

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة عبد الحميد ابن باديس مستغانم  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

مذكرة بـخـرج مـقـدمـة خـون مـتـطـلـبـات نـيل شـهـادـة مـاسـتـر اـلـاـقـتـصـادـيـة فـي اـلـعـلـوم  
اـلـاـقـتـصـادـيـة: مـالـيـة بـنـوك و تـأمـيـنـات

عـنـوان المـذـكـرة

أثر التمويل بالسندات على هيكل رأس مال المؤسسة  
دراسة حالة: البنك الوطني الجزائري " BNA "

تحت إشراف:

أ. قوبح خيرة

من إعداد الطالب:

بن محلة عبد القادر

لجنة المناقشة:

أستاذة مساعدة

أ. / سليمان عائشة

رئيساً

أستاذة مساعدة

أ. / قوبح خيرة

مشرفاً

أستاذة مساعدة

أ. / بن حليلة سليمة

مناقشاً

السنة الجامعية: 2015/2014

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

### تمهيد:

تعتبر مسألة التمويل من أعقد المسائل التي تواجه المسير المالي في المؤسسة، إذ تقع على عاتقه عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة، فإذا كانت النظرية المالية التقليدية تهتم فقط بكيفية تدبير والحصول على الأموال الضرورية لاستمرار نشاط المؤسسة، فإذا النظرية المالية الحديثة أصبحت تهتم إلى أبعد من ذلك بالطرق والكيفيات التي تمكن من الحصول على هذه الموارد المالية بأقل التكاليف الممكنة.

لقد أصبح من الضروري على المسير المالي عند تحديد سياسة التمويل التي يتبعها للحصول على الأموال، وقبل اتخاذ قرار التمويل، التفكير في جملة المتغيرات التي تحكم وتحدد عملية التمويل، إذ تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نشاطاتها وتغطية احتياجاتها من الأموال، وبذلك تلجأ إلى الاعتماد على مواردها الداخلية في شكل تمويل ذاتي، وفي حالة عدم كفايته تلجأ إلى تدبير الموارد الخارجية، حيث يتم سواء بصفة مبادرة من المدخرين عن طريق السوق المالية، أو بصفة غير مباشرة عن طريق اللجوء إلى الهيئات والمؤسسات. تشكل هذه الأخيرة تمويلاً أساسياً ووحيداً بالنسبة للمؤسسات غير القادرة على اعتماد السوق المالية كمصدر لتمويل احتياجاتها.

بحيث قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى:

- المبحث الأول: أهمية التمويل ومصادره؛
- المبحث الثاني: أساسيات حول تكلفة التمويل؛
- المبحث الثالث: هيكل رأس المال.

### المبحث الأول: أهمية التمويل ومصادره

تعتمد دراسة أي جدوى اقتصادية للمشروعات الجديدة أو التوسعات في المشروعات القائمة على مجموعة من القرارات والتي يكون من بينها قرارات تتعلق بمصادر الأموال أو بمعنى آخر مصادر الحصول على التمويل اللازم لهذه المشروعات وتكلفة كل مصدر من هذه المصادر، وتختلف هذه المصادر باختلاف كل مشروع بحسب حجم المشروع، وأيضاً حسب الظروف والأوضاع الخاصة التي تمر بها المنشأة، وبصفة عامة يوجد نوعان من التمويل الخاص بالمؤسسة الاقتصادية هذان النوعان هما تمويل داخلي وتمويل خارجي.

### المطلب الأول: مفهوم التمويل

يمكن تعريف التمويل بأنه "عملية تجميع مبالغ مالية وجعلها في حوز المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة.<sup>1</sup> تختلف وجهات نظر الباحثين في تقديم تعريف للتمويل، إلا أنهم يجمعون على أن التمويل يعني "توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع وتطوير مشروع خاص وعام" كما يعرفه البعض على أنه "إمداد المشروع بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها"<sup>2</sup>

ومن خلال هذين التعريفين نستخلص ما يلي:<sup>3</sup>

- 1- التمويل خاص بالمبالغ النقدية وليس السلع والخدمات؛
  - 2- أن يكون التمويل بالمبالغ المطلوبة لا أكثر ولا أقل؛
  - 3- الغرض الأساسي للتمويل هو تطوير المشاريع الخاصة أو العامة؛
  - 4- أن يقدم التمويل في الوقت المناسب، أي في أوقات الحاجة إليه.
- يقول (موريس دوب ، Mouris Dop) التمويل في الواقع ليس إلا وسيلة لتعبئة الموارد الحقيقية القائمة عليها.<sup>4</sup> أما الكاتب (بيش، Bish) فيعرفه على أنه الإمداد بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها وكذلك يعرفه على أنه: توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع وتطوير مشروع خاص أو عام.
- كما يعرف التمويل على أنه الحقل الإداري أو مجموعة الوظائف الإدارية المتعلقة بإدارة مجرى النقد وإلزاميته لتمكين المؤسسة من تنفيذ أهدافها ومواجهة ما يستحق عليها من التزامات في الوقت المحدد وبصفة عامة يتمثل التمويل في كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على النقدية واستثمارها في عمليات مختلفة تساعد

<sup>1</sup> ELI Cohen, Gestion financière de l'entreprise et de développement financier, édition EDICEF-Canada, 1991, p190.

<sup>2</sup> حسين عطا غنيم "دراسات في التمويل"، القاهرة، الطبعة الأولى، 1999، ص5.

<sup>3</sup> فريد النجار "البورصات والهندسة المالية" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص16.

<sup>4</sup> سيد هوارى "الإدارة المالية" مكتبة عين شمس القاهرة، الطبعة السادسة، 1996، صص13-14.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

على تعظيم القيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا في ضوء النقدية المتاحة حاليا للاستثمار والعائد المتوقع تحقيقه منه والمخاطر المحيطة واتجاهات السوق المالية، كما يعرف أيضا التمويل على أنه أحد مجالات المعرفة تختص به الإدارة المالية وهو نابع من رغبة الأفراد ومنشآت الأعمال لتحقيق أقصى حد ممكن من الرفاهية.<sup>1</sup> من خلال هذه التعاريف يمكن استخلاص أن التمويل هو توفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إليها إذ أنه يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات و أن يكون بالقيمة المطلوبة في الوقت المطلوب، فالهدف منه هو تطوير المشاريع العامة منها والخاصة وفي الوقت المناسب.

### المطلب الثاني: أهمية التمويل

لكل بلد في العالم سياسة اقتصادية وتنموية يتبعها أو يعمل على تحقيقها من أجل تحقيق الرفاهية لأفراده، وتتطلب هذه السياسة التنموية وضع الخطوط العريضة لها والمتمثلة في تخطيط المشاريع التنموية وذلك حسب احتياجات وقدرات البلاد التمويلية. ومهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو وتواصل حياتها، حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع، ومن هنا نستطيع القول أن التمويل لهدور فعال في تحقيق سياسة البلاد التنموية وذلك عن طريق:<sup>2</sup>

1- توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها:

- توفير مناصب شغل جديدة تقضي على البطالة؛
- تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد؛
- تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة.

2- تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم ( توفير السكن، العمل....)

### المطلب الثالث: مصادر التمويل الداخلي

يعتبر التمويل الداخلي " الذاتي" المصدر الوحيد الناتج عن العمليات الإنتاجية للمؤسسة الاقتصادية، وبذلك فهو يساهم بشكل كبير في نمو المؤسسة الاقتصادية، لأنه يضمن تجديد وسائل الإنتاج من جهة، ويضمن التمويل الكلي أو الجزئي لتوسعات المؤسسة الاقتصادية من جهة أخرى، وبذلك فهو يحافظ على وجود المؤسسة الاقتصادية.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، " الإدارة المعاصرة" المكتب العربي الحديث، جامعة الإسكندرية، 1993، ص 396.

<sup>2</sup> حسن عطا غنيم " دراسات في التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص9.

### الفرع الأول: مفهوم التمويل الداخلي

للت تمويل الداخلي عدة مفاهيم أو عدة تعاريف نذكر منها:<sup>1</sup>

- هو جملة المبالغ المفترزة من المؤسسة والتي تبقى تحت تصرفها بصفة مؤقتة أو طويلة نسيباً؛
- يعبر عن الارتباط المباشر بين مرحلتي التجميع والاستخدام وبالتالي وحدة مصادر الإدخار ومصادر الإستخدام؛
- عبارة عن مجموعة مصادر التمويل الداخلية التي خلقتها المؤسسة لنفسها وأعيد توظيفها فيها، قصد زيادة طاقتها الإنتاجية؛

- يمثل موارد من رأس المال تعمل المؤسسة على خلقه وتستخدمه بعد ذلك في نشاطها الخاص؛
- يقصد بالتمويل الداخلي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، دون شرط أو قيد وذلك بتوجيهه لتمويل الاستثمارات المستقبلية أو تمويل رأس المال العامل، ويمكن أن نقول أن التمويل الداخلي هو الضمان الوحيد على وجود المؤسسة الإقتصادية واستمرارها.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: مصادر التمويل الداخلي

يمكن حصر مكونات التمويل الداخلي في العناصر التالية:

- 1 - الأرباح المحجوزة:** تتمثل في النتيجة الصافية بعد إجراء توزيعات الأرباح على المساهمين والعمال أي الأرباح غير الموزعة التي تحتفظ بها المؤسسة لإحتياجات تبقى تحت تصرفها؛
- 2 - الإهلاكات:** وهي عبارة عن مبالغ سنوية تخصص لتحديد الاستثمارات التي تتدهور قيمتها مع مرور الزمن بفعل الاستعمال أو التلف أو التقادم، وبذلك فهي طريقة لتوزيع تكلفة الأصول الثابتة على عمرها الإنتاجي أو على أساس الطاقة الإنتاجية.<sup>3</sup> وأنواع الإهلاكات:
  - الإهلاك الخطي أو الثابت، الإهلاك المتغير، الإهلاك المتناقص، الإهلاك المتزايد.
- 3 - المؤونات:** يحدث أن تكون أسعار بعض عناصر المخزون في نهاية الدورة أقل من تكلفة شرائها، ويحدث أن يكون بعض الزبائن في وضعية مالية ويتعذر عليهم دفع جزء أو كل ما عليهم من ديون، وقد تجبر المؤسسة على دفع مبالغ مستقبلاً لما ارتكبه من مخالفات (خسائر، منازعات أمام المحاكم، أخطار محتملة الوقوع)، في جميع الحالات يجب تكوين مؤونة لمواجهة ذلك.

<sup>1</sup> راجي ليلي " التمويل البنكي للمشاريع الاستثمارية" مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر، 2010، ص 54.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي " أساسيات الإدارة المالية" دار الجامعة الجديدة لنشر، الإسكندرية، ص 121.

<sup>3</sup> بواحلة عبد الحليم " العجز المالي ومشكل التمويل في المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية" رسالة لنيل شهادة الماستر، مالية المؤسسات، جامعة قسنطينة، 1998، ص 34.

### الفرع الثالث: تقييم التمويل الداخلي

ونقصد هنا بتقييم التمويل الداخلي ذكر المميزات والعيوب.<sup>1</sup>

#### 1- المميزات:

- يعتبر التمويل الداخلي الوسيلة المتاحة أمام الإدارة في الوحدات الإنتاجية الصغيرة والمتوسطة حيث يصعب عليها الحصول على هذه الأموال من مصادر أخرى؛
- تحويل الاستثمارات من الأرباح المحققة يعطي حرية الحركة وشبه استقلال كلي عن الملاك والغير، حيث يمكن للإدارة زيادة الأرباح المحتجزة عن طريق الاحتياطات غير المعلنة بالإضافة إلى عدم تحمل الأعباء التعاقدية كفوائد أو سداد لديون؛
- يعتبر التمويل الداخلي مؤشر جيد لتقييم المسيرين بالمؤسسة فهو يعبر عن مردودية العمليات السابقة للمؤسسة ويعكس إمكانياتها الذاتية المستقبلية في التطور والتوسع؛
- تمثل أموال الإه نلاك الجانب الأكبر من التمويل الداخلي والتي تمثل أموالاً معفية من الضريبة وهي ميزة خاصة بتخفيض الوعاء الضريبي للشركة بقيمة الإه نلاك المسموح خصمه ضريبياً؛
- يدعم الربح المحتجز المقدرة الافتراضية للشركة عن طريق زيادة حق الملكية بما يمكنها من استثمار ضعف المبلغ المحتجز، ويظهر ذلك بوضوح في فرنسا.

#### 2 - العيوب:

- تبيد الأرباح المجمعة وعدم خضوع إستخدامها لأي نوع من الرقابة فقد يؤدي إلى تجميد جزء كبير من رأس المال وعدم الاستفادة منه أو استثماره في مشروعات غير ضرورية؛
  - قد يؤدي الاعتماد عليه إلى التوسع البطيء، مما يؤدي إلى عدم الاستفادة من الفرص الإستثمارية المتاحة المرحة بسبب قصور التمويل الداخلي عن توفير الاحتياجات المالية؛
  - قد لا تهتم الإدارة بدراسة مجالات إستخدام الأموال المدخرة بواسطة الشركة كتلك المتحصل عليها من الغير مما يؤدي إلى إضعاف العائد.
- نستخلص مما سبق أنه ينبغي ربط التوسع في استخدام التمويل الداخلي بفرض رقابة على مجالات استخدامه مع مراعاة تكلفة الفرصة البديلة لحظة تخصيصه، وبذلك يمكن تعظيم حق الملكية.

<sup>1</sup> زياد رمضان " مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي " دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثالثة، 2005، ص378.

### المطلب الرابع: مصادر التمويل الخارجي

بما أن التمويل الداخلي بصفة عامة لا يكفي لتغطية المتطلبات المالية للمؤسسة، وحتى تحافظ على مستوى الاستثمارات عند الحدود المقبولة وتتجاوز أزمات السيولة الظرفية فإنها تلجأ على خارجية للحصول على الأموال، ويتم ذلك بشروط وإجراءات تختلف باختلاف المصدر الذي تلجأ إليه، إذ هناك عدة أشكال يتخذها التمويل من مصادر خارجية يمكن تصنيفها في المصادر التالية:<sup>1</sup>

### الفرع الأول: التمويل عن طريق البنوك

يمثل البنك التقليدي لتمويل المؤسسات، وتتوقف درجة الاعتماد على هذا المصدر على في درجة المركز الائتماني للمؤسسة طالبة القرض من جهة وعلى شروط الاقتراض التي يطلبه المقرض من جهة ثانية، حيث يتأثر المركز الائتماني للمؤسسة بالوضع المالية، وأرصدها لدى البنك الذي تتعامل معه كذلك بعلاقتها السابقة، بالنسبة للأشكال التي تتخذها القروض البنكية فهي تتنوع بحسب الإحتياجات المطلوبة وتحويلها بواسطة القروض\*، حيث تميز بين ثلاثة أنواع أساسية:

### 1- قروض بنكية قصيرة الأجل:

تستخدم هذه القروض في تمويل عمليات تصفى خلال مدة لا تتجاوز السنة إلا في حالات نادرة وتنتهي باسترداد الأموال التي استخدمت فيها، وهي تهدف أساساً للحصول على تسهيلات الخزينة، لتعويض النقص في رأس المال التشغيلي للمؤسسة، وأهم الصيغ التي تأخذها هي: الكشوف البنكي، تسهيلات الخزينة، خصم الأوراق التجارية، أذونات الخزينة.

### 2- قروض بنكية متوسطة وطويلة الأجل:

تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية وشركات التأمين لغرض تمويل إحتياجات ذات طبيعة دائمة كالإستثمارات.<sup>2</sup>

### 3- التمويل بواسطة البيع الإيجاري:

البيع الإيجاري هو عقد بموجب به تقوم المؤسسات (بنوك أو شركات تأمين) بشراء أصول ، معدات وتجهيزات، من الشركات المختصة و تقديمها للمؤسسات الراغبة في استعمال هذه الأصول لقاء أقساط الإيجار سنوية لمدة معينة مع فرصة تملكها عند تسديد تمام الثمن المقرر لها.

<sup>1</sup> عبد الغفار حليبي " تقييم الأداء المالي ودراسات الجودة" كلية التجارة جامعة الإسكندرية، 2009، ص 303-306.

\* في فرنسا مثلاً هناك أكثر من 150 صورة ائتمان مصرفي.

<sup>2</sup> بواحدة عبد الحليم" مرجع سبق ذكره" ص 40.

### الفرع الثاني: التمويل عن طريق الأسواق المالية.

كملاحظة أولية يجدر بنا أن نشير إلى مهمة، هي أن شركات البلدان النامية كانت تواجه في الماضي اختيارات تمويلية أضيق مما كان متاحاً لنظيرتها في البلدان المتقدمة إلا أنه في الوقت الحاضر، ومع تحرير التجارة والتحرير المالي لجزء كبير من البلدان النامية فقد تزايدت أهمية استخدام شركات البلدان النامية للتمويل الخارجي بواسطة الأسواق المالية.

#### 1- التمويل بالأسهم العادية :

التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية أو ما يعرف بزيادة رأس المال طريقة مجبذة لزيادة موارد المؤسسة خاصة خلال الفترات التي ترتفع فيها تكلفة الإقراض وتقل حظوظ المؤسسة في التمويل بالمدىونية.

#### 2- التمويل بالأسهم الممتازة:

تجمع الأسهم الممتازة بين سمات كل من الأسهم العادية والسندات فهي تشبه الأسهم العادية في أن حملتها لا يحق لهم المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت إدارة الشركة إجراء التوزيعات، وهي تشبه السندات في كون نصيب الأسهم الممتازة قبل أصحاب الأسهم العادية.

#### 3- التمويل بالسندات:

التمويل بإصدار أسهم عادية أو ممتازة يعتبر من قبيل المشاركة في رأس المال، أما التمويل بإصدار السندات فهو تمويل بالمدىونية طويلة الأجل<sup>1</sup>، والسندات بما الوصف عبارة عن صك قابل للتداول ببورصة الأوراق المالية يمكن لحامله تصفيته في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق، وستكلم عنها بالتفصيل في المبحث الثاني.

### المبحث الثاني: أساسيات حول تكلفة التمويل

تتمثل تكلفة رأس المال في تكلفة الأموال الدائمة التي تحصل عليها المؤسسة، مما لا شك فيه أن تكلفة كل نوع من هذه الأموال يختلف عن الآخر، هذا الاختلاف ينبع من تباين مصادرها التمويلية، وبالتالي فمن الخطورة أن نأخذ تكلفة نوع واحد من هذه المصادر ونعتبرها تكلفة رأس مال للمؤسسة .

#### المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال وأهميتها

يمكن تعريف تكلفة الأموال بصفة عامة بأنها الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على المشروعات الإستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم الشركة بدون تغيير لهذا فإن تحقيق عائد يقل عن هذا المعدل يؤدي إلى أن يصبح الوضع المالي لأصحاب المشروع أسوأ مما كان عليه من قبل مع انخفاض إجمالي القيمة السوقية

<sup>1</sup> د. عبد الغفار حنفي "أساسيات الإدارة المالية" دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1996، ص540.

لأسهم الشركة، بينما يؤدي تحقيق عائد يزيد عن هذا المعدل على تحسين الوضع المالي لأصحاب المشروع مع ارتفاع إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركة.<sup>1</sup>

### الفرع الأول: مفاهيم تكلفة التمويل

وتتطلب دراسة تكلفة الأموال التمييز بين المفاهيم التالية للتكلفة:<sup>2</sup>

#### 1- التكلفة المستقبلية والتكلفة التاريخية:

فمن المعروف أن التكاليف التي يستند عليها في مجال إتخاذ القرارات هي التكاليف المستقبل لهذا فإن تكلفة الأموال التي يستند عليها في إتخاذ القرارات المالية هي تكاليف الإضافات اللاحقة في رأس المال وليست السابقة على الأموال التي تم الحصول عليها في الماضي فعلى سبيل المثال عند إتخاذ قرارات بإنفاق إستثماري تعقد مقارنة بين معدل العائد الداخلي المتوقع للاقتراح والتكلفة المتوقعة للأموال المستخدمة في تمويل هذا الاقتراح ، وبالمثل عند وضع هيكل رأس مال فإن المشروع يهدف على تخفيض تكلفة الأموال إلى ادنى حد ممكن وليست التكاليف السابقة، ومع ذلك يبقى للتكاليف التاريخية دور هام في مساهمتها في التنبؤ بالتكاليف المستقبلية وفي تقييم الأداء الفعلي.

#### 2- التكلفة النوعية والتكلفة المشتركة:

تكلف كل عنصر من رأس المال مثل الأسهم العادية والممتازة والقروض الخ... تعرف بالتكلفة النوعية أو المحددة للأموال، ومفهوم تكلفة أموال المستخدم في هذا المعنى يوضح أنه قبول أو رفض الإقتراحات الإستثمارية فإن ربحيتها يجب أن تقوم على أساس تكلفة مختلفة تعتمد على المصادر المالية المحددة والمستخدم في تمويلها. ففرض أن تكلفة الأموال الملكية المقدره 11% وتكلفة الاقتراض 6% فإن تقرر تمويل الإقتراحات الإستثمارية عن طريق أموال الملكية فسيتم رفض تلك الإقتراحات التي تحقق عائد يزيد على 6% ولكن إذ تقرر التمويل عن طريق أموال الملكية فسيتم رفض تلك الإقتراحات التي تحقق عائد اقل من 11% وبعبارة أخرى يمكن قبول الإستثمار في المشروع يحقق عائد 8% إذا كان تمويل سيتم عن طريق الاقتراض ورفض الإستثمار في مشروع آخر يحقق عائد 10% إذا كان تمويله عن طريق أموال الملكية، ولكن القرار المالي إذا اتخذ على النحو السابق فإنه يتضمن مغالطة وتضليلاً وتفسير ذلك أن قرار المشروع باستخدام قرض في فترة معينة سيرفع من درجة الخطر المالي لحملة الأسهم والتي تؤثر بدورها في تكلفة الأموال الملكية ومن جهة أخرى فإنه على المدى الطويل سيعمل المشروع على تحقيق

<sup>1</sup> محمد صالح الخناوي "المؤسسات المالية" الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1998، ص 199.

<sup>2</sup> نور الدين حجاب "المحاسبة المالية في شركات الأموال" الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2000، ص 506.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

التوازن بين الاقتراض والملكية لتحقيق الهيكل المالي الأمثل الذي يمكن تعريفه هنا بأنه الهيكل الذي يترتب عليه الحد الأدنى من تكلفة الأموال، والتي تستند إلى فكرة الترجيح بالأوزان كما سيتضح فيما بعد.

### 3- التكلفة المتوسطة والتكلفة الحدية:

فالتكلفة المتوسطة للأموال الإضافية تمثل التكلفة التي يهدف المشروع إلى تخفيضها إلى حد ادنى ممكن عن طريق التخطيط السليم لهيكل رأس ماله، وهي عبارة عن المتوسط الموزون لتكاليف كل عنصر من رأس المال الذي سيتم توظيفه بالمشروع وبصفة عامة فان متوسط تكلفة الأموال يظل ثابتا إلى ان يتم استنفاد أموال المشروع الداخلية بالكامل.

وبعد ذلك يبدأ متوسط التكلفة في التغيير إذا ما تم الحصول على كميات متزايدة من الأموال الخارجية. أما التكلفة الحدية فهي التكلفة المتوسطة للأموال الجديدة أو الإضافية التي يحصل عليها المشروع أو بعبارة أخرى متوسط تكلفة كل دينار يتم الحصول عليه وترجع أهمية هذه التكلفة إلى تعاضد دورها لأغراض الموازنة الرأس مالية ومعظم القرارات المالية فالمشروع لن يقبل أي اقتراح استثماري جديد إلا إذا كان معدل العائد الداخلي له أكبر من تكلفة الأموال الحدية أو إذا كان صافي القيمة الحالية رقم موجب وذلك عند استخدام سعر خصم يمثل تكلفة الأموال الحدية.

### 4- التكاليف الظاهرة والتكاليف الضمنية:

التكاليف الظاهرة لأي نوع من الأموال بأنه معدل الخصم الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة من الأموال الإضافية المستخدمة في تمويل الإقتراح الإستثماري وبين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الإضافية الخارجية، هذه التدفقات الخارجة قد تمثل في مدفوعات الفوائد وسداد أصل القرض أو نصيب الأسهم من الأرباح.

### الفرع الثاني: أهمية تكلفة رأس المال

#### 1- أهمية استعمالات تكلفة رأس المال:<sup>1</sup>

- اختيار مشاريع الاستثمار حيث تقارن معدلات عوائد هذه المشاريع الداخلية بتكاليف رأس المال في الشركة ، ويتم اختيار المشروع إذا كان معدل العائد الداخلي IPP يساوي أو يزيد على تكاليف رأس المال في الشركة؛
- استخدام تكاليف رأس المال في الشركة كمعدل لخصم التدفقات النقدية عند تقييم مشاريع الاستثمار عن طريق صافي القيمة الحالية أو عن طريق مؤشر الربحية أو فترة الاسترداد؛

<sup>1</sup> وسام ملاك" البورصات والأسواق المالية العالمية" دار المنهل اللبناني للطباعة، بيروت، الطبعة الأولى، 2003، ص52.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

– استخدام تكاليف رأس المال في مجالات التقييم الأخرى لتقييم الأسهم العادية أو الممتازة وحساب السعر العادل لها.

