



وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة 08 ماي 1945 قالمة
كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير
قسم علوم التسيير



مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر

تخصص : مالية المؤسسات

أثر التمويل بالسنديت على هيكل رأس مال المؤسسة

دراسة حالة الشركة الوطنية للكهرباء و الغاز " سونلغاز "

تحت إشراف الأستاذة:

ديب نورة

من إعداد الطالب:

• علال يوسف

دفعة: 2012 / 2013



يقول العماد الاصفهاني في بعض ما كتبه

”...إني رأيت أنه لا يكتب إنا كتابا في لوجه إلا قال في غيره

لو غير هذا الكاء أحسن، ولو زيد كذا الكاء يُسحس،

ولو قُرح هذا الكاء أفضل، ولو ترك هذا الكاء أجمل،

وهذا من أعظم العبر، وهو وليد علي

استيلاء النقص على جملة البسر...”

دعاء

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

یا ربّ اللّٰدِیْنِی اَصْحَابِ الْغُرُورِ اِذَا نَجَحْتِ

وَالْاَصْحَابِ الْبِیْسِ اِذَا فَنَلْتِ

بَلْ ذُكِّرْتِنِی وَاِنَّمَا بِأَهْلِ الْفِتْلِ یَعِدُّ السَّجِرَةَ الَّتِیْ نَسَبُ النِّجَاحِ

یا ربّ عَلِّمْنِی اَهْلَ السَّمْحِ هُوَ الْاَكْبَرُ مِنْ رَأْبِ الْقُوَّةِ

وَأَهْلَ حُبِّ الْاِنْتِقَاحِ هُوَ اَوَّلُ مَظَاهِرِ الضَّعْفِ

یا ربّ اِذَا جُرُوتِنِی مِنْ اِمَالِ الْاُتْرَکِ اِلَى الْاَمَلِ

وَ اِذَا جُرُوتِنِی مِنْ النِّجَاحِ الْاُتْرَکِ اِلَى قُوَّةِ الْعِنَاوِ حَتّٰی اَتَغْلِبَ عَلٰی الْفِتْلِ

وَ اِذَا جُرُوتِنِی مِنْ نِعْمَةِ الصَّحَّةِ الْاُتْرَکِ اِلَى نِعْمَةِ الْاِیْمَانِ

یا ربّ اِذَا اَسْأَسْتُ اِلَى النَّاسِ اُحْطِیْنِی سَجَاعَةَ الْاِیْمَانِ

وَ اِذَا اُسْیءَ اِلَى اُحْطِیْنِی سَجَاعَةَ الْعَفْوِ

یا ربّ اِذَا نَسِیْتُكَ لِلنَّاسِ اِنِّی

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

{ وَقُلْ إِنَّمَلَأُوا قَسْبِكُمْ اللهُ مَمْلَكَةً وَرَسُولُهُ وَالْمُؤْمِنُونَ }

صدق الله العظيم

إلهي لا تطيب الليل إلا بتسكرك ولا تطيب النهار إلا بطاعتك ولا تطيب الاحضاد إلا بذكرتك

ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك، ولا تطيب الجنة إلا بدينك وجل جلالك

إله من بلغ الرسالة وأدى الأمانة، ونصح الأمة إله نبى الرحمة ونور العالمين سيدنا محمد عليه السلام

إله من كلله اللهم بالهيبة والوقار إله من علمني العطاء بدوفا انتظار

أرجو من الله أن يطيل في عمرك لتري نمارا قد حماه قطافها بعد طول انتظار

وسبقي كل ما أنتج نجوم أهدى بها اليوح وفي الغد وإله الأبد «واللهي العزيز»

إله ملأني في الحياة، إله معنى الحب وإله معنى الضياء والتفاني

إله بسمة الحياة وسر الوجود، إله من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بدمج جراحني، إله أنجلي الحجاب «ألمي العزيزة»

إله من سمع بحري في حروفني وبلغ بذكرك أعم فؤادي إله إخوتي «إيمان وسيف»

إله جميع الأهل والأقارب من قريب ومن بعيد وإله راء كبير لطبور الجنة «مساء ومرح»

إله بنا بيع الصدق الصافي، إله من معهم سعدي، ورفقتهم سر في صروب الحياة المحلوة والحزينة

إله من عرفني كيف أجد هم وعلموني الأاضيعهم

زملائي ورفاق دربي قمر الدين، نبيل، اسماء، خير الدين، ووه أله أنمي ابن عميني أنمي وصدقني «سماع»

إله أشواني اللواتي لم تدهن أمني: أسماء، مرج، فاطمة الزهراء

إله جميع طلبتي الأجزاء فرع «سكركارية» دفعة 2013، جميع عمال مديرية التكوين المهني - قائمة بعمال مركز التكوين المهني لأحمد بن مارتس قائمة 2-

إله من صاخروا لنا علمهم حروفا وأفكارهم منارة للعلم والنجاح، إله أساتذتنا الكرام وأنصح بالذكر أساتذتي القدرية «بوكمكنا سماع»

الأساتذ القدرية «مغفاني بدر الزما» والأساتذ الكبير «بن حمد وعبد السلام»

وهو أله أنمي أساتذتي العزيزة «ويب فورة» التي لم يتخذ علي عطاءها إلا بخار وإيمان هذا العمل

إله كل طلبية مالية المتوسسات دفعة: 2013/2012

سيف قلبي هنا يستقر بين أظفاركم ما كتبت لعلها هذه الللمسات تلوها خير معينة حتى تتذكروني

يوسف

الفهرس العام

الفهرس العام

I	الفهرس العام
VI	فهرس الجداول
VII	فهرس الأشكال
أز	المقدمة العامة
01	الفصل الأول: هيكل رأس المال في المؤسسة
02	مقدمة الفصل الأول.....
03	المبحث الأول: أساسيات حول هيكل رأس المال.....
03	المطلب الأول: الهيكل المالي ومكوناته.....
03	1- ماهية التمويل.....
04	2- الهيكل المالي في المؤسسة.....
08	المطلب الثاني: هيكل رأس المال كجزء من الهيكل المالي.....
08	1- مفهوم هيكل رأس المال.....
09	2- مكونات هيكل رأس المال.....
09	3- محددات هيكل رأس المال.....
10	المطلب الثالث: تكلفة هيكل رأس المال.....
10	1- مفهوم تكلفة هيكل رأس المال.....
10	2- تقدير تكلفة هيكل رأس المال.....
14	3- علاقة تكلفة هيكل رأس المال بالقرار الاستثماري والعوامل المؤثرة فيه.....
17	المبحث الثاني: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال.....
17	المطلب الأول: المنظور الكلاسيكي لهيكل رأس المال.....
17	1- مدخل صافي الربح.....
19	2- مدخل صافي ربح العمليات.....
20	3- المدخل التقليدي.....
22	المطلب الثاني: المنظور الحديث لهيكل رأس المال.....
22	1- مدخل ميلر وموديجلياني Miller & Modigliani.....
27	2- نظرية التوازن.....
30	3- نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.....
31	المطلب الثالث: الاختبار العملي لنظريات هيكل رأس المال.....

34	.....المبحث الثالث: أمثلية هيكل رأس المال
34	.....المطلب الأول: محددات الهيكل المثلثي لرأس المال في المؤسسة
34	.....1- الملاءمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام
34	.....2- الربحية
35	.....3- المرونة
35	.....4- السيطرة والخطر
35	.....5- نمط التدفق النقدي
35	.....6- التخطيط الضريبي
36	.....المطلب الثاني: اختيار الهيكل الأمثل لرأس المال
36	.....1- تحليل التعادل
38	.....2- الرفع الكلي
41	.....المطلب الثالث: التكلفة المرجحة لمكونات هيكل رأس المال
41	.....1- مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة وأهميتها
41	.....2- العوامل المؤثرة في التكلفة الوسطية المرجحة
42	.....3- طرق حساب التكلفة الوسطية المرجحة
45	.....خلاصة الفصل الأول
46	الفصل الثاني: القرض السندي كأداة لتمويل في المؤسسة
47	.....مقدمة الفصل الثاني
48	.....المبحث الأول: أساسيات حول القرض السندي
48	.....المطلب الأول: ماهية السندات وأهميتها كمصدر تمويلي
48	.....1- مفهوم السندات
49	.....2- خصائص السندات
51	.....3- أهمية السندات كمصدر تمويلي
51	.....المطلب الثاني: أنواع السندات
51	.....1- حسب الجهة المصدرة
52	.....2- حسب شكل الاصدار
53	.....3- حسب الضمانات المقدمة
54	.....4- حسب الحقوق والامتيازات المقدمة للمالكينها
54	.....5- حسب معدل العائد

