبون و كذا الحق في استرجاع رأس المال المستثمر بعد مدة تتراوح بين 8 إلى 15 سنة في السوق المالية الأوروبية، و بين 20 إلى 40 سنة في السوق المالي للولايات المتحدة الأمريكية" (Lawrance Gitmen et autres :2005,p 12).



ويتضح من خلال هذا التعريف أن السند هو عبارة عن ورقة مالية ذات دخل ثابت، غير أنه ظهرت حديثاً سندات ذات دخل متغير، كما أنه يعبر عن قرض طويل الأجل يتم إصداره من طرف الدولة أو المؤسسات العامة و الخاصة.

كما يمكن تعريف السند على أنه "عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقترض) و المستثمر (المقرض) و بمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً للطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ مع فوائد متفق عليها في تواريخ محددة" (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 23)، و قد يكون السند لحامله و بذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل، و قد يكون السند مسجلاً باسم المستثمر، و يحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبه ضد السرقة أو التلغف إلا أنه غير قابل للتداول كما هو الحال بالنسبة للنوع الأول.

#### ثانياً: تقييم السندات كمصدر تمويلي للمؤسسة:

تشكل القروض السندية مصدراً تمويلياً مهماً للمؤسسات الاقتصادية و ذلك من خلال المزايا التي تتمتع بها و نذكر منها (سمير محمود عبد العزيز: 1997، ص 126):

- إن تكلفة السندات محددة مسبقاً و بالتالي فحاملو هذه السندات لا يشاركون أصحاب المؤسسة في الأرباح العالية التي قد تحققها.
- تعتبر السندات أقل تكلفة من الأسهم العادية حيث أن العائد على السندات غالباً ما يكون أقل من العائد على الأسهم العادية.
- لا يشارك حاملو السندات مالكي المؤسسات في الرقابة.
- تحقق المؤسسة و فرا ضريبياً عند إصدار السندات لأن فوائد السندات تعتبر مصروفاً لغاية الضرائب.
- تحقق المرونة في الهيكل المالي للمؤسسة بوضع شرط الاستدعاء في وثيقة التقاعد.
- ضخامة المبالغ التي يمكن الحصول عليها عن طريق القروض السندية و التي يصعب على الجهاز المصرفي توفيرها.
- الاستفادة من الأثر الايجابي للرفع المالي.

غير أن التمويل عن طريق القروض السندية لا يخلو من العيوب و نذكر منها (سمير محمد عبد العزيز:

1997، ص 127):

- أن ثبات تكلفة السندات قد يشكل خطراً على المؤسسة عند تذبذب الأرباح و تصبح المؤسسة غير قادرة على دفع هذه التكلفة.

- أن السندات عادة ما يكون لها تاريخ استحقاق معين مما يستوجب على المدير المالي تحديد طريقة لتسديدها دفعة واحدة في نهاية المدة أو تكوين احتياطي لها.

- تشعب وتعقد الوثيقة التعاقدية عند إصدار القرض السندي و عليه فإن المؤسسة يمكن أن تواجه كثيرا من المشاكل و القيود عما إذا استخدمنا القروض المصرفية أو أصدرت أسهما عادية لتمويل احتياجاتها المالية.

- هناك حد معين لاستخدام المصادر التمويلية الخارجية، ويجب أن يراعي هذا الحد المعايير العامة المقبولة للسياسة المالية، حتى لا تتكبد المؤسسة خسائر أو تقع في الأثر السلبي للرفع المالي. مما سبق يتضح أن القروض السندية تشكل مصدرا تمويليا مغريا للمؤسسات الاقتصادية، غير أن هذا المصدر يبقى متاحا للمؤسسات الكبيرة فقط و المسجلة في السوق المالي، أما المؤسسات الصغيرة و المتوسطة أو الحديثة النشأة فإنها تلجأ إلى نمط آخر للتمويل عن طريق الاستدانة و هو اللجوء إلى القروض المصرفية.

### البند الثاني: التمويل عن طريق القروض المصرفية:

تعرف القروض المصرفية على أنها "تلك الخدمات المقدمة للعملاء و التي يتم بمقتضاها تزويد الأفراد و المؤسسات بالأموال اللازمة، على أن يتعهد المدين بسداد الأموال وفوائدها" (عبد المطلب عبد الحميد: 2000، ص 103).

و تلعب القروض المصرفية دورا هاما في تمويل حاجة المؤسسات باختلاف أنشطتها و أشكالها، حيث تمثل هذه القروض نسبة معتبرة من مصادر تمويل المؤسسة لا سيما تلك التي لا تتوفر فيها الشروط التي تمكنها من اللجوء إلى السوق المالي.

### أولا: خصائص القروض المصرفية:

يتميز عقد القرض المبرم بين البنوك و المؤسسات بعدد من الخصائص أهمها (Jean

:Barreau ,Jacqueline Delahaye :1999,p356)

**1- قيمة القرض:** إذا ما تعلق الأمر بتمويل اكتساب أصول معينة فإن مبلغ القرض الممنوح للمؤسسة عادة ما يمثل نسبة مئوية من تكلفة الأصل المراد اكتسابه، و تتراوح هذه النسبة في الغالب بين 40 إلى 70 %.

**2- مدة القرض:** مدة القرض عبارة عن الأجل الممنوح للمقترض حتى يفى بالالتزام الذي عليه، و يميز بين ثلاثة آجال هي: الأجل القصير والذي لا يتجاوز السنة، و المتوسط و الطويل، و عادة ما تتناسب مدة القرض مع العمر الإنتاجي للأصل الممول و كذا طبيعة الأنشطة المراد تمويلها.

**3- معدل الفائدة:** هو المعدل الذي تحسب على أساسه الفوائد، وعادة ما يكون هذا المعدل ثابتاً، أما إذا تميز القرض بمدة طويلة جداً فيمكن لمعدل الفائدة أن يتغير بحسب الأوضاع الاقتصادية، وهذا حسب ما ينص عليه عقد الاقتراض.

**4- الضمانات المطلوبة:** عند لجوء المؤسسة إلى طلب القروض المصرفية فإنه يتوجب عليها في أغلب الأحيان تقديم ضمانات معينة للجهة المقرضة لأجل تخفيض حجم المخاطر المرتبطة بمنح القرض.

وعادة ما تكون قيمة الضمانات أكبر من قيمة القرض حيث يبرر الهامش باحتمال انخفاض قيمة الضمان إذا ما اضطر البنك إلى بيعه.

**ثانياً: أنواع القروض المصرفية:**

تتعدد أنواع القروض التي تصدر عن البنوك ومختلف المؤسسات المالية المختصة، و تعتمد عدة معايير في تقسيم هذه القروض نذكر من أهمها (عبد المطلب عبد الحميد: 2000، ص 113-118):

### **1- تصنيف القروض بحسب آجالها:**

تقسم القروض بحسب الأجل الممنوح للمقترض حتى يفى بالالتزام الذي عليه، إلى ثلاثة أنواع

هي:

**1-1- القروض قصيرة الأجل:** هي القروض التي لا تتجاوز مدتها عادة السنة، و يتم استخدامها في تمويل النشاط الاستغلالي للمؤسسة، و تمثل معظم قروض البنوك التجارية.

**1-2- القروض متوسطة الأجل:** يتراوح أجلها بين سنتين (2) إلى سبع (7) سنوات وهي موجهة عادة لتمويل اكتساب تجهيزات الإنتاج.

**1-3- القروض طويلة الأجل:** تتجاوز مدتها السبع سنوات، وتوجه لتمويل اكتساب التجهيزات الضخمة وكذا تمويل إنجاز المشاريع الكبرى؛ كبناء المصانع وشق الطرق و استصلاح الأراضي.

### **2 - تصنيف القروض بحسب الأنشطة المراد تمويلها:**

تقسم القروض تبعاً للغرض الذي تموله إلى:

**1-2- القروض الاستهلاكية (قروض الاستهلاك):** مثلما تدل التسمية فإن هذا النوع من القروض يوجه لتمويل الحصول على سلع الاستهلاك الشخصي كتمويل اقتناء السيارات السياحية مثلاً، وبما أن هذا النوع من القروض موجه أساساً لأفراد فإن تسديده يتم من دخل المقترض.

**2-2- القروض الإنتاجية:** عبارة عن القروض التي يكون الغرض من طلبها تكوين أو تدعيم

جانِب الاستخدامات لدى المؤسسة وذلك عبر اقتناء أصول ثابتة أو حتى المواد واللوازم الضرورية

لسير العملية الإنتاجية للمؤسسة، و عادة ما يشترط منح هذه القروض ضرورة تقديم ضمان عيني معتبر للجهة المقرضة إضافة إلى خضوع المقترض لقيود تمس بعض القرارات المالية المتخذة.

## 2-3- القروض التجارية: هي قروض ذات أجل قصير تستخدم في تمويل العمليات التجارية و

كذا العمليات الإنتاجية ذات الطابع الموسمي خاصة، من وجهة نظر البنوك تتلاءم هذه القروض مع طبيعة البنوك التجارية كون أن الودائع تحت الطلب تمثل نسبة كبيرة من الموارد المالية لهذه البنوك.

## 2-4- القروض الاستثمارية: تمنح هذه القروض لتمويل الاكتتاب في السندات و الأسهم، و

تستفيد من هذه القروض عادة بنوك وشركات الاستثمار كما تمنح هذه القروض كذلك للأفراد، وهذا لتمويل جزء من مشترياتهم للأوراق المالية.

## 3 - تصنيف القروض حسب الضمان:

بموجب معيار الضمان يوجد نوعين أساسيين للقروض المصرفية هما:

### 3-1- القروض المضمونة:

القروض المضمونة أو القروض بضمان هي القروض الممنوحة للمقترض مقابل تقديم هذا

الأخير ضمانا للبنك، و ينبغي أن تكون قيمته السوقية أكبر من قيمة القرض (قروض عينية) و يرجع

سبب طلب البنك لضمان معين إلى (عبد الحق بوعتروس: 2000، ص 41-42):

- ضعف المركز المالي للعميل مما يضطر البنك إلى طلب ضمانات معينة لقاء تقديمه للقرض.

- طلب قروض بمبالغ كبيرة تلزم البنك على فرض شروطه المتعلقة بالضمانات.

- عادة ما تطلب البنوك من المشروعات الصغيرة تقديم الضمانات لأن هذه الأخيرة غالبا ما تتعرض

لأخطار تفوق تلك التي تتعرض لها المشروعات الكبيرة.

وتتخذ الضمانات التي يطلبها البنك شكليين هما:

- **الضمان الشخصي:** وهو ما يعرف كذلك بالكفالة، و هي عبارة عن عقد يتوسط فيه شخص بين

الدائن و المدين، ويتعهد هذا الشخص بتسديد الدين نيابة عن المدين و ذلك في حالة عدم وفاء هذا

الأخير بالدين في الآجال المحددة، و لأجل ذلك يشترط في الشخص الضامن أن يتمتع بالقدرة على

الوفاء.

- **الضمان العيني (قروض بضمان عيني):** عادة ما تلجأ البنوك التجارية إلى طلب ضمانات عينية

مقابل المبالغ التي تقدمها، إذ في حالة عدم سداد المقترض للمبالغ المستحقة عليه في الآجال المحددة

يقوم البنك بالتصرف في الأصل المقدم كضمان لاسترجاع مبلغ القروض، وقد يحدث أن لا تفي القيمة

التصفوية للأصل موضوع الضمان بقيمة القرض المستحق و بذلك يبقى البنك دائئا بالفرق، و لتجنب

الوقوع في مثل هذه الحالات يراعى في قيمة الضمان أن تكون أكبر من قيمة القرض حتى يكون للبنك أو الجهة المقرضة هامش أمان في حالة انخفاض القيمة السوقية للأصل المرهون.

### 2-3- القروض غير المضمونة:

عادة ما تعمل البنوك على وضع عدة شروط عند منحها هذا النوع من القروض من أهمها (محمد صالح حناوي و آخرون: 2001، ص 332):

- الرصيد المعوض، وفقا لهذا الشرط يلتزم العميل بترك نسبة مئوية معينة (10% - 20%) من قيمة الاعتماد في حسابه الجاري لدى البنك.
- قيام العميل بسداد أقساط القروض مرة واحدة على الأقل كل سنة.
- إتباع سياسة مالية معينة طوال فترة القرض، مثل الحفاظ على درجة معينة من السيولة، أو عدم التوسع في الاقتراض بهدف حماية مصالح البنك.

### 4- تصنيف القروض حسب طبيعة المقترضين:

تنقسم القروض تبعا لهذا المعيار إلى (عبد المطلب عبد الحميد: 2000، ص 118):

- قروض للأفراد و قروض للشركات و البنوك الأخرى.
- قروض للقطاع الخاص و قروض للحكومة و القطاع العام.
- قروض للمستهلكين و قروض للمنتجين وأصحاب الأعمال.
- قروض للعملاء.

من خلال ما تقدم يتضح أن القروض المصرفية تلعب دورا رئيسيا في تغطية احتياجات المؤسسة من خلال التمويل، لاسيما وأنها متاحة أمام كافة المؤسسات باختلاف أحجامها، وقد تعرضنا في هذا الصدد إلى التعريف بالقروض المصرفية من خلال عرض مختلف الخصائص التي تتميز بها وكذا تناول أهم الأنواع التي قد تتخذها.

### البند الثالث: مصادر التمويل المتخصصة:

بالإضافة إلى مصادر التمويل التقليدي التي سبقت الإشارة إليها فيما سبق، ظهرت في الفترة الأخيرة من القرن العشرين بعض أوجه التمويل التي أصبحت تعتمد عليها المؤسسات بغرض الحد من بعض المخاطر التي كانت تواجهها ومن بين هذه التمويلات المتخصصة يمكن تناول الأسلوبين التاليين:

#### أولاً: التمويل عن طريق الاستئجار:

بإمكان الشركات أن تحصل على الخدمات التي يقدمها أصل ثابت من دون أن تشتري هذا الأصل، و يكون ذلك عن طريق استئجار هذا الأصل لفترة زمنية محددة مقابل دفعات إيجار ثابتة تدفع

دوريا، ومن المعروف تقليدياً أنه يمكن استئجار الأراضي و العقارات لكنه في السنوات الأخيرة أصبح من الممكن أيضاً استئجار أنواع مختلفة من الآليات، الآلات و التجهيزات، تشمل في مجال النقل الطائرات، السفن، القاطرات، الشاحنات و السيارات....و في مجال الآلات الصناعية يمكن استئجار تجهيزات لمعامل توليد الطاقة وتجهيزات التنقيب و التعدين، كما أنه من الشائع استئجار أنظمة الكمبيوتر بالأخص الكبير منها (محمد أيمن عزت الميداني: 1993، ص 478).

وعليه فإن التمويل عن طريق الاستئجار هو عبارة عن "اتفاق بين مؤسسة معينة و مؤسسة أخرى تكون مالكة لأصل معين، تقوم من خلاله المؤسسة الأولى باستخدام هذا الأصل لمدة تفوق السنة في مقابل التزامها بدفع مبلغ متفق عليه دورياً يسمى دفعة الإيجار" (أحمد بوراس: 2002-2003، ص 49). و من أهم مزايا استئجار التجهيزات رفع عبء (خطر) التقادم التكنولوجي من على كاهل الشركة المستخدمة للتجهيزات و تحميله للشركة المالكة لها، أما فيما يخص المؤسسات التي تقوم بتأجير التجهيزات فهي على عدة أنواع، وتشمل البنوك التجارية البنوك الإسلامية، شركات التمويل، شركات تمويل تأجير متخصصة و الشركات الصانعة للتجهيزات في بعض الأحيان (مثل الشركات الصانعة للسيارات و لأجهزة الكمبيوتر).

## 1- أنواع الاستئجار:

تستطيع الشركة المستأجرة اختيار النمط المناسب لتمويل احتياجاتها التشغيلية مع مراعاة ظروفها المالية، عن طريق نوعين أساسيين من أنواع الاستئجار. و نناقش فيما يلي أهم أنواع الاستئجار و هي الاستئجار التشغيلي و الاستئجار المالي.

### 1-1- الاستئجار التشغيلي:

يتضمن استئجار الخدمة (أو التشغيل) بشكل عام المعدات و خدمات صيانتها، ومن أهم هذه المعدات: الكمبيوتر، السيارات و الشاحنات (سمير محمد عبد العزيز: 1997، ص 182).

ويتميز الاستئجار التشغيلي بالخصائص التالية (محمد صالح الحناوي و آخرون: 2001، ص 332):

- التزام مالك الأصل بصيانة وخدمة الأصل المؤجر للغير على أن تدخل تكاليف الصيانة ضمن المدفوعات الثابتة التي يقوم المستأجر بسدادها.

- يستمر هذا النوع من الاستئجار لفترة زمنية قصيرة نسبياً تكون عادة أقل من الحياة الإنتاجية للأصول، و بالتالي فإن قيمة الاستئجار لا تغطي تكلفة الأصل و من ثم يتوقع مالك الأصل استعادة قيمة الاستثمارات الموظفة في هذا الأصل من خلال تكرار عمليات التأجير إما لنفس المؤسسة أو لمؤسسات الأخرى.

- تمنح عقود الاستئجار التشغيلي عادة الشركة المستأجرة الحق في إلغاء العقد و إرجاع الأصل إلى المؤجر قبل نهاية مدة العقد الأساسية، و من الواضح أن هذه الميزة مهمة جدا للشركة المستأجرة لأنها تستطيع إعادة الأصل إلى المؤجر في حالة ظهور أصل آخر له ميزة تكنولوجية أكثر تقدما، أو عندما لم تعد بحاجة إلى الأصل.

### **1-2- الاستئجار التمويلي:**

يعتبر الاستئجار التمويلي أحد أشكال التمويل متوسط الأجل، و بالتالي فإنه يستخدم كبديل لأساليب التمويل الأخرى، ويتميز هذا النوع من الاستئجار بالخصائص التالية (محمد صالح الحناوي وآخرون: 2001، ص 337،338):

- تتحمل الشركة المستأجرة الأعباء الخاصة بصيانة وخدمة الأصول المستأجرة.  
- لا يستطيع المستأجر إيقاف عملية الاستئجار وإنما عليه الاستمرار في تسديد أقساط الاستئجار حتى نهاية العقد.

- يستمر عقد الاستئجار التمويلي لفترة زمنية طويلة نسبيا، تتفق عادة مع الحياة الإنتاجية للأصل و بالتالي يستهلك الأصل بالكامل خلال هذه الفترة.  
ويتخذ الاستئجار التمويلي الأشكال التالية:

### **1-2-1- البيع ثم الاستئجار:**

في ظل هذا النوع من أنواع الاستئجار التمويلي تقوم المؤسسة ببيع أحد الأصول المملوكة لها لطرف آخر، في نفس الوقت يتم الاتفاق على استئجار هذا الأصل لفترة زمنية معينة و بشروط محددة. و يلاحظ أن المدفوعات التي يتضمنها اتفاق الاستئجار تكفي لتعويض المؤسسة المؤجرة عن قيمة الأصل بالكامل مضافا إليها عائد مناسب.

ومن أهم المؤسسات التي تشترك في هذا النوع من الاستئجار من خلال القيام بشراء الأصول من الشركات الصناعية و إعادة تأجيرها لها شركات التأمين و الشركات المالية و البنوك.

### **1-2-2- الاستئجار المباشر:**

يشير هذا النوع إلى قيام المؤسسة باستئجار أصل جديد يتم الحصول عليه عادة من الشركة المنتجة أو من بعض الوسطاء كالشركات المتخصصة في عمليات تأجير الأصول و التي تقوم بشراء الأصول من منتجها ثم تقوم بعرضها للاستئجار بأقساط ميسرة.

### **1-2-3- الاستئجار التمويلي المقرون بالرافعة المالية:**

يستخدم هذا الأسلوب في حالة الأصول ذات القيمة الرأسمالية الكبيرة، و يلاحظ أن هذا النوع من الاستئجار لا يختلف عن أي نوع آخر من أنواع الاستئجار التمويلي وذلك من وجهة نظر المستأجر، أما

من وجهة نظر المؤجر فإنه يقوم بتمويل عملية شراء الأصل الذي سوف يتم تأجيره للغير من مصدرين هما، المصدر الأول يتمثل في أموال الملكية الخاصة به، و المصدر الثاني يتمثل في الحصول على قرض مصرفي طويل الأجل مرهون بضمان الأصل محل الاتفاق.

## 2 - تقييم الاستئجار كمصدر تمويلي للمؤسسة:

باعتبار القرض الإيجاري وسيلة لتمويل المشروعات الإنتاجية في مختلف الأنشطة الاقتصادية، فإنه يحقق مزايا كبيرة بالنسبة للمؤسسة المستأجرة نذكر منها (بالمقدم مصطفى: دت، ص 12):

- التمويل الكلي للإستثمار و نقصد به ضمان تمويل هذا الاستثمار بنسبة 100 % دون مساهمة المؤسسة المستأجرة بأموالها الخاصة، وهذا لا يوجد عادة في أساليب التمويل الأخرى.
- يمكن المؤسسة المستأجرة من حيازة الأصول الرأسمالية اللازمة لنشاطها دون حاجة إلى تجميد جزء كبير من أموالها إن هي قامت بشرائها، مما يتيح لها سيولة أكبر تستخدمها في أوجه أخرى.
- عدم تأثر المؤسسة المستأجرة التي تلجأ إليه بعوامل التضخم قصيرة الأجل، حيث يتم الاتفاق بشروط محددة ثابتة لمدة طويلة.

- تحسين صورة الميزانية المنشورة للمؤسسة المستأجرة و تحسين النسب المالية حيث لا تظهر الأصول المؤجرة في جانب الأصول رغم وجودها في التشغيل، كما يظهر المقابل لقيمتها في جانب الخصوم كالالتزامات، بل يظهر إيجار تلك الأصول في حساب الأرباح و الخسائر كمصروف مقابل ما يتحقق من إنتاجية لتلك الأصول.

- يحقق للمستأجر مزايا جبائية على مستويين:

\* الأقساط الإيجارية قابلة للخصم، فيما أنها تدفع من قبل المستأجر إلى المؤسسة مانحة القرض الإيجاري فهي تعتبر كأعباء استغلال، ويمكن خصمها كاملة من النتيجة الخاضعة للضريبة.

\* التخفيف التدريجي من عبء الرسم على القيمة المضافة، بحيث نقسم قيمتها على مدى حياة العقد، و يتم دفعها من خلال الأقساط الإيجارية، بمعنى أن كل فاتورة تتضمن جزء من الرسم على القيمة المضافة مع دفع أقساط الإيجار لتخفيف ثقله.

- يستفيد المستأجر أيضا من مزايا خدمات إدارية هي:

\* السهولة و السرعة في الحصول على هذا التمويل بحيث يستغرق مدة لا تفوق 15 يوما،

للإجابة على الطلب، و تحقيق العقد، أما في حالة قرض كلاسيكي فسيستغرق ذلك وقتا طويلا.

\* الإعفاء من تسجيل بعض الخطوات المحاسبية كجدول الامتلاك، بحيث يعفى المستأجر أو لا يكون ملزما على إعداده على مستوى المحاسبة العامة، و لاسيما أنها عبارة عن أعباء استغلال تخصم مباشرة من المبلغ الخاضع للضريبة.



غير أن لجوء المستأجر إلى عملية القرض الإيجاري يفرض عليه أعباء وتكاليف هائلة غير قابلة للإلغاء في المدى الطويل، لذلك فهو يواجه صعوبات ومخاطر ونخص بالذكر المؤسسات ذات المردودية الضعيفة، وأبرز هذه العيوب ما يلي (بالمقدم مصطفى: دت ، ص 12):

- التكلفة المرتفعة التي تشكل عائقا كبيرا، وعاملا أكثر سلبية بالنسبة للمؤسسة المستأجرة فمبلغ الأقساط الإيجارية التي يدفعها تتضمن ما يلي:

\* تكلفة رأس المال المستثمر .

\* مكافأة الخدمة المقدمة المتمثلة في سرعة التمويل الكامل.

\* إهلاك الاستثمار .

- مقارنة مع المؤسسة مانحة القرض الإيجاري، تتحمل المؤسسة المستأجرة مصاريف تسيير إضافية ناتجة عن العلاقة الثلاثية (المورد، المستأجر، المؤجر).

- تحمل المؤسسة المستأجرة للعيوب الخاصة بعدم توافق الاستثمار المؤجر مع الميزات التقنية المطلوبة، فيصبح المستأجر مضطرا لدفع أقساط إيجارية حتى نهاية مدة العقد باعتبار أن المؤجر غير مسؤول عن العيوب الخفية للاستثمار.

**ثانيا: التمويل عن طريق تحويل عقد الفاتورة (الفاكتورينج):**

تعتبر عملية شراء أو خصم الذمم أداة من أدوات التمويل، و التي تقوم من خلالها مؤسسة مالية متخصصة في هذا النشاط تسمى "الفاكتور" أو إحدى البنوك التجارية التي تتوفر لديها هذه الخدمة المصرفية، بشراء حسابات أوراق القبض و العملاء الموجودة بحسابات المؤسسة الصناعية أو التجارية، و التي تتراوح مدة استحقاقها بين 20 و 120 يوما، و من هنا فإن هذه العملية تتيح للمؤسسة الحصول على نقدية جاهزة و مستمرة دون الحاجة إلى انتظار تواريخ الاستحقاق و تحصيل ديونها من العملاء و المدينين.

نشأ نظام "الفاكتورينج" في إنجلترا منذ أوائل القرن 19، وانتشر بين تجار المنسوجات البريطانيين الذين كان لهم نشاط كبير في التعامل مع الولايات المتحدة الأمريكية، وما لبث أن امتد إلى صناعة الجلود، ثم انتشر بعد ذلك ليشمل العديد من الصناعات الاستهلاكية الأخرى، فقد كان التجار البريطانيون يجهلون السوق الأمريكية مما دفعهم إلى التعامل مع مؤسسات "الفاكتورينج" عن طريق بيعهم فواتير الدين الآجلة الخاصة بالمستوردين الأمريكيين، مقابل نسبة من قيمة الفاتورة تحصل عليها هذه المؤسسات نظير الخدمة المقدمة و المتمثلة في تسديد قيمة هذه الفاتورة قبل موعد استحقاقها.

وتلجأ الشركات ذات رؤوس الأموال المحدودة أو ذات القدرات الإيرادية المتدنية إلى نظام تحويل عقد الفاتورة، حيث تجده نظاما يتفق مع إمكانياتها المحدودة، ومن الطبيعي أيضا أن تعاني

الشركات الحديثة النشأة من صعوبات في الحصول على ائتمان مصرفي من البنوك التجارية، لذلك فهي تجد في نظام "الفاكتورينج" دعماً مالياً يسمح لها بتسيير أمورها المالية إلى جانب ما تحصل عليه من ائتمان تجاري.

### 1- تعريف عقد تحويل الفاتورة:

لقد اختلف فقهاء القانون في إعطاء تعريف موحد و شامل لمفهوم عقد تحويل الفاتورة حيث عرفته "الغرفة التجارية الوطنية للمستشارين الماليين" بفرنسا على أنه "تحويل للحقوق التجارية من مالكها للوكيل أو الوسيط الذي يتحمل مهمة تحصيلها و ضمان الوفاء النهائي في حالة الإعسار المؤقت أو النهائي للمدين مقابل عمولات هذا التدخل"، كما عرفه بعض الفقهاء على أنه "مجموع الخدمات التي تقدمها مؤسسة متخصصة للأشخاص أو المؤسسات الراغبة في توكيلها لإدارة حقوقها، و الحصول على اعتمادات قصيرة الأجل"، بينما ترى مجموعة أخرى من الفقهاء أن عقد تحويل الفاتورة هو عبارة عن "أسلوب تحصيل و ضمان خطر عدم الوفاء وتمويل بواسطة تحويل الحقوق" (أحمد بوراس: 2002-2003، ص56).

أما المشرع الجزائري فقد عرف عقد تحويل الفاتورة من خلال المادة(543 مكرر14) من القانون التجاري الجزائري على أنه "عقد تحل بمقتضاه شركة متخصصة تسمى الوسيط محل زبونها المسمى المنتمي، عندما تسدد فوراً لهذا الأخير المبلغ التام لفاتورة لأجل محدد ناتج عن عقد، و تتكفل بتبعية عدم التسديد و ذلك مقابل أجر".

رغم الاختلاف بين هذه التعاريف، يمكن إيجاد تعريف موحد لعقد تحويل الفاتورة بأنه: عبارة عن آلية تستخدمها مؤسسات الأعمال من أجل الحصول على قيمة فوائدها الآجلة، وكذا الحصول على خدمات أخرى من مؤسسة مالية متخصصة تتولى عملية تحصيل قيمة هذه الفوائده الآجلة و تتحمل مخاطر عدم الدفع مقابل عمولة يتفق عليها.

### 2 - أطراف عقد تحويل الفاتورة:

تتطلب عملية تحويل عقد الفاتورة -الفاكتورينج- وجود ثلاثة أطراف تنشأ فيما بينها علاقة تجارية و المتمثلة فيما يلي:

- 1-2 - الطرف الأول: وهو التاجر أو الصانع أو المورد لسلعة ما، وهو الطرف الذي يكون في حوزته حسابات أوراق القبض و العملاء المدينة، التي يبيعها للمؤسسة التمويلية المتخصصة "الفاكتور".
- 2-2 - الطرف الثاني: وهو عميل الطرف الأول، أي الشخص الذي اشترى السلع من طرف الأول و لم يدفع ثمنها فوراً، بل تعهد بتسديدها في أجل لاحق.

**2-3- الطرف الثالث:** وهو عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة أو تلك الإدارة المختصة في البنك التجاري التي يعهد لها بهذا النشاط، و تسمى "الفاكتور".

### **3 - تقييم الفاكторинг كمصدر تمويلي للمؤسسة:**

يتضمن عقد تحويل الفاتورة عدة خدمات متنوعة نذكر منها (أحمد بوراس: 2002-2003، ص58):

- توفير التمويل اللازم للمورد أو المصدر الذي باع حسابات القبض و الذم إلى الفاكاتور الذي يسمح له بسحب مبلغ نقدي قبل حلول موعد استحقاق هذه الحسابات، و ذلك بعد استيفاء نسبة خصم معينة تتمثل في الفائدة التي يتراوح سعرها ما بين 2 % و 3 % أكبر من سعر الفائدة الأساسي أو التفضيلي، هذا بالإضافة إلى عمولة يتفق عليها لمواجهة المخاطر التجارية.

- توفير الحماية الائتمانية للمورد عن طريق تحمل عبء المخاطر التجارية الناجمة عن عدم سداد مدينيه للفواتير، و بذلك يعفيه من عمل مخصصات للديون المشكوك فيها.

- إمساك و إدارة دفاتر المبيعات الآجلة للمورد، و متابعة قيد الفواتير الواردة و إرسالها للمشتريين مع كشف حساباتهم، و القيام بأعمال التحصيل لمستحقاته لدى الغير في تواريخ استحقاقها، و متابعة تحصيلها في حالات التأخر عن الوفاء.

- يقوم الفاكاتور بعمليات التقييم الائتماني لمديني المورد، و من أجل تحقيق ذلك فهو يتوفر على موظفين ذوي مستوى عال من الخبرة و المؤهلات للقيام بمثل هذه الأعمال التي تبني عليها قرارات قبول أو رفض بعض الحسابات المعروضة للبيع في وقت عرضها.

- يقوم الفاكاتور كذلك بإعداد البيانات الإحصائية الخاصة بالمبيعات و مديني المورد، و نسبة التحصيل، و الديون المشكوك فيها، و بقيام الفاكاتور بهذه الخدمة فإنه يرفع من على كاهل المورد عبء مباشرة هذه الأمور الإدارية، و التكلفة المتعلقة بها، الأمر الذي يجعله يركز كل اهتماماته على جوانب أخرى من نشاطه.

مما تقدم تبين لنا أن كلا من أسلوب التمويل بالإيجار، وكذا التمويل عن طريق تحويل عقد الفاتورة يمنحان للمؤسسات العديدة من المزايا، الأمر الذي يجعلهما وسيلة تمويل مناسبة للعديد من المؤسسات غير أن قرار استخدام هذين الأسلوبين الحديثين يتوقف على ظروف و خصوصية كل مؤسسة.

لقد تطرقنا في هذا المطلب لمختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة لتمويل استثماراتها، حيث تتخذ هذه المصادر أشكالاً مختلفة تم تصنيفها ضمن قسمين رئيسيين، الأول يشمل الأموال الخاصة، أما القسم الثاني فيتعلق بالتمويل عن طريق الاستدانة أين يشكل السوق السندي بديلاً مغرباً للعديد من المؤسسات الاقتصادية.

و نظرا للتطورات التي يشهدها المحيط المالي الحديث للمؤسسة الاقتصادية فإنه من المهم جدا تحديد موقع السوق السندي من أسواق العمليات المالية، و ذلك ما يشكل موضوع المبحث الموالي.

### **المبحث الثاني : موقع السوق السندي من السوق المالي:**

إن أهم تطور مس المحيط المالي الحديث، هو الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي، و يتميز اقتصاد الاستدانة بالتمويل غير المباشر، أين يتم انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز أو الحاجة للتمويل عن طريق الوسطاء الماليين (بنوك و هيئات مالية)، و نتيجة لذلك فقد تميزت المؤسسات بمستوى عال من المديونية، وهذا راجع إلى أن الوساطة المالية كانت ترمي في الأساس إلى الرفع من ديون المؤسسات دون تعزيز أموالها الخاصة، بهدف الاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي.

أما اقتصاد السوق المالي فإنه يتميز بالتمويل المباشر، أين تمول الوحدات ذات العجز أو الحاجة للتمويل مباشرة من طرف الوحدات ذات الفائض من السيولة، و يتم ضمان هذا النوع من التمويل عن طريق السوق المالي الذي يلعب الدور البارز في تمويل المؤسسات عن طريق الأسهم و السندات، و قد احتل السوق السندي مكانة كبيرة في توفير هذا التمويل نظرا لجمعه بين مزايا التمويل المباشر و التمويل عن طريق الاستدانة في آن واحد لذا لا بد من التطرق لموقع السوق السندي من أسواق العمليات المالية عن طريق التطرق أولا إلى عنصر اللاوساطة المالية للتمكن من إدراك الانتقال من اقتصاد السوق إلى اقتصاد السوق المالي، ثم التطرق إلى عنصر ثان هو السوق المالي أين سنتناول مفهومه ونشأته، و إبراز أهميته و دوره في التمويل، ثم التطرق إلى مختلف أنواعه، و أخيرا سوف نتناول السوق السندي من خلال الإلمام بمختلف المفاهيم والمصطلحات التي تدور حوله، ثم نتناول الأدوات التي تتداول فيه و كذا العمليات التي تتم فيه.

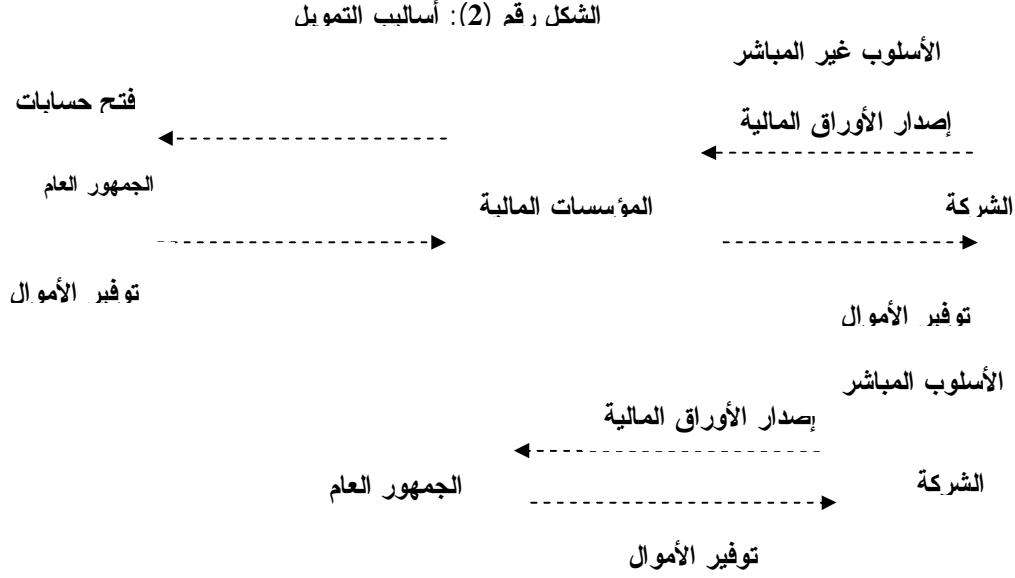
### **المطلب الأول : اللاوساطة المالية:**

تميز المحيط المالي الحديث ببروز عنصر اللاوساطة المالية كنتيجة للانتقال من اقتصاد من الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي، و تخلي المؤسسات عن التمويل غير المباشر و التوجه إلى التمويل المباشر .

### **الفرع الأول: مفهوم اللاوساطة المالية:**

إن التخلي التدريجي عن الوساطة المالية هو نتيجة لزيادة أهمية رؤوس الأموال الخاصة في تمويل المؤسسات التي أصبحت لا تلجأ كثيرا للبنوك و المؤسسات المختصة لتمويل نشاطها عن طريق القروض، الشيء الذي قلل من حصة البنوك في تمويل الاقتصاديات الحديثة، و عليه فقد عرفت عملية اللاوساطة المالية بأنها: "تعكس الوضعية التي لا تمر فيها الأموال المحصل عليها بالمؤسسات المالية،

وذلك عند تلبية الحاجات التمويلية للأعوان الاقتصاديين" (جبار محفوظ: 2002، ص29) و يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:



المصدر: محمد صالح الحناوي: 2005، ص 10

و يظهر الشكل أن تمويل المؤسسات الذي كان يتم بجمع المدخرات من الجمهور من طرف البنوك و المؤسسات المالية المختصة في منح القروض ، ثم إقراض تلك المدخرات (الفوائض) إلى المؤسسات المحتاجة أو الطالبة لمصادر التمويل (الأطراف التي تسجل عجزا)، أصبح يتم دون وساطة تلك البنوك أو المؤسسات المالية المختصة، فالعلاقة تغيرت و أصبحت بين طرفين فقط و ليس ثلاثة أطراف، أي انتقلت من العلاقة غير المباشرة إلى العلاقة المباشرة بين أصحاب الأموال و المحتاجين إليها.

### الفرع الثاني: أهمية رأس المال الخاص:

إن عيوب التمويل عن طريق الاستدانة بينت أكثر فأكثر أهمية التمويل برؤوس الأموال الخاصة، أو على الأقل الاعتماد أكثر على هذه الأخيرة في تنفيذ السياسات الاستثمارية و التمويلية للمؤسسة، فعندما تلجأ المؤسسة إلى البنوك أو المؤسسات المالية المختصة (أو القيام بإصدار سندات) للحصول على قرض فإنه يشترط فيها أن يكون لها هيكل مالي متوازن، لاسيما رأس المال الخاص لأنه يكون الركيزة الأساسية لمصادر التمويل الدائمة.

و يؤكد العديد من الكتاب أن هناك اتجاها عاما لدى المسؤولين عن المؤسسات في البلدان المتقدمة يتمثل في إعطاء الأولوية لرفع رأس مال تلك المؤسسات على حساب عمليات إصدار قروض سندية،

خاصة خلال عشرية الثمانينات، كما أنه من بين الوسائل الأخرى المستعملة في تدعيم رؤوس الأموال الخاصة إصدار تلك المؤسسات لأدوات مالية طبيعتها إقتراضية، و لكن تتحول بعد فترة إلى أقساط ملكية، تدعى هذه الأدوات السندات القابلة للتحويل إلى أسهم و التي تعتبر بمثابة خطوة نحو زيادة الأموال الخاصة، فيمكن لحاملها أن يتحصل على عدد معين من أسهم الشركة المصدرة بعد فترة معينة و يتحول دينه الذي أقرضه لتلك المؤسسة إلى مساهمة في رأسمالها، الشيء الذي يدعم أموالها الخاصة، يضاف إلى ذلك رفع رأسمالها عن طريق إصدار أسهم عادية.

### الفرع الثالث: اقتصاد الاستدانة و اقتصاد السوق المالي:

عندما يكون السوق المالي (أولي أو/ و ثانوي) غير متطور فإنه يفضل التمويل عن طريق الاستدانة، و العكس عندما يكون السوق المالي متطورا فإن الاختيار لا يتوقف على الاستدانة بل يتعدى إلى الأموال الخاصة.

و نحن هنا بصدد أطروحة J.HICKS حول اقتصاد الاستدانة و اقتصاد السوق المالي، والتي نوردها فيما يلي ( Pierre Vernimmen :2000,p 323 - 325 ):

### البند الأول: اقتصاد الاستدانة :

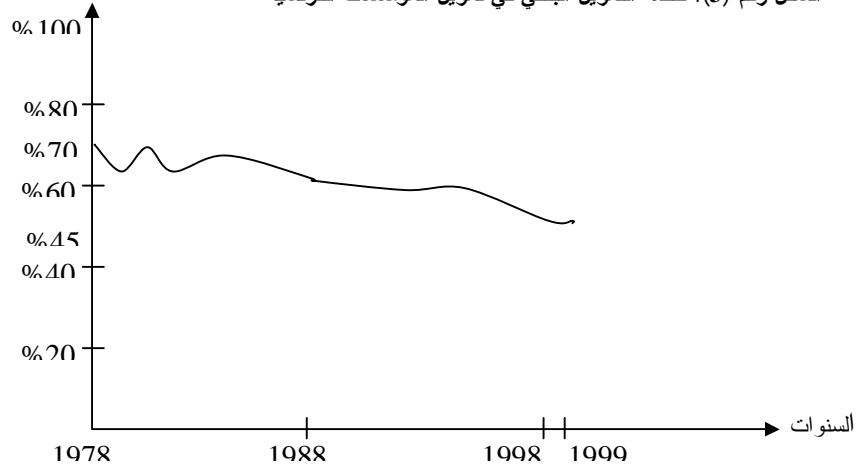
اقتصاد الاستدانة هو الاقتصاد أين يسطر التمويل عن طريق القروض البنكية، و المؤسسات تكون مجبرة على الاستدانة من البنوك التي تتمول هي الأخرى عن طريق البنك المركزي، و يسود هذا الاقتصاد عندما يكون السوق المالي غير متطور، و نسبة ضعيفة من احتياجات المؤسسات تمول عن طريق إصدارات الأوراق المالية من أسهم و سندات.

ويتميز هذا الاقتصاد بارتباط وثيق بين البنوك و البنك المركزي الذي له إمكانية معرفة مستوى الاستثمارات و بالتالي تحديد مستوى النشاط داخل الاقتصاد، كما أن معدلات الفائدة في السوق لا تتحدد وفق العرض و الطلب على القروض بل تتحدد تبعا للسياسة الاقتصادية المتبعة.

وقد ساد هذا النوع من الاقتصاد العالم حوالي سنوات الثمانينات، فمثلا نجد أن الاقتصاد الفرنسي آنذاك عرف على أنه اقتصاد استدانة حيث تمثل القروض البنكية 70 ٪ من مديونية المؤسسات في حين أن الاستدانة تمثل 10 ٪ و 30 ٪ تمثل أموال خاصة.

ويمكن توضيح التطور الذي مس اقتصاد الاستدانة في فرنسا من خلال الشكل رقم(3):

الشكل رقم (3): حصة التمويل البنكي في تمويل المؤسسات الفرنسية



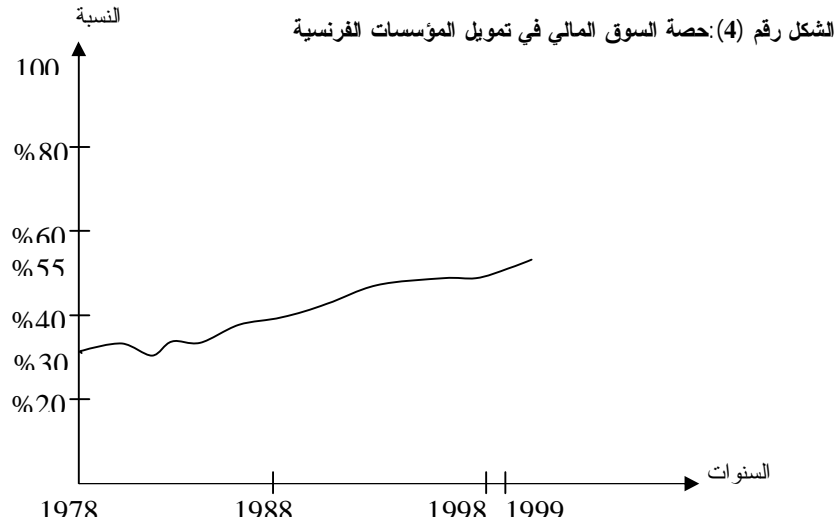
Source : Pierre vernimmen, 2000, P 323

ويظهر المنحنى تطور القروض البنكية الممنوحة للمؤسسات الفرنسية أين نلاحظ تراجع نسبة تمويل المؤسسات الفرنسية عن طريق البنوك حيث كانت تمثل 70% في سنة 1978 لتتخفف إلى 60% في سنة 1988، لتواصل انخفاضها إلى 45% سنة 1999، وهذا ما يدل على تراجع استخدام القروض في التمويل و بالتالي تراجع دور الوساطة المالية في الاقتصاد و الاتجاه إلى اللاموساطة أي التحول من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي.

#### البند الثاني: اقتصاد السوق المالي:

يتم من خلال السوق المالي تغطية أهم الاحتياجات التمويلية للمؤسسات عن طريق إصدار المؤسسات للأصول المالية من أسهم، سندات،... التي تطرح للاكتتاب من طرف المستثمرين. ويتميز اقتصاد السوق المالي باللجوء العلني للائحة؛ الذي يقابل من جهة أخرى بتوظيفات مهمة للأعوان الاقتصاديين مباشرة في السوق المالي بالاكتتاب بالأسهم، السندات، سندات الخزينة، شهادات الإيداع، أما القروض البنكية فقد أصبحت موجهة إلى قطاع العائلات في شكل قروض استهلاكية أو قروض عقارية.

ويمكن توضيح التطور الذي مس اقتصاد السوق المالي في فرنسا من خلال الشكل رقم(4):



Source : Pierre verniemmen, 2000, P 325

ويظهر المنحنى تطور التمويل عن طريق السوق المالي في فرنسا أين نلاحظ زيادة تمويل المؤسسات عن طريق السوق المالي حيث كانت تمثل حوالي 30 % سنة 1978 لترتفع إلى 40% سنة 1988 لتواصل ارتفاعها إلى 55% سنة 1999، وهذا ما يدل على زيادة نسبة اللامسة المالية أو التمويل المباشر في فرنسا.

كما تؤكد العديد من الكتب والمقالات أن نفس الظاهرة مست أمريكا واليابان وبريطانيا؛ كل هذا يقودنا إلى تسجيل عدة ملاحظات نذكر أهمها فيما يلي:

- **الملاحظة الأولى** تخص دور البنوك في الحياة الاقتصادية بعد أن قل نصيبها في تمويل المؤسسات لصالح التمويل عن طريق الأسواق المالية، فهذه الظاهرة أدت بالبنوك إلى تنويع أنشطتها التي لم تبق منحصر في الوظيفة التقليدية لها وهي الوساطة المالية بالمعنى الضيق (الإقراض)، إذ أصبحت تقدم خدمات عديدة و متنوعة فرضتها تلك التحولات، فمثلا أصبحت تقدم الاستثمارات للمستثمرين، المعلومات المتخصصة، التقنيات التي تسهل تسيير الخزينة في المؤسسات، كما تقدم الضمانات في الصفقات المالية المعقدة التي تمتاز بها المالية الحديثة و غيرها من الأنشطة التي اقتحمها البنوك في العشرينتين الأخيرتين.

- **الملاحظة الثانية** تتعلق بتمويل الاقتصاد الوطني عن طريق الأوراق المالية، و تعرف هذه الظاهرة بأنها: "تحويل مبالغ من القروض التابعة لمؤسسات متخصصة إلى أدوات مالية يمكن تداولها، إذ تباع بعد ذلك في الأسواق المالية للمستثمرين، حيث يمكن الاستعانة في ذلك بخبير أو بيت سمسة" (جبار محفوظ : 2002 ، ص 35). و عليه فإن تحويل الديون و القروض التي منحها البنوك و المؤسسات



المختصة إلى أوراق مالية تباع وتشتري في السوق المالية قد قلل دور تلك البنوك و المؤسسات في تمويل الاقتصاد الوطني ككل.

و بالإضافة، فإنه يمكن لأية مؤسسة إصدار أوراق مالية (أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم ...) لتغطية احتياجاتها من التمويل بدل اللجوء إلى البنوك وتغطيتها عن طريق القروض، كل ذلك أدى إلى ما يعرف الآن بالاتجاه نحو تمويل الاقتصاد الوطني بواسطة الأدوات المالية فذلك يحقق عائدا أفضل بالنسبة للمستثمرين وتكلفة رأس مال أقل بالنسبة للمؤسسات.

وتجدر الإشارة إلى أن هذه الظاهرة قد مست العديد من الدول النامية التي تتقلل الديون الخارجية كاهلها، إذ بعد ازدياد مخاطر عدم التسديد لتلك الديون في بداية الثمانينات عمدت البنوك الدائنة بالاستعانة ببعض بيوت السمسرة، إلى تحويل تلك الديون إلى أدوات مالية تتداول في الأسواق المالية العالمية أو تحويلها إلى مساهمات (مشاركة في رأس المال) في الشركات المخصصة، حيث بيعت تلك الديون بأقل من قيمتها الاسمية تبعا لدرجة المخاطر لكل منها.

- **الملاحظة الثالثة** تتمثل في دور السوق المالية بصفة عامة و دور البورصة بصفة خاصة في

كل هذا.

إن الانتقال إلى طريقة في التمويل تعتمد أساسا على إصدار الأوراق المالية، ثم تداولها فيما بعد يتطلب أولا إيجاد سوق تباع فيها تلك الأوراق لأول مرة للمستثمرين، تعرف تلك السوق كما سنرى فيما بعد بالتفصيل بالسوق الأولية، كما أن المستثمر الذي يرغب في بيع تلك الأوراق التي استثمر فيها، لسبب أو لآخر، يحتاج أيضا إلى سوق لبيعها: هي السوق الثانوية أو كما تعرف لدى الجمهور العريض باسم البورصة، من هنا تأتي أهمية الأسواق المالية في اقتصاد يعتمد بشكل كبير على التمويل بإصدار أدوات مالية، فلقد اعتبر "المجلس الفرنسي للقروض" أن نمو الأسواق المالية مقاسا بحصة الأسهم و السندات المطروحة في السوق و التي تمثل الأموال الجاهزة للإقراض بمثابة مؤشر عن التخلي عن الوساطة المالية، وعليه فعلى الرغم من أن الوساطة المالية لا تعنى تماما التمويل عن طريق الأسواق المالية، فإنه يمكن الحكم على أن حجم الإصدارات يمكن أن يعطي فكرة هامة حول انسياب رؤوس الأموال نحو المشروعات الأكثر مردودية حيث تستعمل بالطرق الأقل تكلفة و خطرا، كما أن انسيابها نحو الأسواق المالية في صورة ادخار مالي قد قلل من اتجاهها للبنوك في صورة قروض، و بالتالي تناقص دور الوساطة المالية في الاقتصاديات الحديثة.

نخلص من كل ما سبق إلى أن التمويل بنظام الوساطة المالية كان النظام السائد إلى وقت قريب، حيث لعبت البنوك و المؤسسات المختصة في منح القروض دورا رياديا في تمويل المؤسسة و الاقتصاد

بصفة عامة، واعتبر النظام البنكي آنذاك أساس قيام اقتصاد السوق، نظرا لما توصل إليه من ميكانيزمات وتقنيات زادت التطورات التكنولوجية و الإعلامية فعالية ومرونة، فاستمر التمويل غير المباشر إلى منتصف السبعينيات في الولايات المتحدة و المملكة المتحدة و إلى أوائل الثمانينيات في بقية الدول الأوروبية، وتحت ضغوط التكاليف المرتفعة نسبيا للنظام السابق بالنسبة للمؤسسة و السعي وراء التوظيف الأكثر مردودية بالنسبة للمدخرين، اتجه تمويل الاقتصاد نحو الأسواق المالية، حيث أصبح يتم أكثر فأكثر عن طريق إصدار الأوراق المالية وبذلك قل نصيب البنوك في حجم التمويل وازدادت نسبة التمويل المباشر، أي أصبحت المؤسسة تتمول مباشرة من الادخار المتوفر في السوق، دون اللجوء إلى الاقتراض، كل ذلك دعم رأس مالها الخاص وقلل من تكلفة رأس مالها ككل ، وهذا ما عرف بـ: اقتصاد السوق المالية.

كل ذلك أدى بالبنوك إلى تنويع نشاطها إلى مجالات الاستثمارات، الصفقات المالية المعقدة وغيرها من الأنشطة الفرعية، أي توسيع مفهوم الوساطة المالية، كما أدى ذلك إلى تنشيط الأسواق المالية، خاصة بعد انتشار فكرة بيع الديون في شكل أدوات مالية أو مساهمة في الشركات المدينة، إذ ساهمت هذه التقنية التي برزت في أوائل الثمانينات عند استفحال مشكل الديون الخارجية للدول النامية، في التخفيف من عبء تلك الديون و عليه فقد تحول التمويل من الشكل غير المباشر إلى الشكل المباشر، أي من البنوك إلى الأسواق المالية الشيء الذي جعل طابع الاقتصاد للدول المتقدمة يتحول شيئا فشيئا من اقتصاد السوق إلى اقتصاد السوق المالية.

### **المطلب الثاني: السوق المالي:**

إن ظهور الأسواق المالية رافق التحول التدريجي الذي شهده الاقتصاد العالمي بالانتقال من اقتصاد السوق إلى اقتصاد السوق المالي، وذلك بالتحول من التمويل غير المباشر إلى التمويل المباشر عن طريق الأسواق المالية. و قد تعددت الأسماء التي أطلقت عليها من طرف الاقتصاديين، فالبعض يسميها سوق الأسهم والسندات، وهذا الاسم وإن كان يعبر عن واقع أسواق الأوراق المالية القائم اليوم، إلا أنه لا يسمح باستحداث أدوات تعامل جديدة في السوق، ويسميها البعض سوق رأس المال باعتبار أنها مصدر الأموال الضرورية لتمويل مختلف المشروعات، ويعرفها آخرون باسم السوق المالية أو السوق الاستثمارية أي أنها سوق الأموال طويلة ومتوسطة الأجل تميزها لها عن السوق النقدية و التي تعتبر سوق الأموال قصيرة الأجل، وإن كان البعض قد توسع في تعريف السوق المالية و لم يقصرها على سوق الأوراق المالية وحدها، بل امتد مفهومه للسوق المالية ليشمل المصارف وشركات التأمين وكافة الأجهزة المؤسساتية التي تقوم بدور الوساطة المالية، ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية اسم بورصة الأوراق المالية.

## الفرع الأول: السوق المالي-المفهوم والنشأة:-

عادة ما ينصرف سوق المال -إذ أطلق بدون تحديد- إلى سوق الأوراق المالية أي الأسهم و السندات وهذا هو المفهوم الضيق لسوق المال ويطلق عليه مصطلح البورصات، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الإقراض طويل الأجل فقط، غير أن المفهوم المقبول لسوق المال هو الذي يتضمن أيضا جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن سوق المال يتكون من شقين أساسيين هما أسواق رأس المال وسوق النقد.

### البند الأول: مفهوم سوق رأس المال:

سوق رأس المال<sup>(7)</sup> هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات

الأعمال ويتكون هذا السوق من شكلين هما (عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: 2000، ص 237):

**أولاً: أسواق حاضرة:** وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم، سندات) وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فورا عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها.

**ثانياً: أسواق آجلة:** ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، وهي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود وانفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويستلمها في تاريخ لاحق، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر مما يدفع ويشجع المستثمر المتردد الذي بطبيعته يتجنب المخاطر في توجيه مدخراته نحو الاستثمار في الأوراق المالية وخاصة الأسهم.

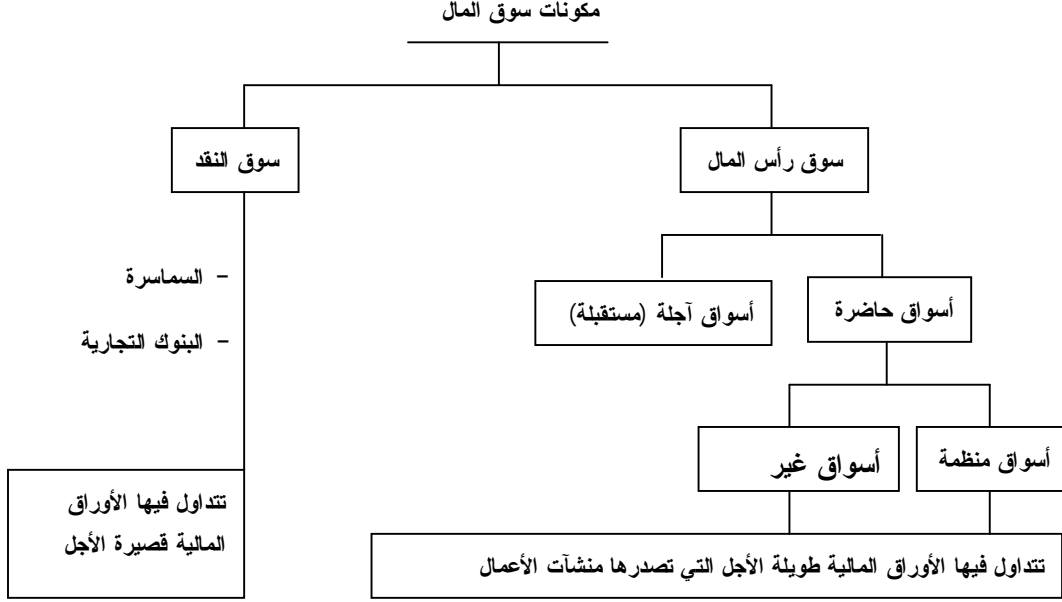
### البند الثاني: مفهوم سوق النقد:

هو الشق الثاني لسوق المال ويتم فيه تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل وذلك من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في تلك الأوراق، وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية يعطي لحامله الحق في استرداد مبلغ من المال سبق أن أقرضه لطرف آخر. وعادة لا تزيد مدة الأوراق عن سنة، غير أنه يمكن التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر أودون خسائر على الإطلاق وذلك نظرا لضمان عملية السداد (عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: 2000، ص 237).

والشكل رقم (5) يوضح مكونات سوق المال:

<sup>7</sup> تجدر الإشارة إلى أن مصطلح سوق رأس المال في الأدبيات الفرنسية هو نفسه مصطلح سوق المال في الأدبيات الأنجلوسكسونية .

## الشكل رقم (5) مكونات سوق المال



المصدر: عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، 2000، ص 237

مما سبق يتضح أن سوق رأس المال بما يتضمنه من مكونات يمكن أن يطلق عليه سوق الأوراق المالية وذلك سواء كان التعامل في هذه الأوراق يتم في الحال أو في فترة لاحقة، أيضا سواء تم التعامل وتداول هذه الأوراق داخل مكان معروف ومحدد وهو ما يطلق عليه لفظ السوق المنظم أو (البورصة) أو خارج هذا المكان، ويعتبر سوق الأوراق المالية من أهم مكونات سوق المال في أي دولة لما لها من دور بالغ الأهمية في التطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها، وما يترتب على ذلك من استحداث أدوات مالية جديدة من أسهم وسندات تهدف إلى الوفاء باحتياجات العاملين في هذه السوق من مدخرين ومستثمرين.

ولقد عرفت سوق الأوراق المالية بتعريفات عدة، منها ما جاء في القاموس الاقتصادي والتجاري: "إن سوق الأوراق المالية سوق منظمة تنظيما دقيقا لتداول الأسهم والسندات"، كما عرفها أحد الاقتصاديين بأنها "سوق مالية منظمة لتداول فيها الأسهم والسندات وتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب"، كما عرفها آخر بأنها "سوق منظمة تباع وتشتري فيها الأوراق المالية وينفذ السماسة فيها أوامر عملائهم مقابل عمولة مناسبة"، كما عرفت بالتعريف التالي: "البورصة سوق منظمة تتعقد في مكان معين، وفي أوقات دورية للتعامل بيعا و شراء بمختلف الأوراق المالية".

نلاحظ أن هذه التعريفات تؤكد على أن سوق الأوراق المالية سوق منظمة تميزها لها عن المبادلات التي تتم بواسطة المتعاملين من غير تقييد بقوانين ونظم ولوائح سوق الأوراق المالية، كما أن المنتبغ للتعريفات السابقة يجد أنها لم تزد على أن جعلت من سوق الأوراق المالية مجرد مكان يجتمع فيه المتعاملون، ومجموع العمليات التي تعقد فيه، دون أن تعطي مدلولاً مباشراً للدور التنموي الذي يمكن أن تلعبه هذه السوق. وقد أبرزت دراسة مشتركة بين "المؤسسة العربية لضمان الاستثمار" و"سوق عمان المالي" هذا الدور لسوق الأوراق المالية، حيث عرفتها بأنها "السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال من الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة بما يساعد على تنمية الادخار وتشجيع الاستثمار من أجل مصلحة الاقتصاد" (أحمد بوراس: 2002-2003، ص 65).

### البند الثالث: نشأة وتطور السوق المالي :

لم تنشأ الأسواق المالية القائمة اليوم بهيكلها وإدارتها ونظمها هكذا مرة واحدة، وإنما هي نتاج تاريخ طويل من التطور، ويمكن بيان أربع مراحل لتطورها، وهذا بالرغم من صعوبة الفصل الكامل بين هذه المراحل، لأنها تتميز بدرجة كبيرة من التداخل، وبقدر كبير من الاندماج وبشيء من التشابه في الخصائص والمقومات (محي الدين أحمد: 1995، ص 25، 33).

#### أولاً: مرحلة قيام بورصات البضائع:

إن وجود الأسواق المتخصصة لاجتماع التجار كان سابق لقيام الأسواق المالية المتخصصة والمنظمة بفترة طويلة جداً، فلقد أنشأ الرومان ما يسمى "بكوليجيم مير كاتورم" لاجتماع التجار، وكذلك أنشأ اليونانيون متجر المقايضات في "أثينا" وذلك في القرن الخامس قبل الميلاد، كما كان في المدن العربية والإسلامية الكبر "كبغداد" و"القيروان" و"قرطبة" و"سمرقند" حي للتجار "بازار" يعرض فيه التجار سلعهم ويتفقون فيه على الأسعار.

وترجع كلمة بورصة إلى مصدرين:

- اسم أحد كبار التجار الأغنياء، وكان اسمه "فان دن بورص" "Vanden Bourse"، الذي كان يقيم

في مدينة "Bruges" "بروج" "ببلجيكا"، وكان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، ولذلك أطلق

لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات البيع والشراء.

- فندق في مدينة "بروج" "Bruges"، كانت واجهته تزين بشعار عملة على ثلاثة أكياس

"Trois Bourses"، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف الأعمال

ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالشراء والبيع (صلاح

الدين حسن السبسي: د ت ، ص 5).

أما أول بناء أنشئ للبورصة وعرف بهذا الاسم فهو بناء مدينة "انفرس" في "بلجيكا" وذلك عام 1460م، ثم توالى إنشاء بورصات البضائع حيث قامت في عام 1608م بورصة "أمستردام" والتي كانت مركزا للسوق الآجلة في البضائع، وأنشئت بورصة "لندن" في عام 1695م ثم قامت بورصة "نيويورك" عام 1792م، فبورصة "روما" 1821م ثم بورصة "جنيف" في عام 1850م.

### ثانيا: مرحلة التعامل في الأوراق المالية التجارية:

بدأت هذه المرحلة في القرن الثالث عشر في فرنسا حيث كان يجري تداول الكمبيالات والسحوبات الإذنية، من أجل تنظيم هذه العملية أوجد ملك فرنسا "فليب الأشقر" مهنة سماسرة الصرف. أما في إنجلترا ومنذ عام 1688م كان يتم التعامل في سندات الائتمان التي تمول التبادل التجاري، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية وبعض الشركات، وتأتي أهمية هذه المرحلة في أنها طورت عملية تبادل الأوراق التجارية وخاصة الكمبيالات، إذ كانت أسواق الأسهم والسندات بأنواعها مجهولة.

### ثالثا: مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي:

بدأت هذه المرحلة منذ بداية القرن السادس عشر عندما أخذت الحكومات تقترض من الجماهير، وكذا عندما لجأت الشركات إلى الاقتراض عن طريق إصدار السندات، ولقد تأسست شركة الهند الشرقية في عام 1599م وطرح أسهمها للتداول، إلا أن الخطوة الأولى والهامة في تسهيل التعامل بسندات القرض كانت عندما أصدر الملك "وليم الثالث" في عام 1693م قرارا حول سندات القرض التي أصدرها من قبل، منح من خلاله مالك صك القرض الحق في التنازل عنه لأي شخص يرغب في شرائه.

وهكذا نشأت الخطوة الأولى لتحقيق سيولة الاستثمارات بإقرار إمكانية تحويل الحق في الاستثمار، وكان التعامل في الصكوك يتم في الطرقات والمقاهي، حيث أنه وقبل افتتاح بورصة "لندن" وبعد خروج المتعاملين من البورصة الملكية للبضائع كان المتعاملون في الأوراق المالية يجتمعون في ممر بورصة البضائع صيفا، وفي الشتاء والأيام الممطرة يجتمعون في مقهى "جوناثان".

أما في الولايات المتحدة فإن التعامل بدأ في عام 1725م في "وول ستريت" "Wall Street" في "نيويورك"، ثم تحول في نفس الشارع تحت شجرة "بتن وود" "Button Wood tree".

### رابعا: مرحلة استقلال الأسواق المالية بمبانيها وأنظمتها:

لقد أدى التطور الصناعي والتكنولوجي إلى نشوء مشاريع ضخمة لا يستطيع المستثمر الفرد القيام وحده بالأعباء المالية المترتبة عليها، مع نمو الاقتصاد وزيادة الدخول ظهرت مؤسسات عملت على جذب مدخرات الأفراد وتوظيفها في المشروعات الإنتاجية، هذا بالإضافة إلى رواج وازدهار

التعامل في الأوراق المالية أملى ضرورة قيام أسواق مالية مستقلة وكذا ضرورة تطور نظمها وأساليب التعامل فيها، واستجابة لهذه الضرورات استقلت أهم الأسواق المالية بمبانيها ووطورت نظمها على النحو الذي يخدم الأهداف والمهام التي أنشئت من أجلها.

### الفرع الثاني: أهمية السوق المالي ووظائفه :

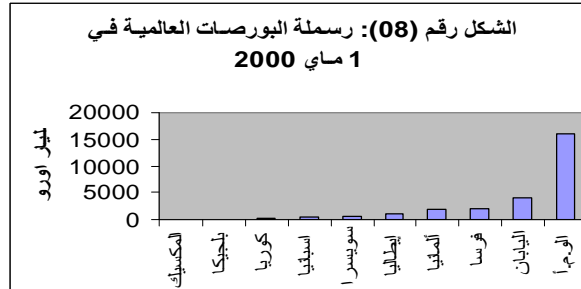
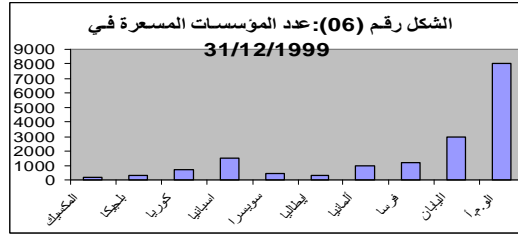
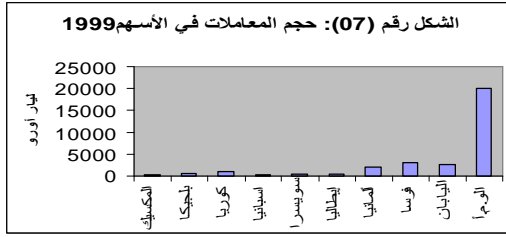
تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا هاما في النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف تمويل خطط التنمية الاقتصادية ... و تتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط، وهي تعتبر انعكاسا للنظم والسياسات المالية والاقتصادية في أي دولة. وكلما كان النظام المالي للدولة متطورا كلما أدى ذلك إلى تطور النشاط الاقتصادي وتقدمه ودعم التنمية الاقتصادية التي تعتمد إلى حد كبير على معدل تجميع رأس المال، والذي يعتمد بدوره على معدل الادخار. ويمكن للمؤسسات المالية أن تؤثر على التنمية الاقتصادية تأثيرا إيجابيا من خلال تعبئة المدخرات الكافية والتوزيع الكفء لهذه المدخرات المجتمعة على الاستثمارات، وإزالة الازدواج المالي بين السوق المالي المنظم والسوق المالي غير المنظم.

إن السبيل الحقيقي والواقعي للنهوض بأعباء النمو الاقتصادي و الاجتماعى بمعدلات مناسبة يقتضى اتخاذ سياسة هدفها تشجيع الادخار والاستثمار، ومحاولة جذب رؤوس الأموال والمدخرات الأجنبية للمشاركة في عمليات التنمية المنشودة، ذلك أن تمويل خطط التنمية الاقتصادية يعد من الوظائف الأساسية للأسواق المالية، وأن السماح للسوق المالي بمباشرة نشاطه بالعملات الأجنبية الحرة القابلة للتحويل يؤدي إلى تحويل هذه السوق من سوق محلي إلى سوق إقليمي دولي، حيث يمكن لهذه السوق قبول طرح أسهم وسندات المؤسسات والحكومات المختلفة بالعملات الأجنبية.

### البند الأول: أهمية السوق المالي:

للأسواق المالية أهمية بارزة في الحياة الاقتصادية، تظهر من خلال مساهمتها في تحقيق التنمية الاقتصادية، حيث أن السوق المالي يجمع بين المدخرين أو أصحاب الفوائض المالية، والمتعاملين الذين هم بحاجة لهذه الأموال من أجل استثمارها في مجالات أخرى، والسوق المالي بذلك يشجع على الادخار من جهة، ومن جهة ثانية يساهم في تمويل الاستثمار عن طريق توجيه تلك المدخرات إلى المجالات الاستثمارية التي تسمح بالنمو، والتوسع، الأمر الذي سينعكس إيجابا على الاقتصاد الوطني من جهة، وبالتالي على مستوى معيشة الفرد من جهة ثانية.

ويمكن إبراز أهمية الأسواق المالية في الحياة الاقتصادية من خلال الرسومات البيانية التالية:



Source:pierre vernimmen:2000, p326

توضح البيانات السابقة تطور عدد المؤسسات المسعرة في البورصة إذ وصل عام 1999م إلى حوالي 8000 مؤسسة في الولايات المتحدة الأمريكية، و3000 مؤسسة في اليابان وحوالي 1200 مؤسسة في فرنسا، وقد رافق الحجم الهائل من المؤسسات المسعرة في البورصات العالمية تطور حجم المعاملات على الأسهم في تلك البلدان إذ وصلت إلى 20000 مليار أورو في الولايات المتحدة الأمريكية، 2500 مليار أورو في اليابان وحوالي 3000 مليار أورو في فرنسا. كما سجل في هذه الفترة كذلك رسملة عالية للبورصات العالمية إذ بلغت سنة 2000م حوالي 16000 مليار أورو في الولايات المتحدة الأمريكية، 4000 مليار أورو في اليابان و2000 مليار أورو في فرنسا.

كما يمكن القول أنه كلما زاد عدد المؤسسات المسعرة في البورصات زادت رسملة البورصات وكذا زاد حجم المعاملات على الأوراق المالية، وهذا ما يعطي للسوق المالي أهمية كبيرة. بصفة عامة يمكن القول أن الدور الحيوي الذي تلعبه الأصول المالية<sup>8</sup> في الاقتصاد قد أضفى بدوره المزيد من الأهمية على الأسواق المالية، " فالأصول المالية وجدت لسبب جوهري وأساسي،

<sup>8</sup> يقصد بالأصول المالية الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المتداولة في الأسواق المالية.



يتمثل في أن مدخرات الأفراد، والمؤسسات، والحكومة تتكون في فترة زمنية، ليس من الضروري أن تكون هي ذاتها الفترة الزمنية التي يخطط فيها هؤلاء المدخرين لاستثمار تلك المدخرات في أصول حقيقية من آلات، ومعدات، ومباني، ومخزون ... وما شابه ذلك من أوجه الاستثمار" (منير إبراهيم هندي: 1995، ص25). وهو الشيء الذي يدل على ضرورة الأصول المالية للأسواق المالية، بمعنى أنه بدون أصول مالية، لا يمكن أن يكون للأسواق المالية معنى، كما أنه بدون أسواق مالية، لا يمكن تداول الأصول المالية التي تسمح بانتقال الأموال من وحدات ذات الفائض إلى وحدات ذات الحاجة للتمويل. وعليه فإن أسواق المال تزداد أهمية يوميا مع ازدياد حجم المعاملات، هذه الأخيرة التي ساعد على نموها التطورات التي عرفتها الساحة السياسية والاقتصادية الدولية، وما صاحبها من تطورات على المستوى التكنولوجي، وخاصة فيما يتعلق بمجال الاتصال والمعلوماتية التي جعلت من العالم قرية واحدة تحكمها مبادئ اقتصاد السوق المالي.

على العموم يمكن تلخيص كل ما سبق في مجموعة من النقاط تبين أهمية الأسواق المالية (بوزاد

الهيبي: 1998، ص 18، 19):

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية؛ لما كانت عمليات التنمية تحتاج رؤوس أموال كبيرة قد لا تتاح للدولة، فقوم الدولة في هذه الحالة بطرح مشاريعها التنموية في الأسواق المالية المنظمة، وبواسطة هذه الأسواق تستطيع تمويل عملياتها التنموية، ويكون ذلك بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب فيها.
- عدم قدرة المصارف التجارية على التمويل المتوسط، والطويل الأجل لأسباب عديدة منها: ضخامة الأموال المطلوبة، مشاكل التضخم، ومشاكل المخاطرة التي قد تتعرض لها هذه البنوك، وخاصة عند منحها للقروض المتوسطة والطويلة.
- تساعد الأسواق المالية على منح القروض بشروط ميسرة، وبتكاليف قليلة بمقارنتها بالقروض من البنوك الدولية، أو القروض الخارجية، فكثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل، فينجم عن ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية إقليمية، حيث يمكن لتلك الأسواق طرح أسهم، أو سندات لشركات من جنسيات مختلفة.
- أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية غالبا ما تعمل على تشجيع صغار المستثمرين على توظيف أموالهم بشرائهم لهذه الأوراق، وبما يعود عليهم بأرباح عالية، وبمخاطر قليلة، وخاصة في حالة توظيفها، في شركات استثمار، أو صناديق استثمار لديها خبرات عالية ومتخصصة.

- أن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية، تمكن حاملها من تحويل هذه الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة، وبدون تحمل أي خسارة أو عناء.

وأخيرا يمكن القول أن الأسواق المالية تكتسي أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية إذ تعد مرآة عاكسة لنمو وتطور الاقتصاد ولا شك أنها تستمد هذه الأهمية من الوظائف التي تقوم بها، وهو ما يقودنا إلى التساؤل عن هذه الوظائف والدور الذي تؤديه في الحياة الاقتصادية.

### **البند الثاني: وظائف السوق المالي:**

إن الوظيفة الرئيسية التي يلعبها السوق المالي هي تمويل المؤسسات باعتباره مكان التقاء الوحدات ذات الفائض والتي تكون "الادخار" بالوحدات ذات العجز أو الحاجة إلى الأموال لتنفيذ مشاريعها المستقبلية والتي تكون "المستثمرين"، ويمكن ذكر الوظائف الأخرى للسوق المالي من خلال النقاط التالية: (Gérard Marie Henry : 1999, P13-15)

### **أولا: تمويل الاقتصاد الوطني:**

تساهم الأسواق المالية في تمويل الاقتصاد الوطني عن طريق تصريف أموال الأعوان الاقتصاديين الذين لهم قدرة على التمويل، وتوجيه هذه الموارد للمؤسسات والإدارات العمومية، أين يساهم السوق المالي في تمويل استثمارات المؤسسات، كما أن السوق المالي خلق علاقة شبه مباشرة أو حلقة مستمرة بين المدخرين الذين يودون توظيف أموالهم والمستثمرين الذين هم في حاجة للأموال، وبالطبع فإن مصدري الأسهم والسندات يطلبون خدمات الوسطاء الماليين لكن لا توجد أي وساطة بين المدخرين والمستثمرين، ويختلف الوضع تماما كما لو أن البنوك استقبلت هذه الودائع ثم أعادت توزيعها في شكل قروض .

### **ثانيا: سيولة الادخار المستثمر لأجل طويل (سيولة أموال المستثمرين):**

تعد هذه ثاني وظائف السوق المالي، وهي مكمل للوظيفة الأولى، وتقوم على وجود علاوة خطر عند استثمار الأموال في الأصول غير المنقولة والتي توجد صعوبة لتحويلها إلى سيولة وبما أن ميكانزمات السوق المالي تتيح تقابل العرض بالطلب على خلاف باقي الاستثمارات في الأصول الحقيقية، فإن التوظيفات في السوق المالي لها فائدة أن تصبح في أجل قصير سائلة، حيث أن حامل أصل مسعر في البورصة يستطيع في أي وقت بيعه لمستثمر آخر حيث تلعب البورصة دور البائع لمن يريد شراء أصول مسعرة ومشتري لمن يريد التخلي عنها في أي وقت وهذا يكون ممكنا وبكل سهولة عندما يكون السوق المالي واسعا وتوجد كمية كبيرة مهمة من الأصول المتداولة، وحجم المعاملات اليومي كبير لتعزيز المبادلات وإعطاء أسعار حقيقية للأصول ناتجة عن تقابل العرض والطلب

### **ثالثا: قياس قيمة الأصول:**

السوق المالي هو الجهاز الوحيد لقياس قيمة المؤسسات، والمعلومات المعطاة للمستثمرين لها عدة فوائد أين تنتشر الأسواق المالية دوريا وبصفة منتظمة معلومات عن هذه المؤسسات، وبالتالي الميزة الأساسية لتسعير المؤسسات في البورصة هي معرفة قيمة هذه المؤسسات نظرا للتوقعات المختلفة للمستثمرين حيث أن تطور قيمة المؤسسة يكون ناتج عن التعارض الدائم بين توقعات المستثمرين التي تتأثر بالمحيط الاقتصادي السياسي والاجتماعي للبورصة وأيضا بالمحيط المحلي والدولي. وأخيرا يمكن القول أن تسعير المؤسسات في البورصة وتداول أصولها يعطي لها قيمة سوقية تنتج عن تقاطع العرض والطلب نظرا للتعارض بين توقعات المستثمرين التي تتأثر بمحيط السوق المالي.

#### رابعاً: تطوير القطاعات الإنتاجية:

يسمح السوق المالي بإعادة تنظيم المؤسسات، حيث يساعد على إعادة تجمع المؤسسات، ويلعب الدور الأساسي في تطور هيكله وتمركز المؤسسات ويسهل عملية تمركز واندماج المؤسسات أو الصناعي والتجاري انفصال ولا مركزية المؤسسات وهذا يساهم بشكل جيد في تطوير الهيكل كما أن السوق المالي يعمل على تشجيع قيام الاستثمارات الكبيرة ويعتبر هذا الدور من أهم مقومات الاقتصاديات المتطورة، لأن وجود الصناعات الإستخراجية والثقيلة التي تعتمد على أساليب تكنولوجية حديثة ومعقدة تتطلب أموالاً ضخمة، والتي لا يمكن توفرها إلا من خلال تضامن أفراد المجتمع. فبالإضافة إلى كون الأسواق المالية توفر هذه الأموال بجمعها من المدخرين لصالح هذه الاستثمارات، فإنها أيضاً تقوم بتوزيع المخاطر، والتي يتعذر تجنبها، على عدد ممكن من المساهمين أو المقرضين (أحمد بوراس: 2002-2003، ص84).

#### خامساً: الوقاية من تقلبات الأسعار :

تساعد البورصة كذلك المتعاملين فيها على تلافي أخطار تقلبات الأسعار عن طريق عملية التغطية، "أي أن المتعامل في البورصة الذي يرغب في التأمين من هبوط أو ارتفاع في الأسعار لسلعة معينة فإنه يشتري أو يبيع كمية معينة موجودة لديه فعلاً، أو يتعاقد عليها، أو ينتظر وجودها لديه في المستقبل كما هو الحال بالنسبة للمزارع، فإذا وجد المزارع في وقت من الأوقات أن الأسعار السائدة في السوق مربحة أي تغطي تكاليفه وتحقق له ربحاً معقولاً، ويخشى إذا انتظر وقت الحصاد أن ينخفض السعر فإنه يقوم ببيع كمية من القطن مثلاً تعادل الكمية التي ينتظر أن يحصل عليها أثناء الموسم وذلك بالسعر السائد وقت البيع على أن يتم التسليم وقت الموسم، وعند حلول الوقت يتم التسليم، فإذا هبط السعر فبواسطة عملية التغطية يكون قد تلافي الخسارة من هبوط الأسعار" (شمعون شمعون : دت ص14، 13).

## سادسا: تحقيق أسعار عادلة وتأسيس جو المنافسة:

تساعد البورصة على تحقيق أسعار عادلة، من خلال قانون العرض والطلب، الذي يؤدي إلى تحقيق سعر التوازن، و "ككل أسعار السوق، فإن هذا السعر الخاص بسوق رؤوس الأموال ينتج عن تغيرات العرض والطلب فإذا كان العرض وفيرا، يتجه السعر نحو الانخفاض، أما إذا زاد الطلب، فسيرتفع السعر".