### 2- الميزج الأمثل لعناصر هيكل رأس المال:

تتحلى أهمية رأس المال في محاولة الوصول إلى ميزج أمثل لعناصر البنية المالية للمنشأة الاقتصادية وذلك من أجل الوصول إلى أقل تكلفة ممكنة من رأس المال.<sup>1</sup>

وفي الحقيقة فإنه من الصعب الوصول إلى مثل هذا الميزج إلا أن المدير المالي وعن طريق التجربة والخطأ قد يتوصل نظرياً إلى مثل هذا الميزج ولكن تبقى صعوبة تحقيقه قائمة ولا سيما أن هناك عوامل كثيرة تدخل في تكلفة رأس المال ولا يستطيع المدير المالي السيطرة عليها ، ضف إلى ذلك فإن تكلفة رأس المال معدل غير ثابت بل هو متغير بين فترة وأخرى للشركة الواحدة بسبب تغير العوامل التي تدخل في تركيبها.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل الداخلي

#### الفرع الأول: تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة من أسهل مصادر التمويل وتكلفتها تماثل تكلفة الفرصة البديلة لهذه الأموال لأنه لو يتم حجزها لوزعت على المساهمين الذين بدورهم سيقومون باستثمارها بأفضل البدائل، إذا نحن بحجز هذه الأرباح أضعنا على المستثمر فرص استثمارها بأحد البدائل المتاحة لذلك ف إن تكلفتها تكون مساوية للإيرادات المفقود والذي كان من الممكن أن يحصل عليه حامل السهم لو قام باستثمار هذه الأرباح فيما إذا وزعت ومن المعروف أن الفرص المتاحة أمام حامل السهم كلها ستكون مقارنة لتكلفة السهم لأنه لو أتاحت له فرصة أفضل من الأسهم لقام على الفور ببيع هذه الأسهم.<sup>3</sup>

لذلك تحسب تكلفة الأرباح المحتجزة بنفس طريقة الأسهم العادية:<sup>4</sup>

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{الربح متوقع لكل سهم} + \text{معدل النمو}}{\text{سعر بيع السهم}}$$

سعر بيع السهم

<sup>1</sup> نور الدين خباب "الحاسبة المالية في شركات الأموال" مرجع سبق ذكره، ص320.

<sup>2</sup> د. العمار رضوان وليد "أساسيات في الإدارة المالية" دار الميسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 1997، ص174.

<sup>3</sup> د. كراحة عبد الحليم، وآخرون "فائق الإدارة المالية بين النظرية والتطبيق" دار الأمل للنشر والتوزيع، الأردن، 1990، ص139.

<sup>4</sup> د. حنفي عبد الغفار "تقييم الأداء المالي ودراسات الجودة"، مرجع سبق ذكره، ص42.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

مثال:<sup>1</sup>

شركة توزيع أرباح كل سهم بقيمة (20) ل.س والقيمة الاسمية للسهم كانت (160) ل.س ومعدل نمو الأرباح (5%) ومصاريف البيع (3%) والمطلوب:  
حساب تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة.

الحل:

$$\text{تكلفة التمويل} = 5 + \frac{20}{(160 * 3\%) - 160} = 17.88\%$$

وفي حالة وجود ضرائب يتم ضرب تكلفة التمويل في (1 - معدل الضرائب) فلو كان معدل الضرائب (40%) فان تكلفة التمويل تساوي:

$$\text{تكلفة التمويل} = 17.88 * (1 - 40\%) = 10.72\%$$

### الفرع الثاني: تكلفة مخصصات الاستهلاك

اختلفت الآراء فيما يتعلق بتكلفة مخصصات الاستهلاك فيرى البعض أن هذه المخصصات هي عبارة عن إعادة التكوين التدريجي للأصول الثابتة والمحافظة على الطاقة الإنتاجية والإرادية للشركة وليس لتمويل الاستثمارات التوسعية وبالتالي لا تكلفة لها لأنها لا تدخل في تكلفة حقوق الملكية.  
ويرى البعض الآخر أن مخصصات الاستهلاك كغيرها من الأموال الأخرى التي تحتجزها الشركة لها تكلفة بديلة تناظر تكلفة الفرصة البديلة.

ففي ظل ثبات أسعار الأصول فإف هذه الأموال لا تبقى عاطلة وإنما يعاد استثمارها في استثمار آخر إنما يؤدي إلى نمو هذه الأصول أي تخصص هذه الأموال من الناحية النظرية لإعادة التكوين التدريجي للأصول والمحافظة على الطاقة الإرادية للشركة ومن الناحية العملية تستخدم هذه الأموال لتمويل الاستثمارات التوسعية بجانب الإستثمارات الإحلالية ويعرف ذلك بالأثر التراكمي للاستهلاك.

حيث لا تبقى هذه الأموال عاطلة حتى لحظة الإحلال وإنما يعاد استثمارها في أصول رأسمالية ويتم تمويل الإستثمارات الإحلالية من الأموال الحاضرة من إستهلاك الأصول الثابتة ويستكمل النقص من المصادر الأخرى.

<sup>1</sup> العمار رضوان الوليد "أساسيات في الإدارة المالية" مرجع سبق ذكره، ص175.

المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل الخارجي

الفرع الأول: تكلفة الأسهم العادية:

ويمكن دراسة تكلفة الأسهم العادية بطريقتين مختلفتين:<sup>1</sup>

**الطريقة الأولى:** تحديد تكلفة الأسهم العادية بطريقة دلائل عائدات السهم (حالة توزيع الأرباح على المساهمين) وتعتمد هذه الطريقة في حساب تكلفة رأس المال الخاص المتحصل عن طريق بيع الأسهم العادية على أن تكلفة السهم العادي تعادل معدل الربح للسهم الواحد والتي تحسب على أساس نسبة أرباح السهم الواحد الحالية إلى القيمة الصافية للسهم وذلك كما يلي:

$$\text{معدل العائد للسهم الواحد (تكلفة السهم)} = \frac{\text{الأرباح الحالية للسهم الواحد}}{\text{قيمة السهم}}$$

مثال:<sup>2</sup>

أعطيت لك المعلومات التالية عن أحد الشركات:

- رأس المال الخاص 5000000 ل.س - عدد الأسهم العادية 20000 ل.س.
  - الأرباح المتوقعة 400000 ل.س - سعر السهم في السوق 250 ل.س
- والمطلوب حساب تكلفة الأموال؟

**الحل:**

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{عائدات السهم السنوية}}{\text{السهم}}$$

الأرباح المتوقعة 400000

- عائدات السهم السنوية = 20 ل.س

- عدد الأسهم العادية 20000

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{20}{250} = 8\%$$

<sup>1</sup> د. عبد الغفار حنفي "أساسيات الإدارة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 544-545.

<sup>2</sup> د. العمار رضوان وليد "أساسيات في الإدارة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 156.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

وإذا علمنا أن الشركة تنوي شراء آلة جديدة بقصد زيادة إنتاجها وإن قيمة هذه الآلة تساوي (500000) ل.س وإن الشركة سوف تمول شراء هذه الآلة عن طريق إصدار (2500) سهم بقيمة (200) للسهم الواحد وسوف تصبح الأرباح المتوقعة بعد تحقيقه الاستثمار الجديد. (450000) ل.س.

والمطلوب حساب تكلفة بعد الإصدار الجديد؟

يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية بتطبيق القانون التالي:

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الربح المتوقع للسهم الواحد}}{\text{قيمة السهم بعد الإصدار}}$$
$$\text{الارباح المتوقعة للأسهم الجديدة} = \frac{\text{الارباح المتوقعة للسهم الواحد}}{\text{عدد الاسهم الجديدة}}$$

$$20 \text{ ل.س} = \frac{50000}{2500} = \frac{400000-450000}{2500} =$$

$$\text{إذن تكلفة الأسهم العادية الجديدة} = 200/20 = 10\%$$

الفرع الثاني: تكلفة الأسهم الممتازة

وبما أن الشركة تدفع لحملة الأسهم الممتازة معدل ربح معين ثابت نسبياً لذلك عند حساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة يجب المقارنة بين هذه الأرباح التي ستدفعها الشركة لحملة الأسهم وبين المبالغ التي ستحصل عليها الشركة من حملة الأسهم ثمناً لها وبالتالي فإن:<sup>1</sup>

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{حصة السهم الواحد من الأرباح}}{\text{صافي سعر السهم}}$$

مثال:<sup>2</sup>

أصدرت إحدى الشركات أسهم ممتازة بمعدل ربح ثابت (8%) وقيمة السهم الاسمية كانت (200) ل.س وبلغت مصاريف وعمولة الإصدار (6%) والمطلوب: حساب تكلفة الأسهم الممتازة بفرض:

1 - أنه بيع بنفس القيمة الاسمية؛

<sup>1</sup> د. العمار رضوان وليد "أساسيات في الإدارة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص156.

<sup>2</sup> ضياء مجيد "البورصات أسواق رأس المال وأدواتها" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2003، ص56.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

2 - أنه يبيع بعلاوة إصدار قدرها (25%)؛

3 - أنه يبيع بخصم إصدار قدرها (10%).

الحل:

$$1 - \text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{حصة السهم الواحد من الأرباح}}{\text{صافي سعر السهم}}$$

صافي السهم الواحد من الأرباح =  $200 * 8\% = 1600$  ل.س

مصاريف وعمولات الإصدار =  $200 * 6\% = 12$  ل.س

صافي سعر السهم = القيمة الاسمية للسهم - مصاريف وعمولات الإصدار =  $200 - 12 = 188$  ل.س

تكلفة الأسهم الممتازة =  $188 / 16 = 8.5\%$

2 - إذا يبيع الأسهم بعلاوة إصدار:

سعر البيع =  $200 + (200 * 25\%) = 250$  ل.س

صافي سعر السهم =  $250 - 12 = 238$  ل.س

تكلفة الأسهم الممتازة =  $238 / 16 = 6.7\%$

3 - إذا يبيع السهم بخصم إصدار :

سعر البيع =  $200 - (200 * 25\%) = 150$  ل.س

صافي سعر السهم =  $150 - 12 = 138$  ل.س

تكلفة الأسهم الممتازة =  $138 / 16 = 8.6\%$

الفرع الثالث: تكلفة السندات<sup>1</sup>:

تعتبر السندات نوع من أنواع القروض طويلة الأجل يصدرها المشروع بهدف الحصول على أموال لتمويل النفقات الإستثمارية والتشغيلية إذا هي عبارة عن إلتزام مالي على المشروع سداد قيمته في تاريخ الإستحقاق المتفق عليه وتعتبر السندات من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالية لذلك يتخذ السند القيم التالية:

<sup>1</sup> Michal Albouy Financement et cout du capital des Entreprise«Eyrolles paris 1991, P 68.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

القيمة الاسمية: وهو سعر الإصدار الذي يكون موحدًا.

القيمة السوقية: تتغير قيمة السند أثناء التداول في السوق المالي إرتفاعا أو هبوطا بحسب التغير في أسعار الفائدة المصرفية والأسهم. ويمكن إجمال تكلفة السندات كآلاتي:<sup>1</sup>

1- الفائدة السنوية على السندات وتكون بمعدل ثابت على قيمة السندات الإسمية؛

2- مصاريف وعمولة إصدار السندات؛

3 - عمولة توزيع السندات؛

4- خصم إصدار السندات أي إصدار السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، ويمكن حساب تكلفة التمويل للسند الواحد كما يلي:

$$\text{تكلفة التمويل للسند الواحد} = \frac{\text{إجمالي التكلفة السنوية للسند}}{\text{متوسط الاستثمار للسند}}$$

متوسط الاستثمار للسند

حيث أن إجمالي التكلفة للسند الواحد = الفائدة السنوية على السند + نصيب السند من عمولة الإصدار بعد توزيعها على سنوات السند.

$$\text{متوسط الاستثمار للسند} = \frac{\text{القيمة الاسمية للسند} + \text{القيمة التي يصدرها}}{2}$$

2

مثال:

أصدرت إحدى الشركات سندات بقيمة اسمية للسند الواحد (150) ل. س بمعدل فائدة (8%) وبخصم قدره (5) ل. س للسند الواحد مدة السند (8) سنوات ومصاريف وعمولة الإصدار بلغت (1) ل. س للسهم الواحد.

المطلوب: حساب تكلفة التمويل بالسندات.

الحل:

$$\text{الفائدة السنوية} = 150 * 8\% = 12 \text{ ل. س}$$

$$\text{مصاريف السند الواحد} = \text{خصم الإصدار} + \text{المصاريف وعمولة الإصدار}$$

$$= 1 + 5 = 6 \text{ ل. س}$$

<sup>1</sup> زياد رمضان "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي"، مرجع سبق ذكره، ص391.

<sup>2</sup> د. السامرائي عدنان هاشم "الإدارة المالية" دار زهران للنشر والتوزيع، بغداد، 1997، ص291.

<sup>3</sup> د. كراحة وآخرون "فائق الإدارة المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص115.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

متوسط المصاريف السنوية =  $8/6 = 0.75$  ل.س

صافي القيمة التي حصلت عليها الشركة = القيمة الإسمية - خصم الإصدار

=  $150 - 5 = 145$  ل.س

متوسط الإستثمار للسند الواحد =  $\frac{145+150}{2} = 147,5$  ل.س

إجمالي المصاريف السنوية للسند = متوسط المصاريف السنوية للسند + الفائدة

=  $12 + 0,75 = 12,75$  ل.س

تكلفة التمويل بالسندات =  $147,5/12,75 = 8,64\%$

### المطلب الرابع: التكلفة الوسطية المرجحة

بعد أن تعرفنا على كيفية حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المختلفة للمؤسسة، بالتالي يمكن

تحديد تكلفة الهيكل التمويلي للمؤسسة مجتمعة، وذلك من خلال تحديد التشكيلة المناسبة من مصادر التمويل والتي يتكون منها الهيكل التمويلي، ولا يتحقق ذلك إلا من خلال تحديد كلا من التكلفة الوسيط التي المرجحة للأموال بالإضافة إلى تقدير التكلفة الحدية لهذه الأموال.<sup>1</sup>

في هذه الحالة يتم حساب متوسط تكلفة الأموال لهيكل رأس المال، وذلك من خلال استخراج المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان الفعلية لمصادر التمويل المختلفة المكونة للهيكل التمويلي للمؤسسة.

يتم هذا الترجيح من خلال منح وزن يعادل نسبة كل مصدر من مصادر التمويل إلى مجموعة المصادر المكونة للهيكل التمويلي. وبهذا تحدد التكلفة المرجحة للأموال على النحو التالي:

$$K = K_1 (L_1 / V) + k_2 (L_2 / V) + \dots + K_n (L_n / v)$$

حيث تمثل:

$K_1, k_2 \dots K_n$  تمثل تكاليف مختلف مصادر التمويل.

$L_1, L_2 \dots L_n$  تمثل قيم عناصر التمويل.

$V$  تمثل القيمة الإجمالية لمختلف مصادر التمويل.

<sup>1</sup>حنفي عبد الغفار "الإدارة المالية المعاصرة، مدخل تحليلي معاصر" المكتب العربي الحديث الإسكندرية، مصر، 1993، ص451.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

نشير إلى تحديد التكلفة المتوسطة في هذه الحالة يتم على أساس القيمة المحاسبية، لتحديد نسبة كل مورد من موارد التمويل، وذلك لصعوبة تحديد القيمة السوقية لبعض العناصر مثل الأوراق المالية غير المتداولة في البورصة التي يصعب تقدير القيمة الحقيقية لها.

بهدف التوضيح أكثر نستعين بمعطيات المثال التالي، أين نفترض ب أن الهيكل التمويلي لمؤسسة معينة يتكون من المصادر التمويلية التالية مبنية في الجدول أدناه:

مثال:

الجدول يبين كيفية حساب التكلفة الوسطية المرجحة للأموال ، التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال التي تمثل تكلفة مصدر النسبة على المجموع.

### الجدول رقم 01-01: التكلفة الوسطية المرجحة للأموال

الأهم العادية	400000	40%	19.7%	7.9%
الأهم الممتازة	100000	10% <td>11.6%<td>1.6%</td></td>	11.6% <td>1.6%</td>	1.6%
الأرباح المحتجزة	300000	30% <td>18.6%<td>5.3%</td></td>	18.6% <td>5.3%</td>	5.3%
السندات	200000	20% <td>9.6%<td>1.9%</td></td>	9.6% <td>1.9%</td>	1.9%
المجموع	100000000	100% <td>57.79%<td>16.7%</td></td>	57.79% <td>16.7%</td>	16.7%

المصدر: حنفي عبد الغفار " أساسيات الإدارة المالية" مرجع سبق ذكره، ص452.

نلاحظ من خلال الجدول المبين أعلاه وزن وأهمية كل عنصر من عناصر التمويل بالنسبة للهيكل التمويلي للمؤسسة، لتتحصل في الأخير على التكلفة الكلية لهيكل رأس المال ممثلة في التكلفة المرجحة للأموال ، بالنظر إلى معطيات الجدول نلاحظ بأن السندات تمثل أقل العناصر المستخدمة من حيث التكلفة، في أنها تشكل ما يعادل 20% فقط من إجمالي الاحتياطات المالية، هذا ما يمكن إرجاعه إلى السياسة المالية الحالية للمؤسسة. ويبقى دائما الهدف الأساسي للمؤسسة والذي يتمثل في كيفية إختيار المصادر التمويلية، والتي تحقق أقل تكلفة ممكنة، على أن تكون في نفس الوقت مناسبة للاحتياجات المالية للمؤسسة.

### المبحث الثالث: هيكل رأس المال

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

### المطلب الأول: مفهوم الهيكل التمويلي للمؤسسة وأهميته

#### الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي

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

يقصد بالهيكل التمويلي بصفة عامة، أنه يعرض مختلف أنواع وأشكال التمويل من أموال الملكية وأموال الاقتراض الدائمة والمؤقت قصيرة الأجل منها وطويلة الأجل، تجدر الإشارة إلى ضرورة التفرقة بين الهيكل التمويلي للمؤسسة وهيكل رأس المال، حيث يقتصر هذا الأخير على جميع أنواع وأشكال التمويل طويل الأجل، وبذلك يعتبر هيكل رأس المال جزء من هيكل التمويل، بحيث لا يشمل مصادر التمويل قصيرة الأجل.<sup>2</sup>

أما هيكل التمويل الأمثل، فيشير إلى الهيكل التمويلي للمؤسسة والذي يحقق أكبر ربح ممكن لملاك المؤسسة وبأقل التكاليف، وبالتالي فهو الهيكل الذي يحقق أقصى قيمة سوقية للسهم.<sup>3</sup>

#### الفرع الثاني: أهمية الهيكل المالي

انطلاقا من التعاريف المقدمة أعلاه، فإن أهمية الهيكل التمويلي للمؤسسة تتمثل على طريقة التمويل التي تنتجها المؤسسة، أي يعتمد على تركيبة الخليط من مصادر التمويل التي يتكون منها الهيكل المالي، بهدف تحقيق مردودية مقبولة للمؤسسة مع تدني تكاليف التمويل، ونشير إلى أن هيكل التمويل الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يخلق توازن بين الأرباح وبين المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل.

<sup>1</sup> د. جميل أحمد توفيق "مذكرات في الإدارة المالية" دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، 1995، ص298.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي "أساسيات الإدارة المالية" مرجع سبق ذكره، ص303.

<sup>3</sup> جمال الدين المرسي "الإدارة المالية" الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2006، ص243.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

كما يمثل هيكل التمويل الجانب الأيسر من الميزانية العمومية للمنشأة ويعبر عن تركيز أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول المتمثلة في الجانب الأيمن للميزانية العمومية حيث يمكن تمويل هذه الأصول من مصادر متعددة مثل: رأس المال ، الفائض المحتجز، وقروض قصيرة أو طويلة الأجل. ويعتبر من أهم القرارات المالية التي تواجه الإدارة المالية للمنشآت في تحديد نسبة الدائنين إلى الملكية العامة في هيكل التمويل، ذلك أن هيكل التمويل هو تركيب المصادر التي بموجبها يتم تمويل الأصول. ويتكون هيكل التمويل في قسمين أساسيين الأول الأموال المملوكة والتي تشمل رأس المال، والثاني هو الأموال الدائمة التي تمثل القروض والخصوم المتداولة وهو ما تعتمد عليه المنشآت الصغيرة ومنه:

### الهيكل المالي = مجموعة الخصوم ورأس المال

إلا أن المفهوم السابق للهيكل المالي يختلط مع مفهوم هيكل التمويل حيث أن الهيكل المالي يجب أن يتعلق بالمكونات التفصيلية لكلا من جانبي الميزانية العمومية للمنشأة وليس فقط مكونات جانب الخصوم وعلى هذا يتحدد مدى توازن الهيكل المالي للمنشأة بمدى التناسق بين كلا من الأصول المنشأة وخصومها وهو ما يطلق عليه منهج التغطية في التمويل.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: النظريات التقليدية المفسرة لهيكل رأس المال

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

- هل يوجد هيكل مالي (تمويلي) أمثل للمؤسسة؟
- يتطلب الأمر التعرف على نظريات مختلفة بخصوص التركيب الأمثل لرأس المال.

### الفرع الأول: النموذج التقليدي Le modèle traditionnel

تعترف هذه النظرية بوجود علاقة بين الهيكل التمويلي وتكلفة الأموال بمعنى وجود مستوى للرفع المالي (مدى مساهمة الهيكل المالي بالمقارنة بالتمويل عن طريق القروض المختلفة) ، حيث تكون عنده القيمة السوقية للشركة أكبر ما يمكن.

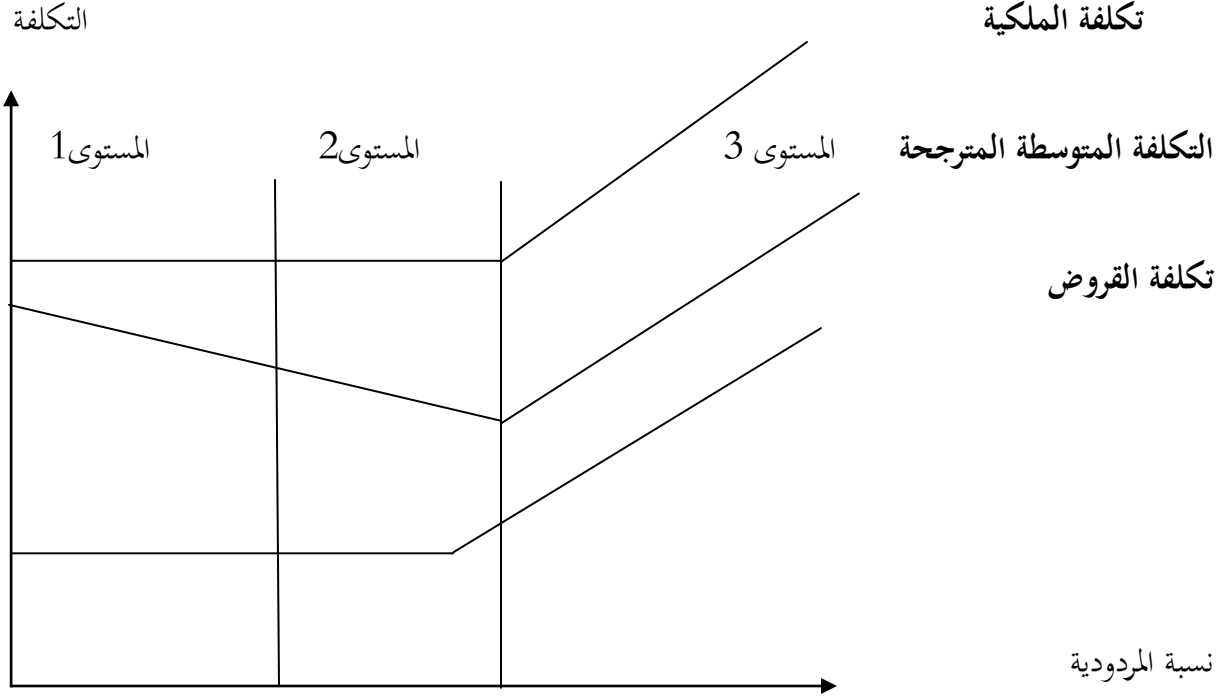
وعلى ضوء ذلك يمكن التمييز بينهم ثلاث مستويات لتكلفة الأموال يوضحها الرسم التالي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> جمال الدين المرسي " الإدارة المالية " مرجع سبق ذكره، ص244.

<sup>2</sup> د. العمار رضوان وليد "أساسيات في الإدارة المالية" مرجع سبق ذكره، ص180.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

الشكل رقم 01-01: مستويات تكلفة الأموال



المصدر: د. العمار رضوان وليد "أساسيات في الإدارة المالية" مرجع سبق ذكره، ص 180.

- 1- المستوى الأول يمثل منطقة تلاشي الخطر نتيجة ضآلة نسبة المديونية حيث يتم التمويل أساساً عن طريق الملكية أو أي زيادة في نسبة المديونية تؤدي إلى تخفيض في التكلفة المرجحة طالما لم تتجاوز المديونية المستوى المقبول حيث تبقى تكلفة القروض دون تغيير يذكر مع تزايد الضئيل في تكلفة الملكية وبذلك يمكن الوصول على مستوى المقبول حيث تبقى تكلفة القروض دون تغيير يذكر مع التزايد الضئيل في تكلفة الملكية وبذلك يمكن الوصول إلى مستوى أو نقطة تخفيض التكلفة والتي يتحدد عنها الهيكل التمويلي الأمثل.<sup>1</sup>
- 2- ويمثل المستوى الثاني تجاوز المديونية للنسبة المقبولة وبذلك يزداد الخطر المالي وينعكس أثره على تكلفة القروض وحق الملكية والمحصلة هو اتجاه التكلفة المرجحة إلى الارتفاع.
- 3- المستوى الثالث وهي منطقة الإفراط في استخدام القروض مما يدفع بالتكلفة المتوسطة المرجحة إلى الارتفاع نتيجة تزايد تكلفة القروض والملكية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> د. حنفي عبد الغفار "الإدارة المالية المعاصرة" مدخل اتخاذ القرارات، المكتب العربي الحديث، مصر، 1993، ص 571.