55	6- حسب تأثرها بالعائد المحقق.....
56	7- حسب طريقة السداد.....
57	8- أنواع أخرى من السندات.....
57	المطلب الثالث: مبررات وحدود اللجوء إلى التمويل بالسندات.....
57	1- مبررات اللجوء إلى السندات كمصدر تمويلي.....
59	2- حدود اللجوء إلى التمويل بالسندات.....
62	المبحث الثاني: عمليات القرض السندي في سوق السندات.....
62	المطلب الأول: ماهية السوق السندي.....
62	1- مفهوم السوق السندي.....
62	2- خصائص السوق السندي.....
63	3- مزايا وعيوب اللجوء للسوق السندي.....
64	المطلب الثاني: إصدار وتسعير القرض السندي.....
64	1- الأطراف المشاركة في عملية إصدار السندات.....
66	2- شروط إصدار السندات.....
67	3- تسعير السندات.....
69	المطلب الثالث: تداول وإنهاء القرض السندي.....
69	1- تداول القرض السندي.....
69	2- إنهاء عملية القرض السندي.....
72	المبحث الثالث: تأثير التمويل بالقرض السندي على المؤسسة الاقتصادية.....
72	المطلب الأول: تأثير تكلفة القرض السندي على المؤسسة.....
73	1- التكلفة الظاهرة.....
73	2- التكلفة الحقيقية.....
73	المطلب الثاني: تأثير القرض السندي على عائد الأسهم في المؤسسة.....
74	1- بفرض أن أسعار فائدة السندات ثابتة.....
76	2- بفرض أن أسعار فائدة السندات متغيرة.....
78	المطلب الثالث: تأثير القرض السندي على نمو وأمن المؤسسة.....
78	1- القرض السندي ونمو المؤسسة.....
79	2- القرض السندي وأمن المؤسسة.....
80	خلاصة الفصل الثاني.....

الفصل الثالث: تمويل المؤسسات الجزائرية عن طريق القرض السندي

81

- حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز"-

82

.....مقدمة الفصل الثالث

83

.....المبحث الأول: تقديم مجمع "سونلغاز"

83

.....المطلب الأول: تاريخ مجمع "سونلغاز"

83

1- مرحلة إنشاء شركة "كهرباء وغاز الجزائر".....

83

2- مرحلة إنشاء "الشركة الوطنية للكهرباء والغاز".....

84

3- مرحلة إعادة هيكلة "الشركة الوطنية للكهرباء والغاز".....

84

4- تغيير الشكل القانوني للشركة الوطنية للكهرباء والغاز.....

84

5- إنشاء الفروع المحيطية 1998.....

85

6- تغيير الشكل القانوني للمؤسسة العمومية للكهرباء والغاز.....

86

.....المطلب الثاني: تنظيم مجمع "سونلغاز"

86

1- الجمعية العامة.....

87

2- مجلس الإدارة.....

88

3- الرئيس المدير العام.....

88

4- رئاسة "سونلغاز".....

88

5- المديرية العامة والمديريات التنفيذية للشركة الأم.....

89

6- المبادئ التنظيمية التي تركز عليها هيكله المجمع.....

89

.....المطلب الثالث: فروع مجمع "سونلغاز"

89

1- الفروع المهنية.....

90

2- فروع الأشغال.....

90

3- الفروع المحيطية.....

90

4- فروع المساهمة.....

91

.....المبحث الثاني: منهجية البحث الميداني

92

.....المطلب الأول: عينة الدراسة وحدودها الزمنية

92

.....المطلب الثاني: البيانات المستخدمة وأساليب التحليل الاحصائي

94

.....المطلب الثالث: وصف متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

94

1- المتغير التابع.....

94

2- المتغير المستقل.....

96	.....المبأأ الثاني: السلوك التموييلي لمجمع "سونلغاز".....
96	.....المطلب الأول: دراسة الوضية المالية لمجمع "سونلغاز".....
96	.....1- إءءاء الميزانيات المالية.....
98	.....2- دراسة الميزانيات المالية.....
99	.....المطلب الثاني: أأليل الوضية المالية للمجمع.....
99	.....1- بالاعتماد على مؤشرات التوازن المالي.....
101	.....2- بالاعتماد على النسب المالية.....
109	.....المطلب الثالث: أأديد واأأبار النموذج.....
109	.....1- أأليل مصفوفة معاملات الارتباط.....
110	.....2- أأليل نتائج الانأدار لنموذج الدراسة.....
113	.....أألاصة الفصل الثالث.....
115	.....الأأمة العامة.....
118	.....أأب المراجع.....
126	.....الملاحق.....

فہرست الجبر اول

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
93	اصدارات القروض السنوية لمجمع "سونلغاز".....	01
97	الميزانيات المالية المختصرة لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011.....	02
100	مؤشرات التوازن المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011.....	03
102	نسب الهيكل المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011.....	04
104	نسب الرفع المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011.....	05
106	نسب قابلية التسديد لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011.....	06
107	نسب المردودية لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011.....	07
109	الارتباطات الثنائية بين المتغير المستقل X والمتغير التابع Y.....	08
110	ملخص نموذج الانحدار لمتغيرات الدراسة.....	09
110	اختبار تحليل التباين لمتغيرات الدراسة.....	10
111	معاملات نموذج الدراسة.....	11

فہرستی الاصلی

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
05	العلاقة بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال.....	01
15	العلاقة بين التكلفة وحجم الاستثمار.....	02
18	العلاقة بين الاستدانة وتكلفة الأموال طبقا لمدخل صافي الربح.....	03
20	العلاقة بين الاستدانة وتكلفة الأموال طبقا لمدخل صافي ربح العمليات.....	04
21	العلاقة بين الاستدانة وتكلفة الأموال طبقا للمدخل التقليدي.....	05
24	استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي في ظل غياب الضرائب.....	06
26	تكلفة رأس المال للمؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب.....	07
28	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس.....	08
29	تكاليف الوكالة في المؤسسة.....	09
30	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة على تكاليف الوكالة.....	10
36	تحديد نقطة التعادل.....	11
37	نقطة التعادل.....	12
39	ربحية السهم في ظل مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات.....	13
40	العلاقة بين العائد، المخاطر والرفع المالي.....	14
43	التكلفة الوسطية المرجحة لهيكل رأس المال.....	15
59	سيورة تمويل المؤسسة.....	16
75	عائد السهم ومردودية الاستثمار.....	17
77	تأثير القرض السندي على ربحية السهم في حالة تغير أسعار الفائدة.....	18
100	تطور مؤشرات التوازن المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011.....	19
103	تطور نسب الهيكل المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011.....	20
105	تطور نسب الرفع المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011.....	21
106	تطور نسب قابلية التسديد لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011.....	22
108	تطور نسب المردودية لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011.....	23
112	تمثيل معادلة الانحدار لنموذج الدراسة.....	24

المقرمة العامة

المقدمة العامة

إن التغير الكبير في البيئة التي تتواجد بها المؤسسات الاقتصادية في الوقت الحالي جعلها كثيرة التقلب، وأصبح من الضروري الاهتمام بالمشكل المالي المرتبط بحياة المؤسسة، لذا تحرص هذه الأخيرة من خلال الإدارة المالية على تحديد احتياجاتها من الأموال، وكذا كمياتها والوقت المناسب للحصول عليها، إضافة إلى أماكن وأوقات صرفها، ويتجلى كل ذلك من خلال اختيار المصادر التمويلية المناسبة ثم تحديد أفضل المشاريع لتمويلها بعد القيام بدراستها، وتحديد خطط مالية جيدة وفعالة لتسيير الأموال المتوفرة للمؤسسة، وبالتالي فإن نمو ونشاط هذه الأخيرة مرتبط مباشرة بقوة إدارتها المالية على توفير السيولة اللازمة لتحقيق أهدافها، التي تركز أساساً في تحقيقها على وجود الرشادة والعقلانية في الحصول على الأموال واستعمالها، وتحقيق التوازن المالي في المؤسسة.

ومن بين مجمل مصادر التمويل نجد بأن التمويل الدائم يأخذ حيزاً كبيراً من اهتمام المؤسسة، فبالرغم من تعدد مصادره واختلاف أشكاله إلا أننا نجد بأن هذه الأخيرة تفضل اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسواق المالية، بغية تغطية احتياجاتها من التمويل الطويل الأجل، وهنا نجد نفسها محل مفاضلة بين بديلين أساسيين: إما التمويل عن طريق الأسهم والتي تمثل حقوق الملكية، أو عن طريق سندات والتي تأخذ صورة الاستدانة، وتكمن أهمية هذا القرار في كونه محددًا أساسيًا لمدى نجاح المؤسسة في تجميع تلك الأموال على أساس تكلفة الحصول عليها، إضافة إلى مدى استجابة السوق لها.

إضافة إلى ما سبق، فإن لقرار اختيار البديل التمويلي طويل الأجل تأثير على مردودية المؤسسة وبالتالي على قيمتها ككل، لذا فإنها تحرص على تشكيل هيكل رأس مال مناسب يوفق بين الأموال الخاصة وأموال الاستدانة من جهة، وبين العائد والمخاطرة من جهة أخرى، وعادة ما تشكل السندات بديلاً تمويلياً مغرباً للمؤسسات الاقتصادية، كونها تساهم في زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين بفضل آلية الرفع المالي والوفورات الضريبية المحققة من خصم المصاريف المالية المترتبة عن القرض السندي من النتيجة الخام الخاضعة للضريبة، غير أنها ترفع من مخاطر المؤسسة بسبب زيادة تقلب عائد الأسهم وارتفاع مخاطر الإفلاس.