فتوقع ارتفاع سعر سلعة معينة في المستقبل، سيؤدي إلى زيادة الطلب على هذه السلعة في الوقت الحاضر، وبالتالي زيادة أسعارها، ثم حين يحين وقت جني المحصول، يتم عرض هذه السلعة، ونتيجة لزيادة العرض تنخفض الأسعار وبالتالي يتحقق التوازن، "كما تتوازن أسعار السلع بين مكان وآخر بالبيع في المكان الذي يكون السعر فيه مرتفعا والشراء في المكان الذي يكون فيه السعر منخفضا - وذلك لتحقيق الربح من الفرق بين السعيرين - فيهبط السعر في المكان الأول لكثرة العرض ويرتفع في المكان الثاني لكثرة الطلب، وبذلك تتحقق الموازنة بين الأسعار".

و يتم تحديد سعر التوازن للأوراق المالية من خلال تفاعل البائعين و المشترين بالسوق، وحسب آلية العمل بسوق المنافسة التامة، فتتحرك الأموال السائلة بالاتجاه الذي يحقق العائد المرغوب فيه من قبل المدخرين، وتتخذ مؤسسات الأعمال قراراتها التمويلية لتغطية نفقاتها الاستثمارية بناء على سعر التوازن بالسوق، وبالتالي تبقى في الاقتصاد الاستثمارات التي تحقق رغبات المدخرين، وتخرج منه الاستثمارات التي تقل عوائدها عن رغبات المدخرين من فوائد الأرباح.

ولا يمكن لمؤسسات الأعمال أن تحقق عوائد مرتفعة إلا إذا كانت سلعها وخدماتها وأهداف نشاطاتها وفق رغبات أفراد المجتمع (المستهلكين)، لذلك فإن آلية عمل الأسواق المالية تساهم في توجيه الاقتصاد بما يحقق غاياته في إشباع المجتمع (أحمد بورس: 2002-2003، ص83).

## سابعا: استثمار رؤوس الأموال:

يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونة التعامل في السوق وسهولة البيع والشراء مقارنة بصعوبة الاستثمار في شراء الأراضي الزراعية أو العقارات، كما يتميز بإمكان استثمار أي مبلغ كبيرا كان أو صغيرا ولأي مدة طالت أو قصرت كما لا يتطلب الاستثمار أمواله في أسهم شركة زراعية كانت أم عقارية أم تجارية، ويستفيد من نجاحها بصرف الأرباح كما يستفيد من أسعار الأسهم نتيجة تقدم أعمال الشركة، كما يمتاز الاستثمار في الأوراق المالية أنه يتيح الفرصة لتنويع الاستثمار إذ يمكن توزيع رأس المال المستثمر في سندات حكومية وفي أسهم شركات صناعية أو عقارية هذه

الميزة تضمن عدم ضياع كل رأس المال في حالة فشل المشروع الوحيد الذي يركز فيه المستثمر رأس ماله (شمعون شمعون: دت، ص51).

### ثامنا: تشجيع الادخار وتجميع الأموال:

من المعلوم أن المدخر لا يستبدل نقوده بسلع أو خدمات لإشباع رغبة عاجلة، إنما ليستفيد بها في سد حاجة للمستقبل، وهناك وسائل متعددة لتشجيع الادخار منها: الإعفاءات الضريبية، تشجيع إنشاء مؤسسات التوفير وشركات التأمين وصناديق التوفير، نشر الوعي الادخاري بين أفراد المجتمع وتوجيهه إلى سوق الأوراق المالية عن طريق إذاعة أسعار الأوراق المالية، كل ذلك من أجل توجيه الأنظار إلى التعامل في شراء الأسهم والسندات وجذب مدخرات المجتمع وذلك يتيح للدولة تنفيذ الكثير من المشروعات الإنتاجية التي تعود فائدتها على الجميع (شمعون شمعون: دت، ص52).

كما أنه قد تمر الشركات بظروف تشجعها على اللجوء للأسواق المالية التي توفر الآلية المناسبة لبيع الأوراق المالية والحصول على السيولة، هذا بالإضافة إلى أنه، وعن طريق السوق المالي، يستطيع حملة الأسهم والسندات تحويل ما يملكونه من أوراق مالية إلى سيولة إذا اضطرتهم أو شجعتهم الظروف إلى عمل ذلك، أما في الحالة العكسية، وفي حالة غياب الأسواق المالية سيضطر حامل السند إلى انتظار موعد استحقاقه، ويضطر حامل السهم إلى الانتظار حتى تحل أو تصفى الشركة طوعاً أو جبراً وتتحول إلى سيولة (أحمد بوراس: 2002-2003، ص83).

### تاسعا: تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المتعاملين في السوق:

إن الأدوات المالية التي توفرها الأسواق المالية متعددة ومتباينة في مستوى مخاطرها بما يجعلها تتجاوب مع رغبات أفراد المجتمع غير المتجانسة في تحمل المخاطرة؛ فهناك البعض من أفراد المجتمع والذين يتسمون بالمغامرة تجدهم يسعون لتحقيق عوائد مالية عالية حتى لو تطلب ذلك تحمل مخاطر كبيرة ولهذا فهم يفضلون الأسهم على السندات والعكس بالنسبة للبعض الآخر، والأكد أنه ليس هناك حاجة لإضاعة وقت المتعاملين في البحث عن المشتريين أو البائعين، فالأسواق توفر الوقت على المتعاملين بالسوق، فهي تعلن دائما عن الاكتتابات الجديدة وعن نتائج أعمال الشركات ونشاطاتها المستقبلية موفرة على المتعاملين عناء البحث لتقرير البيع أو الشراء.

إضافة إلى ذلك توفر الأسواق المالية الثقة والأمان للمتعاملين لأن أسعار التوازن تعكس المعلومة المتوفرة لدى جميع المتعاملين في أسهم الشركة، مما يجعل المتعامل يثق بالأسعار دون الحاجة إلى جمع المعلومات عن التدفقات النقدية الداخلة المتوقعة واللازمة لتقييم وضع الشركة، وبالتالي فإن الأسواق المالية تمثل سلطة رقابية غير رسمية على كفاءة الشركات والمشروعات التي يجري تداول أوراقها المالية في السوق.

## عاشرا: مرآة للنشاط الاقتصادي ومؤشر لاتجاهات التنبؤ:

تمثل السوق المالية حلقة اتصال بين معظم الفعاليات الاقتصادية المؤثرة مثل البنوك، الشركات، المشروعات، المدخرين... إلخ الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار و الاستثمار، وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد القومي، وتسهم في الدراسات التي تهدف إلى تحديد الفعاليات الاقتصادية المثمرة. وفي خطوة أكثر تقدما فإن الأسواق المالية وهي تسجل من خلال التعامل دورات النشاط الاقتصادي من انتعاش أو ركود، تسهم في تحقيق التنسيق والتكامل بين الأنشطة الاستثمارية والسياسات النقدية والمالية وحركة رؤوس الأموال عن طريق تقديم الرأي إلى الجهات المختصة، مما يساعد على استقرار النشاط الاقتصادي.

كما تحدد الأسواق المالية الاتجاهات العامة للتنبؤ إذ تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع وتسجيل الاتجاهات التي تحدث النشاط الاقتصادي، فحجم المعاملات يعتبر مؤشرا لحجم الأموال السائلة المتداولة، كما تشير الأرقام القياسية للأسعار إلى مدى نجاح المشروعات من عدمه. إن تعدد وظائف السوق المالي يؤكد مرة أخرى على أهمية الأسواق المالية في الحياة الاقتصادية، كما أن هذا التعدد لم يقتصر فقط على وظائف السوق المالي، بل تعداه إلى أنواع الأسواق المالية التي تضيف أهمية بالغة للسوق المالي، لذا سنحاول التعرف على مختلف هذه الأنواع في العنصر الموالي:

### الفرع الثالث: أنواع الأسواق المالية:

نظرا للتنوع والاختلاف الذي يمتاز به الأسواق المالية، فإنه توجد تقسيمات متعددة لهذه الأسواق، على الرغم من التداخل الموجود بينها في كثير من الأحيان، وتوجد عدة معايير يمكن اعتمادها لتقسيم مختلف الأسواق المالية التي سوف يتم التطرق إليها فيما سيأتي:

#### البند الأول: التقسيم حسب طبيعة المعاملات وتوقيت الإصدار:

وفقا لهذا المعيار توجد التقسيمات الآتية (جبار محفوظ: 2002، ص 55-126):

#### أولاً: السوق الأولية:

هي جزء من السوق المالية، أين يتم بيع وشراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتداول، لهذا تعرف بسوق الإصدارات أو سوق الأصول المالية الجديدة، و بمجرد بيع تلك الأوراق ولو لمرة واحدة، تنتقل إلى السوق الثانوية، وبذلك يمكن للدولة أو المؤسسات أن تجمع الأموال التي تحتاجها لبناء نفسها أو توسعها أو ببساطة لتمويل عجز تسجله، خاصة إذا كانت تتمتع بسمعة لا بأس بها لدى الجمهور.

وغالبا ما تعتمد الجهة المصدرة على ما يعرف بالبنوك أو بنكبير الاستثمار التي تقوم بأعمال السمسرة والاتجار في الأوراق المالية فهي تغطي معظم الإصدارات الأولية التي تطرح للاكتتاب العام بالإضافة إلى تقديم العديد من الخدمات والتي تتوقف على نوع الإصدار، الشركة المصدرة لهذه الأوراق المالية، فئات ونوع المستثمرين. ويمكن تلخيص أهم الخدمات التي تقدمها بنوك أو بنكبير الاستثمار فيما يلي (عبد الغفار حنفي: 2003، ص 40):

- تقديم الاستشارة في مرحلة ما قبل الإصدار (وظيفة الاستشارة)، وإدارة الإصدار من حيث دراسة حالة السوق المالية، المركز المالي للشركة، توقيت عملية الإصدار وسعر الإصدار المناسب باعتباره خبيراً في أسواق المال.

- وظيفة الإصدار وتحمل المخاطر، حيث يقوم بحماية الأوراق المالية المصدرة من تقلبات الأسعار التي يمكن أن تحدث عند توزيع أسهم جديدة أين يقوم بشرائها ثم يقوم ببيعها بحيث لا يحدث هبوط في القيمة التي تباع بها.

- تسويق الأوراق المالية، فنظراً لتخصص بنك الاستثمار فإنه يقوم بتسويق الأوراق المالية بكفاءة كبيرة نسبياً، وهو يقوم بتسويق هذه الأوراق المالية عن طريق وكلاء السماسرة.

ولا يعتبر بنك الاستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية فهناك طريقتان آخران هما: الأسلوب المباشر والمزاد، و يقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد كبير من كبار المستثمرين لكي تبيع لهم الأسهم أو السندات التي أصدرتها، أما المزاد فيتمثل في دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءاتهم سواء من ناحية الكمية أو السعر، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل إلى أن يتم تصريف كامل الإصدار (أحمد بوراس: 2002-2003، ص 70).

### ثانياً: السوق الثانوية:

هي ذلك الجزء من السوق المالية الذي يتم فيه تداول الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي سبق إصدارها، لهذا تعرف هذه السوق بسوق الإصدارات القديمة، وعليه فإن السوق الثانوية هي مكان لقاء الباعة بالمشتريين (المستثمرين) لأوراق مالية سبق بيعها في السوق الأولية، فالبايعون تحركهم دوافع شتى أهمها: تحقيق سيولة وأرباح على مستثمراتهم والمشترون تدفعهم الرغبة في الاستثمار في تلك الأوراق بغرض الاحتفاظ بها في المحفظة المالية لوقت لاحق.

ويلعب السوق الثانوي دوراً مهماً يمكن توضيحه فيما يأتي (Piére Vernimmen: 2000, p 8-9):

- يضمن السوق الثانوي السيولة للمستثمرين حيث أنه يسمح لحامل أصل مالي التخلي عنه بالبيع في أي وقت قصير دون فقدان قيمته وذلك لأن السوق المالي يلعب دور المشتري لكل بائع ودور البائع لكل مشتر، كما أن المستثمرين لا يحملون نفس الآراء والتوجهات.

- يضمن السوق الثانوي تقييم الأول، حيث أنه يحدد سعر إصدار الأصول المالية التي تود المؤسسات طرحها في السوق الأولى، لأن توظيفات المستثمرين تتوقف على الاستمرار في التوظيف الحالي أو التوجه إلى التوظيف الجديد المقترح، لذا يجب على المؤسسة حين تود إصدار أصول مالية جديدة الاهتمام بأسعار أصولها المالية في السوق الثانوي لأنها تعكس القيمة السوقية لهذه المؤسسة. ويكتسب السوق الثانوي أهمية مزدوجة لكل من المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، والمكتتبين في تلك الأوراق كما يلي (صلاح الدين حسن السيبي: دت، ص75):

- بالنسبة للمنشآت المصدرة؛ فإن سعر الورقة المالية سوف يتحدد وفقا للمعلومات المتاحة عنها، وبالتالي فإن أي إصدار إضافي للمؤسسة مستقبلا سوف يتم في السوق الأولى بسعر قريب جدا من السعر الذي تباع به في السوق الثانوي.

و أيضا سوف تتحدد تكلفة الأموال للمؤسسات التي تتداول أوراقها من خلال السوق الثانوي، فكلما زادت أسعار الأوراق المالية في السوق الثانوي كلما زادت حصيلة الإصدارات الجديدة في السوق الأولى وانخفضت تكلفة الأموال وزادت القيمة السوقية للمؤسسة ككل والعكس صحيح.

- وبالنسبة للمكتتبين؛ فإن السوق الثانوي يمارس دورا جوهريا في تخفيض وتوجيه الموارد المتاحة لهم، فهم عندما يشترون أسهم مؤسسة معينة يضحون بقيمة مشترياتهم الحالية في سبيل الحصول على عوائد مستقبلية، وبالتالي فإن المؤسسات التي تتوافر لها فرص استثمارية، ويعلم بها المتعاملون في السوق، سوف يتوافر لها فرص جيدة وملأمة لإصدار أسهم جديدة، وبيعها بأسعار مرتفعة نسبيا تقترب من قيمتها المحورية، مما يؤدي إلى زيادة حصيلة الإصدارات وانخفاض تكلفة الإصدار وكذا مزيدا من الارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، وزيادة إقبال الأفراد على الاكتتاب في أسهم مؤسسة يعد بمثابة شهادة أمان و ضمان للمقترضين، مما يزيد من مقدرة المؤسسة على الإقراض بشروط سهلة وميسرة نسبيا.

وباختصار يمكن تقديم خمسة مزايا للسوق الثانوية (محمد أيمن عزت الميداني: 1993، ص501-502) كما

يلي:

- إن وجود مكان محدد يجعل من السهل تنفيذ عمليات الشراء والبيع بكفاءة وتكلفة أقل، وبالتالي فإن السيولة التي تتحقق نتيجة تلك العمليات تجعل المستثمرين راغبين في قبول عائد قليل نسبيا على الأوراق المالية، وهذا معناه انخفاض تكلفة الأموال.

- إن عمليات البيع والشراء التي تتم يوميا هي بمثابة اختبار لقيم الأوراق المالية وهو ما يسهل عمليات التمويل والتوسع.



- يعتبر وجود سوق ثانوية نشطة وكفئة عاملا أساسيا في تطور السوق الأولية؛ حيث تجعل الإصدارات الجديدة أكثر قابلية للتسويق مما يخفض خطر ضمان هذه الإصدارات ويشجع على نمو بنوك الاستثمار.

- تمثل السوق الثانوية سلطة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة الشركات التي يجري تداول أوراقها المالية في البورصة، فالشركات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتشغيلية وتمويلية على مستوى عال من الكفاءة تحصل على نتائج أعمال مرضية، وترفع أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تكون نتائج أعمالها غير مرضية، فإن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.

- تساهم البورصة في تشجيع عملية الادخار والاستثمار في المجتمع وذلك بتجميع الادخارات الصغيرة وتحويلها إلى رؤوس أموال توفر للشركات التمويل اللازم لاستغلال فرصها الاستثمارية المنتجة، ويعتبر السوق الثانوي ذو كفاءة عالية إذ يمكن من توجيه رؤوس الأموال نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية وربحية، وهناك شرطان ضروريان لذلك؛ أولهما توفر المعلومات الضرورية عن الأوراق المالية التي يجري تداولها، بالإفصاح عنها ونشرها وتوصيلها إلى كافة المتعاملين في السوق بأقل تكلفة ممكنة، أما الشرط الثاني فهو أن تكون تكاليف المبادلات (عمولات الوساطة) منخفضة بحيث لا تقف عائقا أمام بيع وشراء الأوراق المالية حتى ولو كانت فرص الربح من التداول صغيرة (محمد أيمن عزت الميداني: 1993، ص 501-502).

### ثالثا: السوق الثالث:

يمثل السوق الثالث قطاعا من السوق غير المنظم، ويتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة وعلى استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، وهي تمارس دورا منافسا للمتخصصين من أعضاء السوق المنظمة، أما جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها والتي تديرها البنوك التجارية، هؤلاء العملاء الذين وجدوا في هذه السوق فرصة التفاوض في مقدار العمولة بل والحصول على تخفيض مغر بعكس ما هو موجود في السوق المنظمة، وهذا بالإضافة إلى شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المختصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة.

### رابعا: السوق الرابع:

يقصد بالسوق الرابع المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي

يدفعونها للسماسرة، وفي ظل هذه السوق تبرم الصفقات بسرعة أكبر، كما يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وبتكلفة أقل نظرا لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات. ويعتبر هذا التقسيم، الذي يعتمد أساسا على طبيعة المعاملات وكذا على المتدخلين في السوق، تقسيما يكاد يكون السائد في أغلب أنحاء العالم.

#### **البند الثاني: التقسيم حسب آجال العمليات:**

تقسم الأسواق المالية حسب آجال العمليات إلى: الأسواق النقدية وأسواق رؤوس الأموال.

#### **أولاً: السوق النقدية :**

تعرف السوق النقدية على أنها "السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية، وكذا من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة.

#### **ثانياً: سوق رؤوس الأموال:**

تسمى أيضا - للتدقيق - بسوق رؤوس الأموال طويلة الأجل تميزا لها عن سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل أو السوق النقدية التي سبق وأن تعرضنا لها، و على العموم يمكن القول أن سوق رؤوس الأموال هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، سواء كانت هذه الأوراق تمثل مستند ملكية كالأسهم أو تمثل مستند مديونية كالسندات (أحمد بوراس: 2002-2003، ص 73).

#### **البند الثالث: التقسيم حسب طبيعة المنتوجات المتداولة:**

تقسم الأسواق من منظور طبيعة المنتوجات المتداولة، التي قد تكون سلعا، قروضا أو أوراقا مالية إلى عدة أسواق فرعية أهمها:

#### **أولاً: بورصة السلع:**

تعرف هذه البورصة بأنها "جمعية من الأفراد أو الشركات التي تمنح سوقا حرة لبيع وشراء مختلف السلع بصفة تنافسية ودائمة كالحبوب، اللحوم، المعادن، الخشب، والأوراق المالية.

#### **ثانياً: أسواق الأوراق المالية:**

ويقصد بها تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات وفقا لقواعد خاصة بكل بلد على الرغم من أن المبادئ العامة متشابهة، وتمتاز أسواق الأوراق المالية بنفس الميزة الخاصة بسوق السلع من حيث طبيعة العمليات التي يمكن أن تجرى، حيث تكون على نوعين: العمليات الفورية والعمليات الآجلة، إذ تتم **العمليات الفورية** بالاتفاق على الصفقة، وبمجرد حصول الاتفاق يمكن للمشتري أن يستلم الأوراق محل الصفقة ويدفع ثمنها فورا، أما **العمليات الآجلة** فيتم الاتفاق فيها مسبقا على يوم التسليم وعلى سعر التبادل.

كما يمكن تقسيم هذه السوق إلى سوق حقوق الملكية أين يتم إصدار وتداول الأسهم، وكذا أسواق السندات أو السوق السندي<sup>(9)</sup> أين يتم إصدار وتداول السندات بيعا وشراء بين مختلف المتعاملين من المؤسسات المصدرة للسندات وبنوك الاستثمار من جهة في السوق الأولى وبين مختلف المستثمرين في السوق الثانوي.

### ثالثا: أسواق القروض:

تعتبر أسواق القروض وسيلة من وسائل الالتقاء بين الوحدات ذات الحاجة للتمويل الخارجي عن طريق القروض بمختلف آجالها وبين الوحدات ذات الفوائض المالية، ولما كانت القروض تقسم عادة إلى قروض قصيرة الأجل وقروض متوسطة وطويلة الأجل فإن الأسواق تقسم هي الأخرى إلى سوق القروض المتوسطة وطويلة الأجل وسوق القروض قصيرة الأجل.

### البند الرابع: التقسيم حسب المجال المغطى:

تقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى الأنواع التالية:

#### أولاً: الأسواق المالية الدولية :

الأسواق المالية الدولية هي أسواق تنشأ فيها وتتم عمليات التبادل والتداول والتصفية للديون والأصول النقدية والمالية، المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة. وكما هو الشأن بالنسبة للأسواق المالية المحلية فإن أسواق رؤوس المال الدولية تنقسم هي الأخرى إلى عدة أنواع وفروع من أهمها ما يلي:

#### 1- سوق النقد الدولية:

لقد عرفت هذه السوق على أنها مجموعة الصفقات التجارية والمالية قصيرة الأجل التي تتم بواسطة العملات الصعبة خارج بلدان إصدارها.

#### 2- سوق رأس المال الدولية:

تعرف سوق رأس المال الدولية على أنها السوق التي يقوم فيها المقرضون والمستثمرون بعرض قروض مالية متوسطة وطويلة الأجل مقابل الحصول على أصول مالية يعرضها المقرضون أو حاملوها الأصليون.

و تنقسم سوق رأس المال الدولية إلى:

#### 1-2- سوق الإقراض المصرفي بالعملات الأجنبية: ينظر إلى سوق الإقراض المصرفي بالعملات

الأجنبية على أنها تلك السوق التي تتولى منح القروض متوسطة وطويلة الأجل على المستوى العالمي.

---

<sup>9</sup> سوف يتم التطرق للسوق السندي في العنصر الموالي.

**2-2- سوق السندات الدولية :** تعتبر سوق السندات فرعاً من فروع سوق رؤوس الأموال الدولية، حيث يتم فيها تداول السندات الدولية التي تمثل ديناً على المصدر لها، وهي تصدر بعملة غير عملات الدول التي تتداول فيها، وتعتبر السندات المصدرة بالدولار الأمريكي والمباعة في الأسواق الأوروبية أحسن مثال على ذلك، ومن ناحية أخرى تعد السندات الدولية وسيلة من وسائل جلب رؤوس الأموال من دول أخرى بغرض تمويل المشروعات إذ تتراوح مدة استحقاقها من 10 إلى 15 سنة، وبالتالي تعتبر وسيلة تمويل طويلة الأجل، وعلى هذا الأساس تم إنشاء هيئة دولية لإصدار وتسويق تلك السندات عبر كل دول العالم تعرف باسم "syndicat" و التي تقوم كذلك بشراء السندات التي لم تباع في السوق حتى توفر لها السيولة اللازمة.

**2-3- سوق الأسهم الدولية:** تشبه الأسهم الدولية الأسهم العادية الأخرى في كونها تمثل حق ملكية المستثمر أو حاملها لجزء من رأس مال الشركة المصدرة لها، وذلك على عكس السندات الدولية، حيث تتم عملية إصدار هذه الأسهم من قبل شركة معينة في بلدان غير البلد الأصلي لها، أما عملية التوزيع فتقوم بها هيئة دولية مكونة من بنك ومؤسسات مالية متخصصة. ومن هنا فإنه ينظر إلى سوق الأسهم الدولية على أساس أنها وسيلة أخرى من وسائل التمويل التي تستطيع بواسطتها الشركات، خاصة ذات المركز المالي الجيد، الحصول على الأموال الضرورية لإنشائها وتوسعها من بلدان أجنبية، مع إتاحة فرصة التملك لتلك الأطراف الأجنبية التي وظفت أموالها في شراء أسهم دولية.

#### **2-4 - السوق الدولية للقسيماات وسندات الخزينة:**

تعتبر القسيماات وسندات الخزينة أدوات مالية متشابهة إلى حد ما إذ تمثل ديناً على المؤسسة المصدرة لها، وبذلك فهي تضمن وسيلة من وسائل التمويل قصير الأجل، هذا بالإضافة إلى أنه يمكن تداولها في السوق النقدية.

فالقسيماات الدولية هي عبارة عن أوراق مالية تقوم المؤسسات بإصدارها بالاستعانة بمجموعة من البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة من أجل ضمان مصدر من مصادر التمويل قصير الأجل من خلال السوق النقدية.

أما سندات الخزينة فهي أيضاً عبارة عن أوراق مالية قصيرة الأجل تستطيع من خلالها المؤسسات المصدرة لها الدخول إلى السوق النقدية بغرض تأمين الحصول على ما تحتاجه من مصادر التمويل قصير الأجل على فترات شبه منتظمة خلال السنة وحسب الحاجة، أضف إلى ذلك أن سندات الخزينة أصبحت تسمح بتمويل قصير الأجل فيما بين المؤسسات نفسها دون المرور بالنظام النقدي والمالي.

بعبارة أخرى، تسمح هذه السندات بقيام الشركات التي تتمتع بفائض في السيولة بإقراض تلك الشركات التي في حاجة إلى تمويل قصير الأجل، أو التي تسجل عجزا في الخزينة.

### ثانيا: أسواق المال الإقليمية:

يقصد بأسواق المال الإقليمية تلك التي يشترك في التعامل فيها عدة دول تربطها روابط جغرافية أو تاريخية أو مصيرية، كما هو الحال بالنسبة للدول الأوروبية أو الدول العربية مجتمعة أو البعض منها؛ كدول الخليج أو الدول المغاربية، أو غيرها من الاتحادات القائمة.

### ثالثا: أسواق المال المحلية:

هي الأسواق المالية والنقدية التي تقوم بتمويل منشآت الأعمال العامة والخاصة، وكذا تغطية العجز الحكومي وذلك داخل الحدود الجغرافية للدولة الواحدة، وهي وسيلة تستطيع من خلالها المؤسسات العمومية والخاصة وكذا الحكومة إصدار وتداول الأوراق المالية المختلفة بحسب رغبتهم واحتياجاتهم للأموال، أوراق ملكية، دين، أوراق قصيرة الأجل أو متوسطة وطويلة الأجل.

خلاصة القول أن التقسيمات المختلفة والمتعددة للأسواق المالية من شأنها أن تساعد وتفيد الكثير من المتعاملين الاقتصاديين من عارضين وطالبن لرؤوس الأموال والسلع في التوجه إلى السوق المناسبة للتزود بما يحتاجونه من سلع وأدوات مالية أو من خلال عرضها، فمثلا إذا كانت هناك مؤسسة في حاجة إلى تمويل احتياجاتها الاستغلالية فإنها تتجه إلى السوق النقدية للحصول على أدوات مالية قصيرة الأجل بينما لو كانت هذه المؤسسة في حاجة إلى تمويل استثمارات جديدة أو تمويل متطلبات التوسع فإنها تعتمد على استخدام الأدوات المالية طويلة الأجل، وبالتالي التوجه إلى سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، والملاحظ أن السوق السندي يشكل بديلا تمويليا للعديد من المؤسسات خاصة في البلدان النامية أين الأسواق المالية حديثة النشأة، وهو ما يقودنا إلى التساؤل عن ماهية هذا السوق، ومختلف العمليات التي تتم فيه وهذا ما سنحاول التطرق إليه فيما سيأتي.

### المطلب الثالث: السوق السندي:

تحتل سوق الأوراق المالية أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية، أين تساعد على انسياب الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز مباشرة دون وساطة مالية.

إن تعدد الأدوات المالية التي تتيحها أسواق الأوراق المالية، جعلها تنقسم إلى سوق أسهم وسوق سندات أو السوق السندي، وكلاهما يوفر للوحدات ذات العجز المالي من مؤسسات عامة وخاصة أو الدولة تمويل طويل الأجل، لكن على هذه الوحدات المفاضلة بين هذين البديلين لسوق الأوراق المالية وفق ما يتماشى و طبيعتها واحتياجاتها، وإمكانياتها المالية، وأثر اختيار هذا البديل التمويلي على مردوديتها. ويشكل السوق السندي بديلا تمويليا مغريا للعديد من المؤسسات، كما تعتبر الدولة أكبر

متدخل في السوق نظرا لحاجتها الدائمة للأموال وعدم إمكانية إصدارها للأسهم، لذا لا بد من تحديد موقع السوق السندي من السوق المالي، وبالخصوص من سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال التطرق أولا إلى مفهومه وكذا مختلف المفاهيم والمصطلحات المرتبطة به، لننتقل ثانيا إلى مختلف العمليات التي تتم في السوق السندي.

### الفرع الأول: السوق السندي مفاهيم ومصطلحات:

يحتل السوق السندي أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية ويلعب دورا مهما في تمويل الوحدات ذات الحاجة للتمويل سواء كانت الدولة أو المؤسسات العمومية والخاصة. والسوق السندي هو ذلك القسم من السوق المالي الذي يتم فيه إصدار وتداول السندات بيعا و شراء بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين.

ويمكن إيجاز خصائص السوق السندي فيما يأتي (Lawrance Gitmen et autres :2005,p446):

- السوق السندي هو سوق تفاوض (Gré a Gré)، أين السندات المسعرة في السوق المنظم تشكل نسبة قليلة من إجمالي السندات المصدرة، حيث نجد سنة 2003م 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.

## CAISSE NATIONAL DES AUTOROUTES

- يتميز السوق السندي بأهمية بالغة، وقد شهد تطورا كبيرا مقارنة بسوق الأسهم، نظرا لأن الدولة تعتبر أكبر وأهم متدخل فيه، وقد شهد العالم سنة 2003م 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 السندات الجديدة سنة 2003م في حين أن السوق السندي الأوروبي شهد في نفس العام إصدار سنديا جديدا بحوالي 1560 مليار دولار، أما في السوق السندي الآسيوي فقد تم إصدار حوالي 30 مليار دولار من السندات الجديدة (Lawrence Gitman et autre :2005,p 446).

وتعتبر السندات حق دين، وتتمثل في انقسام ( تجزئة) قرض إلى أقسام متساوية، تصدر من طرف المؤسسات الخاصة والعمومية وكذلك الدولة. وبالتمعن في الشكل رقم (9) يمكن استخراج المفاهيم التالية:

الشكل رقم (9): سند

Gérée par la Caisse des Dépôts et Consignations

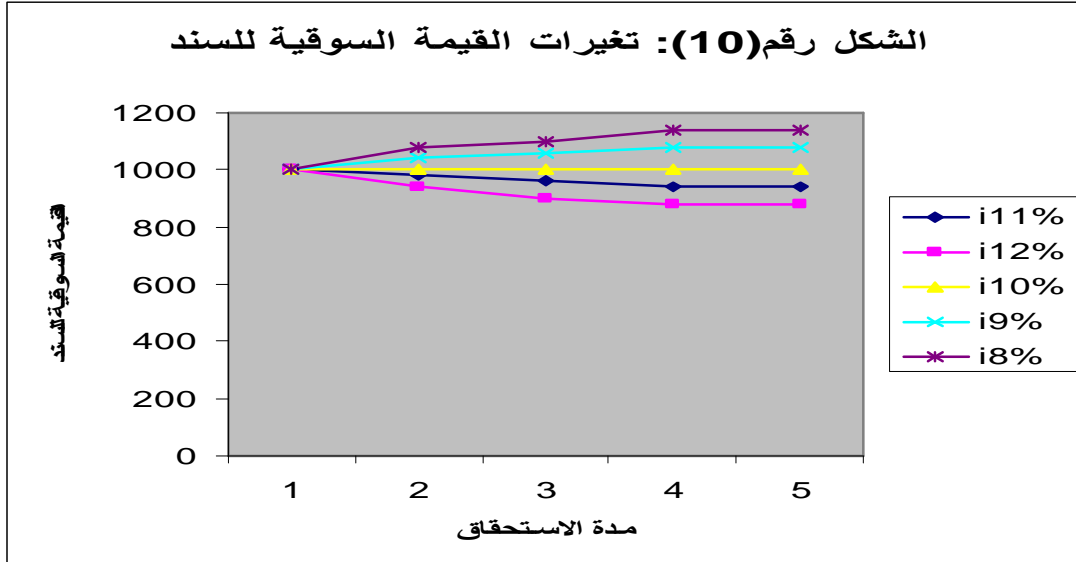
Emprunt à taux Fixe: 1.5 milliard de Francs soit 300000 obligation de 5000 F Emprunt assimilable à l'emprunt 9.90 % Du 31 Août 1987 Prix d'émission: 4996 F	Emprunt Février 1988 Emprunt à taux Fixe: 1.5 milliard de Francs soit 300000 obligation de 5000 F  Prix d'émission: 4950 F  1 <sup>er</sup> Coupon payable le 22 février 1989
Taux nominal: <b>9.90 %</b> Taux	
De rendement	
Actuarial brut: <b>9.56 %</b> Durée: 14 ans et 206 jours. Amortissement en trois tranches. Egales en 2000.2001.2002.	Le taux d'intérêt annuel sera égal à la moyenne arithmétique des taux moyens mensuels de rendement des emprunts d'Etat à long termes (TME) établis par la Caisse des Dépôts et Consignation pour les douze mois se terminant le 31 janvier précédant le paiement du coupon, diminué d'une marge de 0.60% l'an. Marge actuarielle: moins 0.46%, calculée sur la base d'un TME constant de 9.78%.

Source: Josette Peyrard : 1988, P69

- **القيمة الاسمية:** يقسم القرض السندي إلى أقسام متساوية، وتبلغ عادة 1000 دينار أو مضاعفتها، وهذه هي القيمة الاسمية أو الأصلية للسند، والتي تكتب عليه، وتستخدم كأساس لحساب العائد أو الفوائد المسددة (Pierre Vernimmen: 2000, P455).
- **قيمة الإصدار أو سعر الإصدار:** هي القيمة التي تتداول بها السندات في السوق الأولي. (Josette Peyrard : 1988, P 70)
- وتجدر الإشارة إلى أنه هناك عدة حالات حيث:
  - إذا كان سعر الإصدار مساويا للقيمة الاسمية؛ نكون في حالة إصدار **Au Pair**.
  - أما إذا كان سعر الإصدار أقل من القيمة الاسمية؛ نكون في حالة إصدار **En dessous du Pair**.
- كما يمكن تمييز عدة علاوات نذكر منها :
  - \* **علاوة الإصدار:** علاوة غير متكررة تكون مرة واحدة عند الإصدار، أين يكون سعر الإصدار أقل من القيمة الاسمية، وتكون عند المنافسة الشديدة.
  - \* **علاوة التسديد:** يحصل عليها المستثمر عند التسديد بأكبر من القيمة الاسمية رغم أن القيمة الاسمية وسعر الإصدار متساويان.
- كما أنه يمكن الجمع بين علاوتي الإصدار والتسديد عندما يكون سعر الإصدار أقل من القيمة الاسمية أما التسديد فيتم بأعلى من القيمة الاسمية.
- والتساؤل المطروح بعد عرض هذين المفهومين هو: هل للسندات قيمة سوقية ؟
- **القيمة السوقية للسندات:** وهي ذلك السعر الذي يتم تسجيله نتيجة لآخر معاملة في البورصة على هذا السند، وهذا السعر يتغير بشكل كبير وسريع نتيجة لخضوعه لقانون العرض والطلب.

تداول السندات في السوق السندي وتكتسب قيمة سوقية ترتبط بمستوى سعر الفائدة السائد في السوق مقارنة بسعر الفائدة المحمول فيه السند، و تتأثر القيمة السوقية للسندات بعدة عوامل نذكر منها (Gérard Marie henry:1999, p 32):

- القيمة السوقية للسندات تتغير في اتجاه معاكس لتغير سعر الفائدة في السوق، فإذا ازداد سعر الفائدة السائد في السوق تتراجع القيمة السوقية للسندات نظرا لأن المستثمر يتوقع عائدا أقل، أما إذا انخفضت أسعار الفائدة السائدة في السوق فإن قيمة السندات ترتفع لأن المستثمر يتوقع عائدا أكبر.
  - تتأثر السندات سلبا بالتضخم، لأنه عادة ما يؤدي التضخم إلى زيادة أسعار الفائدة السائدة في السوق وبالتالي تتراجع القيمة السوقية لتدفع المسدد ومن انخفاض القيمة السوقية للسندات.
  - تزداد درجة عدم التأكد كلما زادت أو تعاطمت مدة استحقاق السندات أين يصبح المستثمر يخشى عسر أو إفلاس مصدر هذه السندات وعدم قدرته على تسديد الفوائد أو أصل القرض في نهاية المدة، مما يؤدي بالمشتري المطالبة بعائد أكبر هذا من جهة، ومن جهة أخرى تتراجع القيمة السوقية لهذه السندات كلما زادت درجة عدم التأكد لزيادة خطر عدم السداد.
- و لتوضيح سلوك القيمة السوقية للسند نورد الشكل الموالي:



معدل الفائدة الحالي 8% (TRA) القيمة السوقية لسند يسدد au pair عندما يكون معدل الكبون 10% و 8% TRA  
 القيمة السوقية لسند يسدد au pair عندما يكون معدل الكبون 10% و TRA  
 10% معدل الكبون  
 القيمة السوقية لسند يسدد au pair عندما يكون معدل الكبون 10% و TRA  
 12% i12%

source: Lawrence Gitman et autres :2005,p 445

و يظهر الشكل سلوك القيمة السوقية للسند، حيث أن السند - و في التقطيع المقبل، و الذي يوافق زمن تقطيع الكبونات- سوف يباع (يشترى) بقيمته الاسمية عندما يكون سعر الفائدة السائد في



السوق مساو لمعدل الكبون (حالة معدل الكبون 10 ٪ و معدل الفائدة 10 ٪)، أما إذا انخفضت (ارتفعت) أسعار الفائدة في السوق فإن القيمة السوقية للسند ترتفع (تنخفض) أما إذا اقترب موعد استحقاق السند، فإن القيمة السوقية تقترب من سعر السداد، و تستقل تماما عن مستوى أسعار الفائدة في السوق.

- **سعر الفائدة أو معدل الفائدة:** تلتزم الجهة المصدرة للسندات بدفع مبلغ معين لحملة السندات خلال فترات محددة، هذا المبلغ ينسب إلى القيمة الاسمية للسندات للتوصل إلى ما يعرف بمعدل الفائدة على السندات (محمد صالح الحناوي: 2005، ص 226).

- **الكبون:** هو القسيمة التي ترفق كل سند، ويقدمها حامل السند في فترة استحقاق الفوائد المتفق عليها للحصول على الفائدة أو العائد، حيث أن:

$$\text{قيمة الكبون } R = \text{القيمة الاسمية للسند } N \times \text{سعر الفائدة الاسمية للسند } I$$

$$R = N \times I, I = R / N \text{ (Josette Peyrard : 1988, p69)}$$

وتجب الإشارة إلى أن هناك سعرين للفائدة، الأول وهو سعر الفائدة الاسمي؛ وهو ذلك السعر المحمول في الورقة، والثاني هو سعر الفائدة الحقيقي أو معدل العائد الحقيقي؛ وهو ذلك السعر أو المعدل الذي يعبر في لحظة معينة عن عائد الاستثمار في هذا السند اعتمادا على سعر الفائدة المركبة. ويمكن الحصول عليه من خلال المساواة بين القيمة الحالية للسند مضافا إليها القيمة الحالية للسند عند C، مع القيمة الحالية للفوائد المستقبلية التسديد.

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{Ri}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n}$$

حيث: N : القيمة الاسمية للسند.

R : العائد أو قيمة الكبون.

C : القيمة الحالية للسند أو القيمة السوقية للسند.

n : مدة حياة السند.

i : معدل العائد الحقيقي، ويساوي كذلك تكلفة الفرصة البديلة بالنسبة للمستثمر، والتي تسمى

بتكلفة التفریط في الاستثمار.

ويتوقف قرار الاستثمار على معدل العائد الحقيقي، فإذا كان معدل العائد الحقيقي أكبر من السائد

في السوق يقبل المستثمر على شراء هذه السندات أما إذا كان معدل العائد الحقيقي أقل من المعدل

السائد في السوق فإن المستثمر يتخلى عن الاستثمار في هذه السندات.

- **مدة حياة السند La durée de vie de l'obligation:** وهي المدة التي تفصل بين تاريخ

الإصدار وتاريخ الاستحقاق، أما إذا تم إصدار القرض السندي على عدة مراحل، نتكلم هنا على مدة

الحياة المتوسطة والتي تساوي متوسط مدة حياة كل مرحلة من القرض السندي أي:

( Pierre Vernimmen : 2000, p 456 )

$$\sum_{i=1}^n \frac{\text{عدد السندات المسددة خلال المدة}}{\text{إجمالي عدد السندات}} = \text{مدة الحياة المتوسطة للقرض السندي}$$

حيث أن  $i$ : السنوات المتغيرة.

$n$ : إجمالي السنوات.

- **مدة نضج السند La maturité de l'obligation** : هي المدة من تاريخ الحيازة إلى تاريخ الاستحقاق.

- **استهلاك القرض السندي**:<sup>(10)</sup>

إن استهلاك القروض السندية أو السندات هي أن تقوم الجهة المصدرة للسندات برد قيمة السندات إلى حامليها وفقا لشروط الإصدار المنصوص عليها، أين يتم تسديد القرض السندي بقيمته الاسمية أو بأكثر من القيمة الاسمية وهناك القروض السندية غير قابلة للاستهلاك؛ حيث يتم تسديد إيرادات دائمة ومستمرة لحامل هذه السندات سنويا ولمدة غير منتهية (Josette Peyrard : 1988, p70).

### الفرع الثاني: أدوات السوق السندي:

تتمثل أدوات السوق السندي في السندات، والتي يمكن تقسيمها إلى أنواع عديدة و ذلك استنادا إلى معايير مختلفة منها: معيار الضمان، معيار جهة الإصدار، و معيار الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكين.

#### البند الأول: تقسيم السندات حسب معيار الضمان:

تقسم السندات حسب معيار الضمان إلى سندات مضمونة بأصول وسندات غير مضمونة.

#### أولا: سندات مضمونة بأصول عينية:

حيث ينص عقد إصدارها على تخصيص أصول عينية كمقابل لإصدار هذا النوع، هذه الأصول تكون ضمانا لأصحاب السندات، حيث أنه في حالة عدم التزام المؤسسة المصدرة بسداد حقوقهم أو عند تصفيتها يقوم أصحاب هذه السندات بالتصرف في هذه الأصول لأجل تحصيل مستحقاتهم، ويوفر هذا النوع من السندات لحامله الحماية، حيث يشترط على المؤسسة المصدرة عدم رهن الأصول المرهونة لدى حملة السندات الأولى مرة أخرى، وإذا قامت المؤسسة بإصدار آخر بضمان نفس الأصول فإن

<sup>10</sup> سوف يتم التطرق لهذا العنصر بأكثر تفصيل في العنصر الموالي.

حقوق حملة هذه السندات الجديدة يأتي في المرتبة الثانية إذ لا يمكنهم استفاء حقوقهم إلا إذا تحصل حملة السندات القديمة على حقوقهم كاملة.

**ثانياً: سندات غير مضمونة:**

في هذه الحالة لا توجد أصول عينية تمثل ضماناً لأصحاب السندات، بل إن الضمان هنا هو إجمالي أصول المؤسسة.

**البند الثاني: تقسيم السندات حسب معيار جهة الإصدار:**

تنقسم السندات حسب هذا المعيار إلى:

**أولاً: السندات الحكومية:**

تلجأ الحكومات في بعض الحالات إلى إصدار صكوك مديونية متمثلة في السندات أو ما يماثلها (أذونات الخزينة و هي أوراق مالية تصدر عن الخزينة العمومية لمدة قصيرة لا تتعدى 30 يوماً) بهدف الحصول على موارد مالية إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو تمويل مشاريع ذات منافع اجتماعية كالمدراس و المستشفيات، أو بهدف مواجهة التضخم، أما بالنسبة لمدة هذه السندات فهي عادة ما تكون طويلة جداً حيث تصل إلى 30 أو 40 سنة.

أما في الدول التي تأخذ بالنظام المحلي قد لا يقتصر حق إصدار تلك الأوراق على الحكومات المركزية إذ قد يمارس نفس الحق أيضاً بواسطة الحكومات المحلية، و بأخذ الو.م.أ مثلاً عن هذا يمكن أن نميز بين نوعين من السندات:

**1 - السندات التي تصدرها الحكومة المركزية:**

يمكن تصنيف الأوراق التي تصدرها الحكومة المركزية إلى:

**1-1 - السندات الادخارية:**

هي سندات غير قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو بالتنازل كما لا يجوز لحاملها رهنها لصالح الغير أي أنها سندات اسمية، كما أنها لا تباع إلا للأفراد الذين يمكنهم شراؤها في حدود مبلغ أقصى، و عادة ما ينقسم هذا النوع في الولايات المتحدة الأمريكية إلى قسمين؛ الأول يعرف بسلسلة E و الذي لا تلتزم فيه الخزينة بدفع الفوائد لحملة هذه السلسلة إلا عند تاريخ الاستحقاق، أما الثاني فيعرف بالسلسلة H، و التي تلتزم فيه الخزينة بدفع الفوائد كل ستة أشهر، و يتغير معدل فائدتها وفقاً لتغير سعر الفائدة الخاص بالسندات الأخرى التي تصدرها الخزينة العمومية (جبر محفوظ: 2002، ص 63-64).

**1-2 - السندات التي تصدر عن البنك المركزي و فروعها:**

ويتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة من خلال سمسرة و تجار الأوراق المالية، و تتميز هذه السندات مقارنة بسابقتها في أن العائد الخاص بها لا يقتصر فقط على معدل الفائدة المحدد بل يتضمن كذلك الأرباح الرأسمالية التي يمكن تحقيقها.

### 1-3- الإصدارات الخاصة:

و التي تصدرها وزارة الخزانة الأمريكية، ولكنها لا تباع للجمهور بل تباع إلى المنظمات الحكومية التي لديها أموال فائضة و ترغب في استثمارها كصناديق الضمان الاجتماعي و صناديق المعاشات ... الخ.

بالإضافة إلى هذا فإنه يمكن اعتبار إصدارات خاصة تلك السندات التي تصدرها بعض الهيئات التابعة للحكومة المركزية كالبنك الفيدرالي لقروض الإسكان، وتحمل هذه السندات معدل عائد أكبر من معدل عائد السندات الحكومية الأخرى نظرا لتمتع هذه الهيئات باستقلال الشخصية المعنوية، و بالتالي هناك احتمال تعثرها في سداد قيمة أو فوائد هذه السندات في مواعيد الاستحقاق.

### 2- السندات التي تصدرها الحكومة المحلية:

على غرار الحكومة المركزية فإن القانون الأمريكي يمنح الحكومات المحلية الحق في الاقتراض من خلال إصدار سندات تتفاوت من حيث القيمة الاسمية، تاريخ الاستحقاق، معدلات الفائدة، وقد تكون هذه السندات لحاملها كما قد تكون سندات اسمية (نادرا).

وعادة ما ينظر للاستثمار في هذه السندات على أنه ينطوي على مخاطر أكبر من تلك التي ينطوي عليها الاستثمار في السندات التي تصدر عن الحكومة المركزية، وذلك بسبب أن عائد السندات الصادرة هذه الأخيرة يكون دائما معفى من الضرائب، هذا بالإضافة إلى مخاطر التوقف عن الدفع أو مخاطر تأجيله تعتبر معدومة، حيث يمكن للحكومة المركزية زيادة مواردها المالية لمواجهة خدمة الدين عن طريق إصدار المزيد من النقود أو عن طريق التوسع في فرض ضرائب جديدة، أما الحكومات المحلية فليس من حقها إصدار النقود كما أن قدرتها على فرض ضرائب جديدة عادة ما تكون محدودة، لذلك يتم إعفاؤها من الضريبة التي تفرضها الحكومة المركزية، غير أن هذا الإعفاء يقتصر فقط على العائد المتمثل في الفوائد دون أن يمتد إلى الأرباح الرأسمالية التي يمكن أن تنتج عن بيع تلك السندات.

### 3- سندات منشآت الأعمال:

تعتبر السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقترض) و المستثمر (المقرض)، و بموجب هذا الاتفاق يقرض المستثمر مبلغا معيناً للمؤسسة التي تتعهد برد أصل المبلغ و الفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة.

وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض كرهن لبعض الأصول الثابتة ضمانا للسداد، كما قد يقتضي شروطا لصالح المقرض كتمديد قيمة القرض.

### البند الثالث: تقسيم السندات حسب معيار الحقوق و الامتيازات:

يعد هذا المعيار الأكثر تداولاً كما أن مجموع الأنواع التي تتحدد بموجبه تعد الأكثر انتشاراً أو استعمالاً في الأوساط المالية، مما يجعلنا نولي له اهتماماً أكبر، ومن أهم هذه الأنواع نذكر:  
**أولاً: سندات المشاركة في الأرباح:**

يمنح هذا النوع من السندات المستثمر الحق في الحصول على جزء من أرباح المؤسسة إضافة إلى الفوائد الدورية التي يحصل عليها، بمعنى آخر؛ إضافة إلى الفوائد المحددة دورياً يشارك حمله هذا النوع من السندات المساهمين العاديين في الأرباح القابلة للتوزيع وفقاً لشروط محددة مسبقاً.  
**ثانياً: السندات المؤشرة:**

السندات المؤشرة هي السندات التي يكون معدل فائدتها أو سعر سدادها أو العنصرين معا يتغيران تبعاً لمؤشر محدد، والغرض من هذه السندات هو المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند. أما عن المؤشرات المستعملة فهي متعددة فقد يكون المؤشر مستوى أسعار التجزئة أو مستوى أسعار الجملة أو غيره من المؤشرات (أحمد بوراس: 2002-2003، ص28).

### ثالثاً: السندات ذات قسيمات الاكتتاب:

السندات ذات قسيمات الاكتتاب عبارة عن سندات تسمح لصاحبها بالاكتتاب في أسهم و سندات تصدرها المؤسسة، وذلك خلال فترة معينة وبسعر محدد مسبقاً عند الإصدار، و يرتبط بهذا النوع من السندات قسيمات اكتتاب تعطي الحق في الاكتتاب سواء في سهم و/أو عدة أسهم أو في سند و/أو عدة سندات، هذه القسيمات قابلة للتداول بصفة مستقلة عن السندات و بحسب نوع الورقة المالية التي يمكن الاكتتاب فيها بواسطة هذه القسيمات فإن هذا النوع من السندات ينقسم إلى:

#### 1- السندات ذات قسيمات الاكتتاب في السندات OBSO:

تعطى هذه السندات لصاحبها الحق في الاكتتاب مستقبلاً في سند و/أو سندات إضافية وذلك من خلال القسيمة المرتبطة بها ويكون معدل الفائدة الخاص بهذا النوع من السندات أقل من معدل الفائدة السوقي (Josette peyrard: 1998, p32)، ذلك أنه أمام صاحب هذه السندات فرص تحقيق أرباح مستقبلاً تعوضه عن انخفاض معدل عائدها مقارنة بالسندات العادية، كما أن انخفاض هذا المعدل يكون في صالح المؤسسة المصدرة كونه يحملها تكلفة أقل.

#### 2 - السندات ذات قسيمات الاكتتاب في الأسهم (OBSA) :

هي عبارة عن سندات مرفقة بقسيمة أو عدة قسيمة تسمح لصاحبها الاكتتاب في سهم أو عدة أسهم تصدرها المؤسسة، و الجدير بالذكر أن صاحب السند في هذه الحالة غير مجبر على الاكتتاب بل له الخيار بين البقاء ضمن دائني المؤسسة أو التحول إلى صاحب حق ملكية فيها. وتتميز قسيمة الاكتتاب في الأسهم بـ (J.Teulie ,P.Topsacalian :1994,p249-250) :

- **سعر الممارسة:** هو السعر الواجب دفعه من طرف صاحب القسيمة أو القسيمة وذلك في مقابل اكتساب سهم جديد للمؤسسة المصدرة، و يتم تحديد هذا السعر مسبقا في عقد الإصدار.
- **معدل الاكتتاب (تكافؤ الاكتتاب):** يدل هذا المعدل على عدد الأسهم الجديدة التي يحق للقسيمة الواحدة الاكتتاب فيها، أو عدد القسيمة المطلوبة لأجل الاكتتاب في سهم جديد واحد.
- **فترة حياة القسيمة:** وتمثل الفترة التي يمكن خلالها ممارسة حق الاكتتاب.

#### رابعاً: السندات القابلة للتحويل:

السندات القابلة للتحويل هي سندات تعطي لصاحبها الحق الاختياري في تحويل السند أو السندات التي تكون بحوزته إلى سهم أو مجموعة أسهم، وتتم عملية التحويل وفقا لشروط محددة مسبقا وخلال فترة زمنية معينة منصوص عليها في عقد الإصدار (منير إبراهيم هندي:1998، ص33). وعادة ما تكون هذه السندات قابلة للاستدعاء و ذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم عادية، وبالطبع لا يتوقع أن يتم استخدام شرط التحويل إلا عندما تكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء.

#### خامساً: السندات منعدمة الدخل:

المؤسسة التي تصدر هذا النوع من السندات لا تدفع الفوائد عليها خلال فترة حياة السند ولا يعني ذلك أنها معفية من دفع هذه الفوائد، وإنما يتم تسديد قيمة السند مع الفوائد المتركمة دفعة واحدة عند نهاية مدة القرض السندي، ويتلقى صاحب السند علاوة تسديد معتبرة عند تاريخ التسديد. ويتميز معدل فائدة هذا النوع من السندات بأنه مرتفع نسبيا وذلك لكونه مؤجل الاستحقاق.

#### سادساً: السندات ذات الدخل:

يتماشى هذا النوع من السندات مع احتياجات البنوك الإسلامية، إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها المؤسسة أرباحا، ومع ذلك فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح، وذلك من أرباح سنة لاحقة، كما قد ينص على ضرورة قيام المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عند حلول تاريخ استحقاقها، إضافة إلى ذلك فقد ينص العقد على أن يكون لحامل السند الحق في طلب تحويل السندات إلى أسهم عادية (منير إبراهيم هندي:1998، ص33).

#### سابعاً: السندات المسددة بواسطة أسهم أو شهادات الاستثمار:

لا يتم تسديد قيمة السند في هذه الحالة نقدا وإنما تقدم لصاحب السند أو السندات عند تاريخ الاستحقاق مجموعة أسهم أو شهادات استثمار مقابل المبلغ المستحق على المؤسسة.

#### ثامنا: السندات منخفضة الجودة:

وتسمى أيضا السندات الرديئة، وقد استحدثت في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس مال المؤسسة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق، وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفة بقدر كبير من المخاطر.

#### تاسعا: السندات ذات المعدل المتحرك:

استحدث هذا النوع من السندات في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، مما ترتب عليه انخفاض القيمة السوقية لها، وخاصة منها طويلة الأجل، الأمر الذي أدى إلى إلحاق خسائر رأسمالية كبيرة جدا بحملة هذه السندات، وعادة ما يتحدد لتلك السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر، على أن يعاد النظر فيه دوريا كل نصف سنة بهدف تعديله ليتلاءم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق، وقد وجد هذا النوع من السندات من أجل المحافظة على مصالح كل المؤسسات المصدرة لها و كذا جمهور المستثمرين فيها.

#### البند الرابع: أنواع أخرى للسندات:

توجد أنواع أخرى للسندات تجمع بين خصائص الأسهم و خصائص السندات، نذكر من بينها ما

يلي:

#### أولا: سندات المساهمة:

تعد سندات المساهمة وسط بين الأسهم و السندات، و هي عبارة عن سندات دين قابلة للتداول لا يتم الوفاء بقيمتها إلا عند تصفية المؤسسة، و هذا بعد الوفاء بكامل الحقوق والديون الأخرى كما يمكن أن يشترط عقد الإصدار الوفاء بقيمة سندات المساهمة بعد انقضاء أجل لا يقل عن 5 سنوات ابتداء من تاريخ الإصدار (المادة 715 مكرر 76 من القانون التجاري).

وينقسم عائد هذا النوع من الأوراق المالية إلى قسمين جزء ثابت و آخر متغير؛ القسم الثابت يتحدد بموجب عقد الإصدار أما القسم المتغير فيكون تابعا لمستوى نشاط المؤسسة أو استنادا إلى حجم النتائج المحققة. ما يميز مكافئة هذا النوع من السندات هو اعتبارها كأعباء للدورة المعنية شأنها في ذلك شأن

الفوائد على القروض ( J.Teulie.P.Topsacalian :1994,p232 ).

ليس لحامل سند المساهمة الحق في التصويت إلا أن المشرع الجزائري يمنح لجماعة حاملي سندات المساهمة عدة صلاحيات تسمح لهم بالمشاركة في تسيير المؤسسة و من بين هذه الحقوق نذكر (المادة 715 مكرر 78-80 من القانون التجاري):

- الاجتماع لاستماع تقرير مسيري الشركة الخاص بالسنة المالية المنصرمة و تقرير مندوبي الحسابات حول حسابات السنة المالية و العناصر المستعملة لتحديد عائد سندات المساهمة.
- حضور جماعة حاملي سندات المساهمة جمعيات المساهمين و إمكانية استشارهم في جميع المسائل المدرجة في جدول الأعمال باستثناء المسائل المتعلقة بتوظيف مسيري الشركة و إقالتهم.
- إمكانية الاطلاع على وثائق الشركة حسب الشروط المطلوبة بالنسبة للمساهمين.

#### ثانيا: السندات الثانوية:

السندات الثانوية أو التابعة هي نوع من أنواع السندات لا يتم الوفاء بها إلا بعد تسديد باقي الدائنين الآخرين (ماعدا حاملي سندات المساهمة) و يميز بين نوعين من الأوراق المالية هما:

#### 1- السندات الثانوية ذات الأجل غير المحدد (TSDI):

تقترب هذه الأوراق أكثر من الأموال الخاصة باعتبار أنها ليست قابلة للاسترداد إلا عند تصفية المؤسسة، كما تأخذ مكافئة هذا النوع شكل فائدة سنوية عادة ما تفوق فائدة السندات العادية و ذلك نظرا لتحمل عاملها مخاطر أكبر.

#### 2 - السندات الثانوية القابلة للتسديد (TSR):

يميل هذا النوع من الأوراق المالية إلى القروض أو السندات باعتباره يمثل دينا يستحق خلال فترة محددة، ولتشجيع الاكتتاب في الأوراق المالية الثانوية يتم سن عدة إجراءات نذكر منها

(J.Teulie.P.Topsacalian :1994,23) :

- إدراج عملية إعادة التغطية "re packaging" القاضية بتحويل المدة غير المحددة إلى مدة معلومة مما أدى إلى ظهور نوع جديد من الأوراق المالية (TRDIR).

- خلق أوراق مالية ثانوية قابلة للتحويل إلى أسهم و التي لا تختلف عن السندات القابلة للتحويل سوى في ترتيب الاستحقاق.

#### الفرع الثالث: عمليات السوق السندي :

يعتبر السوق السندي مكان التقاء بين المؤسسات المقترضة أو المصدرة للسندات والمستثمرين. وتختلف العمليات التي تتم على السندات من مرحلة إلى أخرى فمن إصدار السندات في السوق الأولي إلى تداولها في السوق الثانوي، ثم إنهاء عملية القرض السندي عن طريق تسديده أو استدعائه أو



تحويله إلى أسهم لذا ارتأينا التطرق إلى مختلف العمليات التي تتم على السندات انطلاقاً من إصدارها إلى غاية نهايتها.

### البند الأول: إصدار السندات:

يعتبر إصدار السندات صناعة خدمية تمويلية واسعة الانتشار تنظمها القوانين المختلفة محلياً وعالمياً (عبد الغفار حنفي: 2003، ص 292).

ومن المعروف أن عملية إصدار قرض سندي معين تتم مرة واحدة فقط أما إذا أراد مصدر قرض سندي إصدار قروض سنديّة أخرى تحمل نفس مواصفات القرض السندي الأول (نفس مدة الحياة، نفس الكبون، نفس تاريخ الاستحقاق، نفس سعر الاسترجاع، نفس الضمانات...) فإنه يمكن الجمع بينها في قرض سندي واحد يحمل المبلغ الإجمالي عوض إصدار عدة قروض سنديّة وهذا ما يعرف بمحاكاة القروض أو تجميع القروض "Assimilation d'emprunts" (Pierre Vernimen: 2000, p459).

وتقدم عملية تجميع القروض السنديّة عدة مزايا نذكر منها (Pierre Vernimen :2000 , p 459-460):

- تقليص مصاريف تكاليف التسيير، نظراً لوجود قرض سندي واحد مجمع.
- زيادة السيولة في السوق الثانوي، مما يسمح بتقليص التكلفة، لأن المستثمرين سوف يطالبون بمعدل فائدة منخفض.

- إن القروض السنديّة المجمعة تحمل نفس المواصفات عدى مبلغ الإصدار وهو ما يجعلها مطابقة لشروط السوق السندي مما يوفر الوقت ويخفض تكلفة البحث على أن يضم الإصدار الأول بندا ينص على إمكانية التجميع للقرض السندي الأول مع قروض سنديّة أخرى في المستقبل. ويشترك في صناعة السوق السندي عدة أطراف نذكر منها (عبد الغفار حنفي: 2003، ص 292-293):

#### أولاً: المستثمر:

وهو الجهة التي تقوم بشراء السندات، وتحمل مخاطر الإصدار مباشرة، وتتمثل في المؤسسات الاستثمارية، شركات التأمين، صناديق المعاشات، الصناديق المتخصصة، البنوك التجارية والمركزية و الأفراد.

#### ثانياً: المصدر:

وهو المقرض الذي يجب أن يتمتع بموقف مالي جيد يطمئن إليه المستثمر لتوقيع اتفاقية شراء السندات، إلى جانب تمتعه بشخصية سيادية اعتبارية مستقلة.

#### ثالثاً: صانع السندات:

ويمثل الجهة التي تقوم بالترويج للسندات من خلال تقديم عروض أفضل في سعر الشراء والبيع، مما يساهم في توفير درجة سيولة في السوق السندي.

**رابعاً: السمسار:**

فرد أو مؤسسة يعد بمثابة وكيل ينوب عن صانع السوق في بيع وشراء السندات، ويمد المستثمر بالآلية التي تمكنه من الدفع المباشر للمقترض (المصدر).

**خامساً: المضارب أو المتعامل:**

فرد أو مؤسسة تلعب دوراً رئيسياً في بيع وشراء السندات.

**سادساً: المنظم:**

وهو المسؤول عن تنظيم وضمان اكتتاب إصدار السندات مقابل أتعاب يحصل عليها، وتتمثل أهم اختصاصاته فيما يلي:

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

**سابعاً: مؤسسات التقييم:**

وهي الجهة المختصة بتقييم السندات، وظهر تقييم السندات منذ 1909 بالولايات المتحدة الأمريكية على يد "جون مودي". و توجد حالياً أربع وكالات للتقييم في الولايات المتحدة الأمريكية وهي:

- Moody's Investors Service: Moody's .

- Standard et Poor's .

- duff et Phelps credit rattsg : duff et Phelps .

- Setp Fitch investor Service Company: Fitch .

ويقوم التقييم على تقدير خطر إفلاس المصدرين أو المقرضين ولا يتضمن الأخطار الأخرى.

( Gérard Marie Henry: 1999,P 33 ) .

**البند الثاني: تسعير السندات :**

يسمح السوق السندي ببيع وشراء السندات بمختلف أنواعها، وذلك بعد أن يتم تسعيرها في السوق الأولي والثانوي، وهو ما سوف يتم توضيحه فيما سيأتي:

#### أولاً: تسعير السندات في السوق الأولي :

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 (عبد الغفار حنفي: 2003 ، ص297):

- تحديد الجهة المسؤولة عن إدارة السندات، هامش الربح المطلوب للمستثمر فوق معدل سعر الفائدة على السندات الحكومية (المعروف كنقطة إرشادية لتحديد العائد)، و لتحديد ذلك يتم إجراء دراسة مقارنة للسندات الجاري تداولها في السوق.
- يتم تحديد مستويات الرسوم التي تسدد للبنك.
- يتم احتساب العائد الخاص بالمستثمر بعد إجراء التسويات بين تكلفة العائد و الرسوم التي تسدد للبنك.
- يتم احتساب قيمة الكوبون الخاصة بالسند وفقاً لسعر الإقفال منسوباً لمعدل الربحية المطلوب للمستثمر.

#### ثانياً: تسعير السندات في السوق الثانوي:

يتم التعبير عن سعر السند في السوق السندي كنسبة مئوية من القيمة الاسمية، إذ يتم إرجاع قيمة السند إلى الأساس 100% (Pierre Vernimen : 2000,p458) ، ومن ثمة إذا أردنا الحصول على قيمة السند يتم ضرب النسبة في القيمة الاسمية. إن التعبير عن قيمة السندات بهذه الطريقة يسهل المقارنة بين مختلف السندات، وحتى تتم هذه المقارنة بشكل صحيح لابد من عدم إدماج قيمة الكوبونات لذا يتم الإعلان عن قيمة السندات في النشرات دون إدراج الفوائد المستحقة منذ آخر تقطيع للكوبون، (sans le coupon couru depuis le dernier détachement) إذ يتم دفع قيمة السند إضافة إلى الفوائد المستحقة تناسباً مع المدة.

وفي الأخير يمكن الإشارة إلى أنه لا يمكن اتخاذ قرار تداول السندات، سواء في السوق الأولي أو الثانوي إلا بمراعاة عاملين أساسيين هما: معدل (المردود) العائد الحقيقي وهامش الربح المطلوب على الاستثمار، وهو ما سيتم التطرق إليه فيما سيأتي.

#### ثالثاً: معدل العائد الحقيقي:

هو المعدل الذي يعبر في لحظة معينة عن عائد الاستثمار في هذا السند اعتمادا على سعر الفائدة المركبة.

ويمكن الحصول عليه من خلال مساواة القيمة الحالية للسند  $C$  ، مع القيمة الحالية للفوائد المستقبلية مضاف إليها القيمة الحالية للسند عند التسديد.

$$C = \sum_{t=1}^n \frac{Ri}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n}$$

حيث:  $N$ : القيمة الاسمية للسند.

$R$  : العائد أو الكوبون

$C$  : القيمة السوقية أو الحالية للسند.

$n$  : مدة حياة السند.

$i$  : معدل المردود الحقيقي، ويساوي كذلك تكلفة الفرصة البديلة بالنسبة للمستثمر

و التي تسمى بتكلفة التفريط في الاستثمار.

ويعتبر هذا المعدل بالنسبة للمستثمر مشتري السند بمثابة معدل المردودية الذي يتوقعه، إذا احتفظ بالسند إلى تاريخ استرجاعه لكل الفوائد وأصل السند، وأن هذه الفوائد المسددة يعاد استثمارها بنفس هذا المعدل.

أما عند عدم احتساب تكاليف الوساطة والاقتطاع الضريبي فإن هذا العائد الخام يمثل بالنسبة للمكتسبين أو المستثمرين مردودا حقيقيا قبل ضريبة التوظيف، أما بالنسبة للمصدرين فهو يعد تكلفة حقيقية قبل ضريبة الاقتراض، ومن هنا فإن المستثمرين يطالبون بمعدل عائد حقيقي يأخذ في الحسبان مصاريف الوساطة وقيمة الاقتطاع الضريبي أما المصدرون فيعتبرون أن هذه التكلفة الحقيقية الخام للقروض السندية سوف تزداد بعلاوات الوساطة كما أن الاقتطاعات الضريبية تشكل للمؤسسات المصدرة وفر ضريبي مما يقلل من التكلفة الفعلية للقرض السندي (Pierre Vernimmen:2000 ,p457) .

رابعا: هامش الربح المطلوب على الاستثمار "SPREAD":

هو الفارق بين معدل مردود القرض السندي ومعدل المردود المرجعي في السوق السندي، وعادة ما يؤخذ معدل مردود السندات التي تصدرها الدولة كمعدل مرجعي باعتبارها من السندات ذات النوعية الجيدة، نظرا لخلوها تماما من المخاطر . (Pierre Vernimmen: 2000 ,p458)

ويتوقف هامش الربح المطلوب على الاستثمار على تصنيف السندات، كما أنه يعتبر معياراً أساسياً لتقييم السندات، والمفاضلة بينها، فمثلاً يتم الاختيار أولاً بين الفئات التي تصنف فيها السندات، وعند تحديد الفئة يتم لاحقاً التفضيل أو الاختيار على أساس هامش الربح المطلوب على الاستثمار.

#### **البند الثالث: إنهاء عملية القرض السندي:**

يجب أن توضح نشرة الاكتتاب، كيفية إنهاء عملية القرض السندي سواء بتقديم طريقة استهلاكه، أو عن طريق استدعائه قبل أن يحين موعد اهتلاكه نهائياً، أو تحويله إلى أسهم وفقاً لمعيار معين، وهذا ما سيتم التفصيل فيه فيما سيأتي:

#### **أولاً: استهلاك القرض السندي:**

إن استهلاك القرض السندي هو أن تقوم الجهة المصدرة للسندات برد قيمة السندات إلى حاملها وفقاً لشروط السداد المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب عند إصدارها.

ويجب أن توضح الجهة المصدرة في نشرة الاكتتاب ما إذا كانت بصدد تسديد أو استهلاك القرض السندي دفعة واحدة، أو عن طريق عدة دفعات وهذا ما يتطلب تحديد تواريخ كل دفعة وكيفية السداد لذلك نميز حالتين هما:

#### **1- استهلاك القرض السندي دفعة واحدة آخر المدة:**

ويتم بموجب هذه الطريقة الوفاء بقيمة السندات المصدرة مرة واحدة في نهاية مدة القرض على أن تلتزم الجهة المقترضة بدفع الفوائد السنوية نهاية كل سنة، وتحسب هذه الفوائد على مبلغ القرض الكلي على أن يتم تسديد القرض واهتلاكه دفعة واحدة في نهاية المدة وتلجأ المؤسسات إلى هذا النوع من الاستهلاك للسندات إذا استنتجت أنه بإمكان استثمار أموالها في معدلات تفوق معدل فائدة السندات المصدرة.

وحتى يتسنى للجهة المقترضة أن تهلك القرض نهاية المدة فإنها تقوم بتشكيل احتياطي سنوي لمواجهة الاهتلاك خلال المدة، على أن تبلغ جملته القيمة الاسمية لمجموع السندات أي القيمة الاستهلاكية للسندات.

و ينصح باستعمال هذه الطريقة عندما يتوقع ارتفاع أسعار الفائدة، بعدما يتم إصدار القرض السندي.

#### **2- استهلاك القرض السندي بأقساط متساوية:**

وفق هذه الطريقة تكون الأقساط التي تلتزم بها الجهة المصدرة سنوياً متساوية، ويكون كل قسط من الفوائد المستحقة عن السنة والاستهلاك السنوي أو الجزء المستهلك من القرض والذي يساوي عدد السندات المستهلكة مضروباً في القيمة الاسمية للسند في حين أن القسط السنوي يتم احتسابه وفقاً للعلاقة التالية:

القسط السنوي = القيمة الحالية لمبلغ القرض  $\times [i^N(A-1)]/1$   
أي: أن القسط السنوي = القيمة الحالية لمبلغ القرض  $\times i^N(A-1)$

حيث:  $i$ : معدل الفائدة الاسمي.

$N$ : مدة القرض.

$A^N$ : القيمة الحالية لوحدة نقد واحدة خلال  $N$  سنة بمعدل فائدة  $i$  (وفق الجدول المالي رقم 2)

ثانياً: استدعاء السندات:

تتفاوت تواريخ استحقاق السندات، فقد تكون قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، هذا وقد تشترط المؤسسة المصدرة للسندات أن يكون لها الحق في استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق أي إعادة شرائها وقد تلجأ المؤسسة المصدرة إلى مثل هذه الشروط إذا ما انخفضت أسعار الفائدة في السوق مقارنة بما كانت عليه عند إصدار السندات، وحينئذ تقوم المؤسسة باستدعاء السندات القديمة وإصدار سندات أخرى بديلة بمعدل أقل يتناسب مع مستويات الفائدة السائدة. ولتعويض حامل السند عن المخاطر التي ينطوي عليها حق الاستدعاء، فعادة ما ينص على أن قيمة الاستدعاء أكبر من القيمة الاسمية للسند، هذا الفرق يطلق عليه اسم علاوة الاستدعاء (أحمد بوراس: 2002-2003، ص 19).

إن قرار استدعاء سندات وإعادة تمويله بإصدار جديد يجب أن يتخذ على ضوء تحليل الربحية المحققة من هذه العملية، ويمكن معالجة هذا القرار وكأنه قرار موازنة رأسمالية بين مجمل الإنفاقات النقدية وما يقابلها من التدفقات النقدية، فالإنفاقات النقدية الخارجة تتمثل في علاوة استدعاء الإصدار القديم ونفقات الإصدار الجديد، أما التدفقات النقدية الداخلة فتتمثل في وفورات في تكاليف الفائدة السنوية المحققة نتيجة الإصدار الجديد، أي الفرق بين نتيجة الإصدار القديم والجديد. وبخصم التدفقات النقدية بتكلفة الاقتراض للمؤسسة وحساب صافي القيمة الحالية يمكن تحديد جدوى استدعاء وإعادة تمويل إصدار سندات (محمد أيمن عزت الميداني: 1993، ص 508، 507).

ثالثاً: تحويل السندات إلى أسهم:

إن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم هي تلك السندات التي يستطيع حاملها استبدالها بأوراق مالية أخرى خاصة بأسهم عادية لنفس الشركة وبذلك يصبح من ملاكها، أي من بين مساهميها العاديين، له نفس الحقوق وعليه نفس الواجبات، و تتم هذه العملية وفقاً لشروط محددة مسبقاً وخلال فترة زمنية معينة منصوص عليها في عقد الإصدار. وبهذا يمكن لحملة هذا النوع من السندات الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل المؤسسة لتدهور طويل نسبياً، والتحول إلى مساهم والحصول على أرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية.

ولا يتم توقع استخدام شرط التحويل إلا عندما تكون قيمة التحويل أعلى من القيمة السوقية الحالية في تاريخ الإصدار.

وتتميز القروض السندية القابلة للتحويل بالخصائص التالية (عبد الغفار حنفي: 2003، ص306):

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

- فيما يتعلق بالفترة التي يتم خلالها استبدال القرض السندي بعدد من الأسهم محددة في نشرة الإصدار ولا يجوز تعديلها، فقد تكون هذه الفترة تساوي مدة القرض أو خلال فترة أقل من ذلك. على العكس بالنسبة لكيفية استبدال القرض السندي بأسهم قد تعدل الشروط خلال مدة القرض، ولكن لا يجوز إجراء هذه التعديلات إلا إذا أجرت المؤسسة تعديلات على رأس مالها بعد إصدار القرض السندي ويجب أن ينص على ذلك في نشرة الإصدار و عن الأسلوب الذي يتبع لإحداث هذا التغيير.

- فترة أو مدة التحويل: تحدد المدة التي يمكن خلالها تقديم السندات للمبادلة بأسهم وقد لا يتم التحويل خلال العامين الأول والثاني أو الثلاث أعوام الأخيرة من مدة القرض، لذا على الشركة أن تحدد بوضوح الفترة التي يتم خلالها التحويل إلى أسهم.

- معدل التحويل: بمعنى عدد السندات التي يجب إعادتها إلى المؤسسة المصدرة للقرض مقابل الحصول على سهم، ومن الناحية التحليلية لمدى جدوى تحويل السندات إلى أسهم فإن العملية يمكن النظر إليها من زاويتين؛ تتمثل الأولى في عدد الأسهم التي من الممكن أن تمنح نظير سند واحد، أما الثانية فتتمثل في وجهة النظر العكسية، أي عدد السندات التي من الممكن أن تلغى نظير سهم واحد. ففي الحالة الأولى نقصد بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل، أي عدد الأسهم العادية مقابل كل سند قابل للتحويل، وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل، إذ يتمثل سعر التحويل في القيمة الاسمية للسند القابل للتحويل مقسوما على معدل التحويل (أحمد بوراس: 2002-2003، ص 25).

ولتقييم إمكانية أو فرصة التحويل لابد من معرفة الفرق بين القيمة السوقية للسندات التي تم تحويلها إلى أسهم والقيمة السوقية للأسهم التي يمكن الحصول عليها نتيجة التحويل، ومن هنا يمكن استنتاج أن القيمة الاسمية للأوراق المالية في حد ذاتها ليست معيارا للمقارنة، وذلك بالرغم من أنه في الوقت الذي قد يكون للقيمة الاسمية للسند معنى معين، نظرا لأنه غالبا ما يتم السداد بهذه القيمة في تاريخ استحقاق هذه السندات، من هنا فإن القيمة الاسمية للسهم ليست كذلك، وهذا يعني أن إمكانية التحويل لا تتم إلا على أساس السوق، أي قيمة هذه الأوراق المالية في البورصة.

وكي يتسنى لنا تقييم عملية التحويل يجب استخدام مفهومين أساسيين في التحليل، وهما مكافئ التحويل ومحصلة التحويل.

نقصد بمكافئ التحويل أو مناظر التحويل قيمة السهم الذي يتم الحصول عليه ومبادلته بعدد من السندات، وهو ما يعني مقارنة القيمة السوقية للسندات التي تعطي الحق في سهم بالسعر السوقي للسهم، حيث يتوقف هذا المكافئ على سعر التحويل وسعر السند (عبد الغفار حنفي: 2003، ص309).  
بمعنى آخر نجد أن:

$$\text{مكافئ التحويل} = \text{سعر التحويل} \times \text{سعر السند}.$$

$$= \text{عدد السندات التي تعطي الحق في سهم} \times \text{القيمة الاسمية للسند} \times \text{السعر السوقي للسند}.$$

أما محصلة التحويل فتقيس صافي المكاسب أو الخسائر التي يمكن أن يتحصل عليها حامل السند من عملية التحويل (عبد الغفار حنفي: 2003، ص309).

وتتوقف المحصلة النهائية للتحويل على مكافئ التحويل وسعر السهم، حيث يمكن حسابها كالتالي:

$$\text{محصلة التحويل بسهم} = \text{سعر السهم} - \text{مكافئ التحويل}.$$

فإذا كانت النتيجة موجبة فإن المستثمر سوف يحقق أرباحاً بمقدار هذه النتيجة، أما إذا كانت سالبة فإنه سوف يتحمل الخسائر.

و يعاب على تحويل السندات إلى أسهم زيادة عدد الأسهم العادية مما قد يعرض الملاك القدامى (حملة الأسهم العادية القديمة) لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم التي يمتلكونها، إلا أنه يمكن إرضاء هؤلاء المساهمين وتعويضهم جزئياً عن الانخفاض الذي يمكن أن يطرأ على ربحية السهم نتيجة لزيادة عدد الأسهم، بزيادة ربحيتهم عن طريق زيادة صافي الربح المتاح للتوزيع، حيث لم تعد هناك فوائد تدفع لحملة السندات التي تم تحويلها إلى أسهم عادية، بمعنى آخر أنه يمكن للمؤسسة أن تعوض النقص الذي قد يطرأ على ربحية السهم من المبلغ الذي كان من المفروض أن يدفع في صورة فوائد إلى حملة السندات هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن التخلص من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت يترتب عليه انخفاض المخاطر المالية التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية، ويؤدي ذلك إلى تحسن القيمة السوقية للأسهم العادية وهو ما يعوض الملاك القدامى ولو جزئياً عن الانخفاض الذي يمكن أن يلحق بالقيمة السوقية لأسهمهم نتيجة زيادة عدد الأسهم العادية.

ولا تقتصر عيوب السندات القابلة للتحويل إلى أسهم على انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية بالنسبة للمساهمين القدامى، إذ أن هناك مخاطر أخرى قد تتمثل في احتمال عدم ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي لمستوى يشجع المستثمرين على التحويل خلال الفترة المتوقعة، وقد يفهم هذا الحدث من قبل المتعاملين في السوق على أنه مؤشر انخفاض مستوى أداء المؤسسة عما كان



متوقعا، الأمر الذي يترك أثرا غير مرغوب فيه على قدرة المؤسسة على حصول على موارد مالية لتمويل بعض الفرص الاستثمارية المتاحة مستقبلا.

