

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

---

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية تخصص: مالية نقود وتأمينات

---

عنوان المذكرة

السوق السنديويو إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية  
دراسة حالة: الشركة الوطنية للكهرباء والغاز (سونلغاز غليزان)

من إعداد الطالب:

بوريجية بخدة

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا / د.....أستاذ محاضر

مقررا / د.....أستاذ محاضر

مناقشا / د.....أستاذ مساعد

السنة الجامعية: 2016/2015

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية تخصص: مالية نقود وتأمينات

عنوان المذكرة

السوق المالية تمويلية المؤسسات الاقتصادية الجزائرية  
دراسة حالة: الشركة الوطنية للكهرباء والغاز (سونلغاز غليزان)

من إعداد الطالب:

بوريجية بخدة

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا / د.....أستاذ محاضر

مقررا / د.....أستاذ محاضر

مناقشا / د.....أستاذ مساعد

السنة الجامعية: 2015/2016

# كلمة شكر

بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على سيد المرسلين

"رب أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي و على والدي وأن أعمل صالحا ترضاه و أدخلني برحمتك في عبادك الصالحين "

الاية 19 سورة النمل

نشكر الله عز وجل الذي رزقنا ما لم نكن نعلم وأعطانا من القوة و المقدرة ما نحتاجه للوصول إلى هذا المستوى ووفقتنا لإنجاز هذا العمل المتواضع كما اتقدم بجزيل شكري إلى كل من كان له ولو مساهمة قليلة في إنجاز هذا العمل المتواضع و اخص بالذكر كل من :  
الأستاذ المشرف "قوبع خيرة" الذي قبل تأطيري و الإشراف علي كما اشكره على النصائح القيمة و الإرشادات الوجيهة التي قدمها لي طيلة فترة إنجاز هذا العمل و اشكر كل من ساهم في إنجاز هذا العمل كل من موقعه و لو بكلمة طيبة.

شكرا.

# إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم والصلاة والسلام على سيد المرسلين

إلى من علمتني الشعر قبل الفطام....إلى من أهدتني الوصل دون الخصام..

إلى من ربنتني ولدا وسقتني من حنانها شهد المنام...أهديها كلماتي لحنا والسلام إلى أُمِّي..

إلى من علمني معنى الحياة, إلى من بذل كل رخيص و غال واحرق نفسه لينير الدرب أمامي, إلى من أثار لي طريق الحياة أسأل الله أن يجزيه كل خير "أبي"

إلى قدوتي في هذه الحياة الذي أثار دربي بابتسامته المطمئنة وحضنه الدافئ وبسملاته المرتلة منسي أعضائي معنى العناء و مطببا على جروحي إن تألمت إلى جدتي الغاليتين اللواتي طالما ساندوني بدعواتهم لي

إلى كل أفراد عائلتي صغيرهم وكبيرهم و إلى أصدقائي "خالد, هشام, هارون, محمد,...."

وإلى كل ما يكن لي المحبة و التقدير.

## المقدمة العامة:

إن إماماد المؤسسة بالأموال اللازمة لإنشائها وتوسيعها أمر في غاية الأهمية، وأن الطريقة التي تحصل بها المؤسسة لتعلم ما تحتاجه من الأموال للقيام بنشاطها هياً ولما يفكر فيه كالمسير مع اختياراً حسن وسيلة أو أداة مالية لإنعاشاً وتحسيناً للوضع المالي للمؤسسة، فبقدر ما يكون نجاحاً التمويل مناسباً بقدر ما يكون العائد أو الربح الذي يعتبر أهم هدف لأهم مسير نشاط اقتصادي كبيراً، ولقد ساهم تطور الأنظمة المالية والمصر في علم توفير الموارد المالية الضخمة، وابتكار أدوات مالية جديدة تراعي متطلبات التمويل المتنوعة مع مرور الزمن والمختلفة من مؤسسة إلى أخرى، وقد عرفنا الأسواق المالية ميزات كثيرة مقارنة بالبنوك، والتعلم أسهل القدره على تقسيم المخاطر على عدد أكبر من المتعاملين وتوفير التمويل بأدوات مالية غير تضخمية أيد ونخلق النقود مما جعل السلطات العمومية في مختلف البلدان تستعمل تنمية هذا للأسواق وتطورها .

ومنبعاً من مصادر التمويل للمؤسسة نجد أن التمويل الدائمي أخذ حيزاً كبيراً من اهتمام المؤسسة، فبالرغم من تعدد مصادر هو اختلافاً شكلياً لأننا نجد أنها لا تحب أن تفضل اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسواق المالية بغية تغطية احتياجاتها من التمويل الطويل الأجل، وهنا نجد نفسها محملاً مفاضلة بين بدليتين أساسيتين :

إما التمويل عن طريق الأسهم التي تمثل حقوق الملكية أو عن طريق السند التي أتت بالتبني أخذ صورة الاستدانة، وتكمن أهمية هذا القرار في كونها محدداً أساسياً لنجاح المؤسسة في تجميعها كالأموال على أساس تكلفة الحصول عليها، إضافة إلى المدد لاستجابة السوق لها إضافة إلى الماس بقفياً لن قرار اختيار البدائل التمويل طويل الأجل لتأثير علم ودودية المؤسسة وبالتالى على قيمتها ككل، لذا نحرص على تشكيكها كالأموال المناسبة يوقبينا الأموال الاستدانة من جهة، وبين العائد والمخاطرة من جهة أخرى، وعادة ما تشكل الاستدانة التمويل مغرباً للمؤسسات التي لاقت صافية القرض السند من نتيجة الحام الخاضعة للضريبة، غير أن ترفع من مخاطر المؤسسة بسبب زيادة تقلب عائد الأسهم وان تفاعلاً مع مخاطر لإفلاس.

من خلال الماسبق مكنظر حياشكالية البحث كما يلي :

ما هو دور السوق السند في تمويل المؤسسات الاقتصادية؟

ومن هذا التساؤل يقودنا إلى الطرح الأسئلة الفرعية التالية:

1- ما المقصود بالسوق السندي، وما هي أنواعها؟

2- هل تؤثر السوق السندي على تمويل المؤسسات الاقتصادية؟

3- دور التمويل بالقرض السندي على المؤسسات الاقتصادية؟

ب - فرضيات البحث:

للإجابة عليها إشكالية المطروحة نقتصر على فرضيات المبدئية والتي سأثبت صحتها من عدمها خلال هذا الدراسة وهي كالآتي:

1- للتمويل بالسند تأثير إيجابي على تمويل المؤسسات الاقتصادية

2- تشكل السندات جزء كبيراً من إجمالي ديون المؤسسة

ج - مبررات اختيار الموضوع: التخصص وميول شخصي

تعود أسباب اختيار الموضوع المتمثل في تأثير السندات وأعمالها الاقتصادية على تمويل المؤسسات الاقتصادية، ميول شخصي وطبيعية التخصص وذلك من أجل معرفة تأثير هذه العملية إيجابياً أو سلبياً، إضافة إلى ذلك معرفة حدود اللجوء احتياطياً بتمويل المؤسسة عند ما تصبح المؤسسة تسدد فوائدها ديوناً لتتوصل منها على النتائج.

د - أهمية البحث:

تبرز أهمية السندات كأحد المركبات المكونة لهيكل رأس المال المتوازن لقيام المؤسسة، وهذا ما تتمتع من خصائص متميزها من مصادر التمويل بطول الأجل، كوسيلة تعد الأقل تكلفة من بين جميع مصادر التمويل الدائمة الأخرى، السوق السندية وسيلة فعالة في جمع كميات كبيرة من الأموال لتحتجها المؤسسة لتمويل النشاطات التي تعجز وكذا البنوك على تلبيتها نظر الضخامة حجمها البحثية اعتبارات .

ح - حدود الدراسة:

تتعلق الحدود الزمنية لدراسة السوق السندية إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية في الفترة الممتدة من 2015 إلى 2016، أما الحدود المكانية فأنحصر تعلم مجموع سونلغاز غليزان والذي يعد من بين الشركات الوطنية الجزائرية .

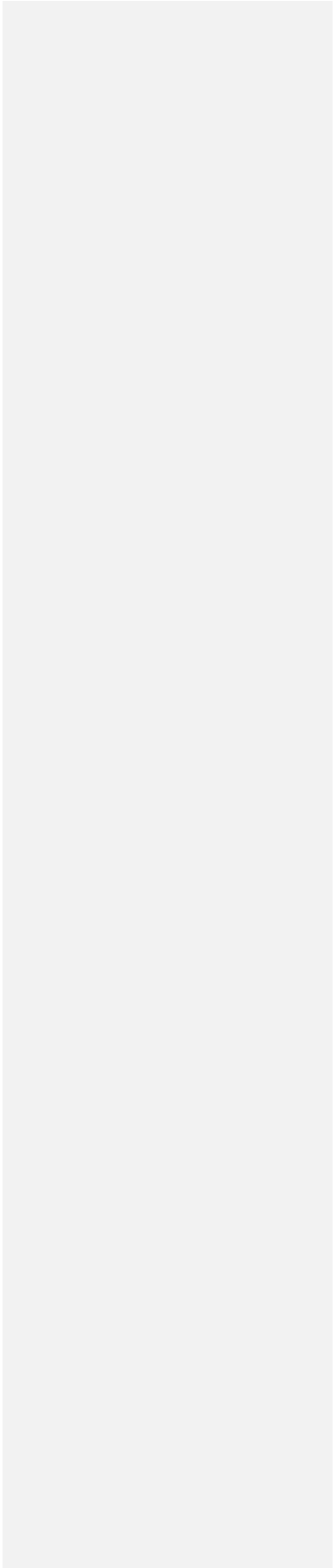
خ - منهج الدراسة:

بغية الإلمام بالإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وتحليله بعد إجابة عن الإشكالية المطروحة، اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي للموافقة للدراسة وانتهجنا أسلوب دراسة الحالة في الجانب التطبيقي الذي يمكننا من تطبيق المعلومات المتوفرة لدى المؤسسة وبعض المعلومات الأخرى حول السوق والسندية دور هفيمويل المؤسسات الاقتصادية، واخترنا في ذلك الشركة الوطنية للكهرباء والغاز " سونلغاز غليزان".

د - صعوبات الدراسة:

أغلب الصعوبات التي واجهتها في إنجاز هذا الدراسة تتمثل في الجانب التطبيقي لعدم متقدم المعلومات الكافية.

ε



# الفصل الأول: ماهية السوق السندي

**تمهيد:**

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 أوالدولة تمويل طويل الأجل، لكن على هذه الوحدات المفاضلة بين هذين البديلين لسوق الأوراق المالية وفق ما يتماشى وطبيعتها 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 في هذا الفصل الى مبحثين :

**المبحث الأول: ماهية السندات****المبحث الثاني: السوق السندي**

## المبحث الأول: ماهية السندات والسوق السندي:

تعتبر السندات أحد البدائل المتاحة أمام الشركات لتمويلها على المدى الطويل وسوف نحاول التطرق

فيما يلي لبعض المفاهيم حول السندات وذلك في النقاط التالية:

- مفهوم السندات وخصائصها.
- أنواع السندات.
- مزايا وعيوب التمويل عن طريق السندات.

### المطلب الأول: مفهوم السندات وخصائصها:

يمكن تقسيم بعض المفاهيم والخصائص المتعلقة بالسندات كما يلي:

#### 1 - مفهوم السندات:

هناك عدة مفاهيم متممة لبعضها البعض للسندات نذكر منها:

المفهوم الأول: السند عبارة عن مستند مدني طويلة الأجل تصدره المؤسسات

ويعطيلها حاملها لحقها في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق

ويعطيهما لاحقاً يضاف سعر فائدة دورية تمثل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند المصدر<sup>1</sup>.

المفهوم الثاني: سند الدين هو عبارة عن سند مالي يقي بالالتزام ليجسد التزاماً بمقرضين ضعيفين كما هو الحال تحت تصرفه،

ويتجسد هذا الالتزام بموجب عقد إصدار يحدد خصائصه لاقتراضه كقياسات التسديد<sup>2</sup>.

المفهوم الثالث: تمثل السندات اقترضاً طويلاً لأجل تصدره المؤسسات، الدولة أو الجماعات المحلية

ومختلف المستثمرين مؤسساتية أو أفراد، وللمقرضين الحق في استرجاع رأس المال الذي أقرضه ومكافأة تحمل شكل فوائد<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - الجادي، ماهية السندات وأنواعها في الأسواق المالية، من ندوات أعمال الخليج، تاريخ النشر 16 يوليو 2007 تاريخ الاطلاع 09 فيفري 2009. الساعة 22:00 www.THEGULFBIZ.com/

<sup>2</sup> - Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, guide des valeurs mobilières, 2004, p05.

<sup>3</sup> - Hervé jarrige- Lemas, la Bourse, édition du Puits Fleuri, France, 2001, p24.

من خلال المفاهيم السابقة يمكننا أن نستنتج التعريف التالي للسندات :

"

تلك الأوراق المالية التي تمثل وسيلة تستعملها الشركات والحكومة للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل عند ما لا تكفياً لأموال الخاصة التي يقدمها المساهمون لتمويل المشاريع وخاصة المتعلقة منها بتوسيع عمل الشركات.

وبذلك فإن حملة السندات هي في الحقيقة الإداة التي للشركات لتعكس المساهمين الذين يمثلون مالكاً للشركة.

وتلجأ الشركات الكبيرة بالدرجة الأولى لإصدار السندات لتكبد علينا لاقتراض البنكي، لأنها يمنحها العديد من الامتيازات مقارنة بالديونال

بنكية<sup>1</sup>،

منها أن السندات تتضمن شروطاً أفضل من القروض البنكية، خاصة أن المخاطر يتم اقتسامها في السوق المالية بين عدد كبير من المستثمرين

ن، كما أن إصدار السندات يمنح المصدر فرصة إضافة العديد من الخصائص التي تجعلها القروض البنكية.

مثلاً أن السندات يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

Mis en forme : Police :10 pt, Police de script complexe :10 pt, Français (France)

<sup>1</sup> -Aswath Damodaran , Finance d'entreprise, De boeck, 2ème édition, Bruxelles, 2006, p 661.

وتتميز السندات بمجموعة من الخصائص والمميزات تذكرها فيما يلي:

#### خصائص السندات:

تتميز السندات بخصائص متعددة نذكر منها:

- السندات هي فئة من الأوراق المالية ذات دخل ثابت، إذ تدفع الفوائد لحاملة السندات سنوياً، سواء حققت الشركة أرباحاً أو خسائر<sup>1</sup>.
  - يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحل لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.
  - يجب أن تظهر وثيقة الإصدار: اسم المصدر، عدد السند، المصدر، الضمانات الممنوحة للحملة مقابل اكتتابها في السند، المعنى لطمأنتهم معلوم حراً لهم. كما تظهر سعر الإصدار الذي يجب أن يدفعها المكتتب للحصول على السند، والذيادة ما يساوي هذا السعر القيمة الاسمية له.
  - عند تصفية الشركة المصدرة، فإن حملة السند التي ستوفونك لحقوقهم قبل حملة الأسهم<sup>2</sup>.
- بالإضافة إلى الخصائص أحرين ذكر منها:
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة أهمها ما يخص تقلبات أسعار الفائدة وقابلية استدعائهم من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذا لأسعار، لتعرض محلها سنداً تجديداً تحمل فوائد أعلى.
  - تخضع السندات لنوعين من القيم الجانبة القيمة الاسمية وهما: قيمة دنيا عند بيعها بخصم، وقيمة أعلى عند بيعها مع علاوة.

<sup>1</sup>- محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، ج1 ط1 دار هومة. الجزائر، 2002، ص48.  
<sup>2</sup>- مروان عطون، الأسواق المالية والنقدية (البورصات ومشكلاتها في العالم النقص المال)، أداتوالية تنشيط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993. ص 66.

- خاصية الاستبدال التي تعطي لحاملي السند آمن هذا النوع حقا استبدال السند أتأ سهم  
ويتحول بذلك كما مال السند من مقرض للشركة إلى المساهم في حقوق الملكية.  
- حقا لا استدعاء، حيث تتميز كلاس السند التي تصدرها الشركة بتميز حقا لا استدعاء،  
والتي تعطي حقا إعادة شراء السند التي تنظرها الشركة التي أصدرتها.  
قبل ميعاد استحقاقها، وفي مقابل ذلك يحصل أصحاب السند على علاوة تعويضية.

وهذه

الخاصية من صالح الشركة، حيث يمكنها من إعادة إصدار سند جديدة بنسبة فائدة دورية أقل من السابق، أو استبدال السند الحالية بمصدر  
رتمويله بيلمعد لفائدة أقل.

خيارات الشراء المضمون التي تعطي لأصحاب السند التي المشاركة في حقوق الملكية و لكن ليس عن طريق استبدال السندات،  
وتتميز هذه الشهادات أتأ لها وسيلة للحصول على أصول إضافية في صورة أسهم معبقاء مستو بالسند اثباتا.

#### المطلب الثاني: أنواع السندات:

يمكن تصنيف السند تحسب عدة معايير نذكر منها:

#### 1 - أنواع السندات حسب الجهة المصدرة.

ويمكن تقسيمها حسب هذا المعيار إلى:

#### أ- السندات الحكومية أو العامة:

وهي سندات تصدرة عن الخزينة العامة علما أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أماد اننوها فهم البنوك، القطاع العام، القطاع

الخاص وهذا يهدف لتحقيق ما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراة غير منشورة، تخصص مالية، كلية علوم اقتصاد، ونشر جامعة الجزائر، 2006. ص: 26.

- تغطية العجز في الميزانية العامة .
  - الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها .
  - تنمية الوعي بالادخار بلدي للأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد .
  - التحكم في الأزمات الاقتصادية
- وخاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية للتقليل من حجم السيولة المتداولة، وفي حالة الكساد تقوم بمشراء السندات والزيادة في السيولة العامة، وذلك بهدف تحقيق التوازن الكلي .

#### ب- السندات الخاصة :

هي السندات التي تصدرها شركات المساهمة لغرض الحصول على موارد تمويلية لا من أجل إصدار أسهم جديدة، وعادة ما تحمل سندات القطاع الخاص سعراً فائدة أعلى من سندات القطاع العام لأن مخاطر الأرباح أعلى .

#### 2 - أنواع السندات حسب طريقة السداد : هنا نميز بين نوعين من السندات :

##### أ - سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها :

وهي السندات التي تقوم فيها الجهة المصدرة بتسديد حقوق حامليها عند تاريخ الاستحقاق .

##### ب - سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها :

هي السندات التي يسبق و أناتفعلاً إمكانية استرجاعها و تسديدها قبل حلول موعد استحقاقها

وينبغي أن يبين ذلك في عقد الإصدار، وهذا بغرض التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات .

##### ج - سندات قابلة لتمديد تاريخ استحقاقها :

هي تلك السندات التي يمكن تأخير تسديدها إلا بعد موعداً استحقاقها في وقت لاحق على

أن يسميها ذلك في عقد الإصدار .

#### 3 - أنواع السندات حسب الحقوق والالتزامات المقدمة للمالكينها : ونميز فيها بين :

## أ - سندات قابلة للتحويل إلى أسهم:

تتمتع هذه السندات بميزة حق التحويل إلى أسهم معادية وذلك كعلامة أساسية مرغوبة حاملها، ويتم تحديد طريقة التحويل ونسبتها وموعدها بشروط الإصدار، وتتمتع هذه السندات بمرونة لأحاملها يحصلون فوائد ثابتة في فترة التركود، ويمكنها الحصول على حصة من الأرباح خفيفة الرأباج بعد استبدال السندات بأسهم معادية.

## ب - سندات غير قابلة للتحويل:

هي سندات لا تتمتع حاملها الحقيقي بتحويلها إلى أسهم.

ج - سندات ذات تقسيمة صفرية<sup>1</sup>:

هذا النوع من السندات يتميز بخاصية عدم منح الفوائد السنوية، لكني حصل حاملها في المقابل على علاوة تعويضية تدفع له عند تاريخ استحقاق السند.

## د - سندات ذات علاوة:

لما لكها الحقيقي التعويضية ببلغ يفوق سعر الإصدار ونقصه بالعلاوة مبلغنا المالىد فعمن طرف المصدر لحامل السند عند موعد الاس تحقا إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

<sup>1</sup> - Gérard Chareaux, Finance d'entreprise, 2ème édition, édition management et société, France, 2003, p 216.

4 - أنواع السندات حسب معدل الفائدة: هنا ثلاثة أنواع هي:

أ - سندات المعدل الثابت:

وهي السندات التي يكون فيها معدل الفائدة ثابتاً بطويلة فترة القرض،

ويزداد الطلب عليها في حالة انخفاض معدل الفائدة في البنوك، وذلك لأنهم تمكنوا المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.

ب - سندات المعدل المتغير:

في هذا النوع من السندات يتغير معدل الفائدة حسب معدل الفائدة السائد في السوق وحسب

الظروف الاقتصادية المحتملة.

ج - سندات المعدل المتحرك:<sup>1</sup>

وهي سندات بمعدل فائدة متحرك بموجب عقد الإصدار تراجع الفائدة عند تاريخ الاستحقاق لهذا السند تحسب بمعدل الفائدة في

لسوق المالية، و قد ظهرت هذه السندات في نهاية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي بدأ بالارتفاع مع معدل الفائدة

وما يترتب عنهما من انخفاض للقيمة السوقية للسندات وهو ما يلحق خسائر رأسمالية كبيرة لحملةها.

5 - أنواع السندات حسب ما تحققها الشركة: وتنقسم إلى:

أ - سندات تعاقدية:

لا تتأثر بما تحققها الشركة من النتائج جعاً داو نشاطها.

ب - سندات الدخل:<sup>2</sup>

لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً، ومع هذا فمن الممكن أن ينصف بعض العاق

و دعلاً يحصل حاملا لسند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح وذلك من أرباح سنة لاحقة.

أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة: حسب هذا المعيار نجد نوعين من السندات:

<sup>1</sup> - محمد عوض عبد الجواد، الإستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، سنة 2002، ص 111.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص: الأسواق المالية. الدار الجامعية الإبراهيمية، مصر. 2006. ص 44.

أ - السندات المضمونة:

هذا النوع من السندات يتيح حماية لعائد السند من مخاطر عدم السداد، حيث تقوم الشركة المصدرة للسند برهن بعض أصولها

بما نال وفاء بالدين

وفوائده، فإذا عجزت الشركة عن سداد التزاماتها تجاه حملة السندات، يتم استيفاء الدين من خلال بيع الأصول المرهونة.

ب - السندات غير المضمونة:

وهي السندات غير المضمونة بأي أصول، و ترتبط أساساً بطبيعة أصول المشروع و قوة مركزها الائتماني،

وتأسيساً على ذلك يمكن القول بأن قدرة المؤسسة على إصدار هذه السندات ترتفع بزيادة ما تمتلكه من أصول ثابتة

وبارتفاع قوة مركزها الائتماني.

6- تقسيم السندات حسب معيار الضمان:

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

أولاً: سندات مضمونة بأصول معينة:

حيث يصعد إصدارها على تخصيص أصول معينة كمقابل لإصدار هذا النوع، هذه الأصول

تكون ضماناً لأصحاب السندات، حيثاً تخفي حالة عدم التزام المؤسسة المصدرة بسداد حقوقهم وعند

تصفيتها يقوم أصحاب السندات بالتصرف في هذه الأصول لأجل تحصيل مستحقاتهم، ويوفر هذا

النوع من السندات لها حماية، حيث تشتتر على المؤسسة المصدرة عدم مرهنا لأصول المرهونة

لدى حملة السندات الأ ول مرة أخرى، وإذا قامت المؤسسة بإصدار آخر ضمان لنفسها لأصول فإن

حقوق حملة هذه السندات الجديدة يأتيها المرتبة الثانية إذ لا يمكنهما استفتاء حقوقهما إلا إذا تحصل حملة

السندات القديمة على حقوقهم كاملة.

ثانياً: سندات غير مضمونة:

في هذه الحالة لا توجد أصول عينية تمتلئمانا لأصحاب السندات، بل إننا الضمانها هو إجمالاً أصول المؤسسة.

المطلب الثالث: تقسيما السندا تحسب معيار جهة الإصدار:

تقسما السندا تحسب هذا المعيار إلى:

أولاً: السندا االحكومية:

تلجأ االحكوما تفي بعضا االحالات إلى إصدار صكوك مديونية متمثلة فيا السندا أوما بما تلها

أذونات االخزينة وهيا وراقمالية تصدر عن االخزينة العمومية لمدة قصيرة لا تتعدى 30 يوما (بهدف

الحصول على موارد مالية إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو تمويل مشاريع اامنفا اجتماعية

كالمدارس والمستشفيات، أو بهدف مواجاة التضخم، أما بالنسبة لمدة هذها السندا تفهي عادة ما تكون طويلة جدا حيث تصل إلى 30

أو 40 سنة.

أما فيا الدول التيأخذ بالنظام المحلي قد لا يقتصر حقا إصدار تلك الأوراق على االحكومات

المركزية إذ قد يمارس نفسا حقا أيضا بواسطة االحكوما االحلية، وبأخذ الو. م. أمثالا عنها يمكن أن يميز بين نوعين منا السندات:

1 - السندا االتي تصدرها االحكومة المركزية:

1 1 - السندا االادخارية:

يمكن تصنيفا لأوراقا االتي تصدرها االحكومة المركزية إلى:

هي سندا تغير قابلة للتداول لبا لبيعاً والشراء أو بالتنازل كما لا يجوز االحاملها رهنها الصالح

الغير أيأها سندا ااسمية، كما أنها لا تبا على الأفراد الذين يمكنهم شراءها في حدود مبلغ أقصى، وعادة ما ينقسم هذا النوع فيا لولا ياتالم

حدة الأمريكية إلى قسمين. الأول يعرف بسلسلة E والذيلا

تلتزم فيها االخزينة بدفع الفوائد ااحملة هذها السلسلة إلا عند تاريخا لا استحقاق، أما الثاني فيعرف بسلسلة H ،

والتيتلنز مفيها الخزينة بدفع الفوائد كل ستة أشهر، و يتغير معدل فائدتها وفقاً لتغير سعر الفائدة الخاص بالسندات الأخرى التي تصدرها الخزينة العمومية.<sup>1</sup>

### 2 1 - السندات التي تصدر عن البنك المركزي وفروعه:

ويتمتد أولها فياً سواقراً سالماً للمنظمة أو غير المنظمة من خلال سماسة وتجار الأوراق المالية، وتتميز هذه السندات بمقارنة بسابقتها فياً نالعائد الخاص بها لا يقتصر فقط على معدل الفائدة المحدد بل يتضمن كذلك الأرباح الرأسمالية التي يمكن تحقيقها.

### 3 1 - الإصدار الخاصة:

والتي تصدرها وزارة الخزانة الأمريكية، ولكنها لا تبا عمل الجمهور بل تبا عمل المنظمات الحكومية التي لديها أموال الفائضة وترغب في استثمارها كصناديق الضمان الاجتماعي وصناديق المعاشات... الخ.

بالإضافة إلى هذا فإنها تعتبر إصداراً خاصة تلك السندات التي تصدرها بعض الهيئات التابعة للحكومة المركزية كالبنك الفيدرالي والقروض الإسكان، وتحمل هذه السندات معدل عائد أكبر من معدل عائد السندات الحكومية الأخرى نظرًا لتمتع هذه الهيئات باستقلالاً للشخصية المعنوية، وبالتالي هناك احتمال لتعثرها في سداد قيمة أو فوائد هذه السندات في مواعيد الاستحقاق.

### 2 - السندات التي تصدرها الحكومة المحلية:

على غرار الحكومة المركزية فإننا نلاحظ أن قانوناً أمريكياً يمنح الحكومات المحلية الحق في الاقتراض من خلال إصدار سندات وتتفاوت قيمتها الاسمية، تاريخ الاستحقاق، معدل الفائدة، وقد تكون هذه السندات تحملها كما قد تكون سندات اسمية (نادراً).

وعادة ما ينظر للاستثمار في هذه السندات تعلقاً بمخاطر أكبر من تلك التي ينطوي عليها الاستثمار في السندات التي تصدر عن الحكومة المركزية، وذلك بسبب نعاائد السندات الصادرة هذه الأخيرة يكون دائماً مضمناً للضرائب، هذا بالإضافة إلى المخاطر التوقعية دفعاً ومخاطر تأجيلها تعتبر معدومة، حيث يمكن للحكومة المركزية زيادة مواردها المالية لمواجهة خدمة الدين عن طريق إصدار المزيد من النقود

<sup>1</sup> - جبار محفوظ، مرجع سابق ذكره: [ص. جبار محفوظ - 2002](#). ص: 63-64.

وعن طريق التوسع في فرض ضرائب جديدة، أما الحكومة ما تالمحلية فليسمح لها إصدار النقود كما أن قدرتها على فرض ضرائب جديدة عمادة مات كونه محدود، لذلك يتم إعفاؤها من الضريبة التي تفرضها الحكومة المركزية، غير أن هذا الإعفاء يقتصر فقط على العائد المتمثل في الفوائد وأن يمتد إلى الأرباح الرأسمالية التي يمكن أن تنتج عن بيع تلك السندات .

### 3 - سندات منشآت للأعمال:

تعتبر السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقرض) والمستثمر (المقرض)، وموجب هذا الاتفاق يقرض المستثمر مبلغاً معيناً للمؤسسة التي تتعهد برد أصل المبلغ والفوائد المتفق عليها في تاريخ محددة. وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض كرهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد، كما قد يقتضي شروطاً لصالح المقرض كتمديد قيمة القرض.

المطلب الثالث: تقسيما السندا تحسب معيار الحقوق والامتيازات:

يعد هذا المعيار الأكثر تداولا كما أنه مجموعا لأنواع التي تتحدد بموجب تعدد الأكترا انتشارا أو

استعمالا في الأسواق المالية، مما يجعلنا نولي لها اهتماما أكبر، ومن أهم هذه الأنواع عند ذكر:

أولا: سند المشاركة في الأرباح:

يمنح هذا النوع من السندا للمستثمر الحقيقي الحصول على جزء من أرباح المؤسسة إضافة

إلى الفوائد الدورية التي يحصل عليها، بمعنى آخر. إضافة إلى الفوائد المحددة دوريا يشارك حامل هذا

النوع من السندا المساهمين العاديين في الأرباحا القابلة للتوزيع وفقا للشروط المحددة مسبقا.

ثانيا: السندا المؤشرة:

السندا المؤشرة هي السندا التي يكون معدل فائدتها أو سعر سدادها والعنصرين معا

يتغيران تبعاً لمؤشر محدد، والغرض من هذا السندا هو المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السندا.

أما عن المؤشرات المستعملة فهي متعددة فقد يكون المؤشر مستوياً بسعر التجزئة أو مستوياً بسعر الجملة أو غيرهما للمؤشرات.<sup>1</sup>

ثالثا: السندا اذ تقسيمات لا اكتاب:

السندا اذ تقسيمات لا اكتاب عبارة عن سندا اذ تقسيمات لا اكتاب بغيرها بالكتابة بغيرها سندات

تصدرها المؤسسة، وذلك خلال فترة معينة وبسعر محدد مسبقا عند الإصدار، ويرتبط بهذا النوع من

السندا تقسيمات لا اكتاب بتعطيها حقا لا اكتاب بسوا في سهمو / أو عدة أسهما في سندو / أو عدة

سندات، وهذا التقسيمات قابلة للتداول بصفة مستقلة عن السندا اذ تقسيمات لا اكتاب بغيرها المالية التي يمكن

الاكتتاب فيها بواسطة هذا التقسيمات فإخذ النوع من السندا اذ تقسيمات لا اكتاب:

1 - السندا اذ تقسيمات لا اكتاب بغيرها سندات: (OBSO)

1- أحمد بوراس: أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر 2002.2003 أحمد بوراس: 2002-

تعطيهذا السندا تلصاحبها الحقيقيا لاكتتاب مستقبلا فيسندو / أو سندا إضافية وذلك من خلال القسيمة المرتبطة بها ويكون معدلا لفائدة الخاص بهذا النوع من السندا أقل من معدلا لفائدة السوقى ذلك لأنها مما صاحبها السندا تفرص تحقيقا رباحا مستقبلا

تعوضهنا تخفض معدلا لعائد هام مقارنة بالسندا العادية، كما أننا نخفض هذا المعدل ليكون في صالح المؤسسة المصدرة كونها تحملها تكلفة أقل.

## 2 - السندا ذات قسيمة التكتاب (OBSA)

هي عبارة عن سندا تفرقة بقسيمة أو عدة قسيمة تتسم حلصاحبها الاكتتاب فيسهم وأعدة أسهم تصدرها المؤسسة، والجدير بالذكر أن صاحب السند في هذا الحالة غير مجبر على الاكتتاب بل لها خيارين البقاء ضمن دائمة المؤسسة أو التحويل لصاحب حصة ملكية فيها. وتتميز قسيمة الاكتتاب في أسهم<sup>2</sup>:

- **سعر الممارسة:** هو السعر الواجب دفعه من طرف صاحب القسيمة أو القسيمة وذلك كقيمة مقابل اكتساب سهم جديد للمؤسسة المصدرة، ويتم تحديد هذا السعر مسبقا في عقد الإصدار.

- **معدلا لاكتتاب ( 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.

### رابعا: السندا القابلة للتحويل:

السندا القابلة للتحويل هي سندا تعطى لصاحبها الحقالا اختيارا في تحويل السندا أو السندا التي تكون بحوزة المساهم ومجموعة أسهم، وتتم عملية التحويل وفقا لشرط محددة مسبقا

Mis en forme : Police :10 pt, Police de script complexe :10 pt, Français (France)

Mis en forme : Police :10 pt, Police de script complexe :10 pt, Français (France)

<sup>1</sup>- Josette Peyrard : La Bourse ,6e édition ,Librairie Vuibert ,Paris , 1998, Josette peyrard :1998, p32.

<sup>2</sup>- J.Teulie , P.Topsacalian : finance, 2eme édition, vuibert, Paris ,1994, Teulie , P.Topsacalian :1994, p249-250.

وخلال فترة زمنية معينة منصوب عليها في عقد الإصدار<sup>1</sup>، وعادة ما تكون  
هذا السند قابلة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حاملها على تحويلها إلى أسهم معادية، وبالطبع لا يتوقع  
أن يتم استخدام شرط التحويل إلا عند ما تكون قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء.

#### خامسا: السند المتمتعدة بالدخل:

المؤسسة التي تصدر هذا النوع من السند اتلاتدفع الفوائد عليها خلال فترة حياة السند ولا  
يعني ذلك أنها معفية من دفع هذه الفوائد، وإنما يتم تسديد قيمة السند مع الفوائد المترتبة على كل دفعة واحدة  
عند نهاية مدة القرض السندي، ويتلقص صاحب السند علاوة تسديد معتبرة عند تاريخ التسديد.  
ومعدل لفائدة هذا النوع من السند اتبأهم مرتفع نسبيا وذلك لكونهم مؤجلا لاستحقاق.