<sup>2</sup> Teulie J ; Topsacalian p ; Finace ; ED : Vuibert ; paris ; 1994 p 314.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

تقييم النظرية التقليدية: إن الفرضيات التي قامت عليها النظرية التقليدية غير واقعية (مثلا ديون بدون مخاطر)، كما أن للرافعة المالية أثر إيجابي عند مستويات معينة في بعض الحالات، وأثر سلبي في البعض الآخر. بالإضافة إلى ذلك فإن كلاً المساهمين والدائنين يجدون عند حد معين من الاستدانة (ليسمن الضروري نفسه) زيادة في الخطر والذي يؤدي إلى زيادة معدل المردودية المطلوب منهم، الشيء الذي يغير من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.<sup>1</sup>

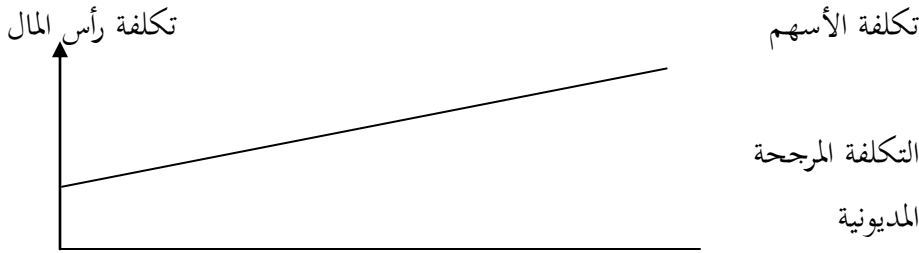
### الفرع الثاني: نموذج مود قلياني وميلر Modigliani et Miller

من أبرز النظريات التي تزعم عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي وتكلفة الأموال وتقوم النظرية على مجموعة من الافتراضات البحتة تتعلق بالتوافر التام للمعلومات للمتعاملين في سوق المال وخلق التعاملات من أي قيود انعدام الضرائب على التعاملات والأرباح مع ثبات ربح العمليات وتلاشي خطر النشاط. وقد خلصت هذه النظرية إلى استنتاج ان الشركات المتماثلة باستثناء الهيكل التمويلي متساوية في القيمة وبالتالي لا تأثير للرفع المالي (مدى مساهمة الملاك في الهيكل المالي بالمقارنة بالتمويل الذي مصدره القروض المختلفة) على القيمة السوقية للشركة وانعدام العلاقة بين هيكل التمويل وتكلفة الأموال والقيمة السوقية للشركة.<sup>2</sup>

حاول كل من مود قلياني وميلر (Modigliani et Miller) الإجابة عن وجود هيكل رأس مال أمثل، وهذا بتقديم تحليل علاقة قيمة المؤسسة بهيكلها التمويلي في محيط يخلو من الضرائب أولاً (سنة 1958)، ثم ثانياً في محيط ضرائب (سنة 1963) وفق بعض الفرضيات:<sup>3</sup>

وعليه فإن التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال مستقلة عن الرافعة في محيط يخلو من الضرائب، والذي يظهر في الشكل التالي:

الشكل رقم 01-02: قيمة المؤسسة في محيط يخلو من الضرائب لدى مود قلياني وميلر (Modigliani et Miller):



Source: Guy mercier et theoret, R ; OpCit : P 313.

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز "اقتصادية الاستثمار والتحليل المالي" الإسكندرية، 2006، ص190.

<sup>2</sup> حنفي عبد الغفار "الإدارة المالية المعاصرة" المرجع سبق ذكره، ص487.

<sup>3</sup> DUPALLENS G . ET JOBARD J .p Gestion financier de l' entreprise .11<sup>Em</sup> EDITION ; ED : DALLOZ ;1997 .P 813 .

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

### تقييم النظرية:

- إن التحكيم الذي أعتمد عليه كل من مود قلياني وميلر (Modigliani et Miller) في نموذجيهما لا يمكن ان يعمل بشكل جيد، وهذا لأن السوق نفسها ليست خالية من العيوب (النقائص)، تكلفة التحويل انعدام معلومات عن تكلفة الاستدانة بالنسبة للمؤسسة والأشخاص.<sup>1</sup>
- لم يأخذ هذا النموذج بعين الاعتبار خطر الإفلاس المرتبط بالاستدانة المفرطة.

### المطلب الثالث: النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال

#### الفرع الأول: النظرية المستندة على الأرباح المحققة:

هذه النظرية تتضمن وجهتي نظر:<sup>2</sup>

- 1-** وجهة النظر الأولى تستند في شرحها على الأرباح الصافية أي (الأرباح بعد اقتطاع الضرائب) وللتوضيح نقدم المثال التالي: نفرض أن إحدى الشركات ممولة برأس المال خاص وديون وأن قيمة ديونها تعادل (600000) ل. س وبفائدة سنوية (6%).

وأرباح الاستثمار المتوقعة (200000) ل.س وتكلفة الأموال الخاصة (10%) ولحساب قيمة المنشأة والتكلفة المتوسطة المرجحة نتج مايلي:

أرباح الاستثمار = 200000.

$$\text{الفوائد} = \frac{6}{100} * 600000 = 36000$$

أرباح صافية قابلة للتوزيع = 164000.

$$1640000 = \frac{164000}{10\%} = \frac{\text{العائد على السهم}}{\text{تكلفة الأموال الخاصة}} = \text{قيمة الأسهم في السوق المالية}$$

+ قيمة الديون = 600000+

القيمة الإجمالية للشركة = 2240000

<sup>1</sup> . topsacalian . p ; Teulie .j, OP .cit: P322.

<sup>2</sup> د. العمار رضوان وليد "أساسيات في الإدارة المالية" مرجع سبق ذكره، ص187.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

$$\text{التكلفة المتوسطة المرجحة} = \frac{\text{أرباح الاستثمار}}{\text{القيمة الإجمالية للشركة}} = 8.9\%$$

لنفرض أن الشركة زادت ديونها من (600000) إلى (1000000) ل. س وبفائدة (5%) وأنها استعملت هذه الأموال لشراء أسهم عادية في السوق المالية فإن قيمة المنشأة تصبح على الشكل التالي:

$$\begin{aligned} \text{أرباح الاستثمار} &= 200000 \\ \text{الفوائد} &= \frac{6}{100} * 1000000 = 60000 \\ \text{أرباح صافية قابلة للتوزيع} &= 60000 - 200000 = -140000 \end{aligned}$$

$$\text{أرباح صافية قابلة للتوزيع} = 14000$$

$$\text{قيمة الأسهم في السوق المالية} = \frac{14000}{10\%} = 140000$$

$$\text{قيمة الديون} = 1000000$$

$$\text{القيمة الإجمالية للشركة} = 2400000$$

$$\text{التكلفة المتوسطة المرجحة} = \frac{200000}{2400000} = 8.3\%$$

وهكذا نلاحظ أن التكلفة المتوسطة قد انخفضت من (8.9%) إلى (8.3%) في حين أن قيمة المنشأة قد ارتفعت من (2240000) إلى (2400000) مع تغير تركيب رأس المال. من خلال هذه النظرية المعتمدة على الأرباح الصافية فإن، الشركة يمكن أن تزيد قيمتها الإجمالية وتخفض تكلفة رأسمالها كلما زادت المديونية.

**2- وجهة النظر الثانية وتستند إلى أرباح الاستثمار .**

تفترض هذه النظرية أن التكلفة المتوسطة المرجحة تبقى مع تغيير نسبة المديونية.

ولتوضيح نقدم المثال التالي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> د. العمار رضوان وليد "أساسيات في الإدارة المالية" مرجع سبق ذكره، ص178.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

نفرض أن إحدى الشركات ممولة برأس مال خاص وديون وأن قيمة ديونها تعادل (600000) ل.س وبفائدة سنوية (6%) وأرباح الاستثمار المتوقعة (200000) ل.س والتكلفة المتوسطة المرجحة (10%) ولحساب تكلفة رأس مال الخاص نتبع مايلي:

$$\text{إرباح الاستثمار} = 200000$$

$$\text{التكلفة المتوسطة المرجحة} = 10\%$$

$$2000000 = \frac{\text{أرباح الاستثمار}}{\text{التكلفة المتوسطة المرجحة}} = \text{القيمة الإجمالية للشركة}$$

$$\text{قيمة الديون} = 600000 -$$

$$\text{قيمة المنشأة في السوق} = 1400000$$

$$\text{قيمة الاستثمار} = 200000$$

$$\text{فوائد} = 36000 -$$

$$\text{أرباح صافية قابلة لتوزيع} = 164000$$

$$11,7 = \frac{\text{الأرباح الصافية (العائد على السهم)}}{\text{رأس المال}} =$$

القيمة المنشأة في السوق المالية

وعلى فرض زادت المنشأة ديونها من (600000) إلى (1000000) ل.س وبفائدة (5%) وكانت التكلفة المتوسطة المرجحة (10%) واستردت بهذه الأموال أسهم عادية بغية تخفيض رأس المال.

$$\text{أرباح الاستثمار} = 200000$$

$$\text{التكلفة المتوسطة المرجحة} = 10\%$$

$$2000000 = \frac{\text{أرباح الاستثمار}}{\text{التكلفة المتوسطة المرجحة}} = \text{القيمة الإجمالية للشركة}$$

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

- الديون = - 1000000

قيمة المنشأة في السوق = 1000000

- الفوائد = - 60000

الأرباح = 140000

$$\text{ت. رأس المال الخاص} = \frac{\text{الأرباح الصافية}}{\text{قيمة المنشأة في السوق}} = \frac{140000}{100000} = 14\%$$

أي أن تكلفة رأس المال قد زادت بزيادة الديون أي بشكل آخر إن ربحية رأس المال الخاص ازدادت من (11.7%) إلى (14%). حسب هذه النظرية فإن التكلفة المتوسطة المرجحة ثابتة مع تغيير المديونية. وبالنتيجة فإن توزيع رأس المال بين ديون رأس مال خاص ليس له أهمية حيث أن زيادة المديونية تعوضها زيادة في تكلفة رأس المال الخاص ومع زيادة الديون يزداد الخطر ولكن هذه الزيادة تعوضها الزيادة التي حدثت في الربحية (ربحية رأس المال الخاص).

### الفرع الثاني: نظريات الأخرى

لقد تجاهلت أطروحة مود قلياري وميلر (Modigliani et Miller): عدة متغيرات أخرى تدخل في تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال، ولهذا ظهرت عدة تفسيرات أخرى نتعرض لها في هذا النوع.

### 1 - نظرية تكاليف الإفلاس Les couts de faillite:

ببلوغ المؤسسة المستوى معين من الاستدانة، تصبح إمكانية الإفلاس أمراً وارداً لا يمكن تجاهله، ولا ينحصر مفهوم الإفلاس فقط في الجانب القانوني له، وما يصحبه من تكاليف مباشرة للعملية، إذ يشمل بالمعنى الواسع كل الصعوبات التي تواجهها المؤسسة لفترة طويلة. أي يضاف للتكاليف المباشرة كل التكاليف الغير مباشرة التي تسبق عملية التصفية القانونية للمؤسسة، من التكاليف الناجمة عن تدهور شروط التسيير، تكاليف إعادة تنظيم المؤسسة سواء بحلول قانونية مثل التسوية للعجز أو التصفية القانونية، أو بحلول أخرى مثل الامتصاص.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Dupallens .G , op . cit : p820

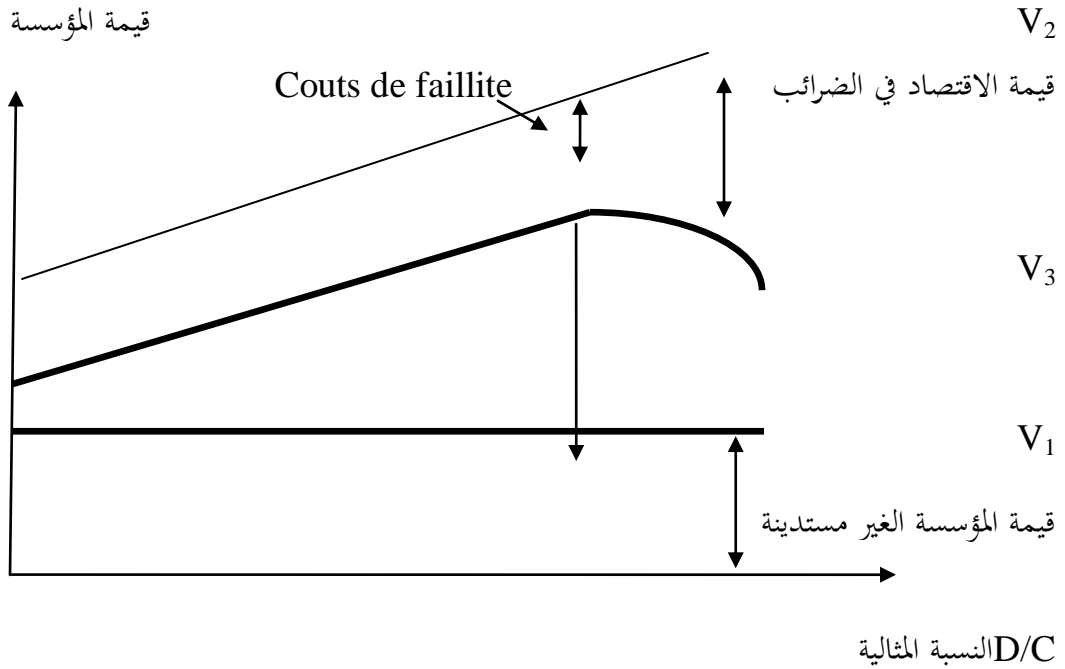
## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

وعليه تصحب عملية الإفلاس تكاليف معتبرة التي تقلل من المبالغ التي يمكن أن تحصل عليها المساهمون والمقرضون، تتراد القيمة السوقية للمؤسسة في المرحلة الأولى بتزايد مستوى استدانته التي تحقق لها اقتصاد في الضرائب، ولكن مع تزايد لأخطار الإفلاس بسبب تعظيم الاستدانة، فإن تكاليف الإفلاس تلغي الميزة الجنائية للديون، ومن ثم فإن قيمة المؤسسة المستدانة تساوي إلى قيمة المؤسسة الممولة فقط بالأموال الخاصة يضاف إليها القيمة الحالية للمديونية وطرح منها القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس، هذه الأخيرة التي تتوقف على احتمال الإفلاس وقيمة المصاريف، أي أن قيمة المؤسسة هي <sup>1</sup>:

$$V_d = V_s + T \cdot D - VA(F)$$

حيث:  $VA(F)$  القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس،  $V_d$  قيمة المؤسسة المستدانة،  $V_s$  قيمة المؤسسة الحالية في الديون، ويمكن تمثيل قيمة المؤسسة بعد اعتبار تكاليف الإفلاس في الشكل التالي:

الشكل رقم 01-03: هيكل التمويل وقيمة المؤسسة في نظرية تكاليف الإفلاس.



Source :Topsacalian. P et Teulie. j,opcit :p 328.

<sup>1</sup>Dupallens .G , op . cit : 276

### 2- نظرية تكاليف الوكالة les couts D'Agence:

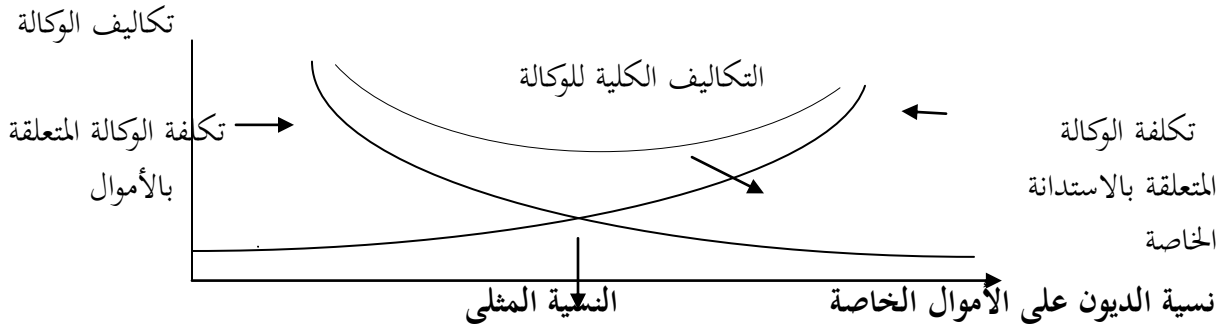
توكل مسؤولية تسيير المؤسسة إلى أعوان ومساهمين خارجيين يعملون على تعظيم الثروة، ولكن من ممكن أن ينفصل مسؤولي تسيير المؤسسة عن المساهمين، ولذلك قد ينجم عنه تصادم المصالح إذا ما انتهج كل منهما أهدافه الخاصة به.

وعليه قد ينشأ عن هذا التضارب في المصالح تكاليف الوكالة والتي تعتبر مصاريف إضافية موظفة لضمان الإنجاز الحسن للأعوان التسيير للمهام الموكلة لهم، والتي قد ينجم عنها أثر على وسائل التمويل المستعملة. حسب جونسوميكيلين (M. Janson et W.Meclling)، يتوقف أثر هذه التكاليف على وسائل التمويل في: - بالنسبة للأموال الخاصة، على حجم الأموال المستثمرة من قبل المساهمين، إذ تكون بنسب عالية في حالة ارتفاع حضمهم من الأموال المستثمرة وتراجع تدريجياً مع ارتفاع مستوى الاستدانة. - أما بالنسبة للديون فتوقف على بنود الحماية المتخذة، إذ يمكن للدائنين المطالب بالضمانات في حالة الاقتراض الإضافي، أو وضع قيود لتوزيع الأرباح على الشركاء، وعليه فإن تكلفة الوكالة ترفع مع زيادة الاستدانة. لهذا تعتبر هذه النظرية أن المؤسسة تصل إلى الهيكل التمويلي الأمثل، عندما تحقق نسبة الديون على الأموال الخاصة، ادني مستوى لتكاليف الوكالة، لكن ما يعاب على هذه النظرية أنها فسرت الهيكل الأمثل لتمويل بشكل مستقل عن الاقتصاد في الضرائب وتكاليف الإفلاس.

### 3- نظرية التمويل التدريجي: (peckingordre) La théorie du financement hiérarchique:

تقترح نظرية (Myers)<sup>1</sup>، إن مسيري المؤسسة يعطون أولوية لترتيب معين لاختياراتهم لوسائل التمويل، إذ أن اختيار هيكل التمويل، يتم بالشكل التالي:<sup>2</sup>

الشكل رقم 01-04: نسبة الاستدانة المثلى باعتبار تكاليف الوكالة.



المصدر: منير إبراهيم هندي "الإدارة المالية والاستثمار" لبنان، الطبعة الأولى، 2004، ص 257.

<sup>1</sup> Myers , the capital structure puzzle ; « journal of finance » ,juillet 1984 .

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي "الإدارة المالية والاستثمار" مرجع سبق ذكره، ص 257.

### المطلب الرابع: محددات الهيكل المالي للمؤسسة

يجب تخطيط الهيكل المال للمشروع من وقت تأسيسه، كما يجب تصميمه في البداية بمنتهى الحذر وعلى غدارة المشروع أن توضح أهدافه حتى يمكن أن تتخذ القرارات المالية على ضوءها لذلك ف من قوار تكوين الهيكل المالي هو قرار مستمر ويجب إعادة النظر فيه كلما احتاج المشروع تمويل إضافي.<sup>1</sup> ونعرض فيما يلي أهم العوامل التي يجب أن نتخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار بتكوين الهيكل المالي حتى يأتي مناسباً:

#### 1- أثر الرفع المالي على ربح الأسهم:

من المعروف أن استخدام المصادر المالية الثابتة التكلفة مثل القروض والأسهم الممتازة لتمويل أصول المشروع يمثل نوعاً من الرفع المالي أو المتاجرة بالملكية. فإذا كانت الأصول الممولة باستخدام القرض تدر عائداً أكبر من تكلفة القرض فسوف يزداد ربح السهم دون زيادة استثمار الملاك ويزداد أيضاً نسبة السهم العادي عندما تستخدم الأسهم الممتازة في تمويل حيازة الأصول ولكن تأثير الرفع المالي يكون أكبر في حالة القرض بسبب تكلفة القرض تكون عادة أقل من تكلفة الأسهم الممتازة.<sup>2</sup> لذلك يعتبر تحليل ربح الأسهم والأرباح قبل الفوائد والضرائب واحد من أهم العوامل في تكوين الهيكل المالي المناسب للمشروع ويكمن ذلك في دراسة التقلبات المحتملة وتحليل تأثيرها على ربح الأسهم في ظل الخطط المالية المختلفة.

#### 2- الملائمة:

يعني أن تكون أنواع الأموال التي يحصل عليها المشروع مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها، وكقاعدة عامة ينبغي تمويل الأصول الدائمة، الأصول الثابتة والأصول المتداولة كالحمد الأدنى للمخزون عن طريق القروض طويلة الأجل وأموال الملكية ويرجع ذلك لان فكرة الأصول الثابتة تسمم في تقديم خدماتها لفترة زمنية طويلة.

وبيع هذه الخدمات يحصل المشروع على تدفق نقدي داخل يتضمن استيراد جزء من قيمة الأموال المستثمرة في هذه الأصول الثابتة والتي تعرف بالاستهلاك وما يقال عن عدم ملائمة القروض طويلة الأجل لتمويل الأصول المتداولة ويصبح صحيحاً بالنسبة إلى الأموال الملكية فلو قامت المنشأة بتمويل الأصول المتداولة بواسطة

<sup>1</sup>Dupallens .G , op . cit :P330 .

<sup>2</sup> سمير محمد عبد العزيز " اقتصاديات الاستثمار التمويل التحليل المالي " مرجع سبق ذكره، ص218.

## الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

أموال الملكية فإنها ستواجه مشكلة وستمثل النقدية العاطلة بعد انتهاء النشاط الموسمي استثمار غير مريح بالمرّة لأموال الملكية.

وعلى هذا فإنه لتحقيق الهيكل المالي المناسب يتعين تمويل الأصول المتداولة عن طريق الاقتراض قصير الأجل ولأصول الثابتة والدائمة عن طريق الاقتراض طويل الأجل وأموال الملكية.<sup>1</sup>

### 3- تكلفة الأموال:

إن تكلفة المصدر التمويل هي أقل عائد ممكن يتوقعه أصحاب هذا المصدر ويتوقف العائد المتوقع على درجة من المخاطر التي يفترضها هؤلاء فبفرض حملة الأسهم درجة من المخاطر اعلي من أصحاب القرض ذلك انه في حالي الافتراض فان فائدة المستحقة لهم ثابتة المقدار والشركة ملتزمة قانونا بدفعها سواء حققت أرباح أو لا ولكن بالنسبة لحملة الأسهم فإن عائد على السهم غير ثابت القيمة ولا يوجد أي التزام على الإدارة بتقرير توزيعات حتى إذا حققت الشركة أرباح كذلك فإن أصحاب القرض يمكنهم من استعادة أموالهم في خلال مدة محددة بينما لا يمكن لأصحاب الأسهم في حالة عدم سماح بتداول هذه الأسهم أو التنازل عنها استعادة رؤوس أموالهم إلا في حالة واحدة فقط هي تصفية الشركة.

### 4- مقدرة التدفق النقدي للشركة:

يعتبر التحفظ أحد سمات الهيكل المالي المناسب ولكنه لا يعني عدم استعمال الشركة للقروض أو الاستخدام الضئيل لها. إنما التحفظ يعني علاقته بالمصاريف الثابتة التي نشأت نتيجة استخدام القرض أو الأسهم الممتازة، وكذلك مقدرة الشركة على توفير أموال لمقابلة تكاليفها الثابتة تحت أي ظروف معقولة، وتتمثل التكاليف الثابتة للشركة في دفع فوائد القروض والأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة.

### 5- المرونة:

تعتبر المرونة من أكثر العوامل الهامة التي يجب أن يأخذها المدير المالي في الاعتبار عند وضع الهيكل المالي وهي تعني قدرة المنشأة على التكييف هيكلها المالي مع الاحتياجات التي تنشأ من الظروف المتغيرة. فيجب على ان تكون الخطة المالية للشركة مرنة بصورة كافية حتى يمكن تعديل مكونات الهيكل المالي. بمعنى أنه إذا أرادت الشركة تحقيق الاستخدام الأمثل لمواها فعليها أن تكون في الوضع الذي أن أحلال أي شكل من أشكال التمويل، وتتوقف درجة المرونة في الهيكل المالي للشركة على:

<sup>1</sup> سمير محمد عبد العزيز " مرجع سبق ذكره " ص 219.

- المرونة في التكاليف؛
  - الشروط المقيدة في اتفاقيات القروض؛
  - شروط الوفاء بالدين؛
  - الطاقة الاستيعابية للشركة على الاقتراض.
- وعلى الرغم من أن المرونة من العوامل المرغوب فيها عند وضع الهيكل المالي إلا أن تحقيقها يتم بتكلفة معينة.

### 6- نمو واستقرار المبيعات:

قد تتوقف درجة الرفح المالي على عامل هام جدا وهو نمو واستقرار المبيعات، فتستطيع المؤسسة التي تتمتع بالاستقرار في المبيعات إن تستخدم درجة عالية من الرفح المالي، فالغالب انه لا يوجهها صعوبات في مقابلة التزاماتها الثابتة والتقلبات المحتملة في المبيعات تؤدي إلى زيادة المخاطر التجارية فمثلا ظهور تقلبات كبيرة في مبيعات صناعات السلع الاستهلاكية يجعل هذه الصناعات لا تستخدم اقتراض كبير ومن الناحية الأخرى لتعتبر مبيعات المنافع العامة أكثر استقرارا لذلك فإنها تستخدم الاقتراض بدرجة كبيرة لتمويل أصولها.

### 7- حجم الشركة:

يؤثر حجم الشركة بصورة كبيرة على إمكانية إتاحة الأموال من المصادر المختلفة فالشركات الصغيرة قد تجد صعوبات في الحصول على قروض طويلة الأجل، وحتى إذا تمكنت من ذلك فسوف تتحمل بسعر فائدة ونتيجة لذلك ستؤدي الشروط المقيدة في اتفاقيات القروض في حالت الشركات الصغيرة إلى جعل هيكلها المالي غير مرن وكذلك لن تستطيع إدارة العمل بحرية وبدون تدخل خارجي لذلك تعتمد الشركات الصغيرة على أسهم رأس المال والفائض المحجوز لديها كمصادر للتمويل في المدى الطويل.