وتكمن الميزة الأساسية للسندات القابلة للتحويل إلى أسهم في تكلفة هذا النوع من التمويل، إذ أن معدل الفائدة على هذا النوع من التمويل أقل من تلك الخاصة بالقروض السندية العادية المصدرة بواسطة نفس المؤسسة، وهو عنصر لا ينبغي إغفاله، وعلى هذا يمكن تلخيص عدة مزايا أخرى فيما يلي (عبد الغفار حنفي: 2003، ص322):

- طالما أن القرض السندي لم يتم تحويله إلى أسهم فإن الفوائد تعد مصروفا لغاية الضرائب، أي تحقق وفرا ضريبيا للمؤسسة، وبمقارنته بالتمويل عن طريق زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم، نجد أن التكلفة الظاهرة والضمنية لهذا الأخير أكبر من تكلفة القرض السندي القابل للتحويل إلى أسهم، ويرجع ذلك للناحية القانونية التي تحكم كل نوع من التمويل.
- القرض السندي القابل للتحويل إلى أسهم يمكن المؤسسة فيما بعد من إصدار أسهم بسعر أعلى من السعر الذي تحدده في حالة الزيادة المباشرة لرأس المال، وتؤدي هذه الخاصية إلى تخفيض ملموس في التكلفة الظاهرة لأموال الملكية حتى لو حدث التحويل خلال فترة تالية، مما يعني أن القروض السندية القابلة للتحويل إلى أسهم تظل أقل تكلفة من الزيادة المباشرة في رأس المال.
- التحويل بمعنى استبدال المديونية بحق الملكية، لكن لا يترتب على ذلك أي تدفق نقدي داخلي للمؤسسة، وأيضا انخفاض الأعباء التي يمكن أن تواجهها المؤسسة لسداد هذا القرض السندي إذا تم تحويله إلى أسهم عادية.
- مما سبق يتبين أن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم تختلف تماما عن السندات ذات الحق في شراء أسهم المؤسسة، إذ أن هذه الأخيرة عبارة عن قرض تصدره المؤسسة بمعدل فائدة، وله تاريخ محدد لسداده، مع حق شراء عدد من أسهم المؤسسة أو حصص الملكية الأخرى خلال فترة محددة وبسعر محدد مقدما، حيث ينص على هذه الشروط في نشرة الإصدار.
- وكما هو معروف أن حاملي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم لا يمكنهم الحصول على عدد من الأسهم إلا عند التحويل، أي عندما تقدم السندات لاستبدالها بأسهم، وعند هذه اللحظة فإن المؤسسة تسدد بالكامل القرض السندي مقابل قيمة هذه السندات المقدمة للاستبدال، وهذا يعني أن التحويل لا ينفصل عن السند لأنه يمثل حق حامل السند في استرداد قيمته مقابل أسهم المؤسسة، وعلى العكس فإن السند المتضمن حق شراء عدد من أسهم المؤسسة يسمح لحامله شراء عدد معين من الأسهم بسعر محدد مسبقا دون أن يفقد وضعه كدائن.
- ويسمى عادة حق شراء عدد من أسهم المؤسسة بـ "WARRANT" فهذا الحق قابل للتداول في

بورصة الأوراق المالية حيث يمكن فصله عن السند فهو في شكل قسيمة مرفقة به، وعند ممارسة هذا الحق فإنه يجب على المؤسسة مقابل إعادة هذه القسيمة ودفع السعر المحدد، أن تسلم لحامل حق الشراء عددا من الأسهم المتفق عليها، ومن ثم تبقى السندات متداولة حتى تاريخ استحقاق القرض السندي، أي أن الممارسة تتم على حق الشراء وليس على السندات.

و بالنسبة للقرض السندي القابل للتحويل إلى أسهم فإن فترة التحويل يحتمل أن تكون أقل من أو تساوي مدة القرض السندي، ولكن لا تمتد لفترة أكبر من ذلك، أما بالنسبة للسندات ذات الحق في شراء عدد من أسهم المؤسسة فإن هذه الفترة قد تكون أقل، تساوي أو أكبر من مدة القرض السندي.

يعتبر السعر الذي يدفعه حامل السند لشراء السهم من العوامل الأساسية ويسمى بسعر ممارسة الحق، حيث يجب أن يحدد بشكل واضح في نشرة الإصدار، فقد تذكر المؤسسة أن هذا السعر يتزايد بنسبة معينة سنويا، وذلك بهدف تحفيز وتشجيع حاملي هذه الحقوق على ممارستها في أقرب فرصة، أما إذا أصدرت المؤسسة أسهم جديدة بسعر أقل من سعر ممارسة الحق فإن ذلك يضر بمصلحة حاملي هذه الحقوق كما هو الحال في حالة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم حيث يجب حماية حاملي هذه الحقوق، إذا ما حدث انخفاض في القيمة، رغم أن ذلك ليس شرط قانونيا ولكنه شرط ضروري لضمان الاكتتاب في القرض السندي.

والملاحظ أن سعر ممارسة الحق يدفع نقدا عند ممارسة حق الشراء، وإذا كانت نشرة الإصدار تنص على إمكانية إيداع عدد من السندات مقابل قيمة هذا الحق، ففي هذه الحالة فإن ممارسة هذا الحق تماثل تماما عملية تحويل السندات إلى أسهم حيث يصبح مساهما بعد ذلك.

أما إذا تم دفع قيمة هذا الحق نقدا فإن السندات تبقى متداولة وهذا يعني أن حامل السند لا يفقد صفته كدائن للمؤسسة، وبصفة عامة قد يترك أسلوب السداد إلى حامل السند.

**خلاصة:**

تعد عملية التمويل محركا أساسيا لنشاط المؤسسة الاقتصادية، لذا تسعى هذه الأخيرة ومن خلال وظيفة الإدارة المالية إلى توفير ما تحتاجه من أموال.

تعدد البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية، و باعتماد معيار الملكية يمكن التمييز بين نوعين أساسيين : التمويل بالأموال الخاصة بنوعيه الداخلي والخارجي عن طريق إصدار الأسهم، والتمويل عن طريق الاستدانة سواء عن طريق القروض المصرفية، إصدار القروض السندية أو التمويلات المتخصصة.

كما أن تطور المحيط المالي الحديث، والانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي الذي يتميز بالتمويل المباشر، أدى إلى تباين خصائص مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، وشروط الحصول عليها، مما يفرض على الإدارة المالية للمؤسسة ضرورة المفاضلة بينها.

غير أن لجوء المؤسسة إلى السوق المالي لتمويل حاجاتها طويلة الأجل يفرض عليها الاختيار بين بديلين أساسيين، إما التمويل عن طريق إصدار الأسهم أو السندات، وهو ما يقودنا إلى طرح التساؤل التالي: هل التمويل عن طريق إصدار السندات هو أفضل بديل تمويلي للمؤسسة ؟ وهذا ما يشكل محور بحثنا في الفصل الثاني.

# الفصل الثاني:

تمويل المؤسسة الاقتصادية عن طريق السوق السندي

المبحث الأول: العوامل المؤثرة على قرار تمويل المؤسسة الاقتصادية عن

طريق السوق السندي:

المطلب الأول: تأثير تكلفة الأموال على قرار التمويل عن طريق

السوق السندي

المطلب الثاني: تأثير الرفع المالي والمخاطرة على قرار التمويل عن

طريق السوق السندي.

المبحث الثاني: تأثير الاقتراض السندي على المؤسسة:

المطلب الأول: القرض السندي في المؤسسة.

المطلب الثاني: تأثير السوق السندي على القيمة السوقية للمؤسسة.

المطلب الثالث: النظريات البديلة لقرار التمويل عن طريق السوق

السندي.

## الفصل الثاني: تمويل المؤسسة الاقتصادية عن طريق السوق السندي:

### تمهيد:

بعدما تم التطرق في الفصل الأول إلى مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، وكذا تحديد موقع السوق السندي من أسواق العمليات المالية، سنتناول في الفصل الثاني تمويل المؤسسة عن طريق السوق السندي، أين سنقسم هذا الفصل إلى مبحثين:

- المبحث الأول: سنتناول فيه العوامل المؤثرة على قرار تمويل المؤسسة عن طريق السوق السندي من خلال التطرق إلى تأثير تكلفة الأموال على قرار التمويل عن طريق السوق السندي، وكذا تأثير الرفع والمخاطرة على هذا القرار.

- المبحث الثاني: سنخصصه لتأثير السوق السندي على قيمة المؤسسة أين نتطرق في العنصر الأول منه إلى القرض السندي في المؤسسة، ثم تأثير السوق السندي على القيمة السوقية للمؤسسة، وأخيرا سنتعرض إلى النظريات البديلة لقرار التمويل عن طريق السوق السندي.

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

إن عمل المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر التمويل فحسب بل يقع على عاتقه أيضا أن يحصل عليها بأفضل الشروط، وأن يعد المزيج التمويلي المناسب.

وتحظى نسبة التمويل عن طريق القروض السندية 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 المؤسسة.

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 - يعادل على الأقل تكلفة الأموال - ينبغي رفضه.

الفرع الأول: تكلفة الأموال والعوامل المؤثرة عليها:

البند الأول: مفهوم تكلفة الأموال:

تتمثل تكلفة الأموال في تكلفة المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي، وتعرف تكلفة الأموال على أنها: "الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة، وتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي إلى سوء الحالة المالية للمؤسسة" (عبد الغفار حنفي، رسمية رستم: 2002، ص 326).

وتتطلب دراسة تكلفة الأموال - لأغراض القرارات المالية - التمييز بين المفاهيم التالية للتكلفة:

#### أولاً: التكلفة المستقبلية والتكلفة التاريخية:

من المعروف أن التكلفة التي يستند إليها في مجال اتخاذ القرارات هي تكاليف المستقبل، لهذا فإن تكلفة الأموال التي يستند إليها في اتخاذ القرارات المالية هي تكاليف الإضافة اللاحقة في رأس المال، وليست السابقة على الأموال التي تم الحصول عليها في الماضي، فعلى سبيل المثال عند اتخاذ قرارات بإنفاق استثماري تتم المقارنة بين معدل العائد الداخلي المتوقع للاقتراح والتكلفة المتوقعة للأموال المستخدمة في تمويل هذا الاقتراح، حيث أنه عند وضع هيكل رأس المال فإن المؤسسة تهدف إلى تخفيض تكلفة الأموال المستقبلية إلى أدنى حد ممكن وليست التكاليف السابقة، ومع ذلك يبقى للتكاليف التاريخية دوراً هاماً من حيث مساهمتها في التنبؤ بالتكاليف المستقبلية وفي تقييم الأداء الفعلي (سمير محمود عبد العزيز: 1997، ص 292).

#### ثانياً: التكلفة النوعية والتكلفة المشتركة:

إن تكلفة كل عنصر من رأس المال مثل الأسهم العادية والممتازة والقروض السندية... إلخ تعرف بالتكلفة النوعية للأموال، ويستخدم هذا المفهوم لتوضيح أنه لقبول أو رفض الاقتراحات الاستثمارية فإن ربحيتها يجب أن تقيم على أساس تكلفة مختلفة تعتمد على المصادر المالية المحددة والمستخدم في تمويلها (سمير محمود عبد العزيز: 1997، ص 293).

#### ثالثاً: التكلفة المتوسطة والتكلفة الحدية:

تمثل التكلفة المتوسطة للأموال التكلفة التي تهدف المؤسسة إلى تخفيضها إلى أدنى حد ممكن عن طريق التخطيط السليم لهيكل رأسمالها، وهي عبارة عن المتوسط المرجح بأوزان تكاليف كل عنصر من رأس المال الذي سيتم توظيفه، وبصفة عامة فإن متوسط تكلفة الأموال يظل ثابتاً إلى أن يتم استنفاد أموال المؤسسة الداخلية بالكامل وبعد ذلك يبدأ متوسط التكلفة في التغير إذا ما لم يتم الحصول على كميات متزايدة من الأموال الخارجية.

أما التكلفة الحدية فهي التكلفة المتوسطة للأموال الجديدة أو الإضافية التي تحصل عليها المؤسسة (سمير محمد عبد العزيز: 1997، ص 294).

#### رابعاً: التكلفة الظاهرة والتكلفة الضمنية:

تعرف التكاليف الظاهرة لأي نوع من الأموال بأنها معدل الخصم الذي يساوي الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة من الأموال الإضافية المستخدمة في تمويل الاقتراح الاستثماري وبين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الإضافية الخارجة قد تتمثل في مدفوعات الفوائد، وسداد أصل القرض أو نصيب الأسهم من الأرباح، وتستخدم المعادلة العامة

التالية لحساب التكلفة الخاصة لرأس المال (سمير محمد عبد العزيز: 1997، ص 294):

$$IO = \frac{O_1}{(1+k)} + \frac{O_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{O_n}{(1+k)^n}$$

$$IO = \sum_{t=1}^n \frac{O_t}{(1+k)^t}$$

حيث أن:

O = صافي التدفقات الداخلة من الفترة IO

n = التدفقات النقدية الخارجة في الفترات 1، 2، ...، Ot

= التكلفة الظاهرة لرأس المال k.

للتدفقات النقدية TIR ومن المعادلة السابقة يتضح أن التكلفة الظاهرة هي معدل العائد الداخلي للفرصة التمويلية (سمير محمد عبد العزيز: 1997، ص 294).

أما التكلفة الضمنية فتتأ عندما تكون أمام المؤسسة مجموعة من الاستخدامات البديلة للأموال الإضافية، فالتكلفة الضمنية هي تكلفة الفرصة البديلة، وهي معدل العائد على الاستثمارات الأخرى المتاحة أمام المؤسسة بالإضافة إلى الاستثمار الذي تم أخذه في الاعتبار لهذا يمكن تعريف التكلفة الضمنية بمعدل العائد الخاص بأفضل فرصة استثمارية للمؤسسة، وبصفة عامة يمكن القول أن للأرباح المحتجزة تكلفة فرصة بديلة أو تكلفة ضمنية تتمثل في استثمار المساهمين لهذه الأرباح بدلا من توزيعها عليهم، ومع ذلك فإن للأشكال الأخرى من التمويل تكاليف ضمنية طالما كانت مستثمرة، ولو أن الاتجاه العام يسير نحو تحديد التكاليف الظاهرة فقط (سمير محمد عبد العزيز: 1997، ص 296).

## البند الثاني: العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال:

### أولاً: العوامل العامة:

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المؤسسة بالأموال (ملاك ودائنين) الحصول على عائد يكفي للتعويض عن حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق منافع حاضرة نظراً 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 تعويضاً 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 جزءاً من تكلفة أي مصدر تمويل - على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، والعكس صحيح (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 524).

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 جزءاً إضافياً 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 ينبغي أن يكفي أيضاً لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم، وهذا بالطبع لا يغير من طبيعة هذا العائد، إذ ما زال تعويضاً عن الزمن وما يخبئه من مخاطر قد يتعرض لها العائد، ومن هنا فإن تكلفة الزمن يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية (أحمد بوراس: 2003، ص 37):

$$K = r + i$$

" تمثل العائد مقابل عنصر الزمن، أي معدل العائد على الاستثمار الخالي من  $K$  حيث أن " المخاطر، والذي يتكون من جزئين: جزء لتعويض المستثمر عن تأجيله إشباع حاجات أو منافع "، أما الجزء الآخر فهو تعويض عن مخاطر أخرى ترتبط بالزمن وهي  $r$  حاضرة من أجل الاستثمار " .  
"مخاطر التضخم "



## ثانياً: العوامل الخاصة بكل عنصر:

تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضاً 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، ونظراً 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 (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 526).

## ثالثاً: 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 مثلاً 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 وفقاً لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه.

## البند الثالث: تقدير تكلفة الأموال:

يعتبر حساب تكلفة الأموال من الصعوبات الرئيسية التي تواجه الإدارة المالية للمؤسسات لذا سنحاول التطرق في هذا العنصر لتكلفة كل مصدر على حدة، أين سنتناول تكلفة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل، ثم نتناول تكلفة مصادر التمويل قصير الأجل.

## أولاً: تكلفة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل:

يقتضي تقدير تكلفة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل، حساب تكلفة مختلف عناصر رأس المال، من أسهم عادية، أرباح محتجزة، أسهم ممتازة، سندات وقروض مصرفية متوسطة وطويلة الأجل.

### 1- تكلفة الاقتراض:

تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقرض وذلك بعد تعديله لأغراض الضريبة أي بعد استبعاد الوفورات الضريبية. سواء كان الاقتراض في صورة سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة قرض تتعاقد عليه، فإن عملية الاقتراض تترتب عليها تدفقات نقدية داخلية تحصل عليها المؤسسة عند بيع السندات أو التعاقد على القرض، كما يترتب عليها تدفقات نقدية خارجية تتمثل في الفوائد التي تدفعها سنويا، بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق، ونظرا لتفاوت تواريخ التدفقات النقدية الخارجة فإنه يمكن الاستعانة بفكرة معدل العائد الداخلي لتقدير تكلفة الاقتراض (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 527)، أي أن تكلفة الاقتراض تتمثل في معدل الخصم الذي يساوي عنده صافي محصلات الأموال المقترضة(\*) مع القيمة الحالية للتدفقات التي تدفعها المؤسسة.

وعند تقدير تكلفة الاقتراض يجب التمييز بين حالتين:

#### 1-1- تكلفة القروض المستمرة:

إن القروض المستمرة هي القروض التي لا تسدد خلال الحياة الإنتاجية للمؤسسة، ومثال ذلك السندات والقروض طويلة الأجل المتجددة (حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي: 1998، ص 374). أما تكلفة هذا النوع من القروض فيتم حسابها وفقا للمعادلة التالية (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 527):

$$D = C_a + \sum_{t=1}^n F \left( \frac{1}{1 + Kd} \right)^t$$

حيث أن:

= حجم الأموال المقترضة التي تحصل عليها المؤسسة في بداية الفترة. D

= المصاريف المتعلقة بالإصدار والتعاقد على القروض بعد خصم الوفورات الضريبية. Ca

= عبارة عن التدفقات النقدية الخارجة المتمثلة في الفوائد بعد الضريبة. F

---

(\*) يعني بصافي محصلات الأموال المقترضة القيمة الاسمية للقرض مطروحا منها مصاريف الاقتراض بعد استبعاد قيمة الوفورات الضريبية على تلك المصاريف.

= تمثل تكلفة الأموال المقترضة بعد الضريبة.  $Kd$ .

## 1-2-2- تكلفة القروض المستردة:

في حالة القروض المستردة تكون المؤسسة ملزمة بتسديد أصل المبلغ المقترض بعد فترة زمنية محددة، ويكون سداده وفق طريقتين، إما:

### 1-2-2-1- تسديد القرض بدفعة واحدة: في حالة تسديد القرض دفعة واحدة فإن القيمة المالية

للقرض تحسب بالمعادلة الموالية: (أحمد بوراس: 2003، ص 39).

$$D = C_a + \sum_{t=1}^n F \left( \frac{1}{1 + K'd} \right)^t + d \left( \frac{1}{1 + K} \right)^n$$

حيث أن:

$n$  = أصل المبلغ المقترض المسدد في الزمن  $d$ .

= تكلفة القرض المسترد دفعة واحدة بعد الضريبة.  $K'd$ .

= حجم الأموال المقترضة التي تحصل عليها المؤسسة في بداية الفترة.  $D$ .

= المصاريف المتعلقة بالإصدار والتعاقد على القرض بعد خصم الوفورات الضريبية.  $Ca$ .

= التدفقات النقدية الخارجة المتمثلة في الفوائد بعد الضريبة.  $F$ .

### 1-2-2-1- تسديد أصل القرض على دفعات: يمكن التعبير عن قيمة القرض المسترد على دفعات

بالمعادلة التالية (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 528):

$$D = C_a + \frac{C_1}{(1 + Kd)} + \frac{C_1}{(1 + K''d)} + \dots + \frac{C_n}{(1 + K''d)^n}$$

حيث:

هي التدفقات الخارجة من الأموال في السنوات اللاحقة، وتتضمن الفوائد السنوية  $C_1, C_2, \dots, C_n$  وأقساط القرض.

= تكلفة القرض المسترد على دفعات.  $K''d$ .

## 2- تكلفة التمويل بالملكية: وتضم التكاليف الآتية:

### 1-2-1- تكلفة الأسهم الممتازة:

تعرف تكلفة الأسهم الممتازة بأنها: "معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير" (سمير محمود عبد العزيز: 1997، ص 301).

وبما أن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على عائد ثابت يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، وحيث أن السهم ليس له تاريخ استحقاق فإن تكلفة الأسهم الممتازة هي دالة للقوائم التي يتم توزيعها، ويمكن حساب تكاليف الأسهم الممتازة بقسمة أرباح الأسهم الممتازة على صافي المبالغ الممكن الحصول عليها من بيع الأسهم الممتازة هذا ما يمكن التعبير عنه رياضياً بالمعادلة التالية (أحمد بوراس: 2003، ص 40):

$$K_p = \frac{D_p}{I_o}$$

حيث أن:

= قيمة المقسوم الثابت السنوي على العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم الممتازة.  $D_p$

= الناتج الصافي من بيع السهم الممتاز.  $I_o$

= معدل تكلفة الأسهم الممتازة.  $K_p$

غير أن هذا العائد عادة ما يقل على التكلفة الفعلية التي تتكبدها المؤسسة من جراء الاعتماد على الأسهم الممتازة في التمويل، لأن القيمة الفعلية للمتحصلات من بيع الأسهم الممتازة عادة ما تقل عن القيمة الاسمية لتلك الأسهم. ويتمثل الفرق في تكاليف الإصدار وإذا ما أخذنا في الحسبان أيضاً أن التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة لا تخضع للضريبة، فسوف يتضح أن تكلفة الأسهم الممتازة تفوق العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم وهو ما توضحه المعادلة: (أحمد بوراس: 2003، ص 40).

$$K_p = D_p / P_p - F_p$$

حيث أن:

$$F_p - I_o = P_p$$

وأن:

= يمثل سعر بيع السهم الممتاز.  $P_p$

= نسبة المصروفات والخصومات المصاحبة لإصدار الأسهم الممتازة إلى القيمة التي يباع بها  $F_p$  السهم.

## 2-2- تكلفة الأسهم العادية:

تعرف تكلفة الأسهم العادية بأنها معدل العائد الأدنى الذي يجب على المؤسسة بلوغه على قسم من المشروع الاستثماري، ممول من رأس مال سهمي بحيث لا يؤدي إلى تغير أسعار الأسهم. كما تتمثل تكلفة الأسهم العادية في تكلفة الفرصة البديلة، أي الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يمكن الحصول عليه من استثمارات بديلة لها نفس درجة المخاطر.

ويقتضي تقدير تكلفة استخدام الأسهم العادية في التمويل ضرورة التعرض لثلاثة نماذج:

### 2-2-1- نموذج التوزيعات المخصصة:

يهدف هذا النموذج إلى تقدير القيمة السوقية للسهم، والتي تعد الأساس لتقدير كل من العائد المتوقع من وجهة نظر الملاك وتكلفة الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة.

إن النموذج النظري للتقييم عن طريق القسائم يفترض من الوهلة الأولى أن نشاط المؤسسة سينمو إلى ما لا نهاية، وبالتالي فإن الاحتفاظ بالسهم يكون بشكل دائم.

والقيمة السوقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لمجموع القسائم اللامتناهية المخصصة بمعدل العائد من طرف المستثمرين.

يمكن التعبير عن قيمة السهم رياضياً وفقاً للمعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty}$$
$$\Rightarrow P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

حيث أن:

(بداية الفترة)  $P_0 = 0$  هي قيمة السهم في الزمن  $P_0$

يمثل معدل العائد الذي يتوقعه الملاك على استثماراتهم، وهو في نفس الوقت يمثل تكلفة الأسهم  $K =$  العادية القديمة (التي هي محل تداول) للمؤسسة.

(فترات النشاط)  $t =$  تمثل التوزيعات (القسائم) المنتظرة في السنوات  $D_t$

إن تكلفة الأسهم العادية المتداولة عبارة عن معدل الخصم (معدل العائد المطلوب) الذي يعادل القيمة الحالية لكل القسائم المنتظرة من هذا السهم، مع السعر السوقي لهذا الأخير في فترة زمنية معينة.

عند تقدير قيمة السهم عن طريق القسائم يمكن التمييز بين ثلاث حالات لنمو القسائم في المستقبل هي:

#### - حالة اللانمو:

في هذه الحالة فإن مقسوم الأرباح معروف وثابت، أي أن نسبة نموه صفر (0) من سنة لأخرى، وسبب ذلك هو افتراض تحقيق الشركة لنفس الربح مع توزيع هذا الأخير دون أن يستثمر منه شيء داخل الشركة.

والصيغة العامة للمعادلة تكتب على النحو التالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{K} \Rightarrow K = \frac{D_1}{P_0}$$

و يعاب على حالة اللانمو ما تناولته الفرضيات التي تقوم عليها، حيث أنه من الغير الممكن تصور أن أرباح الشركة تبقى ثابتة، كما لأنه من غير المعقول أن لا تحتجز الشركة شيئاً من الأرباح المحققة.

#### - حالة النمو الثابت (نموذج كوردون و شابيرو):

( لقسائم الأرباح التي يحصل عليها في عفي هذه الحالة يتوقع المساهم نموا سنويا ثابتا )  
( يتم تحديده بدلالة سياسة القسائم التي تبنتها المؤسسة في الماضي من المستقبل حيث أن المعدل )  
جهة، ومستقبل نشاط المؤسسة من جهة أخرى.

والصيغة الرياضية لتقييم السهم العادي مع افتراض نمو عادي للقسائم تكون بالشكل التالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{K - g}$$

حيث  $K > g$  أن:

$$\Rightarrow K = \frac{D_1}{P_0} + g$$

لا يمثل تكلفة التمويل بالأسهم العادية الجديدة بسبب كون القيمة السوقية التي يباع بها  $K$  إن المعدل السهم، عادة ما تزيد عن متحصلات بيع السهم ويرجع ذلك إلى تكاليف الإصدار وعمولات السمسرة وغيرها من التكاليف.

وتحسب تكلفة السهم العادي الجديد رياضيا بحسب نسبة النمو كما يلي:

• حالة اللانمو:  $K_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)}$

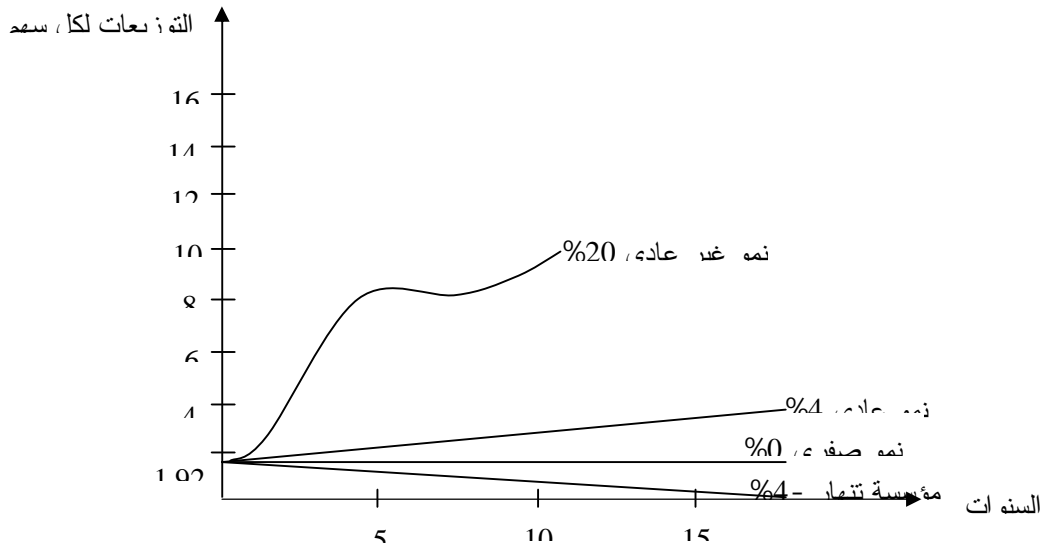
• حالة النمو الثابت:  $K_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g$

.  $K < g$  إلا أن هذا النموذج لا يمكن تطبيقه على المؤسسات ذات وتيرة نمو سريعة؛

### - حالة النمو المتغير:

إن فرضية النمو الثابت للقوائم لا يمكن أن تطبق إلا على عدد من المؤسسات، فعادة ما تمر المؤسسات بما يسمى بدورة الحياة، أين تنمو أعمالها وبالتالي أيضا أرباحها بشكل متغير، فنجدها تحقق معدلات نمو أعلى من المستويات السائدة في السوق أو الاقتصاد الوطني بصفة عامة، ولكن ما يلبث أن ينخفض هذا المعدل ليساير النسب العادية التي ينمو بها الاقتصاد، وفي بعض الأحيان أقل من ذلك، وهو ما يوضحه الشكل رقم (11).

الشكل رقم (11): المعدلات المختلفة لنمو القوائم.



Source :J.Fred Weston,Eugene.F.Brigham ,1975 ,P435

في هذه الحالة تقيم الأسهم رياضيا بالصيغة التالية(\*):

$$P_0 = \sum_{t=1}^n D_0 \frac{(1+g)^t}{(1+K)^t} + \sum_{t=n+1}^{\infty} D_n \frac{(1+g)^{t-n}}{(1+K)^t}$$

أي أن قيمة السهم العادي تساوي القيمة الحالية لمكاسب مرحلة النمو الأولى مضافا إليها ( معدل g ) يمثل معدل نمو المرحلة الأولى و (g القيمة الحالية لمكاسب مرحلة النمو الثانية، حيث أن ) نمو المرحلة الثانية.

هذه الصيغة الرياضية تفترض أن المؤسسة تمر بمرحلتين فقط للنمو. (\*)

## 2-2-2- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

يقابل نموذج "كوردون" و "شايبرو" نموذج آخر بديل لتقدير قيمة معدل العائد المطلوب، يعرف بنموذج: " تسعير الأصول الرأسمالية".

ينص هذا النموذج على أن الحد الأدنى لمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين يساوي معدل ( Rolande Bernet Loc 103 P 1998, :العائد الخالي من الخطر زائد علاوة الخطر )

ويعرف معدل العائد الخالي من الخطر، وعلاوة الخطر كما يلي:

يتحدد هذا المعدل أساسا بسعر الفائدة على الأوراق المالية التي - **معدل العائد الخالي من الخطر:** تصدرها الحكومة، وبالذات أدونات الخزينة وأوراق مالية قصيرة الأجل خالية من الخطر كليا ولذلك فإن سعر الفائدة منخفض جدا، مقارنة بأسعار الأوراق الأخرى (حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي: 1998، ص 343).

تعتمد هذه العلاوة على درجة نفور المستثمرين من المخاطر وتتحدد هذه العلاوة - **علاوة الخطر:** بالفرق بين معدل العائد المتوقع في السوق ومعدل العائد الخالي من الخطر، ويضرب هذا الفرق في ( Rolande Bernet Loc 103 p 1998, : ) الذي يعتبر مقياسا للمخاطر النظامية (Bمعامل بيتا )

( Rolande Bernet Loc 103 p 1998, : والصيغة الرياضية لهذا النموذج تكتب بالشكل التالي )

$$R_i = R_s + B R_m$$

حيث أن:

معدل العائد الخالي من الخطر:  $R_s$

معامل بيتا لعائد السهم والذي يعكس حجم المخاطر النظامية وهو عبارة عن مقياس إحصائي :  $B$  للمخاطر، يقيس تقلب عائد السهم قياسا بمتوسط عوائد الأسهم في السوق.

علاوة الخطر، هي الفرق بين معدل العائد لمحفظه الأوراق المالية في السوق ومعدل العائد :  $R_m$  الخالي من الخطر.

معدل العائد المطلوب من طرف المستثمرين، ويمثل في نفس الوقت تكلفة التمويل بالأسهم :  $R_i$  العادية.

إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يعترف فقط بالمخاطر النظامية ويعوض المستثمرين عنها دون المخاطر غير النظامية، كما أنه يقوم على فرض السوق الكامل الذي يتجاهل تكاليف الإفلاس (منير إبراهيم هندي: 1996، ص 120).



لذا يستعمل نموذج تعديل سعر الخصم الذي يتضمن المخاطر الكلية كما توضحه المعادلة:

$$R_i = R_s + LR_m \cdot (120 \text{ ص } 1996, \text{ منير إبراهيم هندي})$$

حيث أن:

: معامل الاختلاف لعائد السهم وهو مقياس للمخاطر الكلية. L.

### 2-2-3- نموذج مكافئ المديونية:

هناك طريقة ثالثة لتقدير تكلفة الأسهم العادية وذلك عن طريق العلاقة بين سندات المؤسسة و الأسهم العادية، فطالما أن حملة السندات مخاطرهم أقل بالمقارنة بحملة الأسهم العادية، لذلك نجد أن تكلفة السندات لا بد أن تكون أقل من تكلفة الأسهم العادية.

ولاستخدام هذا النموذج يجب على المؤسسة أن تحسب أولاً تكلفة القروض قبل الضريبة، ثم تصنيف بدل الخطر وذلك كمدخل لتقدير تكلفة الأسهم العادية حيث أن:

تكلفة الأسهم العادية = تكلفة القروض قبل الضريبة + بدل الخطر (عبد الغفار حنفي، سمية رستم: 2002، ص 335).

إن هذه الطرق لا يمكن استخدامها في مؤسسة غير مسعرة، وهذا راجع لعدم القدرة على تحديد قيمة السهم في السوق، وأيضا لا معنى لسياسة توزيع الأرباح بها، بينما يمكن استعمال هذه النماذج في (Albouy Michel: 1989. P26-27 مؤسسات مسعرة والتي يستنتج منها )

- تكلفة رأس المال لا تنحصر فقط في معدل توزيع الأرباح، ولكن يجب الأخذ بعين الاعتبار عامل النمو المستقبلي، ولو كان من الصعب تقديره.

- تكلفة الأموال الخاصة (بعد الضرائب) هو أعلى من معدل الفائدة بدون خطر في السوق وتتوقف (B. علاوة الخطر على مقياس معامل الخطر )

( هو معدل تكلفة الأموال الخاصة الذي يجب على المؤسسة تحقيقه ولا تستثمر K - إن المعدل ) رؤوس أموالها إلا في المشاريع التي ينتظر منها معدل مردودية أعلى منه أو يساويه، بافتراض وجود تمويل شامل من قبل المساهمين.

- يمكن أن يتغير معدل المردودية المطلوب من المساهمين عبر الزمن، بالنظر للتغيرات التي يمكن أن تحدث على تفضيلاتهم للسيولة، تقديرهم لمعدل التضخم والمخاطر الممكن حدوثها.

### 2-3- تكلفة الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة أرباحا تحققت، غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية، وبالطبع لا ينبغي احتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع من استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك.

ونظرا لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات، فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال في التمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار، ويمكن الاعتماد على طريقتين لتقدير تكلفة الأموال المحتجزة.

### 2-3-1 - نموذج كوردون للتقييم عن طريق القسائم:

نظرا لكون احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروف للإصدار فإن تكلفة الاعتماد على هذا التمويل سيتم حسابها على أساس سعر السهم، وليس على أساس الناتج الصافي من بيع السهم.

#### - حساب تكلفة الأرباح المحتجزة في غياب الضريبة على التوزيعات:

في ظل غياب الضرائب على توزيعات المساهمين، تصبح الصيغة الرياضية لتكلفة الأرباح المحتجزة تحسب وفق المعادلة التالية:

$$Kr = \frac{D_1}{P_0} + g$$

حيث أن:

= هي التكلفة الدنيا للأرباح المحتجزة، لأن القسائم يمكن أن تحمل قيمة أعلى من معدل الفرصة  $Kr$  للمستثمرين.

= سعر السهم السوقى  $P_0$ .

= التوزيعات في السنة الأولى  $D_1$ .

#### - حساب تكلفة الأرباح المحتجزة في حضور الضريبة على التوزيعات:

يلعب الجانب الضريبي دورا أساسيا في تقدير تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة، لذا نجد أن تكلفة الأرباح المحتجزة تختلف باختلاف شرائح الضريبة التي ينتمي إليها ملاك المؤسسة.

فنجد أن تكلفة الأرباح المحتجزة ترتفع إذا كان المساهمون ينتمون إلى شرائح ضريبية منخفضة، لأنهم يخضعون لضرائب أقل على قسائم أرباحهم مما يشجعهم على تفضيل حصولهم على أرباح الشركة

بدلاً من إبقائها داخل المؤسسة. و يمكن التعبير رياضياً عن تكلفة الأرباح المحتجزة في حضور ضريبة الدخل وفق المعادلة التالية:

$$K'r = (1 - Te)Kr$$

حيث أن:

: هو معدل الضريبة الهامشي المرجح لكل مساهمي المؤسسة.  $Te$

: تكلفة الأرباح المحتجزة بعد الضريبة على الدخل.  $K'r$

: تكلفة الأرباح المحتجزة قبل الضريبة على الدخل.  $Kr$

إن الصعوبة في هذا المدخل تكمن في تحديد معدل الضريبة الهامشي لكل المساهمين وأخذ اختلاف الضرائب بعين الاعتبار.

### 2-3-2- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

( مرهون بتوافر الفروض التي يقوم MEDAF إن استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية )  
عليها، كما أنه يؤدي إلى نفس النتائج المحصل عليها عند تقدير تكلفة الأسهم العادية أي أن تكلفة الأرباح المحتجزة ستكون نفسها تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

رياضياً يمكن صياغة النموذج بالمعادلة التالية:

$$R_i = R_s + BR_m$$

حيث أن:

: يمثل معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أسهم الشركة، وهو يمثل في نفس الوقت تكلفة  $R_i$  الأرباح المحتجزة.

: علاوة مخاطر السوق.  $R_m$

: مقياس إحصائي لمخاطر السهم.  $B$

هناك طريقة أخرى لتقييم تكلفة الأرباح المحتجزة تقوم على معيار العائد الخارجي للمؤسسة، كما لو تعلق الأمر بتوظيف للأرباح المحتجزة مع اشتراط تماثل درجة المخاطرة بين التوظيف المحتمل والخطر المتعلق بالمؤسسة.

وبالتالي فإن استعمال معيار العائد الخارجي يقضي بأن تكلفة الفرصة البديلة للأرباح المحتجزة تتحدد بما يمكن للمؤسسة الحصول عليه من توظيف لهذه الأموال خارج المؤسسة.

ثانياً: تكلفة مصادر التمويل قصير الأجل:

تظهر في خصوم ميزانية المؤسسة، بالإضافة إلى الموارد الثابتة المتكونة من الأموال الخاصة والديون الطويلة والمتوسطة الأجل، موارد تمويل قصيرة الأجل التي تخصص لتغطية احتياجات دورة الاستغلال.

### 1- تكلفة الديون المالية قصيرة الأجل:

سنعرض فيها إلى العناصر المشتركة في حساب تكلفة أهم القروض المالية ثم نحدد تكلفة كل من الخصم والسحب على المكشوف.

#### 1-1- العناصر الأساسية المكونة لتكلفة القروض قصيرة الأجل:

تتوقف تكلفة القروض قصيرة الأجل على ثلاثة عناصر أساسية وهي:

##### 1-1-1- معدل الفائدة: وهو مجموع العناصر التالية:

- **المعدلات المرجعية للقروض:** يستند عند تحديد معدل القرض على معدل السوق - خاصة في حالة غياب سياسة تأطير القروض - وكذا معدل القاعدة البنكية - هو المعدل المرجعي لكل تسعيرات البنك (، وتتميز المعدلات المرجعية للقروض بنوع من Eglén J.Y, et autres : 1991, P227 لمجمل قروضه - ) الثبات على المدى القصير، الشيء الذي يجعلها تخفف من حدة تقلبات أسعار الفائدة.
- **العلاوة الخاصة بالقرض:** وهي علاوة خاصة بكل بنك، تتوقف على نسبة الخطر، إمكانية إعادة التمويل، المدة، وأدائها تكون في عملية الخصم أما أقصاها فتكون في عملية السحب على المكشوف.
- **العلاوة الخاصة بالمؤسسة:** وهي علاوة خاصة بنسبة الخطر المتعلق بكل مؤسسة، والتي تتوقف على رقم أعمالها، وحجمها.

##### 1-1-2- أيام أو تواريخ القيمة:

- وتعرف على أنها الأيام التي بموجبها يصبح مبلغ معين - من طرف البنك - قد دخل فعلا في ( Loc Bernet Rolande, 1998, p 229: الحساب أو خرج منه، لحساب الرصيد الدائن أو المدين للحساب (229) ويبرز هذا الإجراء بسبب ثقل عملية تداول وسائل الدفع والفترة الضرورية لانتقال الأموال، وتختلف هذه الأيام عن يوم إجراء العملية، فبعد حساب النفقات المالية وإجراء حسابات مختلف

العمليات، يقوم البنك بتطبيق يوم لاحق بالنسبة للعمليات الدائنة، و يوم سابق بالنسبة للعمليات المدينة، وتتعلق الفترة المحددة بنوع العملية (شيك، تحويل، خصم...) ويمكن التفاوض على طول المدة حسب طبيعة العلاقة مع الزبون وظروفه (دريد درغام: 1999، ص 197) ، لذلك فمن المهم أن تتحكم إدارة خزينة المؤسسة في هذه التقنية لتجنب دفع تكاليف مالية إضافية تعرف بـ: الأجيو .

### 1-1-3- العمولات: وتنقسم إلى:

- **عمولات ثابتة:** وهي التكاليف الإدارية الخاصة بمعالجة الملف، وتكون مستقلة عن حجم العملية.

- **عمولات متغيرة:** وهي مقابل الإخطار والخدمات المقدمة، والتي تمثل نسبة من مبلغ العملية.

### 1-2-2- تكلفة السحب على المكشوف: وتضم ما يلي:

#### 1-2-2-1- الفوائد على المكشوف: ونميز بين عدة مفاهيم لمعدل الفائدة:

- **المعدل الفعلي الإجمالي:** وهو المعدل الحقيقي المطبق على القرض، والذي يشمل كل المعدلات المطبقة والعمولات بالإضافة إلى التعويضات الأخرى.

- **معدل الاستعمال:** وهو المعدل الفعلي الإجمالي الرقمي، الذي لا يمكن للبنك تجاوزه وهو يساوي

ضعف المعدل المتوسط للمردودية الفعلية للسندات الصادرة خلال أسبوع ماض (

LocBernet Rolande  
(.p 1998: 229)

- **المعدل النسبي:** ويساوي المعدل السنوي مقسوما على الفترة المحسوبة (الشهر، الفصل، الثلاثي)

أي المعدل الخاص بكل فترة.

- **المعدل الاسمي للسحب على المكشوف:** يتشكل المعدل الاسمي من العناصر التالية:

معدل القاعدة البنكية + علاوة خاصة بالسحب + علاوة خاصة بالمؤسسة.

#### 1-2-2-1- التكلفة الحقيقية للسحب على المكشوف:

ينجم عن السحب على المكشوف دفع عمولات ثابتة وأخرى متغيرة، ومصاريف تضاف إلى

المعدل المطبق:

- **عمولات عن المخاطر:** تتمثل في:

\* **عمولة أكبر سحب:** وهي عمولة تطبق على أكبر سحب في كل شهر بأيام القيمة، وهي ضئيلة

إذ تقارب 0.05% وتقاس وفق العلاقة التالية:

عمولة أكبر سحب = مقدار أكبر سحب × 0.05%.

تحسب هذه العمولة بشكل مستقل طول مدة استمرار هذا السحب، والتي تعتبر كعقوبة للمؤسسات التي تقوم بالإفراط في السحب مقارنة بالمؤسسات التي تعرف ثباتا في السحب.

\* **عمولة تجاوز الحد الأقصى للسحب:** تقوم بعض البنوك بفرض عمولة على المؤسسات تقارب 0.05% على السحب الذي تجاوز الحد الأقصى خلال كل سداسي.

\* **عمولة تجنيد الحساب:** عندما يبقى حساب المؤسسة خلال كل ثلاثي مدينا دائما (سحب على الكشوف دائم) تفرض بعض البنوك عمولة على ذلك تقارب 2%.

- **عمولات إدارية:** يفرض على هذه العمولات الإدارية الرسم على القيمة المضافة ونذكر منها:

\* **عمولة الحساب:** تدفع هذه العمولة في مقابل تسيير البنك للسحب، وتعادل تقريبا 0.025%، وتفرض على مجموع الأرصدة المدينة بأيام القيمة التي تدفع خلال الثلاثي.

\* **مصاريف مسك الحساب:** وهي مصاريف خاصة بكل الكتابات الممررة من البنك عن العملية خلال الثلاثي.

Eglen .J.Y,et autres ومنه فإن التكلفة الحقيقية للسحب على المكشوف تساوي مجموع العناصر التالية ( : 1991.P242. (

معدل القاعدة البنكية + العلاوة الخاصة بالسحب + العلاوة الخاصة بالمؤسسة + عمولة أكبر سحب + عمولة تجاوز الحد الأقصى للسحب + عمولة تجنيد السحب + عمولة الحساب + مصاريف مسك في حالة عدم إمكانية استرجاعها. TVA الحساب +

### 1-3-3- تكلفة الخصم:

تتجم عن الخصم عدة مصاريف إضافة إلى المعدل المطبق:

#### 1-3-3-1- معدل الخصم: يساوي المعدل المطبق مجموع العناصر التالية:

معدل القاعدة البنكية + عمولة التظهير التي تقارب 0.60% + العلاوة الخاصة بالخصم + العلاوة الخاصة بالمؤسسة.

1-3-3-2- **العمولات:** تطبق عدة عمولات أهمها عمولة تسيير الخصم والتي يتوقف مقداره على طبيعة الأوراق المخصومة.

#### 1-3-3-3- الأيام الإضافية: تحسب الفائدة على المدة الفاصلة بين تقديم الخصم وتاريخ

الاستحقاق، إلا أن تاريخ دفع الورقة التجارية يختلف عن تاريخ بداية حساب الفوائد بحيث:

(1+، بينما تحسب الفوائد ابتداء J) فإن تحصيل المبلغ يكون في اليوم (J) في حالة دفع الورقة في يوم (1+، وهذا اليوم الإضافي يعرف بيوم البنك J) عوض (J) من يوم (

## 2- تكلفة الديون المقدمة من الموردين:

يبدو في الظاهر أن القروض المقدمة من طرف الموردين عديمة التكلفة، لكن هؤلاء يقترحون في العادة على زبائنهم خصم التعجيل بالدفع، لهذا فإن تكلفة القروض المقدمة من الزبائن يمكن تقديرها بتكلفة الفرصة البديلة، المتعلقة بالتخلي عن الدين، أي البحث عن معدل الفرصة البديلة، الذي يكون مساو لمعدل التوظيف لسببولة المؤسسة في حالة وجود فائض في خزينتها، أو معدل التمويل للإحلال (للاقتراض والتسديد للاستفادة من الخصم) في حالة عجز خزينتها، كما أنه كلما قلت مدة القرض كلما (Eglen .J.Y,et autres : 1991,P165. كان الخصم أكثر أهمية )

## 3- اعتبار التمويل القصير الأجل في حساب تكلفة رأس المال:

إن تكلفة الديون المقدمة من الموردين لها تكلفة ضمنية، وبما أنه لا ينتج عنها خروج فعلي وظاهر للأموال، إذ تمثل هذه التكلفة الفرق بين المبلغ المدفوع في حالة التسديد الفوري والمبلغ المدفوع في حالة تقديم أجل الدفع، لذلك فإن هذه التكلفة مدرجة آليا في التدفقات الظاهرة في حساب النتائج، والذي يوزع على الشركاء، وتدرج في حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (J Teulie, P. Topsacalian:1994,P43.)

أما بالنسبة للموارد المالية قصيرة الأجل، فهي لا تأخذ بعين الاعتبار سوى الموارد القابلة للتجديد والتميزة بطابع دائم لتمويل المؤسسة، بحيث لها تكلفة ظاهرة تماثل التمويل الدائم للمؤسسة، وتقترب قيمتها الاسمية من قيمتها السوقية بما أنها على المدى القصير .

لذلك يمكن ممانلة التمويل قصير الأجل بالتمويل طويل الأجل وأخذه بعين الاعتبار في حساب (Loc Bernet Rolande .p 1998: التكلفة المتوسطة المرجحة الحدية لرأس المال (235)

## ثالثا: التكلفة الكلية للأموال:

تتوقف تكلفة الأموال على تركيبة المزيج المكون للهيكل المالي، وتكلفة كل عنصر فيه، ونظرا لكون نسبة العناصر المكونة للمزيج التمويلي ليست متساوية أيضا، فإنه يصبح من الخطأ استخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير تكلفة الأموال، وتصبح تكلفة رأس المال تتمثل في شكل متوسط حسابي مرجح وفق المساهمة النسبية لكل عنصر من عناصر أموال المؤسسة في هيكل رأس مالها، وسنتعرض إلى كيفية إجراء عملية الترجيح، وفق المداخل التالية:

## 1- مدخل الأوزان الفعلية أو التاريخية:

إن حساب تكلفة الأموال على أساس الوزن التاريخي أو الفعلي لقيمة العناصر المكونة للهيكل المالي للمؤسسة يعد أمراً شائعاً، ويعاب على هذا المدخل أن كلفة الأموال في ظلّه سوف تتغير في كل مرة يتغير فيها الهيكل المالي، سواء من حيث العناصر التي يتكون منها أو من حيث نسبة كل عنصر فيه، وذلك بفرض ثبات تكلفة كل عنصر، وإذا ما كان لهذا التغير صفة الاستمرار فإن حساب تكلفة الأموال على هذا النحو يعد ملائماً في حالة واحدة فقط أين يكون فيها المزيج التمويلي المكون للهيكل المالي مستقراً أي لا يتغير من وقت لآخر، وهو أمر قد يكون غير ممكن، ذلك أنه يعني أن الأموال الإضافية التي تحصل عليها المؤسسة لن تغير من نسب المزيج التمويلي المكون لهيكلها المالي، أو بعبارة أخرى أن الأموال الإضافية التي تحصل عليها المؤسسة في المستقبل لا بد وأن تكون من نفس العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي وبنفس النسب (منير إبراهيم هندي: 1999، ص 537 - 536).

وتحسب تكلفة الخليط الفعلي للهيكل المالي للمؤسسة إما على أساس القيمة الدفترية (التاريخية) للعناصر التي يتكون منها الهيكل، أو على أساس القيمة السوقية لها، وفيما يلي نعرض باختصار هذين الطريقتين:

### 1-1 - تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية:

يعتمد هذا المدخل على حساب المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان للعناصر التي يتكون منها الهيكل المالي وفقاً لقيمتها الدفترية، كما تبينه المعادلة التالية (أحمد بوراس: 2003، ص 42):

$$K = \sum_{i=1}^n K_i g_i \\ = K_1 g_1 + k_2 g_2 \dots K_n g_n$$

حيث أن:

= تمثل متوسط تكلفة الأموال. K.

= تمثل وزن كل عنصر. gi.

= تمثل تكلفة العنصر. Ki.

### 1-2 - تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية:

يختلف هذا المدخل عن سابقه في أن أوزان العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي تتحدد وفقاً لقيمتها السوقية، ويعتبر حساب تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية أكثر ملاءمة من مثيله



( Ki المحسوب على أساس القيمة الدفترية وذلك بسبب توافر شرط وحدة القياس، فتكلفة كل عنصر )  
تحسب على أساس ما هو سائد في السوق، لذا يصبح من الضروري أن يتم حساب وزن العنصر  
( على أساس قيمته السوقية، ولكن يجب أن يؤخذ بعين الاعتبار أن القيمة السوقية gi والمتمثل في )  
للأسهم الممتازة والعادية وكذا السندات يمكن أن تختلف عن قيمتها الدفترية أما القروض فليس لها قيمة  
سوقية ومن ثم تبقى كما هي بقيمتها الدفترية.

يعاب على مدخل القيمة السوقية لحساب الأوزان عدم وجود طريقة علمية دقيقة يمكن بمقتضاها تقدير  
القيمة السوقية للأرباح المحتجزة.

## 2- مدخل الأوزان المستهدفة:

يقتضي هذا المدخل قيام المؤسسة بوضع هيكل مالي مستهدف تسعى إلى تحقيقه وعدم الانحراف  
عنه بقدر الإمكان، ويوضح هذا الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها المؤسسة في التمويل، والوزن  
النسبي لكل مصدر، وعلى أساس هذا الهيكل يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمؤسسة ككل.  
من أهم السمات المميزة للتكلفة المحسوبة على أساس الأوزان المستهدفة أنها لا تتغير إلا إذا تغير  
القرار المحدد للهيكل المالي المستهدف.

يعاب على هذا المدخل أنه إذا كانت أوزان العناصر مرتفعة التكلفة في الهيكل المالي الفعلي  
بحيث تفوق مثيلتها في الهيكل المالي المستهدف، فإن تكلفة الأموال المحسوبة على أساس المدخل  
المستهدف ستكون أقل من التكلفة الفعلية للأموال، وإذا تم تقييم الاقتراحات الاستثمارية كان ينبغي أن  
ترفض، مما يترك أثرا عكسيا على قيمة المؤسسة (منير إبراهيم هندي: 1998 ، ص 89-90).

## 3- المدخل الحدي:

يقتضي المدخل الحدي أن تكلفة الأموال يتم حسابها على أساس أوزان العناصر التي تستخدم  
في تمويل الاقتراحات الاستثمارية المعروضة. ومعنى هذا أن تكلفة الأموال في إطار هذا المدخل سوف  
تختلف من اقتراح إلى آخر إذا ما اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك  
المصادر، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، وبالطبع إذا اختلفت أوزان العناصر المستخدمة  
في تمويل الاقتراح أو اختلفت العناصر ذاتها فيتوقع أن تختلف تكلفة الأموال.

يتصف المدخل الحدي لحساب تكلفة الأموال بأنه مدخل واقعي غير أن استخدامه كأساس  
لتقييم الاقتراحات الاستثمارية يحتمل أن يترتب عليه تأثير عكسي على قيمة المؤسسة في المدى  
الطويل.

#### 4- مدخل المتوسط الحدي للتكلفة:

حسب هذا المدخل تتمثل تكلفة الأموال في المتوسط المرجح بالأوزان للمصادر المستخدمة في تمويل الاقتراح الاستثماري، والتي تكون مماثلة لتشكيلة هيكل رأس المال المستهدف أو هيكل رأس المال الفعلي.

و الخلاصة هي أنه كلما زادت احتياجات المؤسسة لموارد مالية زادت تكلفة الأموال. ويعتبر التمويل بالسندات عن طريق السوق السندي الأقل تكلفة من بين المصادر المتاحة للمؤسسة للتمويل عن طريق السوق المالي، والتساؤل المطروح هو: إلى أي مدى يمكن الاعتماد على السوق السندي في توفير التمويل للمؤسسة؟

#### الفرع الثاني: مبررات وحدود اللجوء إلى السوق السندي كمصدر للتمويل:

تفضل المؤسسات اللجوء إلى السوق السندي للتمويل لأنه الأقل تكلفة من بين المصادر الأخرى، غير أنه لا يمكنها الاستمرار في التمويل عن طريق السوق السندي لأن ذلك يترتب عليه تأثير سلبي على قيمة المؤسسة على المدى البعيد.

#### البند الأول: مبررات التمويل عن طريق السوق السندي:

تتعدد الدوافع المحفزة للجوء المؤسسات إلى السوق السندي للتمويل حسب ما يراه "بيار فرنمان ( Pierre Vernimmen : 2000.P761 )

#### أولاً: الظروف الاقتصادية الكلية:

إذا كانت أسعار الفائدة الحقيقية (بعد أخذ تأثير التضخم في عين الاعتبار) مرتفعة، وضعف نمو نشاط المؤسسة فإنها تنفر من اعتماد السوق السندي في التمويل، في حين إذا كان هناك نمو سريع و/أو معدلات فائدة حقيقية ضعيفة فإن السوق السندي يشكل بديلاً تمويلياً تفضله المؤسسة، بالإضافة إلى ضخامة المبالغ التي يوفرها السوق السندي والتي لا يمكن للجهاز المصرفي توفيرها نظراً لصرامة القوانين التي تحكم عملية الإقراض والاقتراض المصرفي.

#### ثانياً: 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.

#### ثالثاً: 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.

#### رابعاً: 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 (كحالة 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.

#### خامساً: مراقبة المؤسسة:

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

#### سادساً: 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.

سابعاً: زيادة مردودية المؤسسة:

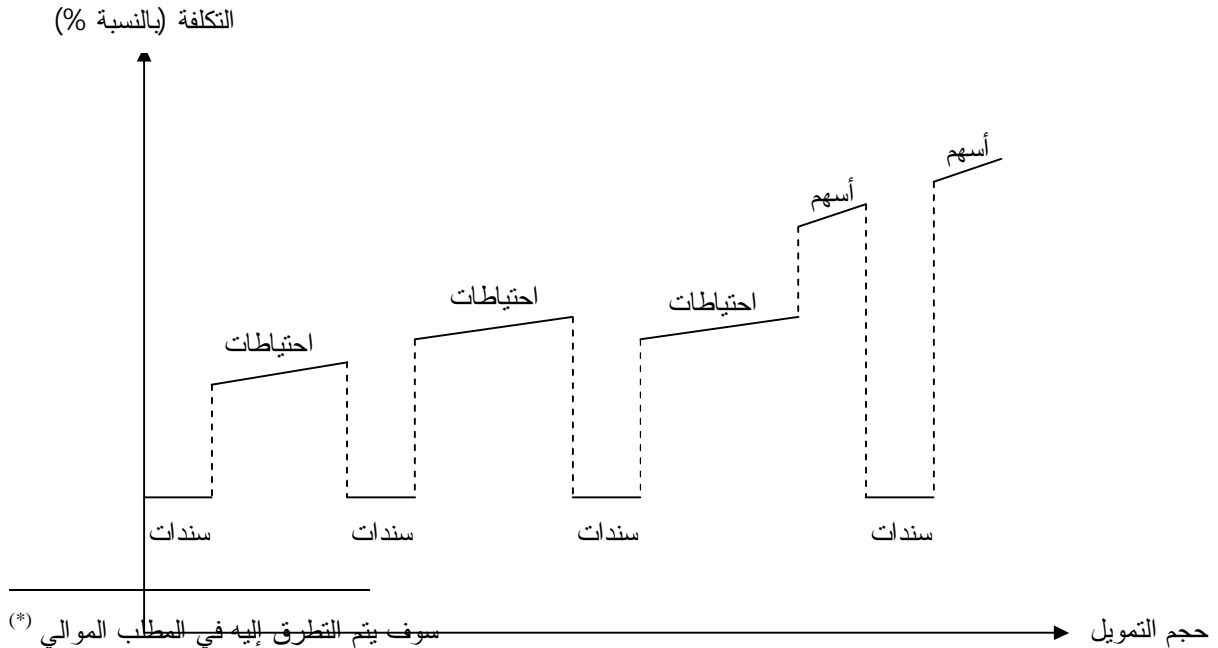
وذلك عن طريق الاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي (\*).

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

**البند الثاني: حدود اللجوء إلى السوق السندي كمصدر تمويلي:**

إن 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 استنفادها للمصادر منخفضة التكلفة، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (12): سيرورة تمويل المؤسسة.



يوضح الشكل رقم (12):

- أن أول ما تستعمله المؤسسة من مصادر تمويلية هي السندات أو القروض المصرفية، علماً أن المؤسسة مجبرة على رفع حجم أموالها الخاصة عند كل لجوء إلى السوق السندي.

- إن رفع حجم الأموال الخاصة واستعمالها في التمويل يتم عن طريق الأرباح المحتجزة ثم يلجأ بعد ذلك إلى إصدار أسهم عادية جديدة، ويرجع سبب أسبقية استعمال الأرباح المحتجزة في التمويل على الأسهم العادية إلى ارتفاع تكلفة الأخيرة بسبب تكاليف الإصدار.

كما نلاحظ من خلال الشكل رقم (12) ارتفاع التكلفة عند الانتقال من استعمال السندات إلى استعمال الأرباح المحتجزة وأيضاً عند إصدار أسهم جديدة.

أخذاً بعين الاعتبار للتكلفة الضمنية للسندات والقروض المصرفية فإن عند أي زيادة لنسبة السندات أو القروض المصرفية في هيكل رأس مال المؤسسة فإن تكلفة عناصر التمويل سوف ترتفع بسبب ارتفاع المخاطر ومطالبة الدائنين بمعدل فائدة أعلى ومطالبة الملاك بمعدل عائد أعلى كذلك.

إن الاستعانة بالسندات في تمويل الأصول قد يترك آثاراً إيجابية على قيمة المؤسسة إذا ما كانت نسبة القروض إلى مجموع الأصول أو حقوق الملكية غير مبالغ فيها، غير أن فرص المؤسسات في الاعتماد على السوق السندي في التمويل ليست متساوية فبعض المؤسسات لا يمكنها - أو ربما لا ينبغي عليها - الاعتماد بدرجة كبيرة على السندات بعكس البعض الآخر، وتمثل المتغيرات الآتية أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المؤسسة في اعتمادها على السوق السندي في التمويل (أحمد بوراس: 2003، ص 44).

**أولاً: هيكل الأصول:**

إن المؤسسة التي تمتلك أصولاً يمكن تقديمها كضمان للدائنين، يكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة أكبر على الإصدارات السندية، ذلك لأنها لو عمدت إلى إصدار أسهم جديدة في الوقت الذي تكون فيه أسعار الأسهم الحالية مرتفعة فإن المستثمر قد يعتقد بأن القيمة الدفترية لأصول المؤسسة لا تعبر عن قيمتها الحقيقية بل مبالغ فيها مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم.

ولكي يتجنب المساهمون انخفاض القيمة السوقية للأسهم والذي يمكن أن يطلق عليه تكلفة الوكالة لحقوق الملكية، يفضلون الإصدار السندي بضمان الأصول، إذ من شأن الضمان أن يجعل تكلفة

الوكالة للإصدارات السنديّة أقل من تكلفة الوكالة لحقوق الملكية، أما إذا لم توجد أصول يمكن تقديمها كضمان فسوف ترتفع تكلفة الوكالة للإصدارات السنديّة مما يدفع الدائنين لوضع شروط يترتب عليها في النهاية ارتفاع تكلفة الإصدار السندي، مما يضطر المؤسسة للاعتماد بدرجة أكبر على حقوق الملكية.

### ثانياً: الشروط الضريبية:

تعتبر فوائد القروض من بين المصروفات الخاضعة للضريبة، أي أنها تحمل للدورة المالية، و تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثراً إيجابياً على قيمة المؤسسة، ونظراً للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة وبين الوفورات الضريبية، فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المؤسسة التي تخضع للضريبة بمعدل مرتفع إلى الاعتماد بدرجة أكبر على السوق السندي لتمويلها.

### ثالثاً: مخاطر الإفلاس:

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

#### 1- درجة التخصص:

كلما اتجهت المؤسسة نحو التخصص كلما ارتفعت تكلفة الإفلاس وذلك بالمقارنة مع مؤسسة مماثلة تتبع سياسة التنويع، ولما كان الإصدار السندي من شأنه أن يزيد من مخاطر الإفلاس فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المؤسسات التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة السندات في هيكل رأس مالها تجنباً لمزيد من المخاطر.

#### 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.

#### 3- حجم المؤسسة:

عادة ما تتعرض المؤسسات الكبيرة بدرجة أقل لمخاطر الإفلاس، نظراً للتنويع الذي يتسم به نشاطها، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة السندات في هيكل رأس مالها، غير أن الوضع يختلف

بالنسبة للمؤسسات الصغيرة فتكلفة إصدار الأسهم والسندات لتلك المؤسسات عادة ما تكون مرتفعة بشكل قد تفضل معه الاعتماد بدرجة أكبر على القروض المصرفية في التمويل.

#### 4- مخاطر التشغيل:

كلما اتسمت مبيعات المؤسسة بالاستقرار كلما كان ذلك محفزا على زيادة نسبة الإصدارات السندية، إذ يمكنها أن تخطط بدقة لسداد فوائد وأصل القرض السندي في المواعيد المحددة، ولذا فهي لا تتعرض لمخاطر الإفلاس، أما إذا اتسمت المبيعات بالتقلب وعدم الاستقرار فقد تفضل المؤسسة الاعتماد بدرجة أقل على الإصدارات السندية.

#### رابعا: طبيعة القرض:

إذا كانت القروض في صورة سندات قابلة للتحويل إلى أسهم قبل تاريخ الاستحقاق، أو من النوع الذي يمكن استدعاؤه، فإن مخاطر الوكالة تنخفض، وتنخفض معها تكلفة الاقتراض بشكل يشجع المؤسسة على الاعتماد بدرجة أكبر على الإصدارات السندية في التمويل.

#### خامسا: تكلفة الوكالة:

عادة ما تستخدم بعض الآليات من أجل الحد من التعارض بين مصالح الملاك والدائنين والإدارة، وهذه الآليات هي ما يسمى بتكلفة الوكالة لحقوق الملكية وتكلفة الوكالة للقروض، حيث يتوقع أن نتجه المؤسسة إلى زيادة نسبة الإصدارات السندية عندما تكون تكلفة الوكالة لحقوق الملكية أكبر من تكلفة الوكالة للاقتراض والعكس صحيح.

#### سادسا: تركيز الملكية:

إن المؤسسات التي تركز ملكيتها في شخص واحد أو مجموعة محدودة من الأشخاص تفضل الاتجاه إلى الإصدارات السندية، عن زيادة حقوق الملكية بدخول شركاء جدد لتجنب التكلفة المرتفعة للوكالة المرتبطة بالنوع الأخير من التمويل، بمعنى آخر فإن رغبة المساهمين الحاليين في السيطرة على الشركة قد يجعلهم يفضلون إصدار سندات عن التمويل بإصدار أسهم ومنه فكلما انعدمت أو انخفضت هذه الرغبة كلما انخفض الاتجاه نحو التمويل عن طريق السوق السندي.

#### سابعا: 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 - وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح - إلى الاعتماد بدرجة أقل على الإصدارات السندية وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة.

من خلال هذا العرض يمكن القول أن أسلوب التمويل سواء كان بالملكية أو بالاقتراض يؤثر على ربحية المؤسسة، وبالتالي على ربحية السهم، وبذلك فإنه من الواجب على متخذ القرار الاهتمام بمدى تأثير اختيار معين للتمويل على القيمة السوقية للسهم في المدى الطويل، حيث أن المحدد الأساسي في عملية الاختيار والمفاضلة بين هياكل رأس المال المختلفة يتوقف على مقدار العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية ودرجة التقلب والمخاطرة المرتبطة بهذا العائد.

### **المطلب الثاني: تأثير الرفع والمخاطرة على قرار التمويل عن طريق السوق السندي:**

يمارس الرفع تأثيراً كبيراً على قيمة المؤسسة، فمن جهة يساهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية، غير أنه من جهة أخرى يسهم في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها، ويترتب عن هذا كله زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة مع زيادة العائد، وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة مع زيادة المخاطر، فالزيادة في العائد لا بد وأن تكون مصحوبة بزيادة المخاطر التي يتعرض وبهدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة تعمل الإدارة المالية على تحقيق لها حملة الأسهم العادية. التوازن بين التثنائية عائد / مخاطرة، من خلال تعادل الأثر الإيجابي لزيادة العائد مع الأثر السلبي لزيادة المخاطرة.

### **الفرع الأول: الرفع التشغيلي والرفع المالي:**

يغطي مفهوم الرفع ثلاث مجالات أساسية:

- الرفع التشغيلي : ويرتبط بهيكل تكاليف المنشأة؛

- الرفع المالي: ويرتبط بهيكل تمويل المؤسسة؛

- الرفع المشترك: وهو محصلة مشتركة للرفع المالي والرفع التشغيلي معا. (محمد مطر: 2000، ص 229).

### **البند الأول: عتبة المردودية وهامش الأمان:**



وستنطبق إليهما فيما سيأتي:

أولاً: عتبة المردودية:

تعرف عتبة المردودية بـ "النقطة الميتة" وهي "توافق رقم أعمال أين لا تحقق المؤسسة ربحاً (Josette Peyrard : 1999,P190) لولا خسارة"

كما تمثل نقطة التعادل "مستوى النشاط الذي تكون عنده المؤسسة متوازنة أي أن إيراداتها الإجمالية يعادل تماماً نفقاتها التشغيلية الإجمالية (محمد مطر: 2000، ص 203).

وتحدد نقطة التعادل إما لتمثل حجم أو كمية المبيعات التي تحقق تعادل المؤسسة، أو لتمثل قيمة المبيعات التي تحقق هذا التعادل حيث (محمد مطر: 2000، ص 207):

$$\text{عتبة المردودية (كمية)} = \frac{\text{التكاليف الثابتة}}{\text{هـ/ت م للوحدة الواحدة}}$$

هـ/ت م للوحدة الواحدة

$$\text{أو عتبة المردودية (قيمة)} = \frac{\text{التكاليف الثابتة} \times \text{رقم الأعمال}}{\text{هـ/ت م للوحدة الواحدة}}$$

هـ/ت م للوحدة الواحدة

حيث أن:

$$\text{هـ} / \text{ت م} = \text{الهامش على التكلفة المتغيرة.}$$

أي أن:

$$\text{عتبة المردودية (بالقيمة)} = \frac{\text{التكاليف الثابتة}}{\text{نسبة هـ/ت م للوحدة الواحدة}}$$

نسبة هـ/ت م للوحدة الواحدة

حيث:

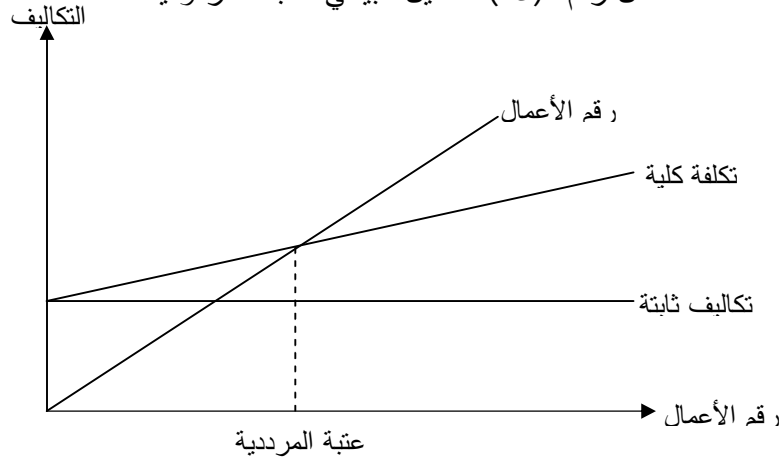
$$\text{هـ} / \text{ت م للوحدة الواحدة} = \text{سعر بيع الوحدة الواحدة} - \text{التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة.}$$

$$\text{نسبة هـ} / \text{ت م للوحدة الواحدة} = \frac{\text{هـ/ت م للوحدة الواحدة}}{\text{سعر البيع}}$$

سعر البيع

ويمكن تمثيل عتبة المردودية بيانياً كما يلي:

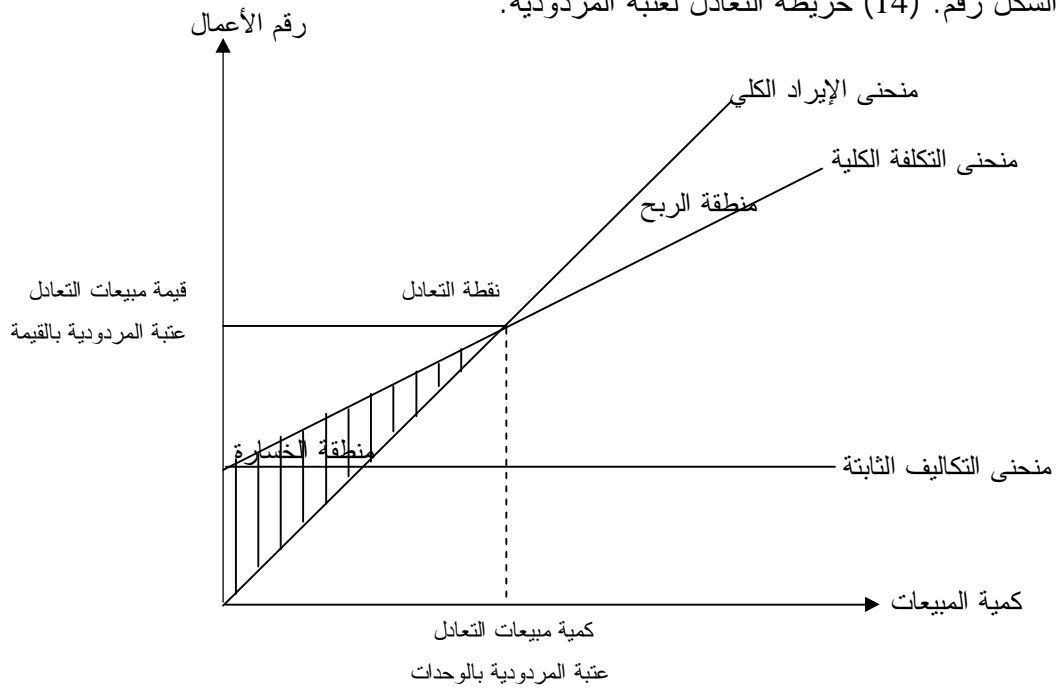
الشكل رقم: (13) التمثيل البياني لعتبة المردودية



Josette Peyrard : 1999, P190 Source :

أما لتحديد نقطة التعادل بالكمية وبالقيمة، فإن الأمر يتطلب رسم ما يعرف بـ: "خريطة التعادل" الممثلة بالشكل التالي:

الشكل رقم: (14) خريطة التعادل لعتبة المردودية:



المصدر: محمد مطر: 2000، ص210

ثانيا: هامش الأمان:

يمثل هامش الأمان مقدار الانخفاض الذي يمكن أن يحدث في المبيعات الفعلية أو المتوقعة للمؤسسة قبل أن تتجاوز هذه المبيعات نقطة التعادل.

ويحسب هامش الأمان بالعلاقة التالية: (محمد مطر: 2000، ص 215).

$$\text{هامش الأمان} = \frac{\text{المبيعات} - \text{عتبة المردودية}}{\text{المبيعات}}$$

المبيعات

ويدل على أن مبيعات المؤسسة يمكن أن تنخفض بنسبة هامش الأمان عما هي عليه قبل أن تبدأ في تحقيق خسائر، ومنه فإن هامش الأمان مرتبط بدرجة المخاطرة، فكلما ارتفع تنخفض المخاطر والعكس صحيح، لذا تحرص إدارة المؤسسة على أن يتوفر لها هامش أمان واسع، وذلك بالحرص على الابتعاد قدر المستطاع في مبيعاتها الفعلية عن نقطة التعادل (محمد مطر: 2000، ص 215).

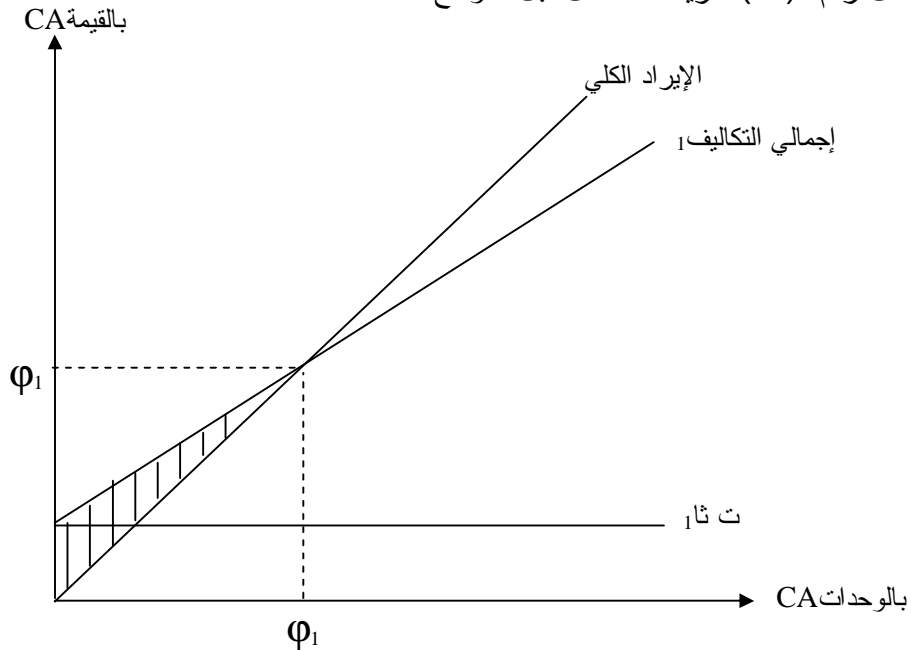
#### البند الثاني: الرفع التشغيلي:

في مجال الإدارة المالية، يقال أن مؤسسة ما تتسم بدرجة عالية من الرفع التشغيلي بما يعني أنه بسبب ارتفاع التكاليف الثابتة غير المالية، يترتب عن تغيير ضئيل في حجم المبيعات تغيير أكبر في صافي ربح العمليات، مع ثبات العوامل الأخرى على حالها (منير إبراهيم هندي: 1999، ص 620).

#### أولاً: تحليل التعادل:

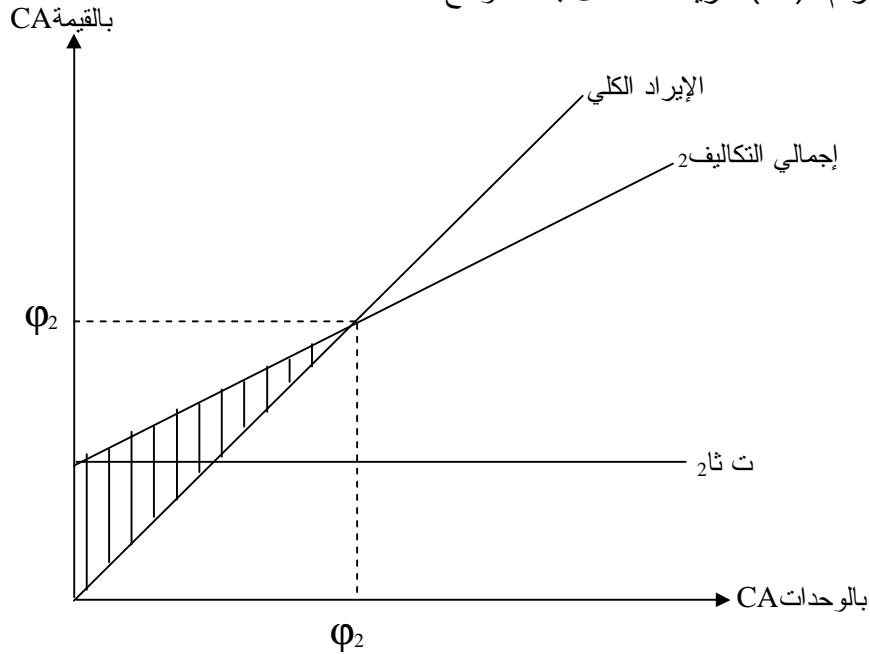
يمكن توضيح أثر التوسع أو زيادة التكاليف الثابتة على عتبة المردودية من خلال الشكلين المواليين:

الشكل رقم: (15) خريطة التعادل قبل التوسع.



المصدر: محمد صالح حناوي وآخرون: 2004، ص 126.

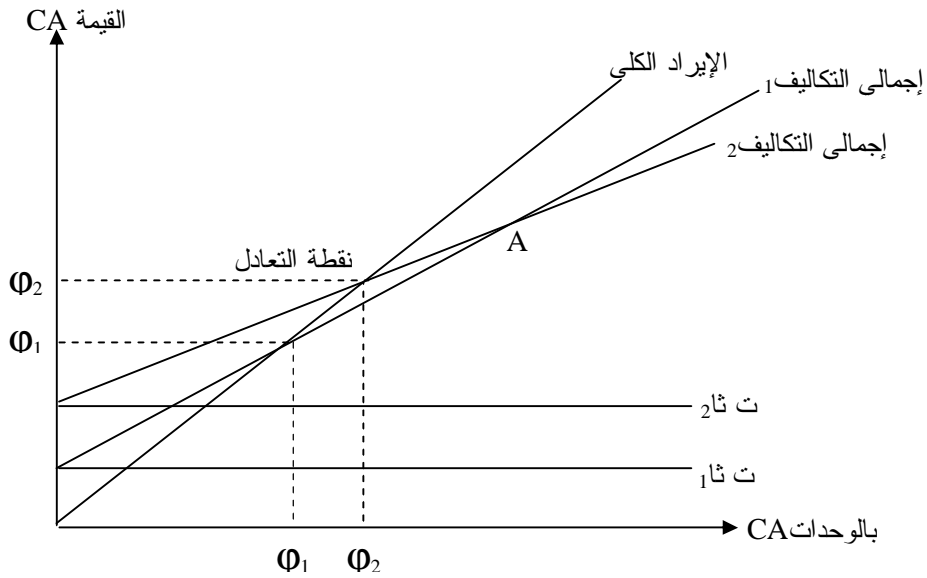
الشكل رقم: (16) خريطة التعادل بعد التوسع.



المصدر: محمد صالح حناوي وآخرون: 2004، ص 127.

إن النظرة السطحية تظهر أن وضع الشركة بعد التوسع يتحسن إلى حد كبير إذا تمكنت من (وأن نسبة الزيادة في أرباحها بعد هذه النقطة  $\phi$  تحقيق حجم مبيعات يفوق نقطة التعادل الجديدة 2) تكون أعلى بكثير من نسبة التوسع في أرباحها في ظل ظروفها قبل التوسع بسبب اتساع الفجوة بين منحنى إجمالي التكاليف ومنحنى الإيراد الكلي في ظل الوضع الجديد، ويعود ذلك إلى انخفاض ميل خط إجمالي التكاليف. ولكن الأمر ليس بهذه البساطة، فإذا جمعنا الشكلين معا في شكل واحد نجد أن والتي تعرف على أنها: A نقطة التعادل ليست هي أهم النقاط بل تظهر نقطة جديدة وهي نقطة العائد "النقطة التي يتقاطع عندها خط إجمالي التكاليف الجديد مع خط إجمالي التكاليف القديم" (محمد صالح الحناوي وآخرون: 2004، ص 126 - 128)، كما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم: (17) تمثيل نقطة العائد.



المصدر: محمد صالح حناوي وآخرون: 2004، ص 128.

ويلاحظ أنه قبل نقطة العائد، تكون الأرباح قبل التوسع أكبر منها بعد التوسع، وبالتالي فهناك ضرورة في أن يزيد حجم الإنتاج والمبيعات عن نقطة العائد حتى تكون سياسة التوسع ناجحة.

وهذا معناه أن قرار التوسع في هذه الحالة يكون متوقفاً على حجم السوق للشركة والتأكد من إمكان استيعابها لعدد أكبر من الوحدات يزيد عن نقطة العائد.

ومن ذلك يتضح مدى التعقيد الذي يصاحب عملية اتخاذ قرار التوسع، فهو ليس مجرد الإنفاق الرأسمالي، - وما يصاحبه من زيادة التكلفة الثابتة - الذي يترتب عليه زيادة حجم المبيعات إلى نقطة التعادل الجديدة على الأقل، بل يجب أن يسمح حجم السوق بزيادة تصل إلى حجم نقطة العائد على الأقل.

ثانياً: قياس درجة الرفع التشغيلي:

تعرف درجة الرفع التشغيلي أو معامل الرفع التشغيلي بأنها: "النسبة المئوية للتغير في الأرباح التشغيلية الناتجة عن نسبة مئوية للتغير في حجم المبيعات" (محمد صالح الحناوي وآخرون: 2004، ص 375).