#### سادسا: السند اتداتالدخل:

يتماشى هذا النوع من السند اتمع احتياجات البنوك الإسلامية، إذ لا يجوز لحملة المطالبة  
بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها المؤسسة أرباحا، ومعدل كلف قد ينصف بعض عقود الإصدار  
علما أن حاصل حامل السند علماء الفوائد عنسنة للتحقق فيها أرباح، وذلك من أرباح حسنة لاحقة، كما  
قد ينص على ضرورة قيام المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السند اتعند حلول تاريخ  
استحقاقها، إضافة إلى ذلك فقد ينص على عقد علما أن يكون له حامل السند الحق في طلب تحويل السندات إلى أسهم معادية.<sup>2</sup>

#### سابعا: السند اتالمسددة بواسطة أسهما وشهاداتا استثمار:

لا يتم تسديد قيمة السند في هذه الحالة نقدا وإنما تقدم لمصاحب السند والسند اتعند تاريخ  
الاستحقاق مجموعة أسهما وشهاداتا استثمار مقابلا لمبلغ المستحق علماء المؤسسة.

<sup>1</sup> منير إبراهيم هندي-1998 منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية 1998. ص: 33.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي-1998. ص: 33.

## ثامنا: السندات منخفضة الجودة:

وتسمياً أيضاً السندات الرديئة، وقد استحدثت ثمانية الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأسمال المؤسسة التبريدية، وذلك كإصدار قروض تستخدم محصيلاتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق، وعادة ما يتبع لزيادة كبيرة نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفة بقدر كبير من المخاطر.

## تاسعا: السندات ذات المعدل المتحرك:

استحدثت هذا النوع من السندات تفيدياً الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى ارتفاع معدل الفائدة، مما ترتب عليها انخفاض القيمة السوقية لها، وخاصة منها طويلة الأجل، الأمر الذي أدى إلى إلحاق خسائر رأسمالية كبيرة جداً بحملة هذه السندات، وعادة ما يتحدد لتلك السندات أسعار فائدة مبدئية تستمر العمل به لمدة ستة أشهر، علماً أن أعاد النظر في هذ ورىا كل نصف سنة بعد تعديله ليتلاءم مع معدل الفائدة الجارية في السوق، وقد وجد هذا النوع من السندات امتناً جلاً للحفاظ على مصالح الحكام المؤسسات المصدرة لها وكذا جمهور المستثمرين فيها.

### المطلب الرابع: أنواعاً خري للسندات:

توجد أنواعاً خري للسندات تتجمعين خصائصاً أساسية هي خصائص السندات، نذكر من بينها ما يلي:

#### أولاً: سند المساهمة:

- تعد سند المساهمة وسطيناً أساسياً للسندات، و هي عبارة عن سند اتدني قابلية للتداول لا يتم الوفاء قيمتها إلا عند تصفية المؤسسة، و
- هذا بعد الوفاء بكامل الحقوق والديون الأخر كما يمكن أن يشترط عقد الإصدار الوفاء بقيمة سند المساهمة بعد انقضاء أجل لا يقل عن 5 سنوات ابتداء من تاريخ الإصدار<sup>1</sup>.
- وينقسم هذا النوع من الأوراق المالية إلى قسمين جزء ثابت و آخر متغير. القسم الثابت يحدد بموجب عقد الإصدار أما القسم المتغير فيكون تابعاً لمستوى نشاط المؤسسة أو استناداً إلى حجم النتائج المحققة.
- ما يميز مكافئة هذا النوع من السندات هو اعتبارها كأعباء للدورة المعنية شأنها في ذلك شأن الفوائد على القروض.
- ليس لحاملي سند المساهمة الحق في التصويت إلا أن المشركاء الجزائريين من جماعة حاملي سندات المساهمة عدة صلاحيات تسمح لهم بالمشاركة في تسيير المؤسسة و من بينها هذا الحق فنذكر<sup>2</sup>:
- الاجتماع لسماع تقرير مدير الشركة الخاص بالسنة المالية المنصرمة و تقرير مندوبي الحسابات حول حسابات السنة المالية والعناصر المستعملة لتحديد عائد سند المساهمة.
  - حضور جماعة حاملي سند المساهمة جمعيات المساهمين و إمكانية استشارتهم في جميع المسائل المدرجة في جدول الأعمال باستثناء المسائل المتعلقة بتوظيف مدير الشركة وإقالتهم.
  - إمكانية الاطلاع على وثائق الشركة حسب الشروط المطلوبة بالنسبة للمساهمين.

<sup>1</sup> - المادة 715 مكرر 76 من القانون التجاري.  
<sup>2</sup> - المادة 715 مكرر 78-80 من القانون التجاري.

ثانياً: السندات الثانوية:

السندات الثانوية والتابعة هي نوع من أنواع السندات لا يتم الوفاء بها إلا بعد تسديد باقي الدائنين الآخرين

(ماعداد حاملي سند المساهمة) وتميز 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 أنها حذم كافة هذا النوع عشك لفائدة سنوية عادة ما تفوق فائدة السندات العادية وذلك نظراً لتحملها لمخاطر أكبر.

2 - السندات الثانوية القابلة للتسديد: (TSR)

يميل هذا النوع من الأوراق المالية إلى القروض والسندات باعتبارها يمثل ديناً يستحق

خلال فترة محددة، ولتشجيعه لاكتسابها الأوراق المالية الثانوية يتم تسعده إجراء اتذك منمها<sup>1</sup>:

- إدراج عملية إعادة التغطية "Re-packaging" القاضية بتحويل المدة غير المحددة إلى مدة معلومة

مما أدى بالظهور نوع جديد من الأوراق المالية (TRDIR).

- خلق أوراق مالية ثانوية قابلة للتحويل إلى أسهم والتباين مختلف عن السندات القابلة للتحويل سوف تترتبها الاستحقاق.

المبحث الثاني: السوق السندي

يحتل السوق السندي أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية ويلعب دوراً مهماً 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 بيعاً وشراءً بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين.

ويمكن إيجاز خصائص السوق السندي فيما يأتي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup>Gerard Marie Henry ,Armand Colin :les marches financiers ,Paris 1999-,p23.

- السوق السندي هو سوق تفاوض (Gré à 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.

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<sup>2</sup>.

وتعتبر السندات حق دين، وتمثل في انقسام (تجزئة) قرض إلى أقسام متساوية، تصدر من طرف

المؤسسات الخاصة والعمومية وكذلك الدولة. وبالتمعن في الشكل رقم (1) يمكن استخراج المفاهيم التالية:

### 1: الشكل رقم (1-1) رسم توضيحي للسند

<sup>1</sup> - [Lawrence Gitman, Michael Joehnk, Gérard Desmulliers, Frédéric Herbin, Octave Jokung, Georges Langlois : Investissement et marchés financiers, Université d'Arizona, 9e édition, Pearson Education Paris France, 2005. Lawrence Gitman et autres; 2005. P 46](#)

<sup>2</sup> - [Lawrence Gitman et autres; 2005 Ibid. P 46](#)

Gérée par la Caisse des Dépôts et Consignations	
Emprunt à taux Fixe: 1.5 milliard de Francs soit 300000 obligation de 5000 F	Emprunt Février 1988 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	Prix d'émission: 4950 F
Taux nominal: 9.90 % Taux	1 <sup>er</sup> Coupon payable le 22 février 1989
De rendement	
Actuarial brut: 9.56 % 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.

- قيمة الإصدار أو سعر الإصدار: هي القيمة التي تتداول بها السندات في السوق الأولى.

وتجدر الإشارة إلى أنه هناك عدة حالات حيث:

- إذا كان سعر الإصدار مساوياً 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، وتتأثر القيمة السوقية للسندات بعدة عوامل نذكر منها.

- القيمة السوقية للسندات تتغير في اتجاه معاكس لتغير سعر الفائدة في السوق، فإذا ازداد سعر الفائدة

السائد في السوق تتراجع القيمة السوقية للسندات نظراً لأن المستثمر يتوقع عائداً أقل، أما إذا انخفضت أسعار

الفائدة السائدة في السوق فإن قيمة السندات ترتفع لأن المستثمر يتوقع عائداً أكبر.

- تتأثر السندات سلبيًا بالتضخم، لأنه عادة ما يؤدي التضخم إلى زيادة أسعار الفائدة السائدة في السوق

وبالتالي تتراجع القيمة السوقية لتدفق المسدد ومن انخفاض القيمة السوقية للسندات.

- تزداد درجة عدم التأكد كلما زادت أو تعاضمت مدة استحقاق السندات أين يصبح المستثمر يخشى

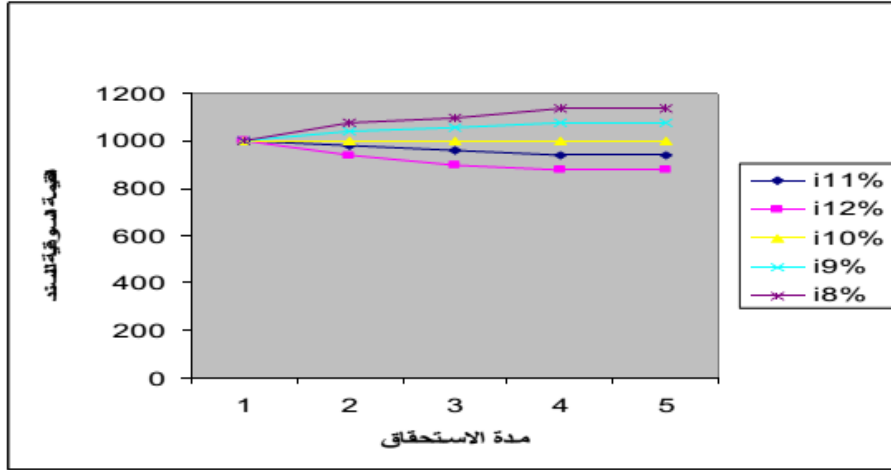
عسر أو إفلاس مصدر هذه السندات وعدم قدرته على تسديد الفوائد أو أصل القرض في نهاية المدة، مما يؤدي

بالمشترى المطالبة بعائد أكبر هذا من جهة، ومن جهة أخرى تتراجع القيمة السوقية لهذه السندات كلما زادت

درجة عدم التأكد لزيادة خطر عدم السداد.

ولتوضيح سلوك القيمة السوقية للسند نورد الشكل الموالي:

رسم توضيحي (1-2): تغير القيمة السوقية للسند



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

source: Lawrence Gitman et autres :2005,p 445

و يظهر الشكل سلوك القيمة السوقية للسند، حيث أن السند - وفي التقطيع المقبل، والذي يوافق زمن

تقطيع الكوبونات- سوف يباع (يشترى) بقيمته الاسمية عندما يكون سعر الفائدة السائد في السوق مساو يا لمعدل الكوبون (حالة معدل الكوبون 10% ومعدل 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، وتستقل 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<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>- محمد صالح الحناوي-2005محمد صالح الحناوي: الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية الإسكندرية، 2005. ص 226.

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

$$\text{قيمة الكوبون} - R = \text{القيمة الاسمية للسند} \times N \times \text{سعر الفائدة الاسمية للسند} \quad |$$

$$^1 R = N \times I, I = R/N$$

وتجديلاً لشارة البأئنا كسعر ينل الفائدة، الأول هو سعر الفائدة الاسمي. وهو ذلك السعر المحمول في الورقة، والثاني هو سعر الفائدة الحقيقياً ومعدلاً للعائد الحقيقي. وهو ذلك السعر والمعدل الذي يعبر في لحظة معينة عن عائد الاستثمار في هذا السند اعتماداً على سعر الفائدة المر كبة.

ويمكننا الحصول عليهم من خلال المساواة بينا القيمة الحالية للسند مضافاً إليها القيمة الحالية للسند عند C مع القيمة الحالية للفوائد لمستقبلية التسديد.

حيث: - N: القيمة الاسمية للسند.

- R: العائد أو قيمة الكوبون.

- 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 التفريط في الاستثمار.

<sup>1</sup> - Josette Peyrard : les nouveaux instrument financiers librairie vuibert , Paris septembre ,1988 p69.

ويتوقف قرار

الاستثمار على معدل العائد الحقيقي، فإذا كان معدل العائد الحقيقي أكبر من السائد في السوق يقبل المستثمر على شراء هذا السند أما إذا كان معدل العائد الحقيقي أقل من المعدل السائد في السوق فإن المستثمر يتخلى عن الاستثمار في هذا السند.

#### - مدة حياة السند **La durée de vie de l'obligation** :

وهي المدة التي تفصل بين تاريخ الإصدار وتاريخ الاستحقاق، أما إذا تم إصدار القرض لسند يعطى مدة مراحل، نتكلم هنا على مدة الحياة المتوسطة والتي تتساوى مع متوسط مدة حياة كل مرحلة من القرض السندي أي:<sup>1</sup>

حيث أن:  $A$ : السنوات المتغيرة.  $n$ : إجمالي السنوات.

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

#### - استهلاك القرض السندي <sup>2</sup>:

إن استهلاك القروض السندية أو السندات هي نتقوما لجهة المصدرة السند اتبر دقيمة السند اتل الحامل لها وفق الشروط لإصدار المنصوص عليها، أي يتم تسديد القرض السندي بقيمتها الاسمية أو بأكثر من القيمة الاسمية وهنا كالقروض السندية غير قابلة للاستهلاك. حيث يتم تسديد إيرادات اذات اذ ائمة ومستمرة لحامل هذا السند اتسويا ولمدة غير منتهية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup>-Pierre Vernimmen : Finance d'entreprise ,théorie et pratique ,4ème édition ,Daloz ,Paris ,2000 Pierre Vernimmen : 2000, p 456

<sup>2</sup>- سوف يتم التلرق لهذا الموضوع بشكل أكبر في العنصر التالي.

<sup>3</sup>-op cité :Josette Peyrard : 1988, p70.

### المطلب الأول: عمليات السوق السندي:

يعتبر السوق السندي مكانا للتقاء بين المؤسسات المقترضة أو المصدرة للسندات والمستثمرين .

وتختلف العمليات التي تتم على السندات من مرحلة إلى آخرى فمن إصدار السندات في السوق الأولى وليا لتداولها في السوق الثانوية، ثم نهاء عملي

ة القرض السندي عن طريق تسديدها واستدعاءها وتحويلها إلى أسهم لبدأ سهم لدا رأينا التطرق إلى مختلف العمليات التي تتم على السندات انطلاقا من إيص دارها إلى الغاية نهايتها .

### المطلب الثاني: إصدار السندات:

يعتبر إصدار السندات صناعة خدمية تمويلية واسعة الانتشار تنظمها القوانين المختلفة محليا وعالميا<sup>1</sup>.

ومن المعروف أن عملية إصدار قرض سندي معيّن تتم مرة واحدة فقط ما إذا أراد مصدر قرض سندي إصدار قروض سندية أخرى تحت حمل نفس

مواصفات القرض السندي الأول (نفس مدة الحياة، نفس الكوبون، نفس تاريخ الاستحقاق، نفس سعر الاسترجاع، نفس الضمانات... .)

.(

فإنه يمكن الجمع بينها في قرض سندي واحد يحمل المبلغ الإجمالي يعرض إصدار عدة قروض سندية وهذا ما يعرف بحاكاة القروض<sup>2</sup> أو تجميعا

لقروض "Assimilation d'emprunts" وتعد عملية تجميع القروض السندية عدة مزايان ذكر منها:

- تقليص مصاريف تكاليف التسيير، نظرا لوجود قرض سندي واحد مجمع.
- زيادة السيولة في السوق الثانوية، مما يسهل تقليص التكلفة، لأن المستثمر ينسوي في ظل المعدل
- فائدة منخفضة.
- إن القروض السندية المجمعة تحمل نفس المواصفات بعد مبلغ الإصدار وهو ما يجعلها مطابقة لشروط السوق السندي مما يوفر الوقت ويخفف
- ضت تكلفة البحث علماً أيضاً إصدار الأول ويند اينصعليا مكانية التجميع للقرض السندي لأول مع قروض سندية أخرى في المستقبل .
- ويشارك في صناعة السوق السندي عدة أطراف نذكر منها:<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- عبد الغفار حنفي: 2003، عبد الغفار حنفي: بورصة الأوراق المالية - أسهم، وثائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، ص: 292.

<sup>2</sup>- Pierre Vernimen: 2000, p459.

<sup>3</sup>- عبد الغفار حنفي: عبد الغفار حنفي: جمع سبق ذكره: 2003. ص: 292-293.

أولاً: المستثمر:

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

ثانياً: المصدر:

وهو المقترض الذي يجب أن يتمتع بموقف مالي جيد يطمئن إليها المستثمر لتوقيع اتفاقية شراء السندات، إلجانبتتمتع به بشخصية سيادية اعتبارية مستقلة.

ثالثاً: صانع السندات:

وبمثالجهة التي تقوم بمبا الترويج للسندات من خلال التقدّم بعروض أفضل لسعر الشراء والبيع، مما يساهم في توفير درجة سيولة في السوق المالي. دي.

رابعاً: السمسار:

فرد أو مؤسسة يعد بمثابة وكيلينو بعنصانع السوق فيبيعو شراء السندات، ويمد المستثمر بالآلية التي تمكنهم من الدفع المباشر للمقترض (المصدر).

خامساً: المضارب أو المتعامل:

فرد أو مؤسسة تلعب دوراً رئيسياً في بيعو شراء السندات.

سادساً: المنظم:

وهو المسؤول عن تنظيم وضمان اكتتاب إصدار السندات وفقاً لالتزاماتها، وتمثلها هيئات مختصة صانته فيما يلي:

- 1- اختيار المجموعة المشاركة في إدارة السند.
- 2- تحديد الحصة القانونية لاكتتاب كالاترافالمشاركة والعملة التي ستستخدمها في الاكتتاب.
- 3- إمداد المصدر بكافة البيانات والتحليلات الخاصة بالسوق متضمنة مصادر التمويل واثالأسعار.

4- التفاوض على الشروط النهائية للإصدار .

5- مساندة أو المحافظة على استقرار سعر الإصدار من خلال شراء فائض السندات من السوق .

6- إعداد المستندات الخاصة بالسند .

سابعاً : مؤسسات التقييم :

وهي الجهة المختصة بتقييم السندات ، وظهرت تقييم السندات منذ 1909 بالولايات المتحدة الأمريكية على يد " جون مودي ."

وتوجد حالياً أربع وكالات للتقييم في الولايات المتحدة الأمريكية وهي :

- Moody's Investors Service: Moody's .

Mis en forme : Anglais (États-Unis)

- Standard et Poor's .

Mis en forme : Anglais (États-Unis)

- duff et Phelps credit rattsg : duff et Phelps.

Mis en forme : Anglais (États-Unis)

Mis en forme : Anglais (États-Unis)

- Setp Fitch investor Service Company: Fitch.

Mis en forme : Anglais (États-Unis)

Mis en forme : Anglais (États-Unis)

Mis en forme : Anglais (États-Unis)

Mis en forme : Anglais (États-Unis)

ويقوم التقييم على تقدير خطر إفلاس المصدرين والمقرضين ولا يتضمننا أخطاراً أخرى<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Gérard Marie Henry: 1999, -Gerard Marie Henry ,Armand Colin :les marches financiers ,Paris 1999,P 33.

المطلب الثالث: تسعير السندات:

يسمح السوق السندي ببيع وشراء السندات بمختلف أنواعها، وذلك بعد أن يتم تسعيرها في السوق أولاً وليو الثاني، وهو ما سوف يتم تو

ضحيفيما سيأتي:

أولاً: تسعير السندات في السوق أولاً:

يتضمن تسعير الإصدار الجديد سعر السند بالإضافة إلى القيمة الكوبون أولاً لاجل الاستحقاق، ومعدل الربحية التي يحصل عليها المستثم

مر، وهنا كالعديد من الاعتبارات التي تؤخذ عند تحديد ربحية السند أهمها: <sup>1</sup>

- تحديد الجهة المسؤولة عن إدارة السندات، هامش الربح المطلوب للمستثمر فوق معدل سعر الفائدة على السند اتا الحكومية (المعرو

فكنقطة إرشادية لتحديد العائد)، ولتحديد ذلك يتم إجراء دراسة مقارنة للسند اتا الجار يتداولها في السوق.

- يتم تحديد مستوى اتا الرسوم التي تسدد للبنك.

- يتم احتساب العائد الخاص بالمستثمر بعد إجراء التسويات بين تكلفة العائد والرسوم التي تسدد للبنك.

- يتم احتساب قيمة الكوبون الخاصة بالسند وفقاً لسعر الإقفال المنسوب بالمعدل لالربحية المطلوب للمستثمر.

ثانياً: تسعير السندات في السوق الثاني:

يتم التعبير عن سعر السند في السوق السندي كنسبة مئوية من القيمة الاسمية، إذ يتم إرجاع قيمة السند إلى الأساس 100 %<sup>2</sup>،

ومشمة إذا أردنا الحصول على قيمة السند يتم ضرب النسبة في القيمة الاسمية.

إن التعبير عن قيمة السند اتبها الطريقة يسهّل المقارنة بين مختلف السندات، وحتتم هذا المقارنة بشكل صحيح لاجل عدم

إدماج قيمة الكوبون اتلذا يتم الإعلان عن قيمة السند اتفي النشر اتدون إدراج الفوائد المستحقة منذ آخر تقطيع الكوبون، (sans le

coupon couru depuis le dernier détachement) إذ يتم دفع قيمة السند إضافة إلى الفوائد المستحقة تناسباً مع المعاملة.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، عبد الغفار حنفي: 2003 مرجع سبق ذكره: 2003. ص: 297.

<sup>2</sup> Pierre Vernimmen: 2000 - Pierre Vernimmen : Finance d'entreprise, théorie et pratique, 4ème édition, Dalloz, Paris, 2000, p458.

وفيا لأخير يمكن الإشارة إلى أن الأهملا يمكننا اتخاذ قرار تداوول السندات، سواء في السوق أو ولأ والثانوي بالامراعاة عاملياً ساسيينهما:

معدل (المردود) العائد الحقيقي هو مشال الربح المطلوب بعلمنا لا استثمار، وهو ما سيتم التطرق إليه فيما سيأتي.

ثالثاً: معدل لعائد الحقيقي:

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

ويمكننا الحصول عليهم من خلال المساواة القيمة الحالية للسند C،

مع القيمة الحالية للفوائد المستقبلية مضافاً إليها القيمة الحالية للسند عند التسديد.

حيث:

• N: القيمة الاسمية للسند.

• R: العائد والكوبون.

• C: القيمة السوقية أو الحالية للسند.

• n: مدة حياة السند.

• i:

معدل المردود الحقيقي، ويساوي كذلك تكلفة الفرصة البديلة بالنسبة للمستثمر والتي تتسم بتكلفة التفریط لاسم است

مار.

ويعتبر هذا المعدل بالنسبة للمستثمر مشترياً بالسند بمثابة معدل المردود الذي يتوقعه، إذا احتفظ بالسند إلى تاريخ استرجاعه كلال

فوائد وأصل السند، وأخذها الفوائد المسددة يعاد استثمارها بنفس هذا المعدل.

أما عند ما احتسب بتكاليف الواسطة والاقطاع الضريبي في هذا العائد الخايم مثلها بالنسبة للمكتسبياً والمستثمر ينمردود تحقيق

ياقبلضريبة التوظيف، أما بالنسبة للمصدر ينمردود يعيد تكلفة حقيقية قبلضريبة الاقتراض، ومنهنا فإننا المستثمر ينمردود بمعدل لعائد ح

قيماً خذ في الحسبان مصادر بفالوساطة وقيمة الاقتطاع الضريبي ما المصدر ونفيعتبر وأن هذا التكلفة الحقيقية الحامل للقرض والسندية س  
 وتزداد بعلاوات الواسطة كما أن الاقتطاعات الضريبية تشكل للمؤسسات المصدر وفرضي مما يقلل من التكلفة الفعلية للقرض السندي  
 1.

#### رابعاً: هامش الربح المطلوب بعلا لا استثمار " SPREAD:

هو الفارق بين معدل مردود القرض السندي ومعدل المردود المرجعي في السوق السندي، وعادة ما يؤخذ معدل مردود السندات التي تصدره

الدولة كمعدل مرجعي باعتبارها من السندات ذات النوعية الجيدة، نظراً لخلوها تماماً من المخاطر<sup>2</sup>.

ويتوقف هامش الربح المطلوب بعلا لا استثمار 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 التفضيلاً والاختيار على أساس هامش الربح المطلوب  
 وبعلا لا استثمار.

#### المطلب الرابع: إنهاء عملية القرض السندي:

يجب أن توضح حشرة الاكتتاب، كيفية إنهاء عملية القرض السندي سواء بتقديم طريقة استهلاكه، أو عن طريق استدعائه قبل أن ينحى

نمو عداته كنهائياً، أو نحو يلها إلى أسهم وفقاً لمعيار معين، وهذا ما سيتم التفصيل فيه فيما سيأتي:

<sup>1</sup>- Pierre Vernimmen:2000op cité :Pierre Vernimmen:2000.p:p :457,458.

<sup>2</sup>- Pierre Vernimmen: 2000-op cité.p.p458.

أولاً: استهلاك القرض السندي:  $n$

إن استهلاك القرض السندي هو أن تنقو ما لجهة المصدرة للسند تبرد قيمة السند إلى الحاملها وفقاً لشروط السداد المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب عند إصدارها.

و يجباً تتوضح لجهة المصدرة في نشرة الاكتتاب إما إذا كانت تصد تسديداً واستهلاك القرض السندي دفعة واحدة، أو عن طريق عدة دفعات وهذا إما يتطلب تحديد تواريخ كل دفعة وكيفية السداد لذلك كتمييز حالتينهما:

1 - استهلاك القرض السندي دفعة واحدة آخر المدة:

و يتم بموجب هذا الطريقة الوفاء بقيمة السند المصدرة مرة واحدة في نهاية مدة القرض تماماً لتلتزم لجهة المقترضة بدفع الفوائد السنوية لحماية كل سنة، وتحسب هذه الفوائد على مبلغ القرض الكلي على أن يتم تسديد القرض واحداً دفعة واحدة في نهاية المدة وتلجأ المؤسسة سائر المدة النوع من الاستهلاك للسند إذا استتجتاً نهيماً مكاناً استثماراً أموالها في معدل تفوق معدل الفائدة السند المصدرة. وحتي تستنسل للجهة المقترضة أنتهتلك القرض نهاية المدة فإنها تقوم بتشكيل احتياطي سنوي لموا جهة الاهتلاك خلال المدة، علماً أن بلغ عملتها القيمة الاسمية لمجموع السند أياً القيمة الاستهلاكية للسندات. وينصح باستعمال هذه الطريقة عندما يتوقع ارتفاع أسعار الفائدة، بعدما يتم إصدار القرض السندي.

2 - استهلاك القرض السندي بأقساط متساوية:

وفقه هذه الطريقة تكون الأقساط لتتلتزم بها الجهة المصدرة سنوياً متساوية، ويتكون كل قسط من الفوائد المستحقة على السنة والاستهلاك السنوي والجزء المستهلك من القرض الذي يساوي عدد السند المستهلكة مضروباً في القيمة الاسمية للسند في حين أن القسط السنوي يتما حسناً بحسب العلاقة التالية:

$$\text{القسط السنوي} = \text{القيمة الحالية لمبلغ القرض} \times \frac{i}{N(A-1)}$$

$$\text{أي: أن القسط السنوي} = \text{القيمة الحالية لمبلغ القرض} \times \frac{N(A-1)}{i}$$

حيث:

i: معدل الفائدة الاسمي.

N: مدة القرض.

$N_A$ : القيمة الحالية لوحدة نقد واحدة خلال  $N$  سنة بمعدل فائدة  $i$  (وفقاً لجدول المبالغ رقم 1).

ثانياً: استدعاء السندات:

تتفاوت تنواريحاً استحقات السندات، فقد تكون قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، وهذا قد تشترط المؤسسة المصدرة للسندات أن يكون لها الحق في استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق بإعادة شرائها وقد تلجأ المؤسسة المصدرة إلى مثل هذا الشرط إذا ما انخفضت أسعار الفائدة في السوق مقارنة بما كانت عليه عند إصدار السندات، وحينئذ تقوم المؤسسة باستدعاء السندات القديمة وإصدار سندات أخرى ببدلية بمعدل أقل لتناهيها عن مستوى الفائدة السائدة.

ولتعويض حامل السند عن المخاطر التي ينطوي عليها حق الاستدعاء، فعادة ما ينص على أن قيمة الاستدعاء أكبر من القيمة الاسمية للسند، وهذا الفرق يطلق عليها اسم علاوة الاستدعاء<sup>1</sup>.

إن قرار استدعاء سند أو إعادة تمويله بإصدار جديد يجب أن يتخذ على ضوء تحليل الربحية المحققة منه هذه العملية، ويمكن معالجة هذا القرار كأحق قرار موازنة رأسمالية بين محتمل لا ينفقات نقدية وما يقابلها من التدفقات النقدية، فالإنفاقات النقدية الخارجة تتمثل في علاوة اس تدعاء الإصدار القديم ونفقات الإصدار الجديد، أما التدفقات النقدية الداخلة فتتمثل في وفرة تفتحها كالفائدة السنوية المحققة نتيجة إلى إصدار الجديد، أي الفرق بين نتيجة الإصدار القديم والجديد.

وبخصوص التدفقات النقدية بتكلفة الاقتراض للمؤسسة وحسباً بصفاء القيمة الحالية يمكن تحديد جدوى

استدعاء وإعادة تمويل إصدار سندات<sup>2</sup>.

ثالثاً: تحويل السندات إلى أسهم:

<sup>1</sup> أحمد بوراس: 2003-2002. أحمد بوراس مرجع سابق ذكره: 2002-2003. ص: 19.  
<sup>2</sup> محمد أمين منزه الميداني: 1993. محمد عزت أمين الميداني: الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول والمعادن، الظهران، ص: 507-508.

إن السند القابلة للتحويل إلى أسهم هي تلك السندات التي يستطيع حاملها استبدالها بأوراق مالية أخرى خاصة بأسهم عادية لنفسها لشركة وبذلك يصبح ممثلاً لها، أي يبين مساهميتها العاديين، لنفسها لحقوق وعليه نفس الواجبات، وتمهدها العملية وفقاً لشروط محددة مسبقاً وخلال لفترة زمنية معينة منصوص عليها في عقد الإصدار. وبهذا يمكن لحملة هذا النوع من السندات الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيلها لدى سدة لندهور وويلنسبيا، والتحويل إلى أسهم الحصول على أرباح عند ما تحسن وضعيتها المالية. ولا يتم توقع استخدام شرط التحويل إلا عند ما تكون قيمة التحويل أعلى من القيمة السوقية الحالية فيتأخر بخلاف الإصدار.

وتتميز القروض السندية القابلة للتحويل بالخصائص التالية:<sup>1</sup>

—

يختلف القرض السندي القابل للتحويل إلى أسهم عن القرض العادي بمنحياً للقرض السندي القابل للتحويل إلى أسهم يمكن استبدالها بأسهم المؤسسة المصدر للقرض بشرط محددة مقدماً وخلال لفترة زمنية معينة في نشرة الإصدار، وقد يتم تحويل القرض السندي بحصص ملكية إذا كانت المؤسسة المصدر للقرض السندي تعاونية أو حصص مشاركة.

—

فيما يتعلق بالفترة التي يتم خلالها استبدال القرض السندي بعدد من أسهم محددة في نشرة الإصدار ولا يجوز تعديها، فقد تكون هذه الفترة تساوي مدة القرض وخلال لفترة أقصر من ذلك.

علماً بالنسبة لنسبة كيفية استبدال القرض السندي بأسهم محددة للشروط خلال مدة القرض، ولكن لا يجوز إجراء هذا التعدي

إلا إذا أقرت المؤسسة تعدياً تعلقاً باسمها لها بعد إصدار القرض السندي بموجباً ينص على ذلك في نشرة الإصدار

وعن أسلوب الذي يتبعه لإحداث هذا التغيير.

<sup>1</sup>- عبد الغفار حنفه رج سيق ذكره عبد الغفار حنفه: 2003. ص: 306.

فترة أو مدة التحويل:

تحدد المدة التي يمكن خلالها تقديم السند للمبادلة بأ سهم وقد لا يتم التحويل خلال العامين الأول والثاني والثالث أعواماً إلا خيرة من مدة القرض، لذا عملت الشركة أن تحدد بوضوح الفترة التي يتم خلالها التحويل إلى أسهم.

معدل التحويل:

بمعدن السند التي يجب إعادتها إلى المؤسسة المصدرة للقرض مقابل الحصول على أسهم، ومن ناحية التحليلية لم يحدد وتحويل السندات إلى أسهم فإن العملية يمكن النظر إليها من زاويتين. تتمثل الأولى في عدد الأسهم التي يمكن أن تمنح نظير سند واحد، أما الثانية فتتمثل في وجهة النظر العكسية، أي عدد السندات التي يمكن أن تلغ نظير سهم واحد.

ففي الحالة الأولى ولنقص بقيمة التحويل القيمة السوقية للسهم مضروبة في معدل التحويل، أي عدد الأسهم العادية مقابل كل سن دقا للتحويل، وتختلف قيمة التحويل عن سعر التحويل، إذ يتمثل سعر التحويل بقيمة الاسمية للسند القابل للتحويل يتم تقسومها على معدل التحويل<sup>1</sup>.

ولتقييم إمكانية وأفرصة التحويل لا بد من معرفة الفرق بين القيمة السوقية للسند التي يتم تحويلها إلى أسهم القيمة السوقية للأسهم التي يمكن الحصول عليها نتيجة التحويل، ومن هنا يمكن استنتاجاً أن القيمة الاسمية للأوراق المالية في حد ذاتها ليست معيار المقارنة، وذلك بالرغم من أنها في الوقت الذي يكون للقيمة الاسمية للسند معن معين، نظر الأهمغالباً ما يتم السداد بهذا القيمة في تاريخ استحقاقها هذا السن ذات، منها فإن القيمة الاسمية للسهم ليست كذلك، وهذا يعني أن إمكانية التحويل لا تتماثل على أساس السوق، أي بقيمة هذا الأوراق المالية في البورصة.

وكي يتسلسلنا تقييم عملية التحويل يجب استخدام مفهومين أساسيين في التحليل، وهما مكافئ التحويل

ومحصلة التحويل.

نقصد بمكافئ التحويل ومناظر التحويل لقيمة السهم الذي يتم الحصول عليه بموجب التحويل من السندات، وهو ما يعنى مقارنة القى

م السوقية للسند التي تعطى لحققي سهمها بسعر السوق للسهم، حيث يتوقف هذا المكافئ على سعر التحويل وسعر السند<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - أحمد بوراس: أحمد بوراس: 2002-2003 مرجع سبق ذكره 2002-2003. ص: 25.

بمعنى آخر نجد أن:

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

$$= \text{عدد السندات التي تعطى لحققيهم} \times \text{القيمة الاسمية للسند} \times \text{السعر السوقى للسند.}$$

أما **محصلة التحويل** فتقيس صافي المكاسب والخسائر التي يمكن أن يتحصل عليها حامل السند من عملية التحويل <sup>2</sup>.

وتتوقف المحصلة النهائية للتحويل على علم مكافئ التحويل وسعر السهم، حيث يمكن حسابه كالآتي:

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

فإذا كانت النتيجة موجبة فإن المستثمر سوف يحقق ربحاً بمقدار هذا النتيجة، أما إذا كانت سالبة فإنه

سوف يتحمل الخسائر.