### خلاصة:

إن معرفة تكلفة الأموال تعتبر عنصرا مهما وأساسيا في عملية اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالحصول على التمويل وبالتالي إجراء المقارنة بين البدائل المتاحة للوصول إلى القرار المالي السليم والملائم. ونظرا لعدم وجود قواعد واعتبارات متفق عليها ثابتة ومحددة من الناحية الحسابية في تحديد تكلفة الأموال إلا أن جميع المداخل المختصة بدراسة تكلفة الأموال تعتمد التنبؤ في تقدير تلك التكلفة وتركز على مقدار العائد المتوقع ومحاوله أن يكون التمويل باتجاه المصدر الأقل تكلفة والذي يحقق أعلى عائد أما بالنسبة لمصادر التمويل (حجم الأموال المتاحة) فإن حجمها يختلف باختلاف التكلفة فيزداد حجم الأموال المتاحة عندما ترتفع تكلفتها ويقل حجمها بانخفاض تكلفتها أي ازدياد الطلب على مصادر التمويل يؤدي إلى رفع تكلفة الأموال المتاحة، وانخفاض الطلب عليها يؤدي إلى انخفاض تكلفتها وهكذا فان تكلفة الأموال تعتمد ميكانيكية العرض والطلب.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

تمهيد:

إن للسندات دورا مهما وحيويا في الاقتصاد فهي توفر تمويلا مستقرا طويل الأمد للشركات والدول على حد سواء، كما أنها تتيح للمستثمرين بديلا مهما عن الأسهم وهذا نتيجة للربط السلبي بينها وبين سوق الأسهم، فقيمة السندات ترتفع عندما تنخفض قيمة الأسهم والعكس صحيح، وبالتالي فهي تقدم تدفقا في الدخل أكثر موثوقية من هذه الأخيرة وعلى ضوء ما سبق ارتأينا إلى تقسيم الفصل المتعلق بالسندات كأداة تمويلية إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: مفهوم القرض السندي وأنواعه؛
- المبحث الثاني: إصدار السندات؛
- المبحث الثالث: تداول السندات.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

المبحث الأول: مفهوم القرض السندي وأنواعه.

تعد السندات أحد أهم المصادر التمويلية طويلة الأجل التي تلجأ إليها المؤسسة في تلبية احتياجاتها المالية، كما أنها تعد الأقل تكلفة من بينهم، وستطرق في هذا المبحث الى التعرف على: ماهية السندات، أنواع السندات.

المطلب الأول: مفهوم القرض السندي وميزاتها.

الفرع الأول: مفهوم السندات.

**لغة:** جمع سند وهو بمعنى الاعتماد والركون إليه والاتكأ عليه والسند ما قابلك من الجبل وعلا عن السفح ومعتمد الإنسان.

**اصطلاحا:** عرف السند أنه: " صك قابل للتداول يمثل قرضا يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام وتقوم بإصداره الحكومة أو الشركات ويعتبر حامل السند دائن للشركة له حق دائني في مواجهتها ولا يعد شريكا فيها " <sup>1</sup>.

- تستعمل كلمة سند للدلالة على الأصول المالية المتداولة في الأسواق المالية وفي بورصة القيم... <sup>2</sup>.

- السندات أداة مديونية ذات دخل ثابت، احتلت مركزا رئيسيا في سوق الأوراق المالية منذ عام 1973، ونضجت أسواقها في بداية عقد الثمانينات، فهي ذو صفة مالية قابلة للتداول الحق لحامله الحصول على فوائد دورية محدودة بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند هذا بجاني قيمة اسند بتاريخ الاستحقاق. <sup>3</sup>

- يمكن تعريفها من الجانب القانوني على أنها محررات مكتوبة، وفقا لأوضاع شكلية وبيانات يحددها القانون غير معلقة على شرط، قابلة للتداول بالشروط التجارية، وتمثل حقا موضوعه مبلغا من النقود يستحق الوفاء بمجرد الاطلاع أو في ميعاد معين أو قابل للتعين ويستقر العرف التجاري على قبولها أداة وفاء شأنها شأن النقود الائتمانية.

أما من الجانب المالي فهي أوراق مالية تمثل دينا على المدى الطويل، تصدر من مؤسسة أو الجماعات المحلية والتي ينجز عنها التسديد المنتظم خلال فترة محددة. <sup>4</sup>

<sup>1</sup> احمد محمد لطفي "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية" دار الفكر ال جامعي، الإسكندرية، مصر، 2006، ص95.

<sup>2</sup> Dictionnaire de gestion financière / p407.

<sup>3</sup> أرشد فؤاد التميمي، "الاستثمار بالأوراق المالية" دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص86.

<sup>4</sup> Monétaires flouzetdenise , ECONOMIE CONTEMPORAINE ,(TOM2) LES Phénomènes 14<sup>ème</sup> EDITION, ED : Puf , 1998 ,P 30 .

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

### تعريف ثاني:

يعتبر السند شهادة الالتزام يتعهد بموجبها المصدر بدفع قيمة الالتزام لحامله عند تاريخ الاستحقاق معين مثبت على الشهادة إضافة لسعر فائدة مطروح مسبقا يطرح السند للاكتتاب بقيمة اسمية معينة تدفع مع الفائدة لحامل السند في فترات محدد حتى تاريخ الاستحقاق عادة تكون سنوية أو نصف سنوية.<sup>1</sup>

تعتبر السندات نوع من أنواع القروض الطويلة الأجل يصدرها المشرع بهدف الحصول على أموال لتمويل النفقات الاستثمارية والتشغيلية إذا هي عبارة عن التزام مالي على مشروع سدد قيمته في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه. وتعتبر السندات من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالية لذلك يتخذ السند القيم التالية:<sup>2</sup>

– القيمة الاسمية: وهو سعر الإصدار الذي يكون موحدًا؛

– القيمة السوقية: تتغير قيمة السند أثناء تداوله في السوق المالي بحسب التغير في أسعار الفائدة المصرفية ارتفاعاً أو هبوطاً.

حيث هناك علاقة تبادلية بين القيمة السوقية للسند وأسعار الفائدة المصرفية فإذا ارتفعت أسعار الفائدة بشكل يزيد عن سعر فائدة على السند نتيجة القيمة السوقية للسند نحو الانخفاض لان حملة السندات يميلون إلى بيع ما لديهم وإيداع أموالهم في البنوك للحصول على ربح أكبر وإذا انخفضت أسعار الفائدة المصرفية ترتفع القيمة السوقية للسند ويزيد الإقبال على شرائه للحصول على الفائدة أعلى وبالتالي تحقيق أرباح إضافية.

السندات هي أوراق مالية ذات قيمة معينة، وهي أحد أوعية الاستثمار، والسند عادة ورقة تعلن عن أن مالك السند دائن إلى الجهة المصدر للسند، سواء حكومة أو شركة، أو مشروع وعادة تطرح هذه السندات للبيع في السوق المال لتحصيل مبلغ مطلوب لمشروع خاص. ولهدف محدد، فقد تحتاج إلى الشركات لشراء باخرة، أو تحتاج بلدية إحدى المدن إلى تمديدات كهربائية أو مائية جديدة، أو أن حكومة ما تحتاج إلى بناء مدارس أو جامعة، لكن الاعتمادات المالية غير متوفرة، ولا يمكن تحقيقها بسهولة لكبر الاحتياج وفي الوقت نفسه، فان صاحب الحاجة لا يرغب في أن يكون هناك شريك له فيما يعمل سواء لعدم إمكانية المشاركة، كالأعمال الحكومية والبلدية أو المدارس، أو أن الشركات لا ترغب في التوسع في خلق شركات جديدة مع الشركاء الأولين. لذا فإن الحل هو أن تطلب سلفه لتغطية المبلغ الذي تحتاجه. ويمكن تحصيل هذا المبلغ عن طريق قرض من بنك واحد أو مجموعة بنوك، ويمكن أيضاً أن تطرح سندات تحصيل هذا المبلغ عن

<sup>1</sup> جميل الزيدانين " أساسيات في الجهاز المالي " دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 1999، ص 224.

<sup>2</sup> د. السامرائي عدنان هاشم "الإدارة المالية" مرجع سبق ذكره، ص 291.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

طريق قرض من بنك واحد أو مجموعة بنوك، ويمكن أيضا أن تطرح السندات بمبالغ صغيرة نسبيا ليكون شراؤها في مقدرة الناس العاديين. وتكون السندات بمثابة ورقة دين على هذه البلدية أو الحكومة أو الشركة. وتباع هذه السندات على الناس كوسيلة للاستثمار المضمنة، فيقدموا ما لديهم من أموال متوفرة بضمانات معينة من قبل الجهة المستفيدة من القرض.<sup>1</sup>

الفرع الثاني: ميزات السندات.

### 1- المزايا:<sup>2</sup>

- التكلفة ثابتة، وبالتالي لا تتغير بتغير مستوى الأرباح للشركة، لأنها تعتبر من المصاريف وليس تكلفة على صافي الأرباح؛
- للمنشأة حق استدعاؤها وشراؤها انخفضت أسعار الفائدة في السوق عن أسعار فائدة السند بالتالي تقوم الشركة بشراؤها وإصدار سندات معدل فائدة اقل؛
- اقل أنواع التمويل تكلفة؛
- ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر (قيمة السند الاسمية) الفوائد المرتبة عند الاستحقاق ؛
- ميزة ثبات واستمرار الدخل بصورة كوبون واجب الدفع عند الاستحقاق بغض النظر عن الوضع المالي للجهة المصدرة؛
- ربح السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة؛
- حامل السند المضمون السند يسترد رأس ماله في المواعيد المحددة بالاستحقاق الكامل؛
- حامل السند تكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة او في حالة التصفية .

### 2- العيوب:<sup>3</sup>

- يؤدي الفشل في سداد الفوائد إلى تعريض المنشأة للإفلاس ؛
- تؤثر بشكل مباشر على مبيعات الشركة وتنعكس بشكل مباشر على ربحية السهم العادي ففي حالة ؛
- انخفاض المبيعات بنسبة معينة قد تؤدي بسبب مصاريف التمويل إلى انخفاض الربحية بشكل أكبر؛
- غير متاح لجميع المنشأة وتحديد ذات المركز الائتماني المالي الضعيف أو الشركات الصغيرة؛
- حامل السند ليس له حق في الإدارة أو الرقابة.

<sup>1</sup> حسين عطا غنيم " دراسات في التمويل " مرجع سبق ذكره، ص 159.

<sup>2</sup> F. rosenfeld , Analyse des valeurs mobiliers ,Dundee ,paris 1<sup>ere</sup> edition , 1998,p03 .

<sup>3</sup> حسين عطا غنيم " مرجع سبق ذكره " ص 160.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

### المطلب الثاني: أنواع سندات الشركات.

تصدر هذه السندات من قبل شركات مساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية طبقاً لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات في البلد المعني وهناك أنواع مختلفة من هذه إصدارات تختلف باختلاف شروط اصدارية.<sup>1</sup>

#### 1- السندات المضمونة :

التي توفر حماية لحملة السندات بالموجودات المرهونة لها وتعد السندات المرهونة بعقار أو معدات وكما أن أهم صورها وتسمى بسندات الرهن، فقد تكون سندات الرهن مفتوحة النهاية حيث يجوز للشركة المعنية بإصدارات إضافية على ذات الرهن أو الضمانات، مما يوفر مرونة الإفراط بالإصدار قد يضعف مقدار الحماية لحملة السندات وقد تكون سندات الرهن مغلقة النهاية تمنع الشركة من إصدارات إضافية لحماية قيمة الضمان.

#### 2 - السندات العادية:

و ضماناتها لحملة السندات تنحصر بقدر الجهة المصدرة على دفع الفائدة والأصل المبلغ، أي يعدى المركز الائتماني محور ضمان هذه السندات، وتمثل سندات الدخل إحدى صور هذه السندات حيث يرتبط دفع الفائدة بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح التي تغطي الفائدة الواجب دفعها وعدم الفائدة لا يعني إشهار الإفلاس كما هو الحال في السندات المضمونة إذ بالإمكان تأجيل دفع الفائدة طبقاً لشروط الاصدارية.

#### 3- سندات الدرجة الأولى والثانية:

هذه التسمية مشتقة من الأسبقية القانونية لحملةها بموجودات الشركة عند التصفية وعادة تكون السندات الدرجة الأولى ذات الفائدة اقل من الدرجة الثانية.

#### 4- سندات المشاركة:

وتعطي الحق لحاملها المشاركة بأرباح الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة مثل هذا الامتياز يتحقق على الفضلة من الأرباح بعد حملة الأسهم العادية مثل هذه الإصدارات تجدها في الشركات ذات المراكز الائتمانية الضعيفة.

بالإضافة إلى هذه الأنواع شهد سوق السندات إيداعات في عقد الثمانيات لتوسيع دائرات الخيارات أمام المستثمر، تمثلت بإصدار أنواع خاصة من السندات بمعدل كوبون صفري (أي تباع بخفض عن القيمة الاسمية) أو بمعدل كوبون معوم قابل للتغيير طبقاً للتغيير في معدلات الفائدة السوقية، وأخرى تسمى سندات

<sup>1</sup> حسين علي خريوش "الأسواق المالية" دار رهوان للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 1998، ص 81.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

الخردة ذات معدلات كوبون مرتفعة جدا استخدمت في تمويل عمليات الاندماج وشراء الشركات المرفوعة (أي التي تشكل الديون نسبة كبيرة من رأس مالها) التي تتجه نحو الإفلاس.

### 6- سندات مسجلة بأسماء مالكيها:

لا يستطيع أي شخص من غير المالك المسجل باسمه السند أن يتصرف به سواء بالبيع أو مطالبة بالفوائد وبالقيمة الاسمية، وهو اقل خطورة عند فقدانها لذا تستحق عائدا كذلك بالإضافة للمخاطر القليلة فهي تتحمل تكاليف تسجيل المعلومات المتعلقة بالمالكين والتي قد يكون مسؤولا عنها قسم كامل في المشاة

### 7- سندات قابلة للتحويل لأسهم عادية :

يتم إصدار هذه السندات بشرط إعطاء خيار المستثمر بين تحويله للسند لسهم عادي أو تحصيله للقيمة الاسمية والفوائد، وذلك في حالات توقع المنشأة مرورها بظروف كساد أو حالات سيئة رغبة في عدم تحمل أعباء ثابتة متمثلة بالفوائد.

مثال:

قيمة السند السوقية = 10 دينار .

في حالة الكساد يخير المستثمر في تحويل السند إلى 2 سهم عادي.

قيمة السهم 3 دينار: 2 سهم \* 3 دينار = 6 دينار .

لا يحول إلى سهم عادي بل يطالب بحقه .

قيمة السهم 6 دينار : 2 سهم \* 6 دينار = 12 دينار .

يحول السند لسهم عادي

### 8 - السندات ذات الفائدة المعومة:

سندات سعر الفائدة فيها غير ثابت متذبذب بدرجة محدودة ومرتبطة بحالة التضخم ومعدلاته

وإمكانية تغييره بالارتفاع أو الانخفاض تبعا للحالة الاقتصادية.

حيث يكون سعر الفائدة على هذا النوع من السندات = العائد الخالي من المخاطر معكوسا عليه التضخم + علاوة مخاطر المدين.

مخاطر الشركة المصدرة للسندات معدل الفائدة المتعامل به في البنوك وهو معدل خالي من المخاطر.

Libor العائد الخالي من المخاطر معكوسا عليه التضخم متأثرا بالتضخم.

مثال: سعر الفائدة 10% هو عبارة عن 6% عائد خالي من المخاطر و 4% علاوة تضخم.

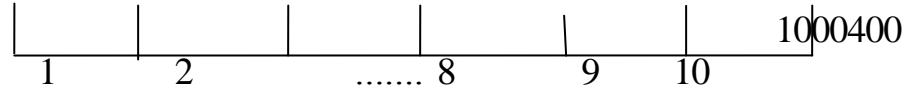
زادت نسبة التضخم بمقدار 3% .

سعر الفائدة = 13% هو عبارة عن 6% عائد خالي من المخاطر 7% علاوة تضخم.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

### 9- السندات ذات الفوائد الدورية الصفرية:

سندات تصدر بدون دخل جاري اي بدون فوائد دورية = صفر تباع بخصم عند الإصدار.  
مثال: سند قيمته الاسمية (-1000) دينار يستحق بعد 10 سنوات بدون فوائد دورية، قيمة البيع أو الشرائية للقيمة الحالية للقيمة الاسمية مخصصة بمعدل الفائدة السوقي لمدة 10 سنوات نفرض أنها بيعت بسعر 400 دينار، وفي الاستحقاق يسترد 1000 دينار والفرق هو ربح المستثمر.



معدل الفائدة السوقي عند الإصدار يساوي معدل الفائدة الاسمي في حالة بيع السند بعد 2 سنة:  
يباع بالقيمة الحالية الاسمية مخصصة بمعدل الفائدة السوقي لمدة 8 سنوات على فرض أنها 600 دينار.

### 10- السندات الرديئة :

هي السندات غير المصنفة وهي عادة ما تجذب المضاربين، كونها خاضعة للاحتمالات فشل كما هي خاضعة للاحتمالات النجاح .

تمتاز بتذبذب عالي في الفائدة، هذا بجانب أنها الأفراد المستثمرين الذين لديهم الرغبة بالحصول على الملكية وذلك عن طريق وضع اليد على أصول المنشأة خاصة عندما تكون ذات مديونية عالية معرضة للإفلاس، ويبيع بقيمة أقل من القيمة الاسمية .

### المطلب الثالث: السندات الحكومية.

#### الفرع الأول: طبيعة السندات الحكومية

تعتبر هذه السندات من الأوراق المالية ذات الدرجة الاستثمارية المناسبة للمؤسسات المالية والمصرفية نظرا لما تتمتع به من درجات عالية من الضمان لأصل المبلغ والفائدة، وذات القابلية التسويقية العالية لذا يطلق عليها بالأوراق المالية الخالية المخاطر ويعزى سبب ذلك إلى قدرة الحكومة في تحصيل الإيرادات وإصدار سندات إضافية تستخدم لتسديد التزاماتها من الإصدارات السابقة تقوم الحكومة بإصدار هذه السندات لاسيما طويلة الأجل منها للأسباب التالية:<sup>1</sup>

- تغطية العجز في الميزانية (لمواجهة متطلبات الإنفاق) ؛

- التأثير على العرض النقدي (سحب السيولة الفائضة).

<sup>1</sup> محمد صالح جابر " الاستثمار بالأسهم والسندات" دار واقل لنشر والتوزيع ، عمان، الطبعة الثالثة، 2005، ص 158.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

تتميز السندات الحكومية عن غيرها من السندات كالاتي:

- ذات مخاطر منخفضة جدا تكاد تكون معدومة لأنها مضمونة بسلطة الحكومة؛
- ذات قابلية تسويقية عالية أي قدرتها بالتحول إلى نقد بسرعة وبدون خسائر بقيمتها؛
- تتمتع بالإعفاء الضريبي للفوائد المدفوعة؛
- بسبب الأمان العالي والإعفاء الضريبي فهي ذات كيون منخفض.

### الفرع الثاني: أهمية السندات الحكومية .

نظرا للخصائص التي تتمتع بها السندات الحكومية وأسباب إصدارها تستخدم هذه السندات من قبل المستثمرين للفاضلة بينها وبين سندات الشركات الخاضعة للضريبة، ويعد معدل الفائدة على السند الحكومي والشريحة الضريبية التي يخضع لها دخل المستثمر الأساس بالفاضلة وعلى وفق الصيغة الآتية :

$$\text{معدل الفائدة المعاد للسند الخاضع للضريبة} = \frac{\text{معدلاظلفيائدة على السند الحكومي}}{1 - \text{نسبة}} \times 100$$
$$15\% = 100 \times \frac{0.09}{0.040 - 1} =$$

يتضح من النتيجة، أن ما يجب دفعة سند الشركات هو 15% في حين المدفوع فعلا هو 12%. وهذا يعني ما يطلبه المستثمر أكبر مما يدفع فعلا عليه قرار الخيار السليم هو الاستثمار السند الحكومي لتمييزه بالإعفاء الضريبي والضمان العالي.

مثال: <sup>1</sup>

افتراض في المثال السابق أن نسبة الضريبة لدخل المستثمر هي 10% أيهما أفضل في هذه الحالة.

$$\text{معدل الفائدة المعادل} = \frac{09}{0.40 - 1} * 100 = 15\%$$

في هذه الحالة يتساوى ما يطلبه المستثمر للتعويض عن نسبة الضريبة وما يدفعه فعلا السند الشركات عندها يخضع إلى قرار المستثمر في الإفصاح عن مدى رغبته في تحمل المخاطر حيث يكسك سند الشركات وإلا إذا كان مستثمر متحفظ فانه ينظر إلى السند الحكومي هو الاستثمار الأفضل.

<sup>1</sup> محمد صالح جابر " الاستثمار بالأسهم والسندات" مرجع سبق ذكره ، ص 160 .

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

### الفرع الثالث: أنواع السندات الحكومية

#### 1- سندات الحكومة المركزية:

وتصدر من قبل حكومة البلد المعني وعادة تتولى وزارة المالية هذه الإصدارات ويقوم البنك المركزي بتسويقها إلى الجمهور والمؤسسات المالية والمصرفية في الغالب الأعم الغرض منها هو تغطية العجز في الإنفاق والتأثير على الغرض النقدي لذلك فهي تعتبر من أدوات الدين العام معفية من الضريبة.

#### 2- سندات الحكومة المحلية :

هي يقصد بالحكومة المحلية مجالس البلدية ومجالس المحافظات والأقاليم والولايات، إذ تلجأ هذه المجالس لإصدار السندات لتمويل أنشطتها المحلية داخل الحدود الجغرافية.

3- سندات تصدرها الجامعات والمدارس والمستشفيات التي تأخذ طابع الخدمة العامة، ومثل هذه السندات فوائدها معفية من الضريبة ودرجتها الائتمانية تتصف بالأمان.<sup>1</sup>

### المطلب الرابع: السندات الدولية والصكوك الإسلامية.

#### الفرع الأول: السندات الدولية

##### 1- سندات الأورو:

وهي مشتقة من اسم السندات الأوروبية وهي سندات تصدرها جهات مقترضة تنتمي لدولة معينة خارج حدود دولتها وفي أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة غير عملة الدولة التي تم فيها طرح هذه السندات للاكتتاب، مثلاً مؤسسة جزائرية تقوم بإصدار سندات محررة بالدولار الأمريكي ثم بيعها أو الاكتتاب فيها في أسواق رأس المال بلندن وباريس... الخ، فهذه السندات يطلق عليها سندات الأورو دولار.<sup>2</sup>

##### 2- السندات الأجنبية:

وهي سندات تصدرها جهات مقترضة تنتمي إلى دولة معينة خارج حدود دولتها، أي في أسواق رأس المال لدولة أخرى وبعملة نفس الدولة التي تم طرح السندات فيها، فمثلاً: مؤسسة جزائرية تقوم بإصدار سندات محررة بالدولار الأمريكي وتم بيعها والاكتتاب في ها في أسواق رأس المال في نيويورك، فهذه السندات تسمى السندات الأجنبية .

<sup>1</sup> أرشد فؤاد التميمي " الاستثمار بالأوراق المالية" مرجع سبق ذكره، ص 98-99.

<sup>2</sup> يوسف الزامل وآخرون "النقود والبنوك الأسواق المالية" جامعة عمان، 2001، ص 67.

### 3- أسواق سندات الدين الأوروبية:

تعرف سندات الدين الأوروبية بالائتمانات الأوروبية، وهي عبارة عن تقنيات للتمويل مستعملة في المبادلات الخارجية وتتمثل في قروض بنكية دولية متوسطة الأجل تمنحها مجموعة من البنوك متحدة مالياً (syndication)، ويتم تمويلها من موارد سوق العملات الأوروبية، فتنشأ هذه القروض بتحويل أجل الاستحقاق للقروض قصيرة الأجل إلى قروض متوسطة الأجل. وتهدف هذه القروض إلى تغطية طلبات الشركات الكبرى فهي تسمح لها باتخاذ حاجتها من الأموال غير المتوفرة في السوق المحلي، كما أنها تسمح بتكوين سوق للعملات الأوروبية.

### الفرع الثاني: الصكوك الإسلامية

#### 1- ماهية الصكوك الإسلامية:

الصكوك الإسلامية هي جمع صك وتعني شهادة ائتمانية وتقابل شيك باللغة الإنجليزية، والفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات الصكوك التقليدية، هو أن الصك الإسلامي ملكية شائعة في أصول أو منافع، وبالتالي فهي متوافقة مع القاعدة الاقتصادية الإسلامية التي تحرم الربا المتمثل في ضمان عوائد ثابتة بغض النظر عن الربح أو الخسارة فالصكوك الإسلامية تعطي دخل مالكيها مقابل تجارة معينة أو تأجير لأصل أو غيره من أنواع الصكوك المتاحة، وهي عبارة عن أوراق صكوك تثبت حق ملكية في أصل معين، والصكوك في الاقتصاد الإسلامي يقابلها السندات المالي في الاقتصاد التقليدي، ويتميز الصك بضرورة وجود الأصل فإن السندات التقليدية قد تصدر بضمان المنشأة فقط وعرفت هيئة المحاسبة والمراجعة المصرفية الإسلامية الصكوك الإسلامية أنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب واستخدامها فيما أصدرت من أجلها، وقد وصل عددها إلى أربعة عشر نوعاً.<sup>1</sup>

#### 2- ازدهار الصكوك الإسلامية:

ظهرت الصكوك الإسلامية قبل عدة سنوات، وانتشرت هيكلية الصكوك الإسلامية في السنوات الخمس السابقة، وقد تطورت صناعة الصكوك الإسلامية، الصكوك... أداة استثمارية إسلامية صارت تحظى بقبول واسع النطاق في الأسواق المالية العالمية بطريقة أذهلت كثيرين وذلك على نحو قد يبدو مناقضاً للحذر الذي صار يديه الغرب إزاء الخطاب الإسلامي أجمالاً بعد هجمات سبتمبر<sup>2</sup> ولكن ما المقصود أصلاً بالصكوك الإسلامية؟

<sup>1</sup> د. احمد بن محمد الخليل " الأسهم والسندات وإحكامها في الفقه الإسلامي " دار ابن الجوزي، السعودية، 2000، ص 55.