1- إشكالية البحث

من هنا تبرز معالم إشكالية بحثنا والتي يمكن صياغتها في التساؤل التالي:

هل تمثل السندات البديل التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية؟ وإلى أي مدى تساهم في تحسين هيكل رأسمالها بغية الخروج من اقتصاد المديونية والدخول في اقتصاد الأسواق المالية؟

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

- ✓ ماذا يقصد بهيكل رأس مال المؤسسة؟ وعلى أي أساس يمكن قياس تكلفته؟
 - ✓ كيف تحدد أمثلية هيكل رأس المال في المؤسسة؟
 - ✓ لأين تكمن أهمية السندات كمصدر تمويلي طويل الأجل؟ وماهي الأسباب التي تدفع بالمؤسسات الاقتصادية إلى اللجوء إليها؟
 - ✓ فيما يتجلى أثر التمويل بالقرض السندي على المؤسسة الاقتصادية؟
- وقد اعتمدنا في الإجابة على هذه التساؤلات على جملة من الكتابات والبحوث النظرية، إضافة إلى نتائج الدراسة الميدانية للبحث، وقد تم اقتراح الفرضيات التالية:

2- فرضيات البحث

وانطلاقاً من تساؤلنا الرئيس يمكن صياغة الفرضية التالية:

توفر السندات التمويل الكافي للمؤسسات على المدى الطويل، وتعتبر بوابة لدخولها إلى اقتصاد الأسواق المالية كونها تعد وسيلة جيدة تكمل وتحسن هيكل رأسمالها.

للإجابة عن باقي التساؤلات المطروحة يمكن وضع الفرضيات الفرعية التالية:

- ✓ يعتبر هيكل رأس المال التمويل الدائم للمؤسسة تقاس تكلفته على أساس تكلفة العناصر المكونة له.
- ✓ يشكل الهيكل الأمثل لرأس المال من خلال الموازنة بين مزايا ومخاطر عائد المصادر التمويلية المكونة له.
- ✓ يعد السند صك قابل للتداول يمثل قرصاً ويوفر تمويلاً مستقرًا طويل الأمد للمؤسسة المصدرة، إضافة إلى أن أغلب المؤسسات تلجأ إليه لكونه يعد الأقل تكلفة من بين المصادر التمويلية الأخرى
- ✓ يسهم القرض السندي في زيادة القيمة السوقية للمؤسسة مع زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية في حالة انخفاض تكلفة الديون المالية، كما أن بإمكانه أيضاً أن يسبب انخفاضاً في قيمتها السوقية إذا ما كانت تكلفة هذه الديون أكبر من العوائد التي حققتها عملية استخدامها.

3- أهمية الدراسة

من هنا تبرز أهمية السندات كأحد المركبات المكونة لهيكل رأس المال المتوازن في المؤسسة، وهذا لما تتمتع من خصائص تميزها عن غيرها من مصادر التمويل طويلة الأجل، كونها تعد الأقل تكلفة من بين جميع مصادر التمويل الدائمة الأخرى، إضافة إلى أنها تمثل وسيلة فعالة في جمع كميات كبيرة من الأموال تحتاجها المؤسسة لتمويل نشاطاتها، والتي تعجز هي نفسها وكذا البنوك على تلبيةها نظراً لضخامة حجمها.

4- أهداف البحث

- على هذا الأساس تهدف دراستنا إلى تسليط الضوء مجموعة من النقاط يمكن حصرها كما يلي:
- ✓ توضيح ماهية هيكل رأس المال في المؤسسة، وكذا إضفاء نظرة شاملة على محددات أمثليته.
 - ✓ التعرف على القرض السندي كأداة تمويلية طويلة الأجل، وإبراز أهم عملياته في سوق السندية.
 - ✓ تحديد أثر التمويل بالقرض السندي على المؤسسة الاقتصادية.
 - ✓ محاولة التقرب من بعض المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ومعرفة أسباب وآثار اختيار القرض السندي كبديل للتمويل بالأسهم.

5- 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 المؤسسات"، وكذا الميل الشخصي دراسة المواضيع المتعلقة بالمالية.
 - ✓ يقيننا الشخصي بأهمية هذا الموضوع، وكذا الدور الذي تلعبه السندات في تشكيل هيكل رأس مال مثالي للمؤسسة وتعزيز فرصها الاستثمارية.
 - ✓ المساهمة في إثراء مكتبتنا بمرجع جديد في هذا المجال نظرًا لقلّة الدراسات التي تتناول الموضوع بشكل مفصل، والذي يعد الدافع الرئيسي المشجع لاختياره.
 - ✓ نظرًا لكون معظم الدراسات السابقة تهتم بالبورصة على المستوى الكلي، سواء أكان ذلك بدراسة البورصات في العالم، أو بظهور بورصة الجزائر ومقارنتها بالبورصات الأخرى، لذا جاء هذا البحث كدراسة على المستوى الجزئي بالتعرض للسوق السندي وأهم أدواته ألا وهي السندات، وكذا التطرق إلى إشكالية اختيار أساليب التمويل المناسبة للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.
 - ✓ كون الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" تعد من بين أكبر وأهم المؤسسات الاقتصادية بالجزائر، إضافة إلى كونها تعد أكبر متعامل في السوق السندي الجزائري من حيث مبلغ الإصدارات.

6- منهجية البحث

من أجل إنهاء مختلف تطلعات هذا البحث اعتمادنا عمومًا على المناهج المستعملة في الدراسات الاقتصادية، وعليه سيغلب استخدام المنهج الوصفي التحليلي على مختلف فصول الدراسة قصد استيعاب الإطار النظري وفهم معالم الموضوع، ويتم في هذا الإطار استخدام تقنية المسح المكتبي عن طريق مجموعة من المراجع يمكن حصرها في:

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

بالإضافة إلى المنهج دراسة حالة فيما يتعلق بالجانب التطبيقي، وذلك من خلال إبراز مدى إسقاط واستعمال المفاهيم الواردة في الجانب النظري على أرض الواقع، معتمدين في ذلك على مزيج من أدوات التحليل المالي والاحصائي لاحتساب وتقدير مختلف متغيرات الدراسة، من خلال جمع البيانات المالية المتعلقة بالمؤسسة محل الدراسة قصد الوصول إلى نتائج علمية حول الموضوع.

7- إطار الدراسة

سوف تتمحور الدراسة في جانبها النظري حول استعراض المفاهيم العامة حول هيكل رأس المال في المؤسسة، أما بالنسبة القرض السندي فلن يقتصر إطار دراسته على كونه أداة تمويلية طويلة الأجل فقط، وإنما يمتد إلى تحديد الأثر الذي يعود على المؤسسة الاقتصادية باعتمادها عليه في تمويل نشاطها.

أما الجانب تطبيقي من الدراسة فسيكون متعلق بالشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" من خلال تقديم عام للشركة، وكذا تقييم وتحليل تجربة الجمع في التمويل عن طريق القرض السندي، إذ امتدت الدراسة على عشر سنوات الأخيرة وفقاً لما توفر من البيانات ومعلومات عن المؤسسة المدروسة.

8- الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات والأبحاث التي تطرقت إلى مشكلة المفاضلة بين مصادر تمويل المؤسسة، لكن الدراسات التي تناولت تأثير هذه المصادر على هيكلها 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، ولقد تمكنا من الحصول على أربعة دراسات قريبة نوعاً ما من موضوعنا وهي كالتالي:

1-8- دراسة "عبد الكريم بوحادة" لنيل شهادة ماجستير تحت عنوان :

"أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم".

يصف فيها كيفية سعي المؤسسة الاقتصادية إلى تعزيز قيمتها السوقية، وذلك من خلال استغلال بعض المصادر التمويلية في حدود الخطر المقبول والعائد المطلوب، كما ذكر بأن ذلك الهدف لا يمكن تحقيقه إلا من خلال بناء هيكل مالي مثالي، أن تكون عندها تكلفة التمويل في أدنى حدودها وفي المقابل تعظم من قيمتها.

وذكر من خلال دراسته بأن الأرباح المحتجزة من شأنها أن تكون أهم مكمول للهيكل المالي، إذ تحكم هذه الأخيرة سياسة توزيعات الأرباح التي تحدد من خلالها نسب كل من الأرباح المحتجزة والموزعة، وتعمل المؤسسة من خلال هذه السياسة على تعظيم قيمة أسهمها قدر المستطاع.

2-8- دراسة "هاجر عودي" لنيل شهادة ماجستير تحت عنوان :

"محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية" دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز".