ويعاير تحويل السند إلى أسهم زيادة عدد الأسهم العادية مما قد يعرض الملاك القدامى (حملة الأسهم العادية القديمة) لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم التي يمتلكونها، إلا أنهم يمكن أن يرضوا هؤلاء المساهمين بتعويضهم جزئياً عن الانخفاض الذي يمكن أن يطرأ على ربحية السهم نتيجة لزيادة عدد الأسهم، بزيادة ربحية معنوية بزيادة صافي الأرباح المتاح للتوزيع، حيث لم تعد هناك فوائد تدفع لحملة السندات التي تم تحويلها إلى أسهم عادية، بمعنى آخر أنهم يمكنهم مؤسسة أن تعوضوا النقص الذي يقدر بطرأ على ربحية السهم من المبلغ الذي كان من المفروض أن يدفعه فائدة الإحالة السنداً تم أخذ المنفعة، ومن جهة أخرى فإننا نتخلص من الأرباح المالية ذات الأثر السلبي لتبديلها بخفضاً لمخاطر المالية التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية، ويؤدي ذلك إلى التحسن في القيمة السوقية للأسهم العادية وهو ما يعرض الملاك القدامى لمخاطر 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 أنها كما نرى قد تتمثل في احتمال عدم ارتفاع القيمة السوقية للأسهم العادية لمستوى يشجع المستثمرين على التحويل بخلاف

<sup>1</sup> - عبدالغفار حنفي: مرجع سبق ذكره عبدالغفار حنفي: 2003، 2003. ص: 309.

<sup>2</sup> - عبدالغفار حنفي: 2003. ص: 309.

فترة المتوقعة، وقد يفهم هذا الحد من قبل المتعاملين في السوق فعلاً ثمؤشرا انخفاض مستو أداء المؤسسة عما كانت متوقفاً، الأمر الذي يترك آثاراً يرموغب فيها على قدرة المؤسسة على حصولها على موارد مالية لتمويل بعضها الفرص الاستثمارية المتاحة مستقبلاً.

وتكمن الميزة الأساسية للسند القابلة للتحويل إلى أسهم في كلفة هذا النوع من التمويل، إذ أن معدل الفائدة على هذا النوع من التمول مواءم لمنتجها الخاص بالقرض والسندية العادية المصدر بواسطة نفسها المؤسسة، وهو عنصر لا ينبغي إغفاله، وعليه هذا يمكنه أن يصعد مزايا أخرى فيما يلي<sup>1</sup>:

—

طالما أن القرض السند يلم يتحول إليها إلى أسهم فإن الفوائد تعد مصروفها الغاية الضرائب، أي تحقق وفراضاً للمؤسسة، وبمقارنتها التمول يلعنطريقرن زيادة رأسمال العنطريقرن إصدار أسهم، نجد أن التكلفة الظاهرة والضمنية لهذا الأخير أكبر من تكلفة القرض السند القابل للتحويل إلى أسهم، ويرجع ذلك لكوننا حياً القانونية التي تحكم كل نوع من التمويل.

—

القرض السند القابل للتحويل إلى أسهم يمكن المؤسسة فيما بعد من إصدار أسهم بسعر أعلى من السعر الذي يتحدد في حالة الزيادة المبشرة لرأس المال، وتؤدي بهذا الخاصية التخفيض لموسمها التكلفة الظاهرة لأموال الملكية حتى لو حدث التحول خلال الفترة التالية، مما يعني أن القرض والسندية القابلة للتحويل إلى أسهم تظل أقل تكلفة من الزيادة المبشرة في رأسمال.

—

التحول يلم معنا استبدال الامديونية بحق الملكية، لكن لا يترتب على ذلك أي تدفق نقدي داخل المؤسسة، وأيضاً انخفاض الأعباء التي يمكن أن تواجهها المؤسسة لسداد هذا القرض السند إذا تم تحويلها إلى أسهم عادية.

مما سبق يتبين أن السند القابل للتحويل إلى أسهم يختلف تماماً عن السند الذي لا يحق فيه شراء أسهم المؤسسة، إذ أن هذا الأخير عبارة عن قرض تصدرها المؤسسة بمعدل فائدة، ولها تاريخ محدد لسدادها، مع حق شراء عدد من أسهم المؤسسة أو حصص الملكية الأخرى بخلاف ترة محددة وبسعر محدد مقدماً، حيث يصعب عليها الشروطينشرة الإصدار.

<sup>1</sup> - عبدالغفار حنفي: مرجع سبق ذكره عبدالغفار حنفي: 2003، ص: 322

وكما هو معروف أن حاملي السند اتال قابلية للتحويل إلى أسهما لا يمكنهما الحصول على عدد من أسهم إلا عند التحويل، أي عند ما تقدم مال السند اتلا استبدالها بأسهم، وعند هذا اللحظة فإن المؤمنة تسدد بالكاملا لقرضا السندي بمقابلة قيمة هذا السند اتالمقدمة للا استبدال، وهذا يعني أن التحويل لا ينفصل عن السند لأنهم مثل حق حاملا السند في استرداد قيمته مقابل أسهم المؤمنة، وعلى العكس فإن السند اتل متضمنة حق شراء عدد من أسهم المؤمنة يسمح لحامله شراء عدد معين من أسهم بسعر محدد مسبقا دون أن يفقد وضعه كدائن.

WARRANT

ويسمى عادة حق شراء عدد من أسهم المؤمنة بـ"

"فهذا الحق قابلا للتداول وقيوم الأوقا المالية حيث يمكن فصلها عن السند فهو في شكل قسيمة مرفقة به، وعند ممارسة هذا الحق فإنها يجب على المؤمنة مقابلة إعادة هذا القسيمة ودفع السعر المحدد، أنتسلم لحاملها لحقها لعدد من أسهم المتفق عليها، ومن ثم يتبع السند امتداد اولة حتى تاريخ استحقاق القرض السندي، أي بالممارسة تتم على حق الشراء وليس على السندات.

وبالنسبة للقرضا السند اتال قابلا للتحويل إلى أسهم في فترة التحويل احتمالا تكون أقل من أسهم وبتساوية القرض السندي، ولكن لا تمتد لفترة أكبر من ذلك، أما بالنسبة للسند اتال الحق في شراء عدد من أسهم المؤمنة في هذه الفترة قد تكون أقل، وتساوي أو أكبر من مدة القرض السند اتال.

يعتبر السعر الذي يدفعه حاملا السند لشراء السهم من العواملا أساسية ويسمى بسعر ممارسة الحق، حيث يجب أن يحدد بشكل واضح حين نشر الإصدار، فقد تذكر المؤمنة أخذ السعر يتزايد بنسبة معينة سنويا، وذلك بهدف تحفيز وتشجيع حاملي هذا الحق وقيل ممارسته في أفرصة، أما إذا أصدرت المؤمنة أسهم جديدة بسعر أقل من سعر ممارسة الحق فإن ذلك يضر بمصلحة حاملي هذا الحق وكما هو الحال في حالة السند اتال قابلية للتحويل إلى أسهم حيث يجب حماية حاملي هذا الحق، إذا ما حدث انخفاض في القيمة، رغما أن ذلك ليس شرطا قانونيا ولكن شرط ضروري يلزمنا لاكتتابها لقرضا السندي.

والملاحظ أن سعر ممارسة الحق قد عند ممارسة حق الشراء، وإذا كانت نشرة الإصدار تنص على إمكانية إيداع عدد من السند اتال قابلية هذا الحق، ففي هذه الحالة فإن ممارسة هذا الحق تماما عملية تحويل السند اتال أسهم حيث يصح حسابها بعد ذلك.

أما إذا تم دفع قيمة هذا الحق فقد افإننا السند اتبقت متداولة وهذا يعني أن حامل السند لا يفقد صفتها كدائن للمؤسسة، وبصفة عامة قد يترك أسلوب السداد إحكاماً للسند .

## خلاصة:

تعد عملية النمو لمحركاً أساسياً للنشاط المؤسسة الاقتصادية، لذا تسعى هذه الأخيرة ومن خلال وظيفة الإدارة المالية إلى توفير

احتياجاتهم أموالاً .

تعد البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية،

وباعتماد معيار الملكية يمكن التمييز بين نوعين أساسيين: التمويل بالأموال الخاصة بنوعيتها الداخلية والخارجية عن طريق إصدار الأسهم، والتي

مولعن طريق الاستدانة سواء عن طريق القروض المصرفية، إصدار القروض السندية والتمويلات المتخصصة.

كما أنتطوالمحيط المالي الحديث، والانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي الذي يتميز بالتمويل المباشر، أد إلى التبني

صائتمصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، وشروط الحصول عليها، مما يفرض على الإدارة المالية للمؤسسة ضرورة المفاضلة بينها.

غير أن لجوء المؤسسة إلى السوق المالي لتمويلها يحتاج إلى شروط الأجل يفرض عليها الاختيار بين بدائلنا أساسيين، إما التمويل عن طريق

إصدار الأسهم والسندات، وهو ما يقودنا إلى المطرح التساؤل التالي:

هل التمويل عن طريق إصدار السندات أم أفضل بديل لتمويل المؤسسة؟ وهذا ما يشكلمحور بحثنا في الفصل الثاني.

# الفصل الثاني: التمويل عن طريق القرض السندي

تمهيد:

تعتبر القروض طويلة الأجل أحد أشكال التمويل، حيث أن المدينين بالشركة التي تصدر السند تطرفوا حد بينما الدائنين هم معددينا لأطرافنا أفراد ومؤسسات.

ويقسم

القرض على أجزاء أو حصص تسمى بالسند لتحميلها، حيث يمكن تداولها في السوق المالية أو تقوم الشركة المصدر لهذها السند بتطرحها للاكتتاب بالعام لمصلحة الجمهور أو تقوم بتطرحها في الأسواق المالية.

لذلك تعتبر السند أحد أشكال المديونية التي تلجأ إليها معظم الشركات كوسيلة من وسائل التمويل. وسوف

نحاول البحث في القروض السندية من خلال العناصر التالية:

عموميات حول السندات.

المبحث الأول: طرق تمويل المؤسسات الاقتصادية .

المبحث الثاني: التمويل عن طريق السندات .

المبحث الثالث: القرض السندي .

## المبحث الأول: طرق تمويل المؤسسات الاقتصادية

### المطلب الأول : مصادر التمويل الكلاسيكية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

#### الفرع الأول: التمويل الداخلي ل PME

##### 1. التمويل الذاتي :

يعتبر التمويل الذاتي هو الفائض المخصص من طرف المؤسسات الذي يسمح لها بالتكفل بمواردها الخاصة، كما يشمل تلك الأموال التي ولدتها المؤسسة من عملياتها الجارية وهو من أهم مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة الناشئة حيث يتم عن طريق المدخرات الشخصية لصاحب المشروع.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني : التمويل الخارجية ل PME

تتمثل مصادر التمويل الخارجية للمؤسسات PME في التمويل من القطاع الرسمي القطاع الغير رسمي

##### I. مصادر التمويل الخارجية من القطاع الرسمي

###### 1 - الائتمان التجاري :

وهو تحويل قصير الأجل تتحصل عليه المؤسسة من الموردين ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في عملية الإنتاج حيث تعتمد تكلفة هذا النوع من التمويل على شروط الموردين

###### 2 - الائتمان المصرفي: تشكل التسهيلات الائتمانية التي يمكن أن يحصل عليها المشروع من البنوك

التجارية والمؤسسات التجارية والمؤسسات المصرفية مصدر آخر من مصادر التمويل

حيث يعرف على أنه الثقة التي يوليها المصرف التجاري لشخص ما حيث يوضع تحت تصرفه مبلغا من النقود أو يكلفه فيه لفترة محددة يتفق عليها من بين الطرفين، وذلك لقاء لقاء عائد معين يتحصل عليه المصرف من المقترضين يتمثل في الفوائد والعمولات والمصاريف

#### قروض المؤسسات والهيئات المتخصصة في تمويل PME: تدخل هذه القروض في إطار الائتمان المصرفي

الذي تمنحه البنوك والمؤسسات المصرفية للمؤسسات إلا أنه توجد عروض تمنحها جهات أخرى حكومية وغير حكومية على شكل صناديق أو جمعيات مثل ANSEJ ENGEM CNAC وغيرها<sup>1</sup>

<sup>1</sup>عواطف محسن ، رسالة ماجستير بعنوان إشكالية التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر ، جامعة قاصدي مرياح ورقلة ، 2008 ، ص ص

## II. مصادر التمويل الخارجية غير الرسمية

يقصد بمصطلح غير رسمي في الإقتصاد هو مزاوله النشاط الإقتصادي خارج إطار القانون والقواعد الرسمية المنظمة للنشاط في الدولة و منها :

1. قروض الأهل و الأقارب : يعتبر من المصادر الأساسية للتمويل و هو أول مصدر يتوجه عليه صاحب المشروع الصغير عندما تعجز موارده الذاتية عن توفير التمويل اللازم لمشروعه .
2. قروض المرابين : يطلق هذا المصطلح على فئة الممولين غير الرسميين الذين يقدمون القروض بفائدة مرتفعة جدا في العادة ما تكون قصير الأجل ، حيث لا يمول المشاريع الجديدة إلا بشروط غاية في الصعوبة لارتفاع المخاطرة .
3. محلات الرهانات : و هؤلاء يقومون خدماتهم التمويلية لمن يملك أصول عينية يمكن تداولها في السوق فيقومون برهنها رهنا حيازيا لدى المقرض، ويحصلون على قرض قصير الأجل بنسبة أقل من الأصول المرهونة.

4. إقراض التجار لزيائهم : يمول التاجر أحد أصحاب الحرف أو المؤسسات الصغيرة بمبلغ من المال مقابل إلتزام الحرفي أو الصانع ببيع إنتاجه كاملا إلى التاجر، وقد يتفق التاجر على تقاضي فائدة صريحة، أو يراعي ذلك من خلال السعر الذي يشتري به ويكون أقل من سعر السوق.

### المطلب الثاني الطرق المستحدثة لتمويل الـ PME

في ظل تعدد مصادر التمويل السابقة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومقابل إفتقار هذه الأخيرة للضمانات المطلوبة، وارتفاع تكلفة التمويل غير الرسمي من جهة أخرى، وحاجة هذه المؤسسات للأموال لإنطلاق نشاطها، تظهر بدائل تمويلية حديثة تعمل على تمويل طويل الأجل، وإيجاد حل لمشاكل تمويل هذا النوع من المؤسسات ومن بينها

### الفرع الأول: أسلوب التمويل الإجاري

<sup>1</sup>عواطف محسن ، رسالة ماجستير بعنوان إشكالية التمويل المصرفي نفس المرجع السابق ص 93,91.

يعرف على أنه عقد تأجير يقوم بمقتضاه مالك الأصل بمنح طرف آخر حق إستخدامه خلال فترة زمنية متفق عليها، وذلك مقابل قيمة إجارية محددة دون الإلتزام بشرائه ومقابل هذه الميزة يلتزم المستأجر بسداد القيمة الإجارية بالدورية على أساس شهري أو ربع سنوي حسب ما يتم الإتفاق عليه في عقد التأجير<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني التمويل بشركات رأس المال المخاطر

هي طريقة تسمح بإعطاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأموال اللازمة لنموها وسد كل إحتياجاتها وموجه للمؤسسات المسعرة فيس البورصة وفيه المستثمر في رأس المال الخاطر عبارة عن مشارك عملي يقبل بتحمل جزء من الخطر المحيط بالمؤسسة ، حيث تكون المساهمة مقدرة بـ 20 % على الأقل في رأس مال المؤسسة ولمدة تتراوح بين 5 و10 سنوات.

### المطلب الثالث : مشاكل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

انه كلما تعددت المصادر التمويلية للمؤسسة كلما تيسرت شروط الحصول عليها، لكن الملاحظ بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة انه بالرغم من تعدد هذه المصادر وما تشكله من أهمية في نجاحها و استمرارها إلا أن فرص الوصول إليها تبقى ضعيفة، حيث أثبتت الدراسات وتحليل واقع تلك المؤسسات أنها تعاني من مشاكل تمويلية عديدة متداخلة من حيث أسبابها ونتائجها، وهذا على مستوى جميع أنحاء العالم، غير أن هذه المشاكل تتعاضد في الدول النامية والعربية بشكل خاص نظرا لطبيعة حال القطاع المالي فيها الذي يرتكز بصفة أساسية على البنوك، والذي يتسم بشيء من الضحالة والقصور وعدم الانتشار والافتقار للعديد من أدوات وأساليب التمويل المختلفة، فضلا عن ضعف قدرات ومهارات صغار المستثمرين.

و هذه المشاكل تصنف إلى :

### الفرع الأول : مشاكل متعلقة بالتمويل المصرفي:

تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبات ومعوقات عديدة عندما ترغب في الحصول على تمويل لنشاطاتها من القطاع المالي المنظم ولاسيما من البنوك التجارية، ويمكن إيجاز أهم هذه الصعوبات في:

- المبالغة في المطالبة بالضمانات.

- صعوبة الحصول على القروض.

- عزوف البنوك عن إقراض المؤسسات الصغيرة لارتفاع درجة مخاطر الاستثمار فيها.

<sup>1</sup> عواطف محسن ، رسالة ماجستير بعنوان إشكالية التمويل المصرفي نفس المرجع السابق ص 93. 95.

- مطالبة أصحاب هذه المؤسسات بضمانات كبيرة قد لا يستطيعون توفيرها.
- ارتفاع أسعار الفائدة على القروض لتأمين درجة المخاطرة.
- عدم تحمس البنوك لإقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لصغر حجم معاملاتها مع ما تكلفه هذه المعاملات من أعباء إدارية على البنوك.
- غالبا ما تكون حجم القروض الممنوحة محدودة وغير كافية لتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- طول إجراءات منح القروض لهذه المؤسسات.
- عدم مراعاة السياسة النقدية لأوضاع المؤسسات الصغيرة بصفة عامة.
- محدودية حجم و نوع التمويل.
- طول مدة الإجراءات.<sup>1</sup>

#### الفرع الثاني : مشاكل متعلقة بالمؤسسة:

- ضعف التمويل الذاتي.
- عدم الاهتمام بالتخطيط المالي
- السياسة المالية الخاطئة
- التساهل في تحديد فترات المديونية للزبائن
- ضعف الرقابة على السيولة النقدية الواردة والصادرة
- عدم الفصل بين الذمة المالية لصاحب المؤسسة والذمة المالية الخاصة بالمؤسسة
- عدم الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة لديها
- ضعف الوعي المحاسبي لدى أصحاب المؤسسات الصغيرة<sup>2</sup>

<sup>1</sup> حنيف فوزية ، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-حالة الجزائر رسالة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير ، جامعة سعد دحلب البليدة ، الجزائر 2009.

<sup>2</sup> رايح حوي ، رقية حساني ، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و مشكلات تمويلاتها ، إيتراك للطباعة و النشر و التوزيع ، مصر ، الطبعة الأولى 2008 . ص 52 .

الفرع الثالث : مشاكل تمويلية أخرى:

- عدم وجود مؤسسات متخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- عدم تناسب السياسة الجمركية والضريبية مع خصوصية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- عدم القدرة على اللجوء إلى الأسواق المالية و البورصة لعدم وجودها أصلا<sup>1</sup>.

المبحث الثاني: التمويل عن طريق السندات:

المطلب الأول: مزايا ومخاطر التمويل عن طريق السندات:

من وجهة نظر حامل السندات تنجدها مزايا محددة بالنسبة للدخل، و أنها ضعيفة في الرقابة على الشركة المصدرة

ويتضح ذلك فيما يلي:

- في مجال المخاطرة، نجد أفضلية للسندات لأنها تعطي حاملها أولوية المطالبة في حالة تحقيق المكاسب وعند التصفية، كما أن للدائن المذكور فيها تاريخ استحقاق محدد، كما أنها محمية بالشروط المتضمنة في وثيقة التعاقد.
- يحصل حامل السند على عائد محدد باستثناء السندات الدخلية، وهذا العائد غير مرتبط بالمكاسب التي تحققها الشركة.
- في مجال الرقابة على الشركة نجد أن حامل السند ليس له حق التصويت على قرارات الشركة.
- ومن وجهة نظر مصدر السند تنجدها كالعديد من المزايا والعيوب ذكر منها:

أ- مزايا التمويل بالسندات:

يمكن ذكر بعض مزايا التمويل بالسندات كما يلي:

- تكلفة السند محددة من قبل، حيث أن حامل السند لا يشارك الشركة في أرباحها العالية التي قد تحققها.
- قلة تكلفة السند مقارنة بتكلفة الأسهم العادية والممتازة<sup>2</sup>.
- لا يحقل حامل السند المشاركة في الإدارة وهذا ما يعطى مرونة أكبر لعامل المسيرين.

<sup>1</sup> سحنون سمير، بوتوة شعيب، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشاكل تمويلها في الجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في

الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة حسينية بن بوعلي، شلف، الجزائر، 17-18 أبريل 2006.

<sup>2</sup> - مدار كلوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص: 188.

• تمثلت كلفة السند اتعبنا، فتخصصم مثل باقي الأعباء قبلت تحديد الربح الإجمالي الخاضع لضريبة مما يؤدي بالتقليل لوعاء الضريبي .

ب- مخاطر التمويل بالسندات :

يمكن تلخيص بعضها فيما يلي :

• أنت كلفة السند اثابتة، فإذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية فإن هذا يزيد من المخاطر المالية للمؤسسة لأنها تتكاثرت الفواجة الدف

ع.

• أنا السند اتعادة ما يكون لها تاريخ استحقاق محدد، لذلك يجب تكوين احتياطي لتسديد ما فيها من عدها .

• إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية، فإن دفع المؤسسة لمستحققاتها تجاه حملة السند اتقلل من إيرادات حملة الأسهم، مما يؤدي إلى

نخفاض القيمة السوقية للسهم في السوق المالي .

• في كثير من الدول يتم فرض نسبة معينة بين إجمالي الأموال الخاصة التي تمثل حقوق الملكية و

وبالتالي تحد من مقدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض عن طريق السند اتحماية لأموال المساهمين .

المطلب الثاني: المقارنة بين مصادر التمويل طويلة الأجل (الأسهم والسندات):

قبل بحث المقارنة بين الأسهم

والسندات نجد رينا الإشارة المذكور الأسباب التي تدفع لشركتنا المساهمة بإصدار السندات بدلاً من الأسهم.

حيث تعتبر السندات من المصادر الأساسية التي تمكننا كشركتنا المساهمة من الحصول على ما يلزمها من أموال دائمة، وفيما يلي بعض العو

املا لتتدفعها لذلك<sup>1</sup>:

### 1 - المتاجرة بالملكية:

تتحقق حالة المتاجرة بالملكية في حالة تمكننا الشركة من تشغيل الأموال المقترضة بواسطة السندات تفيمشاريع استثمارية تحقق منورا

ثعاعائد أكبر من تكلفة الفائدة المدفوعة عنها. ويعتبر الفرق بين العائد المحقق وكلفة الفائدة سوف يزيد من معدلا لربح الذي يعود للمالك.

### 2 - التكلفة:

عادة ما تكون تكلفة السندات أقل من تكلفة الأسهم، حيث أن المستثمر ينال يقدمون على شراء الأسهم إذا كانا احتمالاً لربح فيها

كبر من الفائدة التي تحققها الاستثمار في السندات.

### 3 - الميزة الضريبية:

بمجرد إصدار السندات تميزه ضريبية مقارنة بعملية التمويل بالأسهم،

وذلك لأن الفائدة المدفوعة تعالج محاسبياً كمصروفاً يتم خصمها من الأرباح الصافية قبل خصومها الضريبة، لذلك فإن نصيب الأرباح الذي يخ

ضع للضريبة سيكون مقداراً أقل بمقدار الفائدة

وهذا ما يعني انخفاض مقدار الضريبة خاصة إذا كانت ضريبة الدخل تختص بكالتصاعدي.

<sup>1</sup> - حمزة محمد الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان- الأردن. 2000. ص - ص: 696-970.

#### 4 - استعمال أموال الغير دون مشاركتهم في الإدارة:

حيثاً نإصدار السند اتمكنا الشركة من الحصول على أموال دون إشراك أصحابها بالإدارة. حيث لا يكون لهؤلاء المقرضين أي تحقيقاً للتصويت والاشتراك في إدارة الشركة.

#### 5 - زيادة الأموال المتاحة للشركة:

حيثاً نإصدار السند اتمكنا من وسيلة للوصول إلى أسفاة مختلفة من المستثمرين الموجودين في السوق والذي لا يستطيعون الدخول باستثمارات أخرى.

ولكن علماء الرغم من أن السند اتمكنا من الأداة الرئيسية في عملية المتاجرة بالملكية و قد تكون نسبة زيادة الأرباح وعاملاً من عوامل الاستقرار و النجاح لبعض الشركات، إلا أنها قد تكون السبب الرئيسي في فشل و انهيار بعض الشركات الأخرى وبالتالي يجعلنا البحث في أهم العوامل التي تتحد من استخدام السندات و التيند كرمها<sup>1</sup>:

1. يفضل استعمال هذا النوع من الاقتراض في الحالات التي تتصف فيها إيرادات الشركة بالثبات النسبي والاستقرار، فبالتالي إيرادات منسنة لأخرى يعنى مقدرة الشركة على مقابلة التزاماتها الثابتة نحو حملة السندات. أما الشركات التي يتقلب إيراداتها منسنة لأخرى، فقد تعجز عن الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السند اتمكنا يؤدى إليها شهرار فإلسها.
2. الإشراف في إصدار السند اتمكنا يؤدى إلى نقص الضمانات المقدمة، وهذا ما يؤدى إلى ارتفاع سعر الفائدة المدفوع على ما يتصل للحد الذي يصبح فيه خطر اعلم الشركة.
3. قد تنص القوانين المنظمة للشركات المساهمة على نسبة معينة من السند اتمكنا لا يمكن للشركات تتجاوزها.
4. وجود بعض الالتزامات التعاقدية التي تتحد من استنادة بمختلف أشكالها أو من إصدار السندات، فقد تجد الشركة نفسها عاجزة عن إصدار أية سند اتمكنا بسبب اتفاقية خاصة بعقد قرض معاً حد البنوكاً وعقد إصدار سند اتمكنا يقدمه ينص على عدم السماح بإصدار سند اتمكنا.

#### الفرق بين الأسهم والسندات:

<sup>1</sup> - رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسير للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1997. ص - ص : 213-214.

يمكن توضيح بعض من هذه الفروقات فيما لجدول التالي:

جدول 1: أهم الفروقات بين الأسهم والسندات

السندات	الأسهم	نوع الورقة / طبيعة الفرق
- تمثل ديناً على الشركة أو الحكومة.	- تمثل ملكية للشركة (مساهمة).	الطبيعة القانونية.
- حقوق حملة السندات امتياز تسدد بغض النظر عن النتيجة المسجلة.	- حقوق المساهم تأتي بعد حقوق حملة السندات.	الأسبقية.
- فوائده ثابتة (سنوية أو نصف سنوية).	- أرباحها موزعة.	العائد.
- ليس لهم حق التصويت وانتخاب مجلس الإدارة.	- للحملة الحق في التصويت والمشاركة في إدارة الشركة.	التصويت.
- محدد في عقد الإصدار.	- غير محدد.	تاريخ الاستحقاق.
- يمكن استرداده في نهاية مدة القرض.	- لا يمكن استرداده من الشركة.	استرداد المبلغ للمستثمر.
- ليس لهما الحق في ذلك.	- لهما الحق في ذلك.	حضور الجمعيات العامة.
- الشركات، الحكومة والمؤسسات المالية المختصة (والمخصصة).	- شركات المساهمة.	المصدرون.

المصدر: محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص: 78

السندات

لكن عدل رغم وجود هذه الاختلافات بين الأسهم و

والناعبة أساساً من طبيعة كالأداة من هذا الأدوات، إلا أننا كالكثير من أوجه التناقض بينهما.

فالأداة تمثل مصدر تمويل بطول الأجل بالنسبة للشركة أو الهيئة المصدرة، كما تتمتع بإمكانية تداولها في حالة

لحاجة المبلغ الأصلي للمستثمر وذلك يبيحها في البورصة، وغيرها من أوجه التشابه.

### المبحث الثالث: القرض السندي، خصائصه، تنظيم إصداره وتنفيذ العملية:

يعتبر القرض السندي أحد أهم البدائل المتاحة للمؤسسة من أجل تمويل استثماراتها،

وسوف نبين في النقاط الآتية بعض المفاهيم الخاصة به:

- مفهوم القرض السندي وخصائصه.

- تنظيم القرض السندي.

- تنفيذ عملية القرض السندي.

- ضمانات ومخاطر إصدار القرض.

#### المطلب الأول: مفهوم وخصائص القرض السندي:

فيما يلي سوف نتعرف على مختلف المفاهيم التي أعطيت للقرض السندي وبعض الخصائص التي تتميز بها.

#### 1 - مفهوم القرض السندي:

هناك عدة مفاهيم تقدمت للقرض السندي نذكر منها:

المفهوم الأول: القرض السندي عبارة عن قرض ينشأ من إصدار السندات التي توزع بين العديد من المقرضين،

وهي قروض مخصصة للشركات الكبيرة بالأساس في المصدر رأساسي<sup>1</sup>.

المفهوم الثاني: القرض السندي هو شكل خاص من القروض طويلة الأجل، يتم عن طريق إصدار أوراق مالية متداولة للجمهور

والتي تمثل ديون على المؤسسة المصدرة، هذا لأوراق يتم طرحها و

وهو البنك، تسميها الأوراق سندات، أما ما لكها فهو حامل السند<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> -Z.Bodie, R.Merton, C.Thibierge, Finance: caractéristiques des emprunts obligataires, wikipedia, le 10-02-2009 à 19:53, fr.wikipedia.org.

<sup>2</sup> -Pierre Conso, La Gestion Financière De L'entreprise, Dunod, 7<sup>ème</sup> édition, Paris, p 375.

المفهوم الثالث:

تحقيق القرض السندي هو إبرام عقد دينلد بعدة مقرضين مؤهلين لها لتحقيقها استرجاع ديونهم إضافة إلى الفوائد، كما يعمل كحق المديونية على المؤسسة المصدرة ممثلة أوراق مالية تسمى السندات<sup>1</sup>.

من خلال ما سبق يمكن تعريف القرض السندي كما يلي:

القرض السندي هو عبارة عن قرض يتعلق بمبالغ ضخمة، يقسم إلى أوراق مالية ذاتها الصغيرة تسمى سندات ويعقد بين طرفين:

• المقترض (المدين): وهي الجهة المصدرة للعقد.

• المقرضين (الدائنين):

هي الجهة التي تكتفي بالقرض، أي الجهة التي تمنح الأموال للمصدر لها لتحقيقها استرجاع ديونها إضافة إلى الفوائد.

## 2 - خصائص سند القرض:

يتميز القرض السندي بعدة خصائص منها:

### أ- القيمة الاسمية:

هي القيمة التي يصدر بها السند،

وتبقي هذه القيمة ثابتة لا تتغير منذ تاريخ إصدار السند وحتى تاريخ سدادها من قبل الجهة التي أصدرته، لذلك تكون مسجلة على السند.

<sup>1</sup> -S.Ballada et J, C.Coille, Outils et mécanismes de gestion financière, 3ème édition, Maxima, Paris, 1996, p 454.

ب- القيمة الجارية:

تمثل قيمة السند في السوق، وتعريف القيمة السوقية وهي عكس القيمة الاسمية تكون معرضة للتقلبات باستمرار.

ج- سعر الفائدة:

وهنا كمفهومنا لسعر الفائدة:

• سعر الفائدة الاسمي و هو الذي يصدر بحال السند و يمثل معدلا لإيراد الذي يحصل عليه حامل السند من الجهة التي أصدرته، ويكون مسجلا على السند وعادة ما يقيس بتأثيره وتغييره.

• سعر الفائدة الجاري و الذي يمثل سعر الفائدة الفعلي في الأسواق المالية، وهذا السعر يتغير باستمرار تبعاً للعوامل الكثيرة التي تؤثر عليه.

د- تاريخ الاستحقاق:

لكل سند تاريخ محدد للتسديد يسمى تاريخ الاستحقاق، حيث تعاد القيمة الاسمية لحامل السند.

هـ- تكلفة الإصدار:

تمثل القيمة المدفوعة من طرف المكتسب بالجهة المصدرة.

بالإضافة إلى ذلك نجد أن سندنا القرضي يحتوي على اسم الجهة المصدرة

والذي يعرفنا بالرقم التسلسلي للسند، قيمة القرض، عدد الأوراق المالية، مدة حياة القرض<sup>1</sup>، تاريخ الاكتتاب وشروط الاهتلاك<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - تتحدد مدة القرض حسب ظروفه وقيمة المصدر، وإمكانياتها للسداد في المستقبل، فقدر يسدد القرض مادفعته واحدة أو على دفعات (أقساط خاصة إذا حدث انخفاض في أسعار الفائدة، وفي حالة التسديد قبل انتهاء مدة القرض فإن لمؤسسة تعوضها المكتسب عن طريق إعلاؤه أو التمتع به كتعويضه.

<sup>2</sup> - Gérard Chareaux, op.cit, p 167.

المطلب الثاني: تنظيم إصدار القرض السندي:

يتضمن تنظيم إصدار القرض السندي العناصر التالية:

- أشكال السندات القرض.
- الأطراف المشاركة في الإصدار.
- الشروط القانونية للإصدار.
- قيود إصدار سندات القرض.

1 - أشكال السندات القرض:

يتخذ القرض السندي أشكالاً معينة من السندات قد تكون لحاملها أو اسمية<sup>1</sup>:

○ السندات لحاملها:

يقصد بالسند لحاملها ذلك السند الذي لا يحمل اسم المستثمر.

ويعد ورقة مالية يتم تداولها بيعاً و شراء و تنازلاً مثل بقية الأوراق المالية،

ويعرف كذلك باسم سندات الكوبونات كونها الفائدة تدفع من خلال الكوبونات المرفقة، حيث يحصل المستثمر على الفائدة بمجرد نزول الكوبونات

رفق بالسند، يتقدم به إلى البنك الذي يتوسطه على الجهة المصدرة للسند ليُدفع الفائدة نقداً.

○ السندات الاسمية:

السند الاسمي هو السند الذي يصدر باسم صاحبه، و هو سند غير قابل للتداول مثل السندات لحاملها، و إنما تتم عملية البيع

والشراء وفقاً للقواعد القانونية لنقل الملكية و يضم هذا النوع من السندات الحماية الكاملة للمستثمر من ناحية السرقة والتلف.

والسندات الاسمية أو كما تعرف بالسندات المسجلة يمكن أن تكون مسجلة بالكامل، و يشملها التسجيل هنا كالمنا ديناراً أصلي

والفائدة لذا لا يصرفاً بينهما إلا بشيكيهما لحاملهما اسم صاحب السند و عن طريق البنك.

<sup>1</sup> - حمزة محمد الزبيدي، مرجع سابق ذكره. ص- ص: 227- 226.

كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلًا جزئيًا

والمقصود بها أن التسجيل يكون نعلماً صالحاً لا ينفق تماماً الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السند اتلحاملها شكل كويونات تترقبها السند وتنزعه من هب مجرد استحقاقها التحصيلها من البنك مباشرة .

وتطرح السند اتللاكتنا بمقبلا لشركا تالمساهم حيث تعتبر بالنسبة لها طريقهم من طرق التمويل الإقراض

وقد تكون الأفضلا إذا ما قورنت بالقرض المباشرة التي تحصل عليها من البنوك

والجها تالتمويلية الأخرى، إذ تلزم هذا الجها تالشركة ببعض الشروط ولا تعد تد خلا في شؤ ونها الداخلية .

ونظر الأنا المستثمر في مثل هذا النوع من السند اتعادة ما يكونوا حد من الأنا للمستثمر ينال دينا قبلوا عل شراء تلك السندات، فإخلا

يستطيع عمليا متابعة استيفاء الشركة للشروط التي تضمنها العقد، لذ اتصل التشريةا تعدل حول طرفا التقد يكون نكا تجاريا يكون نمثابة وكيل للمستثمر .

## 2 - الأطراف المشاركة في الإصدار<sup>1</sup>:

هنا كالعديد من الأطراف التي تشارك في إصدار القرض السندي وهي:

### أ- المستثمر:

هو الجهة التي تقوم بشراء السندات و تتحمل مخاطر الإصدار مباشرة،

وتتمثل في المؤسسات الاستثمارية، شركات التأمين، صناديق المعاشات، الصناديق المتخصصة، البنوك التجارية والمركزية والأفراد.

### ب- المصدر:

وهو المقترض الذي يجب أن يتمتع بوضعية مالية جيدة

وهذا يطمئن إليها المستثمر لتوقيع اتفاقية شراء السندات، عل سجان تمتع به بشخصية سيادية اعتبارية مستقلة.

<sup>1</sup> - عبدالغفار حنفي، مرجع سابق ذكره. ص - ص: 282-283.

ج- صانع السوق:

ويمثلا الجهة التي تقوم بالترويج للأوراق المالية من خلال التقدير معروضاً أفضل لبيع سعر الشراء والبيع، مما يساهم في توفير درجة سيولة في سوق الأوراق المالية.

د- السمسار:

هو فرد أو مؤسسة و يعتبر كوكيل يبيع عنصان السوق في بيع و شراء السندات، ومدد المستثمر بالآلية التي تمكنه من الدفع بما شرة للمقترض (المصدر).

هـ- المضارب أو المتعامل:

وهو فرد أو مؤسسة يلعب دوراً أساسياً في بيع و شراء السندات.

و- المنظم:

وهو المسؤول عن تنظيم وضماننا ككتبا بإصدار السند اتمقا بالأتعاي يحصل عليها، وتمثل بعض اختصاصات تفهيم ايلى :

- إمداد المصدر بكافة البيانات والتحليلات الخاصة بالسوق متضمنة مصادر التمويل وبدائل الأسعار.
- التفاه وضعها لشروط النهائية للإصدار.
- إعداد المستندات الخاصة بالسند.
- المحافظة على استقرار سعر الإصدار من خلال شراء فائضا السند اتمنا السوق.

ز- مؤسسات التقييم:

هي الجهة المختصة بتقييم السند اتم حيثما المخاطر الائتمانية الخاصة بالمصدر وتعد هذا التقييمات الصادرة عن تلك المؤسسات بمثابة دليل معترف به في أسواق الائتمان.

3 - الشروط القانونية للإصدار:

القرض السندي هو عبارة عن عملية مالية مهمة وخطيرة لأنها تسعد كبير من الجمهور، لهذا فإن المشرع وضع قوانين وقواعد صارمة لهذا النوع من العقود، و فيما يتعلق بالقرض السندي الخاص فهو يصدر دون اللجوء إلى النداء العلني للجمهور وهو مخصص لبعض المكتتبين ونادراً للاستعمال.

أما عن المؤسسات المصدرة لهذا النوع من القروض فيجب أن تتوفر فيها بعض الشروط ومنها<sup>1</sup>:

• أن تكون شركة ذات أسهم.

• أن يكون رأسمالها محرراً تماماً.

• أن يكون قد مر على وجودها سنتين ويمكنها تبرير ذلك عن طريق تقديم مميزات

متاليتين متوافقة عليهما بصفة منتظمة.

بالنسبة للشروط الأخيرة فيتم تغيير ضروريًا في حالة إصدار سند امرهونة بأوراق مالية مدنية للدولة (الجماعات المحلية (

ولا في حالة السندات المضمونة من طرف الدولة (الجماعات العمومية والشركات التابعة لها سنتين من النشاط

وبرزت ذلك كميزانيتين متاليتين متالمصادفة عليها بانتظام)<sup>2</sup>.

والجمعية العامة للمساهمين العادية ينهايتها يقرر

وتسمح بإصدار قرض سند في حالة إصدار سند اتعادية، لهذا القرار لا يؤثر على أسما لا لشركة،

ولا يمكنها منحتنقويضلمجلس الإدارة إلا بسلطة تحقيقه.

أما في حالة إصدار سند اتقابلة للتحويل إلى أسهم، فإن الجمعية العامة الاستثنائية هي التي تقرر إصدار هذا القرض<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>Pierre Conso op.cit- , , p 375.

<sup>2</sup>-Deppallens Georges et Jobard Jean Pierre, Gestion financière de l'entreprise, 11ème édition, Dalloz, Paris,1997p 891.

<sup>3</sup>-Juliette Pilverdier et Joanne Hamet, Le Marché Financier Français, 4ème édition, Economica , Paris , 2000, p 90.

وإذا كان القرض المصدر موجه للجمهور، يجب نشر وثيقة المعلومات قبل الكشف الرئيسي لإعلان القانوني، والتي تتضمن كلاً من المعلومات المتعلقة بالوضع المالي و القانونية للشركة و كلما يتعلق بالإصدار، ويجب أن تتماشى المصادقة على هذه الوثيقة من قبل اللجنة مراقبة البورصة وعملياً.

#### 4 - قيود إصدار السندات:

هناك مجموعتنا من القيود كما يلي<sup>1</sup>:

#### المجموعة الأولى: القيود الاقتصادية:

تمثل هذه القيود الاقتصادية مجموعة من الاعتبارات التي يجب جعلها لجهة التي تصدر السندات تأخذها بعين الاعتبار عند قيامها بإصدار سنداً تمهينها:

- أن إصدار السندات يجب على الشركة المصدرة جملة من الالتزامات التي يجب عليها الوفاء بها في جميع الأحوال و الظروف، وإلا تسبب ذلك كفاياً لقرار مركزها المالي، لذلك لا بد من توخي الدقة في تقدير كلاً للظروف والاعتبارات قبل الإقدام على إصدار السندات.
- أن الإفراط في إصدار السندات (إذا كان ممكناً) قد يضعف الثقة بها، و من ثم يضطر الشركة المصدرة لرفع أسعار الفائدة لتشجيع المستثمرين على، مما ينتج عنه تحميلها لأعباء إضافية غالباً ما تكون غير مخططة.

• كلما بالغت الشركة في إصدار السندات كلما انخفضت تضامناً، مما يؤدي إلى انخفاض إقبال عليها

و بالتالي تنخفض قيمتها في الأسواق المالية.

#### المجموعة الثانية: القيود القانونية:

هنا يتدخل القانون في تنظيم إصدار السندات بهدف توفير الضمانات اللازمة للمتعاملين بها:

• أن القوانين التي تنظم نشاطات الشركات المساهمة غالباً ما تضع قيوداً على إصدار السندات، كأن ينص القانون على عدم تجاوز قيمة ال

سندات المصدرة لنسبة معينة من رأسمال الشركة.

<sup>1</sup> - مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص-ص: 67-68.

• عندما تقرض الشركة من جهة معينة كالبنوك مثلاً، فإنها قد تلتمس تجاهها بعد إصدار سنداً تجديداً

وذلك بهدف عدم إضعاف الضمانات بما لا يقل عن القروض التي تقدمتها البنوك، لأن إصدار السند يزيد التزامات الشركة تجاهها الغير مما يؤدي إلى انخفاض الضمانات بما لا يقل عن التزامات.

### المطلب الثالث: تنفيذ عملية القرض:

يتطلب القرض السندي بعضاً لتنظيمات لوضع قيود التنفيذ وهذا بهدف ضمان شفافية العملية، وحماية المدخرين والمكتسبين، ويكون بأحد الأسلوبين:

#### الأسلوب الأول: إذا كان القرض موجه للمؤسسات المالية:

يتم الإصدار بموجب اتفاقية بين الشركة المصدرة و مجموعة من المؤسسات المالية و التي تتولى شراء السندات وذلك بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها من خلال المفاوضات وضا تبوا سطة المزايدة، التي تسمح بتغيير العروض الأكثر أهمية للمرشحين. توزع القيمة الاسمية للسند ابتداءً من المبالغ الكلي وسيطتمت وضع قيود بمفتاح حسابها بالمحدد.

#### جلسة المزايدة<sup>1</sup>:

تجرى جلسة المزايدة في مقر الوسيط المعتمد أثناء إصدار السندات، ومن الضروري بحضور كل من:

• المصدر: لتحديد مبالغ السندات المطروحة بالإضافة إلى المعدل المحدد في الجلسة.

• لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: للإشراف على حسن سير جلسة المزاد والمصادقة على النتائج.

تضع المؤسسات المالية المشاركة في الجلسة عروضها (بالكميات و الأسعار) في أظرفة مغلقة قبل بداية الجلسة، وبعد تحديد السعر الأدنى تحصل كل وسيط على السند ابتداءً من المعدل الذي حدده، تحتفظ المؤسسات المالية بالسند تسواً لصالحها أو توظفها دينياً.

تجسد نهاية جلسة المزاد بحضور شفهي موقوم من طرف المصدر، رئيس العملية، و ممثل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ثم تسليماً لجلسة الكالوسطاء المعتمدين.

<sup>1</sup> - Paul- Jaques et Lehman,, Bourse et marchés financiers, 2ème édition, Dunods, Paris, 2002, p26.

ولتنفيذ هذا العملية يجب تدخّل عدة أطراف تتمثل فيما يلي:

أ- المصدر:

وعليها أن يضمّن أنوثاً للمعلومات المتعلقة بهذه العملية قد وضعت تحت تصرف رئيس العملية في الأوقات المحددة وبالكميات الكافية.

ب- رئيس العملية:

يمنح المصدر لرئيس العملية سلطة التعامل مع الوطاء المعتمدين للإشراف على سير العملية، وتمثلها مهال رئيسية في:

- ✓ تنظيم ومتابعة سير العملية.
- ✓ رئاسة جلسة المزاد أثناء الإصدار.
- ✓ تعريف وتمثيل الإصدار لدى الوطاء المعتمدين.
- ✓ ضمان دور ممثل المصدر للوظطاء المعتمدين والإجابة عن أسئلة المتعلقة بهذه العملية.
- ✓ التسجيل في حسابات الكيا للسندات.
- ✓ متابعة العملية تحوّل السندات.
- ✓ تسيير حسابات السندات.

عند ما يتعلق الأمر بالبيع المزاد، للمصدر الحق في قبول أو رفض كالأجزاء من العروض، لكن لا يمكنها أن تنتهك رئيس العملية بالفشل المحتمل للعملية.

ج- الوطاء المعتمدين:

وهي مجموعة من الوطاء الماليين،

ويساهم الوطاء المعتمد في تنفيذها العملية بالعرض في جلسة المزاد أي يصبح حوثاً الكين للسند اتعلماً ساسح ود السعر الموقوفة أثناء الجلسنة و بطولاً المبلغ الإجمالي الإصدار.

كما يمكن لرئيس العملية أن يساهم في المزايدة سواء لتلبية احتياجاتها الخاصة من التوظيف، أو كوسيطاً لاحتياجات زبائنه. يكافأ رأياً  
سأ العملية مقابل ما تقدمه من خدمات تقدر على أساس نسبة من المبلغ الإجمالي المكتسب لصالح المصدر.

كل تلك الأفعال قد تكون غير المتوقعة المتعلقة بالعملية والمبررة بتحملها المصدر.

الأسلوب الثاني: إذا كان القرض عبارة عن نداء عمومي لادخار:

أين يتولى البنك أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السند التي تتبناها لكتابتها  
ولوضع قيود التنفيذ يتطلب بعض التنظيمات بهدف ضمان شفافية العملية وحماية المدخرين والمكتسبين.

وتتمثل مختلف مراحل تنفيذ القرض السندي فيما يلي:

#### 1 - تركيب العملية:

غالباً ما يتعلق إصدار السند بتبني الغضخمة و  
بالتالي يتطلب ذلك خلاً كبير عدد ممكن من المدخرين،  
ولتنفيذ هذه العملية يجب تدخّل عدة أطراف:

#### أ- المصدر:

علماً بالمصدر أن يضمن ما يلي:

- توفير النشرات الدعائية قبل وأثناء العملية.
- وضعت تحت تصرف رئيس العملية الإعلانات والنشرات الدعائية المتعلقة بهذه العملية في الأوقات المحددة وبالكميات الكافية.
- قبولاً لأوراق من طرف المؤمن المركز على السندات.

#### ب- رئيس العملية<sup>1</sup>:

يتوجه المصدر أولاً إلى الرئيس العملية ويفوض له صلاحية تنظيم وتحقيق الإصدار، ويتمثل دور هفي:

- يسهر على تنظيم وحسن سير العملية.

<sup>1</sup> -Paul- Jaques et Lehman, op.cit , p 26.

- تنظيم وتنسيق نشاطات كالاتمديد خليفيا العملية.
- الإشراف على مجمل العملية.
- إرسال الكال معلوما تالتيجرت أثناء الإصدار، نتائج العملية، الكمي تالمكتبة للمصدر.
- يوجهت كوينمجموعة التوجيه. نقابة الضمان. مجموعة التوظيف.

### ج- نائب رئيس العملية.

لكي يتم كترئيس العملية من القيام بدور معلأ كملوجه و التخفيض من خطر التوظيف يمكنها الاستعانة بنائب رئيس العملية (بموافقة المصدر) والمتمثلة في مسؤول ساسا مالية كلبنسبة محددة، ولتشكيل مجموعة التوجيه تضع هذا الأخيرة:

#### نقابة الضمان<sup>1</sup>:

تضمن هذا النقابة للمصدر توظيف السند اتهم اتكنوضعية السوق، هذا يعنياً كحفي حالة ما يمكنها كطلب لهذا السند اتنظرفالزبائن فيا كيجعلها كالبوكأ تقوم ميلا لا ككتاب.

#### مجموعة التوظيف:

تتكفل هذا المجموعة بوضع السند اتحت تصرف الزبائن، وكختيار هذا المجموعة معلأ ساسم دق در كاعلا التوظيف، يستلزم دورها بعض الترقية تالعمليات. أما عن مختلف مجموعة البوك فتتصل كعملات وهذا مقابل كخدماتها، وتمثل هذا كعمولات نفى:

- ✓ عمولة الضمان.
- ✓ عمولة التوظيف.
- ✓ عمولة التوجيه.
- ✓ عمولة التسير.

Mis en forme : Police :10 pt, Police de script complexe :10 pt, Français (France)

<sup>1</sup> -Dov Ogien, Pratique Des Marchés Financiers, 4ème édition, Gualino, Paris, 2002, p 55.

2 - الإجراءات القانونية الخاصة بالمعلومات والإشهار:

كالمؤسسات التي تقوم بإصدار قروض سندية للجمهور بحجة علماء احتزام بعض القواعد التي تخص المعلومات

والإشهار تتمثل في:

أ- الحصول على تاشيرة الموافقة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة<sup>1</sup>:

علم المصدر أني بعنا اقتراحات وثيقة المعلومات و النشر اتال دعائية حول العملية للجنة تنظيم

ومراقبة عمليات البورصة لطلب التاشيرة.

لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة لديها شهرين لقبول أو رفض التاشيرة، أو طلب تغييرات

أو إضافة معلومات.

ترفق الوثيقة بصورة طبق الأصل للميزانية الأخيرة مصادق عليها من طرف الجمعية العامة للشركاء

والتي يجب أن تتضمن بعض المعلومات التي تمكن المكتب من الحصول على تاشيرة من أجل تجنب الخطر الذي يتحمله.

تتمحور المعلومات حول:

• التعريف بالمؤسسة المصدرة.

• الوضعية المالية للمؤسسة المصدرة.

• تطور النشاطات التجارية للمؤسسة المصدرة.

• هدف وشروط القرض المطروح.

تخص تاشيرة لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة فقط نوعية المعلومات المقدمة من طرف المؤسسة

وتطابقها مع التنظيمات المعمول بها، ولا تقدم تقييما للإصدار.

كما يمكن أن تتلجج المؤسسة لتقديم مضمونات للجمهور بهدف ضمان نجاح عملية الاقتراض:

<sup>1</sup> -Règlement COSOB N0 96-02 du 22 Juin 1996 relatif à l'information à public par les sociétés et organismes lors de l'émission de valeurs mobilières.

رهنا لمخاطر لتجاري، الرهن العقاري وكفالة المؤسسة الأم للمؤسسة التابعة لها.<sup>1</sup>

### ب - شكليات الإشهار:

بعد الحصول على شيرة لجنة تنظيم

ومراقبة عمليات البورصة تضاف وثيقة المعلومات إلى الكشفا الرئيسي لإعلان القانونية قبل افتتاح حساب و قبل أي إشهار وإعلانات في الإعلام.

بعد ذلك خصصا لخصائص الرئسية في شكل نشرات دعائية، ثموز عمل شبكات البنوك.

وأخيرا توضع كل من الوثيقة والنشرات الدعائية تحت تصرف المكتبيين.

### المطلب الرابع: ضمانات ومخاطر إصدار القرض السندي:

#### 1 - مخاطر إصدار القروض السندية:

يثير إصدار القروض السندية العديد من المشاكل كند كرمها:

#### \* مخاطر أسعار الفائدة:

هو أكثر المخاطر تأثيرا حيث يؤثر تأثيرا مباشرا في القيمة السوقية للسند، فارتفاع سعر الفائدة السوقية من شأنه أن يؤثر تأثيرا سلبيا في

ممة السند في السوق

وذلك لأن ارتفاع أسعار سوفيؤ ديال إبحا مكثير من المستثمرين عن طلب السند لأن عائد هذا السند ثابت، بينما يمكنهؤلاء المستثمرين

استثمار أموالهم بسعر الفائدة السوقيا الأعلى و الذي يمثلهم عائد الفرصة البديلة. و منها فإن حاملا السند لا بد

وأن يقبل سعر أقل إذا أراد بيعه.

#### \* مخاطر ائتمانية<sup>2</sup> (مخاطر عدم السداد)<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> - Kolifraith Gilles, Marché Monétaire et Obligataire, tome1, Revue Banque édition, Paris, 2002, p 63.

<sup>2</sup> - حنفي عبد الغفار. مرجع سبق ذكره. ص: 288.

<sup>3</sup> - عاطف وليماندر اوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرور ات التحول ل اقتصاديو التحرير الماليو متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي. مصر. 2006. ص - ص: 124 - 125.

وهي المخاطر التي تنتج عن عدم مقدرة الشركة المصدرة على سداد فوائدها و أصلاً للقرض في التوقيت المحدد، ويعتبر هذا النوع من المخاطر أحد الجوانب الرئيسية التي يتم علماً أساسها ترتيب جودة السند المتاحة من قبل بعض المؤسسات المالية حتى تكون لم تستثمر على علم مقدماً باحتمالات و حجم هذه المخاطرة.

**\* مخاطر السعر :**

وهي المخاطر الناتجة عن انحراف أسعار سبب تغيرات في أوضاع السوق وأسعار الفائدة، لذلك فإن المستثمر يقوم بتقدير تلك المخاطر قبل شراء السند.

**\* مخاطر السيولة:**

تأتي هذه المخاطر من سوق الأوراق المالية ذاتها، و يقصد بها مدى قابلية السند للتحويل في السوق أو بمدى إمكانية تسويق السند بسرعة وسهولة و دون أن يتعرض حامل السند لأخطار، فالسند قد يتميز بدرجة عالية من السيولة إذا ما كنيجه و بسرعة و يفروق بسيطة عن سعرها الاسمي، و من ثم فإن المستثمر عليها أن يحدد مدى إمكانية تحويل سنداته (و قد تحتاجها السيولة) إلى النقود.

**\* مخاطر أجال الاستحقاق :**

وهي المخاطر الناتجة عن تغير أسعار الفائدة السوقية التي تزيد أو تقلل من أجال استحقاق السند، حيث يؤثر طول الفترة الزمنية حتى الاستحقاق على الاستثمار في السندات.

فكلما طالت هذه الفترة زادت مخاطر الاستثمار في السند إذ لا يمكن المفترض أن يكون العائد على السند إذاً جلالاً أطولاً علم منع ائد السند إذاً جلالاً أقل من ذلك، لهذا فهناك علاقة بتعيينها تسميها علاقة مخاطر أجال الاستحقاق والتي تستحقها حملة السند التي تواجه تلك المخاطر.

**\* مخاطر التضخم :**

نظراً للمستثمر في السند التي تحصل على نقد فقامت نقدية ثابتة فإنها تكون عرضة أكثر من غيرها للمستثمر في السند نظراً لمخاطر التضخم، فهذا التدفق النقدي الثابت يتقلص قيمته الشرائية كلما زاد معدل التضخم في حين يبعث بعض الأسهمارات الأخرى كالأسهم التي تعكس هذا التضخم في معدلها العائد عليها.

\* مخاطر استدعاء أو إعادة شراء السندات :

قد يتعرض حملة السند لمخاطر الاستدعاء أو طلب الشركة مصدر السند التبريد وإعادة شراء السند التي تم إصدارها لفترة زمنية معينة ،  
وهنا يجب أن ينتبه أصحاب السند إلى هذه النقطة في عقد القرض لأن الشركة عادة لا تطلب الرد إلا إذا انخفض سعر الفائدة السوقية مما يحقق لها ميزة نسبية .

نلاحظ أن معظم هذه المخاطر يتعرض لها أصحاب السند تأييداً للمستثمرين ، لكن المصدر قد يتعرض بدورها لمخاطر خاصة منها المتعلق بارتفاع أسعار الفائدة ، حيث أن السند أتلتها معدل فائدة ثابتاً لذلك المصدر لا يحصل على ميزة عند ارتفاع أسعار الفائدة إلا بالانخفاض .

2 - ضمانات القرض السندي :

لنجاح القروض التي تصدرها من قبل المؤسسة المقتضة لا بد من توفر ضمانات لحامل السندات ،  
ويمكن أن تمنح هذه الضمانات من طرف المؤسسة المصدرة نفسها ، أو عن طريق وسطاء وتكون الضمانات فيما يلي :  
• قد يكون القرض مصحوباً بضمان عيني كصل من الأصول .  
• قد يكون مصحوباً بضمان شخصي ، خاصة إذا كان المدين حاد فروع الشركة في الشركة الأم متضمن هذا القرض ، حيث تضمن سند اد الفوائد والقرض عند استحقاق .

• قد تلتزم المؤسسة بالتزام ببعض المؤشرات والنسب

(الرافعة المالية ، الحفاظ على مستوى معين من رأس المال العاملاً ومستوى معين من السيولة) وقد يتم تحديدها بالنسبة في شروط الإصدار .

لذلك فإن إصدار السند التي تتطلبها مكانياً كثيرة ، حيث أن الجمهور من أفراد

ومؤسسات قبل عمل السند ات في حالة إصدارها من قبل مؤسسات كبيرة

ومعروفة ، سواء على المستوى الوطني والدولي ، أو من قبل الحكومة نظر الثقة التي يضعها الجمهور فيها ،

وكذلك بسبب تدني مستوى المخاطر في هذه الاستثمارات .

ما يكتسبها ثقة في الحكومة أو الشركة المصدرة للسند أكبر ضماناً للقرض ، ويجب توفره حتى يمكن إنجاز عملية الإصدار

وذلك بسبب ارتفاع مستوى المخاطر .

### المبحث الثالث: تقييم القرض السندي:

يعرض الاستثمار في السند تحملها إلى العائد من المخاطر التي تنشأ عنها احتمال عدم قدرة المؤسسة المصدرة على تسديد الفائدة السنوية أو أصل القرض عند أجل الاستحقاق، وبهذا يصعب على المستثمر في السند تحديد مستقبلها لاستثمار في هذا الشأن، لهذا سوف نحاول التطرق في هذا المبحث إلى العناصر التالية:

- تكلفة سند القرض.
- عوائد سند القرض.
- تسعير سند القرض.
- أسعار الفائدة لسند القرض.

### المطلب الأول: تكلفة سند القرض:

تتضمن تكلفة السند الفائدة السنوية أو نصف السنوية التي سوف تتحملها المؤسسة المصدرة خلال مدة القرض، وتحسب هذه التكلفة بضعف معدل الفائدة الاسمي في القيمة الاسمية للقرض، أي:

$$\text{التكلفة الاسمية السنوية للقرض} = \text{معدل الفائدة الاسمي} \times \text{القيمة الاسمية للقرض.}$$

إذ نعلم أن الفائدة الاسمي تشكل عنصراً أساسياً في حساب التكلفة، إلا أنه ليس الوحيد بل هناك عدة عناصر يجب أخذها بعين الاعتبار

تبار، لذلك فإن التكلفة الضمنية للقرض تتوقف على عدة عوامل منها:

#### 1 - الظروف الاقتصادية العامة وحالة السوق المالية:

حيث يتأثر معدل الفائدة أو العائد في السوق بالتوقعات التي تتشكل حولها في هذا المجال.

#### 2 - المركز القانوني للمدين:

ذلك أن التكلفة الضمنية للسند التي يتصدرها الشركات تكون عادة أعلى من التكلفة الضمنية للسند التي تصدرها الحكومة أو التي تصدرها الجهات المحلية.

ماعاتا محلية.

3 - جنسية الشركة المدينة:

فالتكلفة الضمنية للقرض التي يتصدرها الشركات الأجنبية أعلى من تكلفة القروض التي يتصدرها الشركات الوطنية المماثلة.

4 - حجم سمعة الشركة المصدرة للسندات:

ترتبط السمعة بالجديّة في العمل وسماة وخصائص الإدارة، وكذلك كمجال النشاط الاقتصادي الذي ينتمي إليها الشركة.

5 - الضمانات المقدمة:

سواء كانت شخصية أو عينية ضمانا للقرض.

قياس التكلفة الضمنية:

لقياس التكلفة الضمنية - معدل الفائدة السائد في السوق -

يجب معرفة المتغيرات التي تؤثر في عملية القياس سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، وذلك بالرجوع إلى الشروط والإصدار وتمثلها هذه المتغيرات بـ

أيلي<sup>1</sup>:

- سعر الإصدار.

- معدل العائد الاسمي.

- القيمة عند الاستحقاق.

- مدة القرض.

ويمكن التوصل إلى معرفة معدل الفائدة السوقية مباشرة منقسما المعلومات إلى إحصاء

بالبورصة، كما يمكن معرفتهم من خلال المعادلة التالية:

$$س = \frac{ر_ه}{(ك + 1)^ه} + \frac{ف_ه}{(ك + 1)^ه}$$

حيث:

<sup>1</sup> - حنفي عبد الغفار. مرجع سبق ذكره. ص: 262.

- س: السعر السوقيللسند.
- ف
- ن: الفائدة السنوية للقرض.
- رن: القيمة عند الاستحقاق للسند.
- ن: المدة المتبقية حتتاريخ الاستحقاق.
- ك: التكلفة الضمنية للقرض (معدل الفائدة السوقي).

#### المطلب الثاني: عوائد سند االقرض:

عند ما يتم إصدار السند اتفياً نأهما المعلومات التي تصاحب الإصدار هي:

- القيمة الاسمية.
  - عمر السند أو الفترة حتتاريخ الاستحقاق.
  - معدل الكوبون أو سعر الفائدة على السند.
- وهذا المعدل هو ما نطلق عليه معدل العائد الاسمي أو سعر الفائدة الاسمي والذي:
- يتحدد مقدماً عند إصدار السند.
  - يظل ثابتاً لا يتغير طوال عمر السند.

والأصل في معدل العائد الذي يحققها المستثمر في السند هو معدل الكوبون، ومثمناً لهذا المعدل سوف يقيس هو معدل العائد الوحيد في حالة واحدة فقط وهو كونه المعدل يساوي سعر الفائدة السوقي، وبقاء هذا الأخير ثابتاً لا يتغير، لكن هذا الشرط يصعب تحقيقها لأن سعر الفائدة السوقي يتأثر بعوامل عديدة ولا يبق ثابتاً وعليه تتأثر قيمة السند السوقية، لذا فإن السند لها أكثر من عائد يختلف عن عائد الاسمي.

#### 1 - معدل العائد الحالى للسند:

باعتبار أن معدل الفائدة الاسمي لا يعبر عن العائد الفعلي لحظة معينة وذلك لأن تغيير مرتبب سعر السند، فهنا كمعدل للعائد الحالي لسند الذي يقدمه عن هذا العائد.

ويعرف معدل العائد الحالي للسند أنهما المعدل الذي يقيس التغيرات النقدية الناتجة من استثمار في السند بالنسبة إلى السعر السوقيلس نديا لفترة الحالية، ويتم قياسها بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$\text{معدل العائد الحالي} = (\text{مبلغ الفائدة السنوية} / \text{السعر السوقيللسند}) \times 100\%$$

ويرى البعض أنهما أفضل استخداما للعائد المباشر أو

معدل العائد الحالي لا من معدل الفائدة الاسمي لأنها الطريقة تقوم على فرضيتين هما:

- أن السند لا يهتك ويحمل معدل فائدة اسمي طوال عمر السند.

- أن السند يسدد بسعر يساوي سعر الشراء (الذي يحسب على أساس المعدل الحالي).

ولكنها ذين الفرضين لا يمكن تحقيقهما لأن السند يتسدد في تاريخ محدد مقدما وبسعر يختلف عن سعر اليوم.

وبصفة عامة فإن معدل العائد الحالي لا يقيس العائد الفعلي للسند.

## 2 - العائد حتمتاريخيا لاستحقاق:

يبدأ ظهور هذا المعدل عند ما تختلف أسعار الفائدة في السوق عن معدل العائد الاسمي، وهذا العائد هو الذي يمكن للمستثمر أن يحققه

إذا قام بشراء السند واحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق<sup>2</sup>، لذلك يعرف العائد حتمتاريخيا لاستحقاقه عن معدل العائد الاسمي<sup>3</sup>:

حيث:

- ر: معدل العائد حتمتاريخيا لاستحقاق.

<sup>1</sup>- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، مصر، 1998. ص: 323.

<sup>2</sup>- حمد صالح الحناوي وآخرين، تقييم الأسهم السندات - مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007. ص: 165.

<sup>3</sup>- حنفي عبد الغفار. مرجع سبق ذكره. ص: 277.

- ف: مبلغ الفائدة السنوي.
- ق: القيمة أو السعر الاسمي للسند.
- س: السعر السوقى للسند.
- ن: المدة المتبقية حتتاريخ الاستحقاق.

### 3 - معدل العائد المحقق للسند:

تظهر أهمية هذا المعدل عند ما يخطط المستثمر صاحب السند ببيعها قبل مدة استحقاقه، لذلك فهو يهدف فعلتقدير ما يتوقع الحصول على يهمنعائد خلال فترة احتفاظها بالسند، وبحسب هذا العائد بنفس العلاقة السابقة مع وجود اختلافين:

أولاً: استخدام فترة الاحتفاظ بالسند " ظ " بدلا من " ن " المدة المتبقية حتتاريخ الاستحقاق.

ثانياً: استخدام سعر بيع السند " سب " بدلا من السعر الاسمي " ق ".

مما سبق نصلاً لبأن السند الواحد قد يكون لها أكثر من معدل لعائد يختلف عن معدل لعائد الاسمي، وهذا يتوقف على الغرض الذي من أجله يهمنعائد.

فإذا كانا المستثمر يهدف إلى القياس للعائد حتتنهاية عمر السند أو حتتفترة استحقاقه فإن يهمنعائد للعائد حتتاريخ الاستحقاق، وإذا كان الغرض معرفة العائد الحالي فإن يهمنعائد للعائد الحالي، أما إذا أراد التخطيط لاحتفاظ بالسند لفترة أقل من فترة الاستحقاق فإن يهمنعائد للعائد المحقق خلال فترة احتفاظها بالسند.

### المطلب الثالث: تسعير سند القرض:

قد يكون للسند أكثر من سعر، فبالإضافة على السعر الاسمي الذي يصدر به السند، هناك السعر السوقى للسند الذي يختلف عن سعرها لاسمي وذلك لاختلاف معدل العائد على السند عن معدل العائد الاسمي، كما أنه هناك قيمة أخرى للسند وهي القيمة الذاتية.

حيث أن السعر الاسمي يتحدد عند إصدار السند، أما السعر السوقي فيتم تحدد وفقاً للعرض والطلب على السند اتفيسوقاً لأوراق المالية، و

ينشأ نتيجة للعوامل الاقتصادية وخاصة المؤثرة على سعر الفائدة في السوق، أما السعر الذاتي و القيمة الذاتية فتتمثل في:

" القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة لحصول عليها من السند خلال فترة زمنية معينة " <sup>1</sup>

القيمة الذاتية للسند:

لكي يتمكنا من معرفة القيمة الذاتية للسند، لا بد من توفر المتغيرات التالية:

- القيمة الاسمية للسند.
- عمر السند حتى تاريخ الاستحقاق.
- التدفقات النقدية الدورية العائدة من السند.
- توقيتها للتدفقات، سنوية، نصف سنوية أو ربع سنوية.
- معدل العائد المطلوب من السند.

ويمكننا التوصل إلى القيمة الذاتية للسند وفقاً للعلاقة التالية:

حيث: قس: القيمة الذاتية للسند.

مقحد: معاملاً القيمة الحالية للدفعات المتكررة.

$$م ق ح د = [ (م + 1)^{-ن} - 1 ] / م$$

$$م ق ح = (م + 1)^{-ن}$$

ف: مبلغ معدل الفائدة.

ن: فترة السند حتى تاريخ الاستحقاق.

م: معدل العائد المطلوب.

<sup>1</sup> - سعيد توفيق. مرجع سبق ذكره. ص ص: 331. 332.

وهنا بعض العلاقات والعناصر التي يمكن استخلاصها من هذه العلاقة وهي:

✓ أن القيمة الذاتية للسند تكون أكبر من القيمة الاسمية عند ما يكون معدل العائد المطلوب أكبر من معدل العائد الاسمي للسند

.د

✓ أن القيمة الذاتية للسند تكون أقل من القيمة الاسمية للسند عند ما يكون معدل العائد المطلوب أكبر من معدل العائد الاسمي

لسند.

وهذا الاختلاف فيمكن تفسيرها أنه عند ما يكون معدل العائد الذي يطلبها المستثمر على السند أقل من العائد الاسمي عليه، فإنها معناها

تخذ السند يحقق أكثر مما هو مطلوب، وبالتالي يزيد الطلب على شراء هذا السند مما يزيد من قيمته والعكس في حالة ما إذا كان السند يحقق أقل مما هو مطلوب بحيث يقل الطلب عليه فيخفض سعرها وقيمتها.