<sup>2</sup> عبد العزيز فهمي هيكل "موسوعة المصطلحات الاقتصادية والاجتماعية" دار النهضة العربية للطبع والنشر، بيروت، لبنان، 1980، ص 593.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

الصكوك عبارة عن أوراق مالية يضمنها أصلا ومشروع استثماري يدر دخلا وتكون بمثابة حصص ملكية في هذا الأصل او المشروع الاستثماري.

ويبلغ عدد أنواع هذه الصكوك أربعة عشر نوعا أشهرها على الإطلاق ما يعرف بصكوك الإجارة. ومن أهم الفروق بين الصكوك والسندات التقليدية أن مالك الصكوك يشارك في العائد المتحقق من العائد الاستثماري.

بالإضافة إلى إمكانية تعرض هذا المالك للخسارة بالتناسب مع قيمة صكوك التي يمتلكها وذلك على عكس السندات التي تدر فائدة ثابتة .

الأرقام وحدها كفيلا يرسم صورة الوضع العام لهذه الأداة الاستثمارية...

فقد بلغت قيمة إصدار الصكوك الإسلامية خلال السنوات الثلاث الماضية أربعين مليار دولار أما قيمة مبيعاتها العالمية هذا العام فإنها قد تصل إلى خمسين مليارا صعودا من عشرة مليارات دولار العام الماضي. أكثر من ذلك فانه من المتوقع أن تصل قيمة هذه الصكوك إلى ثلاثة تريليونات دولار بحلول عام ألفين وخمسة عشر.

الحكومة البريطانية نفسها أعلنت هذا العام التزامها بإصدار صكوك إسلامية، كما كشف البنك الياباني للتعاون الدولي نيته إصدار سندات إسلامية، بل حتى أمريكا شهدت في العام الماضي إصدار أول صكوك من هذا القبيل في ولاية تكساس . ولعل من أكبر المفارقات في هذا الصدد التقديرات التي تؤكد أن ثمانين في المائة من مشتري هذه الصكوك غير مسلمين.

إلا أن ثمة من يجذر من هذه النوعية من الأدوات الاستثمارية التي تواجه عدة تحديات منها افتقارها إلى أسواق ثانوية كافية لتبادلها بيعا وشراء، وإلى غياب إطار قانونية محددة وشفافة للتنظيم إضافة لافتقار إلى التنوع والابتكار هذا كله إضافة إلى معضلة تعدد المذاهب الفقهية التي تحكم طبيعتها وخصائصها.

### الفرع الثالث: أنواع الصكوك الإسلامية

#### 1- مالك موعود باستئجارها :

بغرض بيعها واستفاء ثمنها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح مملوكة لحلة الصكوك.

#### 2 - صكوك ملكية المنافع:

هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك عين موجودة بغرض إجارة منافعها، واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.

#### 3- صكوك ملكية منافع الأعيان الموجودة أو (الموصوفة في الذمة) :

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

هي وثائق متساوية القيمة يصدرها مالك منفعة موجودة (مستأجرة ) بغرض إعادة إجارتها واستيفاء أجرتها من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح منفعة مملوكة لحملة الصكوك.<sup>1</sup>

### 4- صكوك ملكية الخدمات من طرف معين أو (من طرف موصوف في الذمة):

هي وثائق متساوية القيمة تصدر بغرض تقديم الخدمة من طرف معين واستيفاء الأجرة من حصيلة الاكتتاب فيها، وتصبح تلك الخدمات مملوكة لحملة الصكوك.

### 5- صكوك السلم :

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتحصيل رأسمال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحامل الصكوك.

### 6- صكوك الاستصناع :

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحامل الصكوك.

### 7- صكوك المراجعة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لتمويل شراء سلعة مراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحامل الصكوك.

### 8- صكوك الماركة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع ، أو تمويل نشاط على أساس الماركة، ويصبح المشروع ملكا لحامل الصكوك، وتدار صكوك الماركة على أساس الشركة أو على أساس المضاربة.

### 9- صكوك الشركة:

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الشركة بتعيين أحد الشركاء لإدارته.

### 10- صكوك المضاربة:

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس المضاربة بتعيين مضارب من الشركاء لإدارتها.

### 11- صكوك الوكالة بالاستثمار:

هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات تدار على أساس الوكالة الاستثمار ويعين وكيل من حملة الصكوك لإدارتها.

<sup>1</sup> جبار محفوظ " الأوراق المالية المتداولة في البورصات " الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص 61.

### 12- صكوك المزارعة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر على لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تمويل مشروع للمزارعة، ويصبح لحملة الصكوك حصة في المحصول.

### 13- صكوك المساقات:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة، ورعايتها على أساس عقد المساقات، ويصبح لحملة الصكوك حصة في الثمرة.

### 14- صكوك المغارسة:

هي وثائق متساوية القيمة تصدر لاستخدام الاكتتاب فيها في سقي أشجار مثمرة، ورعايتها على أساس عقد المغارسة، ويصبح لحملة الصكوك حصة الأرض والغرس.

### الفرع الرابع: خصائص الصكوك الإسلامية<sup>1</sup>

- 1- هي وثائق تصدر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة لإثبات حق مالكيها فيما تمثله من حقوق في الأصول والمنافع الصادرة مقابلها؛
- 2- تمثل حصة شائعة في ملكية أصول ومنافع أو خدمات يتعين توفيرها، ولا تمثل ديناً على مصدرها لحاملي الصكوك؛
- 3- إنها تصدر بعقد شرعي بضوابط شرعية بين طرفيها وآلية إصدارها وتداولها والعائد عليها؛
- 4- يكون تداول الصكوك بناء على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تمثلها.

وقد حققت (الصكوك الإسلامية) قفزات نوعية من حيث العوائد، وحازت على اهتمام السوق الإسلامي والغربي، أحيطت هذه الإصدارات برقابة شرعية تضمن سلام الإجراء والتنفيذ من حيث موافقتها لأحكام الشريعة الإسلامية السمحة، ومع ذلك فهي تعاني من بعض الصعوبات ومن المؤكد التغلب عليها في السنوات القادمة، ومن مشاكل التي تواجهها هو عدم وجود سوق ثانوية متكاملة لهذه الإصدارات ويرجع السبب إلى قلة عدد الصكوك المصدرة في الوقت الراهن مقارنة بسوق السندات التقليدي، وبمتابعتها للوضع الحالي (الصكوك الإسلامية) نستنتج طفرة كبيرة في الإصدارات لم تكن موجودة في السابق، ونستنتج مستقبل واعد للسوق الثانوية، (الصكوك الإسلامية) على مدى العشر سنوات القادمة ومن المتوقع ظهور شركات جديدة تنظم عمل السوق مما يجعله أداة ممتازة لعمليات الخزانة وعمليات المبادلة، والصكوك كبديل

<sup>1</sup> 29-04-15, 04:30 Pm منتدى كبار التجار .

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

للسندات التقليدية هي تطور جديد وواسع للمستثمرين الذين يرغبون في منتجات استثمارية تراعي التقاليد الإسلامية، وإن تطوير هذا القطاع لا يزال بحاجة إلى جهود مخلصه من كافة علماء المسلمين في سبيل استحداث أدوات تمويلية إسلامية حديثة لخدمة المجتمع الإسلامي والغربي، وكل من يهتم بالفكر المالي الإسلامي لما يتميز به من عدالة ومساهمة في تحقيق التنمية الدائمة والمتوازنة والله الموفق .

### المبحث الثاني: إصدار السندات

إن عملية إصدار السندات تعتبر صناعة خدمية تمويلية واسعة الانتشار تعطي بها المؤسسة العجز المالي لديها بدل التنازل عن جزء من ممتلكاتها، وتنظم هذه العملية قوانين مختلفة محليا ودوليا.

#### المطلب الأول: الشروط لإصدار السندات.

لقد تم تنظيم عملية إصدار السندات وذلك لحماية الأموال الدائنين وخاصة أنهم ليس لهم حق المشاركة في الإدارة أو الإشراف عليها وتتمثل شروط إصدارها في:<sup>1</sup>

- 1- لا يجوز إصدار السندات إلا بقرا ر من الجمعية العامة للمساهمين بناء على اقتراح مجلس الإدارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال، مرفقا به بتقرير من محافظ الحسابات يتضمن الشروط التي تصدر بها السندات ومن هنا يتضح أن قرار إصدار السندات لا يعطى لمجلس الإدارة ولكن للجمعية العامة وذلك ضمنا لحماية أموال حملة السندات؛
- 2- لا يجوز إصدار السندات إلا بعد سدا رأس المال المصدر من جانب المساهمين، وهذا يتمشى مع الإجراءات السليمة حيث لا يقبل أن تلجا الشركة إلى للاقتراض وتمويل نشاطها ومزال هناك مبلغ مستحقة على المساهمين يتعين عليهم الوفاء بها؛

- 3- يشترط عند إصدار السندات ألا تزيد قيمة السندات السابقة التي أصدرتها الشركة والمتداولة في أيدي الجمهور مضافا إليه الإصدار المقترح للسندات الجديدة على صافي أصول الشركة وقت الإصدار حسبما يحدده مراقب الحسابات في تقريره المقدم أي الجمعية العامة بمناسبة الإصدار على أساس ما ورد في بيانات آخر ميزانية وافقت عليها الجمعية العامة. ويتضح أن هذا الشرط يضمن لحملة السندات نوعا من الحماية حيث أن صافي أصول الشركة يمثل الضمان لأموال الدائنين وأصحاب القروض، ومن ثمة فإن المشرع

<sup>1</sup> عبد الله عبد العظيم هلال " المحاسبة المالية في شركات الأموال " الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع ، الإسكندرية، الطبعة 1، 2000، ص136.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

رغب في ألا تتعدى قيمة القروض (السندات) قيمة صافي الأصول والتي تستخدم لسداد تلك الالتزامات وذلك في حالة انقضاء الشركة أو تصفيتها.

### المطلب الثاني: مراحل وخطوات الإصدار

يمكن تلخيص إجراءات إصدار السندات فيما يلي:<sup>1</sup>

- 1- يتم إصدار السندات أما عن طريق الاكتتاب العام أو عن طريق الاكتتاب غير العام في الحالة الأولى يتعين مراعاة القواعد والإجراءات؛
- 2- يتم دعوة الجمهور للاكتتاب العام في السندات من خلال نشرة الاكتتاب والتي تشمل على عدد من البيانات عن عدد السندات المصدرة وسعر الإصدار وسعر الفائدة وموعد طريقة رد السندات.... و الخ ويتعين إرفاق بعض المستندات مثل نسخة من الميزانية الأخيرة للشركة التي اعتمدها الجمعية العامة عن نشاط الشركة خلال السنة الحالية والسنة السابقة للاكتتاب؛
- 3- في حالة إذ لم يتم تغطية السندات المعروضة للاكتتاب خلال المدة المقررة أو أي مدة أخرى يتقرر مدة الاكتتاب إليها يجوز لمجلس إدارة الشركة أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال أن يقرر الاكتفاء بإصدار القدر الذي تمت تغطيته من السندات وإلغاء الباقي. مع مراعاة الالتزام المكتتب بالوفاء بقيمة السند في المواعيد المتفق عليها؛
- 4- إنجاز القانون إصدار عدة أنواع للسندات القابلة للتحويل إلى أسهم والتي تكون مساهمي الشركة أولوية الاكتتاب فيها، وكذلك الأسهم المضمونة برهن أو كفالة وتلك غير المكفولة برهن، بحيث أشترط في الأولى أن يتم الرهن لصالح جماعة حملة السندات قبل إصدار السندات .

### المطلب الثالث: التقييم الائتماني للسندات

يقصد بتدريج السندات ترتيب وتبويب نوعية السند طبقاً للاحتمالات درجة كل الجهة المصدرة للسند، أي طبقاً لمخاطرتها الائتمانية، تعود عملية التدرج إلى 1900، وتعتبر كل من المؤسسة ستاندرد وبور (s&p) مؤسسة مودي من أشهر المؤسسات الخدمية في مجال الاستثمار، التي تبنت عملية التدرج المعتمدة في الأسواق العالمية، ومن قبل المؤسساتين في الجدول التالي:

<sup>1</sup> ارشد فراد التميمي "الاستثمار بالأوراق المالية" مرجع سبق ذكره، ص 91.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

### الجدول رقم 02-01: مختلف أنواع السندات من أجل تقييمها

النوعية المؤسسة		النوعية العالية		الدرجة الاستثمارية		دون المعياري		فئة المضاربة
مودي		Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa
ستاندر- بود		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC

المصدر: ارشد فراد التميمي "الاستثمار بالأوراق المالية" مرجع سبق ذكره، ص 92.

هناك فئات من السندات تبد أ بالنوعية العالية وتنتهي بفئة المضاربة، وتتفرع من كل فئة مراتب لها مواصفات معينة وعلى الوجه الآتي:

**A-1** ثلاث مرات، تمتلك درجة عالية من الحماية والضمان لأصل المبلغ وفوائده فهي تسمى سندات الحافة الذهبية عناصر الضمان لا تتغير بتغير الظروف الاقتصادية؛

**A-2** مرتين لها مواصفات النوعية العالية وبعناصر ضمان اقل من الرتبة الأولى، والجهة المصدرة لها القابلية على الدفع المبلغ والفائدة؛

**A-3** مرة واحدة تمتلك عناصر الفرص الاستثمارية الجيدة لكن عناصر الضمان تتأثر بسرعة بالتغيير بالظروف الاقتصادية مستقبلا؛

**B-4** ثلاث مرات قدرة الجهة المصدرة كافية لدفع الفائدة واصل المبلغ لكن عناصر الضمان تتأثر بالتغيير بالظروف الاقتصادية ربما يسبب بضعفها في تغطية الالتزامات؛

**B-5** مرتين، تمتلك الحد الأدنى من الحماية والفرصة الاستثمارية في الأحوال السيئة والجيدة، لكنها لا ترقى على مواصفات الاستثمارية الجيدة لان مخاطرتها مرتفعة، ويصفها البعض بأنها قريبة من الفئة المضاربة؛

**B-6** مرة واحدة، احتمالات الضعف واردة في عناصر الضمان لاسيما في الأجل الطويل واحتمالات المضاربة بها واردة جدا؛

**7-** فئة المضاربة سندات ذات النوعية ضعيفة جدا واحتمالات الإفلاس عالية جدا لذلك فإنها مخاطرة عالية، ويصفها البعض بأنها سندات الخردة .

تدرج النوعية يستند إلى معايير كمية تتمثل بمدى استقرار الأرباح المتاحة لتسديد الفائدة (نسبة التغطية)، نسبة المديونية، نسبة السيولة، كما أن أنواع الصناعة وحجم الشركة، طبيعة شروط العقد مؤشرات نوعية تعتمد في التدرج.

ويستفيد كل من المستثمر والجهة المصدرة للسند من التدرج. فالمستثمر يحدد فئة التي تناسبه

للاستثمار، كما أن التدرج مؤشر لدرجة النكول ومعدلات أسعار فائدة أما الجهة المصدرة إلا أن النوعية

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

تؤثر على الكلفة التي تتحملها عند إصدار السندات، عليه نجد أن نوعية السند تتقلب بين الحد الأدنى والأعلى طبقاً للطرف سوق المال، معدلات التضخم ومستوى النشاط الاقتصادي.

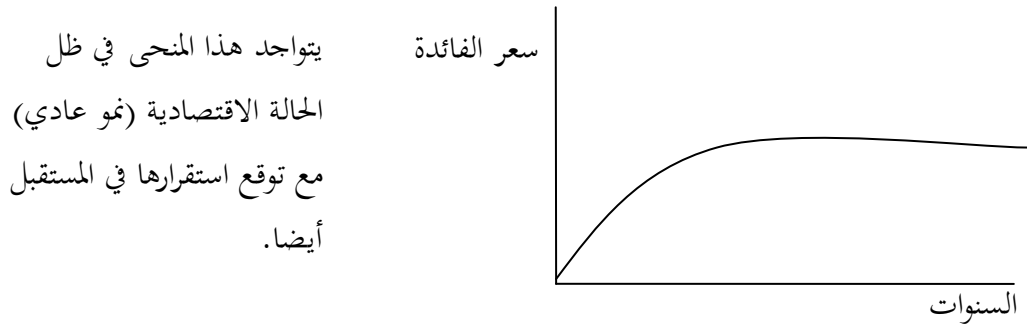
### المطلب الرابع: المخاطر المرتبة بالسندات.

يواجه حملة السندات وخاصة سندات الشركات ببعض المخاطر التي قد تختلف في طبيعتها عن باقي أنواع الاستثمارات وأهم مصادر الخطر في هذه السندات هي:

#### الفرع الأول: منحنيات مخاطر أسعار الفائدة

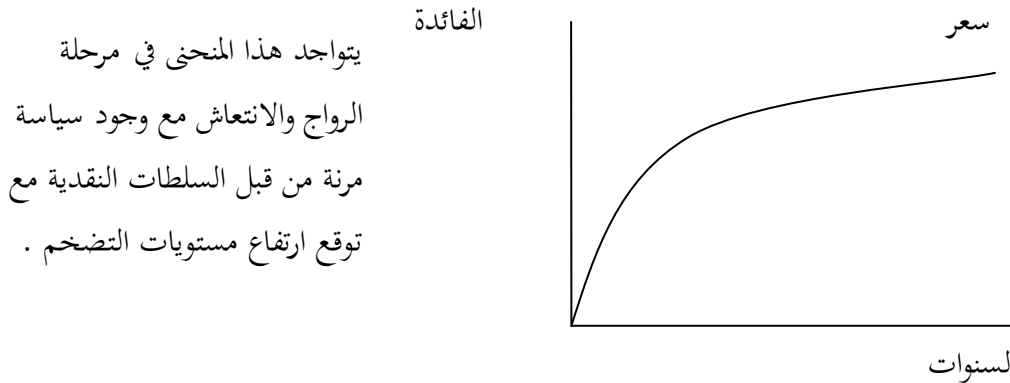
وهو من أكثر المخاطر تأثيراً حيث يؤثر مباشرة في القيمة السوقية للسند . خطر سعر الفائدة لأي عملة هو "احتمال الخسارة الناتج من تذبذب سعر الفائدة مع وجود فجوة آجال للبنود الحساسة لسعر الفائدة بين جانبي الميزانية".<sup>1</sup>

#### الشكل 02-01: منحنى العائد المستقر للفائدة



المصدر: زيان رمضان "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي" مرجع سبق ذكره، ص 329.

#### الشكل 02-02: منحنى العائد الصائد

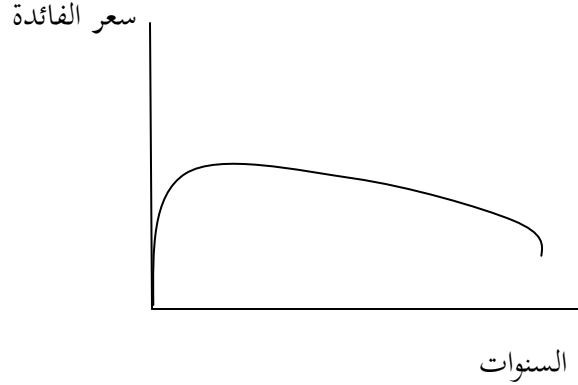


المصدر: زيان رمضان "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي" مرجع سبق ذكره، ص 330.

<sup>1</sup> زيان رمضان "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي" مرجع سبق ذكره، ص 329.

### الشكل 02-03: منحى العائد الهابط

يتواجد منحى العائد الهابط مع  
مرحلة الكساد في الاقتصاد أو وجود  
سياسة نقدية صارمة مع توقع انخفاض  
معدل التضخم في المستقبل



المصدر: زيان رمضان "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي" مرجع سبق ذكره، ص 330.

### الفرع الثاني: أنواع مخاطر أسعار الفائدة

#### 1- الخطر الإيرادي لسعر الفائدة<sup>1</sup>

- هو احتمال الخسارة عندما تكون فجوة الأموال الحساسة لسعر الفائدة بانتشار مخالفة للتغير في سعر الفائدة.

- وتنشأ المشكلة عندما يكون حجم الأصول التي سوف يعاد تسعيرها أكبر من الالتزامات التي سوف يعاد تسعيرها خلال نفس فترة الفجوة مع توقع انخفاض سعر الفائدة، أو العكس عندما يكون حجم الأصول التي سوف يعاد تسعيرها أقل من الالتزامات التي سوف يعاد تسعيرها خلال نفس فترة الفجوة مع توقع ارتفاع سعر الفائدة، وتستخدم طريقة "فجوة الأموال" لإدارة النوع من مخاطر سعر الفائدة؛

#### 2 - الخطر الرأسمالي لسعر الفائدة:

هو احتمال انخفاض القيمة السوقية (الحالية) للالتزامات في جانب الأصول عن قيمة السوقية للالتزامات في جانب الخصوم كنتيجة لتقلب أسعار الفائدة في السوق ينشأ الخطر الرأسمالي لسعر الفائدة لوجود علاقة عكسية بين أسعار الأصول الرأسمالية وسعر الفائدة، ويتوقف هذا التأثير على النوع الأصل الرأسمالي وحجمه وتاريخ استحقاقه وفترة الاحتفاظ به. عندما تكون أسعار الفائدة الفعلية أعلا من المتوقعة فإن ذلك يؤدي لارتفاع قيمة الأصل؛

<sup>1</sup> جبار محفوظ "الأوراق المالية المتداولة في البورصات" مرجع سبق ذكره، ص 71.

### 3- إدارة خطر سعر الفائدة:

- منحى العائد صاعدا نستخدم فجوة موجبة؛
- عندما يكون منحى العائد هابطا نستخدم فجوة سالبة ؛
- فعندما يكون منحى العائد مستقرا نستخدم فجوة صفرية، ويتعرض موقف الشركة لمخاطر أسعار الفائدة عند عدم إدراك المدير المالي لشكل منحى العائد بما لا يمكن العائد الحالي والمتوقع بما لا يمكن من وضع منهج معين لإدارة الأصول والخصوم وإستراتيجية محددة لإدارة مخاطر أسعار الفائدة؛

### الفرع الثالث: مخاطر أخرى

#### 1- مخاطر عدم القدرة على السداد:

تأتي من جانب الشركة المصدر للسندات فقد لا تتمكن هذه الشركة من دفع دورية متفق عليها أو عدم القدرة على رد القيمة الأصلية للسندات في نهاية فترة الاستحقاق.

#### 2- مخاطر إعادة الاستثمار:

وهي من جانب المستثمر نفسه فإذا كان يرغب في تعظيم العائد على استثماره فعليه إعادة استثمار ما يتحصل عليه من التدفقات الدورية النقدية في استثمارات تحققه له أعلى عائد إذا ما ارتفع سعر فائدة السوقي أما إذا قل في ذلك فأن تخسر مرتين.

#### 3- مخاطر التضخم:

فالتدفق الثابت الذي يحصل عليها المستثمر في السندات يكون أكثر عرضة لتأثير بمخاطر التضخم فتقل قوته الشرائية كلما زاد معدل التضخم.

#### 4- مخاطر الاستدعاء أو إعادة شراء السندات :

فقط تطلب الشركة المصدرة للسندات برد أو إعادة شراء السندات التي انقضت على إصدارها فترة زمنية معينة وشركة عادة لم تقوم بهذا الاستدعاء إلا إذا انخفض سعر الفائدة السوقي وحقق هذا الانخفاض لها ميزة نسبية.

#### 5- مخاطر السيولة:

وتأتي من جانب السوق الأوراق المالية ذاته فالسند قد يتميز بدرجة عالية من السيولة إذا أمكن بيعه بسرعة وبفروق بسيطة وبالتالي على المستثمر أن يدرك وقت الحاجة إلى النقود.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> حمزة محمود "الاستثمار في الأوراق المالية" مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص 231.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

وتتمثل هذه المخاطر في عدم قدرة البنك على سداد الالتزامات المالية عند استحقاقها، والبنك الذي لا يستطيع الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل تكون البداية لحدوث ظاهرة العجز الذي استمر يمكن أن يؤدي إلى إفلاسه، وقد تكون مخاطر السيولة كبيرة على البنك المتخصصة في نشاطات الأموال الإلكترونية إذا لم تستطع التأكد من كفاية الأرصدة لتغطية التسديد في أي وقت محدد، إضافة على ذلك قد يؤدي إلى مخاطر السمعة والتأثير على الربحية، هذا ويمكن قياس سيولة البنك من خلال وسائل متعددة.<sup>1</sup>

### المبحث الثالث: تداول السندات

تقوم المؤسسة في بادئ الأمر بطرح القرض السندي الذي أصدرته في السوق الأولية بالاكتتاب، بعد ذلك يتم تداول هذه السندات في السوق الثانوية بيعا وشراء، أما عملية إنهاء القرض السندي فتحدد حسب ما هو موضح في نشرة الاكتتاب.

### المطلب الأول: قيم التداول بالبورصة.

تتمتع البورصة بشخصية معنوية لها حق التفاوض وإدارة أموالها الخاصة ولهذا يشترط توافر عدد من الترتيبات لكي يتم الاتجار في الأوراق المالية، وعلى هذا الأساس يمكننا حصر الآليات العملية إلى تحكم كيفية التصرف وتنفيذ عمليات البيع والشراء عن طريق البورصة في:<sup>2</sup>

### الفرع الأول: كيفية التصرف في الأوراق المالية

يتم التصرف بالأسهم عن طريق بيعها في جميع البورصات، والتصرف في السندات يتم بإحدى الطرق الثلاثة الآتية:

**1- بنظام السحب السنوي:** حيث تقدم الشركة كل سنة السحب مجموعة من الأرقام تدفع قيمتها لأصحابها ويكون ذلك عن طريق الشركة نفسها أو تكليف أحد البنوك بذلك.