وصفت من خلالها الباحثة بأن اختيار هيكل تمويل أمثل يكون بمراعاة عدة عوامل خاصة بالمؤسسة ومحيطها، ويجب أن تكون ضمن إطار سياسة واستراتيجية عامة ومالية، وتتمثل أهم هذه العوامل في تكلفة الاقتراض، المردودية، هيكل الأصول، معدل النمو وحجم المؤسسة.

إضافة لقيامها بدراسة العلاقة الإحصائية بين الهيكل المالي كمتغير تابع ومجموعة العوامل المحددة له كمتغيرات مستقلة لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2007 قد كشفت عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم المؤسسة والهيكل المالي، وعلاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين معدل المردودية والهيكل المالي وهذا يعني أن حجم المؤسسة ومعدل المردودية هما المحددين الرئيسيين للهيكل المالي للمؤسسة.

3-8- دراسة "فايزة بوشناف" لنيل شهادة ماجستير تحت عنوان :

"الرافع المالي كوسيلة لانتقال رأس المال"

جاء في دراسة الباحث أن ميكانيزم الرفع المالي كنمط تمويلي يساهم في تلبية رغبات المساهمين، وهو جعل رؤوس الأموال المستثمرة أكثر مردودية وهذا للرفع في قيمة المؤسسة، كما أنه يسمح بتدعيم قدراتها على التقلبات الهيكلية والتنموية بفضل استغلال مواردها الذاتية لأغراض تنموية وهيكلية.

وقد أشار الباحث إلى أن أهمية عمليات الرفع المالي تتمثل في شراء مؤسسة مستهدفة باللجوء إلى الاستدانة من خلال وساطة الشبكة القابضة، وبأدنى حد ممكن من الأموال الخاصة، إضافة إلى ذكره لمميزات هذه المؤسسات المستهدفة والتي تتمثل أساساً في طاقاتها الداخلية التي تسمح لها بتحقيق مردودية هامة، تمكنها من تغطية تكاليف الاستعادة، وذلك من خلال التدفقات المحررة بعد عملية الاندماج، كما أنه أبرز عدة نماذج تقييمية تساهم في معرفة المؤسسة المستهدفة التي تحظى بتمويل الشركة القابضة، قصد الرفع في مردودية الأموال المستثمرة، ومنه مردوديتها وعلية قيمة المؤسسة المستهدفة، وذلك بالاستعانة بالعديد من المصادر التمويلية بالإضافة إلى أموالها الخاصة.

4-8- دراسة "مريم باي" لنيل شهادة ماجستير تحت عنوان :

"السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية" دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز"

وجاء في دراستها بأن أمام المؤسسة بديلين تمويليين لدى لجؤها إلى الأسواق المالية وهما الأسهم والسندات، ويبقى على عاتقها المفاضلة بين هذين البديلين، مع اعتبار أن التمويل عن طريق السندات أقل تكلفة من بين جميع مصادر التمويل الخارجية، فهو يزيد من مردودية المؤسسة بالاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي، غير أنه يزيد من مخاطر المؤسسة بسبب التزامها بتسديد الفوائد وأصل القرض في آجالها.

ومن خلال دراستها الميدانية خلصت إلى أن مجمع "سونلغاز" انتهج سياسة مالية واضحة تتوافق مع سياسته العامة المرتكزة على النمو، المردودية، والمخاطرة، كما تنص على تصفية الديون الخارجية بالعملية الصعبة والتوجه إلى التمويل المحلي الوطني عن طريق السوق المالي الجزائري أو القروض المصرفية بعد استنفاد التمويل الذاتي. وبالتالي فإن التمويل عن طريق السوق السندي شكل البديل التمويلي الأفضل من بين البدائل التمويلية الخارجية، نظرا لانخفاض تكلفته وزيادة مردودية المجمع من خلال الأثر الإيجابي للرفع المالي رغم زيادة مخاطر المجمع.

بالاعتماد على جميع هذه الدراسات السابقة، جاءت بحثنا ليُلِمّ بنتائج هذه الأخيرة وكذا ليُوسع في مجال الدراسة بغية الامام بجميع عناصر ومتطلبات الموضوع، والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:

- ✓ التركيز على دراسة هيكل رأس مال المؤسسة باعتباره تمويلها الدائم، كونه يُسهم في إعطاء نظرة شاملة على السياسة التمويلية التي تتبعها المؤسسة.
- ✓ دراسة تأثير أحد أهم أدوات الرفع المالي ألا وهي السندات على هذا الأخير، ومحاولة الإجابة على التساؤل الرئيسي للدراسة.
- ✓ توسيع مجال الدراسة الميدانية وجعله يمتد إلى 10 سنوات الأخيرة، بهدف دراسة مفصلة للوضع المالية لمجمع "سونلغاز" قبل وأثناء وبعد تسديد إصداراته من القرض السندي، وكذا لإبراز التأثير الذي أضفاه هذا الأخير على هيكل رأس مالها.

9- صعوبات الدراسة

أثناء قيامنا بإنجاز الدراسة، واجهتنا مجموعة من الصعوبات يمكن حصرها في النقاط التالية:

- ✓ اشكالية الوصول إلى بعض المراجع المتخصصة وذات الصلة بالموضوع مع ندرتها باللغة العربية.
- ✓ صعوبة التعمق في الدراسة نظراً لضيق الوقت المخصص لإنجازها.
- ✓ قلة المؤسسات الجزائرية التي تعتمد على القرض السندي كأداة تمويلية.
- ✓ صعوبة الحصول على بعض البيانات والوثائق القديمة المتعلقة بالإصدارات السندية للمجمع نظرا لطول فترة الدراسة والمقدرة بـ 10 سنوات، مما استدعى الانتقال إلى مقر الشركة الأم الكائن بولاية الجزائر العاصمة للحصول على تلك الوثائق.

10- هيكل البحث

بغية تحقيق الأهداف المتوخاة من هذا البحث، واختبار الفرضيات المطروحة، ويتم تقسيمه إلى ثلاثة فصول متكاملة يمزج كلا منها بين الدراسة النظرية والتطبيقية، أول هذه الفصول مخصص لدراسة هيكل رأس المال في المؤسسة، وهو يتفرع إلى ثلاث مباحث: الأول يتناول مختلف المفاهيم المتعلقة بهيكل التمويل و مكوناته، هيكل رأس المال كجزء من الهيكل المالي وكذا محددات و تكلفة هيكل رأس المال، أما المبحث الثاني فتطرقنا فيه إلى

النظريات المفسرة لهيكل رأس المال من خلال تقديم كل من منظوره الكلاسيكي و الحديث، و قد خصصنا المبحث الثالث لإبراز أمثلية هيكل رأس المال من خلال ذكر محددات الهيكل المثلثي لرأس المال في المؤسسة، اختيار الهيكل الأمثل لرأس المال وكذا إبراز تكلفته المرجحة.

أما الفصل الثاني فدار محتواه حول القرض السندي كأداة للتمويل في المؤسسة، وهو مقسم أيضا إلى ثلاث مباحث: الأول يتناول أساسيات حول القرض السندي كأداة التمويل، وتطرقنا من خلال المبحث الثاني لبيان عمليات القرض السندي في سوق السندات من اصدار، تسعير، تداول وإنهاء عملية القرض. أما المبحث الثالث فخصصناه لتحديد أثر التمويل بالقرض السندي على المؤسسة الاقتصادية.

الفصل الثالث والأخير في هذه الدراسة سوف يكون اسقاط تطبيقي للفصلين السابقين على مؤسسة اقتصادية جزائرية، ألا وهي الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز"، أين سيتم تخصيص المبحث الأول لتقديم عام لمجمع "سونلغاز"، أما المبحث الثاني فذكرنا فيه المنهجية التي اعتمدنا عليها في انجاز دراستنا التطبيقية، والمبحث الثالث والأخير فقد تطرقنا فيه إلى دراسة السلوك التمويلي لمجمع "سونلغاز" من خلال دراسة وتحليل وضعيته المالية، وكذا اختبار صحة نموذج الدراسة بالاعتماد على الأساليب الإحصائية لإبراز التأثير الذي يحدثه التمويل بالقرض السندي على هيكل رأس مال المجمع.

الفصل الأول

هيكل رأس المال في المؤسسة

مقدمة الفصل الأول

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

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

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

- ✓ أساسيات حول هيكل رأس المال.
- ✓ النظريات المفسرة لهيكل رأس المال.
- ✓ أمثلة هيكل رأس المال.