(Josette Peyrard :1999 ,P 192) وتقاس درجة الرفع التشغيلي بالمعادلة التالية: )

$$(*) CLE = \frac{\Delta R / R}{\Delta j / j}$$

حيث:

= نتيجة الاستغلال (قبل المصاريف المالية) R.

= التغير في نتيجة الاستغلال.  $\Delta R$ .

= حجم الإنتاج.  $\phi$ .

= التغير في حجم الإنتاج.  $\Delta \phi$ .

. ونلاحظ أن معامل الرفع التشغيلي هو معامل مرن يتغير وفقا لمستوى الإنتاج.

(Josette Peyrard : 1999 , P 194) ويمكن صياغة معادلة درجة الرفع التشغيلي بصورة أخرى )

فإن: R ونتيجة الاستغلال  $\phi$  فإذا كان لدينا مستوى إنتاج

$$R = \phi (P - V) - F$$

حيث:

= سعر البيع الوحدوي. P.

= التكلفة المتغيرة للوحدة الواحدة. V.

= التكاليف الثابتة. F.

$\Delta R$  وبما أن التكاليف الثابتة مستمرة فإن التغير في نتيجة الاستغلال:

$$= \Delta \phi (P - V)$$

$$\frac{\Delta R}{R} = \frac{\Delta j (P - V)}{j (P - V) - F} \text{ وبالتالي معدل نمو نتيجة الاستغلال:}$$

(\*) هو معامل أو درجة الرفع التشغيلي. CLE

وبتعويض  $\frac{\Delta R}{R}$  في العلاقة السابقة نجد أن:

$$CLE = \frac{\Delta R / R}{\Delta j / j} \Rightarrow CLE = \frac{\frac{\Delta j (P - V)}{j (P - V) - F}}{\frac{\Delta j}{j}}$$
$$\Rightarrow CLE = \frac{j (P - V)}{j (P - V) - F}$$

( التكلفة المتغيرة الإجمالية، تصبح العلاقة  $(V_T)$  بـ  $(\phi V)$  رقم الأعمال و  $(CA)$  بـ  $(\phi P)$  وتعويض )

$$CLE = \frac{CA - V_T}{CA - V_T - F} \text{ كما يلي:}$$

رقم الأعمال - التكلفة المتغيرة الإجمالية أي: معامل الرفع التشغيلي =

رقم الأعمال - التكلفة المتغيرة الإجمالية - التكاليف الثابتة

معامل الرفع التشغيلي = هامش على التكلفة المتغيرة الإجمالي

الربح الصافي

### البند الثالث: الرفع المالي:

إذا كان الرفع التشغيلي على علاقة بهيكل تكاليف المؤسسة، فإن الرفع المالي على علاقة بهيكل تمويلها، فكلما ازداد اعتماد المؤسسة على المصادر الخارجية لتمويل رأس مالها المستمر تزداد درجة الرفع المالي والعكس بالعكس (محمد مطر: 2000، ص 235)

ويعرف الرفع المالي على أنه: " مفهوم مالي مستعمل في قياس درجة مديونية المؤسسة ومدى تأثير المديونية على المردودية المالية " (الأرقم عبد الحفيظ: 1999، ص 45)

حيث يكون أثر هذا الرفع (الأرقم عبد الحفيظ: 1999، ص 45):

- إيجابيا: يؤدي إلى زيادة الأرباح الصافية لصاحب أو أصحاب المؤسسة إذا كانت تكلفة الديون المالية أقل من العوائد التي حققتها عملية استخدام هذه الديون.

- سلبيا: يؤدي إلى انخفاض الأرباح الصافية لأصحاب المؤسسة إذا كانت تكلفة الديون المالية أكبر من العوائد التي حققتها عملية استخدام هذه الديون .

أولا: صيغة أثر الرفع المالي:

يمكن (Rf) والمردودية المالية (i) وتكلفة الديون (Re) إن العلاقة بين المردودية الاقتصادية ( )  
Alain Marion : 2001,P164-165: صياغتها بالطريقة التالية ( )

إذا كان لدينا:

: نتيجة الاستغلال قبل المصاريف المالية R.

: مصاريف مالية FF.

: رأس المال المستثمر = الأصول = رأس المال الاقتصادي CI.

: الديون المالية D.

: رأس المال الخاص CP.

: معدل الضريبة t.

فإن:

$$i = \frac{FF}{D} \quad \text{معدل فوائد الديون يساوي:}$$

$$Re = \frac{R}{CI} \quad \text{تساوي: Re المردودية الاقتصادية}$$

$$(1 - R - FF) \cdot (1 - D \cdot i - R) = (t) \quad \text{أما النتيجة التي يحصل عليها المساهم فهي:}$$

: إذن المردودية المالية تساوي

$$Rf = \frac{(R - D - i)(1 - t)}{CP}$$

$$CI = CP + D \quad \text{ونعلم أن:}$$

وبذلك:

$$Re = \frac{R}{CI} \Rightarrow Re = \frac{R}{CP + D}$$

$$\Rightarrow R = Re(CP + D)$$

وبالتعويض نجد أن:

$$Rf = \frac{[Re(CP + D) - D \cdot i](1 - t)}{CP}$$



$$Rf = \left[ Re + (Re - i) \cdot \frac{D}{CP} \right] (1 - t)$$

أثر الرفع المالي

إذن المردودية المالية تساوي إلى المردودية الاقتصادية زائد أثر الرفع مع مراعاة الأثر الضريبي.  
أي أن:

المردودية المالية = [مردودية اقتصادية + (مردودية اقتصادية - معدل فوائد الديون) مجموع الديون] الأموال الخاصة

(1- معدل الضريبة)

المردودية المالية = (مردودية اقتصادية + أثر الرفع المالي). (1- معدل الضريبة)

حيث أن:

أثر الرفع المالي = (مردودية اقتصادية - معدل فوائد الديون) مجموع الديون

الأموال الخاصة

أثر الرفع المالي = معدل الفرق × ذراع الرفع

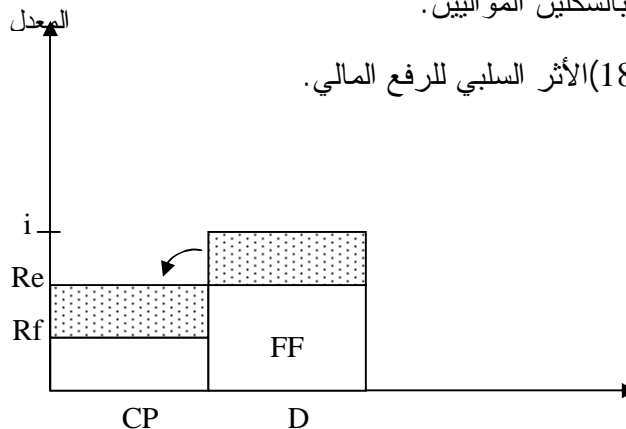
ومنه:

معدل فوائد الديون، يكون أثر الرفع المالي موجبا، ويؤدي إلى < - إذا كانت المردودية الاقتصادية ارتفاع المردودية المالية كلما ارتفعت قيمة ذراع الرفع.

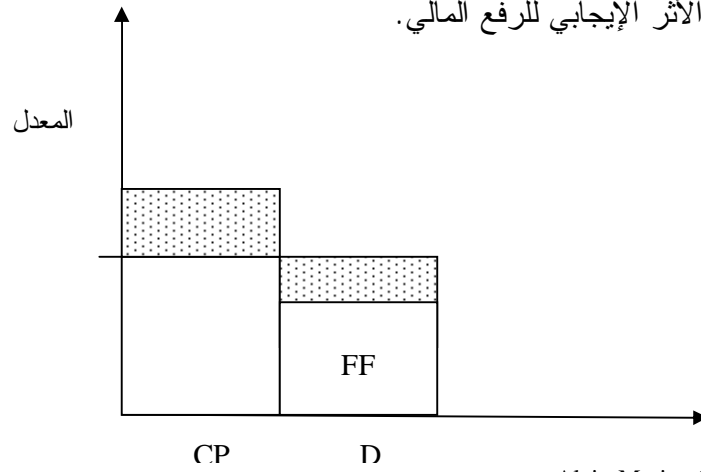
معدل فوائد الديون، يكون أثر الرفع المالي سالبا، ويؤدي إلى > - إذا كانت المردودية الاقتصادية انخفاض المردودية المالية كلما ارتفعت قيمة ذراع الرفع.

ويمكن توضيح ذلك بالشكلين المواليين:

الشكل رقم (18) الأثر السلبي للرفع المالي.



الشكل رقم (19) الأثر الإيجابي للرفع المالي.



Alain Marion 2001.P165 Source :

ثانياً: قياس درجة الرفع المالي:

تعرف درجة الرفع المالي بأنها: " النسبة المئوية للتغير في الإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم العادية والمرتبطة بنسبة مئوية معينة للتغير في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة " (محمد صالح حناوي وآخرون: 2004، ص 377).

( Josette Peyrard :1999 , P 194 وتُقاس درجة الرفع المالي بالمعادلة التالية )

$$CLF^{(*)} = \frac{R}{R - D}$$

حيث أن:

R: نتيجة الاستغلال قبل الفائدة والضريبة.

D: الديون المالية (الفوائد).

(\*) = معامل أو درجة الرفع المالي. CLF

ويمكن البرهنة على ذلك كما يلي:

$$\frac{(R-D)(1-t)}{K} = \text{إيراد السهم الواحد}$$

حيث:

: معدل الضريبة. t

: عدد الأسهم. K

: ثابت (ديون مالية، الفائدة..) D.

ومنه:

$$\frac{\Delta R(1-t)}{K} = \text{إيراد السهم الواحد}$$

وإذا كانت:

$$\frac{\frac{\Delta R(1-t)}{K}}{\frac{(R-D)(1-t)}{K}} = \text{النسبة المئوية للتغير في إيراد السهم الواحد}$$
$$\frac{\Delta R}{R-D} =$$

وبما أن درجة الرفع المالي تعرف أيضا على أنها: " النسبة المئوية للتغير في الإيرادات مقسوم على النسبة المئوية للتغير في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة " (محمد صالح الحناوي وآخرون: 2004، ص 378).

فإن:

$$\frac{R}{R-D} = \frac{\frac{\Delta R}{R}}{\frac{\Delta R}{R}} = \text{درجة الرفع المالي}$$

**البند الرابع: الرفع المشترك:**

يترتب على الرفع التشغيلي تأثير على الإيرادات قبل الفائدة والضريبة كنتيجة للتغير في حجم المبيعات، وإذا أدخلنا الرفع المالي فإن التغيرات في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة يترتب عليها تأثير على إيراد السهم، ومع استعمال المؤسسة لدرجة عالية من الرفع التشغيلي والرفع المالي، فإن أي تغير في حجم المبيعات سيؤدي إلى تقلبات كبيرة في إيراد أصحاب الأموال (إيراد السهم الواحد) (محمد صالح الحناوي وآخرون: 2004، ص 379).

وتقاس درجة الرفع المشترك أو الرفع المجمع بالمعادلة التالية: (منير إبراهيم هندي: 1999، ص 625):

درجة الرفع المشترك = درجة الرفع التشغيلي × درجة الرفع المالي.

ويقيس الرفع المشترك مدى استجابة المردودية المالية (عائد السهم) للتغير الحادث في المبيعات، أي أن (محمد مطر: 2000، ص 243) :

درجة الرفع المشترك = درجة الرفع التشغيلي × درجة الرفع المالي

$$\frac{R}{R-D} \times \frac{\Delta R/R}{\Delta \Phi/\Phi} =$$

$$(*) \frac{R}{R-D} \times \frac{CA - V_T}{CA - V_T - F} =$$

### الفرع الثاني: تحليل مخاطر المؤسسة:

تعتبر المخاطر العامل الأساسي الثاني - بعد العائد- المحدد للقيمة السوقية للمؤسسة والمستعمل كمعيار في قبول المشاريع الاستثمارية أو رفضها والمفاضلة فيها بينها، إضافة إلى تأثيره في تكلفة الأموال المستعملة من طرف المؤسسة.

### البند الأول: تعريف المخاطرة:

تعرف المخاطرة بأنها: " فرصة تكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة " (طارق عبد العال: 2002، ص 260)، وإن كان هذا التعريف مقبولاً إلا أنه لا يصلح للتحليل لأنه لا يمكننا من قياس المخاطرة، لذا يستخدم مفهوم الخطر للدلالة على المشروع الاستثماري الذي لا يعرف تدفقه النقدي السنوي الصافي بصفة أكيدة بل تعرف عنه لتلك السنة مجموعة من التدفقات النقدية الصافية يوافق كل منها احتمال حدوث، مع العلم أن التوزيع الاحتمالي لهذه التدفقات النقدية قد يكون مقدرًا على أساس موضوعي أو ذاتي (الأرقم عبد الحفيظ: 1999، ص 8).

### البند الثاني: أنواع المخاطر:

هناك العديد من التسميات التي تطلق على أنواع المخاطر، رغم ذلك نميز نوعين رئيسيين من المخاطر: مخاطر النشاط والمخاطر المالية.

### أولاً: مخاطر النشاط:

تم الاحتفاظ بنفس الرموز المستعملة في العناصر السابقة. (\*)

يقصد بمخاطر النشاط تذبذب ربح العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة أو بظروف النشاط الذي تمارسه المؤسسة، وتعد مخاطر النشاط من أهم المتغيرات التي تحدد التشكيلة التي تكون هيكل رأس المال، وتتفاوت مخاطر النشاط من صناعة إلى أخرى، بل ومن مؤسسة إلى أخرى في نفس الصناعة، ومن أهم المتغيرات المؤثرة عليها ما أورده منير إبراهيم هندي (1999، ص 118 - 119) كما يلي:

### 1- التغير في حجم الطلب على منتجات المؤسسة:

تزداد مخاطر النشاط كلما اتسم الطلب على منتجات المؤسسة بالتقلب، ويعود التقلب في حجم الطلب إلى أسباب عديدة من بينها:

- إدخال المؤسسة لمنتجات جديدة تسهم في زيادة حجم الطلب على منتجاتها.
- نجاح المنافسين في تقديم منتجات بديلة من شأنها أن تضعف الطلب على منتجات المؤسسة.
- حالة الرواج أو الكساد الذي تتعرض له الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة أو يتعرض لها الاقتصاد القومي ككل.

### 2- التغير في أسعار بيع المنتجات:

يتوقع أن تزداد مخاطر النشاط كلما زاد تقلب أسعار المنتجات، ويعود التقلب في أسعار بيع المنتجات إلى حدة المنافسة، أو التدخل الحكومي من وقت لآخر بهدف التحكم في الأسعار عن طريق سياسة مراقبة الأسعار.

### 3- التغير في أسعار المدخلات:

تزداد مخاطر النشاط كلما زاد التغير في تكلفة المدخلات بالزيادة أو النقصان إذ قد تنخفض أسعار الخامات نتيجة لزيادة المعروض منها، كما قد ترتفع أسعارها بسبب إضراب العمال في مصانع الموردين مما يؤدي إلى انخفاض الكميات المعروضة، كذلك قد ترتفع تكلفة العمالة نتيجة لضغوط العمال أو نقاباتهم، وقد تنخفض هذه التكلفة بسبب تطور تكنولوجي أدخل على الآلات المستخدمة في الإنتاج.

### 4- مرونة الطلب على منتجات المؤسسة:

كلما انخفضت مرونة الطلب على المنتجات كلما تمكنت المؤسسة من مواجهة التغير في أسعار المدخلات بإجراء تغيير في أسعار منتجاتها، مما يسمح لها بتحقيق نوع من الاستقرار في صافي ربح العمليات يترتب عليه تخفيض مخاطر النشاط.

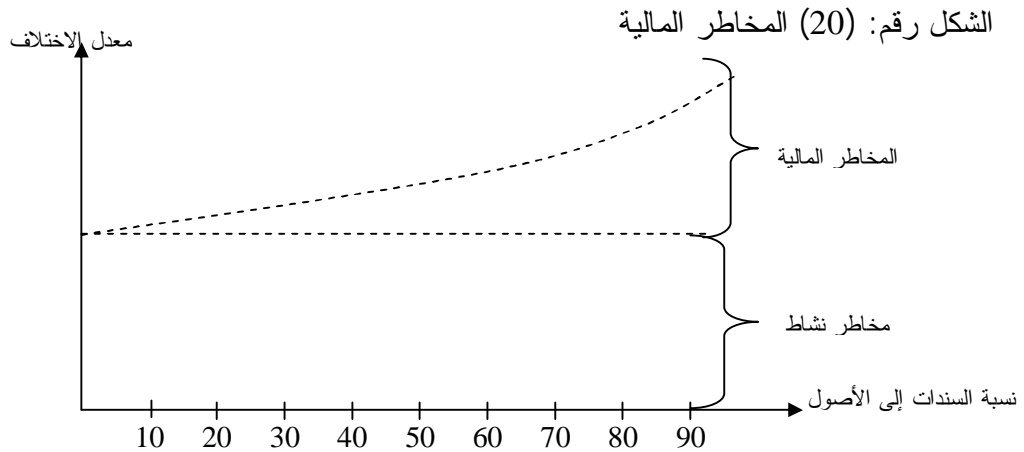
#### 5- نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية:

كلما زادت درجة الرفع التشغيلي، أي كلما زادت نسبة التكاليف الثابتة كلما ترتب عن التغير في المبيعات تغير أكبر في صافي ربح العمليات، بما يعني زيادة حجم مخاطر النشاط.

#### ثانياً: المخاطر المالية:

يقصد بالمخاطر المالية التذبذب في صافي الربح بعد الضريبة، أي التذبذب في العائد المتاح للملاك بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد القروض السندية و/أو المصرفية وتوزيعات الأسهم الممتازة (منير إبراهيم هندي: 1999، ص128)، والأصل في هذا النوع من المخاطر ليس الاقتراض بحد ذاته، وإنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوع على تلك القروض (حمزة الشمخي، إبراهيم الجزراوي: 1998، ص 408).

وتشير المخاطر المالية إلى حجم مديونية المؤسسة بالمقارنة بحقوق الملكية لأسهم عادية وأرباح محتجزة، فكلما زاد حجم المديونية بالمقارنة بحقوق الملكية زادت المخاطر المالية، والسبب في ذلك أنه يجب على المؤسسة أن تحقق عائداً يكفي على الأقل لتغطية الفوائد وأقساط سداد القرض السندي و/أو المصرفي، لذا فإنخفاق المؤسسة في مواجهة هذه الالتزامات يؤدي إلى إفلاسها، لذلك نجد أن المؤسسة ذات المديونية المنخفضة أو المنعدمة قد تواجه مخاطر مالية بسيطة، أو قد لا تواجه هذه المخاطر على الإطلاق إذا لم تكن مقترضة (عبد الغفار حنفي: 2003-2004، ص 198)، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:



المصدر: منير إبراهيم هندي: 1998، ص 130.

ويتضح من الشكل السابق أن المخاطر المالية عبارة عن مخاطر إضافية بالنسبة للمؤسسة، فالمؤسسة عندما لا تقترض تتعرض لنوع واحد فقط من المخاطر (مخاطر النشاط)، وتبقى درجة هذه المخاطر ثابتة مهما كانت تشكيلة أموال المؤسسة.

وعندما تلجأ المؤسسة إلى الإصدار السندي و/أو الاقتراض المصرفي ترتفع مخاطرها المالية تدريجياً حسب أهمية نسبة السندات أو القروض المصرفية في هيكلها المالي.

### ثالثاً: المخاطرة الكلية:

يقصد بالمخاطرة الكلية الجمع بين مخاطر النشاط التي ترجع إلى قرارات الاستثمار في الأصول، والمخاطر المالية التي ترجع إلى قرارات التمويل، أين لا بد وأن يساوي مجموعها المخاطر المنتظمة إضافة إلى المخاطر غير المنتظمة.

المخاطر الكلية = مخاطر النشاط + المخاطر المالية (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 129).

### البند الثالث: قياس المخاطرة:

يتم قياس المخاطر وفق مجموعة من الطرق الإحصائية والكمية.

#### أولاً: قياس مخاطر النشاط:

إضافة إلى درجة الرفع التشغيلي تقاس مخاطر النشاط بدرجة تقلب صافي ربح العمليات عبر الزمن، أو بدرجة الاختلافات في التدفق النقدي لمجمل مشاريع المؤسسة عن تدفقها المقدر أو المتوقع. يتم قياس مخاطر النشاط باستخدام أساليب إحصائية معروفة تعتمد في الأساس على مقاييس التشتت، إذ يمكن تحديد خطر النشاط المرتبط بالمؤسسة من خلال معرفة التغير في صافي ربح العمليات عن المتوسط، فكلما زاد تقلب صافي ربح العمليات أو زاد تشتته عن المتوسط زادت المخاطر، وأهم مقاييس التشتت المعتمدة في الحساب:

#### 1- الانحراف المعياري:

يعتبر الانحراف المعياري أفضل المقاييس في قياس الحجم المطلق للمخاطر، و يتم حسابه وفق الخطوات التالية:

- الخطوة (1): بعد القيام بالتبؤ للأحداث المقبلة وحساب التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات،

: نقوم بحساب التوقع الرياضي لهذا التوزيع بالمعادلة التالية (الأرقم عبد الحفيظ: 1999، ص 31)

$$E(X) = \sum_{i=1}^n X_i P_i$$

حيث أن :

: متوسط القيمة المتوقعة لربح العمليات.  $E(X)$

: أرباح العمليات المحتملة.  $X_i$

: احتمال تحقق أرباح العمليات.  $P_i$

: عدد الأرباح المحتملة.  $n$

- الخطوة (2): بعد حساب التوقع الرياضي ،نمر لحساب تباين التوزيع الاحتمالي، حيث أنه كلما زاد التباين في النتائج المتوقعة لمتغير ما، دل ذلك على عدم تجانسها وعلى تشتتها، ويتم حساب التباين بالمعادلة التالية (الأرقم عبد الحفيظ: 1999، 32)

$$S^2(X) = \sum_{i=1}^n [X_i - E(X)]^2 P_i$$

- الخطوة (3): يتم حساب الانحراف المعياري بحساب الجذر التربيعي للتباين وفق المعادلة التالية:

$$S(X) = \sqrt{\sum_{i=1}^n [X_i - E(X)]^2 P_i}$$

تستخدم هذه المعادلة في حالة توفر بيانات مستقبلية متوقعة، أما في حالة الاعتماد على المعلومات التاريخية فإن الانحراف المعياري يحسب وفقا للمعادلة التالية:

$$S(X) = \sqrt{S^2(X)} = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - X')^2}{n-1}}$$

حيث أن :

: المتوسط الحسابي.  $X'$

## 2- معامل الاختلاف:

إن استعمال الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر يمكن أن يكون مقبولا في حالة واحدة وهي تساوي المتوسطات الحسابية لعوائد المشاريع المراد المفاضلة بينها، أما عندما تختلف هذه المتوسطات فيفضل الاعتماد في هذه الحالة على معامل الاختلاف الذي هو عبارة عن مقياس نسبي للمخاطر، يتم حسابه بقسمة الانحراف المعياري على التوقع الرياضي وفقا للمعادلة التالية:

$$Cv = \frac{S(X)}{E(X)}$$



حيث أن:

: معامل الانحراف.  $Cv$

: الانحراف المعياري.  $\sigma$

: المتوسط الحسابي.  $E(X)$

وكلما كان معامل الاختلاف أقل كلما دل ذلك على انخفاض المخاطر.

### 3- التباين النصفي:

يتم حساب هذا المقياس بحساب الانحرافات التي تكون أقل من الوسط الحسابي فقط، لأن مفهوم الخطر مرتبط بالجزء الأيسر للتوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع أي الجزء الذي يكون فيه العائد المحتمل أقل من العائد المتوقع، وفقا للمعادلة التالية:

$$Sv = \sum_{i=1}^K [X_i - E(X)]^2 P_i$$

حيث أن:

: التباين النصفي.  $Sv$

: قيم صافي أرباح العمليات التي تقل عن القيمة المتوسطة.  $X_i$

: عدد العوائد (أرباح العمليات) التي تقل عن القيمة المتوسطة.  $K$

وكلما قل شبه التباين لأرباح عمليات المؤسسة كلما قلت مخاطر نشاطها، مع الإشارة إلى أنه إذا كانت مصادر المخاطر التشغيلية للمؤسسة تعود إلى التقلب في المبيعات وأيضاً التقلب في تكاليف العمليات فإنه يمكن قياس حجم التقلب لكل مصدر على حدة.

ويتم قياس التقلب في المبيعات باستعمال معامل الاختلاف بالشكل التالي:

معامل الاختلاف = الانحراف المعياري للمبيعات

متوسط المبيعات

و تشير المعادلة إلى الجزء من التقلب في ربحية المؤسسة الذي يرجع سببه إلى عوامل خارجة عن سيطرة الإدارة.

ثانياً: قياس المخاطر المالية:

إضافة إلى درجة الرفع المالي التي تعتبر مقياسا للمخاطر، حيث تقيس درجة تقلب صافي الربح المتاح للمساهمين بسبب استعمال مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد ودفعات السندات والقروض وكذا توزيعات الأسهم الممتازة، هناك بعض الطرق التي تخص نوعا واحدا فقط من التمويل، وهو التمويل بالاقتراض الذي سببه عجز المؤسسة عن الوفاء بمستحقات الدائنين المتمثلة في الفوائد وأصل الدين، وينجر عن توقف المؤسسة عن الدفع تعرضها لما يسمى بخطر الإفلاس، غير أننا سنقتصر على طريقة واحدة والتي تخص التمويل عن طريق السوق السندي وذلك من خلال " Standard and Poor تصنيف السندات على المدين القصير ثم المتوسط والطويل وفق طريقي " Moody's." و

### 1- تصنيف السندات:

ظهرت طريقة تصنيف السندات في البداية كطريقة للتقييم المدرسي، ويعني تصنيف السندات بتقدير خطر العجز لمصدر دين معين، وتتم عملية التصنيف بإعطاء علامات معبر عنها بمجموعة من Lawrence Gitman et autres : 2005، الحروف، لمختلف أصناف السندات مهما كان نوعها أو مصدرها) P460.(

وتسعى المؤسسات إلى تصنيف إصداراتها من السندات كمدخل لإنجاح عملية الاكتتاب ويتم Moody's و Standard and Poor's التصنيف عادة وفقا لأحد مؤشري التصنيف

ويتم التصنيف على أساس تقدير مدى إمكانية المصدر على سداد الالتزامات، لذلك يركز مقياسي على مدى احتمالية عسر المؤسسة في الوفاء بالتزاماتها، وما Moody's و Standard and Poor's هي الضمانات لحماية الدائنين في حالة العسر والعجز عن السداد (عبد الغفار حنفي: 2003، ص 294). ومن المفيد معرفة أن التصنيف يركز أساسا على معيار العجز عن السداد غير أنه يختلف في المدى الطويل عنه في المدى القصير.

### 2- تصنيف السندات على المدى الطويل:

كما هو مبين في Moody's و Standard and Poor's يتم تصنيف السندات وفق وكالتي الجدول الموالي:

(: تصنيف السندات على المدى الطويل 01 الجدول رقم )

التعريف	Moody's	Standard and
---------	---------	--------------

		Poor's
السندات ذات نوعية جيدة، وهذه الدرجة العالية تدل على إمكانية كبيرة لسداد أصل الدين والفوائد، ويطلق عليها اسم التوظيفات "placement de tout repos المريحة".	Aaa	AAA
السندات ذات نوعية جيدة، وذات درجة عالية لكن أقل من المسابقة لأن هامش الضمان أقل من السابق.	Aa	AA
السندات ذات نوعية مقبولة، ولها قدرة جيدة لضمان سداد الفوائد واسترجاع أصل الدين، ومع ذلك يمكن أن تتأثر هذه المقدرة نتيجة إلى تغير في الظروف الاقتصادية على الأسوأ بدرجة أعلى مما تتأثر به السندات المصنفة في الرتبتين السابقتين.	A	A
السندات ذات نوعية مقبولة، ولها إمكانية سداد أصل الدين والفوائد، ولكن تفتقد إلى عوامل الحماية في حالة تغير الظروف الاقتصادية إلى الأسوأ.	Baa	BBB
إصدارات مضاربة، تمنح حماية بسيطة لاسترجاع أصل الدين والفوائد في مختلف الأحوال الاقتصادية، وتمنح للسندات ذات الخطر العالي.	Ba	BB
إصدارات مضاربة، تمنح حماية ضعيفة لاسترجاع أصل الدين والفوائد، لا تتوفر على الخصائص المطلوبة في السندات، وهي درجة تمنح للسندات ذات الخطر العالي.	B	B
المصدر في حالة عجز أو في طريقه الإفلاس.	Caa	CCC
المصدر في حالة عجز، إصدارات تتميز بدرجة عالية من المضاربة.	Ca	CCC
المصدر في حالة عجز مالي ولا يمكنه سداد ما عليه، وتعتبر هذه السندات ذات نوعية رديئة (سيئة).	-	C
المصدر في حالة إفلاس ولا يمكن استرجاع الدين والفوائد أبداً.	-	D

( يوضح تسلسل تصنيف السندات للمدى الطويل وفق وكالتين أساسيتين 01 والجدول رقم: )  
Moody's و Standard and Poor's هما:

وعلى الرغم من وجود اختلاف بسيط في الترميز إلا أن مبدأ التصنيف يبقى نفسه، وهو التصنيف على أساس عجز المصدر في الوفاء بالتزاماته من تسديد أصل الدين والفوائد، أين نجد (Aa) (AA) والفئة Aaa و(AAA)السندات ذات النوعية الجيدة تحتل مرتبة عالية ضمن الفئة (Baa)(BBB) والفئة A (A) حين أن السندات ذات النوعية المقبولة تصنف ضمن الفئة ليتم فيما بعد إدخال عنصر المضاربة في عملية التصنيف الذي يدل على زيادة خطر عدم السداد، إضافة إلى العنصر الأساسي وهو خطر عدم السداد لتصنيف السندات ذات النوعية المنخفضة (Ca). أما السندات ذات النوعية الرديئة فقد تم تصنيفها في الفئة Caa (CCC) و (B)B و (Ba) و (BB) Standard and Poor's عند CCC. D والفئات Moody's عند

ترتيب السندات داخل نفس Moody's بالإضافة إلى أصول التصنيف المشار إليها سابقاً، أعاد الفئة، وذلك بإرفاق المتغيرات الرقمية (1.2.3) للسندات المصنفة ضمن نفس الفئة، في حين أن (A أو A1) استعمل الإشارتين (+) و(-) ضمن نفس فئة التصنيف ليصبح Standard and Poor's+ يدل على تصنيف A أو A3 لكن يحتل مستوى عال، في حين أن A - يدل على تصنيف ضمن الفئة. أما السندات التي اختلفت في تحديد رتبته بين شركات التقييم، فمثلاً قد تم A يوجد في أسفل الفئة (BB)Ba (BB) بينما تصنف لدى مكتب آخر في الفئة Baa (BBB) تصنيفها لدى أحد المكاتب في الفئة . 5 B وهو ما يعرف بتشتت أو تجزئة الفئة، يتم تصنيفها ضمن الفئة

### 3- تصنيف السندات على المدى القصير:

يمكن توضيح تصنيف السندات على المدى القصير من خلال الجدول الموالي:

(: تصنيف السندات على المدى القصير. 02الجدول رقم )

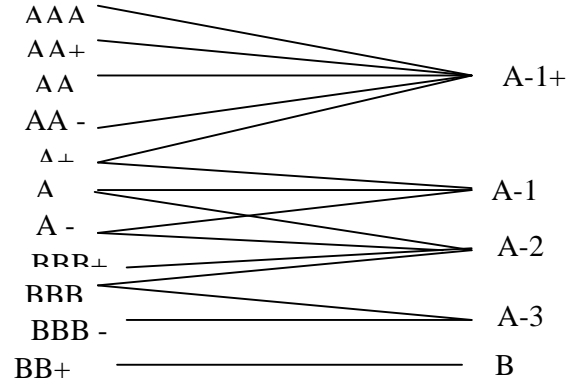
التعريف	Moody's	Standard and Poor's
قدرة كبيرة على مواجهة التزاماتها بالنسبة للسندات (أصل السندات + الفوائد).	علاوة 1	A + 1 -
قدرة جيدة لتسديد السندات وفوائدها.	علاوة 2	A - 2

قدرة جيدة لتسديد السندات وفوائدها.	علاوة 3	3 A -
مضاربة	علاوة أخرى	B
المؤسسة معرضة للإفلاس.	-	C
المؤسسة في حالة إفلاس.	-	D

. Pierre Vernimmen : 2000, P469 :Source

ويعتمد مبدأ التصنيف على المدى القصير نفس مبدأ التصنيف على المدى الطويل، كما أنه غير مستقل عنه، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (21) ارتباط التصنيف طويل الأجل وقصير الأجل.



. Pierre Vernimmen : 2000, P470 :Source

ويظهر الشكل مدى الارتباط الوثيق بين تصنيف السندات على المدى الطويل وكذا تصنيف السندات على المدى القصير ويرجع هذا إلى اعتمادها نفس المبدأ للتصنيف، وهو معيار العجز عن السداد إضافة إلى المضاربة.

وفي الأخير نشير إلى أن تغير تصنيف السند يتغير وفقا للمركز المالي للمؤسسة المصدرة  
بالتحسن أو التراجع، لذا فإن تصنيف السندات يكتسي أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة لأنه يعكس وضعية  
مركزها المالي في السوق السندي، لذا تسعى المؤسسة دائما لتحسين هذه الوضعية.

ثالثا: قياس المخاطر الكلية:

تعتبر المخاطر الكلية محصلة الجمع بين المخاطر المالية ومخاطر النشاط، لذلك فهي تعبر عن  
التقلب الكلي في العائد على استثمار المؤسسة، والذي يتم قياسه عن طريق حساب درجة الرفع الكلي  
حيث أن:

درجة الرفع الكلي = درجة الرفع التشغيلي × درجة الرفع المالي

$$\text{درجة الرفع الكلي} = \frac{R}{R-D} \cdot \frac{\Delta R/R}{\Delta \Phi/\Phi}$$

: نتيجة الاستغلال. R

: ديون مالية. D

: حجم الإنتاج.  $\Phi$

أو:

درجة الرفع الكلي = ربحية السهم

المبيعات

الفرع الثالث: 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.

البند الأول: 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 ملاكا 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.

### **البند الثاني: 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، وهذا ما سيتم التعرض إليه في المبحث الموالي.

### **المبحث الثاني - تأثير الاقتراض السندي على المؤسسة:**

تحدد السياسة المالية للمؤسسة في إطار سياستها العامة، التي يجب أن تدرج العقوبات المالية مثل مستوى القروض السندية في هيكل رأسمالها، حيث أن لجوء المؤسسة إلى السوق السندي للتمويل يمتد تأثيره إلى المؤسسة كلها، ولتبيان تأثير السوق السندي على المؤسسة سنتناول أولا القرض السندي في المؤسسة وتأثيره على أهدافها، ثم ننتقل إلى تأثير القرض السندي على قيمة المؤسسة وفق مجموعة

من المداخل، لنتطرق في الأخير إلى مجموعة من النظريات البديلة لقرار التمويل عن طريق السوق السندي.

### المطلب الأول- القرض السندي في المؤسسة:

يمارس القرض السندي تأثيرا على أهداف جميع الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة، سواء كانوا ملاكا أو مسيرين أو دائنين، لذا أصبح من الضروري على الإدارة المالية للمؤسسة مراعاة مختلف هذه الأهداف عند اختيار مصدر التمويل خاصة عند التمويل عن طريق السوق السندي.

#### الفرع الأول: الاقتراض السندي وأهداف المؤسسة:

تسعى المؤسسة من خلال الاعتماد على التمويل عن طريق السوق السندي إلى التوفيق بين أهداف مختلف الأطراف المتعاملة معها.

#### البند الأول: أثر القرض السندي على عائد الأسهم:

يمكن إبراز أثر القرض السندي على عوائد الأسهم من خلال تحليل مجموعة من العلاقات الرياضية القائمة على جملة من الفرضيات أهمها:

- تعتمد المؤسسة في تمويلها على مصدرين تمويلين هما: السندات والأسهم العادية.

K. - حجم استثمار المؤسسة ثابت وقدره

إذا كان لدينا:

: مبلغ القرض السندي D.

: متحصلات طرح الأسهم العادية NP.

: عدد الأسهم العادية) N. : سعر السهم الواحد، P حيث: (

: معدل الفائدة i.

: معدل الضريبة t.

: صافي ربح العمليات Y.

: عائد السهم العادي X.

- الحالة (1): نفترض أن السندات تحمل أسعار فائدة ثابتة:



( بالمعادلة التالية: X يمكن كتابة عائد الأسهم العادية )

$$X = \frac{Y - iD}{N}(1 - T)$$

( فإن: NP) ومتحصلات بيع الأسهم العادية (D) وحيث أن الاستثمار يتم تمويله بالسندات )

$$K = NP + D \Rightarrow N = \frac{K - D}{P}$$

في المعادلة السابقة نحصل على: N بتعويض قيمة

$$X = (1 - t)P \frac{(Y - iD)}{K - D}$$

(، D) ومبلغ القرض السندي (Y) يتأثر بصافي ربح العمليات (X) من المعادلة يتبين أن عائد السهم ) وهذا مع افتراض ثبات العناصر الأخرى.

$$\Delta X = \frac{SX}{SD} PD + \frac{SX}{SY} PY$$

ومنه Y لتبيان تأثير القرض على عائد السهم العادي نفترض ثبات صافي ربح العمليات

$$\frac{\Delta X}{\Delta D} = (1 - t)P \frac{Y - iK}{(K - D)^2}$$

ولا يمارس القرض السندي أي تأثير على عائد السهم إذا كان  $\frac{\Delta X}{\Delta D} = 0$

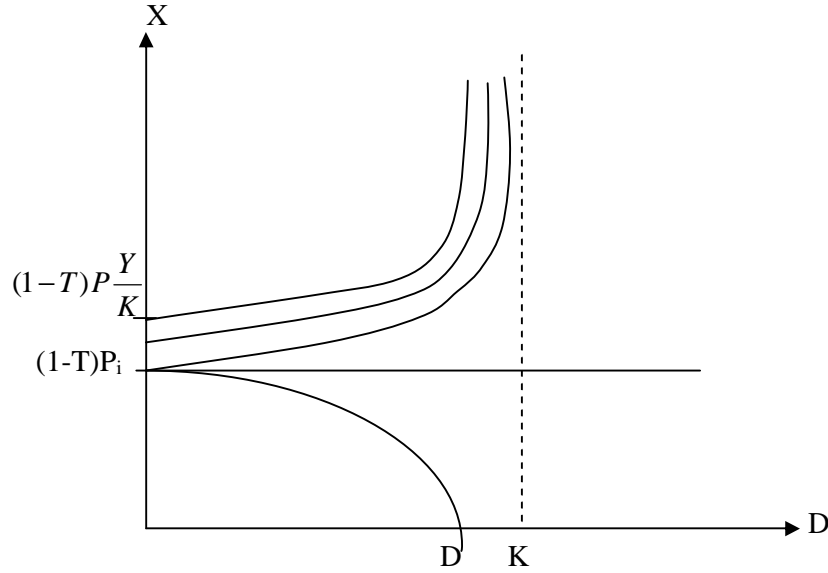
أي أن:

$$\Rightarrow Y = iK \quad (1 - t)P \frac{Y - iK}{(K - D)} = 0$$

وهذا  $Y = iK$  و  $D \neq K$  حيث لا يمارس القرض السندي أي تأثير على عائد الأسهم، إلا إذا كان

ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم: (22) عائد السهم ومردودية الاستثمار.



Source :Jean François Echard :1974. .p102

( حيث يتضح أن: D) و (X وبالتمعن في الشكل السابق يمكن استخراج عدة حالات تعكس العلاقة بين )

$$r = Y/K = ( \text{حيث } r > i \text{ أو } Y > iK^* )$$

(، الأمر الذي يعمل على رفع  $ik$ ) يفوق المصاريف المالية ( $Y$  في هذه الحالة فإن عائد الاستثمار )  
، فإن  $iK = Y$  عائد السهم بارتفاع نسبة السندات في هيكل رأس مال المؤسسة، رياضيا إذا كان:

$$\left( \frac{\Delta X^2}{\Delta D^2} \right) f o$$

عائد الاستثمار يعادل المصاريف المالية وهي الحالة التي تعرضت لها النظرية الاقتصادية الكلاسيكية  
( التي بينت أن المؤسسة تستثمر إلى أن يتعادل معدل العائد الهامشي لرأس المال مع معدل الفائدة )  
(، وفي هذه الحالة فإن الرفع المالي لا يمارس أي تأثير على عائد السهم  $i$ .

$$Y < ik^*$$

( لا يغطي المصاريف المالية المترتبة عن عملية الاقتراض  $Y$  صافي ربح عمليات المؤسسات )  
السنوي وعائد السهم في تراجع مع ارتفاع حجم السندات في هيكل رأس مال المؤسسة  $\left( \frac{\Delta X^2}{\Delta D^2} \right) p o$

- الحالة (2): نفترض أن السندات تحمل أسعار فائدة متغيرة:

إذا أصبحت القروض السندية ذات أهمية كبيرة مقارنة بالأموال الخاصة فإن الخطر يزداد، الأمر الذي يؤدي بالدائن إلى المطالبة بمعدل فائدة أعلى لتعويضه عن هذا الخطر.

$$o \text{ حيث يمكن كتابة: } i' = i(D/K) \Rightarrow \frac{\Delta i}{\Delta D/K}$$

بالتعويض في المعادلة التالية:  $X = (1-T)P \cdot \frac{Y-iD}{K-D}$  نجد أن:

$$\frac{\Delta X}{\Delta D} = (1-T)P \frac{(K-D)(-i-i'D/K) + Y-iD}{(K-D)^2}$$

$$\frac{\Delta X}{\Delta D} = 0 \Rightarrow (1-T)P \frac{Y-iK-i'D(1-D/K)}{(K-D)^2} = 0$$

وبما أن المؤسسة لا تتمول عن طريق السندات فقط، بل هناك أسهم فإن:

$$K D \neq Y - iK - i'D(1-D/K) = 0$$
 ، ومنه فإن:

( حيث أن:  $K/D$  ينمو بشكل خطي مع (بافتراض أن معدل الفائدة )

$$i = i_0 + i_1 D/K \text{ و } i' = i_1$$

( القيم التالية:  $D$  ولكي يكون إصدار السندات حيادياً ولا يؤثر في عوائد الأسهم يجب أن تأخذ )

$$\left\{ \begin{array}{l} D^* = K/2 \text{ و } Y = iK + K/4_{i_1} \\ D^* = K/2 \pm \sqrt{\frac{K(i'K-4)(Y-iK)}{4i'}} \end{array} \right.$$

لا يوجد حل لهذه الجملة إلا في المجال:

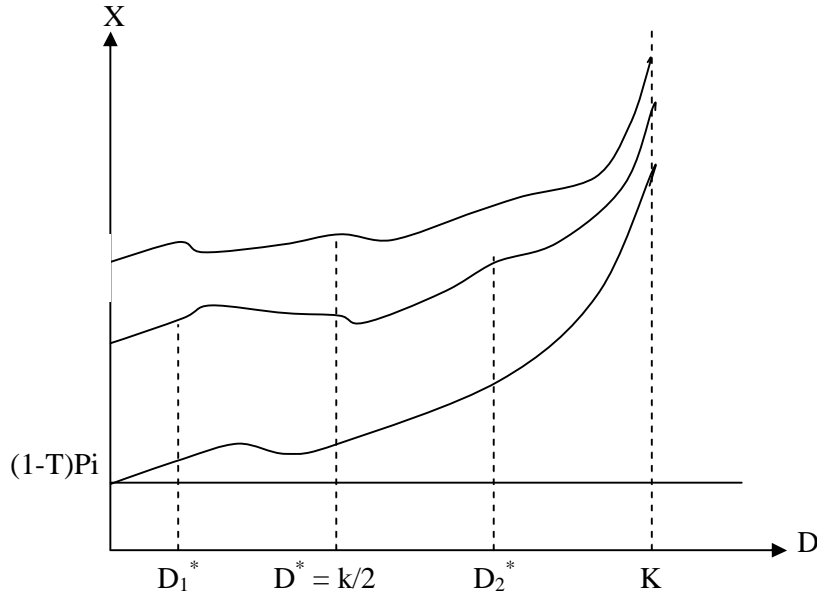
$$IK \leq Y \leq iK + i'K/4$$

إن النسبة  $D^* = K/2$  هي نسبة كلاسيكية تستعملها البنوك، حيث أن القروض متوسطة وطويلة الأجل لا يجب أن تفوق حجم الأموال الخاصة .

( هو معدل العائد المتوسط  $r$  ويمكن إظهار نتائج التحليل السابق في الرسم البياني الموالي، وبما أن )  
( محصورة  $r$  على الأموال المستثمرة ( $r = Y/k$ ) فإن حيادية إصدار السندات لا يمكن بلوغها إلا لقيم )

في المجال المغلق:  $\left[ i, i + \frac{i'}{4} \right]$ ، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم: (23) تأثير الاقتراض على ربحية السهم في حالة تغير أسعار الفائدة.



Source :jean François Echard :1974. , P104

عندما يكون:  $D = K/2$  فإن:  $X = (1-T)P(i + \frac{i'}{4})$  وهو العائد الأقصى الذي يتناسب مع حيادية

إصدار السندات على اعتبار أن:  $r \leq i + \frac{i'}{4}$ .

يمكن للمؤسسة أن ترفع عائد الأسهم عن ذلك الذي تحصلنا عليه عند  $D = K/2$  ولكن في المقابل فإنها لن تحافظ على شرط حيادية إصدار السندات.

إن المتراجحة تسلط الضوء على أهمية سياسة المقرضين اتجاه المؤسسة وتحدد هامش عمل ومناورة المستثمرين، إذا حدث وأن كان  $r \leq i + \frac{i'}{4}$  فإن المساهم والمقرض يتحملان معا الخطر

المالي.

### البند الثاني: القرض السندي ونمو المؤسسة:

يؤثر القرض السندي تأثير غير مباشر على معدل نمو المؤسسة من خلال تأثيره على مردودية الأموال الخاصة فيها، حيث أن معدل النمو هو حاصل ضرب هذه المردودية في نسبة الأرباح ( وفق المعادلة لتالية: q المحتجزة )

$$g = R_F \cdot q$$

حيث أن المردودية المالية تكتب وفقا للصيغة الرياضية التالية:

$$R_F = R_e + \frac{D}{CP} (R_e - i)$$

بالتعويض نجد:

$$g = R_e \cdot q + \frac{D}{CP} \cdot (R_e - i) \cdot q \quad \text{أي أن } g = \left[ R_e \frac{D}{CP} (R_e - i) \cdot q \right]$$

هذه المعادلة الأخيرة تسمح بتحديد دور السياسة المالية في تحديد نسب نمو المؤسسة حيث نجد ( هو دالة لأرباح متغيرات أساسية هي: g أن معدل النمو )

: معدل المردودية الاقتصادية. Re

: معدل احتجاز الأرباح. q

: معدل الفائدة. i

: الرفع المالي في المؤسسة. PC/ D

### البند الثالث: أثر القرض السندي على أمن وسلامة المؤسسة:

إذا كان لسياسة الاقتراض دور فعال في زيادة ربحية السهم وتسريع وتيرة نمو المؤسسة فإنها في المقابل ترفع الخطر المالي للمؤسسة وتخفض من مرونتها، فالقرض السندي يمثل بالنسبة للمؤسسة عقدا قانونيا يجبرها على تسديد مبالغ نقدية ثابتة في تواريخ محددة مسبقا وهذا مهما كانت الوضعية المالية للمؤسسة.

إن ارتفاع النفقات المالية بسبب القرض السندي سينقص من تدفق السيولة داخل المؤسسة الأمر الذي يسبب تراجعاً في مستويات الإنفاق الأخرى بما في ذلك تلك التي تدرج ضمن برامج المؤسسة التنموية، والتي كانت ستوجه لمكافأة رأس المال الاجتماعي في شكل قسائم موزعة، والأخطر من ذلك

هو احتمال عجز المؤسسة عن تسديد هذه المصاريف المالية في تواريخ استحقاقها مما قد يؤدي بالمؤسسة إلى حالة التوقف عن الدفع وإشهار إفلاسها.

كما يؤثر القرض السندي مباشرة على مرونة المؤسسة من خلال تقليص قدرة المؤسسة على توفير المبالغ المالية الضرورية لمواجهة النفقات غير المتوقعة أو اغتنام فرص الربح المتاحة وهذا بعد أن استفدت المؤسسة كل طاقتها الإقتراضية، يضاف إلى ذلك انخفاض مرونة المؤسسة في اجتياز مصادر التمويل بالحجم والكيف وتقلص هامش مناورة مسيريتها.

### الفرع الثاني: القرض السندي والإشارات:

( رائد " نظرية الإشارات "، حيث بين أنه في الميدان المالي AKRRLOF يعتبر "أكرلوف" ) توجد إشارتين جيدتين ترسل من طرف مسيري المؤسسة إلى المساهمين فيها، وهذا للدلالة على الوضعية المالية الجيدة للمؤسسة، وهما: سياسة الاقتراض وسياسة توزيع القسائم.

وأن استعمال سياسة الاقتراض كإشارة تتطلب أن يكون هناك عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين أو المساهمين الذين يملكون تفويض المسؤولية من جهة، ومن المستثمرين أو المساهمين العاديين من جهة أخرى، علما أن هؤلاء المستثمرين غير قادرين على تمييز المؤسسات المربحة عن غيرها.

وهناك ثلاثة نماذج تظهر سياسة الاقتراض كمبعث للإشارات هي:

### البند الأول: معدل الاقتراض:

إن المسيرين يمكن لهم أن يبعثوا بإشارة تدل على الأداء الجيد للمؤسسة، عن طريق معدل الاقتراض الكبير، وبالتالي فهم يعلمون المستثمرين على الصحة الجيدة للمؤسسة كونها تستفيد من أثر رفع مالي موجب وتقييم جيد لأسهمها.

( الذي أنشأ نموذج الذي يقترض Ross إن المساهمة الأولى في هذا المجال كانت لـ "روس" ) أن المسيرين على علم بالتوزيع الاحتمالي لعوائد المؤسسة في حين أن المستثمرين يجهلون ذلك، وأن اعتماد المؤسسة على الاقتراض بحجم معين إن لم يكن له أثر إيجابي، قد يتسبب في إفلاس المؤسسة. والمستوى الأمثل للاقتراض حسب النموذج هو بالصيغة الرياضية المتمثلة في المعادلة التالية:

$$D(X) = CX^2 / L + b$$

حيث:

: يمثل ربح المؤسسة موزع بشكل منتظم على طول الفترة الزمنية (فترة واحدة). X.

: عقوبة الإفلاس التي يتحملها المسير L.

: الحجم الأمثل للاقتراض. D (X).

: ثوابت C, b.

أدى ذلك إلى انخفاض نسبة الاقتراض. L كلما ارتفع

في هذا النموذج يكون كل من قيمة المؤسسة، احتمالات الإفلاس، معدل الاقتراض مترابطة بشكل طردي.

( وأظهر في نمودجه أن المؤسسات ذات ROSS)، نتائج "روس" (Heinkel بعد ذلك، أكد "هينكل" ) النوعية الجيدة والتي لها قيمة إجمالية كبيرة مع رسملة بورصية كبيرة، تكون مدعوة لإصدار المزيد من السندات.

### البند الثاني: نفور المسيرين من الخطر:

( فكرة تفيد بأن نوعية المؤسسة يشار إليها Pyle و Leland طرح كل من "بيل" و"ليلاند" ) بقطط الأموال الخاصة الذي يملكه المسيرين، فكلما كانت المشاريع الاستثمارية التي تباشرها المؤسسة ذات نوعية جيدة، زادت حصتهم في رأس المال، ويعمدون في نفس الوقت للاقتراض عن طريق السوق السندي أو البنوك من أجل الاستفادة من أثر الرفع المالي الموجب، وبالتالي يكون الاقتراض السندي إشارة عن النوعية الجيدة للمؤسسة، وتكون الصياغة الرياضية للنموذج بالمعادلة التالية:

$$W' = aX' + (1-a)V_a$$

( وهو غير X' )، يولد عائدا منتظما (I حيث أن المسير يباشر مشروع استثماريا مقداره ) معلوم بالنسبة للمستثمرين)، وهذا خلال فترة زمنية واحدة.

( من الأموال الخاصة، فإنه يعمل على تعظيم منفعته  $\alpha$  وحيث أن المسير يملك ما مقداره ) ( وكل ذلك تحت قيد مساهمة E )، علما أن للمؤسسة حجم اقتراض قدره (W' المنتظرة في نهاية الفترة ) الأموال الخارجية والذي يعبر عنه رياضيا بالمعادلة التالية:

$$(1-a)[V_a - E] = I$$

حيث أن قيمة المؤسسة مقدرة من طرف السوق بدلالة قيمة مساهمة المسير في رأس المال.

(، ترفع معه مخاطر المسير وفي  $\alpha$  حسب المعادلة السابقة فإن كل ارتفاع في مساهمة المسير ) نفس الوقت ترتفع قيمة السهم المباعة للمستثمرين بسبب الإشارة (ارتفاع نسبة مساهمة المسير في رأسمال الشركة).

( بشكل يظهر أن  $\alpha$  ترتفع مع (E) أن Leland و Pyle لقد أظهر كل من "بيل" و "ليلاند" ) المؤسسات الأكثر لجوء إلى الاقتراض هي التي تكون مساهمة المسيرين في رأسمالها كبيرة، وهي تتميز بنوعية جيدة أيضا.

### البند الثالث: تفاعل قرارات التمويل والاستثمار:

(، أول من أدخل تفاعل قرارات الاستثمار Majluf و Mayers يعتبر "مايرز" و "ماجلوف" ) والتمويل في نموذج الإشارات.

ولقد أظهر أن المستثمرين إذا كانوا أقل إعلاما حول قيمة أصول المؤسسة مقارنة بالمساهمين الحاليين، فإن الأموال الخاصة يمكن أن تقيم بأقل من قيمتها في السوق فعندما تحتاج المؤسسات ذات النوعية الجيدة لتمويل مشاريع جديدة عن طريق الأموال الخاصة تكون الأسهم المصدرة جراء ذلك أقل تقييما إلى حد كبير، حيث أن المستثمرين الجدد سيستفيدون أكثر مما تقدمه هذه المشاريع الاستثمارية من قيمة حالية صافية وهذا ما يؤدي إلى خسارة مالية للمساهمين الحاليين، ويمكن أن يؤدي ذلك إلى رفض مشاريع استثمارية ذات قيمة حالية صافية موجبة.

### الفرع الثالث: السوق السندي وعلاقات الوكالة:

( تحليلا للعلاقات Jensen و Meckling تقدم نظرية الوكالة لكل من "جونسن" و "ماكلينج" ) القائمة بين مختلف الأطراف المكونة للمؤسسة، و تعرف علاقة الوكالة على أنها: "عقد يقوم بمقتضاه شخص أو عدة أشخاص ويسمى الموكل، بتكليف شخص آخر هو الوكيل للقيام بتنفيذ مهمة معينة تستوجب من الموكل تفويض سلطة القرار" (عبد الحميد بن الشيخ الحسين: 2004-2005، ص 63)، كما تنظر هذه النظرية إلى المؤسسة على أنها: "مجموعة من العقود بين أعضاء الفريق الذي يقدم عوامل الإنتاج (الملاك، الدائنين، العاملين والإدارة) حيث يسعى كل عضو في الفريق إلى تحقيق مصالحه الذاتية" (منير إبراهيم هندي: 1996، ص 17).



ولاشك أن تقديم المؤسسة على شكل مجموعة عقود ناتج عن لجوء الملاك إلى إبرام عقدين رئيسيين أولهما توكيل مسيرين أجراء على إدارة شؤون المؤسسة وثانيهما هو العقد المبرم مع الدائنين الذين تلجأ إليهم المؤسسة لتغطية احتياجات التمويل لديها.

وبما أن الإدارة تعد وكيلا على تسيير المؤسسة ومراعاة مصالح ملاكها، وكذا السهر على تعظيم ثروتهم، فقد يحدث وأن تحيد الإدارة عن هذه المهمة وتتصرف إلى محاولة إشباع مصالحها الخاصة على حساب ثروة الملاك، وبفعل هذه الوضعية تنشأ تكاليف الوكالة التي تعبر عن المصاريف (J.Teulie, P. Topsacalian:1997، الإضافية الواجب دفعها للتأكد من حسن تادية الوكلاء للمهام الموكلة إليهم )، ويمكن تصنيف هذه التكاليف إلى ثلاثة عناصر هي (عبد الحميد بن الشيخ الحسين: 2004-2005 ، ص63):P27، - مصاريف المتابعة والتحفيز، التي يدفعها الموكل للوكيل.

- تكاليف الالتزام ،و يتحملها الوكيل، و هي عبارة عن مصاريف تتفق لضمان عدم القيام بتصرفات تمس الموكل ، أو لتعويضه عند الحاجة.

- التكاليف الباقية، هي التكاليف الناجمة عن استحالة تطبيق رقابة كاملة على أعمال الوكيل، أو بصفة أخرى هي الفارق بين الخسائر المحتملة بسبب سلوك غير رشيد للوكيل من جهة ومجموع تكاليف المراقبة وتكاليف التبرير من جهة أخرى.

وبالنظر إلى طبيعة العقود القائمة داخل المؤسسة وكذا التعارض المحتمل بين أطراف هذه العقود، فإننا نميز بين نوعين رئيسيين من علاقات الوكالة هي: علاقة الوكالة القائمة بين الملاك والمسيرين، وعلاقة الوكالة بين الملاك والمسيرين من جهة والدائنين من جهة أخرى.

### البند الأول: علاقة الوكالة القائمة بين الملاك والمسيرين:

تترجم هذه العلاقة في التعارض المحتمل بين ملاك المؤسسة والمسيرين الوكلاء على عملية جونسن "و" ماكلينج " و"Donaldson إدارة المؤسسة، وفي هذا الصدد يشير كل من " دونالدسون " ( أن مصدرى هذا التعارض يتمثلان (منير إبراهيم هندي: 1996، ص 18) في: Jensen et Mackling)

- رغبة الإدارة في استمرار المؤسسة وهذا من أجل ضمان مناصبهم فيها، الأمر الذي قد يدفعهم إلى اعتماد مشاريع ذات مخاطر منخفضة خشية الفشل، وهذا ما يتعارض مع مصالح المساهمين نظرا لتدني العوائد المتولدة عن مثل هذه المشاريع.

- رغبة الإدارة في الحصول على أكبر المكافآت والحوافز أي تعظيم المسيرين لثروتهم الخاصة على حساب ثروة الملاك، حيث أنهم يفضلون الاستثمارات ذات العمر القصير حتى لو كان العائد المتولد عنها منخفضا، وذلك لأجل إظهار كفاءة الإدارة في استرداد الأموال المستثمرة والحصول بذلك على المكافآت والحوافز.

ويطلق على التكاليف التي يتحملها الملاك لأجل التحقق من خدمة الإدارة لمصالحهم بتكلفة الوكالة لحقوق الملكية أو للأموال الخاصة، وتأخذ هذه التكلفة صورة متعددة منها مصاريف المراقبين الماليين إلى جانب تكلفة الفرصة البديلة الناتجة عن الانخفاض المحتمل في كفاءة قرارات الإدارة.

**البند الثاني: علاقة الوكالة القائمة بين الملاك والإدارة من جهة والدائنين من جهة أخرى:**

يعتبر كل من التعارض المحتمل بين مصالح الملاك والدائنين من جهة وكون الإدارة وكيلا عن الملاك، وتتصرف بما يخدم مصالحهم، بمثابة دافعان لاتخاذ الدائنين جملة من الإجراءات التي من شأنها حماية مصالحهم، وذلك عبر الرقابة وتقييد قرارات الإدارة، خاصة قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح والمكافآت.

و تأخذ الإجراءات الحمائية شكل الرفع في معدلات الفائدة، ومن ثمة الحصول على تعويض مسبق للخسارة المستقبلية، والتي قد تنجم عن اتجاه الإدارة لاستغلال الدائنين لصالح الملاك، إلا أن العلاقة بين الملاك والإدارة لا تخلو من التعارض الذي قد يترتب عنه ما يسمى بتكاليف الوكالة لحقوق الملكية، أما أسباب هذا التعارض فتعود إلى:

- رغبة المسيرين لاقتطاع جزء من ثروة الملاك في شكل مكافآت وأجور مرتفعة.

- رغبة المسيرين في استمرار المؤسسة بغية الحفاظ على مناصبهم فيها، ولا يتم ذلك حسبهم إلا بالاستثمار في المشاريع ذات المخاطر المنخفضة والعوائد المتدنية وهذا ما يعارض توجهات المساهمين (الملاك).

- اهتمام المسيرين بنتائج المؤسسة في المدى القصير وعدم الاكتراث بالقرارات والأفعال ذات البعد الاستراتيجي للمؤسسة.

وبالتالي فالافتراض السندي يعتبر من بين الآليات الكفيلة بحل النزاع بين مختلف هذه الأطراف، إذ أن لجوء المؤسسة إلى السوق السندي للتمويل يحث المسيرين على تحسين مردودية المؤسسة لتسديد التزاماتهم نحو حملة السندات، مما يؤدي إلى زيادة الأرباح وقيمة المؤسسة وهذا ما يتفق وأهداف الملاك.

### البند الثالث: مستوى الاقتراض السندي الأمثل في ظل تكاليف الوكالة:

إن العلاقة بين ملاك المؤسسة ودائنيها حملة السندات هي علاقة وكالة قد تتعارض في إطارها مصالح الطرفين وينجر عنها ما يسمى بتكاليف الوكالة للقروض السندية. ويمكن حصر مصادر (Philippe Desbrieres ,Pascal Dumontier :1989) الصراع بين المساهمين والدائنين في النقاط التالية

(P12):

- إقدام المؤسسة على رفع قيمة القسائم الموزعة التي يتم تمويلها بإيرادات إصدار سندات جديدة أو بأموال ناتجة عن تخفيض حجم المشاريع الاستثمارية، الأمر الذي يسبب ضررا للدائنين حملة السندات.

- ارتفاع حجم الاقتراض السندي للمؤسسة يؤدي إلى رفع مخاطر إفلاسها الشيء الذي يدفع الملاك لمباشرة مشاريع استثمارية أكثر خطورة.

- توقع حملة السندات الحاليين لجوء المؤسسة، إلى إصدار سندات جديدة ذات امتيازات وأولوية على السندات الحالية.

و يمكن تفادي التعارض بين الملاك والدائنين حملة السندات عن طريق مجموعة من الحلول (Philippe Desbrieres ,Pascal Dumontier :1989 ,P12): تتمثل فيما يلي

- تضمين عقد إصدار القرض السندي بنود ضمان تحمي حملة السندات.

- وضع شروط عند الإصدار السندي تمنع المؤسسة من إصدار سندات ذات امتياز على السندات الحالية.

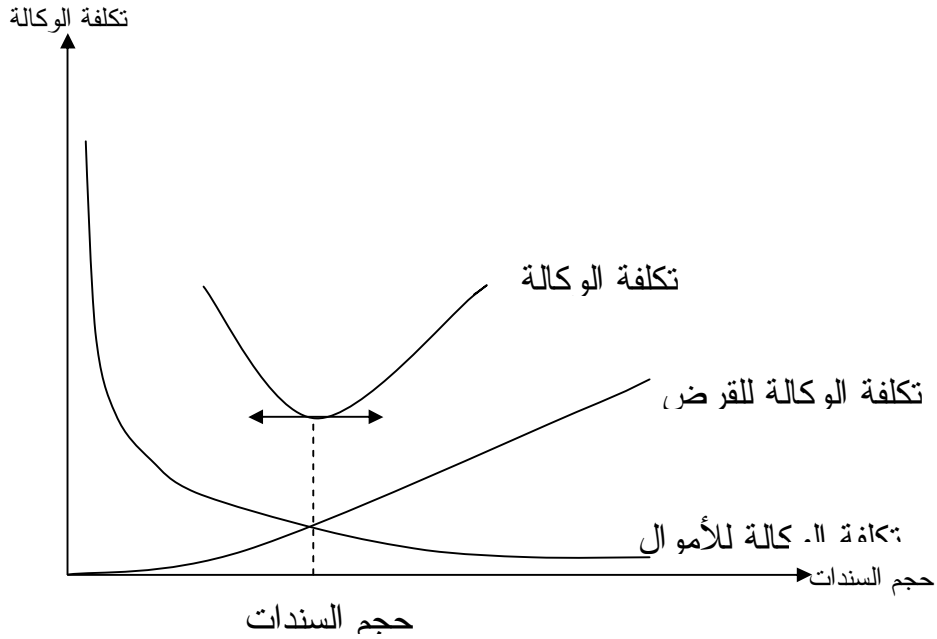
- وجود تواريخ استحقاق للسندات تخفض من خطر المؤسسة والمقرض على حد سواء.

- إصدار سندات تتحول إلى أسهم أو سندات تحمل قسيمة اكتتاب في الأسهم.

إن حجم الاقتراض الأمثل هو الحجم الذي تكون فيه تكاليف الوكالة في حدودها الدنيا كما هو مبين في الشكل التال

ي:

الشكل رقم (24): مستوى الاقتراض السندي الأمثل في ظل تكاليف الوكالة.



(J.Teulie,P. Topsacalian :1997 ,P369)

ويتضح من هذا الشكل أن تكلفة الوكالة للسندات على علاقة طردية بحجم السندات في هيكل رأس مال المؤسسة، نظرا لأن التكاليف الناجمة عن القرارات المتخذة من طرف الدائنين حملة السندات تكون أكثر صرامة كلما كان حجم السندات الموضوعة تحت تصرف الإدارة أكبر، كما أن ارتفاع نسبة السندات في هيكل رأس مال المؤسسة يزيد من حرص الدائنين على عدم خسارة أموالهم، وهذا بالرفع من معدلات الفائدة على السندات الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الوكالة للقروض السندية.

أما منحنى تكلفة الوكالة للأموال الخاصة فيتجه نحو الانخفاض كلما ارتفع حجم القروض السندية، وذلك نظرا لتراجع المصاريف التي يتحملها الملاك لأجل التأكد من حسن تأدية الإدارة لمهامها والتزامها بتحقيق معدلات مردودية مقبولة على أموالهم المستثمرة، وذلك أن حجم الأموال الخاصة يتناقص لصالح الأموال المقترضة لتنتقل بذلك مهمة مراقبة الإدارة وتقييدها إلى الدائنين حملة السندات، ومنه فإن الحجم الأمثل للسندات يتحقق عندما تبلغ التكاليف الإجمالية للوكالة حددها الأدنى.

### المطلب الثاني - تأثير القرض السندي على القيمة السوقية للمؤسسة:

تعتمد قيمة المؤسسة على التدفقات النقدية المتوقعة، وعلى المعدل الذي تخصم به هذه التدفقات، والذي يتمثل في تكلفة الأموال، ومن ثم إذا كان لهيكل رأس المال أن يؤثر على قيمة

المؤسسة، فلا بد أن يكون ذلك من خلال تأثيره على التدفقات النقدية، أو من خلال تأثيره على تكلفة الأموال، أو كلاهما.

فإذا ما اشتمل هيكل رأس المال على قروض سنديّة، فإن فوائد هذه القروض سوف يتولد عنها وفورات ضريبية، أي ستترتب عليها زيادة في صافي التدفقات النقدية، وبالتالي زيادة في قيمة المؤسسة، كما أن الاعتماد على القروض السندية في التمويل يترتب عليه تخفيض تكلفة الأموال، أي تخفيض معدل خصم التدفقات النقدية الأمر الذي يسهم كذلك في زيادة قيمة المؤسسة.

وعلى الرغم من بساطة التحليل السابق ووضوحه، إلا أن موضوع تأثير الاقتراض السندي على كل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة مازال محل خلاف بين المفكرين ولكي نكشف عن أبعاد هذا الخلاف سنبدأ في عرض وجهات النظر أو المداخل التي عالجت تأثير الاقتراض على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، وذلك في ظل افتراض السوق الكامل، ثم في ظل افتراض السوق الغير الكامل.

#### **الفرع الأول: تأثير القرض السندي على قيمة المؤسسة في ظل افتراض السوق الكامل:**

تتعدد وجهات النظر بشأن تأثير نسبة السندات ضمن هيكل التمويل على تكلفة الأموال ومن ثمة قيمة المؤسسة، وقد عالج هذا الموضوع عدة مداخل أهمها: مدخل صافي الربح، مدخل صافي ربح العمليات، المدخل التقليدي ومدخل "مكلياني" و"ميلر"، وسنتناول كل مدخل من هذه المداخل على حدة وعلى الترتيب ولكن بعد التعرض إلى الفرضيات الأساسية التي يقوم عليها المدخلان الأولان.

#### **البند الأول: الفرضيات الأساسية لتحليل مدخلي "صافي الربح" و"صافي ربح العمليات":**

تتمثل أهم الفرضيات التي يقوم عليها تحليل مدخلي صافي ربح العمليات و صافي الربح في

(J.Teulie, P. Topsacalian :1997, P314: النقاط الآتية )

- عدم وجود ضرائب على الدخل أو تكلفة الإفلاس، كما أنه لا توجد تكلفة الإصدار أو تكلفة لبيع وشراء الأوراق المالية.

- أن السندات التي تصدرها المؤسسة هي من النوع الدائم، وهذا لا يمنع عملية إعادة شرائها من السوق، كما يمكن للمؤسسة إعادة شراء أسهمها العادية.

- ثبات حجم الاستثمارات مع إمكانية تغير نسبة الاقتراض وذلك مع افتراض إصدار سندات جديدة، واستخدام حصيلتها لشراء الأسهم العادية التي سبق إصدارها، كما يمكن إصدار أسهم جديدة واستخدام حصيلتها في إعادة شراء السندات.

- لا يوجد خطر الاستغلال الذي تتعرض له المؤسسة، وإن قامت هذه الأخيرة باستثمارات جديدة.

- ثبات القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات، وتمائلها مع القيمة الحالية للأرباح، كما تقوم المؤسسة بتوزيع كل الأرباح في شكل أرباح موزعة على الشركاء.

- تجانس توقعات المستثمرين في السوق بشأن التوزيع الاحتمالي لصافي ربح العمليات.

وبالإضافة إلى هذه الفروض سيحتاج التحليل إلى حساب تكلفة التمويل لكل عنصر، وكذا متوسط التكلفة الكلية للعناصر، وفيما يلي المعادلات التي ستستخدم لهذا الغرض (منير إبراهيم هندي: 1998، ص175-176):

$$Kd = \frac{I}{N \times P} = \text{تكلفة الاقتراض (سندات)}$$

حيث أن:

= القيمة الكلية لفوائد السندات. I

= تمثل القيمة السوقية للسند الواحد. P'

= عدد السندات. N'

$$Ke = \frac{R - I}{N \times P} = \text{تكلفة الأسهم العادية}$$

حيث:

= تمثل صافي ربح العمليات. R

= القيمة السوقية للسهم العادي. P

= عدد الأسهم العادية. N

أي أن: تكلفة الأسهم العادية تساوي صافي الربح بعد خصم فوائد السندات بمعنى صافي الربح المتاح لحملة الأسهم العادية مقسوما على القيمة السوقية للأسهم العادية.

وعلى ضوء المعادلتين السابقتين يمكن إيجاد المعدل الكلي لتكلفة الأموال، وذلك بقسمة العائد الذي يحصل عليه المستثمرون (مقرضين وملاك) على القيمة الكلية لمصادر التمويل (سندات وأسهم) وهذا ما توضحه المعادلة التالية:

$$\text{معدل تكلفة الأموال} = \frac{I + R - I}{(N - P)(\bar{N} \times P')}$$

$$\frac{R}{VE} =$$

: تمثل قيمة المؤسسة أي تمثل القيمة السوقية للسندات مضافا إليها القيمة السوقية VE حيث أن للأسهم العادية.

ويمكن إعادة صياغة المعادلة الأخيرة في صيغة المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لتكلفة العناصر المكونة لهيكل رأس المال كما يلي:

$$\left( \frac{N' \times P'}{VE} \right) Kd + \frac{(N \times P)}{VE} Ke = \text{معدل تكلفة الأموال}$$

= تمثل معدل العائد الذي يطلبه الملاك في مؤسسة تعتمد على القروض Ke حيث:

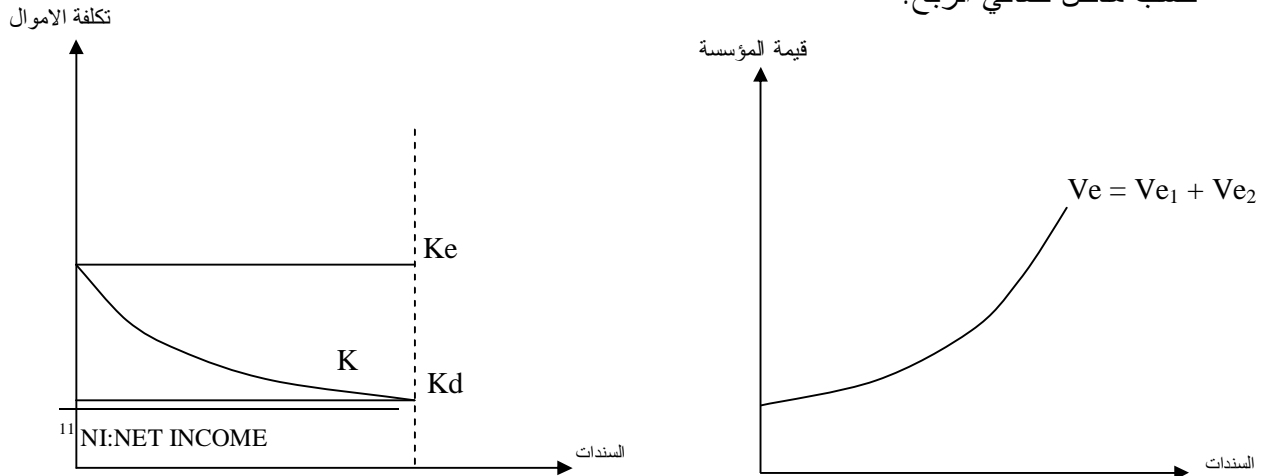
= تمثل معدل الفوائد على السندات Kd.

بعد العرض المختصر للفروض والمعادلات الخاصة بمدخلي صافي الربح وصافي ربح العمليات، سنتناول مختلف المداخل التي عالجت تأثير القرض السندي على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة.

### البند الثاني: مدخل صافي الربح:

(<sup>11</sup> أن تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابت لا يتغير NI يفترض مدخل صافي الربح ) بتغير نسبة الاقتراض، فارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض في هيكل رأس مال المؤسسة لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 177)، وطالما أن تكلفة الإصدار السندي أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة فإن زيادة نسبة السندات باعتبارها ذات تكلفة أقل يترتب عليها انخفاض في تكلفة الأموال وارتفاع في قيمة المؤسسة. و هذا ما يوضحه الشكل الموالي :

الشكل رقم (25): تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة السندات إلى الأموال الخاصة حسب مدخل صافي الربح.



<sup>11</sup> NI: NET INCOME

ب- قيمة المؤسسة ترتفع مع ارتفاع نسبة السندات في هيكل رأس المال. أ- تكلفة رأس المال تستمر في الانخفاض إلى أن تتعادل مع تكلفة السندات.

المصدر: منير إبراهيم هندي: 1998، ص 180.

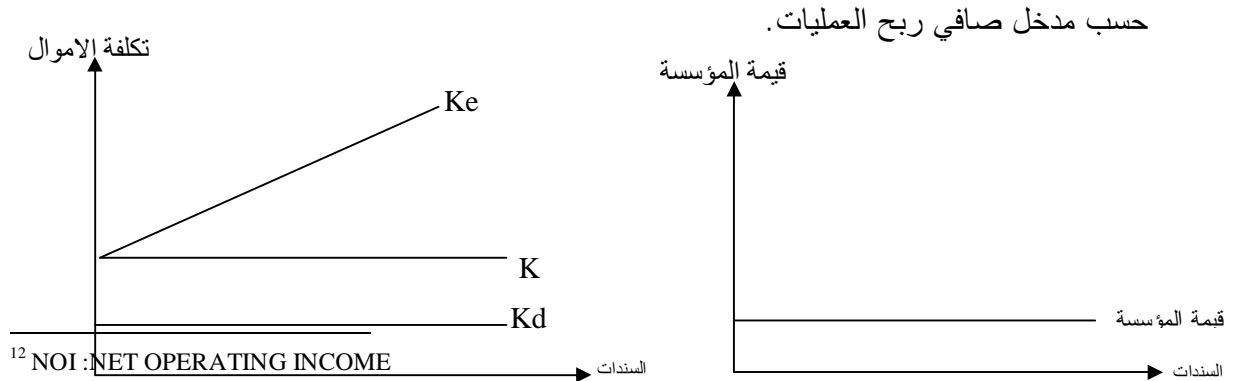
ويظهر الشكل السابق، خاصة الجزء (أ) منه أن اعتماد المؤسسة على الإصدارات السندية يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال على الرغم من بقاء معدل تكلفة الاقتراض السندي ومعدل تكلفة التمويل بالأسهم في حالة ثبات.

ويرافق هذا الانخفاض المستمر في تكلفة الأموال زيادة في القيمة السوقية للمؤسسة، كما هو مبين في الجزء (ب) من الشكل السابق.

#### البند الثالث: مدخل صافي ربح العمليات:

(<sup>12</sup>) أن تكلفة السندات ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة NOI يفترض مدخل صافي ربح العمليات ( الاقتراض السندي، أما تكلفة حقوق الملكية المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك، فترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض السندي، كما يفترض هذا المدخل كذلك أن زيادة تكلفة الأموال بسبب الزيادة في حقوق الملكية التي تتجم عن زيادة نسبة الاقتراض السندي، سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على القروض السندية (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 181) وبالتالي فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة السندات نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل ذات التكلفة المنخفضة. وهذا ما يبيئه الشكل الموالي:

الشكل رقم (26): تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة السندات إلى الأموال الخاصة





ب- قيمة المؤسسة تبقى ثابتة لكل مستويات الاقتراض السندي.  
أ- التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال تبقى ثابتة عدد كل مستويات الاقتراض السندي

المصدر: منير إبراهيم هندي: 1998، ص 185.

ويظهر الشكل السابق - في الجزء (أ) منه- أن الزيادة في نسبة السندات في هيكل رأس مال المؤسسة يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال الخاصة التي سوف يرافقها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة الاعتماد على السندات ذات التكلفة المنخفضة نسبياً، مما يؤدي إلى ثبات في التكلفة المتوسطة للأموال وهو ما يؤدي كذلك إلى ثبات القيمة السوقية للمؤسسة، وهو ما يوضحه الجزء (ب) من الشكل.

#### البند الرابع: المدخل التقليدي:

وفق المقاربة التقليدية يوجد هيكل مالي مثالي يسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وتحصل عليه هذه الأخيرة من خلال الاستعمال الصائب للاستدانة مما يسمح بتدني تكلفة الأموال، والاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي.

وبما أن تكلفة التمويل بالسندات أقل من تكلفة التمويل بالأسهم لكون السندات أقل مخاطرة، فإن الزيادة في نسبة الاقتراض السندي تسمح بتدنية تكلفة الأموال.

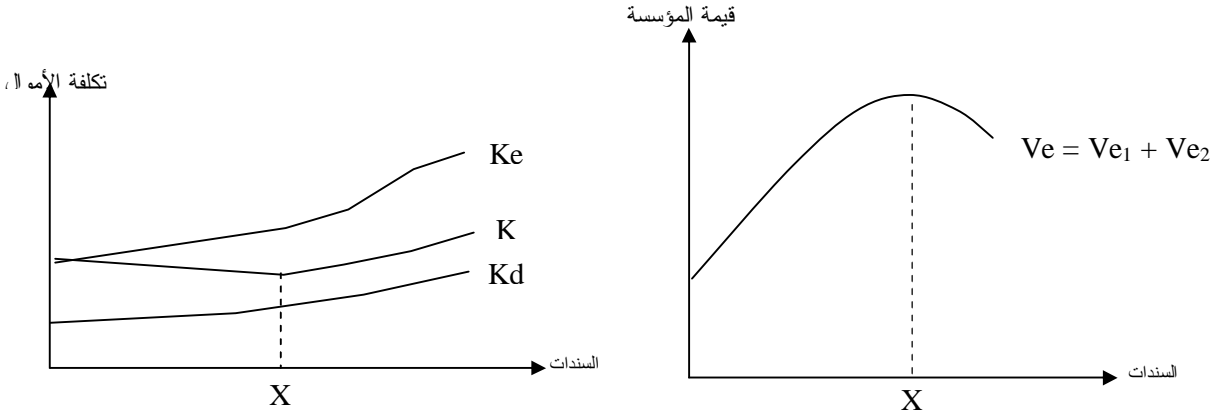
غير أن التوسع في استخدام السندات كمصدر وحيد للتمويل يؤدي إلى زيادة المخاطر مما يفرض زيادة العائد المطلوب من طرف المستثمرين في الأسهم وبالتالي زيادة تكلفة التمويل بالأسهم، أي أن هناك علاقة طردية بين الاعتماد على الاقتراض السندي وتكلفة التمويل بالأسهم، إذ أن الزيادة في استخدام السندات كمصدر تمويلي وحيد يؤدي إلى الزيادة في تكلفة التمويل بالأسهم (

vernienmen. 2000. P570 - 571.)

وحسب المقاربة التقليدية فإن وجود هيكل رأس مال مثالي يعني وجود نسبة اقتراض مثالية تتخفف عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى وتصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى (منير إبراهيم هندي: 1998، 181 - 182)، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (27): تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة السندات إلى الأموال الخاصة

حسب المدخل التقليدي.