وتكمن أهمية القيمة الذاتية للسند في أنها تستخدم لضبط رقابة القيمة السوقية للسند خاصة إذا كان السوق ليس على درجة عالية

من الكفاءة.

كما وأخذها القيمة لتحديد وفقا للعناصر التالية<sup>1</sup>:

1 - التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من السند: وهي:

- القيمة الاسمية للسند التي يحصل عليها حامل السند في تاريخ الاستحقاق.
- الفوائد الدورية المقررة التي تحدد علماً باسم معدل الفائدة المبتع على السند.

2 - تاريخ استحقاق السند:

يؤثر تاريخ استحقاق السند على قيمته السوقية، حيث أنه يحدد عدد دفعات الفوائد التي يحصل عليها حامل السند، كما يعكس أي

ضآئير الزمن على التدفقات النقدية، ذلك أنه كلما طألاً جلاستحقاق التدفقات النقدية انخفضت قيمتها الحالية.

3 - معدل العائد المطلوب:

<sup>1</sup> - عاطف ليماندر اوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورتها التحول للاقتصاديو التحرير الماليو متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، مصر، 2006. ص - ص: 124-125.

يمثل معدّل العائد المطلوب بالحدّ الثالث لقيمة السند، وهو يعكس المعدّل الذي يتم به خصم التمددات النقدية للسند.

وينقسم معدّل العائد المطلوب إلى قسمين:

أولهما يمثل تعويض المستثمر عن الزمن وهو معدّل العائد الاسمي الخالي من الخطر، والذي يدور هيتكون من معدّل الفائدة الحقيقية الخاليم  
نا لخطر إضافة العلاءة وفي مقابله لمخاطر التضخم.

وثانيهما يمثل علاوة تعكس مخاطر الاستثمار في السند.

أما عن تسعير السند اتفيسوقاً لأوراق المالية فيتم كما يلي:<sup>1</sup>

### 1 - فيا السوق الأولى:

يتضمن تسعير الإصدار الجديد سعر السند بالإضافة إلى القيمة الكوبوناً جلالاً استحقاقاً ومعدّل الربحية التي يحصل عليها المستثم

ر، وهناك العديد من الاعتبارات التي تتأخذها بعين الاعتبار عند تحديد ربحية السند نذكر منها:

تحديد الجهة المسؤولة عن إصدار السندات، هامش الربح المطلوب بفوق معدّل الفائدة، وتحديد ذلك كإجراء دراسة مقارنة للس  
ند اتالمتداولة في السوق.

يتم تحديد مستويات الرسوم التي تسدد للبنك.

يتم احتساب قيمة الكوبون الخاصة بالسند وفقاً لسعر الإقفا المنسوب لمعدّل الربحية المطلوب.

### 2 - فيا السوق الثانوية:

يحتسب السعر كنسبة من سعر الإصدار، ويعتبر سعر السند الة فيا العائد المطلوب المرتبطاً جلالاً استحقاقاً فيا المقام الأول، إلجان

بالسعر الأساسيللسند عند الإصدار حيث يحتسب فيا القيمة الحالية للسند وفقاً للمالي:

السعر الأساسي + إجمالي العائد السنوي الذي يحصل عليها المستثمر الغاية تاريخاً لاستحقاق.

وهو ما يعادل سعر السوق الجاري.

لكن السؤال الذي يطرح نفسه: لماذا يهتم المستثمر بحساب القيمة الذاتية للسند؟

<sup>1</sup> - حنفي عبد الغفار. مرجع سبق ذكره. ص - ص: 282-287.

الإجابة على هذا التساؤل يتمثل في سببين<sup>1</sup>:

**السبب الأول:**

هو أنخفاض قيمة الأوراق وجود سوقاً أو

راقمالية فإن المستثمر يهتم بالاطمئنان على أن القيمة السوقية للسند لا تختلف كثيراً عن القيمة الذاتية، لذلك فهو دائماً يهتم بالمقارنة بينه وبين القيمة  
تنبأ للتعرف على الأداء الاستثماري للسند.

**السبب الثاني:** أهميته الاعتماد على هذه القيمة في حالة عدم وجود سوقاً وراقمالية كيف<sup>2</sup>

وقوي عبر عن سعر السند.

**المطلب الرابع: أسعار الفائدة لسند القرض:**

لأسعار الفائدة السائدة في السوق قدورها مفيد لتحديد قيمة السندات، ولذلك فحملة السند التي تعطونا اهتماماً كبيراً لهذا الأسع  
الحالية منها والمتوقعة.

لذلك هنا كالعديد من المحددات والعوامل الأساسية التي تؤثر في سعر الفائدة والذي هو عبارة عن المتغير الثلاثة هي: سف =

تا (معخ، خ، بم).

حيث: سف: سعر الفائدة السوقي.

معخ: معدل العائد الحالي من المخاطر الحقيقية.

خ: معدل التضخم.

بم: بدال المخاطرة.

ويمكن صياغة هذه العلاقة في المعادلة التالية:

$$\text{سف} = \text{معخ} + \text{خ} + \text{بم}.$$

<sup>1</sup> - سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص- ص: 335-336.  
<sup>2</sup> - كفاءة سوق المال يعني بها عدم وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات والتغير في أسعار الأوراق المالية.

ومعدلا لعائد الخالي من الخطر الحقيقي هو ما يطلق عليه سعر الفائدة الحقيقية تمييزا له عن سعر الفائدة الاسمي، ويتأثر بمعدل النمو طوي لا لأجل للنظام الاقتصادي لا يدولة.

ومعدلا لتضخم يضيف بعدا آخر لاسعار الفائدة لا نمعدلا لتضخم يؤثر على اسعار الفائدة ويصبح ما يعرف بمعدلا لفائدة السوق قيوالذي يعكس معدلا لتضخم.

حيث كلما زاد معدلا لتضخم زاد سعر الفائدة الاسمي يعكس هذا التضخم والاختلاف عرض طلب النقود في السوق.

ويكون معدلا لفائدة مساويا لسعر الفائدة الاسمي في حالة عدم وجود مخاطر، أما إذا كانت السندات متوقعتها لتتحمل بعض المخاطر فإن المستثمر في هذا الحالة يطالب بالبحصول لعليدلا لمخاطرة كجزء من العائد الذي يتحصل عليه.

ويتأثر معدلا لمخاطرة بثلاث عوامل علما لأقل وهي:

✓ اختلافا لجودة السندات<sup>1</sup> وترتيبها.

✓ الفترة حتى نهاية استحقاق السند.

✓ شروط عقد السند.

### 1 - جودة السند وبيدلا لمخاطرة:

يتمثل تأثير جودة السند على معدلا لمخاطرة في أخذ الأخير يتنا سبعا مع سيماء معدلة جودة السند، حيث أن السند عاليا لجودة يعنى مخاطرة أقل وبالتالى ضمنا أكبر وبيدلا لمخاطرة أقل، وكلما قلتهذه الجوده زاد بيدلا لمخاطرة الذي يطلبها المستثمر.

### 2 - الفترة حتى تاريخ الاستحقاق وبيدلا لمخاطرة:

هناك علاقة بين الفترة حتى تاريخ الاستحقاق وبيدلا لمخاطرة، حيث كلما طالت هذه الفترة زاد بيدلا لمخاطرة أي أنه كلما كعلاقة طردية بينهما، ويرجع السبب في ذلك لزيادة احتمال عدم التأكد.

### 3 - شروط عقد السند وبيدلا لمخاطرة:

<sup>1</sup> - تصنف السندات حسب الجودة إلى 4 أصناف: سندات عالية الجودة تظهر قدرة عالية على دفع الفوائد في أوقات هوارد القرض ذاتها فيمو عده سندات متوسطة الجودة تتأثر بدرجاتها بالتغير الاقتصادي. سندات منخفضة الجودة هي سندات المضارب التي تتعرض لضباب المخاطر في الأجل الطويل. سندات ضعيفة الجودة هي سندات المضارب التي تتميز بدرجاتها عالية من المخاطرة تعرض الشركة لاحتلال الإفلاس

شروط عقد السند مثلًا لضمنا المقدم من الشركة المصدرة يعتبر حماية لمصالح أصحاب السند تقيموها جهة عدم القدرة على الدفع أو السداد في حالات عدم متوافر السيولة أو العسر المالي، لذلك كفا السند المضمونة يكون بند المخاطرة عليها أقل من السند تغير المضمونة .  
بعد ما ذكرنا المحددات التي تؤثر في سعر الفائدة، سوف نتطرق في التآثير معدل الفائدة السوقية على سعر السند .

#### تآثير معدل الفائدة السوقية على سعر السند :

هنا كما اختلا في بين عوامل السند التي للشركات توير جعل ذلك لعدة أسباب نذكر منها :

✓ اختلا في فرع النشاط الاقتصادي الذي ينتمي إليها الشركة ،

✓ السياسة العامة للشركة .

✓ الهيكل المالي للشركة .

✓ المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في أي من هذه السندات .

✓ توقعات المستثمرين حول هذه الشركات .

وعموماً فإن معدل الفائدة السائد في السوق يؤثر على سعر السند وفقاً للعلاقة التالية :

$$س = ف / ر$$

حيث : ر : معدل العائد أو الفائدة السائدة في السوق .

ف : الفائدة السنوية :

س : سعر السند .

### المبحث الرابع: اهتلاك (سداد) القرض السندي:

يجب أن توضح حشرة الاكتتاب بطريقة وشروط السداد الخاصة بالسندات، لذلك سوف نتطرق في هذا المبحث إلى العناصر التالية:

- الشروط العامة للسداد.

- طرق سداد السندات.

#### المطلب الأول: الشروط العامة للسداد:

يجب أن تتحدد الشركة في حشرة الاكتتاب بما إذا كانت تبصدد سداد القرض دفعة واحدة أو في شكل دفعات وأقساط، فإذا كان السداد يتم على دفعة واحدة فإن الشركة قد تقوم بتكوين احتياطي معين لمقابلة عملية السداد في نهاية مدة القرض، وقد

يتم الاحتفاظ بهذا الاحتياطي ليد بطرق ثالث (البنك مثلاً) <sup>1</sup>.

أما إذا اختارت الشركة السداد على دفعات فعلى تحديدها تواريخ سداد كل دفعة وكيفية السداد.

في حالة السداد على دفعات فلا بد على الشركة أن تتحدد ما إذا كانت ستدعي السند وتعطريه بالسحب أو

بأي طريقة أخرى، وقد تتحدد الشركة بأنها تلجأ إلى السداد السند أو تمنح للإعادة شرائها من البورصة ويعتبر هذا الحل مناسباً إذا كان سعر إعادة

الشراء أقل من القيمة عند الاستحقاق، يعني هذا أنه يجب النص على شروط طريقة السداد بطريقة واضحة.

أما إذا احتفظت الشركة بحق استدعاء السند لتقبل تاريخ الاستحقاق فعلياً أنتعوضاً لأفراد في حالة السداد المبكر عن طريق علاوة، و

لا تلجأ الشركة عادة إلى السداد إلا إذا كان معدل الفائدة في السوق أقل من معدل الفائدة الاسمي للقرض.

في حالة تحديد شروط الإصدار فإن الشركة غالباً ما تحتفظ بحقوق السداد القرض قبل الاستحقاق وقد يتم هذا الإجراء لعدة أسباب نذكر

منها:

• رغبة الشركة في التحرر من بعض الشروط طحيث تعتبر من وجهة نظرها شروطاً غير مناسبة وفي هذه الحالة تلجأ إلى إلغاء القرض وإصدار

رفينفسا لوقت قرض جديد حيث تكون شروطها ملائمة.

• تحاول الشركة الاستفادة من انخفاض سعر الفائدة في السوق.

<sup>1</sup> - حنفي عبد الغفار. مرجع سبق ذكره. ص: 267.

المطلب الثاني: طرق سداد القرض السندي:

تحدد طريقة سداد السند اتفيناظا ما لإصدار كما أنها قد تعود لا اختيار الجهة المصدرة في

حالة عدم وجود نص صريح حول ذلك.

وهناك عدة طرق لسداد القرض وهي<sup>1</sup>:

#### 1 - السداد الجزئي للسندات:

يتوقف مقدار الجزء المسدد عليا مكانيا الشركة المصدرة<sup>2</sup> وهناك طريقتان للسداد:

##### أ- شراء السندات من السوق:

فيهذا الحالة تقوم الشركة بشراء سندات أو

جزء منها من الأسواق المالية، وعادة ما تلجأ الشركة المصدرة لهذا الأسلوب عندما تكون القيمة الجارية للسند اتفيناظا لسوق أقل من القيمة الاسمية.

ويكون ذلك عندما ترتفع أسعار الفائدة الجارية في الأسواق، أو

عند ضعف الثقة بهذه السندات، وأيضا عندما تكون عمالات التوظيف أقل خربا على مردودية منهذه السندات.

##### ب- استدعاء جزء من السندات أو سداد قيمتها لأصحابها:

للقيام بذلك يجب أن يكون هناك نص قانوني صريح يفينظا ما لإصدار يسمح للشركة باستدعاء هذه السندات أو سدادها.

وغالبا ما يتم الاستدعاء عن طريق القرعة، حيث يجري اختيار قسم من السندات عشوائيا عن طريق القرعة احتلالا يتضرر قسم

نحمله السندات ويستفيد القسم الآخر، وفي المقابل تدفع الشركة عمالات وتحمله السندات التي تم هتلاكها.

<sup>1</sup> - مراون عطون. مرجع سبق ذكره. ص - ص: 77-76.

<sup>2</sup> - في حالة عدم وجود نص في نظام الإصدار حول كيفية تحديد هذا الجزء المسدد.

وتختار الشركة الوقت المناسب لبدء استدعاء، حيث أن القيمة الجارية للسند ستتغير تبعاً لتقلبات أسعار الفائدة الجارية، وبما أن الشركة المصدرة تهتم كالمسند عادة بقيمتها الاسمية فعندما تستحق فرصة انخفاض القيمة الاسمية للسند بالمقارنة مع القيمة الجارية، مما يلحق خسائر بحملة هذه السندات.<sup>1</sup>

لكن لماذا تلجأ الشركة المصدرة إلى السداد بعضاً وكسنداتها قبل تاريخ الاستحقاق؟

هناك عدة دوافع ومبررات تدفع الشركة إلى التفضيل لسداد بعضاً وجزء سنداتها قبل تاريخ استحقاقها منها:

#### ✓ تخفيضاً لآعباء السندات:

عندما يكون سعر الفائدة الجارية في السوق أقل من سعر الفائدة الاسمي الذي يصدر تبها السندات، فقد تلجأ الشركة المصدرة إلى السداد سنداتها القديمة ذات سعر الفائدة المرتفع وإصدار سنداً جديدة بسعر الفائدة المعمول به في السوق والذي أصبح أقل من سعر الفائدة الاسمي السابق.

بذلك تتمكن هذه الشركة من تخفيض آعباء السندات المتمثلة في الفوائد التي تدفعها لحملة السندات.

#### ✓ وجود مصادر ومجالاً أكثر ملاءمة للتمويل:

عندما تتواجد لدى الشركة أموال عاطلة قد تستعملها في سداد جزء من السند التي تتهافت لتخلص من آعبائها وأيضاً استغلالها لأموالها البعيدة مابقائها مجمدة.

<sup>1</sup> - لكنهم يستطيعون بيعها في الأسواق بقيمة جارية تتفوق قيمتها الاسمية التي يستند فيها لهم الشركة المصدرة عندما هتلاكها هذه السندات.

✓ استبدال السند أتياً أسهم:

وذلك خاصة في فترة التراجا لاقصادي، حيث تستطيع بالأسهم بأسعار تتجاوز بكثير قيمتها الاسمية.

✓ التخلص من القيود والالتزامات التي تفرضها عملية إصدار السند اتعلدا لشركة.

✓ دعم المركز المالي للشركة بواسطة تخفيف الالتزامات المالية المترتبة عليها.

## 2 - تكويننا احتياطيا هتلا كالسندات:

قد ينص نظام الإصدار على شروط تكويننا احتياطيا هتلا كالسندات، في هذا الحالة تصبح لعملية السداد صفة قانونية إلزامية.

ويتم تشكيلها الاحتياطية بعدة طرق منها:

أ- تخصيص مبلغ سنويًا بتطيلة فترة القرض، وقد ينص نظام إصدار السند اتعل مقدار هذا المبلغ.

ب- تخصيص مبلغ سنوي كنسبة مئوية معينة من قيمة السند اتل المصدرة.

ت- تخصيص مبلغ متزايد، يتزايد من عام لآخر.

ث- تخصيص نسبة كمئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

## 3 - السداد التدرجي:

يتم استخدام هذا أسلوب بعد ما تصدر الشركة عدة أنواع من السندات اتل تستحق كلها بتار مجمعين، بالتسدد بتوار يمتالية لذل

لكفينا الشركة المصدرة وحملة السند اتأ أيضا يكونون نعلم مسبقا بتار يمتالية لذل كما قلنا من هذا السندات.

## خلاصة الفصل

تعتبر السندات أحد البدائل المتاحة أمام الشركات لتمويل بطول الأجل، وتعتبر السندات كالأوراق المالية التي تمثل وسيلة تستعمله

### الشركات أو

الحكومة للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون طويلة الأجل عند ما لا تكفي الأموال الخاصة التي يقدمها المساهمون لتمويل المشاريع الخاصة المتعلقة منها بتوسيع أعمال الشركات.

وتلجأ الشركات الكبيرة بالمدرجة إلى إصدار السندات كتعبير عن الاعتراض البنكي، لأنها تمنحها العديد من الامتيازات مقارنة بالديون البنكية، منها أن السندات تتضمن شروطاً أفضل من القروض البنكية، خاصة أن المخاطر يتم تقاسمها في السوق المالية بين عدد كبير من المستثمرين، كما أن إصدار السندات يمنح المصدر فرصة إضافة العديد من الخصائص التي توجد في القروض البنكية. مثلاً أن السندات يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

كما أن للقرض السندي أهمية كبيرة في تمويل المؤسسات والتمويل متعدد المصادر التي يمكن للتمويل بتعدد الأطراف المكتسبة في السندات المصدر، التي قد تكون مؤسسات، أفراد أو

بنوك مما يمكنها من جمع أموال معتبرة وتجنبها خطر عدم التمويل، إلا أنها تختلف اختلافاً جالياً لا يستحقها مما يسهل عليها خدمة الدين.

كما تجدر الإشارة إلى أن التمول يعترضه القرض السندي قد يشكك لعباءة المؤسسة إذا المتحسناً استغلالاً للمتاح لها وبالتالي عدم تحقيق الأرباح من مشروعها الاستثماري.

وفيما يلي سوف نحاوّل دراسة القرض السندي بالذي يتم طرحه من طرف شركة سوناطراك.

**الفصل الثالث: دراسة تطبيقية**  
**لطرق التمويل في مؤسسة**  
**سونلغاز غليزان**

### تمهيد:

ساهمت التطورات الاقتصادية المختلفة في التأثير على مختلف المؤسسات الاقتصادية التي سعت في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة إلى ال عمل باليات اقتصاد السوق، لتحقيق عمولة النشاط والإنتاج والاتصال بالجوهر والمنافسة، وبالتالي لا ندما جفيا السوق العالمية الذي يقوم على حرية التجارة وحرية المبادرة وتحقيق القدرات التنافسية.

والجزائر مثلها مثل باقي دول العالم المستعمر لا ندما جفيا لاقتصاد العالمي، من خلال اتباعها لسياسات اقتصادية مستجمية المستويات الاقتصادية، من خلال تطبيق إجراء اتساعها علماء التكيف مع التحولات الاقتصادية العالمية.

وتعتبر مؤسسة سونلغاز، من بين المؤسسات الاقتصادية العمومية الاستراتيجية التي سعت للتكيف مع مختلف التطورات الاقتصادية العالمية والعمل في إطار تحرير الطاقة، ومن ثم اتخاذ إجراء اتسهيل مواكبة التحولات القائمة علماء ساسا التنافسية من خلال تحسينها لخدمات المقدمة للمستهلكين.

ومن أجل ذلك عملت مؤسسة سونلغاز على توسيع شبكة توزيع ونقل الغاز والكهرباء عبر التراب الوطني لتلبية جميع مستويات المستهلكين، مما يتطلب منها القيام باستثمارات ضخمة ومشاريع سعية سواء في مجال الإنتاج والكهرباء، ونقل توزيع الكهرباء والغاز مما يتطلب منها توفير رؤوس أموال كبيرة لتغطية احتياجاتها التمويلية، حيث تعتمد مؤسسة سونلغاز مثل باقي المؤسسات الاقتصادية التقليدية والمتماثل في التمويل الذي يمول من خلال القروض البنكية والتمويل التجاري بالذات لا سيما في ظل الدور الاستثمارية والدورة الاستغالية، ومع ظهور بورصة الجزائر باعتبارها ميكانيزم جديد في الجزائر، لتمويل المؤسسات الاقتصادية، بدأت تنشيطها من خلال العملية طرح القروض والسندية والنالجوء إلى فتح أسماؤها للخو اصلاً لتملكيتها بالكامل لتعود للدولة، بالإضافة إلى زيادة تحافيا ستعمالها التقنية مستحدثة في التمويل التي تمهيتها وتمويلها والمشروع التي تستعملها تمويلياً أحد مشاريعها الاستثمارية.

من خلال كل هذا سنحاول البحث في نشأة وتنظيم سونلغاز والتعرف على أهم مصادرها تمويلها سواء التقليدية منها أو المستحدثة وهذا من خلال المباحث التالية:

نخلال المباحث التالية:

- بطاقة فنية عن المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز.

- طرق التمويل التقليدي بمؤسسة سونلغاز.
- طرق التمويل المستحدث بمؤسسة سونلغاز.

### المبحث الأول: بطاقة فنية عن المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز

سنحاول من خلال هذا المبحث التعريف بالمؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز، وإبراز مكانتها في الاقتصاد الجزائري، وعرض كيفية تنظيها وهيئاتها التي تشرف على تسييرها، وكذلك الأهداف التي تسعى لتحقيقها.

#### المطلب الأول: نشأة وتطور المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز

تعتبر المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز، من المؤسسات الاستراتيجية التي تريد التكيف مع مختلف التطورات الاقتصادية العالمية والعولمة، وعليةتها اتخاذ عدة إجراءات لتسهيل مواكبة تلك التحولات على أساس التنافسية والمنافسة، وللتعرف أكثر على ذلك، سنحاول البحث في نشأتها وتطورها وأهدافها.

#### أولاً: نشأة مؤسسة سونلغاز

تم تقيسة 1947 بإنشاء المؤسسة الوطنية العمومية "كهرباء وغاز الجزائر" المعروفة اختصاراً بالحروف الرمزية EGA (Electricité et Gaz d'Algérie) التي أسند إليها احتكار إنتاج الكهرباء ونقلها وتوزيعها، وكذلك توزيع الغاز، وقعت تحت مفعول قانون التأميم الذي أصدرته الدولة الفرنسية سنة 1946.

تحوّلت EGA في سنة 1969<sup>1</sup> إلى سونلغاز "الشركة الوطنية للكهرباء والغاز" وما لبثت أن أضحت مؤسسة ذات حجمها م، وكان الهدف المقصود من تحويل الشركة الوطنية، هو إعطاء المؤسسة قدرات تنظيمية وتسييرية لكي تكون نقيماً مقدورها مرافقة ومساندة التنمية الاقتصادية للبلاد، والمقصود بوجهها هو التنمية الصناعية، وحصول عدد كبير من السكان على الطاقة الكهربائية خاصة في الريفية، وهو مشروع عيّن حفيماً خطط التنمية الذي أعدته السلطات العمومية، وقد أكلت لها لها ما التالية:

• احتكار، إنتاج، نقل، توزيع الطاقة الكهربائية.

• نقل الغاز الطبيعي عن طريق قنات عبر كمال التراب الوطني.

<sup>1</sup> - بموجب الأمر 54-69 الصادر في 1991/12/28

• توزيع الغاز الطبيعي للاستعمال المنزلي والصناعي عبر كامالتراب الوطني.

في 1991م<sup>1</sup> تحولت سونلغاز المؤسسة العمومية ذات طابع صناعي وتجاري (EPIC) إلى l'Établissement public à caractère industriel et commercial (إعادة النظر في القانون الأساسي لإثبات المؤسسة مهمة الخدمة العمومية، فانهي خطر حضوره التسيير الاقتصادي والتكفل بالجانبا التجاري. وأصبحت في 2002 شركة ذات أسهم SPA.

#### ثانيا: تقديم مؤسسة سونلغاز

سونلغاز هي المتعامل الوحيد في ميدان الإمداد بالطاقة الكهربائية والغازية بالجزائر، ومهامها الرئيسية هي إنتاج الكهرباء ونقلها وتوزيعها وكذلك نقل الغاز وتوزيعه عبر قنوات، وقانونها الأساسي الجديد، الصادر في 2002، يسمح لها بإمكانية التدخّل في قطاعات أخرى منقطاعات الأنشطة ذات الأهمية بالنسبة للمؤسسة، ولا سيما في ميدان تسويق الكهرباء والغاز.

منذ صدور القانون، قامت سونلغاز بإعادة هيكلة مصالحها لتهيئتها لتتكيف مع السوق الجديدة. لهذا وضحت

اليوم مجموعها صناعيا يتألف من 39 شركة فرعية، وتشغل حوالي 2 56510 عاملا في نهاية سنة 2007.

لقد قامت سونلغاز على الدوام بدورها كحافيا لتنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد، ومساهمتها في تجسيد السياسة الطاقوية الوطنية ترقيا للمستوى الاجتماعي والهاما في مجال الإثارة الريفية والتوزيع العمومي للغاز التي سمحت برفع نسبة التغطية من حيثها أيضا للكهرباء إلى أكثر من 97% ونسبة توغّل الغاز للمنازل إلى 3

37% سونلغاز العازمة عملها للمزيد وبشكل أفضل، قد حددت على الدوام تمويلها لتأتمنحها من أجل

تطوير وتعزيز المنشآت الكهربائية والغازية بالنسبة إلى الفترة 2010-

2005 فقد وضع برنامج استثماري استثنائي يهدف إلى وضع التنفيذ بغية رفع قدراتها الإنتاجية الخاصة بالكهرباء، وتكثيف شبكات النقل لتلك

هرباء والغاز وجعلها أقوى، والعمل على تحسين وتحديث خدماتها الموجهة للزبائن كذلك.

<sup>1</sup> - بموجب المرسوم التنفيذي رقم 91/475 الصادر في 14/12/1991.

وأهداف سونلغاز هو أنتغدو مؤسسة تنافسية فيمجالاتنا جوتوزيع الطاقة بينالمؤسساتالطاقوية العالمية، وهذا الكيتقوبعلموا جهة المنافسة التيتلوحملا محها في الأفق، وأنتكونفيا لأمد المنظور منبينا فضلا المتعاملينا الخمسة التا بعينللقطاع فيحوض البحر الأبيضا لم توسط.

### ثالثا : أهداف المؤسسة :

تعتبر سونلغاز شركة ذات أسهم، يقدر رأسمالها بمائة وخمسين مليا ردينا ر جزائري

150 مليا ر دج، موزع على مائة وخمسين ألف (150000)

سهم، قيمة كل سهم مليون دينار، تكتتبها وتحررها الدولة لأرأسمالها غير مدرج في البورصة للاكتتاب الخاص، فهميؤسسة عمومية بالكامل. وتهدف سونلغاز إلى :

- إنتاج الكهرباء وتوزيعها سواء في الجزائر أو في الخارج ونقلها وتوزيعها وتسويقها .
- نقل الغاز لتلبية حاجة السوق الوطنية .
- تطوير وتقديم الخدمات الطاقوية بكالأنواعها .
- دراسة كل نشاط ومصدر للطاقة وترقيتها وتنميتها .
- تطوير كل نشاط له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالصناعات الكهربائية والغازية، وكل نشاط يمكن أن تترتب عنه منفعة سونلغاز، وبصفة عامة كل عملية مهما كانت طبيعتها ترتبط بصفة مباشرة أو غير مباشرة بهدف الشركة، لا سيما البحث عن المحروقات واستكشافها وإنتاجها وتوزيعها .
- تطوير كل شكل من الأعمال المشتركة في الجزائر أو خارج الجزائر مع شركائ جزائري أو أجنبي .
- إنشاء فروع أو أخذ مساهمات أو حيازة كل حقبة أسهم غير هامنا القيمة المنقولة في كل شركة موجودة ولو سيطرنا نشاؤها في الجزائر أو في الخارج .

المطلب الثاني: تنظيم المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز

في إطار ممارسة سونلغاز لنشاطاتها، تمت تنظيم مهامها من خلال القانون 01-02 الصادر في 05 فيفري 2002،

الذي حدد رئاسة المؤسسة المكونة من الهيئات المسيرة لها ومهامها بالإضافة إلى مختلف المديريات القائمة فيها والفروع المهنية الموزعة عبر التراب الوطني.

أولا : الهيئات المسيرة للمؤسسة (رئاسة سونلغاز)

يشرف على تسيير مجمع سونلغاز الهيئات التالية : الجمعية العامة، مجلس الإدارة، الرئيس المدير العام<sup>1</sup>.

### 1 - الجمعية العامة :

وتتكون الجمعية العامة من ممثلي الدولة، باعتبارها المساهم الوحيد وهم:

- الوزير المكلف بالطاقة.
- الوزير المكلف بالمالية.
- الوزير المكلف بمساهمات الدولة.
- ممثل رئاسة الجمهورية.
- المسؤول عن المؤسسة المكلف بالتخطيط، ويتأثر أسهام الوزير المكلف بالطاقة.
- ويحضر الرئيس المدير العام لسونلغاز أشغالا للجمعية العامة، حيث تتولى الجمعية العامة معالجة :
- البرمجيات العامة للنشاطات.
- تقارير المراجعين الماليين القانونيين.
- حصيلة الشركة وحسابات النتائج المحققة.
- تخصيص الأرباح.
- فتح رأسمال الشركة وزيادة رأسمالها تخفيضه.

<sup>1</sup> - Notice d'information de Sonelgaz, 2008.

• إنشاء الشركات واتخاذ المساهمات في الجزائر وفي الخارج.

• اقتراح تعديل القانون الأساسي.

• تعيين المرشحين للمبنيين القانونيين.

وتجدر الإشارة إلى أن الجمعية العامة تحت مسمى واحدة كل سنة، فيدورة، وفيدورة غير عادية كلما اقتضت الأمر بناء على استدعاء من

نريئسها.

## 2 - مجلس الإدارة: ويتكون من مجلس إدارة من الأعضاء الآتيين:

• 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.

• ممثلان (2) للعمال.

• الرئيس المدير العام لسونلغاز.

• الرئيس المدير العام لفروع نقل الكهرباء التابع لسونلغاز.

• الرئيس المدير العام لفروع نقل الغاز التابع لسونلغاز.

• رئيس مديرو عمال إنتاج التابعة لسونلغاز.

• رئيس مديرو عمال حفرو عمال تزويدنا التابعة لسونلغاز.

يتراأس مجلس الإدارة الرئيس المدير العام لسونلغاز، كما يحضر الرؤساء المديرين والعموم للفرع والتابعة لها مجلس الإدارة برأيا استشا

ريو يجتمع المجلس في أي مكان آخر بالوطني، ويجتمع علما لأقل

4 مرات في السنة، ويمكن أن يجتمع بناء على طلب 1/3 من أعضائه ويدير مجلس الإدارة ويوافق على وجهها لخصوص صعلما يلي :

- مشاريعا لبراج العامة للنشاطات.
- الميزانية.
- مشاريعا حصيلة الشركة وحسابات التناجج المحققة.
- مشاريعا عقود الشراكة.
- مشاريعا يفتح رأسمال.
- مشاريعا إنشاء الشركات والمساهمة في رأسمال الشركات تنفيا لجزائر والخارج.
- التنظيم العام للمؤسسة واتفاقيات الجماعة ونظامها الداخلي.
- نظاما جورا لإطارا لقيادة.
- يقوم مجلس الإدارة بدراسة المشاريعا الموافقة عليها، ويبلغها للجمعية العامة المشاريعا التي تعد الموافقة النهائية عليها منا اختصاصا للجمعية العامة، كما يبلغ مجلس الإدارة إلى الجمعية العامة تقريراعنا لتسيير مرة في السنة، وكلما طلبت ذلك للجمعية العامة، كما يسهر علماء نتمارس سونلغازا لأنشطة التيسا هم في تحقيق أهدافها، في إطار الاحترام الصارم للقوانين والتنظيمات المعمول بها.

### 3 - الرئيس المدير العام

: حيث يخو مجلس الإدارة للرئيس المدير العام وسع السلطات، ليتولى تسيير وإدارة سونلغاز ويمكنها الاستعانة بنوابوم

ساعدني كلفهم بكأ وجزء منصلا حياتة، ويعدمسؤولا عنالسير العامللشركة، كمايمثلسونلغاز فيكأأعمالا لحي

ةالمدنية وبمارسالسلطة السلمية علمستخدامالشركة<sup>1</sup>.

ثانيا : المديرية العامة والمديرياتالتنفيذية للمؤسسة الأم :

والتيغطيوظائفما لمجموعة المتمثلة فيالتنمية والإستراتيجية أنظمة الإعلام، الهندسة، الموارد البشرية، المالية والمحاسبة، المراجع

ةالتنفيذية، مراجعة التسيير، الاتصال، القانون والعلاقاتالدولية وهدفها هو ضمانالسير الحسنلنشاطاتالفروع والعملعلمتابعة أعمالها وتقييمها.

ثالثا: الفروع:

ويضممجمعسونلغاز 39 فرع، وترتكزهيكله المجمععلمجموعة منالمبادئالتنظيمية يمكنتلخيصها كمايلي :

- الإستراتيجية الصناعية والمالية تابعة للشركة الأم.
  - الشركات الفرعية مكلفة بتنفيذ استراتيجيات كل شركة فيمليخصها.
  - الشركات الفرعية ذاتاستقلالية فيالتسيير وهيملزمة بتحقيقنتائج.
  - يتمالتوجيه والتدخلفيالشركات الفرعية عبرالأجهزة الاجتماعية (الجمعية العامة، مجلسالإدارة).
- وعموما فأنهاذها الفروع موزعة علأقطابالمهنالتالية:

**1. الفروع والمهنية:** المتعلقة بالإنتاج، النقل والتوزيع للكهرباء والنقل والتوزيع للغاز، وتشملا لفروع الثمانية التالية:

- سونلغاز إنتاج الكهرباء (SPE). Sonelgaz Production d'Electricité.
  - مسير شبكة نقل الكهرباء. Gestionnaire du Réseau de Transport de l'Electricite (GRTE)
  - مشغل المنظومة الكهربائية (OS) Opérateur Système Electrique
  - مسير شبكة نقل الغاز Gestionnaire du réseau de Transport de Gaz
- (GTRG)

<sup>1</sup> - Notice d'information de Sonelgaz, 2008.