المبحث الأول: أساسيات حول هيكل رأس المال

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

المطلب الأول: الهيكل المالي ومكوناته

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

1- ماهية التمويل

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

1-1- مفهوم التمويل

يقصد بالتمويل تلك القرارات المالية الرئيسية المتعلقة بالاستثمارات الرأسمالية و المصادر المالية لتمويل هذه الاستثمارات داخلية كانت أو خارجية أو مزيج بينهما، و ذلك بهدف تعظيم العائد على حق الملكية، ولاتخاذ قرار التمويل يجب الأخذ بعين الاعتبار مجموع العمليات التي من خلالها تكون المؤسسة قادرة على تلبية كل احتياجاتها من رؤوس الأموال، سواء تعلق الأمر بتخصيص الأموال أو بالهيكل المالية أو المساهمات الممنوحة(1)، من هنا يمكننا إعطاء مفهوم للتمويل بأنه: "يمثل توفير الأموال اللازمة للقيام بمشاريع اقتصادية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إليها إذ أنه يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات، وأن يكون بالقيمة المطلوبة بالضبط، فالهدف منه هو تطوير المشاريع العامة منه والخاصة في الوقت المناسب"(2).

2-1- أهمية التمويل

للتمويل دور فعال في تحقيق أهداف المؤسسة وذلك من خلال:

- ✓ توفيره للأموال اللازمة لنجاح المؤسسة.
- ✓ اعتباره الطاقة المحركة لجميع وظائف المؤسسة.

(1) أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة الجزائر، 2008، ص 24.

(2) طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء، عمان الأردن، 2002، ص 21.

✓ توفيره مجال لفتح مناصب عمل جديدة في المؤسسة وبالتالي تحسين مستوى أداءها(1).

3-1- أنواع التمويل

يمكن النظر للتمويل من عدة زوايا تتمثل أساسا في(2):

1-3-1- من زاوية المدة التي يستغرقها

أ- تمويل قصير الأجل: ويقصد به الأموال التي لا تريد فترة استحقاقها عن سنة، أي المبالغ النقدية التي تخصص لدفع الأجور وشراء المواد والتوسع الموسمي وغيرها من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من الحصيلة المنتظرة للعمليات الجارية نفسها.

ب- تمويل متوسط الأجل: ويتراوح ما بين أكثر من سنة إلى خمسة سنوات موضوعه في الغالب يخص تمويل المشتريات والمعدات والآلات الخاصة بالربحية التي ستعين على وفاء القرض.

ج- تمويل طويل الأجل: ينشأ من طلب الأموال لتكوين رأس المال الثابت وتزيد مدته عن خمس سنوات مثل عمليات التوسيع.

2-3-1- من زاوية مصدر الحصول عليه

أ- تمويل ذاتي: التمويل الذاتي هو وسيلة تحويلية جد هامة وهي أكثر استعمالا بحيث يسمح لتمويل نشاطها الاستغلالي بنفسها دون اللجوء إلى أي عميل آخر.

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

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

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

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

2- الهيكل المالي في المؤسسة

بينما تنعكس قرارات الاستثمار في الجانب الأيمن من الميزانية والمعروف بهيكل الأصول، نجد أن قرارات التمويل تظهر في الجانب الأيسر منها، والمعروف بالهيكل المالي، وسنتطرق لشرحه بالتفصيل في هذا العنصر.

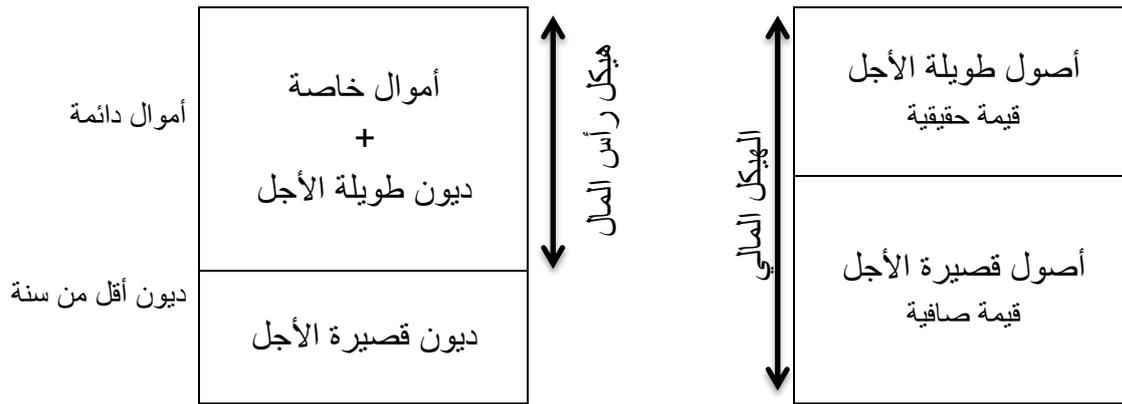
(1) حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الرواق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2001، ص 46.

(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل و الإدارة المالي، دار الجامعة الجديدة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002، ص 19.

1-2- مفهوم الهيكل المالي

قد يختلط الأمر عند الحديث عن مفهوم الهيكل التمويلي بينه وبين مفهوم هيكل رأس المال في مؤسسة، فالهيكل المالي يمثل إجمالي الخصوم ورأس المال أي أنه يشمل كل أنواع وأشكال التمويل من أموال الملكية أو أموال الاقتراض، ومن مصادر قصيرة أو طويلة الأجل(1)، أما هيكل رأس المال فيمثل التمويل الدائم للمؤسسة، أي أنه يتكون من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق المساهمين. ومعنى ما سبق أن هيكل رأس المال هو عبارة عن جزء من الهيكل المالي بعد استبعاد عناصر الالتزامات قصيرة الأجل (2). ويمكن توضيح العلاقة بينهما من خلال الشكل التالي:

الشكل-1- العلاقة بين الهيكل المالي و هيكل رأس المال



Source: P. Ramage, *Analyse et diagnostic financier de l'entreprise*, Paris, édition d'organisation, 2001, p119.

من هنا يمكن القول بأن الهيكل المالي يترجم تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشتمل على كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل (3).

3-2- مكونات الهيكل المالي

كما أشرنا سابقاً فالهيكل المالي يتكون من كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل، والتي تتمثل في(4):

- (1) محمد صالح الحناوي و آخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2001، ص 71.
- (2) محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2005، ص 273.
- (3) سليمان شلاش وآخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي، مجلة المنارة للبحوث، المجلد 14، العدد 1، الأردن، 2008، ص ص 58-59.
- (4) محمد صالح الحناوي و نihal فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص ص 274-294

2-3-1- الأموال الخاصة

تشكل الأموال الخاصة مجموعة مصادر التمويل التي تعود ملكيتها لأصحاب المؤسسة، والتي تمثل أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة لتمويل إنفاقها الاستثماري، كونها أصلاً ثابتاً يدعم مركز المؤسسة المالي، كما تعد استثمار طويل الأجل إضافة إلى أنها تمثل وقاية للدائنين في حال فشل المؤسسة وكونها مصدراً متوقفاً للوفاء بالديون. وتضم الأموال الخاصة في عناصرها ما يلي:

- أ- رأس المال: يمثل الاموال الجماعية في حالة شركة، أو الاموال الشخصية في حالة مؤسسة فردية.
- ب- الأرباح المحتجزة: تتمثل في الجزء غير الموزع من الأرباح على المساهمين خلال السنة المالية السابقة، التي يتم ترجيلها وإضافتها إلى حقوق المساهمين.

2-3-2- الديون

تتمثل الديون في التزامات المؤسسة الناتجة عن علاقاتها مع الغير، وتنقسم الديون إلى (1):

- أ- الديون طويلة الأجل: تشتمل على جميع الديون التي تستحق في مدة زمنية تتجاوز السنة، ومن أمثلتها: القروض المصرفية، القروض السندية، التمويل التأجيري، وتمثل القروض السندية السبيل الأمثل أمام المؤسسة لما لها من امتيازات وخصائص تميزها عن باقي أنواع الديون الطويلة الأجل، كما أنها تعتبر أساس دراستنا و سيتم التطرق لها بشكل مفصل في الفصل الثاني.
- ب- الديون قصيرة الأجل: وتتضمن الديون التي تستحق في مدة زمنية لا تتجاوز السنة، ومن أمثلتها: الائتمان التجاري، الائتمان المصرفي، عقود تحويل الفاتورة.

2-4- العوامل المتحكمة في الهيكل المالي

يتوقف تشكيل الهيكل المالي للمؤسسة على مجموعة من المحددات منها ما يتعلق بالمحيط الخارجي للمؤسسة ومنها ما يتعلق بطبيعتها أو خصائص مصادر التمويل في حد ذاتها، وتحظى نسبة القروض في المزيج التمويلي طويل الأجل بعناية خاصة لما لها من تأثير مباشر على عوائد المؤسسة (2)، والمتغيرات التالية تمثل أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المؤسسة في اعتمادها على القروض في التمويل:

2-4-1- هيكل أصول المؤسسة

إن هيكل أصول المؤسسة أي طبيعة موجوداتها يؤثر بأشكال مختلفة على قرار اختيار المؤسسة لمصادر تمويلها، فقد كشفت نتائج بعض الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع

(1) علي عباس، الادارة المالية، مكتبة الجامعة، عمان الأردن، 2008، ص ص 269-279.

(2) جميل أحمد توفيق، أساسيات الادارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت لبنان، 1997، ص 201.