ترتفع  $(K_e)$  أين تكون  
أ- تكلفة الأسهم العادية  $X$  - أعظم قيمة توافق النقطة )  
التكلفة المتوسطة المرجحة في حدها الأدنى.  
بمعدلات متزايدة مع نسب  
السندات

المصدر: منير إبراهيم هندي: 1998، ص 187.

- ( تبدأ بالانخفاض مع ارتفاع حجم  $K$  يظهر الشكل السابق - في جزئه (أ) - أن تكلفة الأموال ( السندات، ويرجع هذا إلى أن مزايا استخدام السندات تفوق تكلفة التمويل بالأسهم، ويستمر هذا ) حيث تصل تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وقيمة المؤسسة إلى حدها  $X$  الانخفاض إلى غاية النقطة ( الأقصى كما يوضحه الجزء (ب) من الشكل. )  
( فإن مزايا السندات تصبح غير كافية لتغطية التكلفة المتزايدة للتمويل بالأسهم، مما  $X$  أما بعد النقطة ) يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال وبالتالي تراجع القيمة السوقية للمؤسسة.

#### البند الخامس: مدخل "مدكلياني" و"ميلر":

قدم الباحثان "مدكلياني" و"ميلر" تحليلاً منطقياً لإثبات أن تكلفة الأموال لا تتأثر بتغير نسبة الاقتراض، وهو ما يتفق مع مدخل "صافي ربح العمليات".

ويقوم هذا التحليل على نفس الفروض التي قام عليها "المدخل التقليدي"، إلى جانب فروض أخرى يوردها منير إبراهيم هندي (1998، 188) كما يلي:

- أن المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة ومجانية.

- أن المستثمر يمكنه شراء ما يحتاج من أوراق مالية مهما صغرت الكمية التي يرغب في شرائها.

- أن المؤسسات يمكن وضعها في مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط،

وأن كل مؤسسة داخل مجموعة تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.

- أن المستثمر رشيد .

ولقد مرت الأبحاث التي قام بها "ميلر" و"مدكلياني" بعدة مراحل، وتوجت بمجموعة من النظريات، حيث قدم هذان الأخيران دراسة أولى أدرجت ضمن مدخل السوق الكامل، وهي دراسة مدعمة لمدخل صافي ربح العمليات. وقد تلتها دراسة ثانية تأخذ بعين الاعتبار ميزات السوق غير الكامل.

أولاً: النظرية الأولى "لميلر" و"مدكلياني" في ظل السوق الكامل:

يقوم تحليل "ميلر" و"مدكلياني" على افتراض أساسي مؤداه أن السندات التي تصدرها كافة المؤسسات هي ذات عائد مؤكد، وأن سعر الفائدة على كافة القروض ثابت وموحد، وهو أمر ينسجم مع عالم التأكد، وقد سمح هذا الفرض بالوصول إلى استنتاج مؤداه أن السندات تعد بديلاً كاملاً لبعضها البعض، وفي ظل السوق الكامل يتوقع أن يتولد عن تلك السندات نفس معدل العائد، هذا العائد الموحد هو معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، لهذا فقد نصت الصياغة الأولى للنظرية الأولى "لميلر" و"مدكلياني" على أن: "القيمة السوقية لأي مؤسسة - مقترضة أو غير مقترضة - لا علاقة لها بهيكل رأس المال، فقيمة المؤسسة تتحدد برسمة العائد المتوقع على أساس معدل رسمة يتمثل في معدل العائد على الاستثمار في السهم العادي للمؤسسة من ذات فئة المخاطر، ولكنها تعتمد فقط على أموال الملاك في التمويل (منير إبراهيم هندي: 1998، ص191).

ويمكن صياغة هذه النظرية في المعادلة التالية (منير إبراهيم هندي: 1998، ص191):

$$VE = Ve_1 + Ve_2$$

$$VE = \frac{R}{Ke}$$

حيث:

E = تمثل القيمة السوقية للمؤسسة VE

= تمثل القيمة السوقية للأسهم العادية.  $Ve_1$

= تمثل القيمة السوقية للسندات.  $Ve_2$

ربح العمليات لتلك المؤسسة. = صافي R

= معدل العائد على الاستثمار في أسهم المؤسسات التي تنتمي إلى نفس فئة المخاطر Ke  
والممولة بالكامل من أموال الملاك.

ويعد ما سبق إحدى صور النظرية الأولى، ذلك أن "مدكلياني" و"ميلر" قد صاغا نظريتهما الأولى في صيغة أخرى تقتضي أن: "متوسط تكلفة الأموال لأي مؤسسة لا علاقة له بهيكل رأس المال، وأنه يساوي معدل الرسملة لعائد حقوق الملكية، وذلك لكافة المؤسسات التي تنتمي لنفس فئة المخاطر" (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 193).

ويمكن صياغة الصورة الثانية للنظرية الأولى - والتي تركز على متوسط تكلفة الأموال - على النحو الموضح في المعادلة التالية (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 193):

$$Ke = \frac{R}{VE} = \frac{R}{Ve_2 + Ve_1} = \text{متوسط تكلفة الأموال}$$

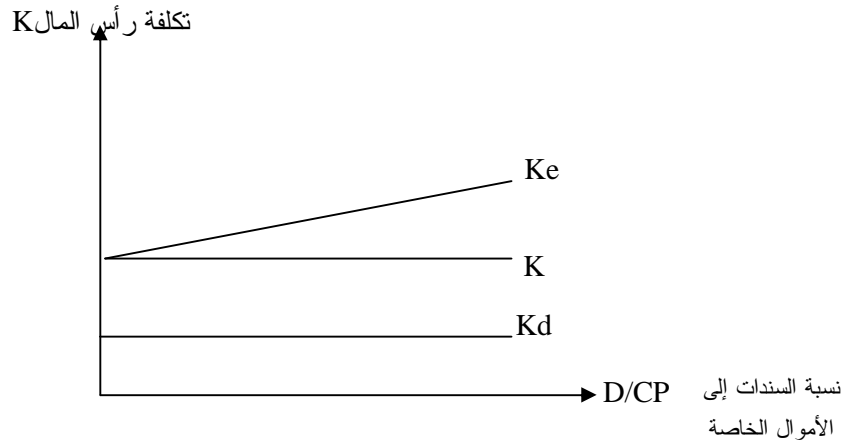
إن أساس النظرية الأولى "لميلر" و"مدكلياني" هو عملية التحكيم أو المراجعة التي تتم في سوق رأس المال، والتي تعرف على أنها: "الآلية التي تسمح للمستثمر في السوق المالي بتحقيق أرباح فردية دون تغيير المخاطر الكلية لتوظيفه، وذلك بالاستفادة من الاختلال غير المبرر في الأسعار" ( J.Teulie. P. Topsacalian.1997. P358 ).

وبموجب هذه العملية فإنه لا مجال لوجود قيم تبادلية، وفي نفس الوقت ذات أسعار متباينة، مع افتراض أساسي في التحليل يتمثل في إمكانية إحلال الافتراض الشخصي مكان الافتراض المؤسساتاتي مع بقاء الخطر نفسه في كلتا الحالتين.

إن عملية المراجعة كفيلة بإقامة توازن في السوق المالي أين تصبح وفقه قيمة المؤسسة لا ترتبط إلا بتقديرات المستثمر الخاصة بالعائد المنتظر وخطر المؤسسة.

ويمكن تمثيل العلاقة بين تطور نسبة السندات إلى الأموال الخاصة، وتكلفة الأموال بالشكل التالي:

الشكل رقم (28): العلاقة بين تطور نسبة السندات إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال وفق مدخل "ميلر" و"مدكلياني".



أول ما يلاحظ على هذا الشكل البياني أنه ينطبق تماما على الشكل الممثل لنفس العلاقة في ظل ربح العمليات، ذلك أنهما يعتمدان على نفس الفرضيات تقريبا، غير أن مدخل "ميلر" مدخل صافي و"مدكلياني" يقدم شرحا أعمق عبر آلية المراجعة أو التحكيم.

وكما هو واضح من خلال التمثيل البياني فإن هذا المدخل وفي ظل غياب الضريبة يعتبر أن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت نسبة السندات إلى الأموال الخاصة، ذلك أن الارتفاع في معدل العائد المطلوب من طرف أصحاب الأموال الخاصة يتم تعويضه بالانخفاض الناتج عن استعمال مصدر منخفض التكلفة والمتمثل في القروض السندية.

ويخلص مدخل "ميلر" و"مدكلياني" إلى أن قيمة المؤسسات المنتمية إلى نفس فئة المخاطر يجب (J.Teulie, P. Topsacalian.1997. P359). أن تكون متساوية مهما اختلفت تركيبة هياكلها المالية)

(James Van Horne ,1973) وقد وجهت عدة انتقادات للنظرية الأولى "لميلر" و"مدكلياني" أهمها

:P163)

- أن الخطر المتعلق باقتراض المؤسسة يختلف عن الخطر الخاص باقتراض الشخص الطبيعي، لأن مسؤولية المستثمر في مؤسسة مدينة تكون مسؤولية محدودة بقدر المساهمة المقدمة في رأس المال الاجتماعي لهذه الشركة، في حين أن مسؤولية الشخص الطبيعي هي مسؤولية مطلقة يمتد أثرها إلى أمواله الأخرى لذا لا يمكن أن يحل الاقتراض الشخصي محل اقتراض المؤسسة بشكل كامل.

- أن معدل الفائدة ليس نفسه إذا ما تعلق الأمر بفرد أو مؤسسة وعادة ما يكون هذا المعدل أعلى في حالة الاقتراض الشخصي منه في حالة اقتراض المؤسسة، وهذا نظرا لما تتمتع به هذه الأخيرة من شهرة ومركز مالي معتبر.

- أن تكاليف التعامل تعيق عملية المراجعة، ولا تصبح لهذه الأخيرة أي فائدة تذكر إذا فاقت هذه التكاليف فوائد المستثمر من عملية المراجعة، وبالتالي فهي تعيق انتقال المستثمرين من وضعية إلى أخرى، وتتفاوت بموجبها قيم المؤسسات.

- من الخطأ الاكتفاء بمتغيرين فقط لتفسير الخطر (فئة مخاطر المؤسسة، ودرجة الاقتراض الشخصية والمؤسسية)، فهناك عوامل أخرى لم يتم اعتبارها في النموذج كخطر الإفلاس مثلا.

ثانيا: النظرية الثانية "لميلر" و"مدكلياني" في ظل السوق الكامل:

تقضي النظرية الثانية التي اشتقت من النظرية الأولى بأن: "المعدل المتوقع أن يتولد عن السهم العادي (معدل العائد المطلوب) لمؤسسة يتكون رأس مالها من سندات وحقوق الملكية، يتمثل في معدل الرسملة الملائم للتدفق النقدي المتاح لملاك مؤسسة أخرى مماثلة تنتمي إلى نفس فئة المخاطر ولكنها تعتمد بالكامل على حقوق الملكية في التمويل (معدل العائد الذي يطلبه الملاك في مؤسسة تعتمد بالكامل على أموال الملاك) يضاف إلى ذلك مكافأة التعويض عن المخاطر المالية الناشئة عن وجود السندات . في هيكل رأس المال (منير إبراهيم هندي: 1998، ص209)

وتقاس المكافأة بنسبة السندات إلى حقوق الملكية مضروبة في الفرق بين معدل العائد للسهم العادي للمؤسسة التي تعتمد بالكامل على حقوق الملكية ومعدل الفائدة على السندات (منير إبراهيم هندي: 1998، ص209).

ويمكن صياغة النظرية الثانية في المعادلة التالية<sup>(\*)</sup>:

$$Ke = Ke^* + \frac{Ve_1}{Ve_2} (Ke^* - Kd)$$

حيث:

: معدل العائد على الأسهم العادية لمؤسسة تنتمي إلى نفس فئة المخاطر وتعتمد بالكامل  $Ke^*$  على حقوق الملكية في التمويل، وهو ذاته متوسط تكلفة الأموال وفقا للنظرية الأولى.

: تمثالن على التوالي القيمة السوقية للسندات و القيمة السوقية لحقوق الملكية.  $Ve_1$  و  $Ve_2$

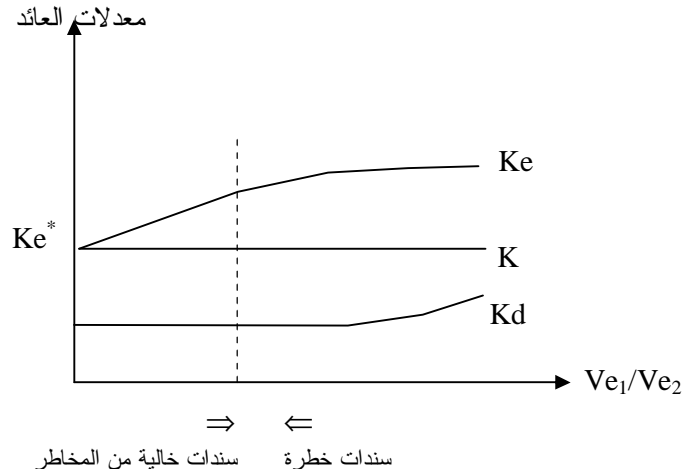
: معدل الفائدة على السندات، وهو معدل موحد ولا يعكس تعويضا عن المخاطر، بمعنى  $Kd$  أنه يمثل معدل عائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

: معدل العائد المطلوب على الأسهم العادية لمؤسسة تعتمد جزئيا على السندات في  $Ke$  التمويل.

لمعرفة كيفية إثبات المعادلة أنظر: منير إبراهيم هندي: 1998، 210-212. (\*)

و  $\frac{Ve_2}{Ve_1}$  ، ويمكن تمثيلها بالشكل الموالي:  $Kd$  بدلالة  $Ke$  تعطي المعادلة السابقة

الشكل رقم (29): العلاقة بين عائد حقوق الملكية ونسبة السندات في ظل النظرية الثانية لميلر ومدكلياني.



المصدر: منير إبراهيم هندي: 1998، ص 213.

( معدل العائد على أصول المؤسسة والذي يساوي متوسط تكلفة  $K$  يشير الشكل السابق إلى أن )  
 ( يظل ثابتا ولا يتأثر بمكونات هيكل رأس المال، ويساوي في نفس الوقت معدل العائد  $Ke^*$  للأموال )  
 الذي يطلبه الملاك في مؤسسة تنتمي إلى نفس فئة المخاطر، غير أنها تعتمد بالكامل على أموال الملاك  
 فيرتفع كلما زادت نسبة السندات.  $Ke$  في تمويل أصولها، أما معدل العائد على حقوق الملكية

كما يبين هذا الشكل أيضا أنه، بعد بلوغ نسبة السندات مستوى معين تبدأ مخاطر التوقف عن  
 الوفاء بالالتزامات في الظهور، وترفع بالتالي تكلفة السندات للتعويض عن زيادة المخاطر، غير أنه  
 يتوقع - وفقا للنظرية الثانية - أن يرتفع عائد الأسهم العادية نتيجة لزيادة الاعتماد على موارد رخيصة  
 نسبيا أي الأموال المقترضة، غير أن ذلك الارتفاع يكون بمعدل أقل لأن حملة السندات سوف يتحملون  
 جزء من مخاطر الأعمال.

بعبارة أخرى يمكن القول أنه بزيادة نسبة السندات في هيكل رأس المال ينتقل جزء من المخاطر  
 من حملة الأسهم العادية إلى حملة السندات.

وفي الأخير نؤكد على ما أشار إليه "ميلر" و"مدكلياني" بأن الزيادة في المعدل الذي يطلبه الملاك  
 تكون دائما بالقدر الذي يضمن أن يكون متوسط تكلفة الأموال، وهو ذاته معدل العائد على أصول  
 المؤسسة، ثابتا لا يتغير.

### ثالثاً: النظرية الثالثة "لميلر" و"مدكلياني" في ظل السوق الكامل:

على ضوء النظريتين الأولى والثانية، قدم "ميلر" و"مدكلياني" النظرية الثالثة التي تضع قاعدة أساسية لقرارات الاستثمار، حيث تقضي هذه النظرية بأن "معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أي اقتراح استثماري لا يخرج عن كونه - في جميع الحالات دون استثناء - متوسط تكلفة الأموال، الذي لا يتأثر بالمصدر الذي استخدم في تمويل ذلك الاقتراح (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 217).

هذا يعني ضمناً أن معدل خصم التدفقات النقدية للاقتراح الاستثماري هو متوسط تكلفة الأموال الذي تحدده النظرية الأولى، والذي يتمثل في معدل رسملة صافي ربح العمليات لمؤسسة ممولة بالكامل من حقوق الملكية، وهو ما يعني في ظل النظرية الأولى والثانية أن قرار الاستثمار لا يتأثر بقرار التمويل.

ومما تقدم يتبين أن هذه المداخل تنقسم إلى رأيين رئيسيين؛ أولهما يقر بوجود علاقة بين الاعتماد على السوق السندي كمصدر تمويلي للمؤسسة وقيمتها السوقية ويؤيد هذا الرأي كل من مدخل "صافي الربح" و"المدخل التقليدي"، في حين يرى الرأي الثاني أن قيمة المؤسسة لا تتأثر بتركيبه هيكلها المالي ونسبة السندات فيه، ويمثل هذا الرأي كل من مدخل "صافي ربح العمليات" ومدخل "ميلر" و"مدكلياني". ولاشك أن دراسة هذه المداخل لتأثير السوق السندي على قيمة المؤسسة وذلك في ظل افتراض السوق الكامل لرأس المال، تبتعد عن دراسة هذا التأثير في ظل الواقع العملي الذي تمارس فيه المؤسسة أنشطتها، بل إن هذه المداخل تهمل العديد من القضايا التي من شأنها توليد تكاليف إضافية للأموال والتي يكون مصدرها شبكة العلاقات القائمة بين الأطراف التي لها مصالح داخل المؤسسة، وبالتالي فإن ضرورة أخذ مثل هذه الخصائص بعين الاعتبار تقودنا إلى الانتقال لدراسة المداخل المقترحة لتأثير السوق السندي على القيمة السوقية للمؤسسة في ظل افتراض السوق غير الكامل.

#### الفرع الثاني: تأثير القرض السندي على قيمة المؤسسة في ظل افتراض السوق غير الكامل:

تتميز دراسة تأثير السوق السندي على قيمة المؤسسة في ظل افتراض السوق غير الكامل بإدراج عدة عوامل من شأنها التأثير على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة وبالتالي إعطاء صورة واقعية عن السوق السندي الذي تلجأ إليه المؤسسة.

ويقصد بالسوق غير الكامل "أن المؤسسة تعمل في عالم تفرض فيه ضرائب على دخل المؤسسة والمستثمر، كما أنه بسبب الافتراض تتعرض المؤسسة لمخاطر الإفلاس التي لها تكاليف، إلى جانب تكلفة الوكالة" (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 223).



## البند الأول: تأثير الاقتراض السندي في ظل وجود الضرائب:

تناولنا في عنصر سابق وجهة نظر "ميلر" و"مدكلياني" بشأن تأثير الاقتراض السندي على قيمة المؤسسة في عالم لا توجد فيه ضرائب، وفيما يلي سنعرض وجهة نظرهما، ولكن على فرض وجود ضرائب .

### أولاً: حالة وجود ضرائب على دخل المؤسسة:

إلى إمكانية تحقيق المؤسسات لوفورات ضريبية إذا ما "مدكلياني" و"ميلر" أشار كل من لجأت إلى الاقتراض السندي، وتقدر قيمة هذه الوفورات بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة، وتنص نظريتهما على أن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من قروض وحقوق الملكية، تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مثيلة يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط، وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية لفوائد القروض (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 224).

وتتحدد قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على السندات في تمويلها على الشكل التالي (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 226):

$$Ve_1 = \frac{R'(1-t)}{Ke'}$$

حيث أن:

: القيمة السوقية لمؤسسة يتضمن هيكل رأسمالها حقوق ملكية فقط.  $Ve_1$

: الربح قبل الضرائب والفوائد.  $R'$

: معدل الضريبة على دخل المؤسسة.  $t$

: معدل العائد الذي يطلبه الملاك.  $Ke'$

سندات وحقوق ملكية على النحو التالي رأس مالها كما تتحدد قيمة المؤسسة التي يتضمن هيكل

(J.Teulie, P. Topsacalian:1997, P3:62)

$$Ve_2 = \frac{R'(1-t)}{Ke'} + D.t$$

حيث أن:

: القيمة المؤسسة المدانة.  $Ve_2$

: الربح قبل الضرائب والفوائد.  $R'$

: قيمة السندات. D

معدل العائد الذي يطلبه الملاك. Ke'

$$\begin{aligned} & \text{( القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وقد تم الحصول عليه كما يلي: D.t ويمثل المقدار )} \\ & = \frac{D.I.t}{I} \text{ القيمة الحالية للوفر الضريبي} \\ & = D.t \end{aligned}$$

حيث تم حساب القيمة الحالية للوفر الضريبي باستعمال معدل فائدة السندات ويمكن كتابة المعادلة السابقة على الشكل التالي:

$$Ve_1 + D.t = Ve_2$$

السندي كبديل تمويلي لها، تزيد للمؤسسة التي تعتمد على السوق وبهذا يتضح أن القيمة السوقية للوفر السندي في تمويلها وذلك بمقدار القيمة الحالية لمؤسسة لا تلجأ للسوق عن القيمة السوقية الضريبي لفوائد القروض السندية.

**ثانياً: حالة وجود ضريبة على دخل المستثمر:**

عادة ما يخضع المستثمرون حملة الأسهم والسندات لضريبة شخصية على دخولهم، وحيث أن:

: تمثل معدل الضريبة على دخل حملة الأسهم  $Te^{(*)}$

: تمثل معدل الضريبة على دخل حملة السندات. Td.

و يتم تقييم المؤسسة من وجهة نظر المستثمرين، بالاعتماد على مدخل التدفقات النقدية المخصومة أي على أساس القيمة الحالية لما يتوقعون الحصول عليه من عوائد على استثماراتهم في تلك المؤسسة وهذا بعد خصم كل من الضريبة على دخل المؤسسة والضريبة على دخولهم الشخصية كالاتي:

**1- حالة مؤسسة لا تعتمد على السندات في تمويلها:** قيمتها تكون بدلالة العوائد الصافية التي

ينتظرها المساهمون، ويعبر عن ذلك رياضياً بالمعادلة التالية:

$$Ve_1 = \frac{R'(1-t)(1-Te)}{Ke'}$$

: المتوسط المرجح للضريبة على التوزيعات (الأقسام) والأرباح. Te. يقصد بـ (\*)

2- حالة مؤسسة تعتمد على السندات في تمويلها: في هذه الحالة تحدد قيمتها بدلالة ما يتوقع المستثمرون الحصول عليه من عوائد صافية، سواء كانوا حملة أسهم أو حملة سندات حيث أن:

$$= (R' - Kd.D)(1-t)(1-Te) - \text{نصيب حملة الأسهم}$$

$$= Kd.D(1-Td) - \text{نصيب حملة السندات}$$

حيث أن:

: التدفق النقدي بغرض تسديد فوائد السندات.  $Kd . D$

وبالتالي يمكن كتابة المعادلة السابقة كما يلي:

$$(R' - Kd.D)(1-t)(1-Te) + KdD(1-Td) \Rightarrow$$

$$R'(1-t)(1-Te) - KdD(1-t)(1-Te) + KdD(1-Td)$$

والذي يمثل نصيب الملاك في مؤسسة مماثلة تعتمد بشكل كامل على الأموال  $R'(1-t)(1-Te)$  وبخصم ( وكذا خصم التدفقات بالفوائد  $Ke'$  الخاصة في تمويلها بمعدل العائد الذي يطلبه الملاك ) نجد أن قيمة المؤسسة يعبر عنها رياضيا  $Kd$  وبالمعدل  $[KdD(1-t)(1-Te)]$  و  $[KdD(1-Td)]$  بالمعادلة التالية:

$$Ve_2 = \frac{R'(1-t)(1-Te)}{Ke'} - \frac{KdD(1-t)(1-Te)}{Kd} + \frac{KdD(1-Td)}{Kd}$$

$$Ve_2 = Ve_1 + \frac{KdD(1-Td)}{Kd} - \frac{KdD(1-t)(1-Te)}{Kd}$$

$$Ve_2 = Ve_1 + (1 - \frac{(1-t)(1-Te)}{1-Td}) (\frac{KdD(1-Td)}{Kd})$$

مقسومة على معدل الفائدة لتلك الأموال والذي يمثل معدل الخصم. وبالتالي فإن  $\frac{(1-Td)}{Kd} KdD$  تعادل القيمة السوقية للسندات، وبذلك تصبح المعادلة الأخيرة بالشكل التالي:

$$Ve_2 = Ve_1 + (\frac{(1-t)(1-Te)}{1-Td}) D$$

إذن في ظل وجود ضرائب شخصية على دخول حملة الأسهم والسندات فإن القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد في تمويلها على السندات تعادل القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد في تمويلها

( في G على الأموال الخاصة فقط، مضافا إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية والتي تقابل المقدار ( المعادلة:

$$G = (1 - \frac{(1-t)(1-Te)}{1-Td})D$$

( t إن قرار المؤسسة المتعلق بالاعتماد على السوق السندي للتمويل يتوقف على قيمة كل من ( فإن القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الافتراض  $Te > Td$ ، فكلما كان  $Td$  و  $Te$ ) و المؤسسة مع ارتفاع معدل الضريبة على دخل حملة السندي سوف ترتفع، وترتفع معها القيمة السوقية الأسهم والعكس صحيح.

وفي حالة امتناع المؤسسة عن القيام بتوزيعات، واحتفاظ المساهمين بأسهمهم، بالتالي لا يكون هناك وعندما تصبح القيمة الحالية للوفورات الضريبية  $Te$  مجال لفرض ضرائب على دخولهم أي أن  $0 =$  تقابل المقدار :

$$G = (1 - \frac{(1-t)}{1-Td})D$$

(  $Td$  و  $t$ ) السندي يتوقف على قيمة ( وفي هذه الحالة فإن قرار المؤسسة المتعلق باللجوء إلى السوق ( يكون من الأفضل عدم لجوء المؤسسة للاقتراض من السوق السندي لأنه  $Td$ ) أقل من  $t$  فإذا كانت ( يترك أثرا سلبيا على قيمة المؤسسة.

### البند الثاني: تأثير الافتراض السندي في ظل وجود تكلفة الإفلاس:

ينجر عن لجوء المؤسسة إلى السوق السندي كبديل تمويلي لها التزامها بدفع أقساط دورية لحملة السندات، الأمر الذي يتولد عنه مخاطر الإفلاس المرتبطة بعدم تمكن المؤسسة من مواجهة هذه الالتزامات، وذلك أن فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض والفوائد في تواريخ استحقاقها يعطي لحملة السندات الحق في اتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة، "أما بالنسبة للمؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط، فإنها لا تلتزم تجاه الملاك برد قيمة الأسهم التي يمتلكونها، كما لا تلتزم بإجراء توزيعات حتى لو تحققت أرباح، ومنه فإنها لا تكون عرضة لمثل هذه الإجراءات القانونية " (منير إبراهيم هندي: 1998، ص246).

وتقسم تكاليف الإفلاس إلى تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة، حيث تتمثل التكاليف المباشرة في المصاريف الإدارية والقانونية وكذا الخسائر الناتجة عن التنازل الإجمالي عن أصول المؤسسة بقيمة غالبا ما تكون أقل من قيمتها الدفترية، أما التكاليف غير المباشرة فتتمثل في التراجع الذي قد يسجل في نشاط المؤسسة نتيجة لتراجع ثقة الموردين والزبائن، إضافة إلى ارتفاع معدلات

(، ويميز J.Teulie, P. Topsacalian:1997, P3 الفائدة المفروضة من طرف الدائنين حملة السندات (366- 65 ) بين نوعين من التكاليف غير المباشرة للإفلاس هما التكاليف الخاصة "Litzenberger لترنبرجر" ( والتكاليف الإجمالية، حيث تحمل التكاليف الخاصة للمستثمرين أي الملاك والدائنين، في حين يتحمل التكاليف الإجمالية العملاء، كما أنه في حالة سوق منتج يتسم بالمنافسة الكاملة فإن التكاليف غير المباشرة للإفلاس تحمل كلية للمستثمرين نظرا لإمكانية انصراف العملاء إلى التعامل مع مؤسسات منافسة أخرى، إلا أنه في حالة المنافسة غير الكاملة فإن تكلفة الإفلاس ستحمل للطرفين وذلك راجع لعدم وجود بديل مطابق لمنتج المؤسسة، وقد تتخذ التكاليف الإجمالية هنا صورة ارتفاع سعر سلع المؤسسة أو انخفاض مستوى الخدمات المقدمة للعملاء (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 249 - 250). وتنتج تكلفة الإفلاس كلما زاد اعتماد المؤسسة على السوق السندي كبديل تمويلي لها، حيث يسارع كل من حملة الأسهم والسندات إلى المطالبة بعوائد أكثر لتفادي هذا الخطر، مما يؤدي إلى زيادة التكلفة المتوسطة المرجحة كلما زادت نسبة السندات إلى الأموال الخاصة.

ومنه فإن زيادة نسبة السندات في هيكل رأس مال المؤسسة تتولد عنها زيادة في الوفورات الضريبية مما يخفض من التكلفة الفعلية للاقتراض السندي من جهة، ومن جهة أخرى فإن هذه الزيادة تتولد عنها مخاطر إفلاس تؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال، ونظرا لهذا التأثير المتضاد فإن القيمة السوقية لمؤسسة يتضمن هيكل رأسمالها سندات إلى جانب حقوق الملكية تساوي القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة تعتمد على الأموال الخاصة فقط مضاف إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية (، ناقص القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس وذلك على النحو التالي: D.t)

$$Ve_2 = Ve_1 + D.t - H$$

حيث أن:

: قيمة مؤسسة يتضمن هيكل رأسمالها سندات وحقوق ملكية.  $Ve_2$

: قيمة مؤسسة تعتمد على الأموال الخاصة فقط.  $Ve_1$

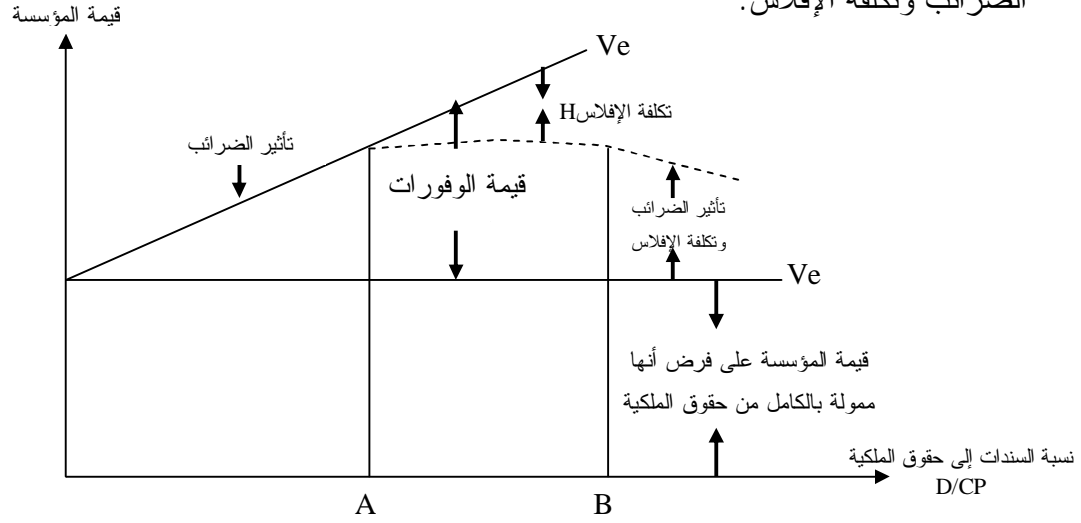
: قيمة السندات. D

: معدل الضريبة على دخل المؤسسات. t

: القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس. H

ويمكن تمثيل العلاقة بين تأثير كل من الضريبة وتكلفة الإفلاس على القيمة السوقية للمؤسسة بالشكل التالي:

الشكل رقم (30): تأثير نسبة السندات إلى الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة في ظل تأثير الضرائب وتكلفة الإفلاس.



المصدر: منير إبراهيم هندي: 1998، ص 255.

ويتضح من الشكل أن بلوغ نسبة السندات إلى الأموال الخاصة حدا معيناً يؤدي إلى ظهور مخاطر الإفلاس التي من شأنها الرفع من معدلات العائد المطلوبة من قبل حملة الأسهم وحملة السندات، ومن ثمة تخفيض قيمة المؤسسة، حيث لا يبقى المنحنى الممثل لهذه القيمة منطبقاً على ذلك المتعلق بتأثير الضريبة فحسب، بل إن تكاليف الإفلاس ستحسب هذا المنحنى نحو الأسفل وذلك بمقدار H. القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس ( )

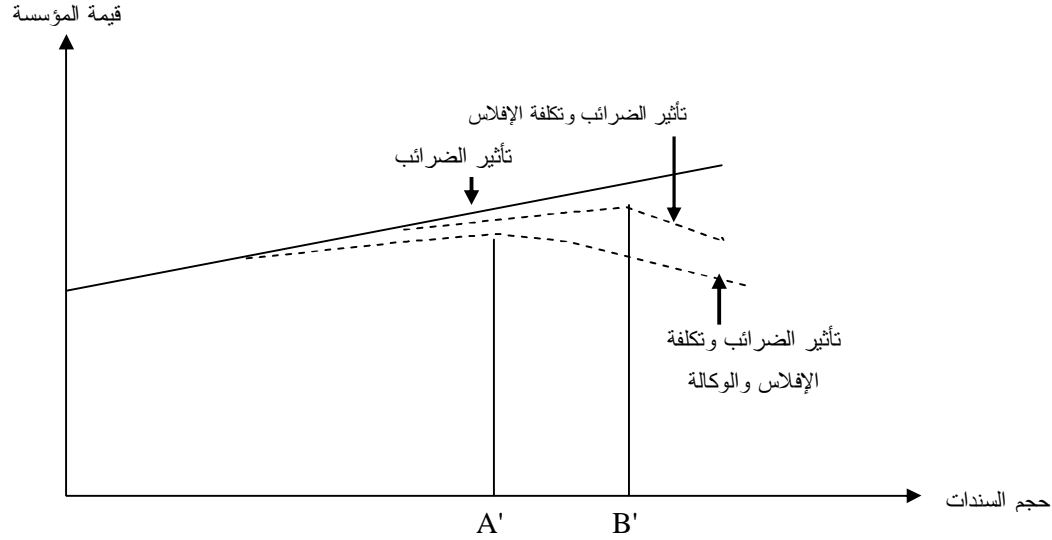
وبإدراج تكاليف الإفلاس يتضح أن القيمة المثلى للاقتراض السندي تكون عندما تحقق المؤسسة أقصى قيمة سوقية لها من خلال الاستفادة القصوى من الوفورات الضريبية والتقليل من تكلفة الإفلاس والتكاليف الإضافية الأخرى التي تنشأ عن لجوء المؤسسة إلى السوق السندي ونذكر من بينها تكلفة الوكالة التي سننتقل إلى تأثيرها في العنصر الموالي.

### البند الثالث: تأثير الاقتراض السندي على قيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الوكالة:

لكي يتأكد حملة السندات من أن إدارة المؤسسة لم تخل بشروط العقد فإنهم مجبرون على متابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ويطلق على التكاليف التي يتحملها حملة السندات جراء متابعتهم لنشاط المؤسسة بتكاليف الوكالة التي غالباً ما تؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة التي يطالب بها حملة السندات من جهة، ومن جهة أخرى إلى ارتفاع معدلات العائد التي يطالب بها حملة الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

إن وجود تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس سوف يؤثر على قرار المؤسسة للجوء على السوق السندي كبديل تمويلي لها، والعمل على خفض حجم السندات في هيكل رأس مالها، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (31): قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب، تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.



المصدر: منير إبراهيم هندي: 1998، ص 260.

ويظهر الشكل أنه بوجود تكلفة وكالة، يكون حجم السندات الأمثل عند النقطة التي تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض السندي مع تكاليف الإفلاس والوكالة.

### الفرع الثالث: توازن سوق السندات:

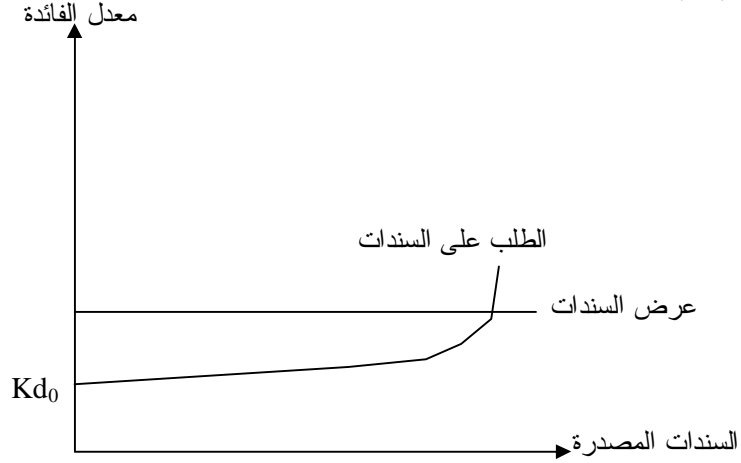
أشار "ميلر" إلى التوازن العام على مستوى سوق رؤوس الأموال، والذي أساسه التفاوت في معدلات الضريبة على المداخل الشخصية للمستثمرين، حيث يتحقق هذا التوازن إذا ما نجحت المؤسسات في جذب المزيد من المستثمرين الجدد في سنداتها إلى أن تصل إلى المستثمر الحدي الذي يتساوى المعدل الحدي للضريبة على دخله من السندات مع معدل الضريبة على دخل المؤسسة، وتصبح القيمة الحالية للوفورات الضريبية مساوية للصفر، وهذا مع افتراض أساسي في التحليل هو أن معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم يمكن أن يساوي الصفر.

وعند نقطة التوازن لن تستطيع أي مؤسسة أن تضيف المزيد إلى قيمتها السوقية من خلال تغيير نسبة السندات في هيكل رأس مالها، ولا يبقى لقرار التمويل عن طريق السوق السندي أي تأثير على قيمة

(Alain Capiez: 1995, P159 المؤسسة)

ويحدث التوازن في سوق السندات عندما يتقاطع منحنى عرض السندات مع منحنى الطلب عليها كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (32): توازن سوق السندات.



Alain Capiez: 1995, P159 source :

وهو معدل  $Kd_0$  حيث أن الطلب على السندات من طرف المستثمرين يمثله منحنى ينطلق من الفائدة على السندات المعفاة من الضريبة على الدخل، أما بالنسبة لأصحاب السندات الذين يخضعون فإن معدل الفائدة المطلوب هو:  $Kd = \frac{Kd_0}{1 - TD_m}$  للضريبة بمعدل هامشي على عوائدهم

من أجل جذب المستثمرين الذين تخضع دخولهم إلى ضريبة شخصية بمعدل  $Kd$  ويرتفع وهو  $Kd_0 / (1 - t)$  مرتفع، أما عرض السندات من طرف المؤسسة فهو في شكل خط أفقي بترتيبة المعدل الذي لا يمكن الزيادة عنه لأن الوفورات الضريبية لا يمكنها في هذه الحالة تعويض - بشكل تكلفة السندات وجعل بعض المشاريع الإضافية ليست مربحة . كلي-

من خلال ما تقدم يتبين أن لجوء المؤسسة إلى السوق السندي كبديل تمويلي له تأثير إيجابي على قيمتها السوقية من خلال الوفورات الضريبية، غير أن الاعتماد على الاقتراض السندي يولد مجموعة من تكاليف الإفلاس والوكالة التي لها تأثير سلبي على قيمة المؤسسة.

وبالأخذ في عين الاعتبار مزايا وعيوب التمويل عن طريق السوق السندي فيما يخص قيمة المؤسسة، نجد أن الاقتراض السندي يعتبر البديل التمويلي الأمثل للمؤسسة إلى أن يصل السوق السندي إلى حالة التوازن أين يصبح الاقتراض السندي لا تأثير له على قيمة المؤسسة، وهو ما يسمح بظهور نظريات بديلة تحكم قرار التمويل عن طريق السوق السندي.



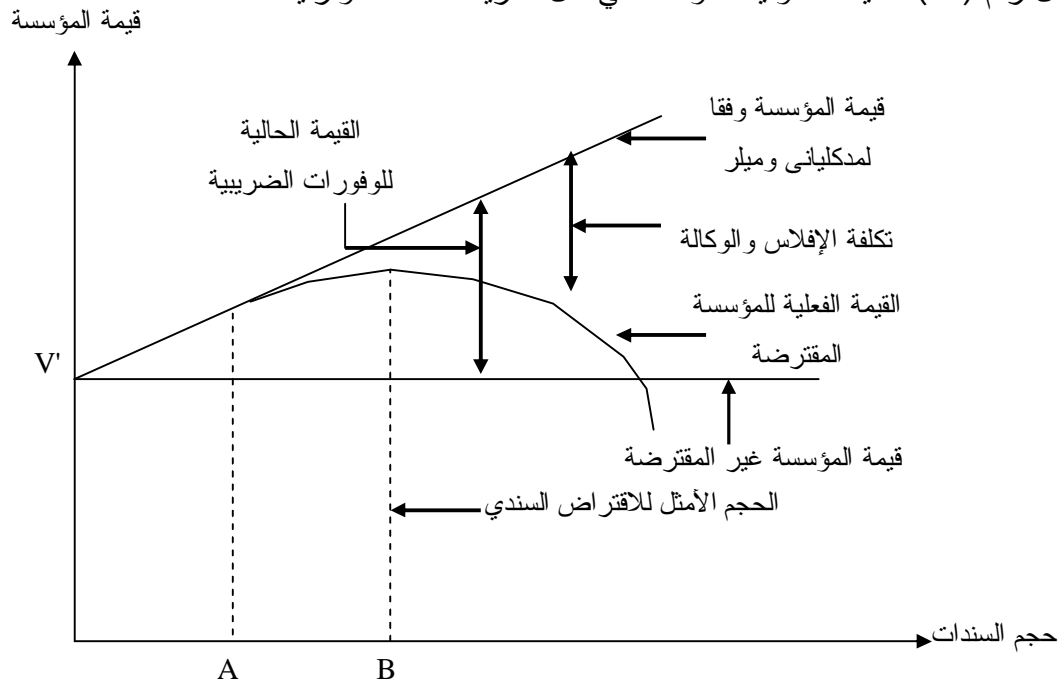
### المطلب الثالث: النظريات البديلة لقرار التمويل عن طريق السوق السندي:

يشكل السوق السندي البديل التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية، وهذا ما أكدته النظريات السابقة، إلا أنها اختلفت حول الحجم الأمثل للاقتراض السندي وتأثيره على القيمة السوقية للمؤسسة، وفي هذا الصدد ظهرت مداخل حديثة حاول أصحابها إعطاء تفسير لطبيعة العلاقة بين قرارات التمويل خاصة قرار التمويل عن طريق السوق السندي وقيمة المؤسسة، وهذا بإدراج عوامل جديدة أغفلتها المداخل السابقة.

#### الفرع الأول: نظرية العلاقة التوازنية:

أخذت هذه التسمية نسبة لدراستها للتوازن بين كل من مزايا وعيوب مختلف البدائل التمويلية، وتقضي هذه النظرية بأن القرار المحدد لنسبة الاقتراض السندي هو محصلة التوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحدثه الوفورات الضريبية والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، ويمكن توضيح أبعاد هذه النظرية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (33): القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية العلاقة التوازنية.



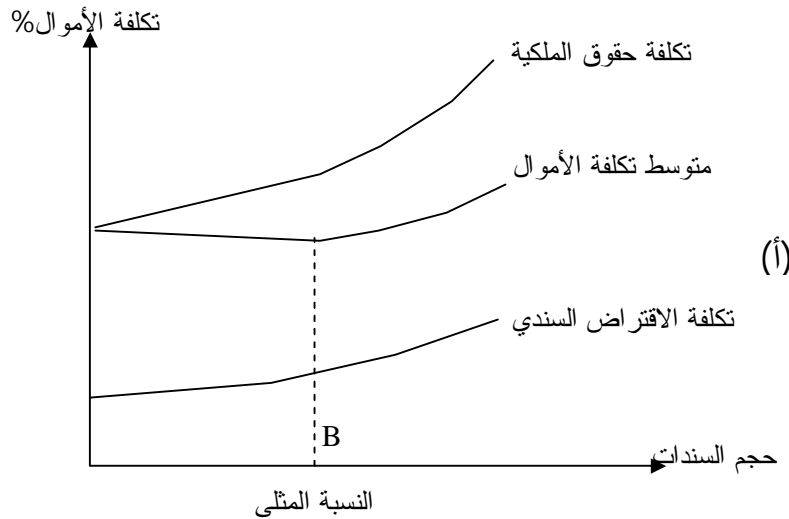
المصدر: منير إبراهيم هندي: 1998، ص296.

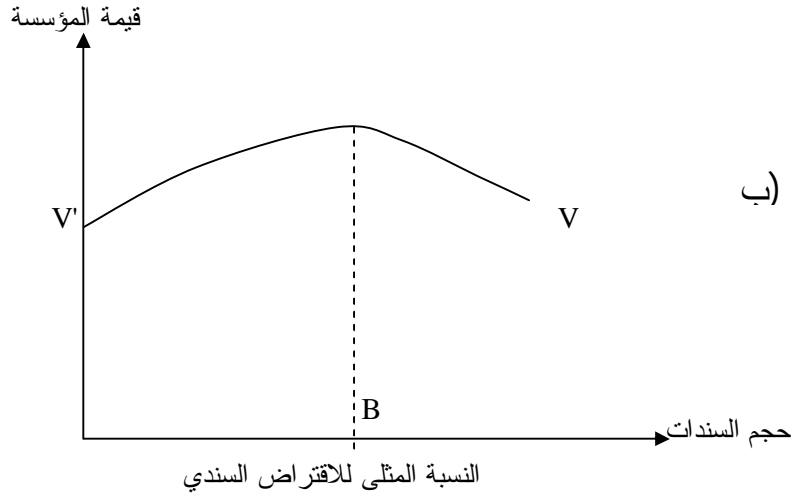
المؤسسة إلى ثلاثة ويتضح من الشكل أنه يمكن تقسيم تطور العلاقة بين حجم السندات وقيمة المؤسسة كلما ارتفع حجم السندات في هيكل رأسمالها وذلك من مراحل؛ مرحلة أولى ترتفع فيها قيمة السندي للمؤسسة مرحلة ثانية حيث تبدأ الآثار السلبية للاقتراض)، وبعدها تدخل قيمة A النقطة ( الإفلاس والوكالة، غير أنه في هذه المرحلة لا نلاحظ انخفاض بالظهور متمثلة في القيمة الحالية لتكلفة السوقية للمؤسسة وإنما تبقى في الارتفاع بمعدلات متناقصة ويستمر ذلك إلى أن يصل حجم في القيمة (، التي تتساوى عندها القيمة الحالية للوفورات الضريبية على فوائد السندات مع B السندات إلى النقطة ( السندي والذي ) تمثل الحجم الأمثل للاقتراض B الإفلاس والوكالة، لتصبح النقطة ( القيمة الحالية لتكلفة ( أين B سوقية للمؤسسة في ظل هذه النظرية، ثم تأتي المرحلة الثالثة بعد النقطة ( تقابله أقصى قيمة والإفلاس أكبر من الوفرات الضريبية أو بمعنى آخر يصبح الأثر السلبي تصبح تكلفة الوكالة السوقية للمؤسسة. السندي أكثر من الأثر الإيجابي له مما يؤدي إلى انخفاض القيمة للاقتراض

Et "Gapenski وفي ظل نظرية العلاقة التوازنية، يرتبط "بريجهام" و" جابنيسكي" "

السوقية للمؤسسة وتكلفة الأموال كما هو مبين في الشكل الموالي: بين القيمة "Brigham"

الشكل رقم (34): تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية العلاقة التوازنية.





المصدر: منير إبراهيم هندي: 1998، ص 298.

ويتبين من الشكل السابق - خاصة في جزئه (أ) - أنه كلما زاد اعتماد المؤسسة على السندات في تمويلها، كلما أدى ذلك إلى زيادة تكلفة حقوق الملكية، وذلك للتعويض عن المخاطر المالية التي الإفلاس وتكلفة السندي للتعويض عن تكلفة يتعرض لها حملة الأسهم، وكذا زيادة تكلفة الاقتراض الوكالة.

السندي الأقل، فإن قرار التمويل عن طريق السوق السندي يبقى ولما كانت تكلفة الاقتراض السندي إلى الأفضل، ويؤدي إلى انخفاض في متوسط تكلفة الأموال إلى أن يصل حجم الاقتراض B. النقطة

الإفلاس وتكلفة الوكالة يبدأ متوسط تكلفة الأموال في الزيادة وهذا راجع إلى أن تكلفة B عند النقطة السندي. أصبحت أكبر من الوفورات الضريبية التي تترتب عن الاقتراض

تكلفة الأموال يرافقه زيادة في القيمة أما الجزء (ب) من الشكل فيبين أن انخفاض متوسط تكلفة الأموال ، بعدها يبدأ متوسط B السوقية للمؤسسة إلى أن تصل إلى الحد الأقصى لها عند النقطة السوقية للمؤسسة. في الزيادة ويرافقه تراجع في القيمة

السندي، غير أنه وإن كانت توافق الحجم الأمثل للاقتراض B ويتضح مما سبق أن النقطة السندي الأمثل، فإن "بريجهام" العلاقة التوازنية لا تزودنا بتحديد كمي لحجم الاقتراض نظرية ( قد قدما ثلاث مؤشرات هامة تضمن سلامة اتخاذ القرار Gapenski Et Brigham و"جابنيسكي" ) بشأن اللجوء إلى السوق السندي كمصدر تمويلي للمؤسسة، وتتمثل هذه المؤشرات حسب ما جاء به (منير إبراهيم هندي: 1998، ص 299 - 300) فيما يلي:

- المؤسسات التي تتعرض لمستوى عال من مخاطر النشاط، حيث تقاس هذه المخاطر بدرجة تقلب رأسمالها، فالتقلب الكبير في العائد المتولد عن أصولها، ينبغي أن تخفض نسبة السندات في هيكل يحمل في طبيعته احتمالا أكبر للتعرض لمخاطر الإفلاس وذلك عند أي مستوى من مستويات الاقتراض مقارنة بمؤسسة مثيلة يتقلب عائدها بدرجة أقل، لذا يجب على هذه المؤسسات التوقف عن الاقتراض السندي قبل أن تصل إلى النقطة التي تتعادل عندها قيمة الوفورات الضريبية مع تكلفة الإفلاس والوكالة .

- المؤسسات التي تستخدم أصولا مادية في عملياتها، وتلك التي تميل إلى استخدام تركيبات إنتاجية نمطية، يمكنها التوسع في الاقتراض السندي بدرجة أكبر مقارنة بالمؤسسات التي تعتمد على أصول غير مادية وتعتمد على تركيبات إنتاجية أقل، مما يؤدي عند هذه الأخيرة إلى ارتفاع تكلفة الإفلاس والوكالة، ومنه فإن قيمة الوفورات الضريبية سوف تتعادل مع تكلفة الإفلاس والوكالة عند مستوى منخفض نسبيا لحجم السندات.

- المؤسسات التي تتمتع بمستوى عال من الربحية وتخضع بالتالي لشريحة ضريبية مرتفعة، يكون من صالحها التوسع في الاقتراض السندي وذلك مقارنة بمؤسسة مماثلة تخضع لشريحة ضريبية منخفضة، ويرجع ذلك إلى أن الخضوع لشريحة ضريبية مرتفعة يعني ارتفاع حجم الوفورات الضريبية، وهو ما يكفي لتغطية مستوى عال من تكلفة الإفلاس والوكالة.

### الفرع الثاني: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل:

في أوائل الستينيات أجرى "قوردن دونالدسون" دراسة ميدانية خرج منها بنظرية لترتيب أفضلية مصادر التمويل من وجهة نظر المؤسسات وتتلخص أبعاد هذه النظرية في النقاط التالية

(J.Teulie. P Topsacalian:1997. P359)

- تفضل المؤسسات التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، كما أنها تفضل ضمن التمويل الخارجي التمويل بالسندات على التمويل بالأسهم العادية.

- تفضل المؤسسات في المقام الأول التمويل الذاتي، وهي تكيف بذلك معدل توزيع الأرباح مع الفرص الاستثمارية المتاحة.

- إذا لم يكف التمويل الداخلي واضطرت المؤسسة إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي فإنها تفضل أولا إصدار السندات، ثم إصدار الأوراق المالية الهجينة ليأتي في الأخير دور إصدار الأسهم.

ويرجع سبب اختيار هذا الترتيب إلى الأخذ بعين الاعتبار المزايا التي يتمتع بها كل مصدر من هذه المصادر حيث يعود سبب مجيء التمويل الداخلي في المرتبة الأولى إلى كونه مصدرا لا يواجه عادة بالمعارضة، إضافة إلى أنه يعفي المديرين الماليين من السعي للاتصال بالمستثمرين المحتملين من مقرضين وملاك، كما يبعد المؤسسة عن الوقوع تحت تأثير منطوق سوق رأس المال في حالة إصدار المزيد من الأسهم، فإصدار كمية كبيرة من الأسهم قد يترك أثرا عكسيا على القيمة السوقية للسهم كما يحتمل أن يحدث تغيرا في مراكز الملاك داخل الجمعية العامة، إضافة إلى ذلك لا تنطوي مصادر التمويل الداخلية أو الذاتية على تكاليف إصدار على عكس مصادر التمويل الخارجية. يضاف إلى ذلك أنه إذا كانت مصادر التمويل الداخلية تأتي في قمة سلم التفضيل، فإنه وللأسباب ذاتها يتوقع أن تأتي السندات في الدرجة التالية، وهو ما يوافق أبعاد نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، فإصدار السندات ينطوي على معارضة أقل كما أن تكلفة الإصدار المصاحبة لها عادة ما تكون أيضا أقل وذلك مقارنة بإصدار الأسهم العادية.

إضافة إلى ذلك هناك سبب آخر ينبذ فكرة الاعتماد على إصدار أسهم جديدة، ونقصد بذلك الإشارات المالية التي يبعثها إصدار أسهم جديدة والتي سيتم التطرق إليها في العنصر الموالي. ومما سبق يتضح أن نظرية ترتيب مصادر التمويل قد قدمت للمدير المالي للمؤسسة ترتيبا لمصادر التمويل التي يلجأ إليها لتغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة، ويمثل السوق السندي المصدر الخارجي الأول حسب هذه النظرية.

### الفرع الثالث: نظرية عدم تماثل المعلومات:

يبدو التعارض واضحا بين نظريات "ميلر" و"مكلياني" ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، فالأولى تضع السندات في المقدمة بغرض الاستفادة من الوفورات الضريبية، بينما تضع النظرية الثانية الأرباح المحتجزة في المقدمة لأسباب سبق ذكرها، من بينها أنها مصدر تمويل يتميز بالقبول العام، كما أن الاعتماد عليها لا ينطوي على تكاليف إصدار، ومن هذا التعارض توصل "ستيورت مايرز" إلى نظرية عدم تماثل المعلومات والتي تنص على أن التمويل، بالسندات أفضل من التمويل بإصدار أسهم عادية، ففي ظل عدم تماثل المعلومات لدى الإدارة والمستثمرين، فإن إقبال الإدارة على إصدار أسهم جديدة، عندما تكون القيمة السوقية للأسهم الحالية أقل مما ينبغي، سوف تباع الأسهم الجديدة بأسعار منخفضة، وهو ما يعني ضمنا انتقال الثروة من الملاك القدامى إلى الملاك الجدد لذا يصبح من المتوقع أن لا تقدم المؤسسة على مثل هذه الخطوة حتى ولو ترتب على ذلك ضياع فرصة استثمارية مربحة.

أما إذا كانت الإدارة تدرك أن القيمة السوقية للسهم مغال فيها، في هذه الحالة سيعني إصدار أسهم جديدة عند هذا السعر المرتفع، انتقالاً ضمنياً للثروة من الملاك الجدد إلى الملاك القدامى، وهو ما قد يعد في حد ذاته مشجعاً على قرار الإصدار، ولما كان المستثمرون المحتملون يدركون مسبقاً أن إدارة المؤسسة تعمل في الأساس لخدمة الملاك القدامى، فإن تفسيرهم لقرار الإدارة بإصدار الأسهم الجديدة هو أنها تستهدف استغلالهم لصالح الملاك القدامى، وهكذا فإن إصدار أسهم جديدة يعد مؤشراً مالياً لكون القيمة السوقية لتلك الأسهم مغال فيها، وفي ظل هذا الاعتقاد لن يقدموا على شراء تلك الأسهم إلا بسعر أقل مما هي عليه، نفس الشيء يمكن أن يحدث لو أن الإدارة تدرك - دون أن يدرك المتعاملون في السوق - أن مستقبل المؤسسة غير مبشر، هنا يتوقع أن تسعى هذه الأخيرة إلى إصدار أسهم عادية لجلب المزيد من المستثمرين ليتحملوا جزءاً من الآثار السلبية المحتملة، مما يخفف العبء على الملاك الحاليين، وهكذا يبدو أن إصدار أسهم جديدة يرتبط في أذهان المستثمرين المحتملين بأنه مؤشر غير حسن، وحتى إذا كانت الإدارة تعتقد أن القيمة السوقية للسهم غير عادلة، فليس من صالحها إصدار أسهم جديدة، لأنه في ظل نقص المعلومات عند المستثمرين مقارنة بما لدى الإدارة، سوف يظل المستثمرون يفسرون قرار الإصدار على أنه نتيجة لكون القيمة السوقية للسهم مغال فيها، وأن الإدارة تسعى لاستغلال المستثمرين المحتملين لصالح المستثمرين القدامى، وعلى ضوء هذا التفسير فلن يقبلوا شراء السهم بالسعر المعروف رغم أنه سعر عادل، فإصدار الأسهم العادية يحمل في طياته إشارات غير سارة، ومن ثمة ينبغي تجنب الاعتماد عليه بقدر المستطاع، وإذا كان للمؤسسة أن تحصل على أموال من مصادر خارجية فعليها أن تحتاط مسبقاً بجعل نسبة الاقتراض السندي منخفضة نسبياً حتى إذا جاء الوقت الذي تحتاج فيه إلى موارد إضافية يصبح من الممكن إصدار المزيد من السندات وذلك قبل أن تفكر في إصدار أسهم عادية (منير إبراهيم هندي: 305، 1998، ص 306).

مما سبق يتضح أن نظرية عدم تماثل المعلومات تقضي بأن التمويل بالسندات يعد أفضل بكثير من التمويل بإصدار أسهم عادية، ليس بسبب الوفورات الضريبية على فوائد القروض، ولكن بسبب التأثير السلبي لإصدار الأسهم العادية على الملاك القدامى، فإصدار الأسهم العادية لا ينبغي أن يكون إلا في حالة وجود فرصة استثمارية غير عادية لا ينبغي تفويتها أو عندما تدرك الإدارة أن مستقبل المؤسسة غير مبشر وأن إصدار أسهم جديدة سيكون في صالح حملة الأسهم الحاليين، وتقضي هذه النظرية بالاعتماد على الأرباح المحتجزة في التمويل قبل اللجوء إلى السندات. وحتى إذا تم اللجوء إلى الاقتراض السندي، فلا ينبغي أن يصل إلى النقطة التي توصي بها نظرية العلاقة التوازنية وذلك للإبقاء على طاقة إقتراضية احتياطية يمكن استخدامها في الظروف الطارئة حتى لا تضطر المؤسسة إلى استخدام البديل غير المرغوب فيه، المتمثل في إصدار أسهم عادية جديدة.

ومن خلال ما تقدم يتضح أن هذه المداخل قد حاولت إعطاء مبررات لاختيار البديل التمويلي الأفضل، ورغم تعدد الأسباب فإن السوق السندي يظل البديل التمويلي الخارجي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية.

### خلاصة:

تتحكم في قرار تمويل المؤسسة عن طريق السوق السندي مجموعة من العوامل كالتكلفة، الرفع والمخاطرة، لذا على المؤسسة التوفيق بين الثنائيتين تكلفة/عائد، عائد/مخاطرة عند إقبالها على اتخاذ قرار التمويل.

يعتبر التمويل عن طريق السوق السندي الأقل تكلفة مقارنة بمصادر التمويل الخارجية ، إلا أنه يزيد من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة العائد الذي يطلبه المستثمرون حملة الأسهم وحملة السندات على حد سواء.

كما أن التمويل عن طريق السوق السندي له تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة باعتباره المصدر الأقل تكلفة من بين مصادر التمويل الخارجية، ورغم اختلاف المداخل في ترتيب ومبررات التمويل عن طريق السوق السندي من مجمل مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، إلا أنها اتفقت حول كون السوق السندي يعتبر البديل التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية من بين المصادر الخارجية المتاحة لها.

# الفصل الثالث:

تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية عن طريق  
السوق السندي دراسة حالة الشركة الجزائرية  
للكهرباء و الغاز - سونلغاز -

المبحث الأول: موقع السوق السندي من السوق المالي الجزائري:

المطلب الأول: بورصة القيم المنقولة الجزائرية.

المطلب الثاني: السوق السندي الجزائري.

المبحث الثاني: تجربة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز في التمويل عن

طريق السوق السندي 2004-2006:

المطلب الأول: تقديم مجمع " سونلغاز".

المطلب الثاني: دراسة الجدوى الاقتصادية لدخول مجمع " سونلغاز"

إلى السوق السندي.



## الفصل الثالث: تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية عن طريق السوق السندي - دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز - سونلغاز :

### تمهيد :

مر الاقتصاد الجزائري منذ الاستقلال بالعديد من المراحل، شهد خلالها محاولات عديدة من الإصلاحات كان الهدف منها تقويم مساره من خلال تجاوز العوائق والمشاكل التي تعترض طريقه، وتعتبر مشكلة التمويل أهم هذه المشاكل، حيث أن 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.

و قد شهد السوق السندي المؤسساتي الجزائري - في الفترة الأخيرة - نشاطا ملحوظا بإطلاق مجموعة من الإصدارات السندية المسعرة و غير المسعرة لمؤسسات عمومية وخاصة.

لذا سنتطرق في هذا الفصل إلى تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية عن طريق السوق السندي، وذلك بالتطرق أولا إلى موقع السوق السندي من السوق المالي الجزائري، ثم نتناول تجربة "الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز" في التمويل عن طريق السوق السندي خلال الفترة 2004-2006 .

### المبحث الأول: موقع السوق السندي من السوق المالي الجزائري:

أصبحت البورصات من المتطلبات الأساسية للقيام بالتنمية الاقتصادية وتسريع عجلتها، وتبرز أهميتها من خلال ما توفره من تمويل دائم لإنشاء المشاريع الاقتصادية الجديدة وتوسيع المشاريع القائمة، وذلك بطرح الأسهم والسندات، ليبقى قرار الاختيار بين هذين البديلين على عاتق المؤسسات، التي عادة ما تفضل التمويل عن طريق السوق السندي.

### المطلب الأول: بورصة القيم المنقولة الجزائرية:

سعت الجزائر منذ بداية التسعينيات إلى إنشاء بورصة القيم المنقولة لتقوم بدورها في تمويل الاقتصاد الوطني، ورغم ما تواجهه من مشاكل إلا أنها تحاول توفير الموارد المالية للمؤسسات الاقتصادية العامة والخاصة.

### الفرع الأول: تعريف ونشأة بورصة الجزائر:

وذلك من خلال التطرق إلى:

### البند الأول: تعريف بورصة الجزائر:

عرفت بورصة القيم المنقولة حسب المادة الأولى من المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 بأنها: "إطار لتنظيم وسير العمليات فيما يخص القيم المنقولة التي تصدرها الدولة والأشخاص الآخرون من القانون العام والشركات ذات الأسهم" (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: 1993، ص 4).

### البند الثاني: نشأة بورصة الجزائر:

كانت لنشأة بورصة الجزائر عدة أسباب، تمت ترجمتها بصدور قوانين اقتصادية تزكي استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة في ظل انتقال الجزائر إلى اقتصاد السوق، وبذلك أصبح رأسمال المؤسسات العمومية الاجتماعي والذي يمثل حق الملكية مقسما إلى عدد من الأسهم توزع ما بين صناديق المساهمة، وعلى هذا الأساس تحولت الشركات العامة إلى شركات ذات أسهم (تسير حسب أحكام القانون التجاري المكمل لقوانين عام 1988، ومن هذا المنطلق برزت SPA) البورصة كأداة ضرورية للمساهمة في تمويل المؤسسات، فهي تعتبر وسيلة جديدة من وسائل تمويل الاقتصاد الجزائري وبذلك تدعم نظام التمويل بصفة عامة دون التقليل من أهمية التمويل المصرفي.

وهكذا يمكن القول أن تبني الجزائر لسياسة اقتصاد السوق هو أساس هذه الإصلاحات التي أدت إلى استقلالية المؤسسات العمومية وتحويلها إلى شركات مساهمة، وبالتالي فمن غير المنطقي تصور نظام لشركات المساهمة دون إنشاء سوق مالية يتم فيها تبادل هذه الأسهم، والمؤسسات الاقتصادية المختلفة ليست الوحيدة التي تلجأ إلى إصدار قيم منقولة، فالدولة والجماعات المحلية هي الأخرى يمكنها اللجوء إلى هذه الوسيلة من أجل تمويل احتياجاتها (أحمد بوراس: 2003، ص 135).

وتندرج فكرة إنشاء سوق القيم المنقولة في الجزائر في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي أعلن عنها سنة 1987 ودخلت حيز التطبيق عام 1988، حيث صدرت في نفس السنة عدة قوانين اقتصادية خصت استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة، كما ظهرت العديد من التشريعات المنظمة لأنشطة بورصة الجزائر أهمها تلك التي صدرت في 28 ماي 1991 والمتمثلة في (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: 1996، د ص):

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169؛ المتضمن كيفية تنظيم المعاملات الخاصة بالأوراق المالية وإلزام شركات المساهمة بإصدارها، كما حدد الشكل القانوني لبورصة الجزائر حيث اعتبرها شركة ذات أسهم.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-170؛ الذي حدد وشرح أنواع الأوراق المالية (المقدرة بعشرة أنواع)، كما حدد شروط إصدارها وطرق تداولها وكيفية تحويلها.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-171؛ والمتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث حدد مهامها والتمثلة في تنظيم السوق، قبول المتعاملين، التدقيق في المعلومات المنشورة، ممارسة الرقابة وغيرها من المهام، كما شرح هذا المرسوم كيفية تكوين البورصة وعقد اجتماعاتها واتخاذ القرارات فيها وكذا الصلاحيات الواسعة التي أعطيت لها.

إضافة إلى هذه المراسيم التنفيذية صدرت مراسيم تشريعية عديدة أهمها (أحمد بوراس: 2003، ص138):

- المرسوم التشريعي رقم 93-08؛ المعدل والمتمم للقانون التجاري، والذي بموجبه تخضع المؤسسات العمومية لقواعد القانون التجاري، بما في ذلك إمكانية إشهار إفلاسها إذا ما أخلت بالتزاماتها، كما تضمن هذا المرسوم شرحا مفصلا للأحكام المتعلقة بشركات المساهمة.

- المرسوم التشريعي رقم 93-10؛ ويتعلق ببورصة القيم، التي عرفت فيما بعد ببورصة الجزائر، وقد أقر هذا المرسوم إنشاء بورصة القيم المنقولة ومقرها العاصمة، واعتبرها المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات الصادرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة، كما أقر بتبعية الهيئتين التاليتين للبورصة، وهما:

( COSOB. \* لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة )

( SGBV. \* شركة تسيير بورصة القيم )

- المرسوم التنفيذي رقم 176-94؛ الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية أو المؤسسات التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم البورصة كوسيط، وهم البنوك وشركات التأمين إضافة إلى صناديق المساهمة التي حلت في سبتمبر 1995.

ويمكن القول أن كل هذه التشريعات كانت بمثابة القاعدة الأساسية في تحديد المعالم الرئيسية لبورصة القيم المنقولة أو بورصة الجزائر بتحديد الهيئات المنظمة والمراقبة للبورصة والمنتجات المالية وغيرها، إلى أن فتحت بورصة الجزائر أبوابها لتداول الأوراق المالية يوم 13 سبتمبر 1999، بعد أن تأجل فتحها مرات عديدة بسبب تباطؤ الشركات المرشحة للتسجيل في إتمام إجراءات التقييد، يضاف إليه قلة الثقافة الادخارية والاستثمارية في المجتمع الجزائري، قلة المختصين في مجال إنشاء وتسيير البورصة، إضافة إلى غياب الشفافية وتعثر عملية الخوصصة.

**الفرع الثاني: الهيئات المنظمة والمراقبة لبورصة الجزائر:**

من أجل أن تقوم البورصة بدورها على أكمل وجه، ولكي تحقق الأهداف المرجوة منها، قامت التشريعات الصادرة في هذا الشأن بتحديد مختلف الهيئات المنظمة للعمل داخل البورصة وإخضاعه للمراقبة، وتتمثل هذه الهيئات حسب المادة (03) من القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 33-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم، في:

- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB، والتي تشكل سلطة سوق القيم المنقولة،
- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة SGBV،
- المؤتمر المركزي على السندات.

(COSOB) البند الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

أولاً: نشأتها وتكوينها:

( الهيئة التي تشرف على سوق القيم COSOB) تعتبر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة المنقولة وتديرها، وهي مؤسسة تتمتع بالاستقلالية الإدارية والمالية، وهي مسخرة من أجل ضمان الأمن للمعاملات وحماية المدخرين أو المستثمرين في الأوراق المالية، وتقوم هذه اللجنة أيضا باعتماد ومراقبة وسطاء عمليات البورصة والسهر على حسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها.

( بموجب المرسوم التشريعي COSOB) وقد تم إنشاء لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 10-93 الصادر في 23 ماي 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، وبالرغم من أن اللجنة تأسست في ماي 1993 إلا أنه لم يتم تعيين أول أعضائها إلا في 27 ديسمبر 1995، ولم تنصب حتى 1996، ومنذ ذلك الحين التزمت بوظيفة ثابتة (أحمد بوراس: 2003، ص 141).

تتكون هذه اللجنة من رئيس يعين لمدة أربع (04) سنوات، وستة (06) أعضاء يعينون حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصة لمدة أربع (04) سنوات وذلك حسب المادة 22 من القانون رقم 03 - 04 المذكور سابقا، وهم:

- قاض يقترحه وزير العدل،
- عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية،
- أستاذ جامعي يقترحه الوزير المكلف بالتعليم العالي،
- عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر،

- عضو مختار من بين المسيرين للأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة،
- عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات والمحاسبين المعتمدين.

### ثانيا: مهامها:

حسب المادة 30 من القانون 03-04 (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: 1993، العدد 11، ص 23، 24)، فإن لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تتولى مهمة تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة وذلك بالسهر على:

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو المنتوجات المالية الأخرى التي تتم في إطار اللجوء العلني للادخار،
- السير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها.

وبهذه الصفة تقدم لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تقريرا سنويا عن نشاط سوق القيم المنقولة إلى الحكومة.

### ثالثا: وظائفها (سلطتها):

يجوز للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة جملة من الصلاحيات تتمثل فيما يلي:

#### 1- الوظيفة القانونية:

تقوم اللجنة وفقا للمادة 31 من القانون 03-04 بتنظيم سير سوق القيم المنقولة كما يلي (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: 1993، العدد 11، ص 23، 24):

- تحديد رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عمليات البورصة،
- اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة، والقواعد المهنية المطبقة عليهم،
- تحديد نطاق مسؤولية الوسطاء ومحتواها والضمانات الواجب الإيفاء بها اتجاه زبائنهم،
- وضع الشروط والقواعد التي تحكم العلاقات بين المؤتمن المركزي على السندات والمستفيدين من خدماته،
- سن القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية وتسليم السندات،

- تحديد شروط التأهيل وممارسة نشاط حفظ وإدارة السندات .

## 2- وظيفة المراقبة والرقابة:

تقوم اللجنة بالتأكد من أن:

- الأحكام القانونية محترمة من طرف الوسيطاء في عمليات البورصة،
- الشركات التي تقوم باللجوء العلني للادخار قائمة بواجباتها الإعلامية التي تخضع لها،
- التصحيحات اللازمة قد أجريت في حالة ملاحظة انحرافات.

ولأجل القيام بمهمة الرقابة والمراقبة فإن اللجنة مؤهلة لإجراء تحقيقات لدى الشركات المصدرة والمصارف والهيئات المالية أو أي شخص معني بأي عملية على القيم المنقولة .

(Guide de l'investisseur. 12.13 P.1997):

## 3- الوظيفة التأديبية والتحكيمية:

Guide de l'investisseur تحكيمية، تتكون من ( ) تنشأ على مستوى اللجنة غرفة تأديبية و

(13- P14, 1997):

- رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة،
  - عضوان ينتخبان من بين أعضاء اللجنة،
  - قاضيان يعينان من طرف وزير العدل.
- من الناحية التحكيمية، الغرفة مؤهلة لدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين والأنظمة السارية على سير عمل البورصة وتتدخل في ما:

- بين الوسيطاء في عمليات البورصة،
- بين الوسيطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم،
- بين الوسيطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للقيم المنقولة،
- بين الوسيطاء في عمليات البورصة وعملائهم.

أما من الناحية التأديبية، فإن الغرفة مؤهلة لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من طرف الوسيطاء في عمليات البورصة وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والقانونية المطبقة

عليهم، ويقوم بالوظيفة التأديبية والتحكيمية عضو مختص ينشأ على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وتعمل اللجنة سواء بطلب من المراقب الذي تفوضه اللجنة، شركة تسيير بورصة القيم، شركة مصدرة، وسيط في عمليات البورصة أو من أي زبون لهذا الأخير، أو بناء على نظام أي طرف له مصلحة.

كما يمكن للجنة أن تصدر مجموعة من العقوبات في مجال أخلاقيات المهنة والتأديب هي: الإنذار، التوبيخ، حظر النشاط كله أو جزء منه، مؤقتاً أو نهائياً سحب الاعتماد، أو فرض غرامات يحدد مبلغها بعشرة (10) ملايين دينار أو يساوي المغنم المحتمل تحقيقه بفعل الخطأ المرتكب، وتفصل الغرفة التأديبية والتحكيمية بحكم لا معقب عليه كما هو الأمر في مجال القضايا المستعجلة، لكن يمكن الطعن في قرارها أمام مجلس الدولة وفقاً لقانون الإجراءات المدنية.

**SGBV: البند الثاني: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة**

**أولاً: نشأتها وتكوينها:**

شركة تسيير بورصة القيم المنقولة هي شركة ذات أسهم، تأسست في 05 ماي 1997 من طرف:

- البنوك الوطنية: (BEA. CPA.BADR . BDL.CNEP.BNA. CNMA).

- شركات التأمين الوطنية: (CCR. SAA. CAAR. CAAT).

- بنك خاص هو البنك المتحد: (Union Bank).

غير أنه، ابتداء من 15 جويلية 1998 تخلت هذه البنوك والشركات عن أسهمها لصالح شركات الوساطة المعتمدة حالياً في البورصة، ليصبح مساهموها هم الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ورأس مال هذه الشركة موزع بصفة دائمة وبالتساوي بين هؤلاء الوسطاء، ويقدر الحد الأدنى لمساهمة الوسيط في رأسمال هذه الشركة بمليونين (2000000.00) دينار جزائري، وفي حالة اعتماد وسيط جديد في عمليات البورصة فإن رأسمال الشركة سوف يرتفع بمقدار ما يساهم به هذا الوسيط، لكن في حالة انسحاب أحد الوسطاء، فإن حصته في رأسمال الشركة سوف يتم إعادة شرائها بالتساوي من طرف الوسطاء في عمليات البورصة المساهمين في هذه الشركة.

وتصرح المادة 17 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 أن اعتماد الوسيط في عمليات البورصة لا يمكن أن يتم إلا بعد اكتتاب الوسيط في جزء من رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: 1993، العدد 11، ص 22):

لقد أنشأت شركة تسيير بورصة القيم من أجل إعطاء الاقتصاد الجزائري مكانة تعكس أبعاده الداخلية والخارجية، وتهتم هذه الأخيرة بالتنسيق والربط بين التنظيمات العملية والتقنية الضرورية للصفقات الخاصة بالقيم المنقولة (أحمد بوراس: 2003، ص 143)، وذلك بهدف:

- السماح بفتح رأسمال الشركات الوطنية الخاصة لتنظيمها على شكل شركات أسهم SPA.
- التصرف في جزء من أصول هذه الشركات.

#### ثانيا: وظائفها:

أنشأت شركة تسيير القيم المنقولة من أجل تقديم الخدمات التالية:

- تسهيل الصفقات بين الوسيط في عمليات البورصة، وذلك عن طريق:

- وضع القوانين وقواعد تحكم سير العمل.
- وضع نظام خاص بالتحكيم والفصل في المنازعات.
- وضع قرارات للتنظيم والانضباط داخل السوق.

- ترقية التجارة في الأوراق المالية عن طريق تطوير السوق وذلك من خلال إعلام الجمهور أن المؤسسة مبعث ثقة.

وبالتالي تعتبر هذه الشركة الإطار العام والمنظم لخدمة الوسيط في عمليات البورصة، كمختصين للسماح لهم بمباشرة مهامهم في إطار القوانين والتنظيمات الموضوعة لذلك (أحمد بوراس: 2003، ص 143).

وتتمثل المهام والأهداف الأساسية لشركة تسيير بورصة القيم حسب المادة 18 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: 1993، ص 6) فيما يلي:

- التنظيم العملي لإدخال القيم المنقولة في البورصة،
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها،
- تسجيل مفاوضات الوسيط في عمليات البورصة،



- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة،
- تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديدھا،
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة،
- إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة تحت مراقبة اللجنة.

#### البند الثالث: المؤتمر المركزي على السندات:

بغرض تطوير بورصة الجزائر، ومع دخول المؤسسات الأولى إلى البورصة ظهرت الحاجة إلى هيئة تتكفل بحفظ السندات، وتتولى نظام التسوية والتسليم، لذلك أقيم فوج عمل يتكون من ممثلي ( Bultain de la COSOB: 2000.P04مختلف المتدخلين في السوق بهدف تحديد شروط تشغيل هذه الهيئة ) والتي تسمى " المؤتمر المركزي على السندات " .

#### أولاً: نشأته وتكوينه:

تأسس المؤتمر المركزي على السندات بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2004، ويمارس وظائفه من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم ويتكون رأسمال المؤتمر المركزي على السندات و المقدر بخمسة وستون مليون (65000000) دينار جزائري، من مساهمات مؤسسيه (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية:1993 ، العدد11، ص22، 23) وهم:

- البنك الخارجي الجزائري (BEA).
- القرض الشعبي الوطني (CPA).
- البنك الوطني الجزائري (BNA).
- بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR).
- مجمع صيدال (GROUP SAIDAL).
- مؤسسة تسيير فندق الأوراسي (EGA / EL Aurassi).
- مؤسسة الرياض سطيف (ERIAS SETIF).

ولا يفتح رأسمال شركة المؤتمر المركزي على السندات إلا لـ:

- شركة تسيير بورصة القيم،
- الشركات المصدرة للسندات،

- الوسطاء في عملية البورصة.

تعتبر كل من الخزينة العمومية وبنك الجزائر مساهمين في الشركة بحكم القانون، ويخضع كل طلب جديد للمساهمة في رأسمال هذه الشركة إلى موافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بناء على اقتراح من مجلس إدارة المؤتمن المركزي على السندات، ويحدد الحد الأدنى لقيمة المساهمة في (COSOB: 2004 رأسمال شركة المؤتمن المركزي للسندات بمليوني (2000000) دينار جزائري (دص).

**ثانيا: مهامه:**

كما سبق وأشرنا فإن وظائف المؤتمن المركزي على السندات، تمارس من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات اسهم، وتتمثل هذه الوظائف والمهام حسب المادة 19 مكرر 02 من القانون 03-02 (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: 1993، العدد 11، ص 22) والتي من شأنها التمكين من تسوية العمليات المبرمة في السوق المنظمة أو بالتراضي، فيما يلي:

- حفظ السندات الذي يسمح بفتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين،
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر،
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها،
- الترقيم القانوني للسندات،
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق السندي.

وأخيرا وبعد استعراض مختلف الأجهزة المكونة لسوق القيم المنقولة في الجزائر، تجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من اختلاف طبيعة هذه الهيئات الثلاثة إلا أن نشاطها يطمح إلى تحقيق نفس الهدف، والمتمثل في السهر على حماية المدخر ضد أي تعسفات ناتجة أساسا عن عدم معرفته لحقوقه في مجال الاستثمار في القيم المنقولة، وهذا راجع إلى نقص تجربته الشيء الذي يجعله غير قادر على الاستغلال الحسن للمعلومة المتوفرة لديه، بالإضافة إلى ذلك تهدف هذه الهيئات إلى ضمان السير الحسن لسوق القيم المنقولة ونزاهتها وشفافيتها.

**الفرع الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر:**

من بين المتدخلين الرئيسيين في بورصة الجزائر نذكر:

**البند الأول: الوسطاء في عملية البورصة:**

**أولا: تعريف الوسطاء في عمليات البورصة:**

ينص القانون على أن الصفقات في البورصة تقوم على أساس الاحتكار المباح للأشخاص الطبيعية والمعنوية المتمثلة في شركات المساهمة المخصصة لهذا الغرض (أحمد بوراس: 2003، ص 144).

ويمارس نشاط الوساطة في عمليات - بعد اعتماد من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة - من طرف الشركات التجارية التي تنشأ خصيصاً لهذا الغرض، وكذا البنوك والمؤسسات المالية.