- سونلغاز توزيع الجزائر (SDA) Sonelgaz Distribution Alger
- سونلغاز توزيع الوسط (SDC) Sonelgaz Distribution Centre
- سونلغاز توزيع الغرب (SDO) Sonelgaz Distribution Ouest
- سونلغاز توزيع الشرق (SDE) Sonelgaz Distribution Est

## 2. الفروع والمهنية المحيطة: وتخصا لدموالإمداد، وتشملا لحدبعشرة 11 فرعا هي:

.(

- مركزالبحثوالتنمية فيالكهرباء (CREDEG).

Centre de Recherche et de Développement de l'Electricité et du Gaz

Mis en forme : Français (France)

- المصرفالجزائري للمعداتالكهربائيةوالغازية (CAMEG).

Mis en forme : Français (France)

Comptoir Algérien de Distribution des Matériels Electriques et Gaz

Mis en forme : Français (France)

- معهدالتكوين فيمجالاتالكهرباءوالغاز (IEFG).

Institut de Formation en Electricité et Gaz.

Mis en forme : Français (France)

- فندقماتبالبلانتورأونزراالغارسين (HMP).

Hôtel le Mas des Planteurs.

Mis en forme : Français (France)

- الشركةالجزائرية لتقنياتالإعلام (SAT.TMFP)

Société Algérienne des Techniques d'Information.

Mis en forme : Français (France)

- شركةخدماتالمحولتالكهربائية (SKMK).

Shariket Khadamet Mouhaouilat Kahrabaia.

- شركةأعمالالصيانة للتجهيزاتالصناعية (METSPA).

- شركةالوقايةوالعملبأمان (SPAS)

Société de Prévention et d'Action en Sécurité.

Mis en forme : Français (France)

- سونلغاز طب العمل (SMT)

Sonelgaz Médecine du Travail .

• شركة النقل والصيانة الاستثنائية للتجهيزات الصناعية والكهربائية (TRANSMEX).

Transport et Manutention Exceptionnels des Equipements Industriels et Electriques.

Mis en forme : Français (France)

### 3. فروع الأشغال: وتتمثل الفروع الخمس التالية:

• شركة الأشغال الكهربائية (كهريف) (KAHRIF). Société de travaux d'électrification.

• إينرغا (INERAGA) Société de riveau de génie civil.

• كهركيب (KAHARKIB) Travaux et Montage Electriques.

• كناغاز (KANAGHAZ) Réalisation des canalisations de transport et de distribution du

Gaz

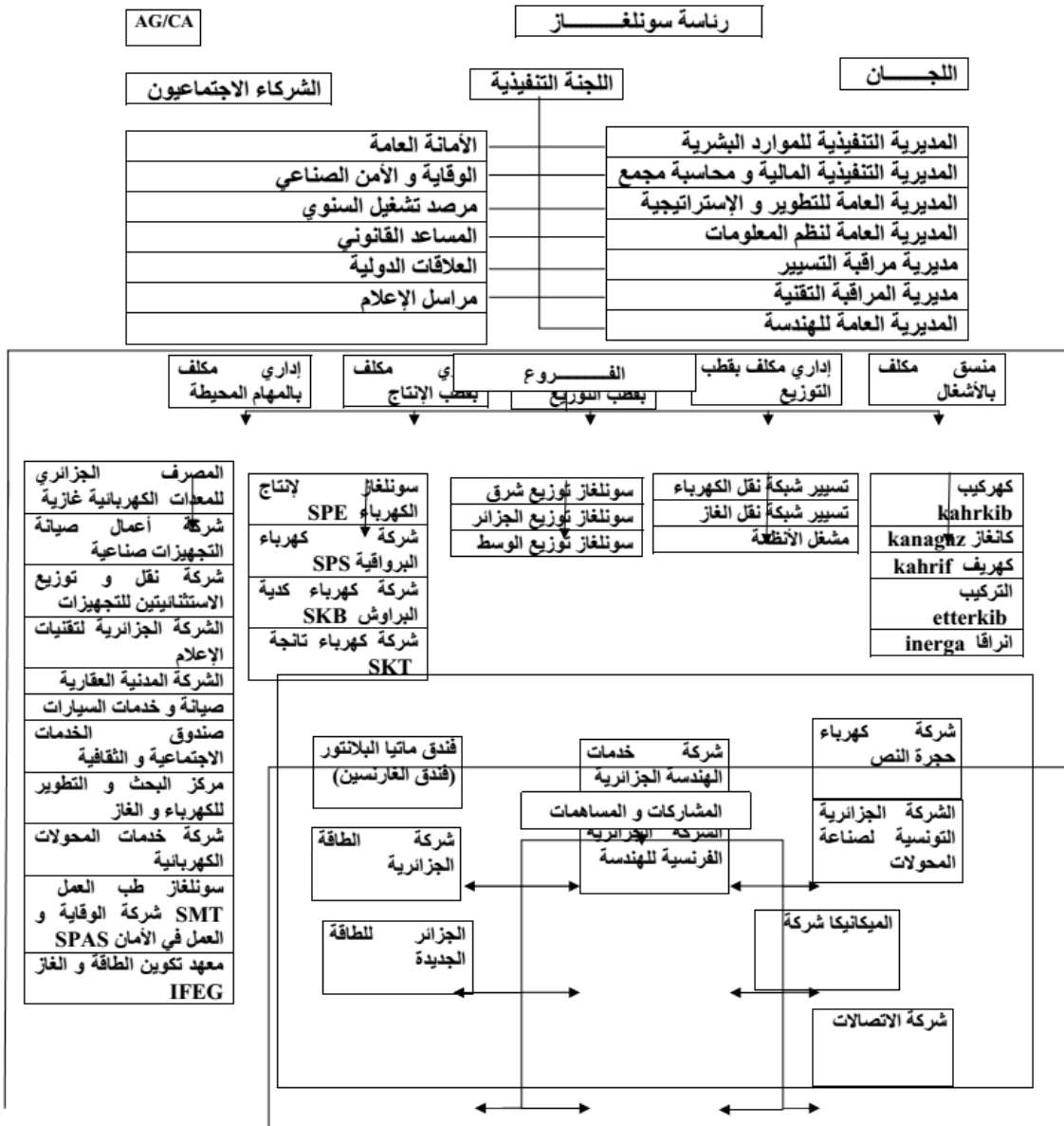
• التركيب (ETTERKIB) Montage industriel.

ويمكننا أن نلاحظ من خلال التنظيم لشركة سونلغاز، حيث تشمل على رئاسة سونلغاز، بالإضافة للجنة التنفيذية المتكونة من

جانو الشركاء الاجتماعيين بالإضافة إلى الفروع المتخصصة في عمليات الإنتاج والنقل والتوزيع للكهرباء والنقل والتوزيع للغاز المنتشرة على

ترابا الوطني، وفقا للمخطط التالي:

رسم توضيحي 2 : مخطط الهيكل التنظيمي لميلسونلغاز سنة 2008



Source : notice d'information de sonelgaz 2008

### المطلب الثالث : وظائف مؤسسة سونلغاز

تقوم مؤسسة سونلغاز بثلاث وظائف إستراتيجية، جعلتها مكانة مهمة لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلد، وتتمثل لهذا الوظائف والمهام هي: إنتاج الكهرباء، نقل الكهرباء والغاز، توزيع الكهرباء والغاز.

### أولاً: الإنتاج: PRODUCTION

إن طبيعة الكهرباء كمنتوج غير قابل للتخزيناً جبر مؤسسة سونلغاز علماً بما حكام لملك النشاطات مما لا إنتاجاً لالغاية الإستهلاك النهائي، ويعتمد تطور الإنتاج على إنتاجاً لالغاية والربط من جهة أخرى.

فالإنتاج هو عملية تحويل الطاقة الحرارية أو المائية إلى طاقة ميكانيكية، ثم إلى طاقة كهربائية، ومن هنا استجابة للطلب شمالاً لإنتاج

على أربعة فروع:

1. فرع الحرارة البخاري ( : TURBINE VAPEUR وهو يتكون من 20 مولد بطاقة تترابو وحين 50 ميغاواط و 196 ميغاواط للواحد.

2. فرع الحرارة الغازي ( : TURBINE A GAZ وهو يتكون من 86 مولد حيث طاقة كل مولد تترابو وحين 20 ميغاواط و 210 ميغاواط.

3. فرع المائي ( : HYDROLAIQUE يتكون من 34 مولد بطاقة تترابو وحين 1 ميغاواط للواحد بالنسبة للشلالا بالمنخفضة ومن 12 ميغاواط إلى 50 ميغاواط بالنسبة للشلالا بالمرتفعة.

4. فرع الديازال ( : DIEZL وهو يتكون من 183 مولد بطاقة تترابو وحين 0.35 ميغاواط و 8 ميغاواط للواحد، ومولدات الفرع مركبة في الجنوب، وتغذي الشبكة بالمنعزلة.

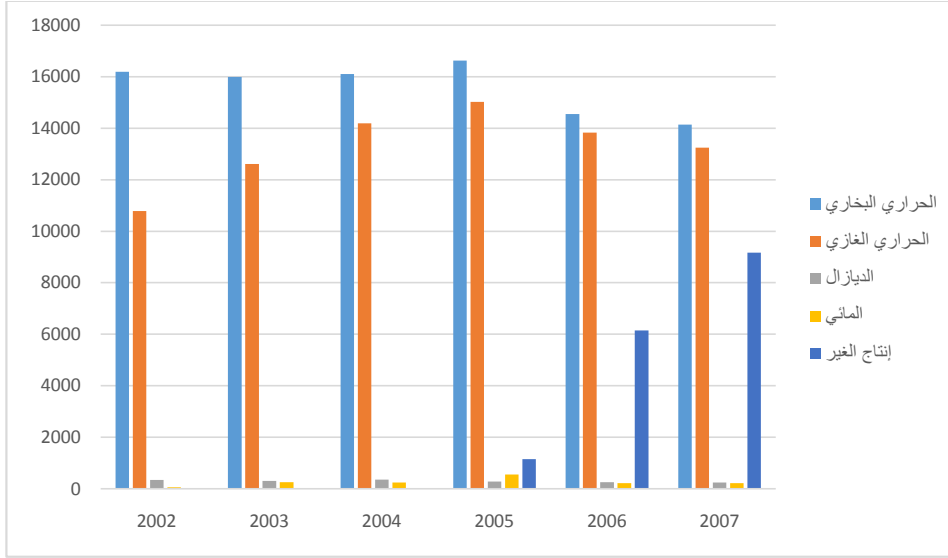
أما الربط فيتم إنجازها انطلاقاً من خطوط ذات ضغط مرتفع (KV400) التي تسمح :

- إيصال الطاقة الكهربائية إلى المراكز الكبرى.
- تضمين الربط بين المراكز وتربط الشبكة الوطنية بين المغرب وتونس مما يسمح بتحقيق تبادل تجاري وإعانات تبادل عند الحاجة ويتم

كمنعزلة تطور الإنتاج في الفروع الأربعة من خلال الجدول التالي:



رسم توضيحي 3: تطور إنتاج الكهرباء للفترة 2002 – 2007



المصدر: من إعداد الطالب بناءً على معطيات الجدول

من خلال الشكل

أعلاهنلا حظ سيطرة إنتاجنا جفرا عا لحراري البخار يفني ححما لإنتاجا لكلي، ثم يليه ففرا عا لحراري الغاز بممساهمة نسبية لباقي الفروع، معظهو

رانتا جالغير فيا لسنواتا الأخيرة خاصة في سنة 2007 فقد بلغ نسبة حوالي

25% منا لإنتاجا لكليو هذا اراجعا لبا نالطاقة الإنتاجية لسونلغاز غير كافية لتغطية الاحتياج اتا لاسهلاكية المتزايدة عبر التراب لوط

ني، الناتجة عن زيادة فيا لمجمعاتا الصناعية التي تحتنا جلهذا الطاقة المهمة، بالإضافة إلى زيادة طلبا لسكانا لذي يعرفهو كذلك زيادة معتبرة س

نويا، وهذا ما دفعها للجوء إلى إنتاجا لغير.

ثانيا: النقل :TRANSPORT:

وتتمحور هذه الوظيفة حول نشاط نقل كل من الكهرباء و نقل الغاز، نقل الكهرباء، تتم عبر خطوط ذات الضغط العالي (60kv,220k,400k) يمكنها من التقرب من المستهلكين النهائيين (الريائن الصناعيين ، و مراكز التوزيع) و الجداول التالية تبين لنا التطور الحاصل في نقل الكهرباء والغاز :

1 نقل الكهرباء

جدول 3: تطور نقل الكهرباء (تطور شبكة الكهرباء) خلال الفترة 2002-2007

النوع	السنة	2002	%	2003	%	2004	%	2005	%	2006	%	2007	%
الضغط العالي	14790	6,81	15395	6,84	16467	7,04	16753	6,79	17009	6,80	17697	6,93	
الضغط المتوسط	89138	21,23	93741	21,55	97309	21,56	100224	21,01	103106	21,33	105678	21,45	
الضغط المنخفض	113396	34,29	116091	34,01	120089	33,93	129914	34,48	130047	34,20	131828	34,06	
المجموع	217324	100,00	225227	100,00	233865	100,00	246891	100,00	250162	100,00	255203	100,00	

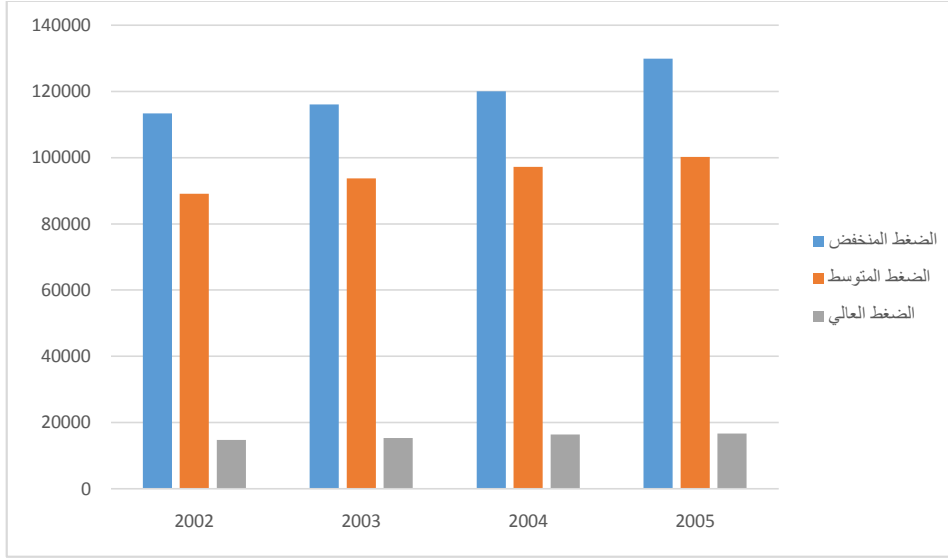
Source : notice d' information de sonelgaz. 2008

Mis en forme : Français (France)

نلاحظ

من خلال الجدول أعلاه أن نقل الكهرباء عبر خطوط الضغط المنخفضها أكثر حجما وهذا راجع لاستعمالها بكثرة لتغطية احتياجاتنا لمستهلكينواستعمالها داخل المدنوالقربانها أقل خطورة وأمانا شملها نقل الكهرباء عبر خطوط الضغط المتوسط حيث تشهد تطور ملحوظ غير مختلفا لسنوات شملها نقل الكهرباء عبر خطوط ذات الضغط المرتفع الذي تشهد تطور ملحوظا لسنوات الأخيرة. ويمكننا حظة تطور نقل الكهرباء عبر مختلف خطوط الضغط من خلال الشكل التالي :

رسم توضيحي 4: تطور نقل الكهرباء عبر خطوط الضغط خلال الفترة 2002-2007



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول أعلاه

نلاحظ

منمنخالا للشكلا أعلا هتبييننا أنقلا لكهرباء عبر الخطوط ذات الضغط المنخفض، هيا لأكثر استعمالا لثليلها خطوط ذات الضغط المتوسط سطرفيا لأخبر خطوط ذات الضغط المرتفع.

نقل

- 2

الغاز: أنشأت مؤسسة سونلغاز شبكة هامة لنقل الغاز، الذي تنتجهم مؤسسة سونا طرا كحيث يتم نقله في خطوط ذات الضغط العالي الموجهة للمشاريع الصناعية والمحلية وشبكة الضغط المتوسط والضغط المنخفض، وفي نهاية 2007 تمكنت سونلغاز من إنجاز أكثر من 45000 كيلومتر كشبكة لنقل وتوزيع الغاز:

جدول 4: تطور نقل الغاز في الفترة 2002-2007

السنة		النوع	
2007	%	2006	%
16,27	7361	16,57	6656
17,73	4765	16,55	5162
19,46	4686	17,06	6104
43,55	18936	45,09	25809
44,40	21750	45,06	29491
1,89	463	0,72	227
1,33	361	0,51	182
100,00	24085	100	35777
100	45245	100	40166
100	26876	100	31198

Source : notice d'information de sonelgaz. 2008

منحلالا لجدول وأعمالنا حظاً نشبكة نقلالغاز أقلبكثير منشبكة نقلالكهرباء، وهذا راجعإلى أن استعمالالغاز ليعمم علاج

98

مبعأنحاء الوطنلعنصرار شبكةالكهرباء التيتمسحوالياً أكثر من

% منمناطقالوطنوناحظكذلكأننقلالغاز يعتمدبالدرجةالأولعلماالضغطالمتوسطالذييشهدتطورا

ملحوظا عبرمختلفالسنوات، ثمليهاالضغطالمرتفعالذييعرفهوكذلكتطور ملحوظ، ثمفياً لأخيراًتياالضغطالمنخفضالذييلاحظتراجع

فياستعمالنقلالغاز.

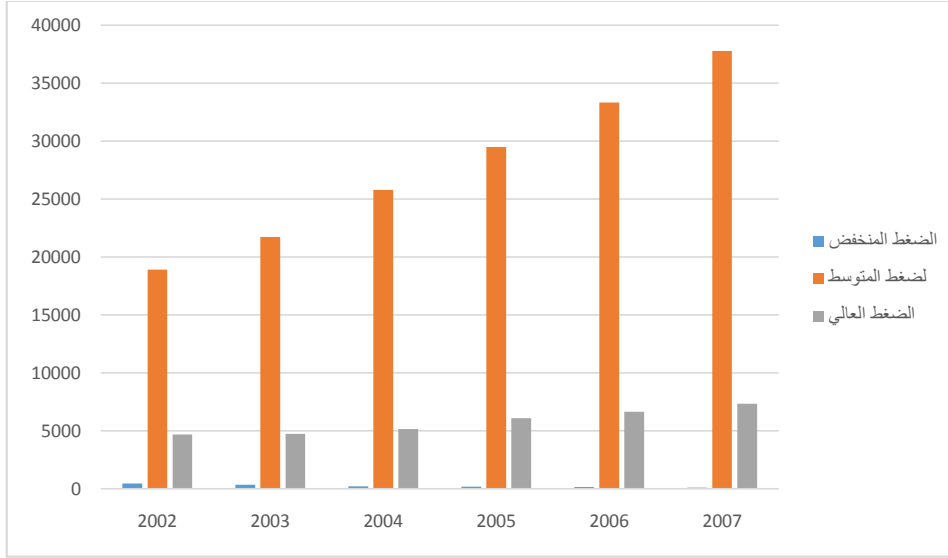
وعلاالعمومناحظأنتطورشبكةنقلالغازأنهافيوتيرةمتزايدةوهذا راجعإلىالسياسةالدولة التيتمسعيالتمكينمختلفمناطقالوطنمننا

لاستفادةمنهذهالمادةالحيويةويظهرذلكمنحلالالفقرة التيشهدتعامؤسسة سونلغاز فيالسنواتالأخيرةمنة خلالعملياتأشغالإي

صالالكهرباءإلىمعظممناطقالوطن، ويظهرلناجليهاذالتطور فيشبكة نقلالغاز عبرمختلفخطوطالضغطكما سنبينهنحلالال

شكالموالي:

رسم توضيحي 5: تطور نقلا لغاز عبر خطوط الضغط المختلفة خلال الفترة 2002-2007



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول أعلاه

من خلال الشكل يظهر لنا جليا التطور الملحوظ في شبكة نقلا لغاز على وجه العموم ويتضح كذلك سيطرة الضغط المتوسط في عام 2007، لية نقلا لغاز تميلها الضغط العالي للذنا عرفا وتيرة متزايدة عبر السنوات، ثمفيا لأخير الضغط المنخفض الذي ينسبته جد ضئيلة وكان تطور هب شكل متناقض عبر مختلف السنوات .

ثالثا: التوزيع Distribution:

تقوم مؤسسة سونلغاز بوظيفة توزيع كل من الكهرباء والغاز بخطوط متوسطة ومنخفضة الضغط والتيليبياحتيا جازتها لتبنيها الصغا والمشتركيينا المحليين بالطاقة الكهربائية والغازية.

1 - توزيع الكهرباء:

تزود مؤسسة سونلغاز ثلاثا ثغنا الزبائنهم :

• الزبائن الصناعيين بشبكات ذات الضغط المرتفع .

• الزبائن الصناعيين ذوي الأهمية المتوسطة بشبكات ذات الضغط المتوسط .

• الحرفيين والعائلات بشبكات ذات الضغط المنخفض .

وكل هؤلاء في حالة تطور مستمر كما هو مبيّن في الجدول المالي :

جدول 5: تطور عدد المشتركين بالنسبة للكهرباء في الفترة بين 2002-2007

السنة	2002	2003	2004	2005	2006	2007
المشتركون	4864000	5080000	5321000	5566000	5814000	6022000
الضغط المنخفض	32600	33500	34198	36000	37336	38994
الضغط المتوسط	64	69	69	71	75	84
الضغط المرتفع	4896664	5113569	5355267	5602071	5851411	6061078
المجموع						

Source : Notice d' information de SONELGAZ 2008

Mis en forme : Français (France)

منا الجدول أعلاه يتبين لنا الأهمية الكبيرة أو سيطرة الحرفيين والعائلات تعلم مجمل توزيعات الكهرباء ذوو بالضغط المنخفض حيث لا ح  
ظك ذلك لتطور عدد هم عبر السنو اتا إذ يقدر ارتفاعهم من 2002 إلى 2007 : 23.80 %  
تمثيلها أصحاب الضغط المتوسط وأصحاب الضغط المرتفع اللذان شهدا كذا لتطورا عبر مختلفا السنو اتوهذا ما سيظهر من خلال الاشكال التا  
لي :



جدول 6: تطور عدد المشتركين بالنسبة للغاز خلال الفترة 2002-2007

السنة	المشتركون	2007	2006	2005	2004	2003	2002
الضغط المنخفض		2415035	2204000	2014000	1860000	1681000	1553000
الضغط المتوسط		3426	3214	3028	2902	2726	2580
الضغط المرتفع		192	182	192	183	180	188
المجموع		2418653	2207396	2017210	1863085	1683906	1555768

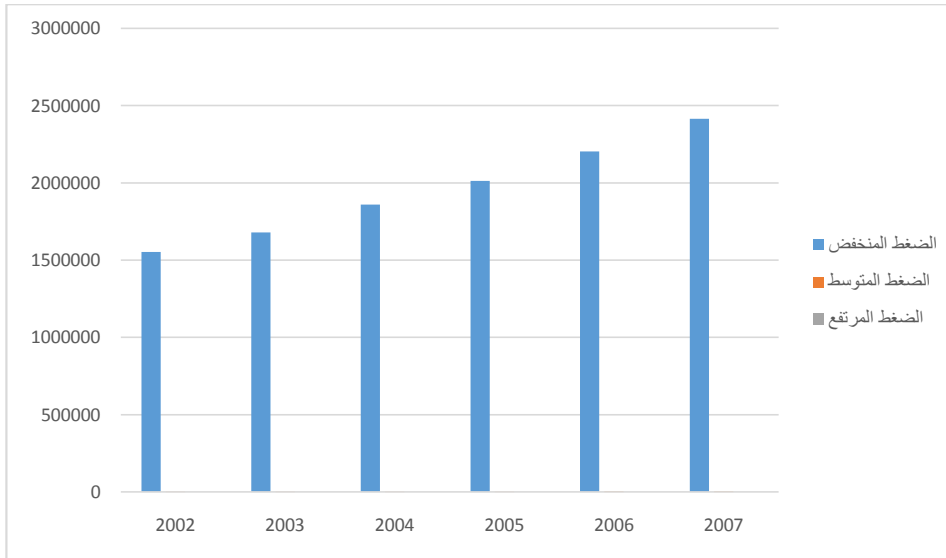
Source : Notice d' information de SONELGAZ 2008

Mis en forme : Français (France)

من خلال

الجدول وأعماله تلا حظ بسيطرة مشتركينا لعائلات وأصحاب الحرف الذين يتغذونهم بالغاز عبر الضغط المنخفض بنسبة تصل إلى 98% من مجموع المشتركين، في حين لا حظاً بتطورهم كونهم يشكلون 55.46% إلى 2007 إلى 2002 حيث بلغ من 2002 إلى 2007 بنسبة 05%. في حين احتل أصحاب الضغط المتوسط المرتبة الثانية، ثم يليها أصحاب الضغط المرتفع الذي شهد انخفاضاً سنة 2003 بنسبة 05%. ثم عاود الارتفاع مرة أخرى ولكن بنسبة منخفضة وبمكتسبين كذلك من خلال الشكالات التي:

رسم توضيحي 7: تطور عدد مشتركين بالغاز خلال 2002-2007



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول أعلاه.

من خلال الشكل السابق تبين لنا سيطرة مشتركي الضغط المنخفضوهم أصحاب الحرف والعائلات تعلم استهلاك الغاز، ثم يليها أصحاب الضغط المتوسط ثم أصحاب الضغط المرتفع الذين لا يظهرون نتيجة ضالة نسبتهم.

#### رابعاً: البيع Vente

تتركز وظيفة البيع في شركة سونلغاز على بيع الكهرباء والغاز اعتماداً على أنواع الضغط العالي، المتوسط والمنخفض، ويمكن متابعة تطور قيمة المبيعات لكل من الغاز والكهرباء كما يلي :

#### جدول 7: تطور قيمة مبيعات سونلغاز للكهرباء والغاز خلال الفترة 2002-2007

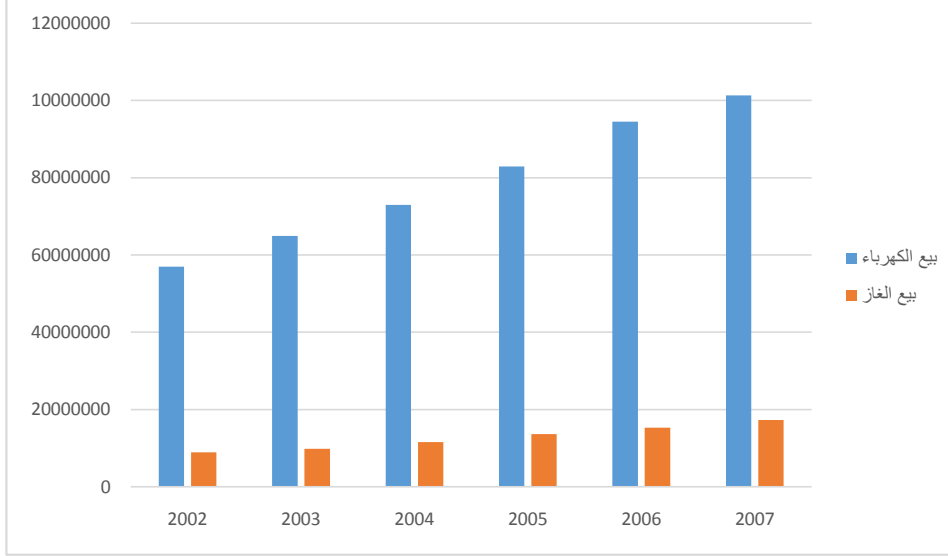
السنة	2002	2003	2004	2005	2006	2007
النوع						
بيع الكهرباء	57028050	64991025	73028265	82990356	94589197	101346363
نسبة بيع الكهرباء	%86,47	%86,85	%86,32	%85,87	%86,04	%85,38
بيع الغاز	8919863	9836912	11570289	13652129	15343654	17354772
نسبة بيع الغاز	%13,53	%13,15	%13,68	%14,13	%13,96	%14,62
المجموع	65947913	74827937	84598554	96642485	109932851	118701135
مجموع النسب	%100	%100	%100	%100	%100	%100

Source : Notice d' information de SONELGAZ 2008

Mis en forme : Français (France)

من خلال الجدول أعلاه، يظهر لنا جلياً ارتفاع قيمة مبيعات الكهرباء مقارنة بمبيعات الغاز، وهذا يرجع لارتفاع عدد مشتركي الكهرباء مقارنة بمشتركي الغاز، حيث تعتبر شبكة الكهرباء واسعة مستحوالي 98% مناطق الوطن. ونلاحظ تطور كلاً من قيمة مبيعات الكهرباء والغاز حيث وصلت نسبة تطور قيمة بيع الكهرباء خلال الفترة 2002-2007 بحوالي 77.71% أما تطور قيمة الغاز بحوالي 94.56% ونلاحظ تطور قيمة الغاز أكبر وهذا يرجع لسياسة التثبيت بها سونلغاز في السنوات الأخيرة، من أجل تعميم استعمال الغاز في مختلف مناطق الوطن. ويمكن تبين تطور كلاً من قيمة مبيعات الغاز والكهرباء حسب الشكل التالي :

## رسم توضيحي 8: تطور قيمة مبيعات سونلغاز للكهرباء والغاز خلال الفترة 2002-2007



المصدر: من إعداد الطالب بناء على معطيات الجدول أعلاه.

من خلال الشكا أعماله تبتين لنا جليا أن قيمة مبيعات الكهرباء تسيطر على حجم المبيعات الكلية لمؤسسة سونلغاز ولا حظاً أن كلا

قيمتي المبيعات من الكهرباء والغاز عرفتا ارتفاعاً مستمراً عبر مختلف السنوات.

## المبحث الثاني : التمويل للمستحدث لمؤسسة سونلغاز

إنسعي سونلغاز لإيصال الكهرباء والغاز لكل منطقة ولكل بيت من أنحاء الجزائر، جعلها تداخليا استثمارا ضخمة لإقامة مراكزه  
ريائية في عدة أماكن عبر التراب الوطني، ولذلك كان لابد عليها البحث عن طرقاً أخرى للتمويل، فبجانب اعتمادها على التمويل الذاتي بنسبة 30  
من قيمة الاستثمارات المراد تحقيقها كشرط للحصول على تمويل من البنوك، ثم تمويلها لجزء ثانياً اعتماداً على القروض البنكية التقليدية، ت  
وجهت إلى طرقاً أخرى مستحدثة في الجزائر وذلك من خلال إصدار القروض السنديّة في السوق المالي، الذي يعتبر ميكانيزمًا يشجع مع متطلبات  
اقتصاد السوق من خلال إصدار سنة 2004، 2005، 2006 و 2008

بالإضافة إلى اللجوء إلى التقنية العالمية للتمويل والتي تعتبر الرائدة فيها وذلك للاءمتها لمتطلبات المؤسسة ألا وهي تقنية تمويل المشروع .

ومن أجل ذلك سنحاول من خلال هذا المبحثنا ومختلف إصدارات سونلغاز بالإضافة إلى الواقع التقنية تمويل المشروع وعالم المستحدث والمستعم  
لة في مؤسسة سونلغاز .

## المطلب الأول : القروض السنديّة . 2004، 2005

تعتبر القروض السنديّة بمثابة تقنية أو مصدر تمويل يحد يث عرفتها المؤسسات الاقتصادية الجزائرية مع ظهور بورصة الجزائر، حيث تعتبر  
هذه الأخيرة ميكانيزمًا جديدًا للتمويل سواء من خلال الافتحراسمًا للشركات أو من خلال العملية طر حاليًا السندات التي لاكتتابها بالعامسواء كان للجمهور  
والمؤسسات، وعرفت سونلغاز أول طر حلقرض سندي في 2004 ثمًا حربي  
2005 وسنحاول معرفة مميزات هذا القرض من خلال العناصر القادمة .

## أولا : القرض السندي لعام 2004.

شرعت مؤسسة سونلغاز في عام

2004 بإصدار سند اتودلك للحصول على أموال للتبذير منها لتمويل نشاطاتها المختلفة ولا سيما الاستثمارية منها، حيث في

28 نوفمبر، 2004 تمت الموافقة علنا نطلاقاً و لقرض سندي بقيمة 20 مليار دج<sup>1</sup>. وكان الهدف منها هو تمويل جزء من استثماراتها خلال

3 سنوات القادمة، ويمكننا إبراز خصائص القرض السندي من خلال النقاط التالية :

1 - قيمة القرض السندي: قيمة القرض السندي لمؤسسة سونلغاز هو 20 مليار دج، موزع على

20 مليار سند عادي بقيمة اسمية قدرها دينارا واحدا لكل سند، فهي سندات موجهة للبنوك والمستثمرين من مؤسسات، و

هي سندات تلحاملها تسجل لدى ماسك الحسابات المؤهلة من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB).

2 - شرائح القرض السندي : القرض السندي لمؤسسة سونلغاز مقسم لثلاثة أجزاء هي:

أ - الجزء الأول : قيمته 8 مليار دج. ومدته 5 سنوات، يسدد في 27 ديسمبر

2009 وبمعدل فائدة سنوي مقدار 3% والسندات المصدرة بقيمة 102,80 دج لكل سند.

ب - الجزء الثاني : قيمته 4 مليار دج، مدته 6 سنوات، يسدد في

27 ديسمبر، 2010 وبمعدل فائدة سنوي مقدار 3,25% وتم إصدار السند الواحد ب

104,4 دج لكل سند.

ت - الجزء الثالث : قيمته 8 مليار دج، ومدته 7 سنوات. يسدد في 27 ديسمبر 2011

وبمعدل فائدة سنوي مقدار 3.5%. وقيمة السند الواحد قد حددت بـ 104,05 دج لكل سند.

3 - معدلا لعائد الحقيقي للقرض السندي : لقد كان علما الترتيب 2.4 % و 2.45 % و

2.86% للشرائح الثلاثة علما الترتيب، حيثيكون هذا المعدل دالة إذا احتفظ المكتسب بالسندات إلى الغاية نهاية مدتها

<sup>1</sup> - NOTICE D'INFORMATION DE SONELGAZ. 2008.

4 - الإعفاء الضريبي : إنالسنداتالتيتفوقمدتهاخمسنسنوات، يكونعائدهاغيرخاضع

للضريبةعلماذخلالالإجمالي "IRG" .

5 - تكلفة العملية : تقدرتكلفةالعمليةأوتكلفةالقرضالسنديبمبلغإجمالي 125575000 دج

موزعة كمايلي:

- قسطللجنةتنظيمومراقبةعملياتالبورصة: هي 5 مليوندجخارجالرسوم.

- عمولةالبنكالوطنياالجزائري : وتمثل % 0,3 وهي 60 مليوندجخارجالرسوم،

10,2 مليوندجالرسمعلالقيمةالمضافةTVA قابلةللاسترجاع، أي 70,2 مليوندجفياالإجماليTTC.

- تكلفةالانضمامإلىالمؤتمركلمركزالسندات : Algérie clearing وهي 200000

دجسنويا، حيثتقدرب 1,4 مليوندجخارجالرسومخلال 7 سنوات،

238000 دجمنالرسمعلالقيمةالمضافةTVA قابلةللاسترجاع، أي 1,638 مليوندجفياالإجمالي

TTC.