الأصول ونسبة الاقتراض، فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة إلى مجموع الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على القروض(1).

2-4-2- حجم المؤسسة

إن لحجم المؤسسة تأثير على نسبة الاقتراض داخل الهيكل المالي، وذلك لوجود عدة أسباب أولها أن احتمالات الإفلاس تنخفض في المؤسسات الكبيرة، كما أنها تملك الإمكانية أكثر في اللجوء إلى الأسواق المالية، أيضا الاقتراض بشروط أيسر، على عكس المؤسسات الصغيرة التي يتركز نشاطها في منتج أو منتجين ما يجرهما من عملية الاقتراض خوفا من التعرض لمخاطر العجز المالي وخروجها من السوق(2).

2-4-3- مردودية المؤسسة

هناك علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة ونسبة الاقتراض، وذلك بأن زيادة مستوى مردودية المؤسسة عادة ما يرتبط به زيادة المخاطر التشغيلية*، وهو ما يجعل المؤسسة تتجنب الاعتماد على القروض، أو أن زيادة مستوى المردودية قد يرتبط به زيادة نسبة الأرباح المحتجزة وبالتالي اعتماد المؤسسة بدرجة أقل على الأموال المقترضة(3).

2-4-4- معدل نمو المؤسسة

توجد علاقة طردية بين معدل النمو ومستوى الاقتراض في المؤسسة، حيث أن زيادة نمو المؤسسة سوف يؤثر على حجم التمويل المطلوب الذي يؤثر على نسبة الاقتراض، فعادة ما يتم قياس نمو المؤسسة من خلال النمو في المبيعات، حيث أن النمو في المبيعات قد يتيح للمؤسسة فرصة أكبر في الحصول على القروض نظرا لأن النمو في المبيعات قد يساهم في زيادة قدرة المؤسسة على خدمة الدين(4).

2-4-5- طبيعة القطاع

يوجد هناك احتمال لتأثير نوعية القطاع على نسبة الاقتراض بالهيكل المالي، حيث أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للتباين في الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع، وفي ذات الوقت فإنه

(1) محمد صالح الحناوي و نihal فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 362.

(2) الياس بن ساسي و يوسف قريشي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2006، ص 433.

(3) هاجر عدوي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز-، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011، ص ص 110-111.

(4) نفس المرجع، ص ص 112-113.

* قامت لجنة بازل بتعريف المخاطر التشغيلية على أنها "مخاطر التعرض للخسائر التي تنجم عن إخفاق العمليات الداخلية أو الأشخاص أو الأنظمة، إضافة إلى ذلك فإنها يمكن أن تنجم أيضا عن أحداث خارجية"، ويشمل هذا التعريف المخاطر القانونية ولكنه يستبعد المخاطر الاستراتيجية ومخاطر السمعة والمخاطر النظامية.

هناك تباين في الهياكل المالية للمؤسسات التي تنتمي لقطاعات مختلفة، فطبيعة القطاع تؤثر غير مباشر على نسبة القروض بالمؤسسة، فهي تعد محمدا جوهريا لهيكل الأصول وبالتالي الهيكل المالي للمؤسسة(1).

2-4-6- تكلفة الاقتراض

تعد تكلفة الاقتراض من أهم المحددات المعتمدة في اختيار وسيلة التمويل، وترتبط بعدة عوامل كطبيعة التمويل وحالة السوق ومدة القرض من جهة، ومن جهة أخرى فإن ضعف المقدرة على التفاوض مع الوسطاء الماليين يرفع من تكلفة القروض البنكية وهذا كلما كانت المؤسسات صغيرة، ويوجد لكل مؤسسة حجم أقصى للاستدانة والذي بعده تصبح الأخطار كبيرة وعليه يصبح التوازن المالي للمؤسسة مهدد بسبب أي ظرف أو حادث تتعرض له، غير أن اختيار مصدر التمويل لا يجب أن يؤخذ تبعاً لقيود التوازن المالي فقط، فيجب أيضاً أن نأخذ في الحسبان هدف المردودية ذلك أن مصادر التمويل لها تأثيرات مختلفة على المردودية، وبالتالي توجد علاقة عكسية بين نسبة الاعتماد على الاقتراض كمصدر تمويلي وتكلفته(2).

المطلب الثاني: هيكل رأس المال كجزء من الهيكل المالي

1- مفهوم هيكل رأس المال

يمكن تعريف هيكل رأس المال على أنه: "توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل طويلة الأجل التي تم اختيارها من قبل المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية(3)". إذن فهيكول رأس المال عبارة عن تشكيلة المصادر طويلة الأجل التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها(4)، ومن ثم فإنها تتضمن كافة رؤوس الأموال الدائمة والاحتياطات والقروض طويلة الأجل التي يتكون منها جانب الخصوم، والتي تم الحصول عليها في ظل أفضل الشروط، هذا إضافة إلى تكلفة دنيا ناتجة عن استخدام هذه الأموال، فتكلفة هذه الأموال تستخدم للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، وذلك للوصول إلى هيكل رأس مال مثالي الذي يحقق هدفها المتمثل في تعظيم قيمتها(5).

(1) زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مجلة العلوم الانسانية، العدد 31، المجلد ب، جامعة منتوري قسنطينة، جوان 2009، ص 160.

(2) عدوي هاجر، مرجع سبق ذكره، ص ص 114-115.

(3) عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية مصر، 2008، ص 401.

(4) محمد عدنان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة مصر، 1993، ص 8.

(5) محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2001، ص 71.

2- مكونات هيكل رأس المال

باعتبار أن هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي للمؤسسة، فهو يتكون من مصادر التمويل طويلة الأجل والتي تتمثل في: الأموال الخاصة التي تضم كل من رأس المال والأرباح المحتجزة، وكذا الديون التي تشمل الديون طويلة الأجل فقط من قروض مصرفية، قروض سنديّة، تمويل تأجيري. والتي تم التطرق إليها سابقاً ضمن مكونات الهيكل المالي.

3- محددات هيكل رأس المال

تصادف المؤسسة لدى رغبتها في تبني هيكل رأس مالي معين العديد من العوامل التي تحدد معالم هذا الهيكل، لذا فعلى المؤسسة أن تراعي الحذر في عملية تخطيط هيكل رأس مالها، مما يتوجب ضرورة إعادة النظر فيه كلما احتاجت المؤسسة إلى تمويل إضافي، ومن أهم هذه المحددات(1):

1-3- مخاطر النشاط

وتشير هذه المخاطر إلى درجة الخطورة المرتبطة بالعمليات التشغيلية للمؤسسة واستخدام القروض، حيث أنه كلما ارتفعت مخاطر النشاط وجب تخفيض نسبة التمويل بالديون.

2-3- المخاطر المالية

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

3-3- الموقف الضريبي للمؤسسة

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

4-3- الرفع التشغيلي

فالمؤسسة بإمكانها استخدام الرفع المالي (الاقتراض) في حال انخفاض درجة الرفع التشغيلي**، بشكل أفضل من المؤسسات التي تتميز بارتفاع الرفع التشغيلي، وهذا راجع إلى انخفاض درجة مخاطر النشاط.

(1) عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص ص 402-406.

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

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

5-3- معدل النمو

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

المطلب الثالث: تكلفة هيكل رأس المال

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

1- مفهوم تكلفة هيكل رأس المال

تكلفة رأس المال عبارة عن المعدل الذي يسمح بالمحافظة على قيمة الأموال المستخدمة من قبل المستثمر أو يمكن تعريفها بأنها: "معدل المردودية الواجب تحقيقه من خلال تطبيق السياسة المالية بالطريقة التي تضمن لصاحب رأس المال مردودية قابلة للمقارنة مع مردودية أخرى يمكن الحصول عليها من السوق المالي أو تبعا لمعدل مردودية تحدد مسبقا "تكلفة رأس المال المرجحة"⁽¹⁾.

وعليه نستخلص أن تكلفة رأس المال هي: الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تعتبر المؤسسة على أساسه كل استثمار جديد عملا مجزيا، وهو المعدل الذي يساوي على الأقل معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المساهمون في المؤسسة⁽²⁾.

وترجع أهمية حساب تكلفة رأس المال في تحديد الجدوى الاقتصادية لمشاريع الاستثمار، ومن مصلحة المؤسسة أن تكون تكلفة رأس المال منخفضة لأن ذلك يتيح لها فرص استثمارية رابحة أكثر ويجعلها تنمو بمعدلات أسرع، غير أننا لا نستطيع اعتبار ثبات تكلفة رأس المال كونها تتغير طرديا بازدياد خطر مشاريع الاستثمار، وكذلك ازدياد نسبة المديونية في هيكل تمويل المؤسسة، أي زيادة الخطر التمويلي⁽³⁾.

2- تقدير تكلفة هيكل رأس المال

يقتضي تقدير تكلفة هيكل رأس مال المؤسسة الوقوف على تكلفة كل عنصر من العناصر التي يضمها والمتتمثلة في مصادر التمويل طويلة الأجل.