**2- البيع قبل انقضاء مدة السند:** ويتم ذلك عن طريق عرض السندات للبيع عن طريق هذه الأسواق .  
- الانتظار لنهاية المدة: في هذه الحالة تقدم السندات إلى الشركة رأسا أو لأحد البنوك المكلف بصرف قيمتها.

أما بالنسبة للسندات الحكومية في فيها فيكون التصرف فيها قبل نهاية المدة بالبيع عن طريق البورصة أو الانتظار لنهاية المدة وتقديمها لأحد البنوك لصرف قيمتها من البنك المركزي وفي حالة انخفاض الأسعار

<sup>1</sup> سعد توفيق عبيد " الاستثمار في الأوراق المالية " مكتبة عين الشمس القاهرة، 1998، ص326.

<sup>2</sup> ضياء محمد الموسوي " البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها " الجزائر، الطبعة الأولى، 1998، ص 07.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

بالبورصة ووجود فائض نقدي لدى الدولة، تقوم بالشراء بالسعر المنخفض، وبذلك تحقق ربح من هذه العملية.

### الفرع الثاني: كيفية تنفيذ عمليات البيع والشراء للأوراق المالية عن طريق البورصة

يتم تنفيذ البيع بطريقتين:

1- يقدم صاحب الأسهم إلى السمسار مباشرة طالبا بيع ما يمتلكه من أسهم أو سندات أو شراء ما يريده من أسهم وسندات؛

2- أن يكون عميلا للبنك ويكلفه عملية إجراء البيع والشراء نيابة عنه .

وبصفة عامة فإن التعامل عن طريق الوكيل أو السمسار البورصة له مزايا نذكر منها:

- تجنب ازدواج العمولة والسمسرة التي يحصلها الوسطاء بالبورصة، ففي هذه الحالة يدفع فقط لوكيل البورصة ويتجنب عمولة البنك الذي ينفذ أوامر زبائنه بالبيع أو الشراء؛

- يسمح هذا النظام بالاتصال المباشر بين المتعاملين في البورصة وذلك لمعرفة الجوانب الفنية للسوق المالية، هذا بالإضافة أنه يحقق لوكلاء التعامل في البورصة أن يمنح لزبائنه دفاتر شيكات، وهذا بالإضافة إلى سرعة إجراءات التسجيل فما على الزبون إلا أن يودع توقيعه وتحدد جنسيته، وتاريخ الميلاد ومحل الإقامة.

3- والعمليات المذكور تنجز عنها نفقات تختلف طبيعتها بحسب اختلاف طبيعة التعاملات وبصفة عامة تشمل هذه النفقات ما يلي: <sup>1</sup>

- العملات التي يحصل عليها وكلاء التعامل بالبورصة، حيث يحتكرون عمليات التعامل في البورصة ؛

- الضرائب أو الرسوم على التعاملات بمختلف الأسواق والتي تحصل لصالح الدولة (الضريبة على التعاملات المالية أي على الأرباح الرأسمالية، وعمليات البيع والشراء).

ونشير هنا إلى أنه إذا كانت الأوامر الصادرة من العميل، تم تنفيذها بواسطة البنك، فإنه يضاف إلى

ما سبق العمولات التي يحصل عليها البنك.

### المطلب الثاني: تقييم السندات

كما اشرفنا سابقا فان السندات تمثل قروض، وعندما يحل ميعاد استحقاقها ترد القيمة المستحقة

لحاملها ويطلق على المبلغ الذي يقضيه حامل السند اسم القيمة الاستهلاكية للسند، وعادة تكون القيمة الاستهلاكية مساوية للقيمة الاسمية، ولكن في بعض الحالات تكون اكبر أو اصغر منها وقد تصدر السندات بعلاوة إصدار أو بخصم إصدار أو تصدر بدون علاوة أو خصم ولكن تباع فيما بعد بعلاوة أو بخصم، وفي

<sup>1</sup> ضياء محمد الموسوي " البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها " مرجع سبق ذكره " ، ص7.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

مثل هذه الحالات وغيرها نجد أن حامل السند أكثر ما يدفع في سنده مبلغا يخالف القيمة الاستهلاكية التي سيقبضها عندما يحل تاريخ الاستحقاق،<sup>1</sup> فإذا كان قد حصل على السند بعلاوة فإنه يتحمل عند الاستهلاك خسائر رأس مالية تساوي الفرق بين السعر الذي تدفعه وبين القيمة التي يستردها، وتسمى هذه الخسارة "خسارة استهلاك" أما إذا كان قد حصل على السند بخصم فإنه يحقق ربحاً رأسمالياً هو الفرق بين السعر الشراء وسعر السداد ويطلق عليها ربح الاستهلاك.

وعلى هذا الأساس يجب يؤخذ في الاعتبار ربح خسارة الاستهلاك للوصول إلى عائد الاستثمار في السندات، ويطلق على معدل الدخل السنوي بعد تعديله لسعر التكلفة، الغلة الصافية، ويمكن تحديد هذا العائد عن طريق قسمة الدخل السنوي (سعر الفائدة + ربح الاستهلاك أو ناقصاً خسارة الاستهلاك) على متوسط القيمة لتاريخ السداد.

- لتقييم السند أخذ العديد من العوامل بعين الاعتبار والتي تفتح المجال لتحليل معمق
- لتقييم السند يجب تحديد قدرة المصدر على الوفاء بالتزامه، وذلك انطلاقاً من تحليل الوضعية المالية لمعرفة إذا كانت أرباح المصدر كافية لدفع الفوائد على الديون، وذلك من خلال الصيغة التالية:<sup>2</sup>

$$\text{نسبة تغطية الفائدة} = \frac{\text{الأرباح المتاحة}}{\text{مجموع الفوائد}}$$

- يجب كذلك البحث فيما إذا كان المصدر يملك هام من تمويل ذاتي، كافي لإنقاص أو دفع قروضه من خلال النسبة التالية:<sup>3</sup>

$$\frac{\text{هامش التمويل الذاتي}}{\text{مجموع الديون}}$$

- كذلك يجب معرفة ما إذا كانت المؤسسة تمتلك عناصر أصول كافية لضمان ديونها لا باستعمال النسبة التالية:

$$\frac{\text{مجموع الأصول الصافية}}{\text{مجموع الديون}}$$

- يتم حساب القيمة الحالية للعوائد المستقبلية المتأتية من السند حتى اليوم استحقاقه من خلال الصيغة التالية:

<sup>1</sup> محمد صالح جابر "الاستثمار بالأسهم والسندات" مرجع سبق ذكره، ص 118.

<sup>2</sup> COSOB, note sur la cotation des obligations, 1999,p3.

<sup>3</sup> COSOB, note sur la cotation des obligations, 1999,p4.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

$$\frac{س}{(ف+1)^1} = \frac{1ع}{(ف+1)^2} + \frac{2ع}{(ف+1)^3} + \dots + \frac{ع ن}{(ف+1)^n}$$

س : القيمة الحالية للعوائد المستقبلية المتأتية من السند حتى تاريخ استحقاقه .  
1ع، 2ع : قيمة العوائد المتأتية من السند الأولى والثانية على الترتيب .  
ف : قيمة السند + عائد سنة الاستحقاق .

### المطلب الثالث: الاستثمار المالي وخصائصه

#### الفرع الأول: تعريف الاستثمار المالي

ارتبط الاستثمار المالي تاريخياً بإنشاء شركات المساهمة العامة وتكورها وتوسع نشاطها ونمو عددها وتعد أوروبا منذ سبعة قرون مضت نقطة الانطلاق لهذا النوع من الاستثمار، نظراً لما شهدته أوروبا من تطور اقتصادي وصناعي وتجاري.

**يعرف الاستثمار المالي** : بأنه حصيلة امتلاك المستثمر (طبيعي أو معنوي) أدوات ملكية (الأسهم بأنواعها) أو أدوات مديونية (سندات بأنواعها) للتحقيق عائد في ظل مخاطر محسوبة.  
أن الأدوات المالية الأسهم تمثل أصلاً ليس له قيمة مجد ذاتها إذ قيمتها الاقتصادية تكمن بالجهة المصدرة لهذه الأدوات.

**يعرف بأنه** " : الاستثمار المتعلق بالأسهم والسندات وأذونات الخزانة والأدوات التجارية والقبولات المصرفية والذرائع القابلة للتداول والخيارات "...

كما يعرف أيضاً على انه: " شراء حصة من رأس المال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطى مالكةها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية "

وعليه فالاستثمار المالي يتضمن توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار.

#### الفرع الثاني: خصائص الاستثمار المالي.

للاستثمار المالي مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> زيان رمضان "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي" مرجع سبق ذكره، ص 124.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

- للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر للأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية والسوق الثانوية، يوجد لها أحيانا سوق ثلاثة ورابعة. وبجانب الأسواق المحلية توجد للأوراق المالية أسواق الدولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها ؛
- تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا إضافة إلى الأوراق المالية التي لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال بالنسبة للأصول الحقيقية؛
- تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهل شركة معينة أو سنداتها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة ؛
- لا تحتاج الاستثمار في الأوراق المالية على خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أيا كانت إمكانيته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة، وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسماسرة من هم على استعداد لتقلص المشورة .

### المطلب الرابع: دوافع الاستثمار المالي وأهدافه:

#### الفرع الأول: دوافع الاستثمار المالي

- هناك مجموعة من العوامل تزايد من الدافع لاستثمار الفائضة ومن هذه العوامل ما يلي:<sup>1</sup>
- توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات، إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حس استثماري يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والناجحة عن التضخم، كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل ويحثهم على قبول قدر معقول من المخاطرة، سعيا وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو استثماراتهم؛
  - توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار، وذلك لتوفير حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها، ولعل من أبرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظيم المعاملات الاستثمارية، إضافة إلى ذلك فإن جو الاستقرار

<sup>2</sup> فهد عبد الله الحويتماني " المال والاستثمار " دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 152.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

الاقتصادي والاجتماعي والسياسي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعا، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة يخلق لديهم دوافع الاستثمار مسبوقية بدوافع الادخار ؛  
- تعدد الأدوات الاستثمارية، والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة، وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن أهم شروطها العمق، الاتساع، الديناميكية وسرعة الاستجابة للأحداث بالإضافة إلى شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام .

### الفرع الثاني: أهداف الاستثمار المالي

يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك أنه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتمثل في ما يلي:<sup>1</sup>

#### 1- تأمين المستقبل:

عادة ما يقوم مثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معينة، وهم على أبواب التقاعد حيث ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطر ؛

#### 2- تحقيق أكبر دخل جاري:

يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى؛

#### 3- تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول:

يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس مال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، ومضافا إليها العائد الحاصل؛

#### 4- حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم:

إن الهدف المستثمر يتمثل تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة؛

<sup>1</sup> زياد رمضان "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي" مرجع سبق ذكره، ص 302.

### 5- حماية الدخل من الضرائب:

يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثمار هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها ، حيث إذا قام بتوظيفها فيغير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية؛

### 6- تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة:

يميل إلى تحقيق مثل هذا الهدف المضاربون ، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، إما بتحقيق توقيعاتهم أو تخطئتها.

### المطلب الخامس: تأثير القرض السندي على نمو وامن المؤسسة

إضافة إلى النقاط التي اشرنا إليها سابقا والمتعلقة بتأثير تكلفة القرض السندي على المؤسسة، وكذا تأثيره على عائد الأسهم فيها و الذي يترك اثرا على هيكل رأس مالها من خلال علاقته بمردودية الأموال الخاصة في المؤسسة، فان القرض السندي ومن خلال عدة عوامل يساهم في تحديد مستوى أمنها و نموها.

### الفرع الأول: القرض السندي ونمو المؤسسة

يؤثر القرض السندي ولو بشكل غير مباشر على نمو المؤسسة، باعتبار ان معدل هذا الأخير يقاس من خلال حاصل ضرب كل من مردودية الأموال الخاصة و نسبة الأرباح المحتجزة.

### الفرع الثاني: القرض السندي وأمن المؤسسة .

يمثل القرض السندي عقدا قانونيا بالنسبة للمؤسسة يجبرها على تسديد مبالغ نقدية ثابتة في تواريخ محددة مسبقا و هذا مهما كانت الوضعية المالية للمؤسسة ، و بالتالي فان كان له دور فعال في زيادة ربحية السهم و تسريع وتيرة نموها، فانه وفي المقابل يرفع معدل الخطر المالي الذي يمكن ان تواجهه المؤسسة إضافة الى ذلك فهو يعمل على تخفيض مرونتها.

بالتالي فان ارتفاع النفقات المالية بسبب عملية القرض السندي سيسهم في إنقاص تدفق السيولة داخل المؤسسة، الأمر الذي يسبب تراجعاً في مستويات الإنفاق الأخرى بما في ذلك تلك التي تندرج ضمن برامج المؤسسة التنموية، والتي كانت ستوجه لمكافأة رأس المال الاجتماعي في شكل قسائم موزعة، والأخطر من ذلك هو احتمال عجز المؤسسة عن تسديد هذه المصاريف المالية في تواريخ استحقاقها، مما قد يؤدي بها إلى حالة التوقف عن الدفع و بالتالي إشهار إفلاسها.

إضافة إلى ذلك فان القرض السندي يؤثر بشكل مباشر على مرونة المؤسسة، من خلال تقليص قدرتها على توفير المبالغ المالية الضرورية لمواجهة النفقات الغير متوقعة أو اغتنام فرص الربح المتاحة، وهذا بعد أن استنفذت كل طاقتها الافتراضية من خلال عملية إصدار القرض السندي، كما يضاف إلى ذلك انخفاض مرونة المؤسسة في تجاوز الاعتماد على مصادر التمويل بالحجم و الكيف في احتياجاتها المالية.

## الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل

### خلاصة:

السندات هي أوراق مالية ذات قيمة معينة، واحد أوعية الاستثمار، والسند عادة ورقة تعلن عن أن مالك السند دائن إلى الجهة المصدرة للسند، سواء حكومة أو شركة، أو مشروع وعادة تطرح هذه السندات للبيع في سوق المال لتحصيل مبلغ مطلوب لمشروع خاص، ولهدف محدد فقد تحتج إحدى الشركات لشراء باخرة أو تحتاج بلدية إحدى المدن إلى تمديدات كهربائية أو مائية جديدة، أو أن حكومة ما تحتاج إلى بناء مدارس أو جامعة، ولكن الاعتمادات المالية غير متوفرة، ولا يمكن تحقيقها بسهولة لكبر الاحتياج. وفي الوقت نفسه، فإن صاحب الحاجة لا يرغب في أن يكون هناك شريك له فيما يعمل سواء لعدم إمكانية المشاركة، كالأعمال الحكومية والبلدية أو المدارس، أو أن الشركات لا ترغب في التوسع في خلق شركات جديدة مع الشركاء الأولين، لذا فإن الحل هو أن تطلب سلفه لتغطية المبلغ الذي تحتاجه ويمكن تحصيل هذا المبلغ عن طريق قرض من بنك واحد أو مجموعة بنوك، ويمكن أيضا أن تطرح سندات بمبالغ صغيرة نسبيا ليكون شراؤها في مقدار الناس العاديين، وتكون هذه السندات بمثابة ورقة دين على هذه البلدية أو الحكومة أو الشركة، وتباع هذه السندات على الناس كوسيلة للاستثمار المضمون، فيقدموا ما لديهم من أموال متوفرة بضمانات معينة من قبل الجهة المستفيدة من القرض.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

### تمهيد:

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

ومن بين أهم أدوات هذا السوق المالي القرض السندي الذي يعد البديل التمويلي اقل تكلفة من بين باقي مصادر التمويل طويلة الأجل، إضافة إلى كون الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" تصدر معاملين بالقرض السندي في السوق المالي الجزائري، حيث قمنا بتقسيم الفصل إلى:

- المبحث الأول: البطاقة التعريفية للبنك الوطني الجزائري؛
- المبحث الثاني: دراسة السندات المصدرة من قبل سونلغاز.

المبحث الأول: البطاقة التعريفية للبنك الوطني الجزائري.

المطلب الأول: نشأة البنك الوطني الجزائري:

أنشئ البنك الوطني (ban) بمرسوم رئاسي يحمل رقم 178.66 المؤرخ في 13 جوان 1966 لكي يسد الفراغ المالي الذي أحدثته البنوك الأجنبية ويكون وسيلة لتخطيط المالي وركيزة للقطاع الاشتراكي والزراعي وهو يمثل نقطة تحول مهمة للاقتصاد الوطني من طرف السلطات في إطار إنشاء منظمة بنكية وطنية وتجسيد الإرادة السياسية واضحة في استرداد البلاد لسيادتها الاقتصادية، وهذا ما عبر عنه عبد الحميد تمار بالمصطلح الاقتصادي "ضرورة التحكم في المستقبل" وبالمصطلح السياسي بـ "ضرورة تنظيم ديمقراطية الشعب"، وهو أول بنك تجاري حكومي للجزائر المستقبلية.

واسترجع البنك الجزائري نشاط مجموعة من البنوك الأجنبية والتي نعددها فيما يلي:

- القرض العقاري للجزائر وتونس في شهر جويلية 1966؛

- القرض الصناعي والتجاري في شهر جويلية 1967؛

- بنك باريس الوطني في شهر جانفي 1968؛

- بنك باريس وهولندا في شهر مارس 1968.

ويقوم هذا البنك أساسا بتعبئة المدخرات الوطنية ومنح القروض للقطاعات الاقتصادية العمومية صناعية كانت أو زراعية، بالإضافة إلى العمليات المصرفية التقليدية التي تقوم بها البنوك التجارية.

ومن مهام ونشاطات البنك الوطني الجزائري :

1- استقبال الودائع المتعلقة برؤوس الأموال من طرف الأشخاص، كما أن البنك يسمح بالتسديد إما نقدا أو لأجل أي عند حلول أجل الاستحقاق، كذلك يصدر وصولات الاستحقاق وسندات (وتتم عمليات الاقتراض من أجل تغطية الحاجيات التي يتطلبها نشاط معين)؛

2- استقبال عمليات الدفع التي تقدم نقدا أو عن طريق الشيك والمتعلقة بعملية التوطين وتحصيل ورسالة القرض وجميع عمليات البنك؛

3- يمنح قروض بجميع أشكالها سواء كانت قروض أو تسبيقات بدون ضمانات وذلك من أجل تحقيق نشاطات معينة ؛

4- يضمن جميع العمليات المتعلقة بالقروض وذلك لحساب مؤسسات مالية أو لحساب الدولة؛

5- توزيع رؤوس أموال الأفراد ومراقبة استعمالها؛

6- اكتتاب جزئي أو كلي سواء بضمان أو بدونه تتاح عن تحقيق نهاية جيدة لعملية التنازل عن جميع الديون التي دفعها مباشرة من طرف المدين؛

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

7- يقوم البنك بجميع العمليات المتعلقة بالاكنتاب، الخصم، شراء الأوراق التجارية، الموصولات، الدفعات، المبالغ المصدرة من طرف الخزينة العامة أو شركاء العموميين والالتزام عند حلول موعد الاستحقاق الذي يحول إلى أمر ناتج عن العمليات الصناعية، الزراعية، التجارية، أو المالية؛

8- يقوم بدور المراسل مع البنوك الأخرى؛

9- التمويل بشتى الطرق عمليات التجارة الخارجية، استقبال وديعة مبالغة السندات لاستقبال أموال ناتجة عن عمليات الدفع والخاصة بالسفتجة، سند الأمر، الشيك، فواتير أو وثائق تجارية أخرى.

**المطلب الثاني: التعريف بوكالة وادي ارهيو**

**1- الاسم الكامل والمختصر للوكالة:**

البنك الوطني الجزائري بعدد الوكالات وعدد المديريات الجهوية للاستغلال، ومختلف المديريات المركزية.

**2- رأس المال الوكالة وطابعها (تجارية، خدماتية):**

رأس مال البنك هو واحد أربعون مليار وستة مائة دينار جزائري، من الناحية القانونية يعتبر شركة مساهمة بخصص كاملها ملك للدولة.

من ناحية النشاط البنك يعتبر مؤسسة أو شركة تقدم الخدمات البنكية والمالية المختلفة أهمها تمويل الاقتصاد في شكل قروض وتسهيلات مالية استثمارية واستغلالية واستهلاكية للمؤسسات الاقتصادية ولفائدة العائلات والأفراد لأجل خلق أو توسعه نشاطها وتنوعيه بهدف التخفيض من درجة الخطر .

كما يقدم البنك خدمات الشباك في شكل فتح الحسابات الجارية وحسابات الادخار وعمليات التجارة الخارجية وتعيين العملة بالنسبة للسفر للخارج والمساهمة كوسيط في عمليا الاكنتاب الخاصة باكنتاب الأسهم والسندات لصالح شركات المساهمة. وأهم ما يقوم به هو جمع وتحصيل الودائع و المدخرات مع السعي والاجتهاد في تقديمها على شكل قروض وتسهيلات مالية.

**3- الإطار القانوني للوكالة (دفتر الشروط):**

البنك هو شركة مساهمة رأس ماله للدولة ونشاطه خدماتي تجاري.

**4- آليات الاتصال بالوكالة (العنوان العادي - العنوان الإلكتروني - أرقام الهاتف - أرقام الفاكس):**

عنوان الوكالة البنكية التجارية لوادي ارهيو رقم 00276 هو طريق تواتي أحمد بلدية وادي ارهيو 48300 ولاية غليزان الجزائر .

العنوان الإلكتروني من النسخ المقدمة

أرقام الهاتف لوكالة وادي رهيو رقم السكرتارية هو 046976409

رقم الفكس لوكالة وادي رهيو هو 046976690

### المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للبنك

#### 1- عدد العمال والموظفين الإجمالي:

عدد العمال: المدير + نائب المدير + ريس مصلحة الصندوق + 11 عامل لشباك العملة المحلية الدينار + 1 عامل لشباك العملة الصعبة اليورو + الصراف أو المكلف بالصندوق للسحب والإيداع + 3 ثلاث مكلفين بالدراسات والملفات والقروض + 1 عامل رئيسي مكلف بفتح الحسابات المختلفة + 1 رئيس فصيلة أو مجموعة مكلف بالمحفظة وإيداع الشيكات والأوراق المالية + 1 عون أمن نهارى + 3 أعوان أمن ليليين + 2 عاملين للنظافة.

#### 2. عدد العمال والموظفين حسب التقسيمات الآتية :

أ- جنس العمال والموظفين ( ذكور - إناث) العمال كلهم رجال.

ب- الشهادات العملية الكفاءات المهنية .

- المدير: شهادة جامعية ليسانس.

-النائب شهادة تكوين من المعهد.

-المكلفين بالدراسات والقروض شهادة جامعية ليسانس.

ج. نوعية التوظيف (عامل دائم - عامل مؤقت):

العمال أو الموظفين كلهم دائمين

ماعدا الأمن والحراسة مع عاملات النظافة فهم تابعين لشركة خاصة يدفع البنك أجورهم حسب اتفاقية البنك والشركة الوصية والمختصة.

د- المناصب والمسؤولية والمهام .

- المخططات العامة والجزئية للهيكل التنظيمي.

- وظائف كل قسم من الأقسام الموجودة في المؤسسة حسب الهيكل التنظيمي.

#### 3 الاتصال الداخلي بالمؤسسة :

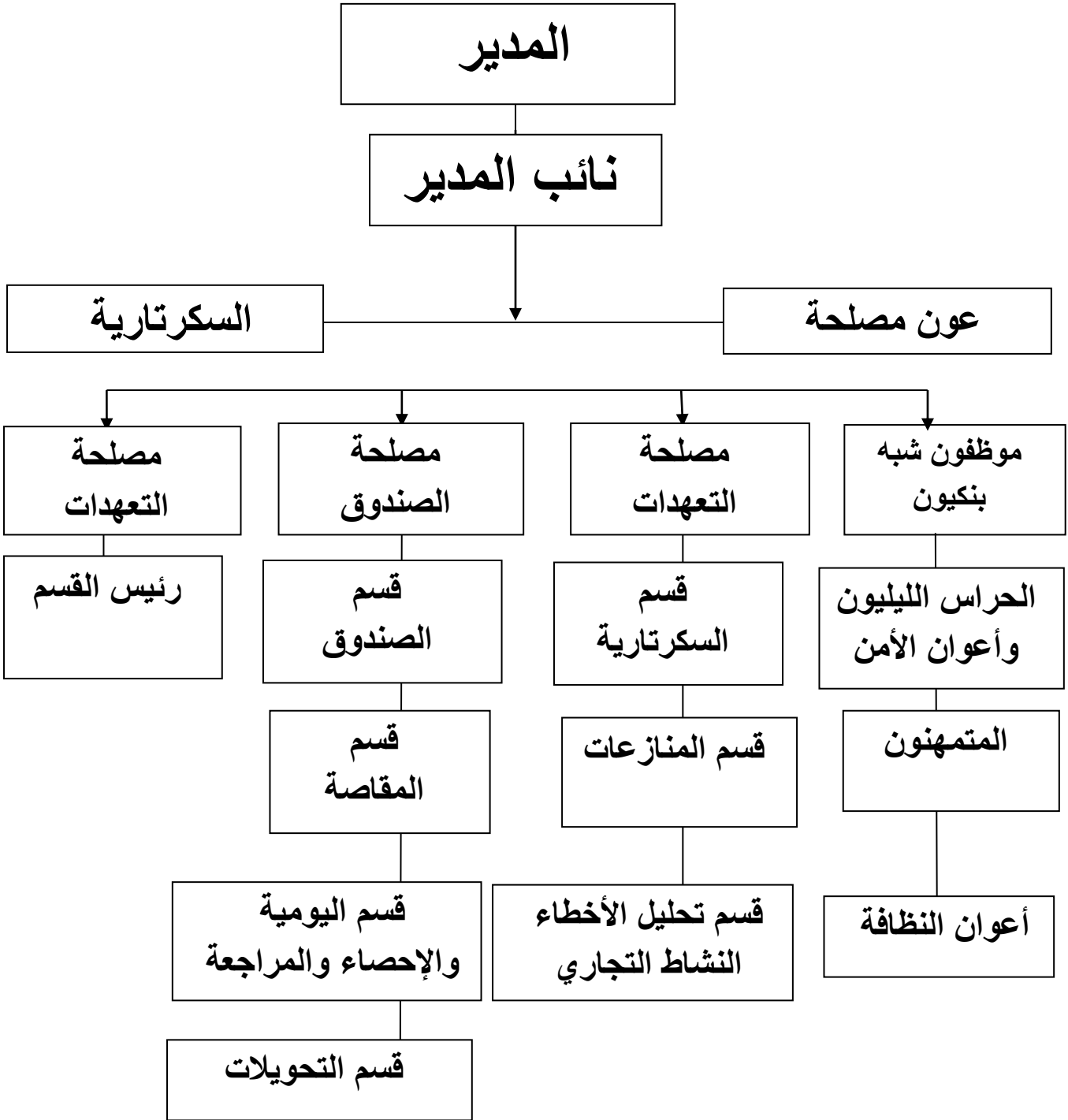
- عقد الاجتماعات والاتصالات بين العمال ومسؤوليهم غير متوفرة.