وحسب المادة 06 من القانون 03-04 المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 فإنه بإمكان هؤلاء الوسطاء كذلك ممارسة نشاط الوساطة داخل أسواق المعاملات حول القيم المنقولة والسندات المالية الأخرى الغير مقبولة في البورصة طبقاً للشروط التي تحددها الحكام التشريعية والتنظيمية التي تحكم هذه الأسواق.

#### ثانياً: وظائف الوسطاء:

لا يمكن تصور القيام بمهمة تداول القيم المنقولة في البورصة دون وسطاء، وحتى يتم اعتماد الوسطاء يجب أن يقدموا ضمانات كافية لذلك، يمكن إيجازها فيما يلي:

COSOB - توفرهم على رأسمال معين يحدد من طرف

- الحصول على تنظيم وإمكانيات تقنية تناسب نشاطهم.

- التوفر على مستخدمين ملزمين بالحفاظ على سر المهنة، ويتوفرون على الكفاءة اللازمة.

كما يمكن أن يقوم الوسطاء بصفقات لحساب زبائنهم وذلك عن طريق تسيير حوافظ الأوراق المالية وكذا عملية التوظيف، وعلى هذا الأساس فهم مسؤولون عن مراعاة واحترام أوامر التنازل عن القيم المنقولة وكذا دفع ثمنها.

والوسطاء في عملية البورصة يقومون بمهمة التوظيف، وذلك بالبحث عن مكتتب أو مشتري للأوراق المالية، وهذا لحساب المصدر الذي قام باللجوء العلني، ويمكن إجمال الوظائف التي يسعى الوسطاء إلى القيام بها فيما يأتي (أحمد بوراس: 2003، ص 146، 145):

#### 1 - تداول القيم المنقولة:

يقصد بتداول القيم المنقولة عملية إيجاد علاقة سند بمقابل بين المشتري والبائع لهذه القيم المنقولة، وذلك على عكس تحويل القيم المنقولة التي يقصد بها عملية إيجاد علاقة مباشرة بين المشتري والبائع بدون وساطة، فتنفيذ المعاملات المخولة للوسطاء في عمليات البورصة تخص فقط القيم المنقولة محل المعاملات في البورصة، ومقابل هذا الامتياز فإن الوسطاء ملزمون بما يلي:

- الأخذ بعين الاعتبار ترتيب الأشخاص الذين تتوفر فيهم الشروط القانونية والتنظيمية.

- الوسيط في عمليات البورصة ملزم بتقديم هذا الترتيب في السوق.

- الوسطاء في عمليات البورصة مسؤولون أمام زبائنهم عندما يشترون أو يبيعون في السوق، وفي حالة عدم تسديد أو تسليم الأوراق المالية من طرف الزبون، فالوسيط في عمليات البورصة ملزم بتعويض الزبون، والالتزام بالتعهد المبرم باسمه.

## 2- تسيير الحوافظ المالية ذات القيم المنقولة:

في عملية البورصة بإدارة حوافظ الأوراق المالية ذات القيم المنقولة لصالح يقوم الوسطاء زبائنهم، وبالتالي فهم يتصرفون في هذه الحالة بموجب وكالة تسيير.

في عملية البورصة وزبائنهم وذلك لضمان ويقصد بوكالة التسيير العقد المبرم بين الوسطاء المنقولة وتدارك أو معرفة أي نزاع أو خلاف يمكن أن يحدث بين حماية المستثمرين في القيم في عملية البورصة وزبائنهم، ويتم تقرير وتعيين بنود الالتزامات في العقد المبرم بين الوسطاء والوسطاء والزبائن من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

## 3- التوظيف أثناء إصدار القيم المنقولة:

يعتبر سوق إصدار القيم المنقولة كسوق أولية، أين يتم فيه عرض - لأول مرة - القيم المنقولة الناشئة عن عملية الإصدار، ويتجلى ذلك من خلال عملية رفع رأس المال، حيث تلجأ المؤسسة إلى استعمال إصدار أسهم جديدة، أما إذا كانت ترمي إلى القرض السندي فإن المؤسسة في هذه الحالة تلجأ إلى إصدار سندات، و على المستثمر الذي يريد الاكتتاب أثناء عملية إصدار القيم المنقولة التوجه إلى الوسيط المالي المكلف من طرف المؤسسة المصدرة لتوظيف الأوراق المالية، أما المؤسسة المصدرة فتكون مطالبة أثناء عملية اللجوء العلني للدخار، بإنجاز وثيقة تدعى " المذكرة الإعلامية" مصادق عليها من طرق لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة،تضم المعلومات المهمة المنقولة أكثر حول المؤسسة المصدرة ، وذلك من أجل إعطاء المدخر الذي يريد الاستثمار في القيم أمان وأقل خطر في استثمار أمواله، كما تقدم هذه المذكرة معلومات حول عملية الإصدار يضاف إليها معلومات حول الوضعية المالية للمؤسسة وآفاقها المستقبلية، ومن أجل هذا السبب فإن قوانين لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تشترط بالإضافة إلى المذكرة الإعلامية إنشاء نشرة إعلامية أو بيان يلخص المعلومات الأساسية الموجودة في المذكرة الإعلامية.

## 4 - التوظيف في السوق الثانوية:

من أجل تنفيذ أوامر البورصة يشترط توافر الأهلية القانونية، وعلى هذا الأساس يستوجب على الشخص الذي يرغب في تداول أوراق أن يفتح رصيدا لدى وسيط في البورصة حيث يشترط أن يكون هذا الوسيط إما وسيطا في عمليات البورصة أو مسيرا للحفاظ المالية.

أما الوسيط فهو مطالب بالتأكد من هوية هذا المستثمر، والذي يشترط أن تكون له الأهلية القانونية المطلوبة حتى يتم فتح رصيد باسم شخص طبيعي.

أما في حالة الشخص المعنوي، فيستوجب هنا إظهار وثيقة مساعدة لممثل المؤسسة من أجل فتح وإتمام العمليات الخاصة بالرصيد المراد فتحه.

وتعد طريقة فتح الرصيد لدى الوسيط في عمليات البورصة طريقة منظمة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وهذا من أجل حماية المستثمر في القيم المنقولة.

#### **البند الثاني: المستثمرون:**

يوجد بشكل عام نوعان من المستثمرين في سوق القيم المنقولة هما:

- المستثمرون ذوو الشخصية الطبيعية : هم أولئك الأفراد الذين يستثمرون أموالهم إما بتكوين محافظ مالية شخصية مسيرة بشكل مباشر من قبل صاحبها أو مسيرة من طرف وسيط في عمليات البورصة بموجب توكيل.

- المستثمرون ذوو الشخصية المعنوية: هم على وجه الخصوص البنوك، شركات التأمين التعاضديات وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وسوف تحظى هذه الأخيرة بشيء من التفصيل باعتبارها أهم المستثمرين في سوق القيم المنقولة.

تأسست هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة بموجب المرسوم رقم 96 - 08 المؤرخ في ( المتعلق بهذه الهيئات، وقد ميز Journal Officiel de la république Algérienne: 1996.P15 10 جانفي 1996 )  
المشروع الجزائري بين نوعين رئيسيين من هذه الهيئات هما:

**أولاً: شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير:**

حسب المادة 02 من المرسوم رقم 96-08 المذكور أعلاه فإن شركات الاستثمار ذات رأس (، هي شركة ذات أسهم هدفها هو تسيير محفظة SICAV المال المتغير والتي تسمى اختصاراً ( الأوراق المالية، وتدار هذه الشركة حسب أحكام القانون التجاري، ولا يمكن لهذه الشركة أن تنشأ إلا (SICAV إذا اعتمدت قوانينها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. كما أن رأسمال ( يتغير يوميا حسب SICAV مرتبطة بقيمة الأصول التي تحتويها المحفظة، وعلى هذا فإن رأسمال (

العمليات التي تتم على هذه الأصول، فيرتفع بقيمة الأسهم الجديدة التي يكتتب فيها من طرف مستثمرين جدد أو من طرف المستثمرين القداماء، وينخفض بقيمة الأسهم المباعة من طرف المستثمرين.

الناجمة عن فوائد السندات أو على مساهميتها كل المداخل (SICAV) وعادة ما توزع (توزيعات الأسهم).

( حسب المادة 02 من المرسوم التنفيذي رقم 96-SICAV وقد حدد رأس المال الأولي لـ 474 المؤرخ في 28 ديسمبر 1996 بخمسة (05) ملايين دينار جزائري.

وتجدر الإشارة إلى أن هناك عدة أنواع من شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير وذلك حسب الغرض الذي قامت من أجله (بوراس أحمد: 2003، ص 15، 154):

**قصيرة الأجل:** ويسمح هذا النوع من الشركات للمدخرين بالقيام بعمليات قصيرة الأجل - SICAV دون المخاطرة برأس مالهم المستثمر.

**الأسهم:** معظم أموال هذه الشركة تستثمر في شراء الأسهم. - SICAV

يستثمر في شراء السندات. SICAV **السندات:** معظم أموال هذا النوع من شركات - SICAV

**المختلطة:** وتستثمر معظم أموالها في شراء الأسهم والسندات. - SICAV

**المرسلة:** الفوائد والعوائد المحققة من طرف هذه الشركة يعاد استثمارها. - SICAV

**التجزئة:** وهي شركات استثمار مقسمة إلى عدة أقسام (أسهم، سندات، محلية أو - SICAV أجنبية...) وتعطي الحق للمدخرين في الاختيار بين تلك المعطيات بدون نفقات أو جزاءات.

**التأشيرية:** وتهدف إلى تحقيق نتيجة تعادل أو تفوق تطور المؤشر. - SICAV

بالإضافة إلى ذلك، تتميز شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير بما يلي:

أكثر من 20% من أصولها في أوراق SICAV - تستثمر شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير مالية وقيم منقولة والتي صدرت من طرف واحد، غير أن ذلك يختلف بالنسبة للقيم المنقولة التي تصدرها الدولة التي قد تتجاوز 60%.

الاحتفاظ بأكثر من 20% من القيم المنقولة من نوع واحد والصادرة SICAV - لا تستطيع شركة من طرف واحد.

أن تحول أكثر من 20% من أصولها إلى سيولة. SICAV - لا تستطيع

الاقتراض في حدود 10% من أصولها. SICAV - يمكن لشركة

إن تعبئة الادخار من طرف هيئات أو تنظيمات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة يسمح بنشر الثقافة والوعي الادخاري لدى المواطنين من جهة، ومن جهة أخرى باستقطاب مصادر التمويل على المدى الطويل والتي توجه بدورها إلى المشاريع الإنتاجية.

#### ثانيا: الصناديق المشتركة للتوظيف:

Journal يعرف الصندوق المشترك للتوظيف حسب المادة 13 من المرسوم رقم 96-08 )  
(، بأنه ملكية مشتركة لقيم منقولة، وتديرها مؤسسة تسيير 1996.P17 Officiel de la république Algérienne:  
لصالح حملة حصص الصندوق، حصصه مصدره ومشتراة بطلب من حملتها وذلك حسب القيمة التصفوية زائدا أو ناقصا حسب حالة المصاريف والعمولات، وتأخذ هذه الحصص الشكل الاسمي وهي ممثلة بشهادات اسمية تعطى من طرف المسير بحيث يمكن أن تمثل الشهادة حصة واحدة أو عدة حصص. ولا يمكن أن يتأسس الصندوق المشترك للتوظيف إلا إذا كانت قوانينه معتمدة مسبقا من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

وقد حدد الحد الأدنى لأصول الصندوق المشترك للتوظيف حسب المادة 03 من المرسوم  
( بمليون دينار جزائري، 1996.P06 Journal Officiel de la république Algérienne: 1996-06-22 )  
غير أن هذا المبلغ غير مطبق في حالة الصناديق التي تأسست لصالح عمال المؤسسة، وهذا ما نصت عليه المادة 36 من المرسوم 95-22 المؤرخ في 26 أوت 1995 والمتعلق بخصوصة المؤسسات العمومية، كما يمكن لنظام الصندوق أن يحدد حصة كل فئة من المستثمرين.

#### البند الثالث: المصدرون:

تتمثل هذه الفئة في الأشخاص المعنويين الذين يقومون بعرض الأوراق المالية في السوق وذلك من خلال عمليات اللجوء العلني للادخار أو عمليات العرض العمومي للبيع، ويتمثل هؤلاء المتدخلون خاصة في الدولة والجماعات المحلية والشركات ذات الأسهم بما فيها المؤسسات العمومية، البنوك التجارية العمومية إضافة إلى المؤسسات الخاصة، حيث سمح القانون بالاستثمارات لهذه الأخيرة بإصدار أسهم في السوق شريطة أن تفتح رأسمالها للمساهمة الخاصة وذلك بعد تغيير طابعها القانوني.

#### الفرع الرابع: شروط القبول وكيفية الإدراج وإجراءات الدخول إلى بورصة الجزائر:

حتى تكون قيم مؤسسة ما مسعرة في البورصة يجب أن تكون هذه القيم المنقولة موضوع قرار قبول من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وأن تتبع إجراء الدخول بهدف إدراج قيمها في السوق الرسمية.

## البند الأول: شروط القبول:

لقبول قيم منقولة لمؤسسة ما في مفاوضات البورصة يجب توفر مجموعة من الشروط، منها ما يتعلق بالشركة طالبة القبول، ومنها ما هو خاص بالقيم موضوع القبول وهي كالتالي (حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: 1995، ص 22، 23).

### أولاً: الشروط الخاصة بالشركة طالبة القبول:

وتتمثل فيما يلي:

- أن لا يقل رأسمالها عن مئة مليون (100000000.00) دينار جزائري،
- نشر على الأقل 20% من رأسمالها على الجمهور،
- نشر الوضعية المالية لسنتين سابقتين وللسنة الجارية،
- تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة،
- أن تكون الشركة قد حققت أرباحاً خلال السنة السابقة لطلب القبول،
- إعلام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حالة التوقف أو التخلي عن بعض الأصول قبل الدخول إلى البورصة.
- تقديم تقرير لتقييم أصولها، معد من طرف خبير محاسبي مستقل عن الشركة،
- تبرير وجود هيئة للمراقبة الداخلية للشركة،
- أن تتولى الشركة عملية تحويل الأوراق المالية.

### ثانياً: الشروط الخاصة بالقيم موضوع القبول:

وتتمثل فيما يلي:

- أن تكون القيم المنقولة مصدرها من طرف شركة ذات أسهم،
- يجب تحرير كل الأسهم،
- القيم التي تمس رأس المال لا يمكن قبولها في السوق السندي إلا إذا كانت أوراق رأس المال المتعلقة بها (الأسهم) مقبولة في البورصة.
- أن توزع الأسهم على الأقل على 300 مساهم يوم الدخول،
- أن توزع أوراق الاقتراض (السندات) على 100 حائز على الأقل يوم الدخول،



- لا تخضع أوراق القرض التي تصدرها الدولة لشروط حد أدنى لا بالنسبة لقيمة الإصدار ولا بالنسبة لعدد الحائزين والمساهمين،

- قيمة الإصدار السندي تساوي على الأقل مئة مليون (100.000.000,00) دينار جزائري.

### **البند الثاني: كيفية الإدراج في البورصة:**

تمر عملية إدراج المؤسسة في البورصة بالعديد من المراحل والخطوات أهمها :

#### **أولاً: اتخاذ القرار:**

باقتراح من مجلس الإدارة، يصادق على القرار الذي يسمح بالإدراج في البورصة من طرف الجمعية الطارئة للمساهمين، ويعتبر هذا القرار فرصة لتقرير مبدأ لمراجعة الأوضاع وتجزئة الأسهم لكي تصبح قيمتها الاسمية في متناول الجميع. لذا تقوم المؤسسة بتشكيل خلية داخلية تتولى متابعة العملية والإجراءات الأولية للتحضير لهذا الحدث الهام، وتتكفل المؤسسة بالقيام بهذه التحضيرات ويساعدها في ذلك مرشودها خاصة وسيط عمليات البورصة المرافق لها.

#### **ثانياً: اختيار الوسيط المرافق:**

يجب على المؤسسة القيام بتعيين وسيط في عمليات البورصة يتولى متابعة إجراءات القبول والإدراج، ويقوم بإرشاد ومرافقة ومساعدة المؤسسة خلال كل مرحلة من مراحل العملية.

#### **ثالثاً: التقييم الاقتصادي للمؤسسة:**

يتم التقييم من طرف خبير محاسب معتمد أو مكتب دراسات معترف به من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وعلى أساس هذا التقييم يتم تحديد سعر الإصدار.

#### **رابعاً: المطابقة مع متطلبات السوق:**

وذلك من خلال المراجعة المحاسبية و إعداد حسابات مدعمة، وتسوية ما يمكن من النزاعات.

#### **خامساً: إنجاز المذكرة الإعلامية والمنشورة الدعائية:**

المذكرة الإعلامية عبارة عن وثيقة تحتوي على كافة المعلومات التقديرية الهامة التي تساعد

المستثمر على الحكم على المؤسسة، ويودع مشروع المذكرة الإعلامية لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بغرض الحصول على تأشيرة القبول، وتحتوي المذكرة أساساً على معلومات خاصة بالعملية وأخرى خاصة بالمؤسسة.

أما المنشورة الدعائية فهي وثيقة تلخص المعلومات الأساسية المحتواة في المذكرة الإعلامية وتوجه لعامة الجمهور.

**سادسا: تقديم طلب القبول مرفق بملف:**

يتكون هذا الملف من جملة وثائق عامة حول الشركة، ووثائق قانونية واقتصادية ومالية ووثائق متعلقة برأس المال، ووثائق خاصة بأوضاع المراجعة، مشروع المذكرة الإعلامية، الحواصل وجدول النتائج إضافة إلى تقرير التقييم الاقتصادي للمؤسسة، وعند إتمام الملف يودع لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بغرض الحصول على تأشيرة القبول وبعد الفحص والدراسة تبلغ اللجنة قرارها خلال مدة لا تتجاوز شهرين من تاريخ إيداع الطلب.

**سابعا: إبرام العقد والاتفاقات:**

عملية الإدراج تتطلب تضافر جهود العديد من الأطراف (الوسطاء، البنوك، أجهزة البورصة) ولأجل ذلك يصبح من الضروري إبرام اتفاقيات تحدد واجبات، مسؤوليات ومستحقات كل طرف، وأهم هذه العقود:

- العقد بين المؤسسة والوسيط.

- الاتفاقيات بين البنوك والوسطاء.

(. Contrat de liquidatè - عقد السيولة )

**ثامنا: طبع ونشر مطبوعات أوامر الشراء والتحضير لطبع شهادات الأسهم:**

تطبع وتنتشر مطبوعات الشراء بكميات كافية يخضع شكلها ومحتواها لقانون لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ويجب على المؤسسة أن تنتج نموذج شهادات الأسهم وتحضرها بكميات تكفي المساهمين الجدد وكذا عمليات السوق الثانوية، كما يجب على المؤسسة أن تحضر الوسائل المادية والبشرية اللازمة لاستمارة الشهادات بأسماء المساهمين الجدد.

**تاسعا: انطلاق الحملة الإعلامية:**

ويتم ذلك من خلال تحديد استراتيجية الإعلان (ملصقات، الإشهار بالوسائل الإعلامية السمعية البصرية، السمعية والمكتوبة) ، الالتقاء بالمستثمرين، التعريف بالمؤسسة من كل الجوانب، الإجابة عن أسئلة المستثمرين.

**عاشرا: طبع شهادات الأسهم:**

ويتم ذلك عند نهاية العملية وتبليغ النتائج من طرف بورصة الجزائر .

### البند الثالث: إجراءات الدخول إلى البورصة:

يمكن التمييز بين إجراءين رئيسيين لإدخال القيم المنقولة إلى البورصة هما:

#### OPA: أولاً: العرض العام للشراء

العروض العمومية للشراء هي طريقة تسمح بالقيام بمراقبة شركة محددة عن طريق شراء فئة معينة من الأوراق المالية تشتمل على حق التصويت بكيفية تسمح برفع مستوى المساهمة في رأسمال المؤسسة المعنية، وعادة ما يكون سعر الشراء للأوراق المالية مغر يفوق السعر في البورصة، ويبقى هذا السعر المعروض قائماً خلال فترة زمنية تتراوح بين شهر وثلاثة (3) أشهر، وتهدف هذه العملية بالدرجة الأولى إلى تحقيق الأرباح والقيام بالمضاربة وإعادة تنظيم الشركة المساهمة بإدخال مساهمين جدد في رأسمال الشركة وحصوله على كمية من الأسهم تسمح لهم بالتدخل في إدارة ونشاط الشركة، إضافة إلى توسيع بعض الشركات وتصفية البعض الآخر بتركيز رأس المال أو زواله.

، أما إذا OPA ونشير إلى أنه إذا تم الشراء مقابل دفع نقدي تكون أمام عرض عمومي للشراء

SOPE. كان الشراء مقابل أوراق مالية أخرى في هذه الحالة تكون عرض عمومي للتبادل

يتضمن العرض العمومي للشراء مبدئين أساسيين؛ يتمثل الأول في تطبيق قاعدة التناسب في اكتتاب السندات في حالة ما إذا كانت عملية العرض العمومي للشراء تتضمن نسبة من رأسمال الشركة المعنية، ومبدأ التعامل المخصص لكل حاملي الأوراق المالية، أما المبدأ الثاني فيتمثل في الشفافية، إذ يتعين على صاحب المبادرة تحضير وتسليم كل المساهمين في الشركة بيان معلومات يحدد شروط العرض، عدد ونسبة الأوراق المالية التي هي بحوزته، ليتم إيداع هذا البيان إلى لجنة من أجل المطالعة ونسخة لدى الشركة المعنية.

#### OPV: ثانياً: العرض العام للبيع

العرض العام للبيع هو إجراء يسمح لحملة السندات (أشخاص طبيعيين أو معنويين) بوضع تحت تصرف الجمهور كل أو جزء من الأوراق المالية لمدة معينة وبسعر محدد، وفي ظروف اكتتاب شفافة، ونميز بهذا الصدد نوعين من الإجراءات حسب السندات المطروحة إذا كانت مسعرة أم غير مسعرة.

فبالنسبة للأوراق المالية المسعرة، فالقانون العام للبورصة يتوقع إجراءات عادية للدخول في التسعير ببائع واحد وعدة مشتريين وعليه لانكون في هذه الحالة بصدد عرض عام للبيع، أما إذا كانت

الأوراق غير مسعرة فتصبح تقنية التسعير الأولى عن طريق العرض العام للبيع، وهذا الإجراء يسمح في الجزائر بتحقيق عمليات الخوصصة من جهة، وضمان تسعيرة ضرورية للتداول في البورصة. والعرض العام للبيع تقنية خوصصة تتبناها جميع بورصات العالم في إطار اللجوء العلني للادخار، وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار شروط الشفافية والمساواة في معالجة المسائل (أحمد بوراس: 2003، 152). و ينقسم الإجراء العام للبيع إلى:

### 1- الإجراء العادي:

الإجراء العادي هو ذلك الإجراء الذي يسمح لشركة تسيير بورصة القيم عندما يكون رأسمال الشركة المصدرة موزعا بشكل كاف بين الجمهور، تسجيل القيم في جدول التسعيرة مباشرة للتداول عليها ضمن شروط التسعيرة المطبقة في السوق، وذلك انطلاقا من سعر إدخال مصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم. يستعمل الإجراء العادي عندما يتعلق الأمر بأوراق (قيم) مماثلة لأوراق مسعرة في البورصة مسبقا، وكذا بالنسبة لسندات الاقتراض التي تصدرها الدولة، الجماعات المحلية أو التي تصدرها شركات المساهمة. كما يجب أن يحدد الإعلان الذي تنشره شركة تسيير بورصة القيم عند إدخال قيمة معينة ما يلي:

- أن الإجراء المتبع هو الإجراء العادي.
- تاريخ أول تسعيرة.
- سعر الإدخال.

### 2- العرض العمومي للبيع بسعر ثابت:

يسمح هذا الإجراء بوضع عدد معين من الأوراق المالية تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال، بسعر محدد مسبقا، ولتحقيق هذا الغرض تقوم شركة تسيير بورصة القيم بتجميع كل أوامر الشراء المرسلة إليها من طرف الوسطاء في عمليات البورصة وتتولى فرزها، حيث لا تقبل سوى الأوامر الموافقة لسعر العرض، وفي حالة عملية العرض يكون سعر الإدخال هو سعر العرض (سعر العرض = سعر الشراء).

### 3- العرض العمومي للشراء بسعر أدنى:

بموجب هذا الإجراء يوضع تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال، عدد معين من الأوراق المالية بسعر أدنى يقبل به المصدرون التنازل عنها، وتتولى شركة تسيير بورصة القيم كذلك القيام بتجميع وفرز أوامر الشراء الواردة إليها من الوسطاء في عمليات البورصة، ولا تقبل إلا الأوامر المحددة

للسعر، وفي حالة نجاح عملية العرض فإن سعر الإدخال يكون مطابقا لحد آخر مدفوع، وهذا السعر وحيد.

وللإشارة فإن البيان المعلن عن الإدخال عن طريق العرض العمومي للبيع بسعر ثابت أو بسعر أدنى، يحدد شروط قبول وإرسال أوامر الشراء إلى شركة تسيير بورصة القيم، عدد القيم الموضوعة تحت تصرف الجمهور من طرف المدخلين وكذا السعر المحدد أو السعر الأدنى الذي يقبل به هؤلاء المدخلون التنازل عن قيمهم إضافة إلى كفاءات توزيع هذه القيم المنقولة بين أصحاب الأوامر، وفي حالة الاقتضاء تحديد شروط الإدخال الخاصة.

**الفرع الخامس: أوامر البورصة ونظام تسعير وتداول الأوراق المالية في بورصة الجزائر:**

**البند الأول: أوامر البورصة:**

أوامر البورصة هي التعليمات التي يعطيها شخص طبيعي أو معنوي، يرغب في شراء أو بيع أوراق مالية مدرجة في البورصة لوسيط في عمليات البورصة، أو تكون هذه المعلومات مقدمة من طرف هذا الأخير في إطار التسيير بوكالة أو في حالة الطرف المقابل، ولكي يقبل الأمر يجب أن يستوفي الشروط التالية:

- الإشارة زبون/ غير زبون:

الأمر الذي يحمل إشارة " زبون " هو أمر معطى من طرف شخص طبيعي أو معنوي ممثل من طرف وسيط في عمليات البورصة لينفذ هذا الأمر في البورصة، أما الأمر الذي يحمل إشارة " غير زبون " فهو الأمر الذي ينجزه الوسيط لحسابه الخاص، ويبقى الأمر بإشارة " زبون " الأسبقية في التنفيذ على الأمر بإشارة " غير زبون ".

- إتجاه العملية بيع / شراء:

أي أمر في البورصة إما أن يكون أمر بيع أو أمر شراء، ولهذا فعند إعطاء الأمر للوسيط يجب توضيح ذلك.

- تعيين نوع وكمية الورقة المالية:

يتضمن أمر البورصة نوع الورقة المالية والكمية المراد بيعها أو شراؤها.

- سعر العملية (الصفقة):

وتقبل شركة تسيير بورصة القيم نموذجان لتحديد السعر:

\* سعر أفضل: فالزبون يقبل التنفيذ بسعر السوق.

\* بسعر محدد: في حالة أمر الشراء؛ لا ينفذ الأمر إلا إذا كان سعر التفاوض في السوق أقل من أو يساوي السعر المحدد في الأمر، أما في حالة أمر البيع فلا ينفذ إلا إذا كان سعر التفاوض أكبر من أو يساوي السعر المحدد.

- مدة صلاحية الأمر:

تقبل شركة تسيير بورصة القيم أربعة (4) نماذج لمدة الصلاحية هي:

(: هو أمر صالح لمدة حصة واحدة (يوم واحد). \*ordre de jour\* أمر اليوم )

(: يبقى هذا الأمر مقبولا إلى غاية تنفيذه أو حتى آخر \*a révocation\* أمر بالإلغاء )  
حصة تداول من الشهر الجاري الذي أعطي فيه الأمر.

(: لا يحمل أي مدة صلاحية، غير أنه يبقى صالحا في \*a exécution\* أمر التنفيذ )  
السوق لمدة ثلاثة (03) أسابيع.

(: تحدد مدة الصلاحية ويبقى الأمر خلالها قابلا \*a durée limitée\* أمر بمدة محددة )  
للتنفيذ، وإذا انتهت هذه المدة ولم ينفذ الأمر وجب سحبه.

-تاريخ إعطاء الأمر:

يمكن كذلك للأمر أن يحمل إشارة خاصة هي الكل / لاشيء لا يمكن تنفيذ هذا الأمر بصورة جزئية، بل يجب أن ينفذ كليا أو لا ينفذ نهائيا.

وتتص القاعدة العامة على أن أوامر بورصة الجزائر تكون على غرار البورصات الكلاسيكية، وذلك من أجل تفادي أي غموض أو التباس بين أصحاب الأوامر، ولهذا فهناك ثلاثة أشكال للأوامر وهي:

- الأمر بالسعر الأحسن:

وفيه لا يعين صاحب الأمر السعر الذي تتم بموجبه الصفقة بل يترك ذلك للوسيط الذي ينتهز الفرصة لاختيار أحسن سعر.

- الأمر بالسعر المحدد:

وفيه يحدد العميل للوسيط السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به وهو يضمن الحد الأقصى فيما إذا كان سعر الشراء أو الحد الأدنى إذا كان سعر البيع.

- الأمر بسعر السوق:

وهنا يخضع صاحب الأمر إلى التسعيرة المحددة في السوق (أحمد بوراس: 2003، ص 146).

وتنقل أوامر البورصة إلى الوسيط إما كتابيا، وعادة ما يكون ذلك عن طريق استمارة يضعها الوسيط تحت تصرف زبونه، أو بواسطة الهاتف وفي هذه الحالة فإن نقل الأمر يجب أن يكون محددًا بالتاريخ وساعة الاستقبال من طرف الوسيط، فمنفذوا العمليات يستقبلون الأوامر وينقلونها إلى السوق بغرض تنفيذها ولهذا يجب تسجيل - يوميا - كل العمليات المنفذة (أحمد بوراس: 2003، ص 147).

### البند الثاني: التداول في البورصة:

#### أولاً: أسلوب التداول:

بورصة الجزائر، عبارة عن سوق مركزي مسير عن طريق أوامر، وفي فترة انطلاق هذه السوق، لم تكن مقسمة بل كانت كل الأوراق المالية تتداول في سوق رسمي وحيد، والذي كان (JOB) محصوراً في مكان محدد وهو جناح من شركة تسيير بورصة القيم، أين يلتقي الوسطاء (مواجهة أوامرهم (أحمد بوراس: 2003، ص 147).

#### ثانياً: طريقة التسعيرة:

يتم تحديد السعر بطرق متنوعة سواء كانت يدوية أو آلية عن طريق الحاسوب، على أن يتم تحديد نوع أو طريقة التسعيرة من طرف شركة تسيير بورصة القيم، وقد تم في مرحلة الانطلاق تحديد السعر يدوياً وذلك راجع لانخفاض حجم الصفقات كما عدت هذه الطريقة إحدى الطرق المثلى بالنسبة لسوق في طريق الانطلاق كبورصة الجزائر، غير أن هذه الطريقة ستتطور في المستقبل بازدياد حجم الصفقات وستنتقل إلى مرحلة ثانية تعتمد على نظام تحديد الأسعار مدعماً بأنظمة الحواسيب والإعلام الآلي (أحمد بوراس: 2003، ص 147).

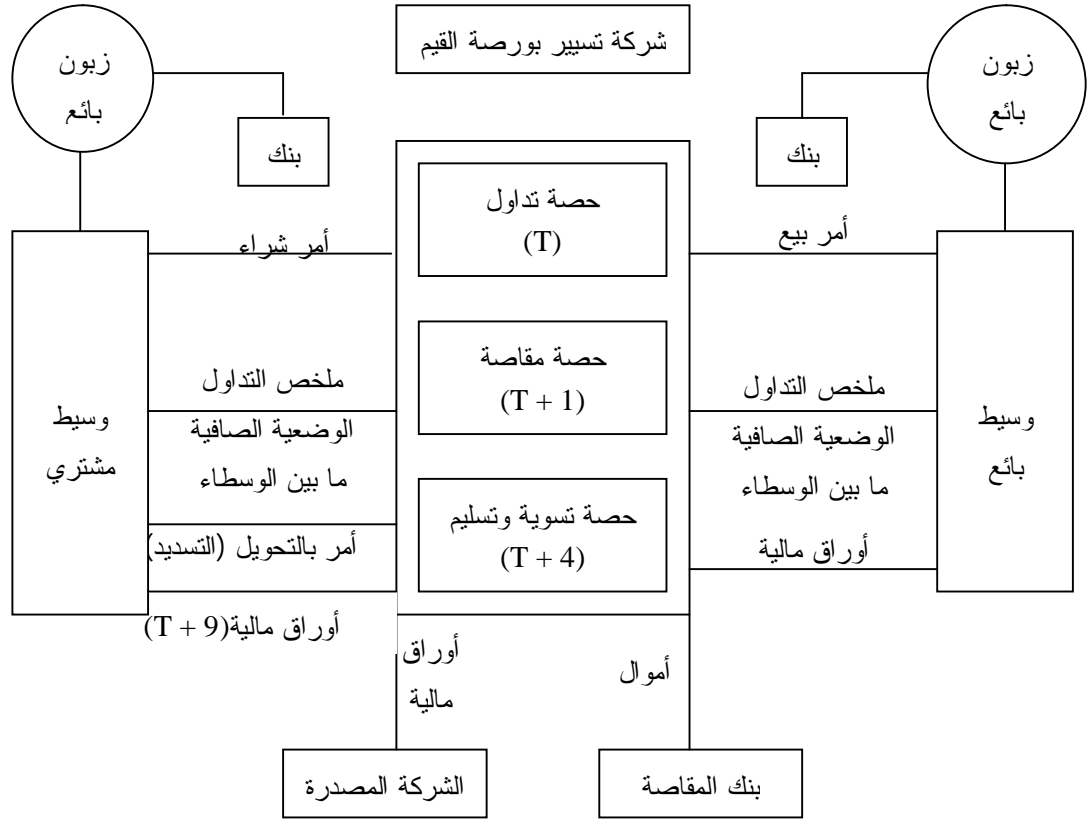
ويأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظام التسعير الثابت، حيث تنفذ كافة الصفقات بسعر موحد بالنسبة لكل ورقة خلال حصة التداول الواحدة ويحدد هذا السعر (السعر التوازني) لكل ورقة بمقابلة أوامر البيع وأوامر الشراء بواسطة الكمبيوتر بحيث يسمح هذا السعر بتداول أكبر كمية ممكنة من (COSOB: 2004.P03 الأوراق المالية )

#### ثالثاً: نظام المقاصة والتسوية:

تهدف عملية المقاصة إلى تسوية المعاملات التي ينجزها الوسطاء في عمليات البورصة أثناء حصص التداول وتحت إشراف شركة تسيير بورصة القيم، ويرتكز إتمام هذه المعاملات في بورصة

الجزائر على التسليم المادي للأدوات المالية، في انتظار تطبيق اللامادية ، ويمكن توضيح إجراءات الإنجاز في الشكل التالي:

الشكل (35): مخطط السير العام لبورصة الجزائر:



Source : Saidal News, n° 12, Janvier- Février 2004, P 08.

حسب الشكل السابق تتلخص إجراءات عملية المقاصة وتسوية المعاملات في الخطوات التالية:

(، التأكيد:  $T + 1$  - عند )

( تتم المقاصة بين الوسطاء من  $T + 1$  في اليوم الموالي لعقد الصفقة، في حصة المقاصة )  
خلال:

\* التقاء الوسطاء في شركة تسيير بورصة القيم.



\* خلال حصة المقاصة يقوم كل وسيط للوسيط المعني، كشف الصفقات الناتجة عن آخر عملية تداول والذي يجب أن يكون مصادقا عليه.

\* بعد مراجعة الصفقات والمبالغ، يقوم كل وسيط بإمضاء كشوف الصفقات.

(T + 4) وقبل (T + 1) - بعد )

بعد يوم من عقد الصفقة وقبل اليوم الرابع من عقدها، أي بعد حصة المقاصة وقبل حصة التسليم والتسديد تتم العمليات التالية:

\* يقدم الوسيط البائع شهادات الأوراق إلى شركة تسيير بورصة القيم مرفقة بالقائمة الاسمية للمساهمين القدماء.

\* يقوم الوسيط المشتري لشركة تسيير بورصة القيم القائمة الاسمية للمساهمين الجدد.

\* تسلم شركة تسيير بورصة القيم للوسيط البائع وصل إيداع للتسليم.

\* تقوم شركة تسيير بورصة القيم بإنجاز جدول المطابقة (المشترين - البائعين) ثم تسلمه للشركة المصدرة.

(، تسليم / تسديد: T + 4 - عند )

في اليوم الرابع بعد عقد الصفقة يسلم الوسيط الوثائق الخاصة بالأدوات المالية وشيكات التسديد إلى شركة تسيير بورصة القيم حيث:

\* يسلم الوسيط البائع وصل الإيداع للتسليم لشركة تسيير بورصة القيم مرفقا بإشعارات التسليم للأوراق المالية.

\* يسلم الوسيط المشتري شيكا لشركة تسيير بورصة القيم، لتقوم هذه الأخيرة بتحويله إلى بنك الجزائر.

\* تسلم شركة تسيير بورصة القيم للوسيط البائع وصل إيداع للتجزئة وتحويل الملكية.

(T + 9) و (T + 4) - بين )

ما بين اليوم الرابع واليوم التاسع بعد عقد الصفقة تتم المراجعة وإعداد الشهادات الجديدة حيث:

\* ترسل شركة تسيير بورصة القيم للشركة المصدرة طلب تجزئة وتحويل الملكية مرفقا بالشهادات وجدول المطابقة.

\* تراجع الشركة المصدرة إثباتات البيع وتحقق من صحة الشهادات وتقوم بإبطالها.

\* تعد الشركة المصدرة شهادات جديدة بأسماء المساهمين الجدد وتسلمها لشركة تسيير بورصة القيم.

(، تسليم الشهادات:  $T + 9$  - عند )

بعد اليوم التاسع بعد حصة التداول تقوم شركة تسيير بورصة القيم بـ:

\* تسليم شهادات الأسهم والسندات الجديدة للوسطاء المشترين.

\* تسليم ما تبقى من الشهادات الأصلية للوسطاء البائعين.

### المطلب الثاني: السوق السندي الجزائري:

تعتبر الدولة أكبر وأقدم متدخل في السوق السندي الجزائري، غير أن سوق سندات المؤسسات شهد مؤخرا تطورا ملحوظا، منذ انطلاقتها في أكتوبر 1999 عن طريق تسعير وتداول سندات شركة سوناطراك التي أعطت دفعا قويا لبورصة الجزائر، وفيما يلي سنتناول السوق السندي الجزائري بقسميه، الأول سوق سندات الدولة ممثلة في سوق سندات الخزينة، أما القسم الثاني فهو سوق سندات المؤسسات.

#### الفرع الأول: سوق قيم الخزينة:

سوق قيم الخزينة أو "سوق قيم الدولة" هي السوق الخاصة بالأوراق المالية (السندات) التي تصدرها الدولة - ممثلة في الخزينة - لتمويل العجز في موازنتها العامة.

وتنقسم هذه السوق كغيرها من الأسواق إلى سوق أولية وسوق ثانوية، حيث يتم في الأولى (، أما Spécialiste en valeurs du Trésor ببيع قيم الخزينة لأول مرة للمختصين في قيم الخزينة ) السوق الثانوية فيتم على مستواها تداول تلك القيم بالتراضي بين مختلف المتعاملين من مختصين في قيم الخزينة، أشخاص معنويين عموميين أو خواص وأشخاص طبيعيين.

#### البند الأول: الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة:

يمكن تصنيف الأوراق المالية التي تصدرها الدولة إلى أقسام مختلفة حسب مجموعة من المعايير مثل:

- درجة الاستحقاق: إذ نميز حسب هذا المعيار بين السندات طويلة الأجل، متوسطة الأجل وقصيرة الأجل.

- **طبيعة المكتتب:** حيث نميز بين سندات الخزينة على الحساب الجاري للأشخاص المعنويين وسندات الخزينة المادية للأشخاص الطبيعيين.

إضافة إلى ذلك يمكن أن نميز بين السندات المتداولة والسندات غير المتداولة، سندات مادية أو غير مادية، سندات اسمية وسندات لحاملها...

SD.1-7 Pablication de la Société inter  
bancaire de Tonmation ::(

### أولاً: سندات التجهيز:

و تأخذ ثلاثة أشكال،نوردها في ما يلي:

#### 1- سندات التجهيز على الحساب الجاري:

نص على هذه السندات القرار رقم 48 المؤرخ في 19 ماي 1991، ويمكن الاكتتاب فيها من طرف الأشخاص المعنويين فقط، وهي سندات غير قابلة للتداول وتصدر بصورة دائمة لمدة ثلاث سنوات، خمس سنوات، عشر سنوات بمعدلات فائدة 11%، 13% و 15% وبسعر قدره مليون (1000000.00) دينار جزائري، ويتم الاكتتاب في هذه السندات على مستوى بنك الجزائر الذي يفتح في سجلاته حسابات تسمح بتسجيل كل عمليات الاكتتاب والمتابعة والتعويض باسم المؤسسات البنكية وشركات التأمين.

#### 2- سندات التجهيز المادية بمعدل فائدة متزايد:

هذا النوع من السندات منصوص عليه في القرارات المؤرخة في 19 أوت 1989 ويمكن الاكتتاب في هذه السندات من طرف الأشخاص الطبيعيين والمعنويين، وهي سندات غير قابلة للتداول وذات معدل فائدة متزايد حسب المدة، حيث يتراوح من 9.5% بالنسبة للسندات التي مدتها سنة واحدة إلى 15% بالنسبة للسندات التي مدتها عشر سنوات، وتكون هذه السندات إما اسمية أو لحاملها على شكل قسيمات بـ 5000.00 دينار جزائري، 10000.00 دينار جزائري و 50000.00 دينار جزائري، يتم الاكتتاب فيها على مستوى صناديق الخزينة المركزية والرئيسية والولائية، كما يتم أيضا لدى البريد والمواصلات أو لدى البنوك، ويتم تسديد هذه السندات في تاريخ الاستحقاق أو حسب إرادة صاحبها قبل تاريخ الاستحقاق شرط مرور سنة عليها على الأقل من تاريخ الاكتتاب فيها.

#### 3- سندات التجهيز المادية بمعدل سنوي ثابت:

تصدر هذه السندات إما على شكل سندات اسمية أو سندات لحاملها، على شكل أجزاء بمبالغ 1000.00، 50000.00، 100000.00 دينار جزائري، وقد نص على هذه السندات القرار رقم 49 المؤرخ في 19 ماي 1991، يتم الاكتتاب في هذه السندات من طرف الأشخاص الطبيعيين والمعنويين، ويتم سداد هذه السندات إما في تاريخ الاستحقاق أو قبل ذلك بطلب من حاملها لكن بعد مرور 3/1 من المدة الإجمالية للسند على الأقل، وفي حالة السداد في تاريخ الاستحقاق تكون الفوائد المدفوعة كالتالي:

- 9.5% على السندات التي مدتها سنة واحدة.

- 10.5% على السندات التي مدتها سنتين.

- 13.5% على السندات التي مدتها خمس سنوات.

#### ثانيا: سندات الخزينة:

هي سندات دين قابلة للتداول تصدر لمدة قصيرة، وقد جاءت هذه السندات في القرار الوزاري رقم 51 المؤرخ في 19 ماي 1991، الذي حدد شروط إصدارها. تمثل هذه السندات وسيلة قصيرة الأجل لإدارة السيولة والدين العام، وينقسم هذا النوع من السندات بدوره إلى نوعين:

#### 1- سندات الخزينة المادية:

تكتتب هذه السندات من طرف الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين، وهي سندات مادية اسمية أو لحاملها، حسب رغبة المكتب.

يتم إصدار سندات الخزينة المادية بشكل مستمر ودائم وبدون حد لمبلغ الإصدار إلا إذا نص على عكس ذلك بقرار من المدير العام للخزينة، ويتم الاكتتاب فيها لدى الخزينة المركزية والرئيسية والولائية أو لدى البريد والمواصلات.

وحسب القرار رقم 51 السابق الذكر، نميز بين ثلاثة أنواع من سندات الخزينة المادية هي:

#### (BTA: 1-1 - سندات الخزينة المادية بفائدة سنوية )

تصدر هذه السندات لمدة لا تتجاوز خمس (5) سنوات على أساس معدل فائدة محدد يوم الإصدار، وتدفع هذه الفوائد سنويا في تاريخ استحقاقها.

### (BTP: 1-2-2 - سندات الخزينة المادية بفائدة مخصومة مسبقا )

تصدر هذه السندات لمدة لا تتجاوز سنة واحدة على أساس معدل فائدة يحدد يوم الإصدار، وتقتطع هذه الفوائد عند الاكتتاب وتدفع مسبقا عند تاريخ دفع المكاتب لمبلغ الاكتتاب أو تخصم مباشرة من مبلغ الاكتتاب لصالح المكاتب.

### (BTC: الخزينة المادية بفائدة مركبة ) 1-3-3 - سندات

تصدر هذه السندات لمدة أقصاها ثلاث سنوات يحدد بمعدل الفائدة عند تاريخ الاكتتاب ويطبق على كل مدة السند، وتتم رسملة الفوائد الناتجة بضمها إلى المبلغ الأصلي كل سنة، ثم تحسب الفائدة على أساس المبلغ الجديد، وهكذا حتى تاريخ الاستحقاق أين تدفع جميع الفوائد والمبلغ الأصلي معا، ويتم تسديد هذه السندات حسب رغبة صاحبها وطبقا للشروط التي يحددها المدير العام للخزينة. ونشير إلى أنه في الجزائر، لم يتم إصدار سندات الخزينة المادية ماعدا في سنة 1994، حيث كان هذا الإصدار تحت اسم " سندات الخزينة المادية 16%، 1994".

### 2- سندات الخزينة على الحساب الجاري:

تطبيقا لأحكام القرار رقم 51 - السابق الذكر- والتعلية رقم 324 المؤرخة في 1993/10/25 والتي جاءت لتحديد كيفية إصدار، اكتتاب، تسديد ومتابعة سندات الخزينة على الحساب الجاري فقد سمح للخزينة العمومية بإصدار دائم وبدون حد أقصى لمبلغ هذه السندات (غير المادية)، وتكتتب هذه السندات من طرف الأشخاص المعنويين فقط، وتصدر على الأقل بقيمة مليون (1000000.00) دينار جزائري لمدة ستة أشهر بفائدة 8.5% ولمدة سنة بفائدة 9.5%، وتصدر على الأشكال التالية:

### 2-1-1 - سندات الخزينة بفائدة مخصومة مسبقا:

تصدر لمدة ستة أشهر بفائدة 8.5% ولمدة سنة بفائدة 9.5%، وتخصم هذه الفوائد - حسب مدة السند ومبلغ الاكتتاب - من المبلغ الذي سيدفعه المكاتب.

### 2-2-2 - سندات الخزينة ذات معدل فائدة سنوي:

تصدر هذه السندات لمدة ستة أشهر بمعدل فائدة 9.5%، ولمدة سنة بمعدل فائدة 10%، ولمدة سنتان بمعدل فائدة 11.25%، بحيث تدفع هذه الفوائد سنويا في تاريخ استحقاقها.

### ثالثا: القروض السندية:

خلال العشرية الأخيرة من القرن الماضي قامت الخزينة العمومية بإصدارين سنديين، وكان الجمهور العام (أشخاص طبيعيين ومعنويين) هو المعني بالاكنتاب فيهما. ويتمثل هذان الإصداران في:

### 1- القرض الوطني للتضامن:

تم إصدار هذا القرض السندي عام 1989، وتضمن ثلاث شرائح هي:

- الشريحة A: تمثلت في سندات مادية بمعدل فائدة قدره 8% لمدة اثنا عشرة (12) سنة.

- الشريحة B: بدون فائدة ولمدة ثلاث (3) سنوات.

- الشريحة C: بمعدل فائدة 09%، ولمدة خمس (5) سنوات.

### ENFLS: 2- القرض الوطني لتمويل السكن الاجتماعي ( )

أصدر هذا القرض في ديسمبر 1995 بفائدة قدرها 18%، لمدة ستة (6) سنوات.

وفي الأخير، يمكن أن نشير إلى أهم الخصائص التي تتمتع بها قيم الخزينة، كالتالي:

- دفع الفوائد وتسديد المبلغ الأصلي مضمون من طرف الدولة؛

- قيم الخزينة تحرر بالدينار، مما لا يدع مجالاً لخطر سعر الصرف؛

- القيمة الاسمية لهذه السندات محددة بمليون دينار جزائري؛

- معدلات الفائدة يتم التفاوض عليها بالتراضي؛

- بالنسبة للسندات التي تكون مدتها أقل من أو تساوي سنة، تدفع الفوائد مسبقاً عند الاكنتاب، أما

بالنسبة لتلك التي مدتها أكثر من سنة فالفوائد تدفع سنوياً في تاريخ الاستحقاق.

- قيم الخزينة عادة ما تصدر بشكل غير مادي، مما يمكن صاحبها من تسجيلها في حساب سندي، لذا

لا يحتمل خطر الضياع أو السرقة.

- تسعر قيم الخزينة مرتين في الأسبوع في قاعة السوق بالمديرية العامة للخزينة - والتي تعتبر بمثابة

السوق الثانوية لقيم الخزينة - مما يوفر سيولة لصاحبها.

### البند الثاني: الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق قيم الخزينة:

بغرض تطوير وتنشيط قيم الخزينة، تم وضع نص تشريعي جديد ليحل محل التشريع السائد،

(10 - 8. le marché des valeur du Trésor. quit وقد تم وضع النص القانوني على مرحلتين )

- المرحلة الأولى: عرفت وضع الإطار التشريعي الذي يسمح بانطلاق الإصدارات على مستوى السوق الأولية.

- المرحلة الثانية: تميزت بإعادة تعديل الإطار التشريعي السائد كمحاولة لدعم السوق الأولى، وتطوير السوق الثانوية.

### أولاً: الإطار التشريعي لعام 1995:

تضمن الإطار التشريعي الذي تم وضعه في ماي 1995 النصوص التالية:

- القرار رقم 01 المؤرخ في 30 ماي 1995 الذي تضمن خصائص وطرق إصدار سندات الخزينة على الحساب الجاري، وبموجب هذا القرار يمكن للخزينة أن تصدر - بطريقة المناقصة - السندات التالية:

\* سندات الخزينة قصيرة الأجل، لمدة 13، 26، 52 أسبوع بفائدة تدفع مسبقاً ويتم تسديد السند بقيمته الاسمية.

\* سندات الخزينة متوسطة الأجل، لمدة سنتين أو خمس سنوات بفائدة سنوية، ويتم تسديدها بالقيمة الاسمية.

أما عن حصص المناقصة فيتم تنظيمها من طرف بنك الجزائر، وتكون المناقصة مفتوحة لكل شخص طبيعي أو معنوي، مقيم أو غير مقيم، وتتداول هذه السندات بالتراضي.

- القرار رقم 02 المؤرخ في 30 ماي 1995، والمتعلق بتداول سندات الخزينة بالتراضي فيما بين الوسطاء المؤهلين لتوظيف أو تداول هذه السندات، وهم: البنوك، المؤسسات المالية شركات التأمين ووسطاء عمليات البورصة.

- القرار المؤرخ يوم 23 أوت 1995، ويتعلق بإجراء مناقصات سندات الخزينة على الحساب الجاري، وقد وصف هذا القرار طريقة تقديم العطاءات الخاصة بسندات الخزينة أثناء المناقصة، وكيفية فرز هذه العروض، وحسب هذا القرار فإن العرض المقبول هو ذلك الذي يتضمن معدل فائدة أقل انخفاضاً مقارنة بمعدلات الفائدة والمبالغ المحددة من طرف الخزينة.

- التعليم رقم 19 المؤرخة في 30 سبتمبر 1995، والمتعلقة بمحاسبة العمليات الناتجة عن المناقصة الخاصة بسندات الخزينة على الحساب الجاري قصيرة الأجل. وحسب هذه التعليم فإن محاسبة العمليات الناتجة عن المناقصة يقوم بها بنك الجزائر ووكالة المحاسبة المركزية للخزينة.

ثانياً: النصوص المعدة عام 1998:

عام 1998 تم وضع إطار تشريعي جديد، يفرض الدخول إلى السوق الثانوية لقيم الخزينة، وهذا ما يتضمن مجموعة من الاختيارات تتعلق خاصة بـ:

- نوعية الوسطاء في السوق (المختصين في قيم الخزينة SVT) والتزاماتهم.
- كيفية تداول قيم الخزينة (التداول بالتراضي، وضع قاعة السوق لإعلان التسعيرات).
- نظام تسوية / تسليم قيم الخزينة المتداولة في السوق الثانوي يسيره بنك الجزائر.
- إعادة تعديل شروط السوق الأولية، كإنشاء رزنامة سنوية لإصدار سندات الخزينة وبرنامج يصدر كل ثلاثي يبين المبالغ المصدرة.
- ويتضمن الإطار القانوني الجديد:
- القرار رقم 08 المؤرخ يوم 21 جانفي 1998، الخاص بتأطير وعمل سوق قيم الخزينة على الحساب الجاري.
- القرار رقم 07 المؤرخ في 10 فيفري 1998، والمتعلق بقاعة سوق قيم الخزينة، حيث بين طريقة تنظيم وعمل هذه القاعة.
- اتفاقية حول دفتر الشروط المتعلقة بسوق قيم الخزينة.
- قرار بشأن الاعتماد المؤقت للمختصين في قيم الخزينة.

### البند الثالث: تطور سوق قيم الخزينة الجزائرية:

(Publication de DGT:2003,P 01-11:مر سوق قيم الخزينة الجزائرية بمراحل عديدة أهمها )

#### أولاً: المرحلة الأولى: نشأة سوق قيم الخزينة:

إلى غاية 1995 أصدرت الخزينة ثلاثة أنواع من السندات هي سندات الخزينة والسندات طويلة الأجل وسندات التجهيز كما يلي :

- سندات الخزينة على الحساب الجاري.
- سندات الخزينة بفائدة مخصومة مسبقا (BTP).
- سندات الخزينة بفائدة سنوية (BTA).
- سندات الخزينة بفائدة مرسمة (BTC Capitalisé).
- سندات التجهيز على الحساب الجاري.



- القرض الوطني للتضامن ENS .

- القرض الوطني لتمويل السكن الاجتماعي (ENFLS).

من جهة أخرى أصدرت الخزينة بين عامي 1992 و 1996 في إطار تطهير القطاع العام سندات لفائدة البنوك، تمثل هذه السندات إعادة شراء الخزينة للديون غير المسددة للبنوك على المؤسسات العمومية، وكانت مدة هذه السندات 20 سنة، بمعدل فائدة 6%، وتداول هذه السندات بصورة نظرية بسبب غياب سوق منظمة، حيث يتم انتقالها من مستثمر لآخر عن طريق التوثيق لدى موثق معتمد، هذا بالنسبة للسندات الاسمية، أما بالنسبة للسندات غير الاسمية، فيتم تداولها بسهولة "من يد إلى يد".

كل ذلك أدى بالخزينة إلى القيام بأول إصلاح في توجيه سياسة الإصدار سنة 1995، انبثق عنه تجديد سندات الخزينة على الحساب الجاري.

وهناك نوعين آخرين من السندات على الحساب الجاري تم إصدارهما من طرف الخزينة، وكانت موجهة إلى البنوك، شركات التأمين، صناديق التأمين الاجتماعي، وصناديق التقاعد المعتمدة في السوق النقدية، وهما: سندات الخزينة قصيرة الأجل (13، 26 و 52 أسبوعا)، وسندات الخزينة متوسطة الأجل (2 و 5 سنوات)، وقد تمت أول مناقصة على سندات الخزينة سنة 1995. فقد بدأ تشغيل سوق قيم الخزينة الجزائرية - التي يعتبر وجودها ضروريا للقيام بالإصلاح المالي - منذ أكتوبر 1995، ومنذ ذلك الحين أصبحت الإصدارات تتم في أحسن الظروف، إضافة إلى ذلك تحققت بعض الأهداف المرجوة حيث:

- بدأت أسعار الفائدة تلعب دورها كأداة تنظم وتعكس معطيات السوق.

- تدخل المستثمرون بانتظام في أي مناقصة.

- تتم الإصدارات في شفافية بفضل الإعلان المسبق عن برامج إصدار قيم الخزينة والسماح بالتنافس فيما بين المكتتبين.

ويمكن لبنك الجزائر أن يتدخل - في إطار سياسة السوق المفتوحة - كبائع أو مشتر على مستوى سوق قيم الخزينة، وذلك بغرض تنظيم سيولة البنوك ومعدلات الفائدة.

من جهة أخرى، يسمح خلق وتطوير سوق قيم الخزينة، بتطوير وتنشيط الأقسام الأخرى لسوق رأس المال، مما يسهل إنشاء سوق واسعة لتداول الأوراق المالية، فتطور سوق المال يترسخ بوجود سوق قيم الخزينة خاصة قصيرة الأجل، لأن وجود سوق لقيم الخزينة من شأنه أن يعود المدخرين على الاستثمار في هذه السوق، كونها مضمونة من طرف الدولة، ومن ثم انتشار ثقافة الاستثمار في الأوراق المالية الأخرى المتداولة في سوق رأس المال.

## ثانيا: المرحلة الثانية: إصلاح سوق قيم الخزينة:

بغرض ترسيخ السوق الأولية لقيم الخزينة ودفع السوق الثانوية إلى النمو، كان هناك إصلاح ثان في سير سياسة إصدارات الخزينة، والذي تم وضعه من طرف وزير المالية عام 1998، ويتعلق ذلك أساسا بإطار قانوني يخص تأطير وعمل سوق قيم الخزينة على الحساب الجاري، ومن بين ما تضمنه هذا الإصلاح ما يلي:

- استراتيجية جديدة لإصدار قيم الخزينة على الحساب الجاري.

- تدخل وسطاء السوق والمتمثلون في المختصين في قيم الخزينة (SVT).

- خلق قاعة سوق قيم الخزينة بالمديرية العامة للخزينة.

- نظام تسوية / تسليم قيم الخزينة المتداولة في السوق الثانوي.

وتستند استراتيجية الإصدار الجديدة إلى إجراء المناقصات على مستوى السوق الأولية، أما الجديد في ذلك فيكمن في الإعلان عن البرنامج السنوي للإصدار وإعلان مبالغ الإصدار بالنسبة لكل نوع من السندات، وذلك قبل تاريخ المناقصة بأسبوع لكي تكون عمليات الإصدار منتظمة، مما يساعد على كسب ثقة المستثمرين.

وبغرض ترشيد سياسة الإصدار وتنشيط السوق الثانوية لقيم الخزينة، قامت هذه الأخيرة

باعتتماد مجموعة من الوسطاء يعرفون باسم " المختصين في قيم الخزينة " ويتعلق الأمر بـ 13

CAAT, CNEP, BDL, BEA, BADR, CPA, BNA, CIAR, CNAC, City

،حيث يتولى هؤلاء الوسطاء عمليات شراء وبيع قيم الخزينة في bank, CNMA, CAAR, SAA

السوق الأولية والقيام بالتداول في السوق الثانوية سواء لحسابهم الخاص أو لحساب عملائهم، ويتطلب

اعتماد هؤلاء الوسطاء وجود هيئة على مستوى هذه المؤسسات، تحكمها قوانين تنظيمية وإجراءات

عملية، وتسير من طرف أشخاص تتوفر فيهم الكفاءة المهنية اللازمة.

أما فيما يتعلق بنظام التسوية والتسليم في السوق الثانوية، قبل إنشاء المؤتمر المركزي على

السندات، فقد كان التداول يتم عملية بعملية.

## ثالثا: المرحلة الثالثة: خلق السندات المتجانسة:

في إطار إجراءات تنشيط سوق قيم الخزينة وجعلها تتماشى مع المقاييس الدولية قامت

الخزينة في جويلية 2001 بوضع استراتيجية جديدة بغرض زيادة سيولة وعمق السوق وأهم ما ميز

هذه الاستراتيجية ما يلي:

- وضع تقنية التجانس أو المحاكاة، التي تعني ربط سند جديد بنوع معين من السندات الأصلية، بحيث يكون لهما نفس الخصائص، وتساعد هذه التقنية على زيادة رسملة السندات التي لها نفس تاريخ الاستحقاق، كما توفر وتضمن السيولة للسوق الثانوية.
- تقديم العطاءات على أساس السعر بالنسبة للسندات التي مدتها سنة فأكثر.
- إنشاء سندات مرجعية لتسهيل إبراز منحى معدل عائد متناسق ومناسب.
- تمديد تواريخ استحقاق قيم الخزينة المصدرة في السوق الأولية، وفي إطار ذلك قامت الخزينة في جويلية 2001، بإصدار سندات الخزينة المتجانسة، التي تستحق بعد سنة أو بعد خمس (5) سنوات، وسندات الخزينة المتجانسة التي تستحق بعد عشر (10) سنوات.

### الفرع الثاني: سوق سندات المؤسسات:

عرف سوق سندات المؤسسات منذ نشأته سنة 1999 تطورا كبيرا، كما شهد مجموعة من الإصدارات السنوية لمؤسسات عامة وخاصة، اتخذت من السوق السندي بديلا لتمويلها .

### البند الأول: نشأة وتطور سوق سندات المؤسسات:

ظهر سوق سندات المؤسسات في أكتوبر 1999، بتسعير وتداول سندات شركة "سوناطراك" في بورصة الجزائر، لكنه عرف بعد ذلك ركودا إلى غاية سنة 2003 أين ظهر سوق سندات المؤسسات التفاوضي، الذي ينقسم بدوره إلى سوق أولية وسوق ثانوية، يتم في الأولى بيع السندات الجديدة التي تصدرها الشركات الراغبة في الحصول على أموال متوسطة وطويلة الأجل لكن دون تقييد هذه السندات في جدول التسعيرة بالبورصة، أما الثانية ففيها تتداول هذه السندات لكن بطريقة مختلفة عن تلك التي يتم بها التداول في السوق الثانوية المنظمة (البورصة)، حيث يتم فيها بيع وشراء السندات فيما بين البنوك وبيوت السمسرة وغيرهم من المتعاملين في الأوراق المالية لكن خارج البورصة كسوق منظمة.

وقد عرف السوق السندي التفاوضي في الجزائر نشاطا ملحوظا، ويعود ذلك إلى سببين؛ أولهما تشجيع البنك المركزي للبنوك التجارية ومؤسسات التأمين للدخول إلى السوق السندي، أما ثانيهما فهو معاناة البنوك التجارية من الإفراط في السيولة مقابل مستوى نشاط اقتصادي منخفض، وبالتالي وجدت هذه البنوك في السوق السندي فرصة لاستعمال سيولتها المفرطة، إضافة إلى ذلك تعتبر البنوك الوحيدة التي لها المقدرة على شراء هذا الكم الهائل من السندات، فضلا عما تمتاز به من ثقافة مالية للخوض في هذا السوق.

كما شهد السوق السندي الجزائري بين نهاية 2004 وبداية 2005، ظاهرة جديدة وهي إصدار مجموعة من القروض السنديّة للاكتتاب العام، مما أضفى حركة وتطوراً سريعاً على هذه السوق، حيث أنه - في ظرف ستة (6) أشهر - تم إصدار قرضين سنديين للاكتتاب العام؛ الأول في ديسمبر 2004، "للخطوط الجوية الجزائرية" بـ 14.200 مليار دينار جزائري، والثاني في ماي 2005 للشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز "سونلغاز" بمبلغ 15.903 مليار دينار جزائري وهو ما سمح بانتقال حوالي 30 مليار دينار جزائري من الوحدات ذات الفائض (الإدخارات العائلية، الخواص، التجار، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة) بصفة مباشرة إلى الوحدات ذات العجز (شركة "سونلغاز" و "الشركة الجزائرية للطيران").

إضافة إلى الإصدارات السنديّة للإدخار العام، فقد لعبت الإصدارات المؤسسية دوراً كبيراً، أين شاركت فيها الهيئات المالية من بنوك، مؤسسات مالية ومؤسسات التأمين بالإكتتاب في أكثر من 65 مليار دينار جزائري، وهو ما سمح بخلق سوق سندي جزائري للمؤسسات، هذه الأخيرة التي استطاعت في ظرف زمن قصير الحصول على 95 مليار دينار جزائري.

لقد شجعت هذه الانطلاقة السريعة والقوية للسوق السندي المؤسسي العديد من المؤسسات العامة والخاصة؛ "كاتصالات الجزائر"، فروع شركة "سونطراك"، "سونلغاز"، "الشركة الجزائرية للطيران"، "و"سوفيتال" "شركة التمويل الرهنّي"، "الاتحاد العربي للاستثمار"، مؤسسة التكوين المهني عن بعد على الانضمام إلى هذه السوق كمؤسسات مصدرة، والاستفادة من هذا البديل التمويلي.

أما عن أسباب لجوء هذه المؤسسات إلى السوق السندي نذكر منها:

- كبر حجم القرض وضخامة مبلغه، بحيث لا يمكن لبنك واحد أن يوفره، وأن تقسيمه إلى عدة قروض يصبح مكلفاً للمؤسسة.

- يتطلب اللجوء إلى السوق النقدي وقتاً أطول، وكذلك ضمانات ضخمة قد لا تتوفر عليها المؤسسة.

### البند الثاني: الإصدارات السنديّة في سوق سندات المؤسسات:

لقد شهد السوق السندي الجزائري مجموعة مختلفة من الإصدارات السنديّة، وباعتماد معيار التسعير في بورصة الجزائر، سوف نميز بين نوعين رئيسيين هما: الإصدارات المسعرة والإصدارات غير المسعرة.

أولاً: الإصدارات السنديّة المسعرة ببورصة الجزائر:

ظهرت الإصدارات السنديّة المسعرة لأول مرة سنة 1999 من طرف شركة "سونطراك"، ثم انقطعت إلى غاية 2006 ليتمّ تسعير سندات شركتي "سونلغاز" و"اتصالات الجزائر" ثمّ تسعير سندات الشركة الجزائرية للطيران سنة 2007.

### (SONATRACH) 1 - الإصدار السندي لشركة سونطراك :

تعتبر "سونطراك" من أولى الشركات التي أممتها السلطات العمومية بعد الاستقلال في مجال المحروقات، بعد أن كانت تحت هيمنة السلطات الفرنسية، وذلك قصد النهوض بالاقتصاد الوطني، ونظرا لتمتع قطاع المحروقات بأهمية بالغة على المستوى العالمي ككل، فقد تمكنت شركة "سونطراك" من تحقيق نجاح بالغ الأهمية ورأس مال جيد مما أهلها لتكون أول شركة يتم قبول قيمها للتفاوض في بورصة الجزائر، حيث تم في شهر أكتوبر 1999 تسعير سند "سونطراك" وكذا تداوله في البورصة، وتبلغ قيمته 5 ملايين دينار جزائري على امتداد خمس (5) سنوات، بنسبة فائدة تقدر بـ 13%، وقد تم تقسيم هذا القرض السندي إلى 115000 سند على النحو التالي:

- 25000 سند بقيمة 100000.00 دج.

- 40000 سند بقيمة 50000.00 دج.

- 50000 سند بقيمة 10000.00 دج.

أما عن سبب قيام "سونطراك" بإصدار أول قرض سندي على مستوى بورصة الجزائر فيرجعه المختصون إلى كون "سونطراك" قد دخلت السوق المالية لأسباب بيداغوجية بحتة، من أجل إعطاء دفع قوي للبورصة عند انطلاقها، إذ كان الغرض من هذا القرض السندي ما يلي:

- السماح لسوق رؤوس الأموال بأن تتطلق،

- فتح الطريق أمام الشركات العامة والخاصة،

- قياس رد فعل الجمهور.

### (AIR ALGERIE) 2 - الإصدار السندي للشركة الجزائرية للطيران:

قامت "الشركة الجزائرية للطيران" في نوفمبر 2004 بإصدار سندي للجمهور العام بقيمة (COSOB :13/08/2007, P1-2): 14.18 مليار دينار جزائري تميز بالخصائص التالية:

- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA.

- نوع السندات: سندات عادية.

- شكل السندات: لا مادية (dématérialiser).
- قيمة القرض السندي: 14.18 مليار دج.
- طريقة الاستهلاك: في نهاية المدة (يسدد القرض كاملا في تاريخ استحقاقه).
- مدة القرض: 6 سنوات.
- فترة الاكتتاب: من 02 نوفمبر إلى 09 ديسمبر 2004.
- مكان الاكتتاب الوكالات الرئيسية للبنوك التالية: BNA، BEA، CPA، BDL وBADR.
- تاريخ الاستحقاق: 01 ديسمبر 2010.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج
- معدل الفوائد: يتم دفع الفوائد بمعدل متصاعد بالشكل التالي:
  - معدل 3.75% لسنتي 2005-2006. \*
  - معدل 4.5% لسنتي 2007-2008.
  - معدل 6% لسنتي 2009-2010.
- أي بمعدل متوسط يقدر بـ 4.75% سنويا، إلى تاريخ استحقاق السندات.
- تاريخ الفوائد: يتم دفع الفوائد سنويا، في 01 ديسمبر من كل سنة.
- سعر السند: 100%.
- المبلغ الأدنى للاكتتاب: 50000.00 دج.
- تاريخ أول تسعير في البورصة: 12 فيفري 2007.
- قيمة أول تسعيرة في البورصة: 100.90%.
- النظام الضريبي: حسب المادة (26) من قانون المالية لسنة 2004، فإن هذه السندات تتمتع بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG.
- هدف الإصدار: تهدف هذه العملية إلى تمويل شراء أربع (04) طائرات من نوع A330-200، محركات وقطع غيار لأسطولها الجوي، أما الفائض من الأموال المتحصل عليها سوف يتم وضعه في حساب خاص " Sous écrou " لدى البنك الوطني الجزائري BNA، ليخصص لدفع تكلفة الطائرات عند استلامها مع بداية 2005.

### (SONELGAZ) 3- الإصدار السندي لشركة "سونلغاز":

قامت "الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز" "سونلغاز"، في ماي 2005 بإصدار سندي للجمهور العام بقيمة 10 مليار دينار جزائري يمكن رفعه إلى مبلغ 15 مليار دينار جزائري، وقد تميز هذا ( : Notice d'information simplifiée: Avril 2005, P5-8 الإصدار بالخصائص التالية )

- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA بمرافقة المؤتمر المركزي على السندات.
- نوع السندات: سندات عادية، لحاملها.
- شكل السندات: لامادية.
- قيمة القرض السندي: 10 مليار دينار جزائري، يمكن رفعه إلى 15 مليار دينار جزائري.
- طريقة الاستهلاك: في نهاية المدة.
- مدة القرض: 6 سنوات.
- فترة الاكتتاب: من 22 ماي إلى 23 جوان 2005.
- مكان الاكتتاب: الوكالات الرئيسية للبنوك التالية: BADR, BNA BDL, BEA, CPA, CNMA, CNEP, BNP PARIPAS, SOCIETE GENERALE و.
- تاريخ الاستحقاق: 22 ماي 2011.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج.
- معدل الفوائد: تدر السندات فوائد ابتداء من 22 ماي 2005 بنسب متزايدة من 3.50% للسنة الأولى، 3.75% للسنة الثانية، 4% للسنة الثالثة، 4.25% للسنة الرابعة، 5.00% للسنة الخامسة و 7.00% للسنة السادسة.
- معدل العائد الحقيقي: تقدر نسبة المردود الحقيقي للسند بـ 4.51% تاريخ افتتاح الاكتتاب، وهذه النسبة من المردود لن يكون لها مدلولها إلا إذا توفر شرطان:
- \* يحتفظ المكتتب بسنده إلى غاية تاريخ تسديد السند.
- \* يعاد استثمار مبلغ الأرباح السنوي بنفس نسبة المردود، وهذا إلى غاية تاريخ تسديد السند.
- تاريخ استحقاق الفوائد: تدفع الفوائد سنويا، في 22 ماي من كل سنة.

- سعر السند: 100 au pair %، أي أن سعر الإصدار = القيمة الاسمية للسند.
  - المبلغ الأدنى للاكتتاب: 200000.00 دج.
  - تاريخ أول تسعير في البورصة: 29 ماي 2006.
  - قيمة أول تسعيرة في البورصة: 101.10%.
  - النظام الضريبي: حسب قانون المالية لسنة 2005، فإن هذه السندات تتمتع بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG.
  - هدف الإصدار: تهدف هذه العملية إلى تمويل جزء من برنامج استثمار الشركة للثلاث سنوات القادمة، والذي يتضمن إنجاز منشآت لإنتاج الكهرباء، نقل الكهرباء (خطوط النقل ومراكز التحويل)، نقل الغاز، ملحقات توزيع الكهرباء وتوصيل الغاز.
  - ضمان القرض: لا ينطوي هذا القرض على أي ضمان معين.
  - تداول السندات: يتم بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين (قبل أن يتم تسعيره في البورصة في 29 ماي 2006).
  - الهيئة المكلفة برعاية القرض: يسهر على رعاية عملية الإصدار السندي كل من المؤتمر المركزي على السندات والبنك الوطني الجزائري BNA .
  - تأشيرة الـ COSOB رقم: 02 / 5 الصادرة في 27 أفريل 2005.
- (ALGERIE POSTE) 4 - الإصدار السندي لشركة "اتصالات الجزائر":**
- قامت شركة "اتصالات الجزائر" في أكتوبر 2006 بإصدار سندي للهيئات المالية والجمهور : (COSOB :13/08/2007, P1-2) العام بقيمة 20 مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية :
- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري، وبرعاية المؤتمر المركزي للسندات.
  - نوع السندات: سندات عادية، لحاملها.
  - شكل السندات: لامادية.
  - قيمة القرض السندي: 20 مليار دينار جزائري، يمكن رفعها إلى 25 مليار دينار جزائري.
  - طريقة الاستهلاك: في نهاية المدة.
  - مدة القرض: خمس (5) سنوات.



- فترة الاكتتاب: من 17 سبتمبر إلى 17 أكتوبر 2006.
- تاريخ الاستحقاق: 17 أكتوبر 2011.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج.
- معدل الفوائد: يتم دفع الفوائد بمعدل متصاعد؛ 4% للسنة الأولى والثانية، 4.5% للسنتين الثالثة والرابعة و7.50% للسنة الخامسة.
- نسبة المردود الحقيقي للمكتتبين: تقدر نسبة المردود الحقيقي للسند بـ 4.81%، بتاريخ افتتاح الاكتتاب، هذه النسبة لن يكون لها مدلول إلا بتوافر شرطين:  
\* احتفاظ المكتتب بسنده إلى غاية تاريخ تسديده.  
\* يعاد استثمار مبلغ الأرباح السنوية بنفس نسبة المردود، وهذا إلى غاية تاريخ تسديد السند.
- تاريخ استحقاق الفوائد: يتم دفع الفوائد سنويا، في 17 أكتوبر من كل سنة.
- المبلغ الأدنى للاكتتاب: 20000.00 دج.
- المستثمرون المحتملون: يوجه هذا الإصدار السندي إلى البنوك، الهيئات المالية والجمهور العام.
- تاريخ أول تسعير في البورصة: 22 أكتوبر 2006.
- قيمة أول تسعيرة في البورصة: 100.70%.
- النظام الضريبي: حسب المادة (44) من قانون المالية لسنة 2006، فإن هذه السندات تتمتع بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG.
- ضمان القرض: هذا القرض لا يستند إلى أي ضمان خاص.
- تداول السندات: تدرج وتفيد هذه السندات في الجدول الرسمي للتسعيرة ببورصة الجزائر، ويمكن لحاملها تداولها (بيئها أو شرائها) في أي وقت بالقيمة التي تحددها السوق.
- هدف الإصدار: يهدف هذا الإصدار إلى تمويل جزء من برنامج الاستثمارات التي حققها فرع "اتصالات الجزائر" "موبيليس" في إطار توسيع وتطوير شبكتها للاتصالات الخلوية، وكذا استثمارات "اتصالات الجزائر".
- تأشيرة الـ COSOB رقم: 05/06 الصادرة بتاريخ 03 سبتمبر 2006.

مما سبق يتضح أنه، بتسديد شركة "سونطراك" لأصل قرضها سنة 2003، تبقى ثلاث إصدارات مسعرة في البورصة وهي:

- الإصدار السندي للشركة الجزائرية للطيران" بمبلغ 14.18 مليار دينار جزائري،

- الإصدار السندي للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز" بمبلغ 15 مليار دينار جزائري،

- الإصدار السندي لشركة "اتصالات الجزائر" بمبلغ 20 مليار دينار جزائري.

لتبقى هذه الإصدارات الثلاث - إلى غاية أوت 2007 - الإصدارات الوحيدة المسعرة في بورصة الجزائر، بمبلغ إجمالي يقدر بـ 49.18 مليار دينار جزائري، بما يعادل 4918000 سند، وبذلك تشكل الإصدارات السنديّة المسعرة بالبورصة نسبة 29.92% من مجموع الإصدارات.

**ثانيا: الإصدارات السنديّة غير المسعرة في بورصة الجزائر:**

شهد سوق سندات المؤسسات التفاوضي أو كما يطلق عليه أيضا سوق سندات المؤسسات بالتراضي، نشاطا كبيرا وملحوظا منذ سنة 2003، حيث شكل بديلا تمويليا مغريا للعديد من المؤسسات العامة والخاصة، هذه الأخيرة التي قامت بمجموعة من الإصدارات المختلفة.

**(SONATRACH) 1- الإصدارات السنديّة لشركة "سونطراك":**

تعتبر شركة "سونطراك" أولى الشركات التي بادرت إلى الإصدارات السنديّة غير المسعرة في البورصة، بعد أن خاضت تجربة أولى بإصدار سندي مسعر سنة 1999 فبعد سداد أصل هذا القرض سنة 2003، أطلقت "سونطراك" قرضا سنديا آخر غير مسعر سنة 2003.

إضافة إلى هذا القرض السندي للشركة الأم، قامت فروع الشركة كذلك بإصدارين هما على في ENAFOR في جوان 2005، والإصدار السندي لفرع ENTP التوالي: الإصدار السندي لفرع ديسمبر 2005.

**1-1- الإصدار السندي للشركة الأم "سونطراك":**

قامت شركة "سونطراك" سنة 2003 بإصدار سندي آخر، بمبلغ 5 مليار دينار جزائري تميز

: (COSOB: 13/08/2007, P1-3) بالخصائص التالية

- نوع السندات: عادية.
- مدة القرض: خمس (5) سنوات.
- تاريخ الإصدار: 09 ديسمبر 2003.

- تاريخ الاستحقاق: 09 ديسمبر 2008.
  - القيمة الاسمية للسند الواحد: 100000.00 دج.
  - مبلغ القرض: 5 مليار دينار جزائري.
  - عدد السندات: 50000 سند.
  - معدل الفائدة: معدل ثابت، يقدر بـ 4%.
  - استحقاق الفوائد: تسدد الفوائد سنويا، في 09 ديسمبر من كل سنة.
  - معدل العائد الحقيقي: 2.99%.
  - السعر المتوسط للسند: 104.64%.
  - استهلاك القرض السنوي: في نهاية المدة.
  - طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية<sup>(\*)</sup>، والتي تسمى أيضا بطريقة السعر المطلوب.
  - المستثمرون: القرض موجه للهيئات المالية فقط (بنوك، شركات التأمين و SICAV).
  - البنك المرافق: البنك الخارجي الجزائري BEA.
  - تداول السندات: يتم تداول السندات بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين خارج البورصة.
  - تأشيرة الـ COSOB رقم: 02/03 الصادرة 2003/12/11.
- (ENTP: 1-2-1 - الإصدار السنوي "للشركة الوطنية لحفر الآبار")
- قامت "الشركة الوطنية لحفر الآبار"، وبضمان من الشركة الأم "سونطراك" بإصدارين سنديين (COSOB: 13/08/2007, P1-3) على التوالي، وهما
- 1-2-1 - الإصدار الأول: جوان 2005، بمبلغ 5 مليار دينار جزائري:**
- وقد تميز هذا الإصدار بالميزات التالية:

---

<sup>(\*)</sup> المناقصة على الطريقة الهولندية: تتم عن طريق ترتيب العطاءات على أساس السعر، وتنفذ الطلبات على ذات (\*) السعر، الأكبر ثم الأصغر فالأصغر إلى أن يتم تصريف الإصدار كله.

- نوع السندات: عادية.
- شكل السندات: لامادية.
- مبلغ القرض السندي: 5 مليار دينار جزائري.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج.
- مدة القرض: خمس (5) سنوات.
- تاريخ الإصدار: 20 جويلية 2005.
- السعر المتوسط المرجح للسند: 102.23%.
- معدل الفائدة: 2.75%.
- معدل العائد الحقيقي: 2.28%.
- استهلاك القرض السندي: في نهاية المدة.
- البنك المرافق: البنك الخارجي الجزائري BEA.
- طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية، أو طريقة السعر المطلوب.
- المستثمرون: البنوك والهيئات المالية.
- تداول السندات: يتم تداول السندات بطريقة تفاوضية في السوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين، مع قابلية تسعير هذه السندات في البورصة لاحقا.
- ضمان القرض: القرض مضمون من طرف الشركة الأم "سونطراك".
- جباية القرض: تتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG، وذلك حسب المادة (26) من قانون المالية لسنة 2004.
- هدف الإصدار: تهدف الشركة من خلال تجميع مبلغ القرض إلى تمويل شراء معدات وآلات الحفر.

### 1-2-2- الإصدار الثاني: جوان 2006، بمبلغ 8 مليار دينار جزائري:

وقد تميز هذا الإصدار بالمميزات التالية:

- نوع السندات: سندات عادية.