(1) H. Bierman et autres, **La preparation des financiers dans l'entreprise**, Dunod, 2eme édition, Paris France, 1972, p168.

(2) محمد المخالفي، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، صنعاء اليمن، بدون سنة نشر، ص 119.

(3) يحي السواتي، تحليل هيكل رأس المال، دار المجد، اليمن، 2009، ص 3.

1-2- تكلفة الأموال الخاصة

إن تكلفة كل عناصر الأموال الخاصة بصفة مشتركة تتمثل في تكلفة الفرصة الضائعة والمتمثلة بالحد الأدنى من معدل العائد المتوقع، والذي ينبغي أن يحصل عليه الملاك من استثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطر من كل عنصر(1).

1-1-2- تكلفة الأسهم العادية

تتجه ادارة المؤسسة إلى تمويل استثماراتها الجديدة إلى التمويل عن طريق حقوق الملكية الخارجية، وتمثل تكلفة الأسهم العادية في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية(2)، ولتحديد كلفة الأسهم العادية فلا بد من أن يؤخذ بعين الاعتبار:

✓ القيمة السوقية للسهم.

✓ تكاليف الاصدار والخصومات وغيرها من المصروفات التي تصاحب عملية الاصدار.

✓ معدل التوزيعات السنوية المتوقعة ونمو التوزيعات.

✓ البيع للسهم بسعر أقل عن السعر السوقي الجاري.

وعادة ما يأخذ المحللون المألون بالتدفقات النقدية المخصصة، ورغم ذلك لا يمكن التوصل إلى الدقة نتيجة عدم التأكد والتعقيدات في استخدام المحلل التقديرات والتنبؤات للعوائد والمتحصلات المستقبلية، فحملة الأسهم ينظرون إلى المستقبل وما يتوقعون من أرباح وتوزيعات مستقبلية، وعدم الاعتماد على عملية التحديد لمعدل العائد التي تعتمد على الإيرادات المتوقعة على صافي المتحصلات للسهم(3).

معدل العائد المتوقع (الموزع)

$$\text{تكلفة الأسهم العادية الجديدة} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم} - \text{مصاريف الاصدار المصاحبة}}{\text{معدل العائد المتوقع (الموزع)}}$$

كما يمكن التوصل إلى قيمة السهم المتوقعة (المطروحة) وذلك بتقسيم العائد (التوزيع) على معدل العائد مطلوب توزيعه، ومن ذلك فإن للتوزيعات المستقبلية ونموها دورا كبيرا في قيمة الأسهم العادية المطروحة وكلفة أو معدل عائد السهم الثابت، ففي الغالب أن معدل النمو عادة ما يضاف إلى معدل العائد المتوقع للسهم لتحديد كلفة السهم.

(1) عبد الغفار حنفي، الادارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2005، ص 277.

(2) B. Jacquiat et Solnik, **Marchés financiers: Gestion de portefeuille et des risques**, 4eme, édition, dunod, Paris, 2002, p 12.

(3) عدنان تايه النعيمي و آخرون، الادارة المالية: النظرية و التطبيق، دار المسيرة، الطبعة الثالثة، عمان الاردن، 2009، ص 419.

2-1-2- تكلفة الأسهم الممتازة

إن كان حملة الأسهم العادية يتوقعون الحصول على توزيعات سنوية، فإن حملة الأسهم الممتازة يحصلون بالإضافة إلى ذلك على عائد ثابت يتمثل بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم، إضافة إلى ذلك فهي لا تحمل تاريخ استحقاق محدد(1)، لذا فإن كلفة السهم الممتاز تمثل تدفقات نقدية مستمرة لحملة الأسهم(2)، وعلية فإن كلفة الأسهم الممتازة تحسب بموجب المعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{معدل العائد المتوقع} + \text{نسبة الفائدة على الأسهم الممتازة}}{\text{القيمة السوقية للسهم الممتاز} - \text{مصاريف الاصدار المصاحبة}}$$

2-1-3- تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة من أسهل مصادر التمويل وتكلفتها تماثل تكلفة الفرصة البديلة لهذه الأموال، إذ أن بحجز هذه الأرباح أضعنا على المستثمر فرص استثمارها بأحد البدائل المتاحة لذلك فإن تكلفتها تكون مساوية للإيراد المفقود، ومن المعروف أن الفرص المتاحة أمام حامل السهم كلها ستكون مقاربة لتكلفة السهم لأنه لو أتاحت له فرصة أفضل من الأسهم لقام على الفور ببيعها(3)، لذلك تحسب تكلفة الأرباح المحتجزة بنفس طريقة الأسهم العادية:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{معدل العائد المتوقع (الموزع)} + \text{معدل النمو}}{\text{القيمة السوقية للسهم} - \text{مصاريف الاصدار}}$$

2-2- تكلفة الديون

2-2-1- تكلفة القروض

تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمستثمر، وذلك بعد استبعاد الوفورات الضريبية، سواء أكان الاقتراض في صورة سندات تصدرها المؤسسة أو في صورة قروض طويلة الأجل، فعملية الاقتراض يترتب عليها تدفقات داخلية تحصل عليها المؤسسة عند بيع السندات أو التعاقد على القرض، كما يترتب عليها تدفقات خارجية تتمثل في الفوائد التي تدفعها سنويا، بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق(4)، ومنه يمكن اعتبار القروض وكأنها مشروع

(1) مالك الحافظ، أثر كلفة التمويل على التشكيلة التمويلية، مجلة المنصور، العدد 12، جامعة المنصور، بغداد العراق، 2009، ص 82.

(2) عدنان تايه النعيمي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 415.

(3) رضوان العامر وليد، أساسيات في الادارة المالية، دار المسيرة، عمان الاردن، 1997، ص 174.

(4) محمد صالح الحناوي و نihal فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 334.

استثماري ينبغي دراسته وتحليله واستخدام أحد معايير التقييم لها، وهنا تقابل تكلفة الاقتراض معدل العائد الداخلي وتمثله أفضل تمثيل وهذا يتطلب (1):

- ✓ تقدير الدفعات النقدية الداخلية المتمثلة بصافي المكاسب النقدية التي تحصل عليها المنشأة.
- ✓ تقدير الدفعات النقدية السنوية الخارجية خلال فترة الاقتراض، والمتمثلة في الفوائد (أو الأقساط) السنوية أو قيمة السندات أو القرض الذي ينبغي سداه في نهاية الفترة.
- ✓ إيجاد قيمة المعدل الذي يجعل القيمة الحالية للمكاسب النقدية مساوية للقيمة الحالية لدفعات الفوائد والأقساط (استرداد قيمة السندات) أو تسديد قيمة الاقتراض، ويطلق عليه بمعدل العائد الداخلي والممثل لكلفة الاقتراض والذي ينبغي تحديده.

وتتمثل تكلفة الاقتراض في معدل الخصم الذي يتساوى عند صافي متحصلات الأموال المقترضة مع القيمة الحالية للتدفقات التي تدفعها المؤسسة للمقترض، ويمكن حسابه وفق المعادلة التالية (2):

المبلغ السنوي للفائدة

$$\bullet \text{ تكلفة الدين قبل الضريبة} = \frac{\text{سعر بيع السندات} - \text{مصاريف الاصدار}}{\text{المبلغ السنوي للفائدة}}$$

$$\bullet \text{ تكلفة الدين بعد الضريبة} = \frac{\text{سعر بيع السندات} - \text{مصاريف الاصدار}}{\text{المبلغ السنوي للفائدة}} \times (1 - \text{نسبة الضرائب})$$

2-2-2- تكلفة التمويل التآجيري

وهو معدل العائد الأدنى r الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة التمويل التآجيري الذي تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات خلال مدة عقد التمويل التآجيري مضافا إليه قيمة إعادة الشراء الأصل في نهاية عمره الاقتصادي، وتحسب تكلفة التمويل بالصيغة التالية (3):

$$V_0 = \frac{Li(1 - T) + AiT}{(1 + r)^i + Rn} + \frac{Rn}{(1 + r)^i}$$

حيث تمثل:

(1) جميل أحمد توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 253.

(2) حمزة الشميخي و ابراهيم الجزاوي، الادارة المالية الحديثة: منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار الصفاء، عمان الأردن، 1998، ص 369.

(3) رضوان العامر وليد، مرجع سبق ذكره، ص 185.

- V_0 : القيمة الحالية الصافية للاستثمار (قيمة التجهيزات و الآلات).
- Li : الدفعة (الإيجار أو التأجير) التي سوف تدفع في السنة i .
- T : معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.
- Ai : الاهتلاكات السنوية للأصل فيما لو كانت المنشأة مالكة له.
- Rn : القيمة المتبقية من الأصل في نهاية العقد.
- r : تكلفة الاستثمار.