- أنواع الاتصال السائدة داخل المؤسسة (أفقي، عمودي) أفقي من الإدارة أي من المدير إلى كل العاملين حسب موقعه .

- وسائل الاتصال المستخدمة للتواصل بين العمال هي التواصل المباشر والمقابل بين المدير ونائب المدير مع كل المستخدمين والعمال.

- الاتصال بين الموظفين والإدارة أثناء الأزمة (التمثيل النقابي) عن طريق الحوار والمناقشة مع الممثل النقابي والإدارة والمديرية.

الشكل رقم 03-01: الهيكل التنظيمي لوكالة وادي رهيو



المصدر: وثائق خاصة بالبنك الوطني الجزائري

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

يتكون الهيكل التنظيمي للوكالة كباقي وكالات الوطن مما يلي :

### 1- مصلحة الإدارة: تتكون من:

**المدير:** وهو مسؤول الأول على الوكالة ولم مهام تتمثل في:

- السهر على تطبيق القرارات التنظيمية والقانونية على مستوى الوكالة؛
- متابعة وضبط تكاليف التسيير والمحافظة على ممتلكات البنك؛
- استقبال طلبات القرض ومناقشتها ثم اتخاذ القرار بالقبول أو الرفض؛
- المحافظة على سمعة المؤسسة وتطويرها .

- **نائب المدير:** وهو الذي ينوب عن المدير في حالة غيابه وهو مكلف بقسم الشؤون الإدارية كما يقوم بمتابعة الموظفين والعمل على التسيير والتنسيق ما بين المصالح.

**2. مصلحة الأمانة الإدارية:** تقوم باستقبال والرد على جميع المراسلات إضافة على حفظ وتجميع الوثائق بمختلف أنواعها منها دفع الرواتب وفتح الحسابات.

**3. مصلحة التجارة الخارجية:** تقوم بكل العمليات الخاصة بالتجارة الخارجية من صرف العملات وغيرها من الوثائق الخاصة بالتجارة الخارجية.

### 1.3. الوثائق المالية منها :

- **الفاتورة الابتدائية "la facture profomat" :** هذه الفاتورة لها علاقة بين المشتري والبائع وعند القيام بعملية التجزئة تتطلب الوثائق التالية:

- الاسم وعنوان البائع؛

- تاريخ وعنوان تلك المادة؛

- الثروة المالية؛

- نوعية المادة؛

- الاسم وعنوان المشتري؛

- تاريخ تسديد السلعة ونوعية التسديد.

- **الفاتورة التجارية (الرسمية):**

وهي الوثائق لها علاقة بالعملية التجارية يتم التعامل بها في اليوم الذي يتم إرسال للمستورد وصل الطلب، ويتطلب إجباريا هذه الوثائق الآتية:

- الاسم وعنوان كل من البائع الأجنبي والمستورد؛

- فضلات وزن تلك السلعة؛

- مبلغ تلك الفاتورة وكذلك نوعية التسديد؛

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

- نوعية السلعة .

فالفاتورة التجارية تتضمن كل المعلومات الخاصة بالوثيقة الابتدائية إضافة إلى معلومات الفاتورة الرسمية التوقيع في الفاتورة التجارية ليس إجباريا إلا إذا تطلب ذلك في العملية الخاصة بالقرض بالوثائق.

- الفاتورة القنصلية: الفاتورة المستعملة هب الفاتورة التجارية الخاصة بالبائع والتي تتم تحت مراقبة القنصلية.

### 2.3- وثائق النقل :

- النقل البحري: الموقع الجغرافي الذي تتميز بالجزائر يجعلها تتعامل اقتصاديا مع الدول الأوروبية فالتجارة الخارجية تتعامل بها عادة عن طريق النقل البحري يتم بواسطة إيداع بالنسبة لمدة النقل ووقت انطلاق الباخرة.

- النقل الجوي **la lettre de transport**: فان نقل السلعة يتم عن طريق الطائرة.

- النقل البري: ويتم بين حدود الدول فهذه العملية تكون عن طريق السيارات.

### 4. مصلحة الصندوق :

وتقوم بخمسة عمليات وهي:

- عمليات الدفع :

من إيداعات نقدية أو إيداعات صكوك والأوراق التجارية.

- عمليات السحب :

من حسابات الزبون لصالحه أو لصالح شخص آخر أو من قبل البنك كعمولات .

- عمليات التحويل:

أي نقل مبالغ من حساب لحساب في نفس البنك أو إلى حساب بنك آخر.

- عمليات المقاصة والمحافظة: عملية المقاصة مع البنوك تجري في قسم المقاصة المحلية وكذا تحصيل

التسبيقات ولأوراق التجارية والمالية لحساب الزبون ونعني المقاصة تداول أوراق الدين المتقابلة بقصد إطفائها ويجري بغرفة المقاصة بينك الجزائر يوميا.

- إعداد اليومية والإحصائيات والمراجعة :

يقوم بها القسم اليومية والمراجعة والإحصائية من متابعة للعمليات المحاسبية للوكالة وإعداد الإحصائيات اليومية والأسبوعية والشهري.

### 5- مصلحة التعهدات:

هي المصلحة المكلفة بالقروض وتتكون من الأقسام التالية:

- قسم الشؤون القانونية والمنازعات: تقوم بإشعار أصحابها بالقروض، إضافة إلى المتابعة القضائية وتسوية حسابات الأموات والمفقودين، كما تقوم بفتح حسابات جدد لزبائن وتحميد حسابات أخرى.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

- تسيير الدراسات وتحليل والأخطار والنشاط للتجاري: يقوم هذا القسم بدراسة أخطار القروض بشتى أنواع، إضافة إلى السهر على تنمية الوكالة والمساهمة في جلب الزبائن الجدد وبالتالي المساهمة في مواجهة المنافسة .

### المبحث الثاني: دراسة السندات المصدرة من قبل سونلغاز

تعتبر مؤسسة سونلغاز من أهم مصادر السندات في الجزائر حيث تكرر لجوئها إلى هذا السوق في السنوات الماضية.

### المطلب الأول: شروط و إجراءات دخول المؤسسة للبورصة

#### الفرع الأول: شروط قبول المؤسسة في البورصة

تفرض بورصة الجزائر كغيرها من بورصات العالم شروطا أو قيودا على المؤسسات الراغبة في طرح سنداتھا للتداول، هذه الشروط من شأنھا تحقيق الأهداف التي وجدت من اجلھا البورصة في الجزائر، و إذا ما قرر مسير المؤسسة الدخول في البورصة فنھم سيواجهون القيود التالية:<sup>1</sup>

#### 1- قيود تتعلق بالقيم المنقولة موضوع القبول :

- يجب أن يتم الإصدار من طرف شركة ذات أسهم (spa)؛
- يجب أن يتم توزيع السندات المعروضة على الجمهور بما لا يقل عن 300 مساهم؛
- إن أوراق الاقتراض موضوع طلب القبول يجب ان تكون موزعة على مئة مكتب على الأكثر يوم إدخالھا في مفاوضات البورصة ؛
- إن أوراق القرض الصادرة عن الدولة لا تخضع لشرط "حد أدنى " سواء تعلق الأمر بقيمة الإصدار أو بعدد المكتتبين .

#### 2- قيود تتعلق بالشكّة الطالبة لقبولھا:

- يجب أن يكون رأس مالھا أكثر من مئة مليون دينار جزائري؛
- يجب أن تقدم طلبھا للقبول عامين بعد نشأتھا؛
- يجب أن تقوم بنشر أوضاعھا المالية لسنتين سابقتين والسنة الجارية التي قدمت فيها طلب القبول؛
- يجب أن تكون قد حققت ربحا خلال نشاط السنة السابقة للطلب؛
- يجب أن تقوم بنشر عدد من الأوراق المالية يمثل 20% على الأقل من رأسمالھا الإجمالي؛
- يجب أن تقدم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف cosob؛

<sup>1</sup> سعاد شراير "الاستثمار في بورصة الاوراق المالية" مذكرة ماستر تخصص مالية، دراسة حالة بورصة الجزائر، 2010، ص78.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

- يجب أن تقدم تقرير ا يحتوي على تقييم لأصولها معد من طرف احد أعضاء هيئة الخبراء المحاسبين المعتمدين بالإضافة إلى محافظ الحسابات؛

- يجب أن تثبت وجود هيئة للمراجعة الداخلية، هذه الهيئة ستكون موضوع تقرير محافظ الحسابات في تقريره حول المراقبة الداخلية في الشركة.

والجدير بالذكر أن لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة هي وحدها مؤهلة للفصل في تأهيل قبول قيم المؤسسة في مفاوضات البورصة أو عدمه، هذا و على المؤسسة أن تضع ملف يحتوي على أربعة أجنحة:

**الجناح الأول :** يضم وثائق عامة حول المؤسسة؛

**الجناح الثاني :** يضم وثائق متعلقة برأس المال ( تطوير رأس المال ، القيمة الاسمية للسندات ... )؛

**الجناح الثالث :** يضم وثائق اقتصادية ومالية؛

**الجناح الرابع :** يضم وثائق قانونية (السجل التجاري... )؛

**الفرع الثاني :المؤسسات التي تم قبولها ببورصة الجزائر**

منذ انطلاقة الفعلية لبورصة الجزائر سنة 1996 تم قبول ستة مؤسسات وفقا للشروط التي وضعتها البورصة وهي على التوالي:

-شركة سوناطراك (قرض سندي)؛

- الرياض سطيف؛

- فندق الاوراسي؛

-شركة الخطوط الجوية الجزائرية (قرض سندي)؛

-شركة سونلغاز (قرض سندي).<sup>1</sup>

**المطلب الثاني: الاقتراض المستندي الخاص بسونلغاز:**

أصبحت شركة سونلغاز مصدرا منتظما في السوق السندات وهي تقوم بالفعل بانجاز العملية الرابعة للإصدار(عملية واحدة في سنة 2004 وعملتين في سنة 2005) ومن خلال اللجوء إلى اختيار هذه الطريقة في التمويل على المدى الطويل (حاليا) وهي الشركة الوحيدة التي لديها السندات ذات أجال استحقاقها مدتها 9سوات وإحدى عشر سنة فإن سونلغاز تكرر مبدأ تنوع مصادرها في مجال التحويل قصد تلبية حاجات برنامجها الاستثماري الواسع في ميدان الإنتاج الكهرباء، وتوزيعها، وفيما يلي عرض لهذه الإصدارات وأشتمل الاقتراض السندي الذي أنجز في مايو 2006 على مبلغ 11065 مليار دينار ويتضمن هذا الاقتراض الموجه إلى البنوك والمستثمرين المؤسسين دون سواهم حصتين اثنتين:

<sup>1</sup> سعاد شرير "الاستثمار في بورصة الاوراق المالية" مرجع سبق ذكره، ص 80.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

- حصة أولى مبلغها 6 ملايين دينار مع قيمة 4.65% وفترة إنضاج مدتها مدتها 9 سنوات .

- حصة ثانية مبلغها 5 ملايين دينار مع قيمة 5.56% وفترة إنضاج مدته 11 سنة .

الجدول 03-01 : القروض السندية المصدرة خلال سنة 2005 الخاصة بمؤسسة سونلغاز .

اسم المصدر	المبلغ	المدة	تاريخ استحقاق	القيمة	السع المتوسط	رقم التأشيرة
سونلغاز مؤسسية	10 ملايين دج	7 سنوات		3.5%	102.43	01.05 في
الشرط الأول	1.8 مليار دج	9 سنوات		4.00%	99.16	15%03%2005
الشرط الثاني	3.3 مليار دج	11 سنة		4.20%	96.56	
الشرط الثالث	3.9 مليار دج					
سونلغاز الجمهور الواسع	15.9 مليار دج	6 سنوات	22%05%2011	3.5%	100	25.02 في
				3.75%		227%04%2005
				4.00%		
				4.24%		
				5.00%		
				7.00%		

المصدر: وثائق خاصة بالبنك الوطني الجزائري

### سندات سونلغاز

- تاريخ أول تسعيرة 2006/05/29.

- السعر المرجعي للتسعيرة الأول 101.10% من القيمة الاسمية.

- حجم الكلية 500 حصة منتظمة أي 5000000 دج.

- قيمة الحصة الواحدة 10000 دج.

- الكمية الدنيا للتداول: حصة وواحدة وانعدام التسعيرة 0.10%

الحجم المتداول : عرف سونلغاز في سنة 2006 حجم تداول قدره 9.899 سند أي نسبة 79.51% من

الحجم الإجمالي المتداول في القسم الخاص بالسندات وذلك فيما يخص 27 جلسة مثمرة .

المبلغ المتداول: بلغت القيمة الإجمالية المتبادلة فيما يخص السند سونلغاز 99.956460 دج من مجموع

78 صفحة.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

الجدول 03-02: القروض السنوية المصدرة خلال سنة 2006

اسم المصدر	المبلغ	المدة	تاريخ الاستحقاق	القيمة	السعر المتوسط	رقم التأثيرة
سونلغاز مؤسسية	11.65 مليار دج					0601 في 2006/04/26
الشرط الأول	6 مليار دج	9 سنوات	2015/15/16	4.65%	100 دج	
الشرط الثاني	5.65 مليار دج	11 سنة	2017/05/16	4.85%	100 دج	

المصدر : وثائق خاصة بالبنك الوطني الجزائري.

**الحجم المتداول:** عرف القرض أسندي لشركة سونلغاز "الجمهورية العريضة" في السنة المالية 2007 حجم تداول قدره 20.250 سند أي ما يمثل بنسبة 21.39% من الحجم الإجمالي المتداول وذلك فيما يخص 50 جلسة مثمرة .

**المبلغ المتداول:** بلغت القيمة الإجمالية للسند سونلغاز 202034720 دج أي ما يمثل نسبة ارتفاع قدرها 49.47% مقارنة بالسنة السابقة .

أعلى سعر لسندات الدين المسعرة في البورصة هي 10040 دج

أدنى سعر لسندات الدين المسعرة في البورصة هي 1000 دج.

أوامر الشراء المعروضة 134 ومنها 57 منفذة.

أوامر البيع المعروضة 474 ومنها 89 منفذة.

بلغت الأوامر المقدمة في سنة 2008، فيما يخص سند سونلغاز، أجل الاستحقاق 14 رقم 66.87 سند تتوزع حسب اتجاه العملية كما يأتي :

الجدول 03-03: الأوامر المقدمة لسند سونلغاز سنة 2008.

السند	حجم الشراء	حجم البيع	النزعة
سونلغاز 14	23.375	33.912	بائع

المصدر: وثائق خاصة بالبنك الوطني الجزائري

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

### الحجم المتداول:

بلغ حجم السندات المتداولة في السنة المالية 2008، عدد 25.546 سند، أي ما يمثل نسبة 19.35% من الحجم الإجمالي المتداول.

### القيمة المتداولة :

بلغت القيمة الإجمالية المتداولة لسند سونلغاز أجل الاستحقاق 14 في السنة المالية. 123.738.450، 2008 دج، أي ما يمثل نسبة 10.76% من المبلغ الإجمالي المتداول.

### تطور الأسعار :

جرى تداول سند سونلغاز أجل الاستحقاق 14، سبع مرات من ضمن الحصص المثمرة وعددها تسع حصص، بالحصصة الأحادية (100%) وبلغ أعلى سعر 10020 وأدنى سعر 1000.

### الجلسات المثمرة:

تسع جلسات مثمرة من ضمن 43 جلسة تسعير، أي ما يمثل، SZ حقق سند سونلغاز 14% وتيرة تسعير نسبتها.

### المطلب الثالث: القرض السندي لسونلغاز :

من المعروف أم مجموعة سونلغاز، أصبحت مصدرا منتظما في سوق السندات، ولقد قام هذا المصدر فعلا إلى الوقت الحاضر برفع مبلغ 87.55 مليار دج، منها قرضا (02) ينتميان إلى الجمهور العريض بمبلغ 45.9 مليار دج مسعرة في البورصة، وتعتبر هذه المعايينة عن سياسة التمويل الرامية إلى تلبية الحاجات لبرنامج واسع من الاستثمارات في إنتاج الكهرباء ونقلها.

وتتعلق تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها قرضا سنديا واحدا يتكون من حصتين (02).

وتتضمن الحصصة الأولى 10 ملايين دج لمدة تسع (09) سنوات مع قسيمة نسبتها 3.75%. أما الحصصة الثانية فتتضمن 10 ملايين دج، ويمكن أن ترتفع إلى 15 مليار دج لمدة إحدى عشرة (11) سنة مع قسيمة نسبتها 4% ويجدر التذكير بأن القرض المعنى لم يتم رفعه طوال سنة 2009، ويتوفر لدى الشركة أجل 12 شهرا ابتداء من تاريخ منح التأشيرة للقيام بعملية إصدار القرض.

### الجدول 03-04: نشاط سونلغاز حسب السند في سنة 2009:

عدد المعاملات	عدد الأوامر	القيمة المتبادلة	الحجم المتبادل	حجم الأوامر	2009
48	332	87.107.200.00	7.810	111.122	سونلغاز 2011
112	330	212.770.000.00	42.554	118.959	سونلغاز 2014

المصدر: وثائق خاصة بالبنك الوطني الجزائري.

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

وهو أول قرض سندي لمجموعة سونلغاز الذي حل أجل استحقاقه بالنسبة إلى 11 قرضا في رصيد المصدر، بمبلغ 8 ملايين دج، مع مدة إنضاج قدرها 5 سنوات وحل أجل استحقاقه في 2009/09/27

**العمليات المنجزة:**

سندات سونلغاز، أجل الاستحقاق 2014.

### 2-1- الأوامر المقدمة في قسم الاستحقاق:

بلغت الأوامر المقدمة، في سنة 2009، ما مقداره 118.959 سندا تتوزع حسب اتجاه العملية كما يأتي:

السند حجم الشراء البيع النزعة.

58.11360.826 شاري SZ سونلغاز 11.

### 2-2- الحجم المتداول:

بلغ الحجم الإجمالي للسندات المتداولة في السنة المالية 2009، ما مقداره 42.554 سند.

### 2-3- القيمة المتداولة:

بلغت القيمة الإجمالية للسندات المتداولة في السنة المالية 2009، ما مقداره 212.770.000 دج، أي بارتفاع من حيث القيمة بلغ 85.031.550 دج .

### 2-4- تطور الأسعار:

شهدت أسعار سند سونلغاز 14 خلال السنة المالية 2009 استقرار في الأسعار (فقد تم تسعير السند 52 مرة بنسبة 100% على مدى 54 جلسة مثمرة).

### 2-5- جلسات المثمرة: 54 جلسة .

### 2-6- تذبذب الأسعار:

السعر الأعلى 1000,2 دج

السعر الأدنى 1000 دج

التذبذب 0.2%

### 3- سندات سونلغاز، أجل الاستحقاق 2011:

### 3-1- الأوامر المقدمة في قسم سندات الاستحقاق:

بلغت الأوامر المقدمة، في سنة 2009، ما مقداره 111.122 سندا تتوزع حسب اتجاه العملية كما يأتي:

السند حجم الشراء حجم البيع النزعة.

96.90914.213 شاري SZ سونلغاز 11

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

### 2-3 الحجم المتداول:

بلغ حجم الإجمالي للسندات المتداولة في السنة المالية 2009، ما مقدره 78.107.200 دج، أي بانخفاض بلغ 206.022.700 دج.

### 3.4 تطور الأسعار:

شهد السعر سند "سونلغاز" 11 خلال السنة المالية 2009 استقرار في الأسعار تراوحت بين نسبة 100% و100.1% على مدى 37 جلسة

### 3.5 تذبذب الأسعار:

السعر الأعلى 1000.1 دج

السعر الأدنى 1000 دج

التذبذب 0,1%

وقد كانت الجلسات المثمرة: 35 جلسة

## الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

---

### خلاصة :

إن هذه العملية تهدف لتمويل جزء من البرنامج الاستثماري للشركة التي يتضمن إنشاء منشآت الكهرباء، نقل الكهرباء، نقل الغاز بالملحقات وتوزيع الكهرباء، بعد استعراض هذه الحقائق والنتائج المأخوذة من البنك الوطني الجزائري تبين لنا بان بورصة الجزائر كان لها الأثر الايجابي على مؤسسة سونلغاز وذلك في المدى القصير لكن بعد ذلك أدت بالمؤسسة والدولة إلى تحمل خسائر كبيرة .

بعد دراستنا لموضوع تكلفة رأس المال وجدنا أنه من المواضيع الأكثر تعقيدا وصعوبة والتي يجب على المسير المالي للمؤسسة العمل معها بحذر ودقة ويمكن إرجاع ذلك إلى تعدد أهداف حساب تكلفة رأس المال، في قياس جودة وفعالية مصادر التمويل كما يمكن إضافة إلى ما سبق تأثير عنصر عدم التأكد، حيث أن مختلف مصادر التمويل المتاحة، قد لا تعطي بالضرورة عوائد موجبة ومؤكدة، في مواعيد محددة يقينا.

إذن المدير المالي يجد نفسه أمام مجموعة من الصعوبات في اختيار مصادر الأموال وكيفية تحصيلها محاولا تفادي الوقوع في خسائر مالية، لذا توجه إلى اختيار القرض السندي كأداة للتمويل والذي بفضلله قد تمكنه من التقليل من احتمالات الخسارة وهذا راجع لكون السند ذو ربح ثابت، وكونه مضمون حيث له الأولوية في الحصول على مستحقاته في حالة التصفية أو خسارة المؤسسة.

فلجأ إلى السوق السندي والتي تعتبر بمثابة أداة تفاعل ومكان التقاء لقوى الاستثمار المختلفة ولها دور فعال في توجيه الاقتصاد دون حواجز وتحريك عجلته وتنشيط دورته الاقتصادية وتوزيع الأدوار الاقتصادية وإعطاء قوة دفع أكبر وأوسع للمشروع الاقتصادي الحضاري القومي وذلك بأنها أصبحت من شروط التقدم وأداة لتحقيق التنمية، وكل هذا بفضل الخصائص التي يتمتع بها السوق السندي وأهدافها التنموية الاقتصادية. من هنا فقد حاولنا الإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث المتمثلة في التساؤل التالي:

### " ماهو الدور الذي تلعبه السندات في تحسين هيكل رأس مال المؤسسة؟"

وبناء على النتائج المتوخاة من هذه الدراسة، والإشكالية المطروحة فقد تم معالجة الموضوع من خلال ثلاثة فصول مزجت بين الجانب التطبيقي والنظري، لذلك كان هدفنا محاولة تأكيد صحة الفرضية الرئيسية لدراستنا والتي كانت كالتالي: يمكن القول أن السندات تساهم بشكل كبير في تحسين هيكل رأس مال المؤسسة المصدرة لها، والشيء الملاحظ هنا أن هذا الأثر الإيجابي لا يستهان، كما أن اللجوء إلى السندات يحقق نموا في القيمة السوقية للمؤسسة نظرا لانخفاض تكلفته.

بعد استعراض هذه الحقائق والنتائج المأخوذة من BNA، تبين لنا بأن القرض السندي كان له تأثير ايجابي على المؤسسة "سونلغاز" وذلك في المدى القصير لكن بعد ذلك أدت بالمؤسسة والدولة إلى تحمل خسائر كبيرة، ويمكن إسناد ذلك إلى الأسباب التالية:

- عدم وجود سوق حقيقي للسندات في الجزائر حيث ما هي إلا سوق صغيرة؛
- المؤسسات التي دخلت البورصة لم يكن لديها الحجم المالي الكافي لتدعيم هذه المؤسسة المالية؛
- نقص الخبرة في مجال المعاملات المالية في البورصة، حيث أن بورصة الجزائر حديثة النشأة؛
- لا توجد دعامة حقيقية لتمويل هذا الجهاز المالي؛
- وجود علاقة طردية قوية تربط بين التمويل بالسندات و هيكل رأسمال المؤسسة .

## الختام

لذلك يجب النظر في كل هذه العوامل ومحاولة معالجة الاختلالات فيها من أجل تحقيق الأهداف التي تصبو إليها بورصة الجزائر أما عن مصادر التمويل الأخرى التمويل المصرفي والتمويل الذاتي يمكن القول أنه لا يمكن للمؤسسات التخلي عن هاذين المصدرين، لكن مع تطور البورصة يمكن لها التقليل من الاعتماد عليها.