- شكل السندات: لامادية.
- مبلغ القرض: 8 مليار دينار جزائري، مقسمة إلى شريحتين:
- \* الشريحة الأولى: 4.45 مليار دينار جزائري ، بمعدل فائدة 3.30%.
- \* الشريحة الثانية: 3.55 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 3.50%.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج.
- تاريخ الإصدار: 12 جوان 2006.
- مدة القرض: خمس (5) سنوات لسندات الشريحة الأولى، و ست (6) سنوات بالنسبة لسندات الشريحة الثانية.
- تسديد الفوائد: سنويا، في 14 جوان من كل سنة.
- السعر المتوسط للاكتتاب: هو 99.33% بالنسبة لسندات الشريحة الأولى، و 99.20% لسندات الشريحة الثانية.
- معدل العائد المتوسط: هو 3.45% لسندات الشريحة الأولى و 3.65% بالنسبة لسندات الشريحة الثانية.
- استهلاك القرض: في نهاية المدة.
- البنك المرافق: البنك الخارجي الجزائري BEA .
- طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية.
- المستثمرون: البنوك والهيئات المالية.
- تداول السندات: يتم تداول السندات بطريقة تفاوضية في السوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.
- ضمان القرض: القرض مضمون من طرف الشركة الأم "سونطراك".
- جباية السندات: تتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG، طبقا للمادة (44) من قانون المالية لسنة 2006.
- هدف الإصدار: تهدف الشركة من خلال تجميع مبلغ القرض إلى تمويل شراء آلات الحفر والتسديد المسبق لجزء من ديونها الخارجية المحررة بالعملة الصعبة.

( ENAFOR: 1-3 - الإصدار السندي "للشركة الوطنية للحفر" )

قامت "الشركة الوطنية للحفر"، في ديسمبر 2005، بإصدار سندي بقيمة 8 مليار دينار  
:(COSOB: 13/08/2007, P1-3) جزائري، وقد تميز هذا الأخير بالخصائص التالية

- نوع السندات: عادية.
- شكل السندات: لا مادية.
- مبلغ القرض: 8 مليار دج، يضم شريحتين:
- \* الشريحة الأولى: 4.08 مليار دج، بمعدل فائدة 3%.
- \* الشريحة الثانية: 3.92 مليار دج، بمعدل فائدة 3.50%.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج.
- مدة القرض: خمس (5) سنوات لسندات الشريحة الأولى، و ست (6) سنوات لسندات الشريحة الثانية.
- تسديد الفوائد: سنويا، في 11 ديسمبر من كل سنة.
- تاريخ الإصدار: 11 ديسمبر 2005.
- السعر المتوسط لسندات الشريحة الأولى هو 100.09%، أما بالنسبة لسندات الشريحة الثانية فهو 100.12%.
- معدل العائد المتوسط: 2.98% لسندات الشريحة الأولى، و 3.48% لسندات الشريحة الثانية.
- استحقاق القرض: في نهاية المدة.
- البنك المرافق: البنك الخارجي الجزائري BEA.
- طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية.
- المستثمرون: البنوك والهيئات المالية.
- تداول السندات: يتم تداول السندات بطريقة تفاوضية في السوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.
- ضمان القرض: القرض مضمون من طرف الشركة الأم "سونطراك".

- جباية القرض: حسب المادة (26) من قانون المالية لسنة 2004، تتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG.

- هدف الإصدار: تهدف الشركة من خلال تجميع مبلغ القرض إلى تمويل شراء أدوات الحفر.

(SRH: 2- الإصدار السندي لـ "شركة التمويل الرهني")

قامت "شركة التمويل الرهني" في جويلية 2003، بإصدار سندي بمبلغ 2.480 مليار دينار (COSOB: 13/08/2007,p1) جزائري، تميز بالخصائص التالية

- نوع السندات: عادية.

- شكل السندات: لامادية.

- تاريخ الإصدار: 15 جويلية 2003.

- قيمة القرض: 2.480 مليار دينار جزائري، مقسمة إلى شريحتين:

\* الشريحة الأولى: 1.320 مليار دينار جزائري، بمعدل 4% سنويا، لمدة ثلاث سنوات تستحق في 15 جويلية 2006.

\* الشريحة الثانية: 1.160 مليار دينار جزائري، بمعدل 4.5% سنويا، لمدة خمس (5) سنوات، تستحق في 15 جويلية 2008.

- السعر المتوسط للسند: 100.78% بالنسبة لسندات الشريحة الأولى، و 101.49% لسندات الشريحة الثانية.

- معدل العائد الحقيقي: 3.72% بالنسبة لسندات الشريحة الأولى، و 4.16% بالنسبة لسندات الشريحة الثانية.

- المستثمرون: البنوك والهيئات المالية.

- طريقة الإصدار: مناقصة على الطريقة الهولندية.

- تداول السندات: بالتفاوض خارج البورصة بين الوسطاء الماليين.

- تأشيرة الـ COSOB رقم: 01/03 الصادرة بتاريخ 03 جويلية 2003.

(AIR ALGERIE) 3- الإصدار السندي للشركة الجزائرية للطيران

قامت "الشركة الجزائرية للطيران" ما بين 2004 إلى 2007 بإصدار أربعة قروض سنديّة؛ تضم القرض السندي المسعر (السابق الذكر)، إضافة إلى ثلاثة قروض سنديّة غير مسعرة، موجهة إلى (COSOB: 13/08/2007,p1-6)البنوك والهيئات الماليّة فقط، والتي سوف نتطرق إليها فيما يلي:

### 3-1- القرض السندي الأول "للشركة الجزائرية للطيران":

أقدمت "الشركة الجزائرية للطيران" في مارس 2004، على إطلاق أول قرض سندي غير مسعر، تميز بالخصائص التالية:

- نوع السندات: سندات عادية اسمية.
- مبلغ القرض: 4.4 مليار دينار جزائري، يضم شريحتين:
- \* الشريحة الأولى: 1.8 مليار دينار جزائري، في شكل سندات متسلسلة، بمعدل فائدة اسمي 3% ومعدل عائد متوسط 2.07%، مقسمة بالتساوي على النحو التالي:
  - 450 مليون دينار جزائري تستحق يوم 01 أبريل 2005؛
  - 450 مليون دينار جزائري تستحق يوم 01 أبريل 2006؛
  - 450 مليون دينار جزائري تستحق يوم 01 أبريل 2007؛
  - 450 مليون دينار جزائري تستحق يوم 01 أبريل 2008.
- \* الشريحة الثانية: 2.6 مليار دينار جزائري، تصدر بالطريقة الهولندية، بمعدل فائدة اسمي 3.75%، ومعدل عائد متوسط 2.36%، تستحق يوم 01 أبريل 2009.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج.
- سعر السندات: متوسط سعر سندات الشريحة الأولى هو 102.22%، أما بالنسبة لسندات الشريحة الثانية فهو 106.47%.
- استهلاك القرض: في نهاية المدة.
- المستثمرون: القرض موجه للهيئات الماليّة والبنوك فقط.
- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA.
- تداول السندات: هذه السندات غير مسعرة في البورصة، يتم تداولها بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.



- تأشيرة الـ COSOB رقم: 01/04 الصادرة بتاريخ 11 مارس 2004.
- ضمان القرض: سيتم رهن الست (6) آلات المشتراة بثمن هذا القرض لتسديد أصل القرض، أما المساهمات (الإعانات) الممنوحة من طرف الدولة في إطار الخدمة العمومية، فسوف تخصص لتسديد الفوائد.
- هدف الإصدار: سيتم استخدام هذا القرض لتغطية 80% من تكلفة شراء 6 آلات (منطاد موجه) في مجال الطيران من نوع 500 - ATR72.

### 3-2- القرض السندي الثاني "للشركة الجزائرية للطيران":

- بالموازاة مع قرضها السندي المسعر، قامت "الشركة الجزائرية للطيران" في ديسمبر 2004 بإصدار قرض سندي غير مسعر، بمبلغ 10.71 مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية:
- نوع السندات: عادية.
- شكل السندات: لامادية.
- تاريخ الإصدار: 19 ديسمبر 2004.
- مبلغ القرض: 10.71 مليار دينار جزائري، يضم شريحتين:
- \* الشريحة الأولى: 7.5 مليار دينار جزائري، في شكل سندات متسلسلة، بمعدل فائدة اسمي 3% ومعدل عائد متوسط 1.48%، مقسمة بالتساوي على النحو التالي:
- 357 مليون دينار جزائري تستحق بعد سنتين، في 20 ديسمبر 2006؛
- 357 مليون دينار جزائري تستحق في 20 ديسمبر 2007؛
- 357 مليون دينار جزائري تستحق في 20 ديسمبر 2008.
- \* الشريحة الثانية: 3.21 مليار دينار جزائري، تصدر وفق الطريقة الهولندية، بمعدل فائدة اسمي 3.75%، ومعدل عائد متوسط 2.26%، تستحق في 20 ديسمبر 2009.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج.
- سعر السندات: متوسط سعر سندات الشريحة الأولى هو 104.44%، أما بالنسبة لسندات الشريحة الثانية فهو 106.97%.
- استحقاق الفوائد: يتم دفع الفوائد سنويا، في 20 ديسمبر من كل سنة.

- استهلاك القرض: في نهاية المدة.
- المستثمرون: القرض موجه للمستثمرين التأسسيين (الهيئات والمؤسسات المالية والبنوك و(SICAV).
- جباية السندات: باستثناء سندات الشريحة الأولى(السندات المسلسلة)، فإن باقي السندات تتمتع بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG، وذلك حسب المادة (26) من قانون المالية لسنة 2004.
- ضمان القرض: لا ينطوي هذا الإصدار على أي ضمان محدد.
- هدف الإصدار: يتم استخدام مبلغ القرض المتحصل عليه لتمويل جزء من ثمن تكلفة شراء أربعة ، محركات وقطع غيار لمعدات وأدوات الطيران، وسيتم وضع 200 - A330 طائرات من نوع " لدى البنك الوطني الجزائري، تخصص Sous écrou الأموال المتحصل عليها في حساب خاص " فقط لدفع تكلفة شراء هذه الطائرات في تاريخ استلامها المتفق عليه بداية 2005.

### 3-3- القرض السندي الثالث "للشركة الجزائرية للطيران":

- واصلت "الشركة الجزائرية للطيران" إصداراتها السندية، حيث قامت في ماي 2005 بإطلاق ثالث قرض سندي غير مسعر، بمبلغ 13.13 مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية:
- نوع السندات: عادية.
  - شكل السندات: لامادية.
  - القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دج.
  - تاريخ الإصدار: 18 ماي 2005.
  - مدة القرض: ست (6) سنوات، مع وجود خصوصية لهذا الإصدار تتمثل في قابلية السندات للاستدعاء، حيث أن المصدر ("الشركة الجزائرية للطيران") له خيار حق استدعاء السندات وتسديدها مسبقا بعد ثلاث (03) سنوات، أي في 18 ماي 2008، وتحدد فترة الخيار للمصدر لتنفيذ حق استدعاء السندات بالفترة الممتدة ما بين 18 جانفي 2008 و 18 مارس 2008.
  - معدل الفائدة: 4%.
  - تسديد الفوائد: يتم تسديد الفوائد سنويا، في 18 ماي من كل سنة.
  - سعر السندات هو: 98.91%.

- معدل العائد المتوسط: هو 4.21% عندما يحافظ المكتب على السندات إلى غاية استحقاقها، و4.40% إذا تم استدعاء السندات في 18 ماي 2008.
- طريقة الإصدار: على الطريقة الهولندية.
- استحقاق القرض: المبدأ العام للسداد هو في نهاية المدة، إلا في حالة ممارسة المصدر حق استدعاء السندات والتسديد المسبق.
- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA .
- المستثمرون: و هم CAAR, SAA, CNMA, CNEP, BDL, CPA, BEA, BNA.
- تداول السندات: يتم تداول السندات خارج البورصة، بالتفاوض في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.
- ضمان القرض: سيتم رهن الطائرات الأربع المشتراة بثمان هذا القرض لتسديد أصله، أما الإعلانات الممنوحة من طرف الدولة في إطار الخدمة العمومية فسوف تخصص لتسديد الفوائد.
- جباية القرض: تتمتع سندات هذا الإصدار بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG، وذلك حسب المادة 26 من قانون المالية لسنة 2004، أما في حالة تنفيذ خيار استدعاء السندات من طرف المصدر ("الشركة الجزائرية للطيران")، عندئذ تفقد هذه الأخيرة ميزة الإعفاء الضريبي المذكور أعلاه وتصبح خاضعة للضرائب طبقا للقانون الضريبي السائد.
- هدف الإصدار: الناتج الصافي لهذا الإصدار يستعمل من طرف المصدر لتمويل 80% من مبلغ اقتناء الطائرات الأربع (نوع 200-737B / 200-330A ) والمحركات وقطع الغيار لهذه الأجهزة.

#### (SONELGAZ) 4- الإصدارات السنديّة للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز

تعتبر "الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز" أكبر متعامل في السوق السندي في طرف ثلاث (3) سنوات قامت هذه الأخيرة بأربعة إصدارات سنديّة، واحد منها مسعر في البورصة بمبلغ 15 مليار دينار جزائري و ثلاثة منها غير مسعرة، حصلت من خلالها "سونلغاز" على مبلغ 42 مليار دينار (COSOB: 13/08/2007, p1-8) جزائري، وهي كالتالي:

#### 4-1- القرض السندي الأول لشركة "سونلغاز":

تم إصدار هذا القرض في ديسمبر 2004، وقد تميز بالخصائص التالية:

- نوع السندات: عادية.
  - شكل السندات: لحاملها.
  - مبلغ القرض: 20 مليار دينار جزائري، مقسمة إلى ثلاثة شرائح:
    - \* الشريحة الأولى: بمبلغ 8 مليار دينار جزائري، تستحق بعد خمس (5) سنوات في 27 ديسمبر 2009، بمعدل فائدة 3% سنويا، ومعدل عائد متوسط 2.4%.
    - \* الشريحة الثانية: بمبلغ 4 مليار دينار جزائري، تستحق بعد ست (6) سنوات في 27 ديسمبر 2010، بمعدل فائدة 3.25%، ومعدل عائد متوسط 2.45%.
    - \* الشريحة الثالثة: بمبلغ 8 مليار دينار جزائري، تستحق بعد سبع (7) سنوات في 27 ديسمبر 2011، بمعدل فائدة 3.5%، ومعدل عائد متوسط 2.86%.
  - القيمة الاسمية للسند الواحد: 1 دينار جزائري.
  - تاريخ الإصدار: 23 ديسمبر 2004، لكن تاريخ بداية التعامل هو 27 ديسمبر 2004.
  - سعر السندات: متوسط سعر السندات على الترتيب هو: 102.80%، 104.40%، 104.05% وذلك للشرائح الأولى، الثانية والثالثة على التوالي.
  - استحقاق الفوائد: يتم تسديد الفوائد سنويا، في 27 ديسمبر من كل سنة.
  - تداول السندات: يتم تداول السندات خارج البورصة، بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.
  - ضمان القرض: لا يوجد ضمان معين لهذا القرض، عدا السمعة الجيدة للمؤسسة.
  - جباية السندات: تتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG، وذلك حسب المادة 26 من قانون المالية لسنة 2004.
  - هدف الإصدار: الناتج الصافي لهذه السندات يستخدم من طرف "الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز" لتمويل جزء من استثماراتها على امتداد الثلاث سنوات المقبلة.
- لقرض السندي الثاني لشركة "سونلغاز": 4-2-1

قامت شركة "سونلغاز" في مارس 2005، بإصدار قرض سندي ثان بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية:

- نوع السندات: عادية.
- مبلغ القرض: 10 مليار دينار جزائري، مقسم إلى ثلاثة شرائح:
  - \* الشريحة الأولى: بمبلغ 1.8 مليار دينار جزائري، ينطلق التعامل فيها في 27 ديسمبر 2005، تستحق بعد 6 سنوات و 9 أشهر أي في 27 ديسمبر 2011، بمعدل فائدة 3.5%، ومعدل عائد متوسط 3.09%، أما السعر المتوسط للاكتتاب فهو 102.43%.
  - \* الشريحة الثانية: بمبلغ 3.3 مليار دينار جزائري، ينطلق التعامل بها في 31 مارس 2005، تستحق بعد 9 سنوات في 31 مارس 2014، بمعدل فائدة 4%، ومعدل عائد متوسط 4.12%، أما السعر المتوسط للاكتتاب فهو 99.16%.
  - \* الشريحة الثالثة: بمبلغ 4.9 مليار دينار جزائري، ينطلق التعامل بها في 31 مارس 2005، تستحق بعد 11 سنة في 31 مارس 2016، بمعدل فائدة 4.20%، ومعدل عائد متوسط 4.62%، أما السعر المتوسط للاكتتاب فهو 96.65%.
- تاريخ الإصدار: 29 مارس 2005.
- استحقاق الفوائد: يتم دفع الفوائد سنويا، في 27 ديسمبر من كل سنة بالنسبة لسندات الشريحة الأولى، و 31 مارس من كل سنة لسندات الشريحتين الثانية والثالثة.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 1 دينار جزائري.
- استهلاك القرض: في نهاية المدة.
- طريقة الإصدار: على الطريقة الهولندية.
- المستثمرون: الوسطاء التأسيسيون من البنوك والهيئات المالية الأخرى.
- تداول السندات: تتداول هذه السندات بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين، مع إمكانية تسعير هذه السندات في البورصة لاحقا.
- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA .
- ضمان القرض: ليس هناك ضمان محدد لهذا القرض.

- جباية السندات: تتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG، المنصوص عليها في المادة 26 من قانون المالية 2004.
- هدف الإصدار: الناتج الصافي للإصدار، يستخدم من طرف المصدر لتمويل جزء من استثماراته على امتداد الثلاث سنوات القادمة.

#### 4-3- القرض السندي الثالث لشركة "سونلغاز":

قامت "الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز" في ماي 2006، بإصدار ثالث قرض سندي غير مسعر لها، بمبلغ 11.650 مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية:

- نوع السندات: عادية.
- شكل السندات: لامادية.
- مبلغ القرض: 11.65 مليار دينار جزائري، مقسم إلى شريحتين:
- \* الشريحة الأولى: 6 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 4.65% لمدة 9 سنوات، ومعدل عائد متوسط 4.65%.
- \* الشريحة الثانية: 5.65 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 4.85% لمدة 11 سنة، ومعدل عائد متوسط 4.85%.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دينار جزائري.
- تاريخ الإصدار: 14 ماي 2006.
- تاريخ بداية التداول: 16 ماي 2006.
- استحقاق الفوائد: سنويا، في 16 ماي من كل سنة.
- سعر الإصدار: 100%، بالإضافة إلى علاوة إصدار متغيرة من 0.02% إلى 0.12% حسب قيمة المبلغ المكتتب فيه.
- استهلاك القرض: في نهاية المدة.
- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA .
- طريقة الإصدار: التوظيف يكون بتأسيس لجنة ضمان، تضم البنوك التالية: BEA، CNEP و BNA.

- المستثمرون: البنوك والوسطاء التأسيسيون.
- تداول السندات: يتم بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.
- ضمان القرض: لا ينطوي هذا الإصدار على ضمان معين، ولحاملي هذه السندات نفس حقوق حاملي السندات القدامى.
- جباية القرض: تمارس المؤسسة حقها بالتمتع بالإعفاء الضريبي لمصروف هذا الإصدار، حسب المادة 44 من قانون المالية لسنة 2006.
- هدف الإصدار: يستغل الناتج الصافي للسندات من طرف الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز لتمويل جزء من استثماراتها.

#### (ALGERIE POSTE) 5 - الإصدار السندي لشركة "اتصالات الجزائر"

قامت شركة "اتصالات الجزائر" في نوفمبر 2005، بإصدار أول قرض سندي لها غير مسعر (COSOB: 13/08/2007, p 1) في البورصة بقيمة 6 مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية:

- نوع السندات: عادية.
- طبيعة السندات: لا مادية.
- مبلغ القرض: 6.5 مليار دينار جزائري، يضم شريحتين:
- \* الشريحة الأولى: بمبلغ 3.35 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 2.75% لمدة سنتين، وبمعدل عائد متوسط 9.79% كما يقدر السعر المتوسط لسندات هذه الشريحة بـ 99.92%.
- \* الشريحة الثانية: بمبلغ 3.15 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 3% لمدة ثلاث (3) سنوات، وبمعدل عائد متوسط 3.09% ، كما يقدر السعر المتوسط لسندات هذه الشريحة بـ 99.75%.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دينار جزائري.
- استحقاق الفوائد: تسدد الفوائد سنويا، في 13 نوفمبر من كل سنة.
- استهلاك القرض: في نهاية المدة.
- البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA.
- طريقة الإصدار: يتم الإصدار على الطريقة الهولندية.
- المستثمرون المستهدفون: البنوك والوسطاء التأسيسيون.

- تداول السندات: يتم تداول السندات بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة التراضي بين الوسطاء التأسيسيين، كما يمكن أن يتم تداولها في البورصة لاحقا.
- ضمان القرض: هذا القرض غير مستند إلى ضمان محدد.
- جباية القرض: تخضع هذه السندات للضرائب (الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG) طبقا للتنظيم المعمول به.
- هدف الإصدار: الناتج الصافي لهذه السندات، يستخدم من طرف المصدر لتمويل اقتناء التجهيزات اللازمة لتطوير الشبكة الخلوية لخط "موبيليس".

**CEVETAL-6 - الإصدار السندي لشركة "سوفيتال" (**

تعتبر شركة "سوفيتال" أولى مؤسسات القطاع الخاص، التي أقدمت على الاقتراض السندي، حيث قامت في جانفي 2006 بإصدار قرض سندي بمبلغ 5 مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية (COSOB: 13/08/2007, p1):

- نوع السندات: عادية.
- شكل السندات: لا مادية.
- مبلغ القرض: 5 مليار دينار جزائري، يتضمن شريحتين:
  - \* الشريحة الأولى: 2.93 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 3.75% لمدة خمس (5) سنوات، قابلة للاستدعاء مع نهاية السنة الثالثة، ويقدر السعر المتوسط لها بـ 100.34% ومعدل عائد متوسط 3.67%.
  - \* الشريحة الثانية: 2.07 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 4% لمدة ست (6) سنوات، قابلة للاستدعاء مع نهاية السنة الرابعة ويقدر السعر المتوسط لها بـ 101.05%، ومعدل عائد متوسط 3.80%.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دينار جزائري.
- تاريخ الإصدار: 18 جانفي 2006، وهو نفسه تاريخ بداية التداول.
- استحقاق السندات: سنويا، في 18 جانفي من كل سنة.
- استهلاك القرض: في نهاية المدة، مع إمكانية تنفيذ خيار الاستدعاء في نهاية السنة الثالثة بالنسبة لسندات الشريحة الأولى، ونهاية السنة الرابعة بالنسبة لسندات الشريحة الثانية.



- البنك المرافق: القرض الشعبي الجزائري CPA.
- طريقة الإصدار: يتم الإصدار على الطريقة الهولندية.
- تداول السندات: يتم تداول هذه السندات بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين، بين البنوك والهيئات المالية الأخرى فقط.
- ضمان القرض: هذا القرض مضمون بمجموعة أصول المؤسسة.
- جباية القرض: تتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG، حسب المادة 26 من قانون المالية لسنة 2004.
- هدف الإصدار: الناتج الصافي لهذه السندات، يستخدم من طرف شركة "سوفيتال" لتمويل جزء من استثماراتها.

#### (ALC) 7- الإصدار السندي لمؤسسة "الاتحاد العربي للإستثمار"

قامت هذه المؤسسة بين سنتي 2006 و 2007 بإصدارين سنديين غير مسعرين في البورصة، الأول في جوان 2006 بمبلغ 3.65 مليار دينار جزائري، والثاني في جانفي 2007 بمبلغ 3.3 مليار دينار (COSOB: 13/08/2007, p1) :

#### 1-7 - القرض السندي الأول لمؤسسة "الاتحاد العربي للإستثمار":

- تم هذا الإصدار في جوان 2006، بمبلغ 3.65 مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية:
- نوع السندات: عادية.
- شكل السندات: لامادية.
- مبلغ القرض السندي: 3.65 مليار دينار جزائري، ضم شريحتين:
- \* الشريحة الأولى: 2.550 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 3.85%، مستحقة بعد خمس (5) سنوات، كما يقدر السعر المتوسط لها بـ 99.76% ومعدل عائد متوسط 3.90%.
- \* الشريحة الثانية: 1.100 مليار دينار جزائري، بمعدل فائدة 4%، تستحق بعد ست (6) سنوات، يقدر السعر المتوسط لها بـ 100%، ومعدل عائد متوسط قدره 4%.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دينار جزائري.
- تاريخ بداية التداول: 19 جويلية 2006.

- تسديد الفوائد: يتم تسديد الفوائد سنويا، في 19 جويلية من كل سنة.
- استهلاك القرض: في نهاية المدة.
- البنك المرافق: الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP.
- طريقة الإصدار: يتم الإصدار وفق الطريقة الهولندية.
- المستثمرون المستهدفون: القرض موجه للبنوك والوسطاء الماليين (التأسسيين).
- تداول السندات: يتم تداول السندات بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين.
- ضمان القرض: لا يستند هذا القرض لضمان معين.
- جباية القرض: تتمتع هذه السندات بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG ، طبقا للمادة 26 من قانون المالية 2004.
- هدف الإصدار: الناتج الصافي لهذا الإصدار يستعمله "الاتحاد العربي للاستئجار" لتمويل عقود التمويل بالإيجار المبرمة مستقبلا.

#### 7-2- القرض السندي الثاني لمؤسسة "الاتحاد العربي للاستئجار":

قام "الاتحاد العربي للاستئجار" في جانفي 2007، بإصدار ثاني قرض سندي غير مسعر له، بمبلغ 3.300 مليار دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية:

- نوع السندات: عادية.
- شكل السندات: لا مادية.
- مبلغ القرض: 3.300 مليار دينار جزائري.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 د ج.
- معدل الفائدة: 3.85%.
- مدة القرض: خمس (5) سنوات.
- تاريخ بداية التداول: 2007 / 01 / 11.
- استحقاق الفوائد: في 11 جانفي من كل سنة.
- استهلاك القرض: في نهاية المدة، في 11 جانفي 2012.

- السعر المتوسط للسند: 99.63%.
  - معدل العائد: 3.93%.
  - البنك المرافق: الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP.
  - طريقة الإصدار: يتم الإصدار وفق الطريقة الهولندية.
  - المستثمرون المستهدفون: الإصدار موجه للبنوك والمؤسسات المالية.
  - طريقة التداول: يتم التداول بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين .
  - ضمان القرض: لا يستند هذا القرض إلى ضمان معين.
  - جباية القرض: يتمتع هذا الإصدار بالإعفاء الضريبي من الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG ، وفقا للمادة 44 من قانون المالية 2006.
  - هدف الإصدار: الناتج الصافي لهذا الإصدار يستعمله "الاتحاد العربي للاستئجار" لتمويل عمليات قروض الاستئجار و/أو لإعادة تمويل القروض المخصصة لتمويل عقود قروض الاستئجار.
- EEPAD TISP 8 - الإصدار السندي "لمؤسسة التكوين المهني عن بعد"**
- قامت "مؤسسة التكوين المهني عن بعد" في ماي 2007 بإصدار سندي غير مسعر بمبلغ 500 مليون دينار جزائري، تميز بالخصائص التالية:
- نوع السندات: عادية.
  - شكل السندات: لامادية.
  - مبلغ القرض: 500 مليون دينار جزائري، يتضمن شريحتين:
- \* الشريحة الأولى: 300 مليون دينار جزائري، بمعدل فائدة 4.20%، وبسعر متوسط 100% ومعدل عائد حقيقي 4.20% تستحق بعد سنتين.
- \* الشريحة الثانية: 200 مليون دينار جزائري، بمعدل فائدة 4.80%، وبسعر متوسط 100%، ومعدل عائد حقيقي 4.80%، تستحق بعد أربع (4) سنوات.
- القيمة الاسمية للسند الواحد: 10000.00 دينار جزائري.
  - تاريخ الإصدار: 30 ماي 2007.

- تاريخ بداية التداول: 03 جوان 2007.
- استحقاق الفوائد: سنويا، في 3 جوان من كل سنة.
- استهلاك القرض: في نهاية المدة.
- البنك المرافق: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR.
- طريقة الإصدار: يتم الإصدار وفق الطريقة الهولندية.
- المستثمرون المستهدفون: البنوك والوسطاء الماليون المعتمدون.
- تداول السندات: يتم بطريقة تفاوضية في سوق الموافقة بالتراضي بين الوسطاء الماليين المعتادين.
- ضمان القرض: يتمثل ضمان القرض في أصول الشركة، وبالتحديد قطعة أرض ومبنى إداري R + S بـ "مراد رايس" بالجزائر العاصمة.
- جباية القرض: تخضع هذه السندات للضرائب (الضريبة على أرباح الشركات IBS والضريبة على الدخل الاجمالي IRG) حسب القانون المعمول به.
- هدف الإصدار: يستعمل صافي هذا الإصدار من طرف الشركة لتمويل جزء من استثماراتها المستقبلية.
- مما سبق يتبين أنه: منذ سنة 2003، تم إصدار 15 قرضا سنديا غير مسعر بالبورصة، بمبلغ إجمالي يقدر بـ 110.22 مليار دينار جزائري، أي ما يعادل 30.008.686.000 سند، لتشكل الإصدارات السنوية غير المسعرة ما يعادل نسبة 70.08% من إجمالي إصدارات السوق السندي الجزائري.

#### البند الثالث: آثار تطور السوق السندي الجزائري للمؤسسات:

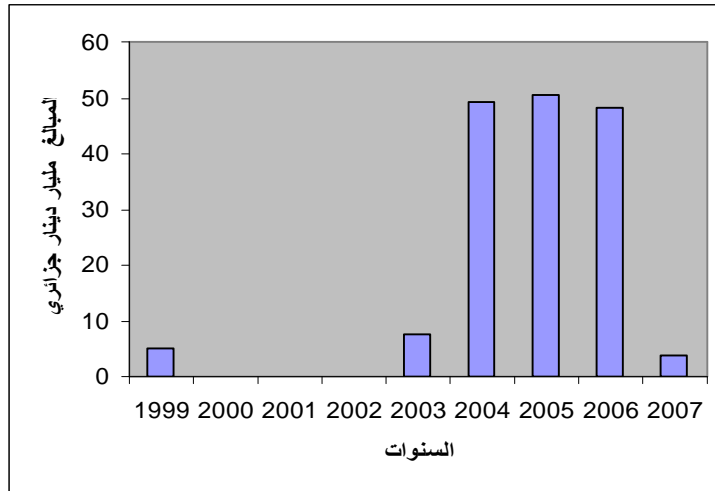
شهد السوق السندي للمؤسسات في الجزائر تطورات عديدة يمكن إيجازها في الجدول التالي:

يتضح من الجدول أنه:

- منذ سنة 1999 إلى غاية 2007، تم إصدار 19 قرضا سنديا، أربعة منها مسعرة في البورصة، أما الـ 15 الباقية فكانت غير مسعرة.
- تمت هذه الإصدارات من طرف ثماني (8) مؤسسات ذات أسهم، من بينها مؤسسة خاصة وهي مؤسسة "سوفيتال"، وسبع (7) مؤسسات ذات ملكية عامة.
- إجمالي مبلغ الإصدارات تجاوز 164 مليار دينار جزائري، موزعة على ما يقارب 30 مليار سند.

بالإضافة إلى ذلك يمكن من الجدول السابق، إنجاز البيانين التاليين:

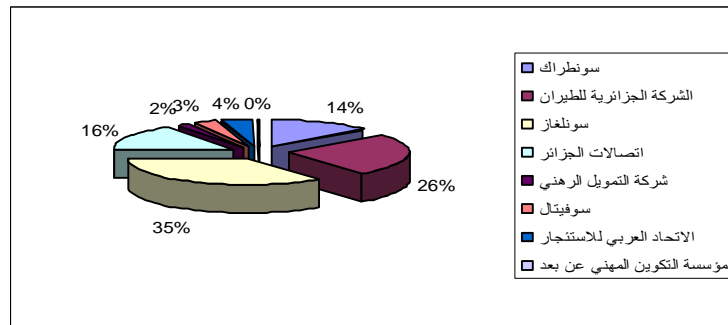
الشكل رقم (36): تطور السوق السندي الجزائري لفترة 1999 - ماي 2007



المصدر: إعداد الطالبة

الشكل رقم (37): حصة المؤسسات المصدرة في السوق السندي الجزائري

فترة 1999 - ماي 2007



المصدر: إعداد الطالبة

ويظهر البيان الأول تطور مستوى الإصدارات السنديّة في السوق السندي الجزائري منذ نشأته سنة 53 مليار دينار جزائري..1999، حيث بلغت هذه الأخيرة أعلى مستوى لها سنة 2005 بمبلغ 50

كما يتضح من البيان الثاني أن مؤسسة "سونلغاز" تعتبر أكبر مصدر في السوق السندي، حيث استطاعت تجميع مبلغ 57.55 مليار دينار جزائري، أي ما يعادل نسبة 35% من إجمالي الإصدارات " بمبلغ 42.42 مليار دينار جزائري أي السنديّة، تليها في المرتبة الثانية " الشركة الجزائرية للطيران ما يعادل 26% من إجمالي الإصدارات، ثم تأتي شركة اتصالات الجزائر في المرتبة الثالثة بمبلغ 26.5 مليار دينار جزائري أي ما يعادل نسبة 16% من إجمالي الإصدارات.

وقد كان لإنعاش السوق السندي للمؤسسات في الجزائر، أثارا إيجابية لكل المتعاملين فيه، (achemi siagh: 2005, P 4-5: يمكن إيجازها فيما يأتي )

- إن مشاركة الهيئات المالية في الإصدارات المؤسساتية، أكسبها معلومات دقيقة عن المؤسسات المصدرة للقروض السنديّة ، لأنه يتوجب على هذه الأخيرة تقديم معلومات واسعة ودقيقة عن نشاطها ووضعيتها المالية، مما يجعل هذه المؤسسات تلتزم الشفافية وتوفير معلومات وافرة ودقيقة للجمهور والمستثمرين.

كما استفادت الهيئات المالية المشاركة، كذلك من الحصول على معلومات وأدوات كافية لتقييم أخطار هذه القروض السنديّة المصدرة، مما زاد من قدرتها التحليلية لأخطار القروض بصفة عامة، كما زادت هذه المشاركة ثقة الهيئات المالية في السوق السندي، وتوظيف مواردها بالاكتتاب في القروض السنديّة، حيث أصبح بإمكانها توظيف سيولتها بشراء السندات لتحسين وضعيتها خزينتها، والتنازل عن هذه السندات عند حاجتها للسيولة، حيث أن صفقات البيع والشراء تسمح بالمراجعة بين مختلف الأدوات المالية المتاحة في السوق المالي من حيث الاستحقاق، النوعية والخطر التي أصبحت من المعطيات المهمة للبنوك.

- حصول المؤسسات المصدرة للقروض السنديّة على مبالغ ضخمة بأقل كلفة لتمويل مختلف مشاريعها الاستثمارية، يضاف إلى ذلك إدراكها لضرورة العمل بشفافية لتجاوزى من طرف السوق السندي، وأن هذا الأخير لا يرحم، إذ يجب عليها تحقيق نتيجة مرضية لتحافظ على قيمتها في السوق وتسدّد مختلف التزاماتها من أصل القرض والفوائد.

- يجنب السوق السندي المتعاملين الاقتصاديين خطر الصرف، واقتصاد تكاليف وعلاوات الخطر التي تخص التمويل الخارجي بالعملة الصعبة.

- إثراء السوق المالي بأدوات مالية جديدة تسمح للوسطاء الماليين بممارسة عملهم بالتفاوض حول بيعها و/أو شرائها.

- مساهمة المجتمع الجزائري في تحقيق النمو الاقتصادي، وخلق الوعي الاستثماري لتحسين ظروف معيشته من خلال المشاركة في الاكتتاب العام للقروض السندية المصدرة من طرف أكبر المؤسسات الاقتصادية في الجزائر.

- تفعيل وتنشيط بورصة الجزائر عن طريق تسعير بعض السندات المصدرة، حيث تم تسعير سندات مؤسسة "سونلغاز" لأول مرة في 29/05/2006، بقيمة 101.10%، تم تسعير سندات شركة "اتصالات الجزائر" في 22/11/2006 بقيمة 100.70%، وكذا تسعير سندات "الشركة الجزائرية (COSOB: 13/08/2007, P 1-3) للطيران" في 12/02/2007 بقيمة 101% )

مما سبق يتضح أن السوق السندي، استطاع أن يوفر حوالي 164 مليار دينار جزائري لتمويل احتياجات مختلف المؤسسات الجزائرية، وقد تحصلت مؤسسة "سونلغاز" على 57.55 مليار دينار جزائري أي ما يعادل 35% من الإصدارات السندية، وهو ما يقودنا إلى التساؤل عن تجربة هذه المؤسسة التي أصبحت أكبر متعامل في سوق الإصدارات السندية في الجزائر.

## المبحث الثاني: تجربة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز في التمويل عن طريق السوق السندي 2004 – 2006:

تعتبر الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز التي تعرف اختصارا باسم "سونلغاز" ، المتعامل التاريخي في ميدان الإمداد بالطاقة الكهربائية والغاز في الجزائر SONELGAZ " ومهامها الرئيسية هي إنتاج، نقل وتوزيع الكهرباء، و نقل وتوزيع الغاز، إضافة إلى ذلك يسمح لها قانونها الأساسي الجديد بالتدخل في قطاعات أخرى من القطاعات ذات الأهمية النسبية للمؤسسة، وميدان تسويق الكهرباء والغاز نحو الخارج.

لقد لعبت "سونلغاز" على الدوام دورا راجحا في التنمية الاقتصادية والاجتماعية فمساهمتها في تجسيد السياسة الطاقوية الوطنية ترقى إلى مستوى برامج التنمية الهامة في مجال الإنارة الريفية والتوزيع العمومي للغاز، التي سمحت برفع التغطية من حيث إيصال الكهرباء إلى أكثر من 97%، ونسبة توغل الغاز إلى ما يفوق 37%.

وتطمح "سونلغاز" أن تغدو مؤسسة تنافسية، تقوى على مواجهة منافسيها، وأن تكون من بين أفضل المتعاملين الخمسة التابعين للقطاع في حوض البحر الأبيض المتوسط.



## المطلب الأول: تقديم مجمع "سونلغاز":

منذ صدور القانون رقم 02-01 في فيفري 2002 والمتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات، قامت سونلغاز بإعادة هيكلة مصالحها لكي تتكيف مع السياق الجديد إذ أضحت اليوم مجمعا يتكون من 26 فرعا إضافة إلى المساهمة الجزئية في سبع (07) شركات أخرى، أي بما يعادل تشغيل 40000 عامل.

### الفرع الأول: تاريخ مجمع "سونلغاز":

مرت "الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز" في تطورها بعدة مراحل نلخص أهمها فيما يأتي:

#### البند الأول: مرحلة إنشاء الشركة العمومية "كهرباء وغاز الجزائر":

تم في سنة 1947، إنشاء الشركة العمومية "كهرباء وغاز الجزائر" المعروفة اختصارا ، لتحتكر نشاط إنتاج، نقل وتوزيع الطاقة الكهربائية والغازية في الجزائر. EGA بالحروف الرامزة

#### البند الثاني: مرحلة إنشاء " الشركة الوطنية للكهرباء والغاز":

وغاز الجزائر إلى بعد الاستقلال تكفلت الدولة الجزائرية المستقلة بالمؤسسة العمومية لكهرباء حين صدور الأمر رقم 69-59 المؤرخ في جويلية 1969 والمتعلق بتسيير الكهرباء والغاز في وغاز الجزائر" إلى "الشركة الوطنية للكهرباء الجزائر، حيث تم تحويل "المؤسسة العمومية لكهرباء والغاز" "سونلغاز" التي تحتكر نشاط إنتاج، نقل، توزيع واستيراد الكهرباء إضافة إلى احتكار النشاط التجاري للغاز الطبيعي داخل التراب الوطني.

#### البند الثالث: إعادة هيكلة "الشركة الوطنية للكهرباء والغاز":

والغاز"، أين زودت بخمس (5) في سنة 1983، تمت إعادة هيكلة "الشركة الوطنية للكهرباء شركات فرعية للأشغال المتخصصة هي:

- كهريف: للإنارة وإيصال الكهرباء.

- كهركيب: للتركيبات والمنشآت الكهربائية.

- قناغاز: إنجاز شبكات نقل الغاز.

- التركيب: للتركيب الصناعي.

: لصنع العدادات وأجهزة القياس والمراقبة. AMC -

#### البند الرابع: تغيير الشكل القانوني للشركة الوطنية للكهرباء والغاز:

في سنة 1991، وبموجب المرسوم التنفيذي رقم 91-475 المؤرخ في ديسمبر 1991، تم والغاز" إلى المؤسسة العمومية ذات الطابع الصناعي تحويل الشكل القانوني للشركة الوطنية للكهرباء والغاز داخل التراب ، التي تسهر على أداء الخدمة العمومية في مجال الكهرباء EPIC والتجاري الوطني الجزائري.

أما في سنة 1995، وبصدر المرسوم التنفيذي رقم 95-280 المؤرخ في 17 سبتمبر 1995، فقد أكد الشكل القانوني "سونلغاز" على أنها مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري، تابعة لوزارة الطاقة والمناجم، لها شخصية معنوية، وتتمتع بالاستقلالية المالية.

#### البند الخامس: تغيير الشكل القانوني للمؤسسة العمومية للكهرباء والغاز:

في سنة 2002، وبموجب المرسوم الرئاسي رقم 02-195 المؤرخ في 1 جوان 2002 تم والغاز" إلى شركة قابضة ذات أسهم "سونلغاز ش.ذ.أ"، دون تحويل" المؤسسة العمومية للكهرباء إنشاء شخصية معنوية جديدة لها، تنشط بواسطة فروعها لنشاطات إنتاج، نقل وتوزيع الكهرباء، وكذا نقل وتوزيع الغاز، يقدر رأسمالها بمائة وخمسين مليار دينار جزائري(15000000000.00دج) موزعة على مائة وخمسين ألف (150000) سهم، قيمة كل سهم مليون دينار جزائري (1000000.00 دج) تكتتبها وتحررها الدولة دون سواها، وحسب المادة (165) من القانون 02-01 المؤرخ في 5 فيفري 2002 فإن الدولة لها حق امتلاك أغلبية الأسهم فيها.

وتهدف "سونلغاز" حسب المادة (6) من المرسوم الرئاسي السابق الذكر إلى(الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: 2 جوان 2002، د ص):

- إنتاج الكهرباء سواء في الجزائر أو في الخارج ونقلها وتوزيعها وتسويقها،
- نقل الغاز لتلبية حاجيات السوق الوطنية،
- توزيع الغاز عن طريق القنوات سواء في الجزائر أو في الخارج وتسويقه،
- تطوير وتقديم الخدمات الطاقوية بكل أنواعها،
- دراسة كل شكل ومصدر للطاقة وترقيته وتثمينه،
- تطوير كل نشاط له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالصناعات الكهربائية والغازية وكل نشاط يمكن أن تترتب عنه فائدة "سونلغاز ش.ذ.أ" وبصفة عامة كل عملية مهما كانت طبيعتها ترتبط بصفة مباشرة أو غير مباشرة بهدف الشركة، لاسيما البحث عن المحروقات واستكشافها وإنتاجها وتوزيعها.

- تطوير كل شكل من الأعمال المشتركة في الجزائر أو خارج الجزائر مع شركات جزائرية أو أجنبية.
- إنشاء فروع، وأخذ مساهمات وحيازة كل حقيبة أسهم وغيرها من القيم المنقولة في كل شركة موجودة أو سيتم إنشاؤها في الجزائر أو في الخارج.

وتماشيا مع التطور الذي عرفته "سونلغاز"، وبمقتضى القانون رقم 02-01 المؤرخ في 5 فيفري 2002، والمتعلق بالكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات، الذي ينص على عدم احتكار إنتاج الكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات أصبح نشاط إنتاج وتوزيع الغاز الطبيعي مفتوحا على المنافسة، التي تتنافى ومبادئ الخدمة العمومية، وبذلك وجب على شركة "سونلغاز" أن تكيف نفسها للتلائم مع القواعد الجديدة لتسيير قطاع الطاقة التي أوجبه القانون، لاسيما انفتاح الأعمال والأنشطة ودخول باب المنافسة، ومن ناحية أخرى يخول هذا القانون لمؤسسة سونلغاز استقلالية أكبر، ويسمح لها بأن تمارس مسؤوليتها كاملة، كما أن تحديد هدفها الاجتماعي فتح لها آفاقا جديدة؛ فزيادة على أنشطتها المعتادة، توفرت "سونلغاز" إمكانية العمل والاتجاه نحو قطاع المحروقات والقيام بأعمال خارج الجزائر.

#### الفرع الثاني: تنظيم مجمع "سونلغاز":

كيفت "سونلغاز" تنظيمها لكي يتلاءم مع مبادئ وأحكام القانون 02-01 المؤرخ في 2002، حيث عززت أجهزتها الإدارية لتنفيذ استراتيجيتها وتحقيق أهدافها، وهو ما يظهره المخطط التالي:

الشكل رقم (38): تنظيم مجمع "سونلغاز"

من المخطط السابق يتضح أن مجمع "سونلغاز" يتكون من الشركة الأم (أعضاء مجلس الإدارة المندوبين، مديريات عامة ومديريات تنفيذية) وشركات مساهمة فيها، وهي مزودة بأجهزة اجتماعية منصوص عليها في القانون رقم 01-02 المؤرخ في 2 جوان 2002 وهي:

#### البند الأول: الجمعية العامة:

حسب المادة 09 من القانون المذكور أعلاه ، تتكون الجمعية العامة من ممثلي الدولة وهم (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: 2 جوان 2002، د ص):

- الوزير المكلف بالطاقة،
- الوزير المكلف بالمالية،
- الوزير المكلف بمساهمات الدولة،
- ممثل رئاسة الجمهورية،
- المسؤول عن المؤسسة المكلفة بالتخطيط،

ويرأسها الوزير المكلف بالطاقة.

يحضر الرئيس المدير العام "سونلغاز ش. ذ. أ" أشغال الجمعية العامة.

تتولى "سونلغاز ش. ذ. أ" أمانة الجمعية.

أما المسائل التي يخول للجمعية العامة البت فيها، فأوردها الجزء الثاني من نفس المادة كالتالي:

- البرامج العامة للنشاطات،
- تقارير محافظي الحسابات،
- حصيلة الشركة وحسابات النتائج المحققة،
- تخصيص الأرباح،
- فتح رأسمال الشركة وزيادته وتخفيضه،
- إنشاء الشركات وأخذ المساهمات في الجزائر وفي الخارج،
- تعيين محافظي الحسابات،
- اقتراحات تعديل القانون الأساسي.

- تغيير المقر "لسونلغاز ش. ذ. أ".

أما عن انعقاد الجمعية فقد ورد في الشطر الثالث لذات المادة أن الجمعية تجتمع مرة واحدة على الأقل كل سنة في دورة عادية، وفي دورة غير عادية كلما اقتضى الأمر، بناء على استدعاء من رئيسها. كما يمكنها أن تعقد دورة غير عادية بمبادرة من رئيسها أو بطلب من اثنين (2) من أعضائها على الأقل أو من محافظ أو من محافظي الحسابات أو الرئيس المدير العام. ويحدد جدول أعمال الجمعية العادية من قبل رئيسها.

#### البند الثاني: مجلس الإدارة:

حسب المادة 10 من نفس القانون، يتكون مجلس الإدارة من الأعضاء التاليين (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: 2 جوان 2002، د ص):

- ممثل عن الوزارة المكلفة بالطاقة،

- ممثل عن الوزارة المكلفة بالمالية،

- ممثل عن الوزارة المكلفة بالتجارة،

- ممثل عن الوزارة المكلفة بمساهمات الدولة،

- ممثل عن الوزارة المكلفة بالجماعات المحلية،

- ممثل عن الوزارة المكلفة بالبيئة،

- ممثلين اثنين (2) للعمال،

، "ش. ذ. أ. لسونلغاز" المدير العام - الرئيس

- الرئيس المدير العام لفرع نقل الكهرباء التابع " لسونلغاز ش. ذ. أ. "،

- الرئيس المدير العام لفرع نقل الغاز التابع " لسونلغاز ش. ذ. أ. "،

- رئيس مدير عام لأحد فرع الإنتاج التابعة " لسونلغاز ش. ذ. أ. "،

- رئيس مدير عام لأحد فرع التوزيع التابعة " لسونلغاز ش. ذ. أ. "،

ويتأسس مجلس الإدارة الرئيس المدير العام " لسونلغاز ش. ذ. أ. ".

ويتم تعيين هؤلاء الأعضاء من طرف الوزير المكلف بالطاقة، وتدوم مدة عضويتهم أربع سنوات.

أما مهام المجلس فحددت في الجزء الرابع من نفس المادة، حيث يدرس المجلس ويوافق على وجه الخصوص على ما يلي:

- مشاريع البرامج العامة للنشاطات،
- الميزانية،
- مشاريع حصيلة وحسابات النتائج المحققة،
- مشاريع عقود الشراكة،
- المساهمات المصرفية والمالية،
- مشاريع فتح رأس المال،
- مشاريع إنشاء الشركات والمساهمة في رأسمال الشركة في الجزائر وفي الخارج،
- التنظيم العام للمؤسسة واتفاقيتها الجماعية ونظامها الداخلي،
- نظام أجور الإطارات القيادية.

المشاريع التي تعد للموافقة النهائية عليها من اختصاص الجمعية العامة يتم تبليغها إلى هذه الأخيرة من طرف مجلس الإدارة بعد الموافقة عليها ودراستها، كما يبلغ هذا الأخير إلى الجمعية العامة تقريرا عن التسيير مرة في السنة، بالإضافة إلى ذلك يسهر مجلس الإدارة على أن تمارس "سونلغاز ش. ذ. أ" الأنشطة التي تساهم في تحقيق هدفها في إطار الاحترام الصارم للقوانين والتنظيمات المعمول بها.

#### **البند الثالث: الرئيس المدير العام:**

بناء على اقتراح الوزير المكلف بالطاقة، يتم تعيين - بمرسوم رئاسي - الرئيس المدير العام لمجمع "سونلغاز"، الذي تخول له الصلاحيات التالية (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية: 2 جوان 2002، د ص):

- يخول له مجلس الإدارة أوسع السلطات ليتولى سير "سونلغاز ش. ذ. أ" وتسييرها وإدارتها،

- يمكن له أن يفوض - على مسؤوليته - كل جزء من صلاحياته،

- يعد مسؤولا عن السير العام للشركة، ويمثل "سونلغاز ش. ذ. أ" في كل أعمال الحياة المدنية ويمارس السلطة السلمية على مستخدمي الشركة.

#### **البند الرابع: رئاسة مجمع "سونلغاز":**

مزودة بأجهزة لتسيير شؤون الإدارة وتتألف من:

- اللجنة التنفيذية،
- لجنة تنسيق المجمع،
- لجان المجمع (لاتخاذ القرار أو للتشاور) متخصصة وعددها ثمانية.

**البند الخامس: المديرية العامة والمديريات التنفيذية للشركة الأم:**

وتؤدي هذه الأخيرة الوظائف المعروفة بوظائف المجمع، وهي:

- التنمية والاستراتيجية،
- منظومات الإعلام،
- الدراسات الهندسية،
- الموارد البشرية،
- المالية والمحاسبة،
- المعاينة التقنية،
- المعاينة التسييرية،
- الاتصال الحرفي،
- الجانب القانوني،
- العلاقات الدولية.

**البند السادس: فروع مجمع "سونلغاز":**

يضم مجمع "سونلغاز" - حسب قطب النشاطات - ثلاثة فروع وهي:

**أولاً: الفروع المهنية:**

وتتضمن فروع إنتاج، نقل وتوزيع الكهرباء، وكذا نقل وتوزيع الغاز وهي:

**(SPE: 1 - شركة إنتاج الكهرباء )**

( في إنتاج الطاقة الكهربائية انطلاقاً من SPE تتمثل مهمة "شركة سونلغاز إنتاج الكهرباء" ) مصادر حرارية ومائية، تستجيب لمتطلبات الجاهزية والموثوقية والسلامة والحفاظ على البيئة، وهي مكلفة كذلك بتسويق الكهرباء المنتجة.

وقد أنشأت هذه الشركة في جانفي 2004، ولها حظيرة إنتاجية ذات قدرة يصل مجموع طاقتها إلى 6740 ميغا واط، تتألف من أربع شعب ذات أنماط ومستويات مختلفة من حيث القوة، وتستخدم هذه الشركة 3383 عونا، كما حققت رقم أعمال قوامه 34 مليار دج في سنة 2006.

### ( GRTE: 2- الشركة المسيرة لشبكة نقل الكهرباء )

هي شركة مساهمة، مهمتها استغلال، صيانة وتطوير شبكة نقل الطاقة الكهربائية في أنسب الظروف التي تكفل نوعية الخدمة وبأقل تكلفة.

و تتوفر " للشركة المسيرة لشبكة نقل الكهرباء" شبكة ناقلة طولها 17006 كلم خاصة بالجهد (، و 186 مركز تحويل وللشركة أيضا شبكة ألياف بصرية طولها 8275 كلم تستخدمها HT العالي ) لقيادة منشآت الشبكة، وتشغل الشركة 1880 عونا، وقد بلغ رقم أعمالها 21.907 مليار دج سنة 2006.

### ( OS: 3- متعامل المنظومة الكهربائية )

وتتمثل مهمة هذه الشركة في تسيير وتنسيق منظومة الإنتاج والنقل للكهرباء قصد تأمين التوازن الدائم بين إنتاج الكهرباء واستهلاكها.

ويتوفر للمتعامل، الذي أنشئ في جانفي 2006، مركز وطني لإدارة الشبكة المترابطة (مركز التحكم الوطني) من أجل تسيير منظومة إنتاج الكهرباء ونقلها وضمان تنسيقها وسلامتها على المستوى الوطني، وتتم إدارة الشبكة المترابطة بالاشتراك مع المراكز الجهوية للإدارة التابعة لمسير شبكة نقل الكهرباء.

ويعد متعامل المنظومة الكهربائية كذلك التقديرات ذات الأمدين القصير والمتوسط من حيث الطلب على الكهرباء في السوق الوطنية، وبهذه الصفة فهو المسؤول عن برمجة حظيرة الإنتاج وتسيير شؤون المبادلات الدولية للكهرباء، كما يساهم كذلك في إعداد المخطط الإنمائي لشبكة نقل الكهرباء.

ويستخدم متعامل المنظومة الكهربائية 71 عونا، وقد حقق رقم أعمال قدره 212.406 مليون دج سنة 2006.

### ( GRTG: 4- مسير شبكة نقل الغاز )



تعد هذه الشركة المالكة لشبكة نقل الغاز في الجزائر، وتتمثل مهمتها في نقل المادة الطاقوية عبر القنوات، وفي تطوير الشبكة لضمان الحصول على قدرة مناسبة في مجال القدر المنقول والاحتياطي من الطاقة قصد الوفاء بالطلب.

وتتوفر لهذه الشركة التي أنشأت في جانفي 2004 شبكة من الضغط العالي طولها 6656 كلم.

#### (SDA) 5- سونلغاز توزيع الجزائر:

سونلغاز للتوزيع في مدينة الجزائر، هي شركة مساهمة متفرعة عن مجمع سونلغاز منذ جانفي 2006، برأسمال قدره تسعة (9) ملايين دينار جزائري، وتشغل 2010 من الأعوان (سنة 2006)، وتغطي نواحي الجزائر العاصمة، بومرداس ونيبازة.

وتتمثل مهمة هذه الشركة في الاستغلال والتسويق والتطوير والصيانة لشبكة توزيع الكهرباء والغاز، بحيث يتسنى ربط الزبائن والمنتجين الراغبين في ذلك، مع الأخذ بعين الاعتبار احترام النظم التقنية والصحية والأمنية وحماية البيئة.

وفيما يخص الشبكات المترابطة نجد شبكة الكهرباء التي تغطي طولاً يقدر بـ 15337 كلم من الجهدين المتوسط والمنخفض، وشبكة الغاز التي تغطي بدورها 4032 كلم من الضغطين المنخفض والمتوسط.

#### (SDC) 6- سونلغاز توزيع الوسط :

وتغطي سونلغاز توزيع الوسط مناطق البويرة، المدية، تيزي وزو، الجلفة، ورقلة، بسكرة، الأغواط، غرداية، إليزي وتمنراست.

وقد أنشأت هذه الشركة في جانفي 2006، وتتوفر لها شبكة كهرباء طولها 54394 كلم في الجهد المنخفض والمتوسط، وشبكة غاز طولها 7102 كلم في الضغط المتوسط والمنخفض.

تتولى "سونلغاز توزيع الوسط" تسيير 1290058 زبونا في مجال الكهرباء و 389410 زبونا بالنسبة للغاز، وتتألف شبكتها التجارية من 42 وكالة، ويقدر عدد مستخدميها 3211 عونا، وقد حققت رقم أعمال قدره 16.242 مليار دج سنة 2006.

#### (SDE) 7- سونلغاز توزيع الشرق :

هي شركة مساهمة متفرعة عن سونلغاز منذ جانفي 2006، برأسمال قدره 24 مليار دج، وعدد عاملين يقدر بـ 4887 عونا، وتغطي هذه الشركة عمليا جميع أنحاء الشرق الجزائري.

## (SDO: 8 - سونلغاز توزيع الغرب )

هي شركة مساهمة وفرع في مجمع "سونلغاز" منذ ديسمبر 2005، برأسمال قدره 25 مليار دينار جزائري، وعدد عاملين يقدر بـ 4400 عون، سنة 2006، وتغطي هذه الشركة عمليا كافة مناطق الغرب الجزائري.

### ثانيا: فروع الأشغال:

وتضم شركات التجهيز وإنشاء المنشآت الطاقوية وهي:

#### 1- شركة الأشغال الكهربائية "كهريف":

شركة مساهمة وفرع من سونلغاز منذ 2006، مهمتها هي الدراسات وإنجاز المنشآت الطاقوية، الخطوط و المراكز التحويلية للجهد باختلاف قوته، والشبكات الجوفية الناقلة الكهرباء والغاز والألياف البصرية والمياه.

لقد أنشأت "كهريف" في أكتوبر 1982، وهي الآن تساهم في إنجاز البرامج الوطنية لإيصال الكهرباء والإنارة، وقد برهنت على قدرتها على التكفل بمشاريع كبيرة جدا، إضافة إلى ذلك تطمح هذه الأخيرة إلى الاحتفاظ بموقعها كرائدة في مجال أشغال الإنارة بفضل قدراتها الإنتاجية وتحقيقها للمشاريع المسندة إليها.

#### 2- مؤسسات إنجاز المنشآت الأساسية "إينرغا":

شركة مساهمة متفرعة عن سونلغاز منذ 2006، مهمتها دراسة وإنجاز المنشآت ذات الصيغة الطاقوية والصناعية والعقارية، أنشأت سنة 1979، وتشكل أداة مهمة من أدوات التنمية بالنظر إلى التوقعات التوسعية المتاحة لقطاع الطاقة والمناجم، وبفضل إنجازاتها فإنها تعزز موقعها كرائدة من حيث المنجزات التي حققتها بنجاح خاصة المحطات الكهربائية العديدة مثل محطة توليد الكهرباء في "حجرة النص" بقوة 1200 ميغا واط ومحطة البرواقية بقوة 500 ميغا واط، ومحطة توليد الكهرباء بـ "عنفيات الغاز" 800 ميغا واط.

وتستخدم المؤسسة 1719 عونا ، وقد حققت الشركة رقم أعمال يقدر بـ 2.500 مليار دج، وتطمح إلى الاستمرار في التموقع ضمن أكبر المؤسسات الوطنية لبناء المنشآت الأساسية ذات الطابع الطاقوي، وبرنامجها الإنمائي الطموح والواقعي يرمي إلى تعزيز قدراتها وتحسين أدائها، ومواجهة السوق التنافسية بنجاح.

#### 3- المؤسسة الوطنية لإنجاز القنوات الناقلة للغاز "قناغاز":

هي شركة مساهمة، وفرع من فروع " سونلغاز " منذ 2006، مهمتها الرئيسية دراسة وإنجاز قنوات نقل الغاز وتوزيعه، كما تتولى إنجاز المنشآت التابعة ذات الصلة بالقنوات مثل محطات الضغط والضخ، ومراكز التقسيم والتسليم، وتتدخل كذلك في إنجاز أشغال تركيب المنشآت الصناعية.

لقد أنشأت هذه المؤسسة سنة 1983، وتحوز ممتلكات عتاد الإنجاز والنقل ما يقارب 5000 وحدة، كما تشغل أكثر من 2505 عامل، وقد حققت رقم أعمال يقدر بـ 5.236 مليار دج سنة 2006.

#### 4- مؤسسة الأشغال والتركيبات الكهربائية " كهريب ":

هي شركة مساهمة وفرع من فروع " سونلغاز " منذ سنة 2006، تتمثل مهمتها في إنجاز المنشآت الكهربائية عالية الجهد إنجازا كاملا مثل الخطوط الناقلة للطاقة الجوية منها و الجوية، وكذلك المراكز التحويلية للطاقة الكهربائية.

لقد أنشأت المؤسسة سنة 1982، و تنجز في المعدل السنوي 500 كلم من بناءات الخطوط الجوية الناقلة للطاقة الكهربائية عالية الجهد والعالية جدا، و 20 كلم من الخطوط الجوية، وتشغل الشركة أكثر من 1590 عونا، وقد حققت رقم أعمال يقدر بـ 3.586 مليار دج سنة 2006.

#### 5- شركة التركيب الصناعي "التركيب":

هي شركة مساهمة متفرعة عن " سونلغاز " منذ 2006، تتولى مهمة تركيب المنشآت وصيانتها، وهي متواجدة أيضا بصورة عملية في جميع القطاعات الاقتصادية الطاقة، المحروقات والبيتروكيمياء، الزراعة الغذائية، الحديد والصلب والمنسوجات.

وتتوفر الشركة التي أنشأت في سبتمبر 1978 على حظيرة عتاد هامة ومتنوعة تلائم احتياجات السوق، تتألف من 993 وحدة حيث تخصص حصة السوق للمعدات الثقيلة. وتشغل المؤسسة أكثر من 988 عونا ، وقد حققت المؤسسة رقم أعمال قدره 2.950 مليار دج سنة 2006.

ثالثا: الفروع المحيطة:

وتضم الشركات الآتية:

(CREDEG: 1- مركز البحث والتنمية في الكهرباء والغاز )

وتتمثل مهمة هذا المركز في:

- الإرشاد والمساعدة في الميدان الصناعي.

- المصادقة على الأجهزة الكهربائية والغازية ذات الاستخدام العمومي .
  - اختبار المعدات والتجهيزات الكهربائية والغازية.
  - إدخال التقنيات والتكنولوجيات الجديدة في الدراسات والاختبارات والبحث التطبيقي.
  - تطوير وترويج استخدام الطاقة المتجددة.
  - الموافقة واعتماد التجهيزات واللواحق الكهربائية والغازية.
  - تسيير المرجعيات التقنية والتكنولوجية ومتابعتها ونشرها (المعايير، الدلائل التقنية، النشرات...).
  - القيام بكل العمليات التي يمكن أن ترتبط بهدف الشركة بصورة مباشرة أو غير مباشرة.
- ونشير بأن هذا المركز قد أنشئ، سنة 2005، ويشغل حاليا 81 عونا.

### ( CAMEG:2 - المصرف الجزائري للمعدات الكهربائية والغازية )

أنشئ هذا المصرف في جانفي 2003، وتتمثل مهمته الأساسية في تسويق العتاد الكهربائي والغازي من خلال شبكة توزيع تغطي مجموع الوطن، إضافة إلى ذلك يتولى المصرف تقديم الخدمات التالية:

- العبور والتخليص الجمركي (الميناء والمطار).
- الخبرة والمراقبة للعتاد الكهربائي والغازي.
- تأجير مساحات التخزين.
- تأجير آليات النقل و شحن البضائع.

ويقوم المصرف الجزائري للعتاد الكهربائي بإنجاز برنامج التموين للمخطط الوطني الخاص ( PNG 2006-2009 بالغاز )

ويشغل المصرف 720 عونا، وقد حقق رقم أعمال بمبلغ 14 مليار دج سنة 2006.

### ( IFEG:3 - معهد التكوين في مجال الكهرباء والغاز )

يتولى هذا المعهد تكوين وتطوير كفاءات الموارد البشرية لمجمع " سونلغاز "، وقد أنشئ هذا الفرع في أفريل 2005 تحت اسم مديرية مراكز التكوين، ثم أصبح يدعى معهد التكوين في الكهرباء والغاز منذ جانفي 2007، وللمعهد ثلاثة مراكز متخصصة هي: البلدية بـ 378 مقعدا، عين مليلة

للتكوين التقني بـ 450 مقعدا، ومركز ابن عكنون للتكوين في مجال التسيير والذي يستوعب 240 مقعدا، ولهذه المراكز تجربة معتبرة ومهارة كبيرة في ميدان التكوين.

ولسونلغاز كذلك أربعة (4) مراكز انتقاء (الجزائر، قسنطينة، ورقلة ووهران)، فضلا عن الأعمال المكرسة للمورد البشري التابع لمجمع سونلغاز، أفادت مراكز التكوين بخبرتها ومهارتها زبائن خارجيين وهذا بفضل فريق من المستشارين والمكونين المؤهلين.

#### ( HMP 4 - فندق ماس البلانتور )

على بعد 20 كلم من مدينة الجزائر، وقد أنشئ هذا MAS DES PLANTEURS يقع فندق ولجنة المساهمة التابعة " MUTEG الأخير في جوان 1997 من قبل شركاء " سونلغاز "؛ التعاقدية لسونلغاز " بأفساط متساوية. ويشغل هذا الفرع 93 عونا، وقد تمكن من تحقيق رقم أعمال قدره 163 مليون دج سنة 2006.

#### ( MPV 5 - صيانة وخدمات السيارات )

وتتمثل مهمة الشركة المكلفة بصيانة وخدمات السيارات في صيانة السيارات والعربات الثقيلة وغيرها من الآليات التابعة لسونلغاز وكذلك نقل الأشخاص والبضائع والمعدات، وتمتلك الشركة التي أنشأت سنة 1998، عدة ورشات للصيانة وحظيرة تضم 650 سيارة منها أكثر من 500 سيارة خفيفة مخصصة لنقل الأشخاص، كما تقوم هذه الشركة بـ:

- صيانة السيارات الخفيفة والثقيلة والآلات، مستندة إلى شبكة قوامها 11 منشأة صيانة موزعة على جميع أنحاء الوطن.

- المساعدة والتدخل في الموقع.

- نقل موظفي الشركة.

- تأجير السيارات.

- التكفل بالأحداث ذات الأهمية الوطنية (ملتقيات، مؤتمرات... إلخ).

- توزيع الوقود، الغاز الطبيعي والغاز الطبيعي المميع مع استغلال محطة توزيع تقع في "جسر قسنطينة".

وتشغل الشركة 859 عونا، وقد حققت سنة 2006 رقم أعمال قدر بـ 1.24 مليار دج.

#### ( SAT INFO 6 - الشركة الجزائرية لتقنيات الإعلام )

انشأت هذه الشركة سنة 1998 ، وتتمثل مهمتها الرئيسية في تصميم وانجاز كافة الاشغال المرتبطة بالاصدار و الطباعة والتصوير وكذلك تقديم الخدمات في مجال السمعى البصري والورق . وقد حققت رقم أعمال قوامه 320 مليون دج سنة 2006 .

#### (SKMK 7- شركة خدمات المحولات الكهربائية )

لشركة خدمات المحولات الكهربائية خبرة تسع (9) سنوات في الخدمات المرتبطة بالمحولات ومراكز التحويل والزيوت العازلة الكهربائية.

، شركة مساهمة قد غير اسمه منذ TRANSFO وهذا الفرع الذي أنشئ سنة 1998 تحت اسم جانفي 2005، واتخذ اسمه الجديد "شركة خدمات المحولات الكهربائية" وهي منتظمة في ثلاث مديريات جهوية (الوسط، الشرق والغرب) وتسع (9) وحدات ميدانية (الجزائر، بليدة، ورقلة، سطيف، عنابة، قسنطينة، وهران، بشار والشلف)، ووحدة داعمة لمعالجة الزيوت في البليدة.

ومن مهام هذه الشركة أيضا:

- تقديم وتركيب مراكز التحويل الكهربائية،
- إنجاز خطوط جوفية للجهد المتوسط والمنخفض،
- الصيانة في الموقع لمراكز التحويل،
- التركيب والتصليح والرعاية والصيانة للمحولات.
- المعالجة المادية والكيميائية للزيوت العازلة الكهربائية في الورشة والموقع.
- الخبرة والاستشارة والمساعدة للزبائن فيما ينجزونه من مشاريع صناعية.

ويشغل هذا الفرع 230 عونا، وقد حقق رقم أعمال قدره 1.5 مليار دج سنة 2006.

#### (MEI 8- شركة أعمال الصيانة للتجهيزات الصناعية )

تتمثل مهمة هذه الشركة في توليها صيانة التجهيزات الصناعية وإنتاج الطاقة.

لقد أنشأت هذه الشركة في 2 جانفي 1998، وسرعان ما تحولت إلى مؤسسة حرفية صناعية قادرة على الوفاء بجميع الاحتياجات في مجال الصيانة الصناعية لمجمع " سونلغاز " وتملك هذه الأخيرة، زيادة على ورشات ومعامل " المسيلة "، ورشتين جهويتين (بشار وتقرت).

تشغل هذه الشركة 683 عونا، وقد حققت رقم أعمال بمبلغ 1.19 مليار دج سنة 2006.

وبهدف تحقيق درجة عالية من النوعية، حصلت المؤسسة منذ أكتوبر 2003 على تصديق ، ومن أجل تحسين أدائها البيئي باشرت الشركة، ISO 9001-2000 حسب معيار SMQنظامها . ISO 9001-2000سنة 2007 مسعى للحصول على تصديق لنظام تسيير بيئي حسب مرجعية

**(: SPAS 9 - شركة الوقاية والعمل في كنف الأمن والسلامة )**

تتولى هذه الشركة مهام الحراسة والمراقبة للمواقع والمنشآت التابعة لمجمع سونلغاز، حيث تقوم هذه الشركة التي أنشأت سنة 1996، بحماية أكثر من 800 موقع تابع لمجمع سونلغاز عبر 48 ولاية، وتشغل 12565 عوناً، كما حققت رقم أعمال قدره 5 ملايين دج خلال 2006.

**(: SMT 10 - سونلغاز طب العمل )**

هي شركة ميدانية، تتمثل مهمتها الرئيسية في تسيير النشاط الطبي الخاص بالعمل، وقد أنشأت هذه الشركة في 12 جانفي 2005، وتتولى:

- المراقبة الطبية للعمال عن طريق زيارات وفحوصات طبية إلزامية عملاً بالتشريع والتنظيم.  
- رقابة الوسط المهني في ميدان طب العمل.

ويشغل هذا الفرع حالياً 69 عوناً.

**(: TRANSMEX 11 - شركة النقل والصيانة الاستثنائية للتجهيزات الصناعية والكهربائية**

مهمة هذه الشركة هي القيام بالنقل والصيانة ذوي الصبغة الاستثنائية (خارج العيار) والتقليدية.

وقد أنشأت هذه الشركة سنة 1993، وتتميز هذه الأخيرة بخبرة وتجربة كبيرتين في ميدان النقل الاستثنائي وصيانة الطرود الثقيلة تصل إلى 400 طن و إلى 21 متر خارج العيار .

وتشغل حالياً 250 عوناً، كما حققت رقم أعمال 716 مليون دج سنة 2006.

**البند السابع: المبادئ التنظيمية التي تركز عليها هيكله مجمع "سونلغاز":**

وتتمثل في:

- الاستراتيجية الصناعية والمالية التابعة للشركة الأم.

- الشركات المتفرعة مكلفة بتنفيذ استراتيجيات كل شركة فيما يخصها.

- الشركات الفرعية ذات استقلالية في التسيير وهي ملزمة بتحقيق نتائج.

- التوجيه والتدخل في الشركات المتفرعة عبر الأجهزة الاجتماعية (الجمعية العامة ومجلس الإدارة).

## **المطلب الثاني: دراسة الجدوى الاقتصادية لدخول مجمع "سونلغاز" إلى السوق السندي:**

من أجل تطورها والمحافظة على حسن أدائها، جندت "سونلغاز" طاقة هامة من أجل تطوير وتعزيز المنشآت الكهربائية والغازية، وبالنسبة للفترة 2005-2010، فقد تم وضع برنامج استثماري استثنائي موضع التنفيذ بغية رفع قدرتها الإنتاجية الخاصة بالكهرباء، وتكثيف شبكتها الناقلة للكهرباء والغاز والعمل على تحسين وتحديث خدماتها الموجهة إلى زبائننا، الأمر الذي دفعها إلى التوجه إلى السوق السندي لتغطية احتياجاتها المالية.

### **الفرع الأول: السياسة التمويلية لمجمع "سونلغاز":**

شهد مجمع سونلغاز منذ نشأته مجموعة من التطورات، خاصة ما يتعلق منها بالشكل القانوني، مما ترك أثرا كبيرا على سياسته العامة، وخاصة سياسته التمويلية، التي كانت عرضة لجملة من المتغيرات الداخلية والخارجية. ويمكن إيجاز هذه التطورات في المراحل التالية:

### **البند الأول: المرحلة الأولى: من 1969 إلى 1989:**

خلال هذه المرحلة، سيطرت القروض الداخلية الطويلة الأجل الممنوحة من طرف الدولة بمعدلات فائدة جد مربحة (أقل من 3% سنويا) على المصادر التمويلية لـ "سونلغاز"، وهذا بالإضافة إلى القروض الخارجية التي كانت تحصل عليها دون صعوبة - نظرا للحالة المالية الجيدة للبلاد آنذاك - وذلك عبر قروض المورد و/أو قروض المشتري، أما فيما يخص التمويل الذاتي فقد عرف تراجعاً كبيراً من نسبة 32% سنة 1969 إلى 4% سنة 1989.

### **البند الثاني: المرحلة الثانية: من 1989 إلى 2004:**

عرفت هذه المرحلة مجموعة من الصعوبات المالية على مستوى الاقتصاد الوطني (المديونية، غياب السوق المالي، صعوبة النظام البنكي) وكذا تحولات عالمية كبيرة تدعو إلى الاتجاه نحو اقتصاد السوق، مما أثر على الاقتصاد الجزائري وأدى به إلى تبني مجموعة من السياسات كإعادة الهيكلة والخصخصة، والانتقال تدريجياً إلى الانفتاح على الخارج والتحول إلى اقتصاد السوق.

وبالتالي فقد عرف الهيكل التمويلي لمؤسسة "سونلغاز" تغيرات كبيرة ظهرت من خلال انخفاض القروض المصرفية الداخلية وارتفاع القروض الخارجية، وكذا زيادة مساهمات الدولة خاصة فيما يتعلق بالكهرباء الريفية، إضافة إلى زيادة مساهمات الزبائن.



كما تميزت هذه الفترة أيضا بصعوبة الحصول على قروض المورد و/أو المشتري حيث أصبح لزاما على مؤسسة "سونلغاز" المرور على الهيئات المالية الدولية للحصول على هذه القروض مثل البنك العالمي، البنك الأوروبي للاستثمار، الصندوق العربي للتنمية الاقتصادية وبنك التنمية الإسلامية.

كما واصل معدل التمويل الذاتي انخفاضه إلى نسبة أقل من 4%، مما أدى إلى الزيادة في المديونية لمواجهة التزامات الاستثمارات، وهو ما أدى إلى إعادة الهيكلة سنة 1996.

ومع بداية سنة 2000 عرفت "سونلغاز" سياسة إصلاح جديدة ارتكزت على المبادئ التالية:

( إلى دور garant - زيادة دور الدولة، وانسحابها من حلقة الإنتاج، والانتقال من دور الضامن )  
المسير .

- إعطاء الدولة دورها في ترقية الاستثمارات وترقية أداء الخدمة العمومية.

- الفصل بين مهام الدولة، ومهام المؤسسات العمومية.

- تشجيع التنافسية من خلال سن القوانين.

- إعطاء فرصة للقطاع الخاص المحلي والأجنبي للمساهمة في نمو البلاد.

- إنشاء أسس لتمويل المؤسسات العمومية لا تعتمد على ضمانات الدولة، والبحث عن ميكانيزمات أخرى للتمويل وتشجيع الشراكات، التجمعات والاتحادات.

وبتغيير شكلها القانوني من مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري إلى مؤسسة مساهمة سنة 2002، عادت "سونلغاز" سنة 2003 إلى سوق القروض الخارجية وأمضت مجموعة من القروض الخارجية بموافقة البنك العالمي بحوالي 1 مليار أورو.

### البند الثالث: المرحلة الثالثة: ما بعد سنة 2004:

نظرا للسيولة المحلية التي كان يتمتع بها الاقتصاد الوطني في هذه الفترة، قررت "سونلغاز" ابتداء من جانفي 2004 تمويل استثماراتها من القروض البنكية الداخلية، حيث قامت بإمضاء مجموعة من الاتفاقيات على القروض مع البنك الوطني الجزائري والقروض الشعبي الجزائري قدرت بحوالي 14 مليار دينار جزائري.

ونظرا لقواعد النظام المصرفي الوطني لاسيما قاعدة الاحتراس، فإن "سونلغاز" لم تستطع التوسع أكثر في الحصول على القروض البنكية الداخلية لذلك أخذت تستعد للدخول إلى السوق السندي المؤسساتي الوطني، لتخوض تجربتها الأولى بإطلاق أول قرض سندي مؤسساتي في ديسمبر 2004 بمبلغ 20 مليار دينار جزائري، ثم إطلاق ثاني قرض سندي مؤسساتي في مارس 2005 بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، لتقوم في ماي 2005 بإطلاق أول قرض سندي مسعر في البورصة حيث قامت بدعوة الجمهور إلى الادخار العام بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، غير أن العملية لقيت نجاحا كبيرا وكرلت بتحصيل مبلغ 15.90 مليار دينار جزائري، كما قامت في 2006 بطرح قرض سندي مؤسساتي آخر بمبلغ 10 مليار دينار جزائري، لتحصل في سنة 2006 على ما يقارب 57.90 مليار دينار جزائري، وتحتل المرتبة الأولى وطنيا من حيث المبلغ المجمع.

كما تعتزم المؤسسة إصدار ثاني قرض سندي مسعر في نوفمبر 2007، ودعوة الجمهور إلى الادخار العام ثانية بمبلغ 20 مليار دينار جزائري.

وقام مجمع "سونلغاز" سنة 2006، بإعادة شراء ديونه الخارجية التي قدرت بحوالي 60 مليار دينار جزائري، عن طريق تعبئة القروض البنكية الداخلية، وهو ما يعكس عزم المجمع على التمويل من مصادر محلية.

كما سجلنا في 2006، قيام مجمع "سونلغاز" بمجموعة من الشراكات في منشآت إنتاج (، ومساهمة KAHRAMA للكهرباء حيث سجلت شراكة مباشرة بنسبة 47.5% مع "كهرة" ) بنسبة 60% في محطة "سكيدة"، ومساهمة بـ 51% في محطة "البرواقية"، الشيء الذي كلف المجمع 500 مليون دولار.

إضافة إلى هذه التمويلات فإن مجمع "سونلغاز" قام باعتماد أساليب حديثة أخرى للتمويل والتي نذكر منها:

: وهو أسلوب حديث لتمويل المشاريع طويلة الأجل - THE FINANCING PROJECT في مجال المنشآت و تطوير الصناعة، وفي إطار الخدمة العمومية، والذي يركز على هيكل مالي، أين تكلفة المشروع ورأس المال المستثمر لتمويله، يسددان من خلال التدفقات النقدية المتولدة من هذا المشروع، ويلائم هذا الأسلوب تمويل إنشاء المحطات الكهربائية. وقد خاضت "سونلغاز" تجربة تمويل محطة "حجرة النص" قرب شرشال بنجاح كبير.

: وهو أسلوب تمويل طويل الأجل يتعدى 20 سنة، كما أنه مصدر - TAKE OR PAY لمواجهة عدم التوازن الناتج عن عدم مواكبة تسعيرة الكهرباء للتكلفة الحقيقية لإنتاج الكهرباء، أين

يضطر المجمع لتمويل إنجاز محطات كهربائية لمواجهة الطلب المتزايد على الكهرباء عن طريق إقامة شركات غير مباشرة مع القطاعين العام والخاص دون ضمان من المساهمين أو الدولة.

### الفرع الثاني: برنامج استثمارات مجمع " سونلغاز ":

إن برنامج استثمارات مجمع " سونلغاز " للفترة 2005-2009 يحتاج إلى موارد مالية ضخمة، قدرت بحوالي 5.3 مليار دولار للكهرباء، موزعة كما يلي: 22% للإنتاج، 39% للنقل و39% للتوزيع، أما بالنسبة للاحتياجات المالية لبرنامج الغاز، فقد قدرت بـ 2.2 مليار دولار موزعة إلى 66% للنقل و34% للتوزيع، في حين تقدر احتياجات المجمع للقيام بشراكة في مشروع المحطات الإلكترونية بحوالي 1.3 مليار دولار، وفيما يلي برنامجي إستثمارات المجمع لفترة 2005-2006:

### البند الأول: برنامج استثمارات مجمع " سونلغاز " لسنة 2005:

يعنى برنامج الاستثمارات لسنة 2005 بمجموعة من الاستثمارات، تمس كل نشاطات المجمع ( Budget consolidé du Groupe SONELGAZ 2005, examine par le conseil d'administration le 28 NOV 2004,P21-22: )

#### أولاً: معدات الإنتاج:

بالنسبة لسنة 2005 يتوقع أن يتم:

- تشغيل محطة " أرزيو " لإنتاج الكهرباء وتحلية المياه بطاقة 3×112 ميغاواط.
- تشغيل محركين حراريين للغاز بطاقة 2×275 ميغاواط، بالمركز الجديد " لسكيدة ".
- انطلاق أشغال إنجاز محطة " البرواقية " بالشراكة مع " سوناتراك ".
- انطلاق أشغال دعم محطة تمرناست.