- المتابعةوالاستشارة :

هيعبارةعنمبلغ 40 مليوندجخارجالرسومو 6,8 مليوندجمنالرسومعلالقيمةالمضافةTVA القابلةللاسترجاع

ع، أيفياالإجمالي 46,8 مليوندج أي TTC.

- الإشهار : هيعبارةعنمبلغ 1 مليوندجتشملكالرسومTTC.

6 - التسيروالخدمةالماليةللسندات :

يقومالبنكالوطنياالجزائريبتوفيرالخدمةالماليةللقرضالسندي، أماتسيرهفقيقومبهاالمؤتمركلمركزالسندات

Algérie clearing.

7 - أهداف الإصدار :

إنلجوء مؤسسة سونلغاز إلى السوق السندية كان بغية توسيع استثماراتها وتمويل احتياجاتها المالية لتحقيق هدفين، أو  
لها محل لتفادي الإنقطاعات المتكررة التي كانت تتميز بها شبكة الكهرباء والغاز وهذا من خلال الزيادة في الطاقة الإنتاجية  
الكهربائية والتوسيع في شبكة نقل الغاز لكليت، والهدف الثاني، فهو خارجي، حيث أن مؤسسة سونلغاز تعمل  
على أخذ مكانتها في السوق العالمية للغاز حيث شهد في الاحتلال المرتبة الثالثة في تصديره في 2020 بحوالي 115م،  
<sup>3</sup> وفي هذا الإطار، أصدرت مؤسسة سونلغاز سنداً لعام 2004 للزيادة في استثماراتها، وهي في مواصلة للعملية بإصدار  
راتاً خريفية كل من السنوات: 2005، 2006، 2008.

ثانياً: القرض السندي لعام 2005.

وفي إطار مواصلة تلبية احتياجاتها التمويلية الاستثمارية، قامت سونلغاز بطرح قرض سندي جديد سنة 2005 بقيمة  
25,9 ملياراً جوذاً كمنماً لتنفيذ خطة الاستثمار للفترة  
2005-  
2010 وهي مشاريع تخصصت في الكهرباء، إنشاء بعض المراكز في سيكدة، البرواقية، بالإضافة إلى إنشاء أتلنقل وتوزيع الغاز،  
ويجدر الذكر أن إصدارات  
2005 خصت نوعين من الفئات فهناك قرض سندي موجه للجمهور وأخر للسنداءات وسنحاول التعرف على خصائص كل منهما من خلال العناصر  
التالية :

1 - إصدارات الموجهة للجمهور : شرعت مؤسسة سونلغاز في إصدار سنداً موجهة للجمهور

في بداية الفصل الأول للسنة 2005 ويمكننا التعرف على خصائص هذا القرض من خلال الميلي :

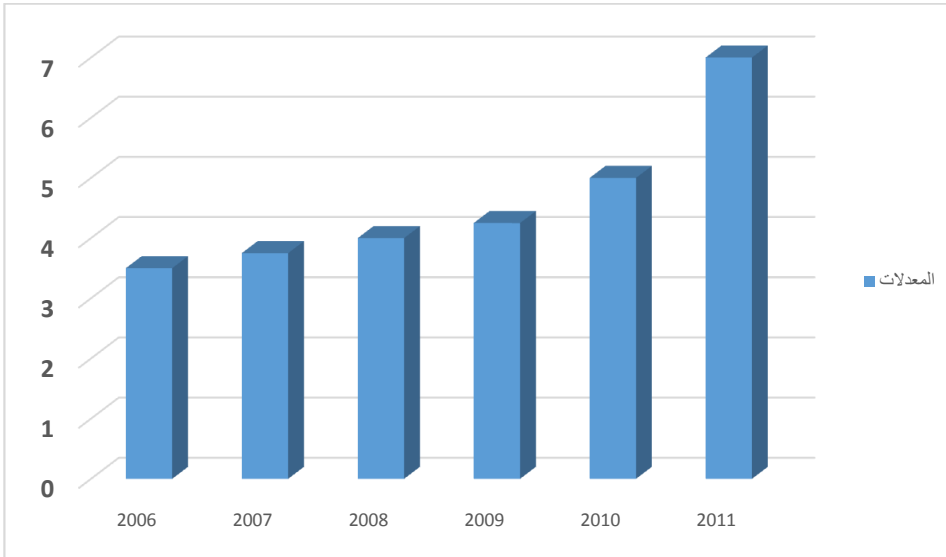
- قيمة القرض السندي : حدد مبلغ القرض الموجه للجمهور 10 ملياراً جوياً كمنماً أن يصل إلى

15 ملياراً جوياً كمنماً للسندات، حيث قيمة كل سند تقدر بـ 10000 دج و حدد المبلغ الأذن للاكتتاب

20000 دج أيسندين، وتكون السندات لحاملها مدفوعة القيمة يوم الاكتتاب، وبعد مدة الاكتتاب كانت قيمة القرض 15,9 مليار دج بزيادة قدرها، 59% وبعدهد 1915 حامل للسندات<sup>1</sup>.

- معدل ومدة القرض السندي : تم إصدارها في 22 ماي 2005 لمدة شهر واحد، أمامدة القرض فهي 6 سنوات، حيث يستحق في 22 مايو 2011 ويدون تسديد مسبق، أما فيما يخص معدل الفائدة السنوي : فكانت تزيد خلال 6 سنوات لتترب، %، %4.25، %، 4، 3.75%، 3.5، %7، 5% والتميم كما يظهرها من خلال الشكل التالي :

رسم توضيحي 9: تطور معدل القرض السندي موجه للجمهور للفترة 2006-2011



المصدر : من وثائق المؤسسة والتعبارة عن مطويات التلا شهور بالعملية.

- معدل العائد للسندات :

4,91% عند تاريخ خفها لاكتتاب، فكل شخص طبيعياً ومعنوياً يشتري سنداً تتمؤسسة سونلغاز فهو يحصل في نهاية

كل سنة على عائد وفق المعدل المتزايد.

<sup>1</sup> - وثيقة المعلومات التي أصدرتها سونلغاز في 2005.

2 - الإصدار الموجهة للمؤسسات : إن أهم خصائص القرض السندي الموجه للمؤسسات

2005 تتمثل فيما يلي :

- قيمة القرض السندي : وهو الجزء الأول من قرض سند لسنة 2005 وقيمتها بلغت 10 مليار دج.

- شرائح القرض : صدر القرض السندي الموجه للمؤسسات على ثلاثة أجزاء هي :

الشريحة	تاريخ الإصدار	المبلغ / 10 <sup>3</sup> دج	الضمانات	الاستحقاق	معدل الفائدة	عائد متوسط
---------	---------------	-----------------------------	----------	-----------	--------------	------------

• الجزء الأول : وقيمتها 1,8 مليار دج لمدة 6,74 سنة، ويستحق في 27 ديسمبر 2011 بمعدل فائدة 3,5%.

• الجزء الثاني : وقيمتها 3,3 مليار دج لمدة تسع سنوات، أصدر في مارس 2005 بمعدل فائدة قدره 4% ويستحق في

31 مارس 2014.

• الجزء الثالث : وقيمتها 4,9 مليار دج لمدة إحدى عشر سنة، أصدر في مارس بمعدل فائدة قدره 4,2% ويستحق في

2016.

- المؤسسات المعنية بالعملية : هي مجموع البنوك العمومية الآتية وشركات التأمين مثل :

CiAR , BNA , BEA , CPA , BDL , BADR , CNEp وكذلك بعض مؤسسات التمويل مثل :

Sofinance , CAAT , CNMA , SAA بالإضافة إلى المؤسسات القطاعية الخاصة مثل :

معدلات العائد للسندات : يختلف معدل العائد للسند حسب الشريحة الخاصة بها، حيث تتأثر بمدة القرض وهو عامل الترتيب،

4,11%،

4,59%

3,09% للشرائح المختلفة للقرض على الترتيب. ويمكن تلخيص كلاً من الخصائص للسند الموجهة للمؤسسات حسب الجدول التالي :

جدول 8: خصائص سند الموجهة للمؤسسات لسنة 2005.

1	مارس 2005	1.8	بدون ضمانات خاصة	6.74 سنة	3.5 %	3.9 %
2	مارس 2005	3.3	بدون ضمانات خاصة	9 سنوات	4 %	4.11 %
3	ديسمبر 2005	4.9	بدون ضمانات خاصة	11 سنة	4.2 %	4.59 %

المصدر : بناء علم معطيات وثائق المؤسسة المتعلقة بالإشهار بعملية الإصدار السندي.

المطلب الثاني : إصدارات سنة 2006، 2008.

بعد النجاح الذي عرفته عملية تمويل مؤسسة سونلغاز باللجوء إلى السوق السندية، بإصدار ما قيمته

20 مليار حسنة، 2004 و

25,9 مليار حسنة، 2005 و بغية تمويل برنامجها الاستثماري الذي يهدف إلى زيادة منح حجم الطاقة التوزيعية لتتوجي، الكهرباء والغاز

عبر مختلف مناطق الوطن، قامت مؤسسة سونلغاز بإصدار تجديد لقرض السندية سنة 2006 و .

2008 وكانت هذه القروض موجهة لتمويل البرامج الاستثمارية الممتدة إلى 2010 والمتمثلة في<sup>1</sup> :

إنجاز تسعة مراكز كهربائية بطاقة إجمالية 5692 ميغاواط .

إنجاز 4748 كلم من الخطوط، ومئات مراكز التحويل بطاقة 18300 ميغاواط، لتطوير وتعزيز

الضغط العالي .

تشغيل 29500 كلم من الشبكة : مركز للضغط المتوسط والضغط المنخفض لتزويد

1277500 مشتر ك جديد .

إنجاز 2992 كلم من الموانئ لتقلو توزيع الغاز وكذلك 18893 كلم من شبكة التوزيع 291

مركز لتمديد بالغاز، كل هذا البراجم حلفي إطار التنمية الشاملة التي تعرفها الجزائر خلال الفترة 2005

2009 في جانبها الاقتصادي والاجتماعي، والتي تولد حاجة مستمرة ومتزايدة للطاقة، مما استوجب تعبئة حوالي

524 مليار حلف ل الفترة بين 2006 – 2010 .

<sup>1</sup> - Mohamed khifaoui : Sonelgaz lève le Marché obligatoire, Revu,vstrategica,N°20 :,Alger,Mai,2006,p14

وسنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على أهم مميزات وخصائص القرضين السنديين لسنة

2006 و2008 من خلال العناصر الآتية الذكر.

أولاً : الإصدار السندي لعام 2006:

قامت مؤسسة سونلغاز في 14 ماي 2006 بإصدار تسندي والتي تحتوي على مجموعة من الخصائص سند كرها فيما يلي "

**1- قيمة القرض :** كانت قيمة القرض السندي هي 11,65 مليار دج موجهة للمؤسسات المالية

الجزائرية.<sup>1</sup>

**2- مدة القرض :** كان هذا القرض السندي مقسم إلى جزئين، الجزء الأول يبلغ 6 مليار دج لمدة

تسعة سنوات والثاني يبلغ 5,65 مليار دج لمدة إحدى عشر سنة.

استعمل في هذا القرض طريقة جديدة من نوعها، وهي طريقة مغلقة أسعارها غير قابلة للمناقشة أو الفصل والتخفيض الاستثنائي

يظهر فيهما كانت صفته، كما تعتمد على وجود رئيس الخطأ وموجه

(chef

de

file) والممثل في البنك الوطني الجزائر BNA ومجمعين كإصدار، يشمل بالإضافة إلى البنك الوطني الجزائر بنكين مساعدين، وهما:

CNEP

البنك الخارجي الجزائر BEN الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط

وذلك بالاتفاق مع المؤسسة المصدرة، أما مؤسسة سونلغاز، ويتحدد سعر الاكتتاب بمعدل العائد الحالي علماً بقرار الجمعية البنكية لإصدار

احتفاظاً بالإصدار كلياً أو جزئياً، وبالتالي دعوة المؤسسات المالية الأخرى للاكتتاب بتقديم القروض.

ثانياً : الإصدار السندي لعام 2008

23 ديسمبر

قرار المجلس الإداري لمؤسسة سونلغاز في جلسة نضمها في

2007 إجراء عملية جديدة لإصدار القرض السندي لسنة

<sup>1</sup> - بناء على وثائق المؤسسة.

2008. وكانت هذه العملية تهدف إلى التمول بجزء من برنامج استثمار الشركة، الذي يتضمن إنجاز منشآت إنتاج الكهرباء، نقل الكهرباء

(خطوط النقل ومراكز التحويل) لنقل الغاز، توزيع الكهرباء وترميم منشآتها.

وسنحاول التعرف على أهم خصائص القرض السندي 2008 من خلال العناصر الآتية الذكر:

قيمة القرض : كانت قيمة القرض الإجمالية 30 مليار دج مقسمة على 6000000 سند بقيمة اسمية 5000 دج كل سند.

تكاليف القرض : تقدر تكلفة القرض السندي بمبلغ 440 مليون دج موزعة كالتالي:

\* قسط لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ( COSOB ) هي 5 مليون دج خارج الرسوم.

\* عمولة البنك الوطنية الجزائري ( BNA ) المصاحبة للعملية وتمثل % 0,1 من المبلغ الإجمالي وتقدر بـ 30 مليون دج.

\* تكلفة الانضمام إلى الملتزم من المركز للسند التي تقدر بـ

1,35% من القيمة الإجمالية وتقدر بـ 405 مليون دج لمدة ستة سنوات.

تاريخ التسجيل في حساب مكتب السندات : العملية تمتد التسجيل فيهما من 1 جوان 2008 إلى 30 جوان

2008 أو الغاية جمع المبلغ لأفضل أكتتاب.

مداولة السند اتفيا البورصة :

يتم إدراج السند اتفيمداولة البورصة خلال الفترة لا تتجاوز ثلاثين 30 يوم بعد رفع المبلغ وانتهاء فترة الأكتتاب.

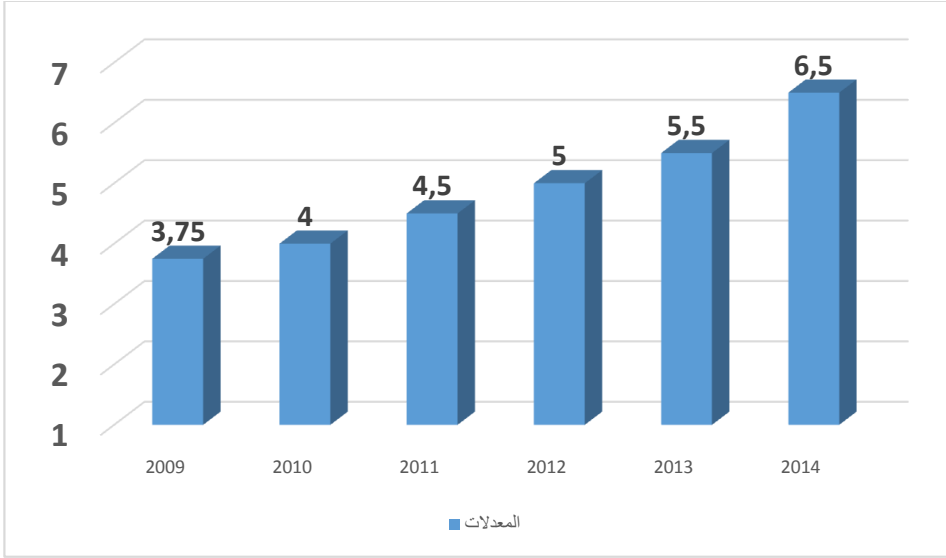
مدة ومعدل الفائدة السنوي : لقد تم إصدار هذا السند ات الموجهة للجمهور في 1 جوان

2008 وذلك لمدة اكتتاب بشهر واحد، وكانت مدة القرض ستة 6 سنوات، حيث يستحق في

2014 وفيما يخص معدل الفائدة السنوي للقرض كما تم تزايد اخلال 6 سنوات على الترتيب 3.75 %، 4 %، 4.5 %، 5

%، 5.5 %، و 6.5 % . ويمكن إظهارها في الشكل التالي:

رسم توضيحي 10: تطور معدل الفرص السنوي للفترة 2009-2014



المصدر : من إعداد الطالبي بناء على معطيات مأخوذة من مطويات إخبارية للعملية صادرة من المؤسسة .

معدلات لعائد للسندات : إن المعدل الحقيقي للقرض السنوي هو %

5 عند تاريخ افتتاح الكتاب، فكل شخص طبيعياً ومعنوي يشترى سنداً تفهوه يتحصل في نهاية كل سنة على عائد وفقاً للمعدل المتزايد المذكور سابقاً.

وكالات الائتمان : ويمكن الائتمان بغير كالات الائتمانية :

البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، بنك التنمية المحلية، بنك الجزائر الخارجي، بيا بيا الجزائر، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، القرض الشعبي الجزائري، سوسيتي جيزال الجزائر .

وكان لها دفننا لإصداره هو تمويل لجزء من برنامج استثمار المؤسسة، الذي يتسع من خلال لتحقيق انتشار بالنسبة لشبكاتهما سواء كانت

كهربائية أو غازية إلى الكائنات الوطن، حيث تضم برنامج التمويل للسنة

استثمار بقيمة 187.5 مليار دج، وسيتم تمويلها بالاستثمار خلال 30 مليار دج المنبثقة عن القرض السنوي الحالي المفتوح للحجم

هو العريض 35 مليار دج ممولها المجمعة أتبيا، فيما تمثل 30.5 مليار دج تمويل الدولة لبرامجها الخاصة للتوزيع العمومي للغاز الطبيعي

لإتارة الريفية ويمثل مبلغ 11 مليار دج مشاركة الزبائن شغلا يصالحها بالشبكات كما سيتم تمويلها بمبلغ

81 مليار دج من خلال القروض البنكية .

وأوضح السيد " عبد القادر شوال "

المدير التنفيذي للمالية والمحاسبة لمجموعة سونلغاز ان نسبة الاكتتاب بلغت مستوي معتبرة وهامة جدا حيث فاقت كل التناجج كالاتي التوقعات وتوز

لكما يعكس الاهتمام بالذبيو ليمثل هذا النوع من القرض الذي اضحفيا الجزائر يريد اعنا نماط الادخار الأخرى ، كما يدل لنا حال قرصال

سند يعلمد بثقة الأشخاص المعنوية والمؤسسات المالية التي ساهمت في جمعها أكثر من

70 من المبلغ المكتتب ، وقد سجلت أكبر نسبة مشاركة في ولاية الجزائر 61.17 متبوعة بولاية تيارت 19.4 وتيزيوزو

3.41 وهكذا تكون عملية القرصال سنديا مفتوحة للجمهور العريض قد سجلت نجاحا كبيرا

لدا المتعاملين الماليين والأشخاص الطبيعيين المعنويين بفصلا بينكا الوطني الجزائري ، البنكا الوسيط والمرافق الرئيسية لإضافة إلى أعضاء نقاب

ة الإصدار .

وسيكومنشأ هذا القرض الجديد المساهمة في بيع سوق البورصة والعمليات المالية والاستجابة إلى السياسة المالية للمجموعة تحسب صورة سو

نلغاز وتعزز الثقة التي اتبنيحصبها ، كما انهيحكس إرادة مجمعها لتوجهها استمرار نحو السوق المالية المحلية وتأكيد مكانتها في السوق السن

دا تكتمعاملها ، وبفصلنا هذا القرض الجديد أصبح مجمع سونلغاز زعيم السوق الجزائرية للكهرباء بـ

87.55 مليار دج تم جمعها في السوق الوطنية .

## خلاصة:

من خلال الكلمات تعرضه حول مؤسسة سونلغاز، تبين لنا الدور الكبير الذي يتقو به لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، باعتبارها من المؤسسة العامة الإستراتيجية التي تريد التكيف مع مختلف التطورات الاقتصادية العالمية والعمل في إطار تحرير قطاع الطاقة، وهذا ما نأجلتو سيعشبكة توزيع الطاقة الكهربائية والغاز عبر مختلف أرجاء الوطن لتحقيقها أيضا لها الكليبت، ومن أجل تحقيق هذا سطرنا المؤسسة برنامجا استثماريا ضخما في زيادة الطاقة الإنتاجية للكهرباء والتوسيع في شبكة نقل الغاز والكهرباء، وهذا ما جعلها تحتاج إلى الرؤوس أموال التنفيذ هذه المشاريع.

وكغيرها من المؤسسة العامة تعتمد سونلغاز في تمويلها على نشاطاتها عملها التمويل بالذاتين نسبة تراوحت بين 20% إلى 30% وهذا ما يتطلب منها اللجوء إلى البنوك التي يعتبر من أهم مصادر التمويل التقليدية لها بالإضافة إلى التمويل من خلال القروض والمخزونات المتمثلة في الموارد ونوفواتير للدفع.

ونظرا لارتفاع تكاليف القروض البنكية، لجأت سونلغاز إلى السوق المالية من خلال التمويل بالقروض السنديّة التي تشهد تزايداً أثارب عة إصدارات سنديّة كانت في 2004، 2005، 2006 و 2008 بقيمة 20 مليار دج، 25,9 مليار دج، 45,9 مليار دجو

25 مليار دج جعلها التوالي، واستعان سونلغاز بتقنية عمالية ومستحدثة في مجال التمويل ألا وهي تقنية تمويل المشروع والتي تعتبر الرائدة في تطبيقتها، بحيث تتكفل شركة المشروع بكل ما يتعلق بالعملية من جوانبها المالية والمادية والتقنية من أجل إنجاز المشروع وتمويلها من طرف أطراف كخطوة أولى، ثم استغلالها لفترة محددة كخطوة ثانية وكانها لهدف من هذا التقنيّة هو توزيع المخاطر على جميع الأطراف بالإضافة إلى أن سونلغاز غير قادر على تحملها على ما يملكها المشروع والضخم وتمثلت هذه المشاريع بعشرين مشروعاً كهرباء حجرة النص SKH بتمويل قدره 826 ملي وندولار، ومشروع شركة كهرباء كادية الدراوش SKD بتمويل قدره 179 ومشروع شركة كهرباء SKT الترقا بتمويل قدره 159 مليون دولار.

خاتمة عامة

خاتمة عامة:

تعد عملية التمويل محركاً أساسياً لأنشطة المؤسسة الاقتصادية ودفاعاً قوياً للنموها وازدهارها، ولتحقيق أهداف المؤسسة التبتز تركز على تعظيم العائد من جهة وتذنية التكالي من جهة أخرى، ينبغي على المؤسسة الاقتصادية المفاضلة بين مختلف البدائل لتمويلية الداخلية والخارجية. ويأخذ التمويل للدائم حيزاً كبيراً من اهتمام المؤسسة لا سيما بعد دخولها إلى السوق المالي، حيث يشكل التمويل لعن طريق السوق السند يديلاً تمويلياً أمثالاً للمؤسساة الاقتصادية بعد استنفاد التمويل الذاتي، إذ يعتبر التمويل لعن طريق السوق السند يديلاً تمويلياً لأقل تكلفة من مصادره التمويل الخارجية، كما أنه يزيد من مرونة المؤسسة من خلال الأثر الإيجابي للرفع المالي، غير أنه يزيد من مخاطر المؤسسة.

أما بالنسبة للمؤسساة الاقتصادية الجزائية، وبالنظر إلى إصلاحات اقتصادية، والتحول إلى اقتصاد السوق، فقد عرفت تعدد أفي مصادره التمويل، لا سيما بعد إنشاء بورصة الجزائر والتطور الكبير الذي يشهدهمؤخر السوق السند يديلاً تمويلياً جزائري، حيث شكّل هذا الأخير بديلاً تمويلياً للعديد من المؤسسات الاقتصادية التي تنوعت مصادرها بين مسعرة وغير مسعرة بالبورصة. وتعتبر الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" أكبر منتج خلفياً للسوق السند يديلاً تمويلياً جزائري، نظراً لتوافقهذ النوع من التمويل 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 إليها بالنقاط التالية :-

تتمت المؤسسة من خلال لوظيفة المالية وفي إطارها بمصادر التمويل، لا سيما التمويل بالطويل الأجل، كما تتاح أمامها مجموعة من مصادره التمويل بالموال الخاصة أو التمويل بالاستدانة، ليلقى قرار الاختيار بينهما على اعتبارات المؤسسة - إنتطور المحيط المالي الحد يشوالاتنا اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي الذي يتميز بالتمويل المباشر، أديالتعدد مصادره تمويل المؤسسة الاقتصادية وتباين خصائصها وشروط الحصول عليها - تعتبر الشائتينتكلفة/عائد، عائد/مخاطرة منبيناأساهامة للمفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية، إضافة لتأثير البديلة التمويل على قيمة المؤسسة -

يتمتع التمويل لعن طريق السوق السند يديلاً ولوية عن باقي المصادره الخارجية لما يتمتع به من خصوصيات، حيث يعتبر البديلة تمويلياً لأقل تكلفة من مصادره التمويل الخارجية، كما أنه يزيد من مرونة المؤسسة من خلال الأثر الإيجابي للرفع المالي غير أنه يزيد من مخاطر المؤسسة

Mis en forme : Police :16 pt, Non Gras, Couleur de police : Automatique, Police de script complexe :16 pt, Non Gras

وينقص منا استقلاليتها - . رغم اختلاف المداخلة الاقتصادية في ترميم مبررات التمويل عن طريق السوق السندي، إلا أنها

اتفقت حول كون السوق السندي يعتبر البديل لتمويلياً لأمثل للمؤسسات الاقتصادية من مبادرات

التمويل الخارجية - . منذ نشأته سنة 1999 استطاع السوق السندي بالمؤسسات الجزائرية تمويل الاقتصاد الوطني بمبلغ

بفوق 164 مليار دينار جزائري - .

شهد السوق السندي بالمؤسسات الجزائرية منذ سنة 1999 إطلاق تسعة عشر قرضاً سدياً، أربعة منها مسعرة بالبورصة، وخمسة عشر غير

مسعرة بالبورصة - . شكلاً لسوق السندي في الفترة 2006-

2004 بديلاً لتمويلياً مغرباً لثمانية مؤسسات ذات أسهم، واحدة منها خاصة هي "سوفتال" وسبعة عمومية هي:

"سونطراك"، "سونلغاز"، "الشركة الجزائرية للطيران"، "اتصالات الجزائر"، "شركة التمويل الرهنى"، "الاتحاد العربي للاستثمار

"، و"مؤسسة التكوين المهني بعد".

-

يتمتع مجتمع "سونلغاز" بسياسة عامة تعطيها الأولوية للنمو، الأمان للمنتج والتيقن بلها بسياسة مالية تعطيها الأولوية للنمو

، المردودية والاستقلالية - . نظر اللطافة الإقراضية التي تتمتع بها مجتمع "سونلغاز"

، يشكّل السوق السندي البديل لتمويلياً لأمثل للمجموع بعد استنفاد التمويل الذاتي، حيث يعتبر البديل الأقل تكلفة والأكثر مردودية من

لألا استفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي.

كما يمكن تقديم الاقتراحات التالية لمجتمع "سونلغاز" - :

ينطوي إصدار القروض السندية على تكلفة إصدار عالية تؤثر سلباً على نتائجها الإيجابية. لذا ننصح المجتمع بكونه يخصص هذه التكاليف

فئة أو توزيعها على عدة سنوات - . يتم استهلاك كالاتي للقروض السندية لمجتمع "سونلغاز" غليزان.

Mis en forme : Police :16 pt, Non  
Gras, Couleur de police :  
Automatique, Police de script  
complexe :16 pt, Non Gras, Français  
(France)

ال

**Mis en forme** : Police :16 pt, Non Gras, Couleur de police : Automatique, Police de script complexe :16 pt, Non Gras

# قائمة المراجع

## المراجع باللغة العربية

1. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي ( الإدارة المالية )، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل، الأردن، 2011.
2. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل الماليار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2002.
3. عباس علي، الإدارة المالية، ط 1، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
4. عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم- سندات وثائق الاستثمار - الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، سنة 2007.
5. عدنان تايه النعيمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، عمان الأردن، 2009.
6. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان الأردن، 2008.
7. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، سنة 2006.
8. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، الأردن سنة 2006.
9. الجادي، ماهي السندات وأنواعها في الأسواق المالية، منتديات أعمال الخليج، تاريخ النشر 16 يوليو 2007 تاريخ الاطلاع 09 فيفري 2009. الساعة 22:00 [www.THEGULFBIZ.com/](http://www.THEGULFBIZ.com/)
10. محفوظ جبار، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية.
11. مروان عطون، الأسواق المالية والنقدية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الأول، أدوات وآلية تنشيط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
12. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، آلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، الجزائر، رسالة دكتوراه غير منشورة، 2006.
13. عبد الغفار حنفي، سمية قرياقص: الأسواق المالية. الدار الجامعية الإبراهيمية، مصر. 2006.
14. مبارك لسلوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
15. حمزة محمد الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان- الأردن. 2000.
16. رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1997.
17. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطویرها، دار الفكر الجامعي. مصر. 2006.

## المراجع باللغة الأجنبية

1. [Lawrence Gitman, Michael Joehnk, Gérard Desmuliers, Frédéric Herbin, Octave Jokung, Georges Langlois : Investissement et marchés financiers, Université d'Arizona, 9e édition, Pearson Education Paris France, 2005](#) Mis en forme : Français (France)
2. [Josette Peyrard : les nouveaux instrument financiers librairie vuibert, Paris septembre, 1988](#) Mis en forme : Français (France)
3. [Pierre Vernimmen : Finance d'entreprise, théorie et pratique, 4ème édition, Dalloz, Paris, 2000](#) Mis en forme : Français (France)
4. [J. Teulié, P. Topsacalian : finance, 2ème édition, vuibert, Paris, 1994](#) Mis en forme : Français (France)
5. [Gerard Marie Henry, Armand Colin : les marches financiers, Paris 1999](#) Mis en forme : Français (France)
6. [Commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, guide des valeurs mobilières, 2004.](#) Mis en forme : Français (France)
7. [Hervé Jarrige- Lemas, la Bourse, édition du Puits Fleuri, France, 2001.](#)
8. [Aswath Damodaran, Finance d'entreprise, De boeck, 2ème édition, Bruxelles, 2006.](#) Mis en forme : Français (France)
9. [Gérard Chareaux, Finance d'entreprise, 2ème édition, édition management et société, France, 2003.](#) -Z.Bodie, R.Merton, C.Thibierge, Finance: caractéristiques des emprunts obligataires, wikipedia, le 10-02-2009 à 19:53, fr.wikipedia.org.
10. [Pierre Conso, La Gestion Financière De L'entreprise, Dunod, 7ème édition, Paris.](#)
11. [S. Ballada et J, C. Coille, Outils et mécanismes de gestion financière, 3ème édition, Maxima, Paris, 1996.](#)
12. [Deppallens Georges et Jobard Jean Pierre, Gestion financière de l'entreprise, 11ème édition, Dalloz, Paris, 1997.](#)
13. [Juliette Pilverdier et Joanne Hamet, Le Marché Financier Français, 4ème édition, Economica, Paris, 2000.](#) Mis en forme : Français (France)
14. [Paul- Jaques et Lehman,, Bourse et marchés financiers, 2ème édition, Dunods, Paris, 2002.](#)
15. [Dov Ogien, Pratique Des Marchés Financiers, 4ème édition, Gualino, Paris, 2002.](#) Mis en forme : Français (France)
16. [Règlement COSOB N0 96-02 du 22 Juin 1996 relatif à l'information à public par les sociétés et organismes lors de l'émission de valeurs mobilières.](#)
17. [Kolifrath Gilles, Marché Monétaire et Obligataire, tome1, Revue Banque édition, Paris, 2002.](#) Mis en forme : Français (France)
18. [Paul- Jaques et Lehman,, Bourse et marchés financiers, 2ème édition, Dunods, Paris, 2002.](#)
19. [Kolifrath Gilles, Marché Monétaire et Obligataire, tome1, Revue Banque édition, Paris, 2002.](#) Mis en forme : Français (France)
20. [Notice d'information de Sonelgaz, 2008.](#)

# قائمة الجداول والأشكال

## 1- الجداول:

- جدول 1: أهـم الفروق بين أسهم السندات ..... 51
- جدول 2: تطور إنتاج الكهرباء لمؤسسة سونلغاز خلال الفترة 2002-2007 ..... 99
- جدول 3: تطور نقل الكهرباء (تطور شبكة الكهرباء) خلال الفترة 2002-2007 ..... 101
- جدول 4: تطور نقل الغاز في الفترة 2002-2007 ..... 102
- جدول 5: تطور عدد المشتركين بالنسبة للكهرباء في الفترة بين 2002-2007 ..... 105
- جدول 6: تطور عدد المشتركين بالنسبة للغاز خلال الفترة 2002-2007 ..... 107
- جدول 7: تطور قيمة مبيعات سونلغاز للكهرباء والغاز خلال الفترة 2002-2007 ..... 108
- جدول 8: خصائص صندوق اتوجهة للمؤسسة تقيسنة 2005. .... 115

## 2- الأشكال:

- رسم توضيحي 1: سند ..... 20
- رسم توضيحي 2: تغير القيمة السوقية للسند ..... 23
- رسم توضيحي 3: مخطط الهيكل التنظيمي لسونلغاز سنة 2008 ..... 97
- رسم توضيحي 4: تطور إنتاج الكهرباء للفترة 2002 - 2007 ..... 100
- رسم توضيحي 5: تطور نقل الكهرباء عبر خطوط الضغط خلال الفترة 2002-2007 ..... 102
- رسم توضيحي 6: تطور نقل الغاز عبر خطوط الضغط المختلفة خلال الفترة 2002-2007 ..... 104
- رسم توضيحي 7: تطور عدد مشترك الكهرباء 2002-2007 ..... 106
- رسم توضيحي 8: تطور عدد مشترك الغاز خلال 2002-2007 ..... 107
- رسم توضيحي 9: تطور قيمة مبيعات سونلغاز للكهرباء والغاز خلال الفترة 2002-2007 ..... 109
- رسم توضيحي 10: تطور معدل القرض السنوي لجمهورية للفترة 2006-2011 ..... 114
- رسم توضيحي 11: تطور معدل القرض السنوي للفترة 2009-2014 ..... 119