### التوصيات:

وبناء على النتائج المتوصل إليها، يمكن أن نقترح على المجمع مجموعة من الاقتراحات و التوصيات نوجزها فيمايلي:

- بالرغم من القدرة الاقتراضية الكبيرة التي يتمتع بها المجمع ، إلا أن لجوئه المتكرر إلى الاستدانة لن يخدمه على المدى الطويل ، و نقترح عليه عدم استفادة الطاقة الاقتراضية التي يتمتع بها، وترك هامش لمواجهة الفرص الاستثمارية المستقبلية حتى لا يضطر لاستعمال بديل تمويل مرتفع التكلفة؛

- ننصح المجمع بالبحث والاعتماد على أساليب تمويلية بديلة يغطي به احتياجاته من الأموال، ومن بين أهم هذه البدائل التي يجب على المجمع الاعتماد عليها أن تكون في أقرب وقت نظرا لانخفاض استقلالته المالية من سنة إلى أخرى ، و إتباع سياسة تمويلية جديدة تخدمه على المدى الطويل، وكمثال نقترح عليه اللجوء إلى سياسة الأرباح المحجوزة من خلال إعادة استثمار النتيجة الصافية المحققة بدل القيام بتوزيعها على المساهمين في المجمع ؛

- العمل على رفع نسبة أمواله الأمر الذي يزيد ثقة دائنين المجمع فيه، ويكسبه استقلالية مالية جيدة، إضافة إلى تخفيض نسبة ديونه قصيرة الأجل نظرا لا ارتفاع تكلفتها و كذا سرعة استحقاقها.

## مقدمة عامة

يمثل النشاط المالي في المؤسسات الاقتصادية أحد الأنشطة الرئيسية الفاعلة فيها مهما اختلفت طبيعة نشاطها سواء كانت تجارية، صناعية، زراعية أو خدمية، وهو المسؤول بشكل مباشر عن الترجمة الكمية للخطط الموضوعية في كافة الإدارات والهياكل التنظيمية المختلف فيها .

يعتبر التمويل عصب الشركة والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأعمال، فبدونه تظل خطط الشركة على الورق دون تنفيذ، كما أن نقصه يؤدي إلى تأخير المشروعات وضياع الفرص، وبالتالي انخفاض الإيرادات، وبالمقابل فإن التمويل بمبالغ أكثر من الحاجة يعني تعطيل الأموال مع دفع تكلفتها دون أن تنتج إيرادات، لذلك وجب على المديرين الماليين قبل وضع خطط التمويل الأخذ بعين الاعتبار للاحتياجات الفعلية للمؤسسة من المورد المالي، هذا الأخير الذي يجب استخدامه بشكل يؤدي إلى زيادة فعالية عمليات المؤسسة إلى الحد الأقصى، وهذا يتطلب المعرفة والدراية بالأسواق المالية وبكيفية الوصول إلى القرارات استثمار سليمة.

ويجب على المديرين لاتخاذ القرارات المالية أن يأخذوا بعين الاعتبار أن هناك عددا من المصادر البديلة التي يمكنهم الحصول منها على الأموال، فهناك المصادر الداخلية والمصادر الخارجية للتمويل.

تعتمد الأوراق المالية الحديثة على معيار تكلفة الأموال كمحدد أساسي لاتخاذ قرار التمويل ن وقد تزايدت في العقود الأخيرة لجوء المؤسسات إلى تمويل عن طريق البورصة (الأسهم والسندات) كما يمتاز به النمط من التمويل، حيث يعتبر أقل تكلفة من التمويل البنكي، بإضافة إلى أن التمويل عن طريق البورصة لا يحدث تضخم لأن نفس الكمية من الأموال يتم تداول على عكس التمويل عن طريق البنوك، حيث يكون هناك إصدار لكمية من النقود من أجل تلبية طلبات القروض .

وبإنشاء بورصة الجزائر توجهت بعض المؤسسات مثل: سونلغاز، الخطوط الجوية الجزائرية، سونطراك ... وغيرها إلى هذا المصدر الجديد للتمويل وحاولت الاستفادة منه .

والسؤال المطروح في هذا الإطار والذي سيتم الإجابة هو:

**" ماهو الدور الذي تلعبه السندات في تحسين هيكل رأس مال المؤسسة؟ "**

**الأسئلة الفرعية :**

- ما مفهوم هيكل رأس المال وما هي طرق حساب تكلفته؟
- هل القرض ألسندي كافي بأن يكون مصدر كامل من أجل تمويل المؤسسة؟
- ماهي خطوات إصدار السندات؟
- ماهو دور البنك الوطني الجزائري "BNA" في مرافقة المؤسسة "سونلغاز" في إصدار سنداتها؟

## مقدمة عامة

### الفرضيات :

- إن هذا البحث يقوم على اختيار الفروض التالية:
- هناك فرق بين تكلفة رأس المال وتكلفة التمويل؛
- هناك العديد من مصادر الأموال بالنسبة للمؤسسة ولكل مصدر تكلفة قابلة للقياس؛
- القرض السندي هو الطريقة الأمثل للتمويل.

### أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته المتزايدة للتمويل السندي في الجزائر، حيث تتزايد إصدار الفروض السندية في الجزائر خلال السنوات الماضية الأمر الذي يدفعنا إلى البحث في هذا الموضوع.

### أهداف البحث:

- بناء على ما تقدم، يهدف هذا البحث أساسا إلى محاولة التعرف على مفهوم تكلفة الأموال في المؤسسة كيفية قياسها والتعرف على القرض السندي كأداة للتمويل.
- محاولة التعريف وتقييم مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة وتكلفة كل منها؛
- محاولة الوقوف على مختلف العمليات لإصدار وتداول السندات؛
- محاولة تقييم استخدام القرض السندي كأداة تمويل في المؤسسة الجزائرية.

### أسباب اختيار الموضوع :

- تعود دوافع ومبررات اختيار هذا الموضوع بالدرجة الأولى إلى عدة اعتبارات أهمها :
- بحكم انسجام الموضوع مع التخصص العلمي للباحث ألا وهو مالية البنوك والتأمينات وكذا الميل الشخصي لدراسة المواضيع المتعلقة بالمالية؛
- يقيننا الشخصي بأهمية الموضوع، وكذا الدور الذي تلعبه السندات في تشكيل هيكل رأس مال مثالي للمؤسسة و تعزيز فرصها الاستثمارية؛
- المساهمة في إثراء مكتبتنا بمرجع جديد في هذا المجال نظرا لقلّة الدراسات التي تتناول الموضوع بشكل مفصل، والذي يعد الدافع الرئيسي المشجع لاختياره؛
- جاء هذا البحث كدراسة على المستوى الجزئي يتعرض للسوق السندي واهم أدواته ألا وهي السندات، وكذا التطرق إلى إشكالية أساليب التمويل المناسبة للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية .

## مقدمة عامة

### الدراسات السابقة :

هناك العديد من الدراسات والأبحاث السابقة التي تطرقت إليها مشكلة المفاضلة بين مصادر تمويل المؤسسة لكن الدراسات التي تناولت تأثير هذه المصادر على هيكله المالي كانت محدودة، وقد ارتكزت أغلبها على إبراز تأثير مصادر التمويل على الهيكل المالي فقط، دون التطرق بشكل مفصل إلى هيكل رأس المال في المؤسسة، و لقد تمكنا من الحصول على دراستين قريبة نوعا ما من موضوعنا وهي كالتالي:

- دراسة "علال يوسف" لنيل شهادة ماجستير تحت عنوان اثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة، يصف فيها كيفية سعي المؤسسة الاقتصادية إلى تعزيز قيمتها السوقية، وذلك من خلال استغلال بعض المصادر التمويلية في حدود الخطر المقبول و العائد المطلوب، وذكر من خلال دراسته بان الأرباح المحتجزة من شأنها أن تكون أهم مكون للهيكل المالي.

- دراسة "سعاد شراير" لنيل شهادة ماستر تحت عنوان الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، وجاء في دراستها بان أمام المؤسسة بديلين تمويليين لدى لجوئها إلى الأسواق المالية وهما الأسهم والسندات، ويبقى على عاتقها المفاضلة بين هذين البديلين، مع اعتبار أن التمويل عن طريق السندات اقل تكلفة من بين جميع مصادر التمويل الخارجية .

### منهجية البحث:

لتحقيق هدف البحث، وبناء على ما تم استعراضه، فقد تم الاستعانة بالمنهج الوصفي لأننا بصدد عرض للتعريف والنظريات المختلفة المتعلقة بتكلفة الأموال والقرض ألسندي كما اعتمدنا أداة لتوصيف من اجل تحليل مفهوم تكلفة الأموال وأداة النماذج الرياضية في تحليل طرق حساب تكلفة التمويل. وطرق إصدار السندات وكيفية تقييمهما، والمنهج التحليلي في بيان أثر التمويل عن طريق القرض ألسندي على بعض المؤشرات المالية للمؤسسة.

### إطار الدراسة :

إن موضوع تكلفة رأس المال يعد من المواضيع الأكثر تعقيدا وصعوبة والتي يجب على المسير المالي للمؤسسة التعامل معها بحذر ودقة ويمكن إرجاع ذلك إلى تعدد أهداف حساب تكلفة رأس المال، من اتخاذ قرار الاستثمار إلى قياس جودة وفعالية مصادر التمويل، ومنها إلى قياس مردودية المشاريع الاستثمارية ... وغيرها. كما يمكن إضافة إلى ما سبق تأثير عنصر عدم التأكد، حيث أن مختلف مصادر التمويل المتاحة، قد لا تعطي بالضرورة عوائد موجبة ومؤكدة في مواعيد محددة يقيناً.

فالمدير المالي إذن يجد نفسه أمام مجموعة من الصعوبات التي تتمثل في مجملها في اختيار وترتيب مصادر الأموال أيها الأفضل والأحسن بالنسبة لتسيير نشاط المؤسسة.

### صعوبات البحث:

- أثناء قيامنا بإنجاز الدراسة، واجهتنا مجموعة من الصعوبات يمكن حصرها في النقاط التالية:
- إشكالية الوصول إلى بعض المراجع المتخصصة وذات الصلة بالموضوع؛
- قلة المؤسسات الجزائرية التي تعتمد على القرض السندي كأداة تمويلية؛
- صعوبة الحصول على بعض الوثائق والبيانات القديمة المتعلقة بالإصدارات السنديّة للمجمع نظرا إلى مقر الشركة الأم الكائن بولاية الجزائر العاصمة مما استدعى الانتقال إلى البنك الوطني الجزائري وهو المكلف بهذه العملية للحصول على تلك المعلومات.

### هيكل البحث :

من اجل الوصول إلى الهدف الرئيسي للبحث ارتأينا تقسيمه إلى ثلاث فصول يمزج كلا منها بين الدراسة النظرية والتطبيقية، أول هذه الفصول مخصص لدراسة هيكل رأس مال المؤسسة وكيفية تحديد تكلفته، وهو يتفرع إلى ثلاثة مباحث، فالأول يتناول أهمية التمويل ومصادر، الثاني يتحدث عن تكلفة التمويل ، و الثالث يدرس مختلف النظريات المفسرة لهيكل رأس المال.

أما الفصل الثاني فدار محتواه حول القرض السندي كأداة لتمويل المؤسسة، وهو مقسم أيضا إلى ثلاثة مباحث ، فالأول يتناول أساسيات حول القرض السندي كأداة للتمويل، وتطرقتنا من خلال المبحث الثاني لشروط إصدار السندات، أما الثالث فتمحور حول تداول السندات.

الفصل الثالث والأخير في الدراسة سوف يكون إسقاط تطبيقي للفصلين السابقين يتضمن دراسة حالة سندات مؤسسة سونلغاز من طرف BNA، أين سيتم تخصيص المبحث الأول لتقديم البنك الوطني الجزائري، أما المبحث الثاني فتناولنا فيه السندات المصدرة من طرف سونلغاز .

# إهداء

- ربي إسق أمني فرحا دون إكتفاء فإني أحبها فلا تريني فيها بأسا يبكيني  
إلى رمز العطف والحنان إلى ربيع الحياة وقارب النجاة وخلود الذكريات إلى من كانت السبب في  
وجودي أمني الغالية أطال الله في عمرها .
- إلى من عبد لي دروب الحياة بالحب وإلى من أبصرت في عينه إشراقة المستقبل إلى من إحتميت به من  
غدر الزمان إلى منير دربي أبي أطال الله في عمره.
- إلى الذين أموت في حبهم ، ولا أتصور حياتي من دونهم، رمز سعادي  
" إخوتي وأخواتي "
- إلى العائلة والأصدقاء والأحباب كل بإسمه . . .
- إلى كل من ساعدني بإبتسامة صادقة أو كلمة طيبة أو تشجيع خالص . . .
- إلى كل من يسعى جاهداً إلى تطوير وطننا الحبيب . . .
- إلى كل من إمتدت يده إلى السماء داعياً لي بالتوفيق والنجاح . . .
- إلى كل من يبحث عن إطلالة نور العلم و شق طريق المعرفة . . .
- إلى كل من عجز القلم عن ذكرهم إلى كل قريب وبعيد وإلى كل من نسيت أن أذكرهم . . .
- إلى كل هؤلاء أهدي عصارة جهدي المتمثلة في هذا العمل المتواضع . . .

الفهرس	
	إهداء.
	كلمة شكر.
	قائمة الجدوال.
	قائمة الأشكال.
أ	مقدمة عامة.....
05	الفصل الأول: مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال.....
06	تمهيد.....
07	المبحث الأول: أهمية التمويل ومصادره.....
07	المطلب الأول: مفهوم التمويل.....
08	المطلب الثاني: أهمية التمويل.....
08	المطلب الثالث: مصادر التمويل الداخلي.....
11	المطلب الرابع: مصادر التمويل الخارجي.....
12	المبحث الثاني: أساسيات حول تكلفة التمويل.....
12	المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال وأهميتها.....
15	المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل الداخلي.....
17	المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل الخارجي.....
21	المطلب الرابع: التكلفة الوسطية المرجحة.....
23	المبحث الثالث: هيكل رأس المال.....

23	المطلب الأول: مفهوم الهيكل التمويلي للمؤسسة.....
24	المطلب الثاني: النظريات التقليدية المفسرة لهيكل رأس المال.....
27	المطلب الثالث: النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال.....
33	المطلب الرابع: محددات الهيكل المالي للمؤسسة.....
36	خلاصة.....
37	الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل.....
38	تمهيد.....
39	المبحث الأول: مفهوم القرض السندي وأنواعه.....
39	المطلب الأول: مفهوم القرض السندي وميزاته.....
42	المطلب الثاني: أنواع سندات الشركة.....
44	المطلب الثالث: السندات الحكومية.....
46	المطلب الرابع: السندات الدولية والصكوك الإسلامية.....
51	المبحث الثاني: إصدار السندات.....
51	المطلب الأول: الشروط العامة لإصدار السندات.....
52	المطلب الثاني: مراحل وخطوات الإصدار.....
52	المطلب الثالث: التقييم الائتماني للسندات.....
54	المطلب الرابع: المخاطر المرتبطة بالسندات.....
57	المبحث الثالث: تداول السندات.....
57	المطلب الأول: قيم التداول.....

58	المطلب الثاني: تقييم السندات.....
60	المطلب الثالث: الاستثمار المالي وخصائصه.....
61	المطلب الرابع: دوافع الاستثمار المالي وأهدافه.....
63	المطلب الخامس: تأثير القرض السندي على نمو وأمن المؤسسة.....
64	خلاصة.....
65	الفصل الثالث: دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA.....
66	تمهيد.....
67	المبحث الأول: البطاقة التعريفية للبنك الوطني الجزائري.....
67	المطلب الأول: نشأة البنك الوطني الجزائري.....
68	المطلب الثاني: التعريف بوكالة وادي ارهيو.....
69	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي للبنك.....
73	المبحث الثاني: دراسة السندات المصدرة من قبل سونلغاز.....
73	المطلب الأول: شروط وإجراءات دخول المؤسسة للبورصة.....
74	المطلب الثاني: الاقتراض المستندي الخاص بسونلغاز.....
77	المطلب الثالث: القرض السندي لسونلغاز.....
80	خلاصة.....
81	الخاتمة العامة.....
83	المراجع.....
	الملاحق.

قائمة الأشكال:

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
25	منحنى بياني لمستويات تكلفة الأموال	01
26	منحنى بياني لقيمة المؤسسة في محيط يخلو من الضرائب لدى MM	02
31	منحنى بياني لهيكل التمويل وقيمة المؤسسة في نظرية تكاليف الافلاس	03
32	منحنى بياني يبين نسبة الاستدانة المثلى باعتبار تكاليف الوكالة	04
55-54	منحنيات مخاطر أسعار الفائدة	05
70	الهيكل التنظيمي لوكالة وادي ارهيو	06

قائمة الجداول:

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
22	كيفية حساب التكلفة الوسيطة المرجحة للأموال.	01
55	جدول لمختلف أنواع السندات من أجل تقييمها.	02
75	القروض السنوية المصدرة خلال سنة 2005.	03
76	القروض السنوية المصدرة خلال سنة 2006.	04
76	جدول الأوامر المقدمة لسند سونلغاز 2008.	05
77	نشاط سونلغاز حسب السند عام 2009.	06

الملخص:

يشغل التمويل الدائم حيزا كبيرا من اهتمام المؤسسات لاسيما ذات الحجم الكبير نظرا لمحدودية التمويل الذي يوفره اقتصاد المديونية، وقد تناولت هذه الدراسة أثر التمويل بالسندات على هيكل رأس مال المؤسسة، حيث تم التطرق أولا إلى هيكل رأس المال كجزء من الهيكل المالي للمؤسسة، ثم إلى ذكر ماهية السندات وبيان أهميتها كمصدر تمويلي طويل الأجل، لذا فقرر سخر الجانب لدراسة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" كونها الرائدة في التمويل بالقروض السنديّة في السوق المالية الوطنية، أين خلصت الدراسة إلى وجود ارتباط وتأثير كبيرين للسندات وهيكل رأس مال المجمع، ومن هنا تبرز أهمية التمويل بالسندات في تشكيل هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة، والذي يحقق أعلى مستوى للاستدانة بغية الاستفادة من أثر الرافعة المالية، دون أن يعرض هذه الأخيرة لمخاطر إضافية.

### الكلمات المفتاحية:

المؤسسة الاقتصادية - التمويل - الهيكل المالي - هيكل رأس المال الأمثل - تكلفة الافتراض - التكلفة الوسطية المرجحة - الأسهم العادية - القرض السندي.

Résumé :

Le financement permanent occupe une grande importance dans l'institution surtout de grande taille. En raison du financement limité fourni par l'économie d'endettement, cette étude a abordé l'impact des obligations pour financer la structure du capital de l'institution, ou ils ont été cités d'abord à la structure du capital dans le cadre de la structure financière de l'institution, ensuite, pour parler de ce que l'obligation et déterminer leur importance en tant que source de financement à long terme, par conséquent, la pratique consacrée à l'étude de la société algérienne de l'électricité et du gaz « sonelgaz », parce que c'est la premier dans le marché financier national au sujet de l'emprunt obligataire. Ou l'étude a conclu que l'effet de corrélation est significatif pour les obligations et la structure du capital du Group, d'où l'importance du financement obligataire dans la formation de la structure optimale du capital de l'institution, qui atteint le plus haut niveau de l'emprunt afin de profiter de l'effet de levier, sans engendrer de risque supplémentaires pour l'entreprise.

**Les mots clés :**

Société économique - finances - la structure financière - la structure du capital optimale - le cout d'emprunt - le cout moyen pondéré - les action ordinaires - l'emprunt obligataire.

# كلمة شكر

قال الله تعالى : ﴿ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين﴾ .

الحمد والشكر لله تعالى الذي وفقنا لإنجاز هذا العمل ونسأله عز وجل أن يجعله خالصا لوجهه الكريم، وأن يوفقنا لما يحبه ويرضاه في الدنيا والآخرة .

أتوجه بالشكر الخاص إلى جميع من ساعدنا في إنجاز العمل ونخص بالذكر:

الأستاذة المؤطرة قوبع خيرة التي ساعدني بتوجيهها وإرشاداتها في إنجاز هذا العمل المتواضع والذي أكن له الاحترام والتقدير، كما لا أنسى مدير وعمال البنك الوطني الجزائري بوادي ارهيو وخاصة السيد بن علو خالد الذي ساعدني كثيرا حفظه الله ورعاه.

كما لا أنسى كل من شجّعني بالكلمة الطيبة والابتسامة والدعاء.

شكرا

# الفصل الأول

## مفاهيم عامة حول التمويل ورأس المال

❖ المبحث الأول: أهمية التمويل ومصادره.

❖ المبحث الثاني: أساسيات حول تكلفة التمويل.

❖ المبحث الثالث: هيكل رأس المال.

# الفصل الثاني

## القرض السندي كأداة للتمويل

❖ المبحث الأول: مفهوم القرض السندي وأنواعه.

❖ المبحث الثاني: إصدار السندات.

❖ المبحث الثالث: تداول السندات.

## الفصل الثالث

# دراسة تطبيقية للبنك الوطني الجزائري BNA

❖ المبحث الأول: البطاقة التعريفية للبنك الوطني الجزائري.

❖ المبحث الثاني: دراسة السندات المصدرة من قبل سونلغاز.

# مقدمة عامة

الخاتمة العامة

# قائمة المراجع

الملاحق

## الكتب باللغة العربية:

- 1- احمد بن محمد الخليل " الأسهم والسندات وإحكامها في الفقه الإسلامي " دار ابن الجوزي، السعودية، 2000.
- 2- حمد محمد لطفي "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية " دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر ، 2006.
- 3- العمار رضوان وليد "أساسيات في الإدارة المالية" دار الميسرة للنشر والتوزيع، الأردن، 1997.
- 4- السامرائي عدنان هاشم "الإدارة المالية" دار زهران للنشر والتوزيع، بغداد، 1997.
- 5- أرشد فؤاد التميمي، " الاستثمار بالأوراق المالية" دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- 6- جبار محفوظ " الأوراق المالية المتداولة في البورصات " الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
- 7- جمال الدين المرسي " الإدارة المالية " الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2006.
- 8- جميل أحمد توفيق " مذكرات في الإدارة المالية" دار الجامعات المصرية، الإسكندرية، 1995.
- 9- جميل الزيدانين " أساسيات في الجهاز المالي " دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الأولى، 1999.
- 10- وسام ملاك " البورصات والأسواق المالية العالمية" دار المنهل اللبناني للطباعة، بيروت، الطبعة الأولى، 2003.
- 11- زياد رمضان " مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي " دار وائل للنشر، الأردن، الطبعة الثالثة، 2005.
- 12- حمزة محمود "الاستثمار في الأوراق المالية " مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- 13- حسين عطا غنيم " دراسات في التمويل"، القاهرة، الطبعة الأولى، 1999.
- 14- حسين علي خربوش "الأسواق المالية " دار رهوان للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 1998.
- 15- يوسف الزامل وآخرون "النقود والبنوك الأسواق المالية" جامعة عمان، 2001.
- 16- كراحة عبد الحليم، وآخرون "فائق الإدارة المالية بين النظرية والتطبيق" دار الأمل للنشر والتوزيع، الأردن، 1990.
- 17- محمد صالح الحناوي "المؤسسات المالية" الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1998.
- 18- محمد صالح جابر " الاستثمار بالأسهم والسندات" دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2005.
- 19- منير ابراهيم الهندي ، "الإدارة المالية و الاستثمار"، جامعة القاهرة ، الطبعة الأولى، 2004.
- 20- نور الدين خباب "المحاسبة المالية في شركات الأموال" الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2000 .
- 21- سيد هواري " الإدارة المالية " مكتبة عين شمس القاهرة، الطبعة السادسة، 1996.
- 22- سمير محمد عبد العزيز "اقتصادية الاستثمار والتحليل المالي" الإسكندرية، 2006.
- 23- سعد توفيق عبيد " الاستثمار في الأوراق المالية " مكتبة عين الشمس القاهرة، 1998.
- 24- عبد الله عبد العظيم هلال " المحاسبة المالية في شركات الأموال " الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2000.
- 25- عبد العزيز فهمي هيكل "موسوعة المصطلحات الاقتصادية والاجتماعية" دار النهضة العربية للطبع والنشر، بيروت، لبنان، 1980.
- 26- عبد الغفار حنفي "الإدارة المالية المعاصرة، مدخل تحليلي معاصر" المكتب العربي الحديث الإسكندرية، مصر، 1993
- 27- عبد الغفار حنفي "أساسيات الإدارة المالية" دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1996.
- 28- عبد الغفار حنفي " تقييم الأداء المالي ودراسات الجودة" كلية التجارة جامعة الإسكندرية، 2009.

- 29- فهد عبد الله الحويماي " المال والاستثمار " دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
- 30- فريد النجار " البورصات والهندسة المالية" مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
- 31- ضياء مجيد " البورصات أسواق رأس المال وأدواتها " مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2003.
- 32- ضياء محمد الموسوي " البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها " الجزائر، الطبعة الأولى، 1998.

الكتب باللغة الفرنسية:

- 1-Michal Albouy Financement et cout du capital des Entreprise«Eyrolles paris 1991.
- 2- DUPALLENS G . ET JOBARD J .p Gestion financier de l' entreprise .11Em EDITION ; ED : DALLOZ ;1997
- 3-Myers , the capital structure puzzle ; « journal of finance » ,juillet 1984 .
- 4-Teulie J ; Topsacalian p ; Finace ; ED : Vuibert ; paris ; 1994.
- 5-Dictionnaire de gestion financière.
- 6-Monétaires flouzetdenise ,economie CONTEMPORAINE ,(TOM2) LES Phénomènes 14emeEDITION, ED : Puf , 1998 .
- 7-F .rosenfeld , Analyse des valeurs mobiliers ,Dundee ,paris 1ereedition , 1998.

المذكرات:

- 1-بواحلة عبد الحليم " العجز المالي ومشكل التمويل في المؤسسة الاقتصادية العمومية الجزائرية" رسالة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قسنطينة، 1998.
- 2- راجحي ليلي " التمويل البنكي للمشاريع الاستثمارية" مذكرة لنيل شهادة الماستر، تخصص مالية المؤسسة، جامعة الجزائر، 2010.
- 3-سعاد شرلير "الاستثمار في بورصة الاوراق المالية،دراسة حالة بورصة الجزائر"مذكرة ماستر ، تخصص مالية، المركز الجامعي بالمدينة، 2010.

مواقع الانترنت:

1- [www.cosob.org](http://www.cosob.org)

2 -منتدى التجار .