#### ثانياً: برنامج استثمارات نقل وتوزيع الكهرباء والغاز:

يمكن إنجاز استثمارات شبكات نقل وتوزيع الكهرباء و الغاز المتوقعة لسنة 2005 في الجدولين التاليين:

(: استثمارات شبكة نقل وتوزيع الكهرباء لمجمع "سونلغاز" 2005.04 جدول رقم )

المتوقع 2005	الشبكة
34 خط بطول 1179 كلم 43 خط	1 - شبكة نقل الكهرباء: - الخطوط العالية الجهد: * إنجاز (تشغيل أو/و نهاية الأعمال) * فتح ورشات - المراكز عالية الجهد: * إنجاز * فتح ورشات
39 مركز 49 مركز	
10846 كلم	2 - شبكة توزيع الكهرباء
3444 كلم	- الكهرباء الريفية
3659 كلم	- توصيل زبائن جدد
3743 كلم	- برنامج خاص بالمؤسسة

المصدر: إعداد الطالبة

جدول رقم (05): استثمارات شبكة نقل وتوزيع الغاز لمجمع "سونلغاز" 2005.

المتوقع 2005	الشبكة
91 قناة غاز بطول 898 كلم 99 قناة غاز بطول 1055 كلم	1 - شبكة نقل الغاز: - إنجاز - فتح ورشات
3884 كلم	2 - شبكة توزيع الغاز
2340 كلم 1400 كلم 144 كلم	- توصيل زبائن جدد - توزيع عمومي للغاز - برنامج خاص بالمؤسسة

المصدر: إعداد الطالبة

ثالثا: استثمارات الاتصالات:

تم سنة 2005 مواصلة تجهيز نظام الاتصالات عن بعد، بـ 79 جهاز اتصال.

## رابعاً: التقييم المالي لاستثمارات 2005:

قدر الغلاف المالي الموضوع لبرنامج الاستثمارات لسنة 2005 بـ 91.3 مليار دينار جزائري، ويغطي هذا الغلاف على الترتيب:

### 1- البرنامج العمومي:

أين النفقات تقع على عاتق الدولة وذلك من خلال الإعانات التي تقدمها، وتقدر نفقات هذا البرنامج كما يلي:

- 4.2 مليار دينار جزائري لتغطية نفقات الكهرباء الريفية (البرنامج العادي والبرنامج الخاص

بالانعاش الاقتصادي " PSRE ").

- 6.8 مليار دينار جزائري لتغطية نفقات التوزيع العمومي للغاز (البرنامج العادي، صندوق

الجنوب "Fond du Sud" و البرنامج الخاص بالانعاش الاقتصادي).

### 2- البرنامج الخاص بالمجمع:

والذي يعنى بالمشاريع الهامة قيد الإنجاز أو الانطلاق، التي تخص النشاط العادي للمؤسسة، وتقدر نفقاته بـ 80.3 مليار دينار جزائري.

وتمويل هذا البرنامج يكون كما يلي:

جدول رقم (06): المخطط التمويلي لبرنامج استثمارات مجمع "سونغاز" 2005:

النسبة %	المبلغ (دينار جزائري)	مصادر التمويل
4.05	3.7 مليار	قروض خارجية
12.04	11 مليار	الإعانات الممنوحة من طرف الدولة
9.64	8.8 مليار	مساهمات الزبائن
43.82	40 مليار	القروض السندية
69.55	63.5 مليار	المجموع (1)
30.46	27.8 مليار	التمويل الذاتي
100%	91.3 مليار	المجموع

المصدر: إعداد الطالبة

مما سبق يتضح أن التمويل بالقروض السنديّة يشكل نسبة 63% من مجموع التمويلات الخارجية، التي تشكل بدورها نسبة 69.55% من مجموع المصادر التمويلية للمجمع.

### البند الثاني: برنامج استثمارات مجمع "سونلغاز" لسنة 2006:

يعني هذا البرنامج بمجموعة كبيرة من الاستثمارات التي تمس كل نشاطات المجمع، كما يلي

(Budget consolidé du Groupe SONELGAZ 2006: P 23-25):

#### أولاً: برنامج استثمارات معدات الإنتاج:

يتوقع في هذا المجال، لسنة 2006، القيام بالاستثمارات التالية:

- تشغيل محطة "سكيدة" (SKS) التي تضم محركين حراريين للغاز بطاقة 2×235 ميغاواط، ومحرك حراري بخاري بطاقة 175.1 ميغاواط.
- تشغيل محطة "البرواقية" (SKB) التي تضم محركين حراريين للغاز بطاقة 2×235 ميغاواط.
- تحويل ثمانية (8) محركات حرارية للغاز من "المسيلة" نحو "النعامة"، وأربعة محركات حرارية للغاز من "المسيلة" نحو "عين صالح".
- انطلاق أشغال دعم محطة "تمنراست".
- انطلاق أشغال إنجاز محطة جديدة بتندوف بطاقة 20 ميغاواط.
- انطلاق أشغال توسيع المحطة الحرارية للغاز - "إليزي" بطاقة 2×3 ميغاواط.
- شراء 32 محرك ديزال بطاقة 500 كيلوواط.

#### ثانياً: برنامج استثمارات نقل وتوزيع الغاز والكهرباء:

يمكن تلخيص هذه الاستثمارات في الجدولين التاليين:

جدول رقم (07): استثمارات شبكة نقل وتوزيع الكهرباء لمجمع "سونلغاز" 2006

مقارنة مع 2005	المتوقع 2006	الشبكة
+ 11.76%	38 خط بطول 1315 كلم	1 - شبكة نقل الكهرباء: - الخطوط عالية الجهد: * إنجاز (تشغيل أو/و نهاية الأعمال) * فتح ورشات
- 11.62%	38 خط	- المراكز عالية الجهد: * إنجاز * فتح ورشات
- 5.12%	37 مركز	
- 65.30%	17 مركز	
- 7.86%	9993 كلم	2 - شبكة توزيع الكهرباء
- 29.81%	2417 كلم	- الكهرباء الريفية
+ 13.36%	4148 كلم	- توصيل زبائن جدد
- 8.41%	3428 كلم	- برنامج خاص بالمؤسسة

المصدر: إعداد الطالبة

جدول رقم (08): استثمارات شبكة نقل وتوزيع الغاز لمجمع "سونلغاز" 2006

مقارنة مع 2005	المتوقع 2006	الشبكة
+ 3.29%	94 قناة غاز بطول 978 كلم	1 - شبكة نقل الغاز: - إنجاز
- 22.22%	77 قناة غاز بطول 1219 كلم	- فتح ورشات
+ 38.51%	5380 كلم	2 - شبكة توزيع الغاز
- 24.95%	1756 كلم	- توصيل زبائن جدد
+ 146.07%	3445 كلم	- توزيع عمومي للغاز
+ 24.30%	179 كلم	- برنامج خاص بالمؤسسة

المصدر: إعداد الطالبة

وبمقارنة برنامجي استثمارات نقل و توزيع الكهرباء والغاز لسنتي 2005 و 2006، نلاحظ :

- تراجع استثمارات شبكات نقل و توزيع الكهرباء، خاصة فيما يتعلق بشبكة التوزيع التي عرفت انخفاضا بنسبة 7.86%، أين نلاحظ انخفاض نسبة استثمارات الكهرباء الريفية بنسبة 29.81%، فيما نسجل زيادة نسبة استثمارات توصيل الزبائن الجدد بنسبة 13.36%، ويعود ذلك لزيادة التوصيلات للتجمعات السكنية الجديدة وإنشاء مدن جديدة.

- زيادة استثمارات شبكات نقل وتوزيع الغاز، خاصة فيما يتعلق بشبكة التوزيع التي عرفت زيادة بـ 38.51%، أين نلاحظ انخفاض استثمارات توصيل زبائن جدد بنسبة 24.95% وفي المقابل زيادة نسبة استثمارات التوزيع العمومي للغاز بنسبة 146.07% ويعود ذلك إلى انطلاق 75 مشروع إنفاق عمومي للغاز سنة 2005 و 76 مشروع إنفاق عمومي للغاز سنة 2006 يتضمن 30 مشروع إنفاق عمومي للغاز متأخر خاص بسنة 2002-2004، و 44 مشروع إنفاق عمومي متأخر خاص بالسداسي الأول لسنة 2005، ومشروعين خاصين بصندوق الجنوب.

#### ثالثا: استثمارات الاتصال:

خلال سنة 2006، واصل مجمع " سونلغاز " تجهيز نظام الاتصالات عن بعد.

#### رابعا: التقييم المالي لإستثمارات 2006:

قدر الغلاف المالي الموجه لبرنامج استثمارات 2006 بـ 129.3 مليار دينار جزائري، أي بزيادة تقدر بـ 61.02% مقارنة بالغلاف المخصص لسنة 2005. ويغطي هذا الغلاف على الترتيب:

#### 1- البرنامج العمومي:

أين النفقات تقع على عاتق الدولة، وتقدر نفقاته كما يلي:

- 4.329 مليار دينار جزائري للكهرباء الريفية.

- 15.70 مليار دينار جزائري للتوزيع العمومي للغاز مقسمة بين 7.33 مليار دينار جزائري لشبكة التوزيع و 8.37 مليار دينار جزائري لشبكة النقل.

#### 2- البرنامج الخاص:

والذي يعنى بالمشاريع الهامة قيد الإنجاز أو الانطلاق التي تخص النشاط العادي للمؤسسة، وتقدر نفقاته بـ 109.271 مليار دينار جزائري.

ويكون تمويل هذا البرنامج كما يلي:



جدول رقم (09): المخطط التمويلي لبرنامج استثمارات مجمع "سونلغاز" 2006.

النسبة %	المبلغ (دينار جزائري)	مصادر التمويل
0	0	قروض خارجية
15.5	20 مليار	الإعانات الممنوحة من طرف الدولة
6.5	8.4 مليار	مساهمات الزبائن
38.4	49.60 مليار	قروض بنكية داخلية
19.3	25 مليار	القروض السندية
79.7	103	المجموع
20.3	26.3	التمويل الذاتي
%100	129.3	المجموع

المصدر: إعداد الطالبة

ومن الجدول السابق يتضح استمرار سياسة المجمع التمويلية في الاعتماد على مصادر خارجية حيث بلغت 79.7%.

وبمقارنة المخطط التمويلي لبرنامج استثمارات سنة 2006 مع مثيله لسنة 2005، يتبين توقف سياسة المجمع عن استخدام القروض الخارجية وتراجع استخدام القروض السندية، وتعويضها بالقروض البنكية الداخلية.

#### الفرع الثالث: تمويل مجمع "سونلغاز" عن طريق السوق السندي:

بعد استعراض السياسة المالية، وجزء من برنامج استثمارات مجمع "سونلغاز" لسنتي 2005 و2006، يتضح أن السوق السندي المؤسساتي يشكل بديلا تمويليا مغريا للمجمع.

#### البند الأول: تطور القروض السندية في الهيكل المالي لمجمع "سونلغاز":

استطاع مجمع "سونلغاز" حتى ماي 2006 تجميع ما يقارب 57.55 مليار دينار جزائري من خلال الإصدارات المسعرة وغير المسعرة، والتي نوضحها في الجدول التالي:

جدول رقم (10): توزيع القروض السندية لمجمع "سونلغاز" فترة 2004-2006:

العائد الحقيقي	معدل الكيون	مدة الاستحقاق	الضمان	المبلغ (مليار دج)	تاريخ الإصدار
2.40%	3%	5 سنوات / نهاية المدة	لا يوجد ضمان معين	8.00	ديسمبر 2004
2.45%	3.25%	6 سنوات / نهاية المدة	لا يوجد ضمان معين	4.00	ديسمبر 2004
2.85%	3.50%	7 سنوات / نهاية المدة	لا يوجد ضمان معين	8.00	ديسمبر 2004
3.09%	3.50%	6.74 سنة / نهاية المدة	لا يوجد ضمان معين	1.80	مارس 2005
4.11%	4%	9 سنوات / نهاية المدة	لا يوجد ضمان معين	3.30	مارس 2005
4.59%	4.20%	11 سنوات / نهاية المدة	لا يوجد ضمان معين	4.90	ديسمبر 2005
4.51%	معدل متصاعد 3.5% 3.75%، 4.0%، 4.25% 5%، 7%	6 سنوات / نهاية المدة	لا يوجد ضمان معين	15.90	22 ماي 23 جوان 2005- اكتتاب عام-
4.65%	4.65%	9 سنوات / نهاية المدة	لا يوجد ضمان معين	6.00	ماي 2006
4.85%	4.85%	10 سنوات / نهاية المدة	لا يوجد ضمان معين	5.65	ماي 2006
-	-	-	-	57.55	المجموع

المصدر: إعداد الطالبة

من الجدول السابق يتضح أن "سونلغاز" استطاعت في ظرف سنتين تجميع 57.55 مليار دينار جزائري عن طريق الإصدار السندي حيث جمعت 41.65 مليار دينار جزائري من الإصدارات السندية غير المسعرة، إضافة إلى ذلك تعتبر "سونلغاز" أولى المؤسسات التي دعت إلى الادخار العام، واستطاعت تجميع أكثر من 15.90 مليار دينار جزائري لتحتمل بذلك المرتبة الأولى من بين المؤسسات المصدرة من حيث إجمالي مبلغ الإصدارات السندية.

كما يلاحظ أن هذه الإصدارات قد تمت في فترات متقاربة وبمعدلات فائدة ومدد استحقاق متفاوتة، كما أنها لا تتطوي على ضمانات معينة عدا السمعة الجديدة للمؤسسة.

ولتبيان مدى مساهمة القروض السندية في الهيكل المالي لمؤسسة "سونلغاز" نورد الجدول التالي:

جدول رقم (11): تطور القروض السندية في الهيكل المالي لمجمع "سونلغاز" فترة 2004-2006.

الوحدة: مليار دج

السنوات	البيان	2004	2005	2006
الديون طويلة الأجل		77	86.10	120.45
القروض السندية		20	45.90	57.55
المجموع		97	132	178

المصدر: إعداد الطالبة

ونلاحظ أنه منذ سنة 2004، عرف التمويل عن طريق القروض السندية (في الهيكل المالي للمجمع) تطورا كبيرا، حيث كانت القروض السندية سنة 2004 تمثل 20.61% من مجموع الديون الطويلة ومتوسطة الأجل، لترتفع سنة 2005 إلى 34.77%، ثم 32.33% سنة 2006.

**البند الثاني: تكلفة تمويل مجمع "سونلغاز" عن طريق القروض السندية:**

ينطوي تمويل مجمع "سونلغاز" عن طريق إصدار القروض السندية على مجموعة من التكاليف نذكر منها:

**أولاً: تكلفة الإصدار:**

تتمثل أساسا في المصاريف المتعلقة بالإصدار والتعاقد على القرض بعد خصم الوفورات الضريبية، وقد قدرت بالنسبة لمجمع "سونلغاز" عند إصداره للقرض السندي الأول في ديسمبر 2004 بمبلغ 125574000.00 دينار جزائري موزعة كما يلي:

( قدرت بـ 5000000.00 دج COSOB - علاوة تمنح للجنة تنظيم ومراقبة تسيير البورصة )  
، تقدر بـ 70200000.00 دج BNA - عمولة تمنح للبنك المرافق وهو البنك الوطني الجزائري  
تنقسم إلى:

\* مبلغ خارج الرسم على القيمة المضافة يعادل: 60000000.00 دج.

\* مبلغ الرسم على القيمة المضافة المسترجع: 10200000.00 دج.

- مصاريف الانخراط مع المؤتمن المركزي على السندات قدرت بـ 200000.00 دج خارج الرسم على القيمة المضافة سنويا، أي ما يعادل 1400000.00 دج خارج الرسم خلال سبع (7) سنوات، إضافة إلى مبلغ الرسم على القيمة المضافة المسترجع وهو 238000.00 دج.

- مصاريف معالجة العمليات من طرف المؤتمن المركزي على السندات تقدر بـ 800000.00 دج خارج الرسم على القيمة المضافة، حيث أن هذا الأخير يقدر بـ 136000.00 دج.

- مصاريف المرافقة والاستشارة المالية، وتقدر بـ 40000000.00 دج خارج الرسم على القيمة المضافة، حيث يقدر مبلغ هذا الأخير بـ 6800000.00 دج.

- مصاريف الإشهار؛ وقدرت مصاريف الإشهار لعملية الإصدار السندي المؤسساتي في ديسمبر 2004 بمبلغ 1000000.00 دج، متضمنا الرسم على القيمة المضافة.

#### ثانيا: الفوائد السنوية:

ينجر عن الإصدار السندي تسديد فوائد سنوية لحامل السندات ينص على معدلها وتاريخ سدادها في نشرة الإصدار، فمثلا عند إصدار "سونلغاز" للقرض السندي المؤسساتي الأول في ديسمبر 2004، قامت بتقسيمه إلى ثلاثة (3) شرائح؛ شريحة أولى بمبلغ 8 مليار دينار جزائري تستحق بعد خمس (5) سنوات، تسدد عنها فوائد سنوية بقيمة 3%، شريحة ثانية بمبلغ 4 مليار دينار جزائري تستحق بعد ست (6) سنوات، بفائدة سنوية 3.25%، وشريحة ثالثة بمبلغ 8 مليار دينار جزائري تستحق بعد سبع (7) سنوات بفائدة سنوية 3.50%.

وبما أنه، تم النص في نشرة الإصدار على تسديد أصل القرض السندي المؤسساتي يكون في نهاية المدة، لكل شريحة، فإن استهلاك القرض السندي لمجمع "سونلغاز"، الذي يقدر مبلغه بـ 20 مليار دينار جزائري يكون وفق ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم(12): استهلاك القرض السندي المؤسساتي لمجمع "سونلغاز" ديسمبر 2004.

الوحدة: مليون دينار جزائري.

السنوات	المبلغ المحصل عليه	تكلفة الإصدار	فوائد الشريحة الأولى 3%	فوائد الشريحة الثانية 3.25%	فوائد الشريحة الثالثة 3.50%	القسط السنوي
27 ديسمبر 2004	20000	125.574				
27 ديسمبر 2005			240	130	280	650
27 ديسمبر 2006			240	130	280	650
27 ديسمبر 2007			240	130	280	650
27 ديسمبر 2008			240	130	280	650
27 ديسمبر 2009			240	130	280	8650
27 ديسمبر 2010			-	130	280	4410
27 ديسمبر 2011			-	-	280	8280
المجموع	20000	125.574	1200	780	1960	23940

المصدر : اعداد الطالبة

يوضح الجدول السابق التكاليف التي يجب على شركة "سونلغاز" تسديدها حيث يجب عليها أولاً تسديد تكلفة الإصدار والتي تقدر بحوالي 125.574 مليون دينار جزائري، كما يجب عليها تسديد الفوائد التي يصل مجموعها سنة 2011 حوالي 3940 مليون دينار جزائري، إضافة إلى تسديد أصل القرض على دفعات، أين يتم تسديد أصل مبلغ الشريحة الأولى 27 ديسمبر 2009، أصل مبلغ الشريحة الثانية في 27 ديسمبر 2010 و أصل مبلغ الشريحة الثالثة في 27 ديسمبر 2011. ويمكن حساب تكلفة التمويل عن طريق القرض السندي المؤسساتي " لسونلغاز " - ديسمبر 2004 - بالعلاقة التالية:

$$D = C_0 + \frac{C_1}{(1 + Kd^n)} + \frac{C_2}{(1 + Kd^n)^2} + \frac{C_3}{(1 + Kd^n)^3} + \dots + \frac{C_7}{(1 + Kd^n)^7}$$

$$20000 = 125.574 + \frac{650}{(1 + Kd^n)} + \frac{650}{(1 + Kd^n)^2} + \frac{650}{(1 + Kd^n)^3} + \frac{650}{(1 + Kd^n)^4}$$

$$+ \frac{8650}{(1 + Kd^n)^5} + \frac{4410}{(1 + Kd^n)^6} + \frac{8280}{(1 + Kd^n)^7}$$

$$= 3.40^n \Rightarrow kd$$

ومنه فإن تكلفة التمويل عن طريق القرض السندي ديسمبر 2004 تقدر بـ 3.40%.

وإذا علمنا أن نفقات الاستثمار لسنة 2004 قد بلغت 82 مليار دينار جزائري أي بتطور 32% مقارنة بسنة 2003، حيث أن أكثر من 40 مليار دينار جزائري تم تأمينها من مصادر ذاتية، أين بلغت نسبة التمويل الذاتي 50% مقابل 42% سنة 2003.

هذا الإنجاز يعكس إدارة المجمع في ضمان النمو، وكذا سياسة المجمع في التمويل بالموارد الذاتية التي تعتبر أقل تكلفة، كما أن قرار المجمع بالتوجه إلى السوق المالي المحلي والحصول على قروض سنديّة لتغطية برنامجه الاستثماري لسنة 2005 يعود إلى الأسباب التالية:

- عدم إمكانية التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة، لأن رأسمال المجمع تحتكره الدولة وهو غير مفتوح للاكتتاب.

- ضخامة المبالغ التي يحتاجها المجمع، والتي لا يمكن للنظام البنكي توفيرها، نظرا لتطبيق قاعدة الاحتراس.

استنفاد التمويل بالأموال الذاتية، وذلك - يفضل المجمع التمويل عن طريق القروض السندية بعد باعتبار التمويل عن طريق القروض السندية الأقل تكلفة من التمويل بالقروض الخارجية، هذه الأخيرة التي ينوي المجمع التخلي عنها، حيث قام سنة 2004، بشراء حوالي 60 مليار دينار جزائري منها.

مما سبق، وأخذا بمعيار التكلفة يتضح أن التمويل عن طريق القروض السندية، يعتبر البديل التمويلي الثاني لمجمع "سونلغاز" وذلك بعد التمويل الذاتي، كما يعتبر كذلك البديل التمويلي الأمثل بين مصادر التمويل الخارجية.

#### البند الثالث: مخاطر تمويل مجمع "سونلغاز" عن طريق السندي المؤسسي:

قام مجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2004-2006 بإصدار أربعة قروض سنديّة، وقد تم اللجوء إلى هذا النوع من التمويل بغرض الاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي.

أولا: قياس الرفع المالي لمجمع "سونلغاز" فترة 2002-2006:

يمكن قياس الرفع المالي لمجمع سونلغاز خلال هذه الفترة من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (13): الرفع المالي لمجمع "سونلغاز" لفترة 2002-2006.

الوحدة: مليون دينار جزائري

2006	2005	2004	2003	2002	البيان / السنوات
709310	620060	545094	497107	462311	CI رأس المال المستثمر ( )
469088	440889	363088	388735	376120	CP رأس المال الخاص ( )
240222	179171	182006	108472	86191	D الديون ( )
6981	5696	4332	3608	3441	FF المصاريف المالية ( )
0.0290	0.0318	0.0238	0.0333	0.0399	معدل فوائد الديون $\frac{F}{D}$
25763	24061	3971	26203	15541	R النتيجة قبل الفائدة والضريبة
0.0363	0.0388	0.0072	0.0527	0.0336	المردودية الاقتصادية $Re = \frac{R}{CI}$
0.0037	0.0028	-0.0083	0.0054	-0.0014	LF أثر الرفع المالي ( ) $LF = (Re - i) \frac{D}{CP}$
%3.40	%3.53	%0.01 -	%4.93	%2.73	(Re + LF) I-t المردودية المالية ( )

المصدر : اعداد الطالبة

: معدل الضرائب ويساوي 15% في حالة مجمع "سونلغاز". t.حيث

ومن الجدول السابق يتضح أن :

- المردودية الاقتصادية لمجمع "سونلغاز" موجبة خلال كل السنوات، رغم أنها ضعيفة جدا خلال سنة 2004 - سنة بداية الإصدارات - ويعود هذا الضعف لتراجع النتيجة المالية للمجمع، ويرجع ذلك إلى:

\* ضخامة تكاليف إصدار أول قرض سندي وتحميلها لسنة مالية واحدة.

\* التغيير في تسيير سياسة المؤونات.

\* إدماج كل التكاليف للسنة المالية 2004، وتجنب تحميلها للسنة المالية 2003.

\* التأثير السلبي لسعر الصرف.

\* ارتفاع مبلغ مخصصات الزبائن إلى 8.6 مليار دينار جزائري.

- تحقيق أثر رفع مالي سلبي خلال السنوات 2002 و 2004، وأثر رفع مالي إيجابي خلال السنوات 2003، 2005 و 2006.

- المردودية المالية موجبة قبل وبعد الإصدار، لكنها سالبة سنة 2004 (سنة الإصدار)، ويعود ذلك لضعف المردودية الاقتصادية وسلبية أثر الرفع المالي.

ثانيا: قياس درجة المخاطرة المالية لمجمع "سونلغاز" للفترة 2002-2006:

لقياس درجة المخاطر المالية لمجمع "سونلغاز" قبل وبعد استخدام القروض السندية نورد الجدولين التاليين:

جدول رقم (14): قياس درجة الرفع المالي لمجمع "سونلغاز" فترة 2002-2006

الوحدة: مليون دينار جزائري

البيان	السنوات	2002	2003	2004	2005	2006
النتيجة الصافية للمجمع		10281	18316	(- 361)	15260	15942
الضريبة على أرباح الشركات		1819	4279	0	3105	2840
FF(المصاريف المالية )		3441	3608	4332	5696	6981
Rالنتيجة قبل الفائدة والضريبة		15541	26203	3971	24061	25763
معامل الرفع المالي $\frac{R}{R - FF}$		1.28	1.16	- 0.84	1.31	1.61

المصدر : اعداد الطالبة

جدول رقم (15): تطور رقم أعمال مجمع "سونلغاز" للفترة 2002-2006:

السنوات	2002	2003	2004	2005	2006
رقم الأعمال (مليار دج)	69.3	78.292	88.300	100.00	115.280
% النمو	-	%12.97	%12.78	%13.25	%15.28

المصدر : اعداد الطالبة

من الجدولين السابقين يتبين أن:



- باستثناء سنة 2004، فإن معامل الرفع المالي لمجمع سونلغاز في تزايد مستمر خاصة في سنتي 2005 و 2006، وهي الفترة التي عرفت إصدارا للسندات، مما يدل على زيادة درجة المخاطرة.

- تزايد رقم الأعمال من سنة إلى أخرى أدى إلى زيادة المردودية المالية بدرجات الرفع المالي للمجمع، عدا سنة 2004 التي عرفت معاملا سالبا أدى إلى نقص في المردودية المالية.

ومنه نستنتج أن الزيادة في رقم أعمال المجمع تؤدي إلى زيادة أكبر في مردوديته المالية، وبالتالي فإن التوسع في إصدار قروض سنوية أخرى سيؤدي إلى زيادة المردودية المالية للمجمع.

#### البند الرابع: التحليل المالي لمجمع "سونلغاز" للفترة 2002-2006:

تؤثر وتتأثر السياسة التمويلية على الوضعية المالية للمؤسسة وذلك للأسباب التالية:

- أن الوضعية المالية الجيدة للمؤسسة تسمح لها بالحصول على فرص تمويلية عديدة كالدخول إلى السوق المالي والقيام بإصدار أسهم أو سندات.

- تتوقف سياسة توزيع الأرباح على حجم الأرباح المحققة ومدى استقرارها.

- أن الوضعية المالية الجيدة للمؤسسة تزيد من القدرة التسويقية لسندات المؤسسة، وتسمح لها باختيار التمويل المناسب.

لذلك سوف يتم تحليل الوضعية المالية لمجمع سونلغاز قبل وبعد الإصدارات السنوية.

#### أولا: الميزانيات المالية لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2006:

بعد إجراء التعديلات المناسبة على الميزانيات المحاسبة لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2006، نورد الميزانيات المالية المختصرة للمجمع خلال هذه الفترة في الجدول التالي:

جدول رقم (16): الميزانيات المالية المختصرة لمجمع "سونلغاز" فترة 2002-2006

الوحدة: ألف دج

2006	2005	2004	2003	2002	السنوات
					عناصر الميزانية
					الأصول:
500759741	452023927	221496756	373895610	345304411	الأصول الثابتة
208550623	168036290	323698221	122868139	117007198	الأصول المتداولة
16572273	15444547	243377	10809914	12528861	قيم الاستغلال
167140603	141579835	289096097	98846677	93039952	قيم محققة

24837748	11011908	34258747	13211548	11438385	قيم جاهزة
709310365	620060217	545094977	496763749	462311609	مجموع الأصول
647222930	573300250	460374914	459423201	430894668	الخصوم:
469087784	440888486	363088130	388635581	376120097	الأموال الدائمة
178135146	132411764	97286784	70787620	54774571	أموال دائمة خاصة
62087435	46759967	84720063	37340548	31416941	أموال دائمة أجنبية
709310365	620060217	545094977	496763749	462311609	ديون قصيرة الأجل
					مجموع الخصوم

المصدر: إعداد الطالبة بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية لمجمع "سونلغاز" للفترة 2002-2006

من الجدول السابق يتضح أنه:

- من جانب الأصول نلاحظ أن:

\* الأصول الثابتة في تطور مستمر - عدا سنة 2004- مما يعكس السياسة الاستثمارية لمجمع "سونلغاز".

\* الأصول المتداولة في تطور مستمر - عدا سنة 2003- ويعود ذلك إلى زيادة القيم المحققة من سنة إلى أخرى وهذا بسبب زيادة التسبيقات الممنوحة من طرف المؤسسة الأم إلى فروعها والمؤسسات المقاولات التي تقوم بمشاريع المنشآت الكبرى.

- من جانب الخصوم نلاحظ أن:

\* الأموال الدائمة في تزايد مستمر من سنة إلى أخرى، ويعود ذلك إلى زيادة في الأموال الخاصة ما عدا سنة 2004 التي عرفت تراجعاً بسبب سلبية النتيجة وكذلك إلى زيادة في الديون المتوسطة والطويلة الأجل خاصة سنوات 2004 و2005 و2006.

\* الديون قصيرة الأجل عرفت تذبذباً في مستوياتها، حيث نلاحظ زيادة في سنوات 2002، 2003 و2004، ثم تراجعاً سنة 2005، لتعاود الاتجاه نحو الزيادة سنة 2006.

ثانياً: تحليل الوضعية المالية لمجمع "سونلغاز" بواسطة التوازنات المالية لفترة 2002 - 2006:

يمكن مراقبة التوازن المالي للمجمع من خلال حساب التوازنات المالية التالية:

- رأس المال العامل الدائم، ورأس المال العامل الخاص،

- الاحتياج من رأس المال العامل،

- وضعية الخزينة .

وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

جدول رقم (17): التوازنات المالية لمجمع "سونلغاز" لفترة 2002-2006

الوحدة: ألف دج

2006	2005	2004	2003	2002	السنوات البيان
146463189	121276323	238878158	85527591	85590257	رأس المال العامل الدائم
-31671957	-11135441	141591374	14739971	30815686	رأس المال العامل الخاص
121625441	110264415	204619411	72316043	74151872	احتياج من رأس المال العامل
24837748	11011908	34258747	13211548	11438385	الخزينة الصافية

المصدر : اعداد الطالبة

من الجدول السابق يتضح أن:

- مجمع " سونلغاز " يتوفر على رأس مال عامل دائم موجب، مما يدل على توازن مالي قصير الأجل مريح، يزيد من ثقة المتعاملين الماليين ومقدمي القروض قصيرة الأجل في سيولة المجمع مما يؤكد حصولهم على ديونهم في تواريخها.

- مجمع " سونلغاز "، يتوفر على رأس مال عامل خاص موجب خلال السنوات 2002-2003 و2004، رأس مال عامل خاص سالب خلال السنتين 2005 و2006، مما يدل على تراجع الاستقلالية المالية للمجمع على المدى الطويل والمتوسط، وبذلك يمكن القول أنه بعد الإصدارات السندية تراجعت الاستقلالية المالية للمجمع في حرية رسم السياسات العامة للمجمع، وضع الخطط، واتخاذ القرارات.

- الاحتياجات من رأس المال العامل موجبة ومتذبذبة لذلك على المؤسسة توفير أموال دائمة تستخدمها لتغطية هذا الجزء من الموجودات المتداولة، وهذا لضمان توازنها المالي القصير الأجل.

- بفضل رأس المال العامل الدائم الموجب استطاع المجمع تغطية كل احتياجات الدورة الاستغلالية، وتحقيق خزينة صافية موجبة التي تعتبر هامش أمان للمجمع نظرا لطول فترة تحصيل ذممه وسرعة دوران ديونه القصيرة الأجل.

ثالثا: تحليل وضعية مجمع "سونلغاز" بواسطة النسب المالية للفترة 2002-2006:

تفيد النسب المالية في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة مما يسمح بمراقبة التطور المالي للمؤسسة، ورسم سياسة مالية مستقبلية للسنوات المقبلة، وسيقتصر تحليلنا على مجموعتين من النسب وهما نسب الهيكل المالي أو نسب المديونية، وكذا نسب القدرة على التسديد.

### 1- نسب الهيكل المالي لمجمع "سونلغاز" للفترة 2002-2006:

تقيس هذه النسب حالة التوازنات المالية الهيكلية للمجمع على المدى المتوسط والطويل مما يسمح بالتعرف على سياسة الاستثمار والتمويل بالمؤسسة، ويمكن إيضاح أهم هذه النسب في الجدول التالي:

جدول رقم (18): نسب الهيكل المالي لمجمع "سونلغاز" فترة 2002-2006.

2006	2005	2004	2003	2002	السنوات النسب
%1.29	%1.27	%2.08	%1.23	%1.25	التمويل الدائم = <u>الأموال الدائمة</u> الأصول الثابتة
%66.13	%71.10	%66.61	%78.23	%81.36	الاستقلالية المالية = <u>الأموال الخاصة</u> مجموع الخصوم
%33.87	%28.90	%33.39	%21.77	%18.64	القابلية العامة للوفاء = <u>مجموع الديون</u> مجموع الخصوم
%27.52	%23.10	%21.13	%15.40	%12.71	المديونية = <u>أموال دائمة أجنبية</u> أموال دائمة
%94	%98	%164	%104	%109	التمويل الخاص = <u>أموال خاصة</u> أصول ثابتة

المصدر : اعداد الطالبة

من خلال الجدول السابق يتبين أن:

- نسب التمويل الدائم موجبة خلال الفترة 2002-2006 مما يؤكد أن المجمع يمتلك رأسمال عامل دائم موجب.

- نسب الاستقلالية المالية للمجمع تفوق 60% مما يؤدي إلى تزايد الاستقلالية المالية للمؤسسة، غير أننا نلاحظ أنها مرتفعة أكثر سنتي 2002 و2003 وتتناقص بعد سنة 2004 أي بعد إعادة شراء المجمع لقروضه الخارجية في 2004.

- نسب قابلية المجمع للوفاء منخفضة سنتي 2002 و2003 لتنتقل إلى نسب أعلى بعد سنة 2004، مما يعكس زيادة قابلية المجمع للوفاء بديونه.

- نسب المديونية للمجمع في ارتفاع مستمر خاصة بعد سنة 2004، غير أنها لم تصل إلى 50%، مما يعني أن المجمع مازال يتمتع بطاقة اقتراضية مستقبلية.

- نسب التمويل الخاص مرتفعة خلال السنوات 2002-2003 و2004 إلا أنها بدأت بالتراجع بعد سنة 2004، مما يعكس تراجع المجمع عن استخدام أمواله الخاصة في تمويل الاستثمارات.

وفي الأخير نؤكد على أن مجمع "سونلغاز" مازال يتمتع بطاقة اقتراضية في السنوات المقبلة، مما يشجعه على إصدار المزيد من القروض السندية خلال السنوات المقبلة والاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي.

## 2- نسب قابلية التسديد لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2006:

يقنصر تحليل قابلية التسديد للمجمع على ثلاث نسب نوردتها في الجدول التالي:

جدول رقم (19): قابلية التسديد لمجمع "سونلغاز" فترة 2002-2006.

2006	2005	2004	2003	2002	السنوات
					البيان
%40.00	%23.54	%40.43	%35.38	%36.40	نسبة الخزينة الحالية = القيم الجاهزة ديون قصيرة الأجل
50874631 ألف دج	47519488 ألف دج	14191243 ألف دج	43456737 ألف دج	30187564 ألف دج	قدرة التمويل الذاتي
سنة 3.50	سنة 2.79	سنة 6.85	سنة 1.62	سنة 1.81	القدرة على التسديد = أموال دائمة أجنبية قدرة التمويل الذاتي
%6.05	%5.69	%4.90	%4.60	%4.97	نسبة التغطية = المصاريف المالية رقم الأعمال

المصدر : اعداد الطالبة

ومن الجدول يتضح أن:

- نسب الخزينة الحالية واردة بقيم مرتفعة مما يدل على قدرة المجمع على الوفاء بديونه قصيرة الأجل، بقيمه الجاهزة.

- القدرة على التسديد تقل عن السنتين (2 سنة) خلال السنتين 2002 و 2003، لكنها تتراوح بين 3 إلى 7 سنوات خلال السنوات 2004، 2005 و 2006 وهي فترة الإصدارات السنوية، مما يدل على أن المجمع يحتاج إلى فترة من 3 إلى 7 سنوات للوفاء بديونه متوسطة وطويلة الأجل اعتمادا على قدراته المالية الذاتية.

- نسب تغطية رقم الأعمال للمصاريف المالية مرتفعة جدا، خاصة خلال السنوات التي تمت فيها الإصدارات السنوية.

## خلاصة:

نخلص مما تقدم إلى أن السوق السندي الجزائري عرف نشاطا كبيرا، فمنذ انطلاقه سنة 1999 استطاع تمويل الاقتصاد الوطني بأكثر من 164 مليار دينار جزائري، حيث تم إطلاق تسعة عشر قرضا سنديا، أربعة منها مسعرة في البورصة وخمسة عشر أخرى غير مسعرة، لثمانية مؤسسات ذات أسهم، واحدة منها خاصة هي "سوفتال" وسبعة عمومية هي: "سونطراك"، "سونلغاز"، "الشركة الجزائرية للطيران"، "اتصالات الجزائر"، "شركة التمويل الرهنى"، "الاتحاد العربي للاستئجار"، و"مؤسسة التكوين المهني عن بعد".

وتعتبر الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" أكبر متدخل في السوق السندي بتجميع 57.55 مليار دينار جزائري، حيث يشكل التمويل عن طريق السوق السندي البديل التمويلي الأمثل لمؤسسة سونلغاز بعد استنفاد التمويل الذاتي نظرا لتمتعها بطاقة اقتراضية عالية، كما أنه يتوافق مع سياستها التمويلية التي تعطي فيها الأولوية للنمو وهذا باللجوء الواسع للاستدانة عن طريق الإصدارات السنوية الأقل تكلفة، والتي تسمح بتحقيق مردودية عالية من جراء الاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي.

## خاتمة:

تعد عملية التمويل محركا أساسيا لأنشطة المؤسسة الاقتصادية ودافعا قويا لنموها وازدهارها، ولتحقيق أهداف المؤسسة التي تتركز على تعظيم العائد من جهة وتدنية التكاليف من جهة أخرى، ينبغي على المؤسسة الاقتصادية المفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية الداخلية والخارجية. و يأخذ التمويل الدائم حيزا كبيرا من اهتمام المؤسسة لاسيما بعد دخولها إلى السوق المالي، حيث يشكل التمويل عن طرق السوق السندي بديلا تمويليا أمثلا للمؤسسات الاقتصادية بعد استنفاد التمويل الذاتي، إذ يعتبر التمويل عن طريق السوق السندي البديل التمويلي الأقل تكلفة من بين مصادر التمويل الخارجية، كما أنه يزيد من مردودية المؤسسة من خلال الأثر الايجابي للرفع المالي، غير انه يزيد من مخاطر المؤسسة.

أما بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وبالنظر إلى الإصلاحات الاقتصادية، والتحول إلى اقتصاد السوق، فقد عرفت تعددا في مصادر التمويل، لا سيما بعد إنشاء بورصة الجزائر و التطور الكبير الذي شهده مؤخرا السوق السندي المؤسساتي الجزائري، حيث شكل هذا الأخير بديلا تمويليا للعديد من المؤسسات الاقتصادية التي تنوعت إصداراتها بين مسعرة وغير مسعرة بالبورصة. و تعتبر الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" أكبر متدخل في السوق السندي المؤسساتي الجزائري، نظرا لتوافق هذا النوع من التمويلات مع السياسة العامة لمجمع "سونلغاز" من جهة والسياسة المالية من جهة أخرى، وكذا تمتع مجمع "سونلغاز" بطاقة إقتراضية عالية. مما سبق يمكن تلخيص النتائج المتوصل في النقاط التالية:

- تهتم المؤسسة من خلال الوظيفة المالية وفي إطارها بمصادر التمويل، لاسيما التمويل الطويل الأجل، كما تتاح أمامها مجموعة من مصادر التمويل بالأموال الخاصة أو التمويل بالاستدانة، ليبقى قرار الاختيار بينهما على عاتق المؤسسة.
- إن تطور المحيط المالي الحديث والانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي الذي يتميز بالتمويل المباشر، أدى إلى تعدد مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية و تباين خصائصها و شروط الحصول عليها.
- تعتبر الثنائيتين تكلفة/عائد، عائد/مخاطرة من بين الأسس الهامة للمفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية، إضافة إلى تأثير البديل التمويلي على قيمة المؤسسة.
- يتمتع التمويل عن طريق السوق السندي بأولوية عن باقي المصادر الخارجية لما يتمتع به من خصوصيات، حيث يعتبر البديل التمويلي الأقل كلفة من بين مصادر التمويل الخارجية، كما انه يزيد

- من مردودية المؤسسة من خلال الأثر الإيجابي للرفع المالي غير أنه يزيد من مخاطر المؤسسة وينقص من استقلاليتها.
- رغم اختلاف المداخل الاقتصادية في ترتيب ومبررات التمويل عن طريق السوق السندي ، إلا أنها اتفقت حول كون السوق السندي يعتبر البديل التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية من بين مصادر التمويل الخارجية.
- منذ نشأته سنة 1999 استطاع السوق السندي المؤسساتي الجزائري تمويل الاقتصاد الوطني بمبلغ يفوق 164 مليار دينار جزائري.
- شهد السوق السندي المؤسساتي الجزائري منذ سنة 1999 إطلاق تسعة عشر قرضا سنديا ، أربعة منها مسعرة بالبورصة، وخمسة عشر غير مسعرة بالبورصة.
- شكل السوق السندي في الفترة 2004-2006 بديلا تمويليا مغريا لثمانى مؤسسات ذات أسهم، واحدة منها خاصة هي "سوفتال" وسبعة عمومية هي: "سونطراك"، "سونلغاز"، "الشركة الجزائرية للطيران"، "اتصالات الجزائر"، "شركة التمويل الرهني"، "الاتحاد العربي للاستئجار"، و"مؤسسة التكوين المهني عن بعد".
- ينتهج مجمع "سونلغاز" سياسة عامة تعطى فيها الأولوية للنمو ، الأمان ثم المنتج و التي تقابلها بسياسة مالية تعطى فيها الأولوية للنمو، المرودية و الاستقلالية.
- نظرا للطاقة الإقتراضية التي يتمتع بها مجمع "سونلغاز" ، يشكل السوق السندي البديل التمويلي الأمثل للمجمع بعد استفاد التمويل الذاتي، حيث يعتبر البديل الأقل تكلفة و الأكثر مردودية من خلال الاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي.
- كما يمكن تقديم الاقتراحات التالية لمجمع "سونلغاز":
- ينطوي إصدار القروض السنديّة على تكلفة إصدار عالية تؤثر سلبا على نتائج سنة الإصدار لذا ننصح المجمع بتكوين مخصصات لهذه التكلفة أو توزيعها على عدة سنوات.
- يتم استهلاك كل القروض السنديّة لمجمع "سونلغاز" في نهاية المدة لذا ننصح المجمع بتكوين احتياطي مستثمر لمواجهة التدفق النقدي الخارجي للسنة الأخيرة للإصدار.
- رغم تمتع مجمع "سونلغاز" بطاقة إقتراضية عالية ، إلا أننا ننصح المجمع بعدم استفادها و ترك هامش لمواجهة الفرص الاستثمارية المستقبلية حتى لا يضطر المجمع لاستعمال بديل تمويلي غالي التكلفة.



و مما تقدم يتبين أن السوق السندي يشكل البديل التمويلي الخارجي الأمتثل للمؤسسات الاقتصادية، كما أنه يحسن من وضعيتها المالية وبالتالي إثبات الفرض الذي انطلقنا منه، ويبقى التساؤل المطروح ما مدى كفاءة السوق السندي في تقييم سندات المؤسسات المصدرة؟

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية:

#### أ- الكتب:

- 1- أحمد بوراس: أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة 2002-2003 .
- 2- إسماعيل محمد السيد: الإدارة الإستراتيجية: مفاهيم و حالات تطبيقية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، د ت.
- 3- الأرقم عبد الحفيظ: التحليل المالي ج 2 ، تحليل ربحية المقترحات الاستثمارية مطبوعات جامعة قسنطينة، الجزائر ، أكتوبر 1999 .
- 4- الأرقم عبد الحفيظ: التحليل المالي ، ج 1 ، مطبوعات جامعة قسنطينة، الجزائر ، أكتوبر 1999 .
- 5- الطاهر لطرش :تقنيات البنوك ، ديوان المطبوعات الجامعية -بن عكنون الجزائر، ط 2، 2003.
- 6- بالمقدم مصطفى: التمويل عن طريق الإيجار، كإستراتيجية لتبني العمل المصرفي، الإسكندرية ،د ت.
- 7- جبار محفوظ: البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، ج 1، ط 1، دار هومة، 2002 .
- 8- جون ه. جاكسون ، س ب مورقان: نظرية التنظيم :منظور كلي للإدارة ، ترجمة خالد حسن زروق ، مطابع معهد الإدارة العامة ، المملكة العربية السعودية ، 1988
- 9- حمزة الشمخي ، إبراهيم الجزراوي: لإدارة المالية الحديثة ،منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، ط 1 ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، عمان، 1998
- 10- دريد درغام :أساسيات الإدارة المالية الحديثة، الجزء الثاني، دار الرضا، دمشق، 1999
- 11- سمير محمود عبد العزيز: التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية ،مكتبة الإشعاع للطباعة و النشر و التوزيع ، 1997 .
- 12- سعدان شبايكي :المحاسبة العامة، مطابع جامعة قسنطينة، الجزائر ، 2002
- 13- شمعون شمعون:البورصة :بورصة الجزائر ، أطلس النشر الجزائر، د ت.
- 14- صلاح الدين حسن السيبي: بورصات الأوراق المالية -الأهمية، الأهداف، السبل ومقومات النجاح، عالم الكتب، القاهرة، د ت.
- 15- طارق عبد العال: دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، دون طبعة ، 2002 .
- 16- عبد الحق بوعتروس :الوجيز في البنوك التجارية :عمليات،تقنيات وتطبيقات، مطبوعات جامعة قسنطينة،الجزائر ، 2000 .

- 17- عبد الحميد بن الشيخ الحسين : نظريات المنظمة ، مطبوعات جامعة قسنطينة ، الجزائر، 2004-2005.
- 18- عبد الغفار حنفي ، رسمية قريبا قص : أسواق المال : بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية شركات تأمين شركات استثمار، الدار الجامعية، 2000 .
- 19- عبد الغفار حنفي : رسمية قريبا قص ، أساسيات الاستثمار و التمويل ، مؤسسة شباب الجامعة ، الاسكندرية ، 2000 .
- 20- عبد الغفار حنفي : الإدارة المالية المعاصرة ،مدخل اتخاذ القرارات، المكتب العربي الحديث ،الاسكندرية ،. 1993
- 21- عبد الغفار حنفي: بورصة الأوراق المالية – أسهم ، وثائق الاستثمار ، الخيارات ،دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية ، 2003 .
- 22- عبد الغفار حنفي: أساسيات التمويل و الادارة المالية ،الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2001 .
- 23- عبد الغفار حنفي : الاستثمار في بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الاسكندرية ، 2003- 2004.
- 24- عبد الغفار حنفي ، رسمية رستم: أساسيات التمويل و الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية ، 2002 .
- 25- عبد المطلب عبد الحميد: البنوك الشاملة :عملياتها ،إدارتها،الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000 .
- 26- محمد صالح الحناوي : الإدارة المالية والتمويل ، الدار الجامعية الإسكندرية ، 2005 .
- 27- محمد صالح حناوي ، نهال فريد مصطفى ، جلال إبراهيم العبد :الاستثمار في الأسهم و السندات ،الدار الجامعية،الإسكندرية ، 2003 – 2004.
- 28- محمد صالح حناوي ،نهال فريد مصطفى ، رسمية زكي قريبا قص: أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية ، الإسكندرية ،. 2001
- 29- محمد صالح حناوي ، نهال فريد مصطفى ، رسمية قريبا قص: الإدارة المالية ، مدخل اتخاذ القرارات ،الدار الجامعية،الإسكندرية ، 2004 .
- 30- محمد عزت أيمن الميداني: الإدارة التمويلية في الشركات ، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن ، الظهران ، 1993 .
- 31- محمد مطر: التحليل المالي والائتماني ،الأساليب والأدوات ، الاستخدامات العلمية ، دار وائل للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن، الطبعة الأولى ، 2000 .

- 32- منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية : مدخل تحليل معاصر ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، 1995
- 33- منير إبراهيم هندي : أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية ، منشأة المعارف الإسكندرية ، 1999 .
- 34- منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، ط3، المكتب الحديث، الإسكندرية، 1999.
- 35- منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، الطبعة الرابعة، 1999 .
- 36- منير إبراهيم هندي :الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ،توزيع منشأة المعارف الإسكندرية ، 1998،
- 37- منير إبراهيم هندي الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مركز دالتا للطباعة، الإسكندرية، 1998 .
- 38- منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1996
- 39- منير إبراهيم هندي :الفكر الحديث في مجال الاستثمار ،توزيع منشأة المعارف الإسكندرية ، 1999،
- 40- منير إبراهيم هندي : مستقبل أسواق رأس المال العربية - مخاطر و محاذير -توزيع منشأة المعارف ،الإسكندرية ، 1995 .
- 41- ناصر داداي عدون:اقتصاد المؤسسة ، دار المحمدية العامة ، الجزائر 1998
- 42- نوزاد الهيتي : مقدمة في الأسواق المالية ،دار الشط للأعمال الفنية و الإخراج الصحفي ، طرابلس، 1998.

#### ب- المجالات والدوريات:

حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، رقم 1، 1995، الجزائر.

#### ج- القوانين و المراسيم والأدلة:

- 1- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ،العدد 11 ، 1993 .
- 2- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ،العدد 34 ، 1993 .
- 3- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ،العدد 26 ، 1996 .
- 4- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ،العدد 39 ، جوان 2002

#### ثانيا: المراجع باللغة الأجنبية :

أ- الكتب:

- 1-Alain Capiez : éléments de gestion financière ; 4<sup>ème</sup> édition, Masson Paris,1995 .
- 2- Alain Marion : analyse financière, concepts et méthodes ,2<sup>ème</sup> édition Dunod ,Paris ,2001.
- 3-Albouy Michel :structure financiers et coût de capital , encyclopédie de gestion , tome 3 ,sous la direction Patrick Joffre et Yves Simon ,Ed : economica ,Paris , 1989.
- 4-André Boyer , Gérard Hirigoyen et autres : Panorama de la gestion les édition chihab,1997.
- 5- Echard Jean François : politique financières de l'entreprise et gestion de risques , presse universitaire de France , Paris ,1974.
- 6- Eglen .J .Y, Micol .A, Stolowy ,Hpujol .A :les mécanisme financiers de l'entreprise ,ed Montchristien E .J.A ,1991 .
- 7-Farouk Bouyacoub :L'entreprise et le financement bancaire , Casbah éditions ,Alger 2000.
- 8-Gerard Marie Henry ,Armand Colin :les marches financiers ,Paris 1999.
- 9-Gelinier Octave :Stratégie de L'entreprise et motivation des hommes, edtion hommes et techniques , Paris ,1986.
- 10 -Hervé hutin : La Gestion financière les éditions d'organisation , Paris ,1998.
- 11- James Van Horne :gestion et politique financière , la gestion a court terme ,tome 2 ,dunod ,paris ,1973.
- 12-Jean Bareau,Jacqueline Delahaye : gestion financière ,Dunod, Paris ,1999 .
- 13-Jean- luc charon ,Sabine Sépari : Organisation et gestion de l'entreprise : manuel et applications, 2<sup>eme</sup> édition ,Paris ,2001
- 14- Jean –René Edighoffer :Précis de Gestion d'Entreprise , Nathan , France, 1996 .
- 15-Josette Peyrard : La Bourse ,6<sup>e</sup> édition ,Librairie Vuibert ,Paris , 1998.
- 16-Josette Peyrard : Analyse financière, librairie vuibert , Paris , novembre 1999
- 17-Josette Peyrard :les nouveaux instrument financières librairie vuibert , Paris septembre ,1988.
- 18-J . P.Gourlaouen : Les nouveaux instruments financières ,librairie vuibert septembre 1988 ,Paris .
- 19-J.Teulié, P.Topsacalian : finance,2<sup>eme</sup> édition,vuibert,Paris ,1994.
- 20-J.Teulié, P.Topsacalian : finance,2<sup>eme</sup> édition,vuibert,Paris ,1997.
- 21- Lasary : Economie de l'entreprise , Ed Es-salem ,chéraga ,2001.
- 22-Lawrence Gitman,Michael Joehnk ,Gérard Desmuliers ,Frédéric Herbin ,Octave Jokung ,Georges Langlois :Investissement et marchés financiers ,Université d'Arizona,9<sup>e</sup> édition ,Pearson Education Paris France,2005.
- 23- Luc Bernet Rollade : principes de technique bancaire , 2<sup>ème</sup> édition ,Dunod ,France , 1998.

- 24 - Michael Porter : L'avantage concurrentiel , Dunod , Paris , 1999 .
- 25- Pierre Lasségue : Gestion de l'entreprise et comptabilité ,8<sup>e</sup> édition , Dalloz ,1978.
- 26-Pierre Baranger , Jack Chen , Jean-Pierre , et autres : Gestion : les fonction de l'entreprise , 2<sup>e</sup> édition ,vuibert , Paris , 1998.
- 27-Pierre Vernimmen : Finance d'entreprise ,théorie et pratique ,4<sup>e</sup>ème édition ,Dalloz ,Paris ,2000 .[www.verimmen.dalloz.fr](http://www.verimmen.dalloz.fr)
- 28- Patrice vizzavona :gestion financière , 8eme édition , berti, Alger ,1993.
- 29- Weston .J , Fred et Brigham ,Eugene .F :la finance et management de l'entreprise ,Publi Union , Paris ,1975.

ب - المجلات والدوريات:

- 1- Philipe desbrieres et pascal dumontier revue française de gestion, septembre / octobre ,1989.
- 2- Lachemi Siagh , STRAEGICA , revue mensuelle de business et finance ,N°9et10, été 2005, Alger.
- 3- SAIDAL news N°12, janvier – février 2004, Alger.
- 4- Publication de la société inter bancaire, le marche des valeurs de trésor, sd, Alger.
- 5- COSOB, bulletin de la COSOB N°1, Alger ,2000.
- 6- COSOB, le dépositaire centrale des titres, Alger ,2004.
- 7- Publication de DGT, l'évaluation du marché des valeurs d'état, Alger ,2003.

ج - القوانين و المراسيم والأدلة:

- 1- Code de commerce , annoté et mis à jour par Hocine mabrouk , édition dahleb , sd ,Alger .
- 2- Journal officiel de la république algérienne, N° 03 ;10 janvier 1996.
- 3- Journal officiel de la république algérienne, N° 84 ;29 décembre 1996.
- 4- COSOB, guide de l'investisseur, Alger, novembre ,1997.

د- الانترنت:

- 1- [www.sonelgaz.dz](http://www.sonelgaz.dz)
- 2- [www.cosob.org](http://www.cosob.org)
- 3- [www.cosob.org/les-emetteurs-airalgerie2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-airalgerie2.htm) 13/08/2007
- 4-[www.cosob.org/les-emetteurs-algeriatelecom2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-algeriatelecom2.htm) 13/08/2007
- 5-[www.cosob.org/les-emetteurs-sonelgaz2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-sonelgaz2.htm) 13/08/2007
- 6-[www.cosob.org/les-emetteurs-sonelgaz2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-sonelgaz2.htm) 13/08/2007
- 7-[www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.airalgerie2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.airalgerie2.htm) 13/08/2007
- 8-[www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.algeriatelecom.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.algeriatelecom.htm) 13/08/2007
- 9-[www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.sonelgaz2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.sonelgaz2.htm) 13/08/2007
- 10-[www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.cevital2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.cevital2.htm) 13/08/2007
- 11-[www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.srh2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.srh2.htm) 13/08/2007

12-[www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.arableasing2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.arableasing2.htm)

13/08/2007

13-[www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.eepadtisp2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.eepadtisp2.htm) 13/08/2007

14- [www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.entp2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.entp2.htm) 13/08/2007

15- [www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.enafor2.htm](http://www.cosob.org/les-emetteurs-societes-noncotees.enafor2.htm) 13/08/2007

ثالثا: التقارير والوثائق الخاصة بالشركة الجزائرية للكهرباء والغاز :

1- Budget consolidé du Group SONELGAZ 2005, examiné par le conseil d'administration le 28 NOV 2004.

2- Budget consolidé du Groupe SONELGAZ 2006.

3- Rapport annuel 2002, Groupe SONELGAZ.

4- Rapport annuel 2003, groupe SONELGAZ.

5- Rapport annuel 2004, groupe SONELGAZ.

6- Rapport annuel 2005, groupe SONELGAZ.

7- Rapport annuel 2006, groupe SONELGAZ.

8- SONELGAZ, notice d'information, décembre 2004, Alger.

9- SONELGAZ, notice d'information simplifiée, avril 2005, Alger.

## الفهرس

الصفحة	الموضوع
	إهداء
	شكر وتقدير
	مقدمة
أ-د	.....
	<b>الفصل الأول: تمويل المؤسسة الاقتصادية وموقع</b>
	<b>السوق السندي من السوق المالي</b>
5	المبحث الأول: التمويل في المؤسسة الاقتصادية .....
5	المطلب الأول: الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية .....
5	الفرع الأول: المؤسسة الاقتصادية .....
5	البند الأول: تعريف المؤسسة الاقتصادية .....
8	البند الثاني: تصنيف المؤسسات الاقتصادية .....
11	الفرع الثاني: الوظيفة المالية للمؤسسة .....
11	البند الأول: مفهوم الوظيفة المالية .....
15	البند الثاني: أهداف الإدارة المالية .....
20	المطلب الثاني: المحيط المالي للمؤسسة وأثره على الوظيفة المالية .....
21	الفرع الأول: محيط المؤسسة .....
21	البند الأول: تعريف محيط المؤسسة .....
21	البند الثاني: مكونات محيط المؤسسة .....
21	الفرع الثاني: المحيط المالي وأثره على الوظيفة المالية .....
	المحيط المالي للمؤسسة
27	البند الأول: .....
29	البند الثاني: أثر تطور المحيط المالي على مهام الإدارة المالية .....
31	المطلب الثالث: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية .....
31	الفرع الأول: التمويل عن طريق الأموال الخاصة .....
31	البند الأول: التمويل الخاص الداخلي للمؤسسة .....
37	البند الثاني: التمويل الخارجي عن طريق الأموال الخاصة .....



40	.....	التمويل عن طريق الاستدانة	الفرع الثاني:
40	.....	التمويل عن طريق القروض السندية	البند الأول:
		التمويل عن طريق القروض	
42	.....	المصرفية	البند الثاني:
		مصادر التمويل	
45	.....	المتخصصة	البند الثالث:
51	.....	موقع السوق السندي من السوق المالي	المبحث الثاني:
52	.....	اللاوساطة المالية	المطلب الأول:
52	.....	مفهوم اللاوساطة المالية	الفرع الأول:
53	.....	أهمية رأس المال الخاص	الفرع الثاني:
		اقتصاد الاستدانة و اقتصاد السوق	
53	.....	المالي	الفرع الثالث:
53	.....	اقتصاد الاستدانة	البند الأول:
54	.....	اقتصاد السوق المالي	البند الثاني:
		السوق	
57	.....	المالي	المطلب الثاني:
		السوق المالي - المفهوم والنشأة -	
58	.....		الفرع الأول:
		مفهوم سوق رأس	
58	.....	المال	البند الأول:
58	.....	مفهوم سوق النقد	البند الثاني:
60	.....	نشأة وتطور السوق المالي	البند الثالث:
61	.....	أهمية السوق المالي ووظائفه	الفرع الثاني:
62	.....	أهمية السوق المالي	البند الأول:
64	.....	وظائف السوق المالي	البند الثاني:
68	.....	أنواع الأسواق المالية	الفرع الثالث:
68	.....	التقسيم حسب طبيعة المعاملات وتوقيت الاصدار	البند الأول:
72	.....	التقسيم حسب أجال العمليات	البند الثاني:

72	.....البند الثالث: التقسيم حسب طبيعة المنتجات
73	.....البند الرابع: التقسيم حسب طبيعة المجال المغطى
75	.....المطلب الثالث: السوق السندي
75	.....الفرع الأول: السوق السندي مفاهيم ومصطلحات
80	.....الفرع الثاني: أدوات السوق السندي
80	.....البند الأول: تقسيم السندات حسب معيار الضمان
80	.....البند الثاني: تقسيم السندات حسب معيار جهة الاصدار
82	.....البند الثالث: تقسيم السندات حسب معيار الحقوق والامتيازات
84	.....البند الرابع: أنواع أخرى للسندات
85	.....الفرع الثالث: عمليات السوق السندي
86	.....البند الأول: إصدار السندات
87	.....البند الثاني: تسعير السندات
89	.....البند الثالث: انتهاء عملية القرض السندي

## الفصل الثاني: تمويل المؤسسة الاقتصادية عن

### طريق السوق السندي

#### المبحث الأول: العوامل المؤثرة على قرار تمويل المؤسسة عن طريق

97	السوق السندي.....
97	المطلب الأول: تأثير تكلفة الأموال على قرار التمويل عن طريق السوق السندي
97	الفرع الأول: تكلفة الأموال و العوامل المؤثرة عليها.....
97	البند الأول: مفهوم تكلفة الأموال.....
99	البند الثاني: العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال.....
101	البند الثالث: تقدير تكلفة الأموال.....
	مبررات و حدود اللجوء إلى السوق السندي كمصدر
116	الفرع الثاني: تمويلي.....
	مبررات التمويل عن طريق السوق السندي.....
117	البند الأول: .
118	البند الثاني: حدود اللجوء إلى السوق السندي كمصدر تمويلي.....

122	المطلب الثاني: تأثير الرفع المالي و المخاطرة على قرار التمويل عن طريق السوق السندي.....
	الرفع التشغيلي و الرفع
122	الفرع الأول: المالي.....
	عتبة المردودية و هامش
123	البند الأول: الأمان.....
125	البند الثاني: الرفع التشغيلي .....
129	البند الثالث: الرفع المالي.....
133	البند الرابع: الرفع المشترك.....
133	الفرع الثاني: تحليل مخاطر المؤسسة.....
	تعريف
133	البند الأول: المخاطرة.....
134	البند الثاني: أنواع المخاطرة.....
136	البند الثالث: قياس المخاطرة.....
143	الفرع الثالث: تأثير الرفع التشغيلي و الرفع المالي على قرار التمويل عن طريق السوق السندي.....
143	البند الأول: تأثير الرفع التشغيلي على قرار التمويل عن طريق السوق السندي
143	البند الثاني: تأثير الرفع المالي على قرار التمويل عن طريق السوق السندي
	<b>تأثير الاقتراض السندي على</b>
144	<b>المبحث الثاني: المؤسسة.....</b>
144	المطلب الأول: القرض السندي في المؤسسة.....
144	الفرع الأول: الاقتراض السندي وأهداف المؤسسة.....
144	البند الأول: أثر القرض السندي على عائد الأسهم.....
	القرض السندي ونمو
148	البند الثاني: المؤسسة.....
149	البند الثالث: أثر القرض السندي على أمن وسلامة المؤسسة.....
149	الفرع الثاني: القرض السندي والاشارات.....
150	البند الأول: معدل الاقتراض.....

151	.....	البند الثاني: نفور المستثمرين من الخطر.....
151	.....	البند الثالث: تفاعل قرارات التمويل والاستثمار.....
		السوق السندي وعلاقات
152	.....	الفرع الثالث: الوكالة.....
153	.....	البند الأول: علاقة الوكالة القائمة بين الملاك و المسيرين.....
153	.....	البند الثاني: علاقة الوكالة القائمة بين الملاك والادارة من جهة والدائنين
		من جهة أخرى .....
154	.....	البند الثالث: مستوى القتراض الأمتل في ظل تكاليف الوكالة.....
155	.....	المطلب الثاني: تأثير السوق السندي على القيمة السوقية للمؤسسة.....
		الفرع الأول: تأثير القرض السندي على قيمة المؤسسة في ظل افتراض
156		السوق
		الكامل.....
156		البند الأول: الفرضيات الأساسية لتحليل مدخلي صافي الربح و صافي
		ربح العمليات
158	.....	البند الثاني: مدخل صافي الربح.....
159	.....	البند الثالث: مدخل صافي ربح العمليات.....
		المدخل
160	.....	البند الرابع: التقليدي.....
		البند
161	.....	الخامس: مدخل "مكلياني" و "ميلر".....
166	.....	الفرع الثاني: تأثير القرض السندي على قيمة المؤسسة في ظل افتراض
		السوق غير الكامل.....
		البند الأول: تأثير الاقتراض السندي على قيمة المؤسسة في ظل وجود
166	.....	ضرائب.....
170	.....	البند الثاني: تأثير الاقتراض السندي على قيمة المؤسسة في ظل وجود
		تكلفة الافلاس.....
172	.....	البند الثالث: تأثير الاقتراض السندي على قيمة المؤسسة في ظل وجود

## تكلفة

- الوكالة.....
- 173 ..... الفرع الثالث: توازن سوق السندات.....
- النظريات البديلة لقرار التمويل عن طريق السوق
- 174 ..... المطلوب الثالث: السندي.....
- 174 ..... الفرع الأول: نظرية العلاقات التوازنية.....
- 177 ..... الفرع الثاني: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.....
- 178 ..... الفرع الثالث: نظرية عدم تماثل المعلومات.....
- الفصل الثالث: تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية**
- عن طريق السوق السندي-دراسة حالة الشركة**
- الجزائرية للكهرباء والغاز - سونلغاز**
- 182 ..... المبحث الأول: موقع السوق السندي من السوق المالي الجزائري.....
- بورصة القيم المنقولة
- 182 ..... المطلوب الأول: الجزائرية.....
- 182 ..... الفرع الأول: تعريف ونشأة بورصة الجزائر.....
- 183 ..... البند الأول: تعريف بورصة الجزائر.....
- 183 ..... البند الثاني: نشأة بورصة الجزائر.....
- 184 ..... الفرع الثاني: الهيآت المنظمة والمراقبة لبورصة الجزائر.....
- 185 ..... البند الأول: لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.....
- 188 ..... البند الثاني: شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.....
- 189 ..... البند الثالث: المؤتمر المركزي على السندات.....
- 191 ..... الفرع الثالث: المتدخلون في بورصة الجزائر.....
- الوسطاء في عملية
- 191 ..... البند الأول: البورصة.....
- 193 ..... البند الثاني: المستثمرون.....
- 195 ..... البند الثالث: المصدرون.....
- 196 ..... الفرع الرابع: شروط القبول وكيفية الإدراج وإجراءات الدخول إلى بورصة
- الجزائر.....

196	.....	البند الأول: شروط القبول
		كيفية الإدراج في
197	.....	البند الثاني: البورصة
199	.....	البند الثالث: إجراءات الدخول إلى البورصة
		الفرع
201		الخامس: أوامر البورصة ونظام تسعير وتداول الأوراق المالية في
	.....	بورصة الجزائر
201	.....	البند الأول: أوامر البورصة
203	.....	البند الثاني: التداول في البورصة
206	.....	المطلب الثاني: السوق السندي الجزائري
206	.....	الفرع الأول: سوق قيم الخزينة
206	.....	البند الأول: الأوراق المالية المتداولة في سوق قيم الخزينة
210	.....	البند الثاني: الاطار التشريعي والتنظيمي لسوق قيم الخزينة
		تطور سوق قيم الخزينة
212	.....	البند الثالث: الجزائرية
214	.....	الفرع الأول: سوق سندات المؤسسات
214	.....	البند الأول: نشأة وتطور سوق سندات المؤسسات
215	.....	البند الثاني: الاصدارات السنديّة في سوق سندات المؤسسات
238	.....	البند الثالث: آثار تطور السوق السندي الجزائري للمؤسسات
		تجربة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز في التمويل عن
242		المبحث الثاني: طريق
	.....	السوق السندي 2004 - 2006
242	.....	المطلب الأول: تقديم مجمع "سونلغاز"
243	.....	الفرع الأول: تاريخ مجمع "سونلغاز"
243	.....	البند الأول: مرحلة إنشاء الشركة العمومية "كهرباء وغاز الجزائر"
		مرحلة إنشاء " الشركة الوطنية للكهرباء
243	.....	البند الثاني: والغاز
243	.....	البند الثالث: إعادة هيكلة "الشركة الوطنية للكهرباء

	والغاز".....	
243	البند الرابع: تغيير الشكل القانوني "للشركة الوطنية للكهرباء والغاز".....	البند
243	الخامس: تغيير الشكل القانوني "للمؤسسة العمومية للكهرباء والغاز".....	تنظيم مجمع
245	الفرع الثاني: "سونلغاز".....	
247	البند الأول: الجمعية العامة.....	
248	البند الثاني: مجلس الادارة.....	
249	البند الثالث: الرئيس المدير العام.....	
249	البند الرابع: رئاسة مجمع "سونلغاز".....	البند
250	الخامس: المديرية العامة والمديريات التنفيذية للشركة الأم.....	البند
250	السادس: فروع مجمع "سونلغاز".....	البند
258	السابع: المبادئ التنظيمية التي تركز عليها هيكله مجمع "سونلغاز".....	
258	المطلب الثاني: دراسة الجدوى الاقتصادية لدخول مجمع "سونلغاز" إلى السوق السندي.....	
258	الفرع الأول: السياسة التمويلية لمجمع "سونلغاز".....	
	المرحلة الأولى: من 1969 إلى	
258	البند الأول: 1989.....	
	المرحلة الثانية: من 1989 إلى	
259	البند الثاني: 2004.....	
	المرحلة الثالثة: ما بعد سنة	
260	البند الثالث: 2004.....	
261	الفرع الثاني: برنامج استثمارات مجمع "سونلغاز".....	
	برنامج استثمارات مجمع "سونلغاز" لسنة	
261	البند الأول: 2005.....	

برنامج استثمارات مجمع " سونلغاز " لسنة 2006

261	البند الثاني: .....
267	الفرع الثالث: تمويل مجمع "سونلغاز" عن طريق السوق السندي.....
267	البند الأول: تطور القروض السنديّة في الهيكل المالي لمجمع "سونلغاز".....
269	البند الثاني: تكلفة تمويل مجمع "سونلغاز" عن طريق القروض السنديّة.....
	مخاطر تمويل مجمع "سونلغاز" عن طريق السندي
272	البند الثالث: المؤسّساتي....
	التحليل المالي لمجمع "سونلغاز" للفترة 2002-
275	البند الرابع: 2006.....
281	خاتمة .....
283	قائمة المراجع .....
	الفهرس
	فهرس الأشكال
	فهرس الجداول
	الملاحق
	الملخصات



## فهرس الجداول

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	تصنيف السندات على المدى الطويل	139
02	تصنيف السندات على المدى القصير	141
03	تطور السوق السندي المؤسساتي في الجزائر من 1999-ماي 2007	239
04	استثمارات شبكة نقل وتوزيع الكهرباء لمجمع سونلغاز 2005	262
05	استثمارات شبكة نقل وتوزيع الغاز لمجمع سونلغاز 2005	262
06	المخطط التمويلي لبرنامج استثمارات مجمع سونلغاز 2005	263
07	استثمارات شبكة نقل وتوزيع الكهرباء لمجمع سونلغاز 2006	265
08	استثمارات شبكة نقل وتوزيع الغاز لمجمع سونلغاز 2006	265
09	المخطط التمويلي لبرنامج استثمارات مجمع سونلغاز 2006	267
10	توزيع القروض السندية لمجمع سونلغاز للفترة 2004-2006	268
11	تطور القروض السندية في الهيكل المالي لمجمع سونلغاز فترة 2004-2006	269
12	استهلاك القرض السندي المؤسساتي لمجمع سونلغاز ديسمبر 2004	271
13	الرفع المالي لمجمع سونلغاز فترة 2002-2006	273
14	قياس درجة الرفع المالي لمجمع سونلغاز فترة 2002-2006	274
15	تطور رقم أعمال مجمع سونلغاز فترة 2002-2006	274
16	الميزانيات المالية المختصرة لمجمع سونلغاز فترة 2002-2006	275
17	التوازنات المالية لمجمع سونلغاز فترة 2002-2006	276
18	نسب الهيكل المالي لمجمع سونلغاز فترة 2002-2006	278
19	قابلية التسديد لمجمع سونلغاز فترة 2002-2006	279

## فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
29	تأثير المحيط المالي على الإدارة المالية	01
52	أساليب التمويل	02
54	حصة التمويل البنكي في تمويل المؤسسات الفرنسية	03
55	حصة السوق المالي في تمويل المؤسسات الفرنسية	04
59	مكونات سوق المال	05
62	عدد المؤسسات المسعرة في 31/12/1999	06
62	حجم المعاملات في الاسهم 1999	07
62	رسملة البورصات العالمية في 1 ماي 2000	08
76	سند	09
78	تغيرات القيمة السوقية للسند	10
106	المعدلات المختلفة لنمو القسائم	11
119	سيرورة تمويل المؤسسة	12
124	التمثيل البياني لعتبة المردودية	13
124	خريطة التعادل لعتبة المردودية	14
125	خريطة التعادل قبل التوسع	15
126	خريطة التعادل بعد التوسع	16
127	تمثيل نقطة العائد	17
131	الأثر السلبي للرفع المالي	18
131	الأثر الايجابي للرفع المالي	19
135	المخاطر المالية	20
142	ارتباط التصنيف طويل الأجل وقصير الأجل	21
146	عائد السهم ومردودية الاستثمار	22
148	تأثير الاقتراض السندي على ربحية السهم في حالة تغير أسعار الفائدة	23
155	مستوى الاقتراض السندي الأمثل في ظل تكاليف الوكالة	24
158	تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة السندات إلى الأموال الخاصة	25

	حسب مدخل صافي الربح	
159	تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة السندات الى الاموال الخاصة حسب مدخل صافي ربح العمليات	26
160	تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة بدلالة نسبة السندات الى الاموال الخاصة حسب المدخل التقليدي	27
163	العلاقة بين تطور نسبة السندات الى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال وفق مدخل ميلر ومكلياني	28
165	العلاقة بين عائد حقوق الملكية ونسبة السندات في ظل النظرية الثانية لميلرو ومكلياني	29
171	تأثير نسبة السندات إلى الأموال الخاصة على قيمة المؤسسة في ظل تأثير الضرائب وتكلفة الافلاس	30
172	قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب، تكلفة الافلاس وتكلفة الوكالة	31
173	توازن سوق السندات	32
175	القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية العلاقة التوازنية	33
176	تكلفة الأموال والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل العلاقة التوازنية	34
204	مخطط السير العام لبورصة الجزائر	35
240	تطور السوق السندي الجزائري لفترة 1999-ماي 2007	36
240	حصة المؤسسات المصدرة في السوق السندي الجزائري فترة 1999 - ماي 2007	37
246	تنظيم مجمع سونلغاز	38

# الملخصات

## ملخص:

تتعدد مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية ، لا سيما عند لجوءها إلى السوق المالي، أين يوفر لها هذا الأخير بديلين تمويليين أساسيين هما الأسهم التي تمثل حق ملكية والسندات التي تمثل مستند دين ، ويبقى على عاتق المؤسسة المفاضلة بين هذين البديلين .

تعتبر الثنائيتين تكلفة/عائد ، عائد/مخاطرة من العوامل الأساسية للمفاضلة بين البدائل التمويلية الطويلة الأجل ، وكلاهما يبرز خصوصية التمويل عن طريق السوق السندي باعتبار التمويل عن طريق السندات الأقل تكلفة من بين مصادر التمويل الخارجية ، كما أنه يزيد من مردودية المؤسسة بالاستفادة من الأثر الايجابي للرفع المالي ، غير أنه يزيد من مخاطر المؤسسة بسبب التزام المؤسسة بتسديد الفوائد وأصل القرض في آجالها .

كما يمكن كذلك إضافة عامل تأثير البديل التمويلي على قيمة المؤسسة كمعيار للمفاضلة بين البدائل التمويلية رغم الجدل القائم بين المفكرين الاقتصاديين حول مدى تأثير هيكل رأس المال على قيمة المؤسسة .

إن الإصلاحات التي مست الاقتصاد الجزائري ، والانتقال إلى اقتصاد السوق، والتطورات التي عرفتتها الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز أثرت على قراراتها التمويلية ، غير أنه بعد سنة 2004 انتهج مجمع "سونلغاز" سياسة مالية واضحة تتوافق مع السياسة العامة للمجمع و تركز على النمو، المردودية ، والمخاطرة ، كما تنص على تصفية الديون الخارجية بالعملة الصعبة والتوجه إلى التمويل المحلي الوطني عن طريق السوق المالي الجزائري أو القروض المصرفية بعد استفاد التمويل الذاتي . وبما أن مجمع سونلغاز يتمتع بطاقة إقتراضية عالية في السنوات الأخيرة ، وكذا ضخامة المبالغ التي يحتاجها لتمويل برنامجه الاستثماري 2005-2009 ، فإن التمويل عن طريق السوق السندي شكل البديل التمويلي الأفضل من بين البدائل التمويلية الخارجية ، نظرا لانخفاض تكلفته وزيادة مردودية المجمع من خلال الأثر الايجابي للرفع المالي رغم زيادة مخاطر المجمع .

## الكلمات المفتاحية:

مصادر تمويل المؤسسة ، تكلفة/عائد ،عائد/مخاطرة، قيمة المؤسسة، السوق السندي .

## **Résumé:**

L'entreprise économique a des multiples sources de financement, notamment quand elle a entrée au marché financier, où il fournit le dernier deux modes principaux de financement : les actions qui représentent un droit de propriété, les obligations qui représentent un contrat de crédit ; et l'entreprise a le choix entre ces deux sources.

Les couples coût / rendement, rendement / risque sont deux facteurs essentiels de faire la distinction entre les modes de financement à long terme, à la fois du financement par le biais du marché obligataire a un priorité, comme le financement par l'émission des obligations est moins cher des sources de financement extérieur, car il augmente la rentabilité de l'entreprise bénéficiaire de l'impact positif de le levier financier, mais il augmente le risque de l'entreprise parce que elle s'est engagée à payer les intérêts et le montant principal de l'emprunt.

On peut également ajouter l'impact du mode de financement sur la valeur de l'entreprise comme un critère de distinction entre les modes de financement malgré la controverse entre les penseurs économiques sur l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise.

La réforme a touché l'économie algérienne et la transition vers une économie de marché et l'évolution de la société algérienne de l'électricité et du gaz qui affectent son financement, mais après l'année 2004, la "SONELGAZ" a suivi une politique financière cohérente avec la politique générale du groupe "SONELGAZ", et se base sur la croissance, le rendement et le risque, comme il est insisté à la liquidation de la dette extérieure en devises et aller au financement local à travers le marché financier algérien ou de prêts bancaires après l'épuisement de l'autofinancement.

Le groupe SONELGAZ a une capacité d'endettement élevée dont bénéficient ces dernières années, ainsi que les importantes sommes nécessaires pour financer ses investissements 2005-2009, le financement par le marché obligataire considéré comme un financement alternatif parmi les meilleures alternatives de financement extérieur, compte tenu du faible coût et d'augmenter la rentabilité financière grâce à l'impact positif de le levier financier malgré l'augmentation du risque financier de groupe .

## **Mots-clés:**

Sources de financement, coût / rendement, rendement / risque, la valeur de l'entreprise, le marché obligataire.

## **Summary:**

Economic company's has multiple sources of funding, particularly when it has going to the financial market, where it provides the last two kinds of financing: actions which constitute a property right, the obligations that represent a credit agreement, and the company has a choice between two sources.

Couples cost / income, income / risk are two factors essentials to distinguish between the kinds of long-term financing, but the funding through the bond market has a priority, as financing through the bond market is cheaper sources of external funding, as it increases the company's profitability advantage of the positive impact for lifting financial, but it increases the risk of the company because it is started to pay interest ' loan and payment of principal amount of credit.

You can also add the impact of the kind of financing on the company's value as a criterion for distinguishing between kinds of financing despite the controversy between economic thinkers on the impact of the financial structure on the company's value.

The reform has affected the Algerian economy and the transition to a market economy and the evolution of Algerian society to the electricity and gas affecting its funding, but after 2004, "SONELGAZ" followed a financial policy consistent with the general policy of the group "SONELGAZ", and it is based on growth, profitability, and risk, as insisted on the liquidation of foreign debt in foreign currencies and go to local financing through the capital market Algerian or bank loans after the exhaustion of the self financing .

The group SONELGAZ has a high debt capacity in the last years, and it needed to large sums to finance its investments 2005-2009, so funding from the bond market is the best alternatives for external financing, because it given the low cost and it increase the company's profitability through the positive impact of the lifting financial despite it increase in the financial risk of group.

## **Keywords:**

Sources of funding, cost / income, income/ risk, company's value, the bond market.