الملاحق

الملحق رقم 01: ميزانية مجمع سونلغاز سنة 200

Société Algérienne de l'électricité et du gaz; SONELGAS S.P.A

N° Identification : 0 969 1601 00127 42 00

02, Bd krim Belkacem - Alger -

BILAN AU 31/12/2005

EXERCICE 2005

N° des comptes	NATURE	MONTANT DEBUT	AMORTISSEMENT EN PROVISION	MONTANT NET	TOTAL MONTANTS
<b>INVESTISSEMENTS</b>					
20	Frais prélim.	388 183 531,48	332 555 209,64	55 628 321,84	
21	Valeurs Inco	334 446 121,34	244 205 722,67	90 140 398,67	
22	Terains	319 176 696,89	0,00	319 176 696,89	
24	Equipement	389 741 784,04 1,10	225 591 824 215,07	164 149 959 625,03	
26	Equipement	2 854 225 585,63	1 130 995 495,30	1 723 229 090,33	
28	Investissem	62 985 343 963,79	0,00	62 985 343 963,79	
<b>TOTAL 2</b>		<b>498 820 138 443,02</b>	<b>577 581 981 150,48</b>	<b>321 238 156 187,48</b>	<b>321 238 156 187,48</b>
<b>STOCKS</b>					
80	Marchandises	123 767 249,57	87 262 195,24	36 505 054,33	
81	Matières et	280 952 974,31	98 798 713,39	182 154 260,99	
88	Produits per	0,00	0,00	0,00	
84	Produits et r	0,00	0,00	0,00	
86	Produits fin	0,00	0,00	0,00	
88	Déchets et r	22 888,04	0,00	22 888,04	
87	Stocks à l'ex	17 750 311,93	0,00	17 750 311,93	
<b>TOTAL 2</b>		<b>422 493 403,85</b>	<b>86 060 908,63</b>	<b>336 432 495,22</b>	<b>336 432 495,22</b>
<b>CREANCES</b>					
42	Créances et	118 889 932 341,33	738 521 227,43	118 151 411 113,90	
43	Créances de	874 193,48	336 630,00	537 563,48	
44	Créances sur associés et				
	sociétés ass	191 316 122 961,50	0,00	191 316 122 961,50	
46	Avances pe	18 720 989 704,66	0,00	18 720 989 704,66	
48	Avances d'e	5 247 724 964,99	617 749 152,09	4 629 975 812,91	
47	Créances su	54 368 972 590,48	12 357 961 784,74	42 011 010 805,74	
40	Compte déb	6 482 780,36	0,00	6 482 780,36	
<b>TOTAL 2</b>		<b>404 364 173 704,84</b>	<b>14 043 668 157,46</b>	<b>290 320 505 547,38</b>	<b>290 320 505 547,38</b>
<b>TOTAL 2 (2005)</b>		<b>657 140 955 651,71</b>	<b>746 467 108 335,56</b>	<b>510 774 397 211,82</b>	<b>510 774 397 211,82</b>

EXERCICE 2005

N° des comptes	NATURE	MONTANT	TOTAL MONTANTS
<b>FONDS PROPRES</b>			
10	Fonds social	150 000 000 000,00	
12	Primes d'apport	0,00	
13	Reserves	98 140 151 900,59	
14	Subventions d'investissement	144 987 677 595,17	
15	Excès de réévaluation	93 953 254 028,20	
16	Autres fonds propres	2 260 000 000,00	
18	Résultat et instance d'affectation	-351 579 787,24	
19	Provisions pour pertes et charges	9 936 005 060,22	
<b>TOTAL 2</b>		<b>378 128 488 886,94</b>	<b>378 128 488 886,94</b>
<b>DETTES</b>			
82	Dettes d'investissements	120 056 818 828,11	
83	Dettes de stocks	6 111 583 550,01	
84	Détentions pour compte	3 560 954 205,18	
85	Dettes envers les associés et		
	sociétés apparentées	79 041 728 237,80	
86	Dettes d'exploitation	6 269 250 325,18	
87	Avances commerciales	18 064 126 015,71	
88	Dettes financières	0,00	
90	Comptes créditeurs de l'actif	384 428 875,18	
<b>TOTAL 2</b>		<b>238 808 979 935,06</b>	<b>238 808 979 935,06</b>
88	Résultat de l'exercice		<b>278 578 665,87</b>
<b>TOTAL 2 (2005)</b>		<b>657 140 955 651,71</b>	<b>657 140 955 651,71</b>

الملحق رقم 02 : جدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز سنة 2005

Société Algérienne de l'électricité et du gaz SONELGAZ S.P.A

N° Identification : 0 969 1601 00127 42 00

02, Bd krim Belkacem - Alger -

TABLEAU DES COMPTES

DE RESULTAT AU 31/12/2005

EXERCICE 2005

TABLEAU N° 02

NO COMPTES	DESCRIPTION DES COMPTES	2005	2004
70	Ventes de marchandises		175 899,87
60	Marchandises consommées	0,00	
80	Marge brute	175 899,87	
80	Marge brute		175 899,87
71	Production vendue		96 672 940 238,54
72	Production stockée		0,00
73	Production de l'entreprise pour elle-même		769 476 801,29
74	Prestation fournie		3 781 776 559,88
75	Transfert de charges de production		1 737 152 297,63
61	Matières et fournitures consommées	43 170 180 297,65	
62	Services	31 142 066 148,59	
		74 312 226 446,24	102 961 521 788,41
81	Valeur ajoutée	101 587 673 453,63	
81	Valeur ajoutée		28 649 295 342,17
77	Produits divers		6 738 564 868,83
78	Transfert de charges d'exploitation		85 708 876,29
63	Frais de personnel	9 633 261 843,33	
64	Impôts et taxes	1 772 941 112,99	
65	Frais financiers	5 467 050 948,53	
66	Frais divers	337 280 279,38	
68	Dotation aux amortissements et provisions	15 075 704 963,10	
		31 686 159 338,33	35 473 567 487,29
83	Résultat d'exploitation	70 901 514 115,30	
79	Produits hors exploitation		20 134 939 951,86
69	Charges hors exploitation	21 719 974 439,75	
84	Résultat hors exploitation		1 450 965 462,97
83	Résultat d'exploitation		3 787 409 348,94
84	Résultat hors exploitation	1 585 034 467,89	0,00
810	Résultat brut de l'exercice	1 450 965 462,97	
819	Impôt sur les bénéfices	1 450 965 462,97	
88	Résultat de l'exercice	0 000 000 000,00	

الملحق رقم 03: ميزانية مجمع سونلغاز سنة 2006

SOCIETE ALGERIENNE DE L'ELECTRICITE ET DU GAZ SONELGAZ S.P.A  
N° IDENTIFICATION : 0 969 1601 00127 43 00  
02,BD KRIM BELKACEM - ALGER

BILAN AU 31 / 12 / 2006

Tableau N° 1

COMPTES	ACTIF	MONTANT BRUT	AMORT. / PROGS.	MONTANT NET	TOTAUX PARTIELS	COMPTES	PASSIF	MONTANT	TOTAUX PARTIELS
	<b>INVESTISSEMENTS</b>				<b>5 276 989 202,91</b>		<b>FONDS PROPRES</b>		<b>289 848 150 772,80</b>
20	Frais préliminaires	369 294 497,74	369 294 497,74	0,00		10	Fonds social	100 000 000 000,00	
21	Valeurs incorporelles	230 632 972,82	230 128 534,41	500 438,41		12	Primes liées au fonds social	0,00	
22	Terrains	12 133 596,33	0,00	12 133 596,33		13	Réserves	37 890 667 861,42	
24	Equipements de production	7 089 467 121,21	4 384 077 469,33	2 725 379 651,88		14	Subventions d'investissement	86 483 126 790,00	
25	Equipements sociaux	1 060 606 470,37	461 634 387,94	639 075 082,43		15	Ecart de réévaluation	1 000 184 770,74	
28	Investissements en cours	1 899 494 433,76	0,00	1 899 494 433,76		16	Autres fonds propres	2 280 000 000,00	
						18	Résultats en instance d'affectation	0,00	
						19	Provisions pertes et charges	3 217 882 860,64	
	<b>TOTAL I</b>	<b>16 691 522 942,23</b>	<b>6 410 532 889,43</b>	<b>10 278 989 202,81</b>			<b>TOTAL I</b>	<b>289 848 150 772,80</b>	
	<b>STOCKS</b>				<b>5 340 819,42</b>		<b>DETTES</b>		<b>288 658 317 967,17</b>
30	Marchandises	0,00	0,00	0,00		52	Dettes d'investissement	147 829 824 646,23	
31	Matières et fournitures	4 589 764,56	535 918,74	4 053 845,82		53	Dettes de stocks	84 822 570,32	
33	Produits semi-ouvrés	0,00	0,00	0,00		54	Detentions pour compte	191 965 687,62	
34	Produits et travaux en cours	0,00	0,00	0,00		55	Dettes envers les associés et sociétés apparentées	146 518 863 988,46	
35	Produits finis	0,00	0,00	0,00		56	Dettes d'exploitation	3 710 873 268,41	
36	Décrets et rebuts	0,00	0,00	0,00		57	Dettes commerciales	1 032 161 418,83	
37	Stocks à l'extérieur	1 288 571,82	0,00	1 288 571,82		50	Comptes créditeurs de factif	7 606 068,20	
	<b>TOTAL I</b>	<b>6 878 336,38</b>	<b>535 918,74</b>	<b>6 342 417,64</b>			<b>TOTAL I</b>	<b>288 658 317 967,17</b>	
	<b>CREANCES</b>				<b>582 743 903 679,51</b>		<b>Résultat de l'exercice (Bénéfice)</b>	<b>22 264 367,77</b>	<b>22 264 367,77</b>
42	Créances d'investissement	182 400 288 832,66	724 069 039,00	181 676 177 563,66					
43	Créances de stocks	494 854,60	231 530,00	263 324,60					
44	Créances sur associés et sociétés apparentées	378 632 222 736,06	0,00	378 632 222 736,06					
45	Avances pour compte	14 940 823 291,61	0,00	14 940 823 291,61					
46	Avances d'exploitation	2 278 016 658,59	587 459 188,13	1 690 559 468,22					
47	Créances sur clients	830 724 119,67	24 313 718,02	806 410 401,65					
48	Disponibilités	6 685 434 993,74	1 940 067 490,58	4 745 367 503,16					
40	Comptes débiteurs du passif	43 991 959,85	0,00	43 991 959,85					
	<b>TOTAL I</b>	<b>986 619 964 943,24</b>	<b>3 276 180 963,73</b>	<b>659 438 983 979,51</b>					
	<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>396 717 762 639,63</b>	<b>8 687 629 743,88</b>	<b>388 030 132 895,75</b>	<b>388 030 132 895,75</b>		<b>TOTAL GÉNÉRAL</b>	<b>388 030 132 895,75</b>	<b>388 030 132 895,75</b>

الملحق رقم 04 : جدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز سنة 2006

**SOCIETE ALGERIENNE DE L'ELECTRICITE ET DU GAZ SONELGAZ S.P.A**  
**N° IDENTIFICATION : 0 969 1601 00127 42 00**  
**02,BD KRIM BELKACEM - ALGER**

**TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS**  
**au 31/12/2006**

Numéro de compte	DESIGNATION	DEBIT	CREDIT
70	Ventes de marchandises		-
60	Marchandises consommées	-	
80	<b>MARGE BRUTE</b>	-	
80	Marge brute		-
71	Production vendue		-
72	Production stockée		-
73	Production de l'entreprise pour elle même		-
74	Prestations fournies		3 140 680 658,54
75	Transfert de charges de production		141 991 521,60
61	Matières et fournitures consommées	224 292 333,82	
62	Services	856 288 960,08	
81	<b>VALEUR AJOUTEE</b>	<b>2 202 090 886,24</b>	
81	Valeur ajoutée		2 202 090 886,24
77	Produits divers		6 391 891 245,05
78	Transfert de charges d'exploitation		44 486 990,57
63	Frais de personnel	1 056 498 236,61	
64	Impôt et taxes	64 401 540,12	
65	Frais financiers	6 304 051 559,04	
66	Frais divers	412 852 839,88	
68	Dotations aux amortissements et provisions	286 200 048,02	
83	<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>514 464 898,19</b>	
79	Produits hors exploitation		5 456 776 497,73
69	Charges hors exploitation	5 948 829 040,35	
84	<b>RESULTAT HORS EXPLOITATION</b>		<b>492 052 542,62</b>
83	Résultat d'exploitation		514 464 898,19
84	Résultat hors exploitation	492 052 542,62	
880	<b>RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE</b>		<b>10 101 135,57</b>
889	<b>IMPOT SUR LES BENEFICES</b>	<b>167 917,83</b>	
88	<b>RESULTAT DE L'EXERCICE</b>		<b>9 933 217,74</b>

الملحق رقم 07: ميزانية مجمع سونلغاز سنة 2008

SONELGAZ GROUPE INDUSTRIEL  
02, Boulevard Krim Belkacem - Alger -

RELAN CONSOLIDÉ AU 31/12/2008

Cpte	ACTIF	Montants bruts	Amortis. et prov.	Montants nets	Cpte	Passif	Montants	Totaux partiels
	<b>INVESTISSEMENTS</b>					<b>FONDS PROPRES</b>		<b>560 596 357 939,28</b>
20	Frais préliminaires	287 712 670,14	287 712 670,14	0,00	10	Fonds social	150 000 000 000,00	
21	Valeurs incorporelles	1 421 687 224,20	912 853 481,23	508 833 742,97	12	Primes liées au fonds social	0,00	
22	Terrains	1 004 323 273,56	0,00	1 004 323 273,56	13	Réserves	38 753 908 559,69	
24	Équipements de production	1 082 088 382 172,49	650 184 525 581,05	441 913 866 591,44	14	Subventions d'investissement	169 483 125 790,00	
25	Équipements sociaux	6 912 214 292,41	3 068 259 749,68	3 843 954 542,73	15	Écart de réévaluation	486 343 426,17	
28	Investissements en cours	258 042 105 280,33	0,00	258 042 105 280,33	16	Autres fonds propres	184 812 113 774,21	
	<b>TOTAL 2</b>	<b>1 359 766 434 913,13</b>	<b>654 453 351 482,10</b>	<b>705 313 083 431,03</b>	18	Résultats en instance d'affectation	0,00	
					19	Provisions p/ pertes et charges	17 060 866 389,21	
						<b>TOTAL 1</b>	<b>560 596 357 939,28</b>	
	<b>STOCKS</b>					<b>DETTES</b>		<b>471 071 548 471,46</b>
30	Marchandises	26 007 685,66	21 194 210,90	4 813 474,76	52	Dettes d'investissement	368 562 275 636,58	
31	Matières et fournitures	19 914 325 548,31	2 585 581 812,51	17 328 743 735,80	53	Dettes de stocks	14 242 596 566,19	
33	Produits semi-ouvrés	0,00	0,00	0,00	54	Détentions pour compte	3 134 131 003,13	
34	Produits et travaux en cours	0,00	0,00	0,00	55	Dettes envers les associés et les sociétés apparentées	40 319 552 826,11	
35	Produits finis	0,00	0,00	0,00	56	Dettes d'exploitation	16 813 746 281,33	
36	Déchets et rebuts	9 559 827,69	0,00	9 559 827,69	57	Avances commerciales	27 969 492 675,46	
37	Stocks à l'étranger	184 628 051,37	336 745,50	184 292 305,87	58	Dettes financières	0,00	
	<b>TOTAL 3</b>	<b>20 134 522 123,03</b>	<b>2 607 112 768,91</b>	<b>17 527 409 354,12</b>	59	Comptes créditeurs de l'actif	129 753 182,68	
						<b>TOTAL 5</b>	<b>471 071 548 471,46</b>	
	<b>CREANCES</b>					<b>Résultat de l'exercice (Bénéfice)</b>		<b>139 644 362,29</b>
42	Créances d'investissement	108 461 773 653,81	849 823 964,14	107 611 949 689,67				
43	Créances de stocks	311 923 097,29	2 087 650,00	309 835 447,29				
44	Créances sur associés et sociétés apparentées	29 289 161 701,81	0,00	29 289 161 701,81				
45	Avances pour compte	75 880 564 177,45	434 312 682,77	75 246 251 514,68				
46	Avances d'exploitation	12 910 544 913,47	3 012 470 046,82	9 898 074 866,65				
47	Créances sur clients	68 835 602 548,51	19 315 689 186,56	49 519 913 361,95				
48	Disponibilités	38 852 554 677,91	1 889 127 710,11	36 964 426 967,80				
49	Comptes débiteurs du passif	117 444 438,05	0,00	117 444 438,05				
	<b>TOTAL 4</b>	<b>334 469 569 208,30</b>	<b>28 502 511 220,40</b>	<b>308 967 057 987,90</b>				
	<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>1 714 370 526 244,46</b>	<b>682 562 975 471,41</b>	<b>1 031 807 550 773,05</b>		<b>TOTAL GENERAL</b>		<b>1 031 807 550 773,05</b>

الملحق رقم 05 : جدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز سنة 200

SONELGAZ GROUPE INDUSTRIEL  
02, Boulevard Krim Belkacem - Alger -

**TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS  
CONSOLIDE AU 31/12/2008**

N° DES COMPTES	DESIGNATION DES COMPTES	MONTANTS	
		DEBIT	CREDIT
70	Ventes de marchandises		27 543 186,18
60	Marchandises consommées	25 023 701,38	
80	<b>Marge brute</b>	<b>2 519 484,80</b>	
80	Marge brute		2 519 484,80
71	Production vendue		128 974 718 893,06
72	Production stockée		10 658,50
73	Production de l'entreprise pour elle-même		3 918 862 075,28
74	Prestations fournies		8 548 485 717,49
75	Transfert de charges de production		7 345 914 743,04
61	Matières et fournitures consommées	40 606 860 125,62	
62	Services	22 184 369 639,35	
81	<b>Valeur ajoutée</b>	<b>85 999 281 807,20</b>	
81	Valeur ajoutée		85 999 281 807,20
76	Revenus financiers		2 862 174 602,22
77	Produits divers		243 276 882,24
78	Transfert de charges d'exploitation		2 564 110 074,87
63	Frais de personnel	18 819 855 786,28	
64	Impôts et taxes	2 467 818 637,57	
65	Frais financiers	13 901 911 591,26	
66	Frais divers	1 463 813 945,66	
68	Dotations aux amortissements et aux provisions	50 489 294 223,04	
83	<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>4 526 149 182,72</b>	
79	Produits hors exploitation		24 074 157 531,85
69	Charges hors exploitation	26 884 848 609,99	
84	<b>Résultat hors exploitation</b>		<b>2 810 691 078,14</b>
83	Résultat d'exploitation		4 526 149 182,72
84	Résultat hors exploitation	2 810 691 078,14	
880	<b>Résultat brut de l'exercice</b>		<b>1 715 458 104,58</b>
889	<b>Impôt sur les bénéfices -IBS-</b>		<b>1 575 813 742,29</b>
880	<b>Résultat net de l'exercice</b>		<b>139 644 362,29</b>

الملحق رقم 06: ميزانية مجمع سونلغاز سنة 2009

Groupe Sonelgaz

ANNEXE D'INFORMATION

Exercice 2009

1. BILAN CONSOLIDÉ

"BILAN" CONSOLIDÉ - SONELGAZ -  
Au 31/12/2009

Cpte	ACTIF	Montants bruts	Amortis. et prov.	Montants nets	Montants n-1	Cpte	Passif	Montants	Totaux partiels	Montants n-1
	<b>INVESTISSEMENTS</b>						<b>FONDS PROPRES</b>		586 805 257 069,91	
20	Frais préliminaires	0,00	0,00	0,00	0,00	20	Fonds social	150 000 000 000,00		150 000 000 000,00
21	Valeurs incorporelles	1 487 200 809,48	960 365 927,48	526 834 882,00	508 630 742,97	21	Primes liées au fonds social	-		0,00
22	Terrains	1 010 781 946,42	0,00	1 010 781 946,42	1 004 533 273,99	22	Réserves	41 889 271 794,91		38 759 908 959,89
24	Equipements de production	1 224 076 227 734,00	700 827 471 066,23	523 248 756 667,77	441 913 666 591,44	24	Subventions d'investissement	178 979 270 061,28		169 433 125 790,00
25	Equipements sociaux	7 089 905 946,00	3 187 973 820,00	3 901 932 126,00	3 943 654 542,73	25	Écart de réévaluation	213 971 382,44		488 343 426,17
28	Investissements en cours	379 330 220 204,00	0,00	379 330 220 204,00	226 042 105 280,32	28	Autres fonds propres	304 045 968 390,15		184 812 113 774,00
	<b>TOTAL 2</b>	<b>1 612 994 342 126,98</b>	<b>704 875 830 613,81</b>	<b>908 018 511 512,98</b>	<b>795 313 063 421,83</b>	28	Résultats en instance d'affectation	4 838 472 307,72		0,00
						29	Provisions p/ pertes et charges	18 407 029 705,84		17 060 866 386,21
							<b>TOTAL 3</b>	<b>586 805 257 069,91</b>		<b>560 596 357 939,28</b>
	<b>STOCKS</b>						<b>DETTES</b>		715 788 239 153,06	
30	Marchandises	19 807 838 628,19	966 678 203,77	18 841 160 424,42	4 813 484,76	30	Dettes d'investissement	408 403 956 361,88		368 302 275 636,28
31	Matières et fournitures	21 992 711 423,80	9 189 229 665,28	12 803 481 758,52	17 328 743 735,80	31	Dettes de stocks	22 456 948 303,62		14 242 696 866,19
32	Produits semi-courus	0,00	0,00	0,00	0,00	32	Detentions pour compte	3 490 202 361,48		3 134 151 003,13
34	Produits et travaux en cours	427 828 490,00	0,00	427 828 490,00	0,00	34	Dettes envers les associés et les sociétés apparentées	38 229 860 941,01		40 319 852 926,11
35	Produits finis	0,00	0,00	0,00	0,00	35	Dettes d'exploitation	20 696 749 741,94		18 813 746 081,28
36	Déchets et rebuts	9 659 827,69	0,00	9 659 827,69	9 659 827,69	36	Avances commerciales	24 772 710 815,79		27 869 492 875,46
37	Stocks à l'extérieur	10 798 588 618,71	308 745,50	10 489 843 873,21	184 202 305,87	37	Dettes financières	307 578 455 202,05		0,00
	<b>TOTAL 4</b>	<b>53 126 336 983,39</b>	<b>4 185 240 614,55</b>	<b>49 941 096 368,84</b>	<b>17 527 409 354,12</b>	38	Comptes créditeurs de l'actif	469 544 719,35		129 753 162,65
							<b>TOTAL 5</b>	<b>715 788 239 153,06</b>		<b>471 071 546 471,46</b>
	<b>CREANCES</b>						<b>TOTAL 1</b>	<b>586 805 257 069,91</b>		<b>560 596 357 939,28</b>
42	Créances d'investissement	98 252 609 455,57	887 795 680,48	97 364 813 775,09	107 611 949 689,87		<b>DETTES</b>		715 788 239 153,06	
43	Créances de stocks	422 503 658,23	69 068 456,50	353 435 201,73	309 635 447,29	42	Dettes d'investissement	408 403 956 361,88		368 302 275 636,28
44	Créances sur associés et sociétés apparentées	8 918 802 370,15	0,00	8 918 802 370,15	29 299 161 701,81	43	Dettes de stocks	22 456 948 303,62		14 242 696 866,19
	<b>STOCKS</b>					44	Detentions pour compte	3 490 202 361,48		3 134 151 003,13
30	Marchandises	19 807 838 628,19	966 678 203,77	18 841 160 424,42	4 813 484,76	45	Dettes envers les associés et les sociétés apparentées	38 229 860 941,01		40 319 852 926,11
31	Matières et fournitures	21 992 711 423,80	9 189 229 665,28	12 803 481 758,52	17 328 743 735,80	46	Dettes d'exploitation	20 696 749 741,94		18 813 746 081,28
32	Produits semi-courus	0,00	0,00	0,00	0,00	47	Avances commerciales	24 772 710 815,79		27 869 492 875,46
34	Produits et travaux en cours	427 828 490,00	0,00	427 828 490,00	0,00	48	Dettes financières	307 578 455 202,05		0,00
35	Produits finis	0,00	0,00	0,00	0,00	49	Comptes créditeurs de l'actif	469 544 719,35		129 753 162,65
36	Déchets et rebuts	9 659 827,69	0,00	9 659 827,69	9 659 827,69		<b>TOTAL 5</b>	<b>715 788 239 153,06</b>		<b>471 071 546 471,46</b>
37	Stocks à l'extérieur	10 798 588 618,71	308 745,50	10 489 843 873,21	184 202 305,87					
	<b>TOTAL 4</b>	<b>53 126 336 983,39</b>	<b>4 185 240 614,55</b>	<b>49 941 096 368,84</b>	<b>17 527 409 354,12</b>					
	<b>CREANCES</b>									
42	Créances d'investissement	98 252 609 455,57	887 795 680,48	97 364 813 775,09	107 611 949 689,87					
43	Créances de stocks	422 503 658,23	69 068 456,50	353 435 201,73	309 635 447,29					
44	Créances sur associés et sociétés apparentées	8 918 802 370,15	0,00	8 918 802 370,15	29 299 161 701,81					
45	Avances pour compte	97 658 441 572,04	387 269 809,32	97 271 171 762,72	76 346 281 514,68					
46	Avances d'exploitation	14 622 945 941,23	4 111 232 430,38	10 511 713 510,85	9 888 074 868,65					
47	Créances sur clients	88 996 479 283,88	20 068 185 138,98	68 928 294 144,90	49 519 615 381,05					
48	Disponibilités	61 068 272 145,80	1 324 876 822,49	62 393 148 968,29	36 964 426 067,80					
49	Comptes débiteurs du passif	176 880 376,21	0,00	176 880 376,21	117 444 438,09					
	<b>TOTAL 4</b>	<b>348 416 400 170,79</b>	<b>27 466 512 236,53</b>	<b>320 949 888 934,26</b>	<b>308 967 057 987,90</b>					
	<b>Résultat de l'exercice (Déficit)</b>			<b>4 684 005 597,86</b>	<b>0,00</b>					
	<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>2 034 537 079 290,02</b>	<b>124 627 588 694,89</b>	<b>1 909 909 490 595,13</b>	<b>1 931 607 550 773,05</b>		<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>1 302 593 496 222,99</b>	<b>1 301 907 550 773,05</b>	

الملحق رقم 07: جدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز سنة 2010

**" TCR " CONSOLIDE SONELGAZ**  
Au 31/12/2010

TCR (exprimé en KDA)	2010	2009
Chiffre d'affaires	224 242 312	234 963 117
Variation Stocks produits finis et encours	-1 075 570	1 466 512
Production immobilisée	1 772 999	4 163 035
Subventions d'exploitation	0	0
<b>I - PRODUCTION DE L'EXERCICE</b>	<b>224 939 741</b>	<b>240 592 664</b>
Achats consommés	-84 089 808	-65 619 387
Services extérieurs et autres consommations	-23 793 887	-54 500 335
<b>II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE</b>	<b>-107 883 695</b>	<b>-120 119 722</b>
<b>III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)</b>	<b>117 056 046</b>	<b>120 472 942</b>
Charges de personnel	-47 179 168	-37 061 907
Impôts, taxes et versements assimilés	-4 631 537	-4 515 100
<b>IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION</b>	<b>65 245 341</b>	<b>78 895 935</b>
Autres produits opérationnels	12 821 542	17 667 405
Autres charges opérationnelles	-2 147 458	-9 926 904
Dotations aux amortissements et aux provisions	-57 184 752	-46 331 496
Reprise sur pertes de valeur et provisions	9 779 766	7 943 121
<b>V- RESULTAT OPERATIONNEL</b>	<b>28 514 439</b>	<b>48 248 062</b>
Produits financiers	1 326 039	2 724 307
Charges financières	-18 100 415	-29 784 355
<b>VI- RESULTAT FINANCIER</b>	<b>-16 774 375</b>	<b>-27 060 049</b>
<b>VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)</b>	<b>11 740 064</b>	<b>21 188 013</b>
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	-6 453 414	-2 192 419
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	2 767 893	-4 052 198
<b>TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>248 867 089</b>	<b>268 927 497</b>
<b>TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>-240 575 967</b>	<b>-253 984 100</b>
<b>VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES</b>	<b>8 291 122</b>	<b>14 943 397</b>
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	1 522 933	476 862
Eléments extraordinaires (charges)) (à préciser)	-22 278	-83 428
<b>IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE</b>	<b>1 500 655</b>	<b>393 433</b>
<b>X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE</b>	<b>9 791 777</b>	<b>15 336 830</b>
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence	1 587 489	839 306
<b>XI- RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE</b>	<b>11 379 266</b>	<b>16 176 136</b>

الملحق رقم 08: أصول الميزانية في مجمع سونلغاز 2011-2012

**Comptes consolidés du Groupe SONELGAZ-Exercice clos 2012.**

ACTIF		MONTANTS NETS (en millions DA)	
	2012	2011	Evolution
<b>ACTIF IMMOBILISE (NON COURANT)</b>			
Ecart d'acquisition (ou goodwill)	0	0	
<b>Immobilisations incorporelles</b>	<b>550</b>	<b>560</b>	<b>-2%</b>
<b>Immobilisations corporelles</b>	<b>1 079 184</b>	<b>848 307</b>	<b>27%</b>
Terrains	3 888	3 804	2%
Agencements et aménagements de terrains	14 057	13 034	8%
Constructions (Bâtiments et ouvrages d'infrastructure)	77 111	67 791	14%
Installations techniques, matériel et outillage industriel	902 962	653 936	38%
Autres immobilisations corporelles	81 166	109 741	-26%
<b>Immobilisations en cours</b>	<b>712 770</b>	<b>747 875</b>	<b>-5%</b>
<b>Immobilisations financières</b>	<b>103 994</b>	<b>89 632</b>	<b>16%</b>
Titres mis en équivalence - entreprises associées	24 191	17 618	37%
Autres participations et créances rattachées	0	0	
Autres titres immobilisés	2 475	2 773	-11%
Prêts et autres actifs financiers non courants	924	319	190%
Impôts différés actif	8 395	7 628	10%
Autres actifs non courants	68 011	61 294	11%
<b>TOTAL ACTIF NON COURANT</b>	<b>1 896 499</b>	<b>1 686 374</b>	<b>12%</b>
<b>ACTIF COURANT</b>			
<b>Stocks et encours</b>	<b>48 257</b>	<b>32 782</b>	<b>47%</b>
<b>Créances et emplois assimilés</b>	<b>288 673</b>	<b>259 517</b>	<b>11%</b>
Clients	109 412	98 389	11%
Autres débiteurs	152 264	136 233	12%
Impôts	26 998	24 834	9%
Autres actifs courants	0	61	-100%
<b>Disponibilités et assimilés</b>	<b>88 095</b>	<b>71 407</b>	<b>23%</b>
Placements et autres actifs financiers courants	1 658	6 624	-75%
Trésorerie	86 437	64 783	33%
<b>TOTAL ACTIF COURANT</b>	<b>425 026</b>	<b>363 706</b>	<b>17%</b>
<b>TOTAL BILAN ACTIF</b>	<b>2 321 524</b>	<b>2 050 080</b>	<b>13%</b>

الملحق رقم 09: خصوم الميزانية لمجمع سونلغاز 2011 - 2012

**Comptes Consolidés du Groupe Sonelgaz, exercice clos 2012**

PASSIF	2012	MONTANTS NETS (en millions DA)	
		2011	Evolution
<b>CAPITAUX PROPRES</b>			
Capital émis (ou compte de l'exploitant)	150 000	150 000	0%
Renforcement des fonds propres	206 801	206 251	0%
Capital non appelé	2 171	6 875	-68%
Primes et réserves (Réserves consolidées)	148 961	145 262	3%
Ecart de réévaluation	30 553	30 345	1%
Ecart d'équivalence	10 291	4 210	144%
Résultat net (Résultat net part du groupe)	-8 789	-10 721	-18%
Autres capitaux propres - Report à nouveau	20 862	32 096	-35%
<b>Part de la société consolidante</b>	<b>499 080</b>	<b>501 739</b>	<b>-1%</b>
<b>Part des minoritaires</b>	<b>61 770</b>	<b>62 580</b>	<b>-35%</b>
<b>TOTAL CAPITAUX PROPRES</b>	<b>560 850</b>	<b>564 319</b>	<b>-1%</b>
<b>PASSIFS NON COURANTS</b>			
Emprunts et dettes financières	915 791	711 322	29%
Impôts (différés et provisionnés)	16 157	14 811	9%
Autres dettes non courantes	2 171	7 020	-69%
Provisions et produits comptabilisés d'avance	515 960	466 561	11%
<b>TOTAL PASSIFS NON COURANT</b>	<b>1 450 079</b>	<b>1 199 713</b>	<b>21%</b>
<b>PASSIFS COURANTS</b>			
Fournisseurs et comptes rattachés	147 146	122 249	20%
Impôts	9 175	15 404	-40%
Autres dettes	75 155	66 575	13%
Trésorerie passif	79 118	81 820	-3%
<b>TOTAL PASSIFS COURANTS</b>	<b>310 595</b>	<b>286 048</b>	<b>9%</b>
<b>TOTAL GENERAL PASSIF</b>	<b>2 321 524</b>	<b>2 050 080</b>	<b>13%</b>

## الفهرس

### شكر

### إهداء

المقدمة العامة:

### الفصل الأول: ماهية السوق السندي

تمهيد:

المبحث الأول: ماهية السند اتمفا هيوم مصطلحات:

المطلب الأول: مفهوم السند اتمفا هيوم:

المطلب الثاني: أنواع السندات:

المبحث الثاني: السوق السندي

المطلب الأول: عمليات السوق السندي:

المطلب الثاني: إصدار السندات:

المطلب الثالث: تسعير السندات:

المطلب الرابع: إنهاء عملية القرض السندي:

خلاصة:

### الفصل الثاني: التمويل عن طريق القرض السندي

تمهيد:

المبحث الأول: طرق تمويل المؤسسات اتمفا هيوم اتمفا هيوم:

المبحث الثاني: التمويل عن طريق السندات:

المطلب الأول: مزايا ومخاطر التمويل عن طريق السندات:

المطلب الثاني: المقارنة بين مصادر التمويل طويلة الأجل (الأسهم والسندات):

المبحث الثالث: القرض السندي، خصائصه، تنظيم إصداره وتنفيذ العملية:

المطلب الأول: مفهوم وخصائص القرض السندي:

المطلب الثاني: تنظيم إصدار القرض السندي:

المطلب الثالث: تنفيذ عملية القرض:

المطلب الرابع: ضمانات ومخاطر إصدار القرض السندي:

المبحث الثالث: تقييم القرض السندي:

المطلب الأول: تكلفة سند اتمفا هيوم:

71.....	المطلب الثاني: عوائد سندات القرض:
73.....	المطلب الثالث: تسعير سندات القرض:
77.....	المطلب الرابع: أسعار الفائدة لسندات القرض:
80.....	المبحث الرابع: اهتلاك (سداد) القرض السندي:
80.....	المطلب الأول: الشروط العامة للسداد:
81.....	المطلب الثاني: طرق سداد القرض السندي:
84.....	خلاصة الفصل
85.....	<b>الفصل الثالث: دراسة تطبيقية لاطر التمويل لمؤسسة سونلغاز غليزان</b>
86.....	تمهيد:
88.....	المبحث الأول: بطاقة فنية عن المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز
88.....	المطلب الأول: نشأة وتطور المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز
91.....	المطلب الثاني: تنظيم المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز
98.....	المطلب الثالث: وظائف مؤسسة سونلغاز
110.....	المبحث الثاني: التمويل المستحدث لمؤسسة سونلغاز
110.....	المطلب الأول: القروض السنديّة . 2005، 2004
116.....	المطلب الثاني: إصدارات سنة 2006، 2008.
121.....	خلاصة:
122.....	خاتمة عامة
126.....	قائمة المراجع
129.....	قائمة الجداول والأشكال
131.....	الملاحق
142.....	الفهرس