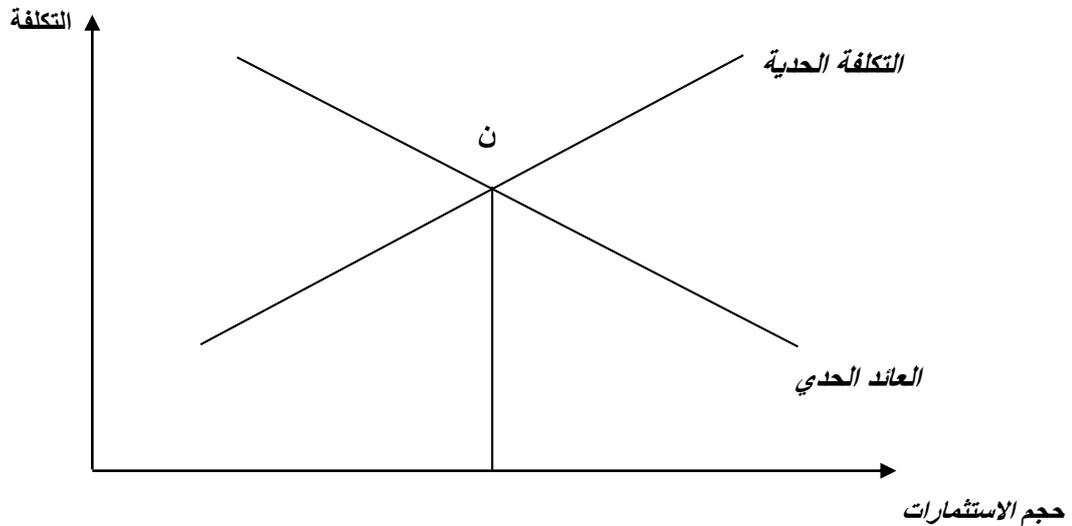
3- علاقة تكلفة هيكل رأس المال بالقرار الاستثماري و العوامل المؤثرة فيه

3-1- علاقة تكلفة هيكل رأس المال بالقرار الاستثماري

إن قرار الاستثمار مرتبط بمعدل المدودية الاستثمارية الممكن تحقيقها من خلال اتخاذ القرار الاستثماري مقارنة بمعدل تكلفة رأس المال المستثمر في المشروع، لكن وكما سبق وأن رأينا فإن تكلفة رأس المال تختلف باختلاف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، فتسعى هذه الأخيرة إلى اختيار المصادر التي تحقق لها أقل تكلفة ممكنة على أن تكون هذه المصادر أيضا مناسبة لاحتياجاتها المالية.

كما أن قرار الاستثمار يعتمد أساسا على معدل العائد المتوقع الحصول عليه، فارتفاع تكلفة رأس المال يترتب عليه انخفاض المبالغ التي يمكن استثمارها بهذه التكلفة، بينما نجد في الحقيقة زيادة حجم الاستثمارات رغم ارتفاع تكلفة رأس المال وذلك لاستنفاد الفرص الاستثمارية المرشحة (1)، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل 2-: العلاقة بين التكلفة وحجم الاستثمار



المصدر: عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: قرارات الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية مصر، 2000، ص 432.

(1) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: قرارات الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية مصر، 2000، ص ص 431-432.

نلاحظ من الشكل -2- النقطة الحدية "ن" والتي يتحقق عندها التوازن بين التكلفة الحدية والعائد الحدي، ومن هذا كله يمكننا اظهار العلاقة التي تبين بأن الأموال تمثل الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة، فتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي بالضرورة الى حالة مالية سيئة للمؤسسة مما كانت عليه من قبل، بينما تحقيق معدل أكبر من الحد الأدنى يؤدي إلى تحسن الحالة المالية للمنشأة مع زيادة قيمتها السوقية.

2-3- العوامل المؤثرة في اختلاف تكلفة هيكل رأس المال

يمكن التمييز بين نوعين من العوامل المؤثرة على تكلفة هيكل رأس المال هي: عوامل عامة، وعوامل خاصة بكل عنصر وأخرى مرتبطة بمكونات هيكل رأس المال أي نمط تمويل المؤسسة.

3-2-1- تأثير العوامل العامة

يأمل المستثمر الذي يزود المؤسسة بالأموال في الحصول على عائد يكفي لتعويضه عن مجرد حرمانه من استغلال أمواله في الحصول على منافع حاضرة نتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار، ويسمى هذا التعويض بالعائد على الاستثمارات الحالية من المخاطر الذي يخضع تحديده إلى مستويات العرض والطلب على رؤوس الأموال، إضافة إلى اعتبار أن التضخم يعد من أكثر الظواهر خطورة وتأثيرا على العوائد المستقبلية للاستثمارات، فهو الحالة التي تأخذ فيها قيمة النقود بالانخفاض(1)، لهذا فإن معدل العائد على الاستثمار ينبغي أن يتضمن جزءا إضافيا لذلك الخالي من المخاطرة لتعويض المستثمر عن مخاطر انخفاض القوة الشرائية للأموال المستثمرة، وهذا ما توضحه معادلة فيشر التالية(2):

$$R = R^* + \Omega$$

حيث أن:

R: يمثل العائد على الاستثمار، أي معدل العائد الخالي من المخاطرة.

R*: يمثل تعويضا للمستثمر عن تأجيله إشباع حاجات أو منافع حاضرة من أجل الاستثمار.

Ω: يمثل تعويضا عن مخاطر أخرى ترتبط بالزمن وهي التضخم.

3-2-2- تأثير العوامل الخاصة بكل عنصر

نظرا للخصائص المميزة لكل مصدر وأيضا الحقوق التي يتمتع بها، فإن درجة المخاطرة التي يتعرض لها تكون أيضا مختلفة ومتفاوتة، فالمقرضون يعتبرون أقل تعرضا للمخاطر من أصحاب الأسهم، أما أصحاب الأسهم فإنهم أكثر عرضة للمخاطر من المقرضين.

(1) ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية مصر، 1998، ص 215.

(2) أحمد أبو الفتوح الناقا، نظرية البنوك و النقود و الأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية مصر، 1998، ص 173.

مما سبق يتبين أن العائد الذي يتحصل عليه المستثمرين يتوقف على درجة المخاطرة التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، ويزداد على ذلك أن الاقتراض قد يكون أقل مصادر التمويل تكلفة بينما تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة.

3-2-3- تأثير مكونات هيكل رأس المال

تختلف تكلفة الأموال وفقا للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهيكل رأس المال وأيضا نسبة كل عنصر فيه(1)، فوجود نسبة كبيرة من الديون داخل الهيكل قد تؤدي إلى وجود تكلفة أقل مقارنة بالحالة التي تكون فيها الأسهم العادية أكثر تواجدا، وقد تتخذ هذه التكلفة قيمة وسطا عندما تشكل الأسهم الممتازة النسبة الأكبر في هيكل رأس مال المؤسسة (2).

(1) نفس المرجع، ص 433-434.

(2) محمد صالح الحناوي، 2001، مرجع سبق ذكره، ص- 85.

المبحث الثاني: النظريات المفسرة لهيكل رأس المال

يعتبر موضوع الهيكل المالي من بين أهم القضايا التي نالت اهتمامات البحث العلمي في مجال الإدارة المالية، حيث ظهرت عدة نظريات حول أمثلية اختيار الهيكل المالي للمؤسسة وتفسير السلوك التمويلي لها، إلا أنه ولحد الآن لا يوجد إجماع على أن نظرية معينة تجيب عن مختلف التساؤلات في هذا الصدد، وخاصة قضية أمثلية الهيكل المالي، بين اقتصاديات الاستدانة واقتصاد السوق.

المطلب الأول: المنظور الكلاسيكي لهيكل رأس المال

قد أثار مشكلة اختيار هيكل رأس المال جدلا حادا في مختلف المدارس التقليدية من خلال وجهات النظر المتناقضة بين كُتّاب الإدارة المالية، والتي بدأت تظهر بعد سنة 1952 حيث قام المفكر "دافيد دوراند" بعرض أسلوبين متطرفين وهما أسلوب صافي الربح وأسلوب صافي ربح العمليات، وقد برز بعدهما مدخل آخر كان وسطا بينهما ألا وهو المدخل التقليدي(1).

1- مدخل صافي الربح

يعتمد مدخل صافي الربح على فرض أساسي ألا وهو أن تكلفة كل من أموال الملكية و أيضا القروض ثابت لا يتغير وليس له أي علاقة بهيكل رأس المال، وهذا يعني أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي في هيكل رأس المال لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في تكلفة الأموال المستخدمة عن طريق القروض أو الملكية(2)، وبالتالي فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك ومعدل الفائدة على السندات لن يتغير بتغير نسبة الاقتراض داخل هيكل رأس المال(3)، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأموال الخاصة، فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر من الأموال الخاصة يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة وذلك حسب المعادلة التالية(4):

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

ويمكن تصوير العلاقة بين نسبة الاستدانة وتكلفة الأموال ببيانها في ظل نظرية صافي الربح حسب

الشكل الموالي:

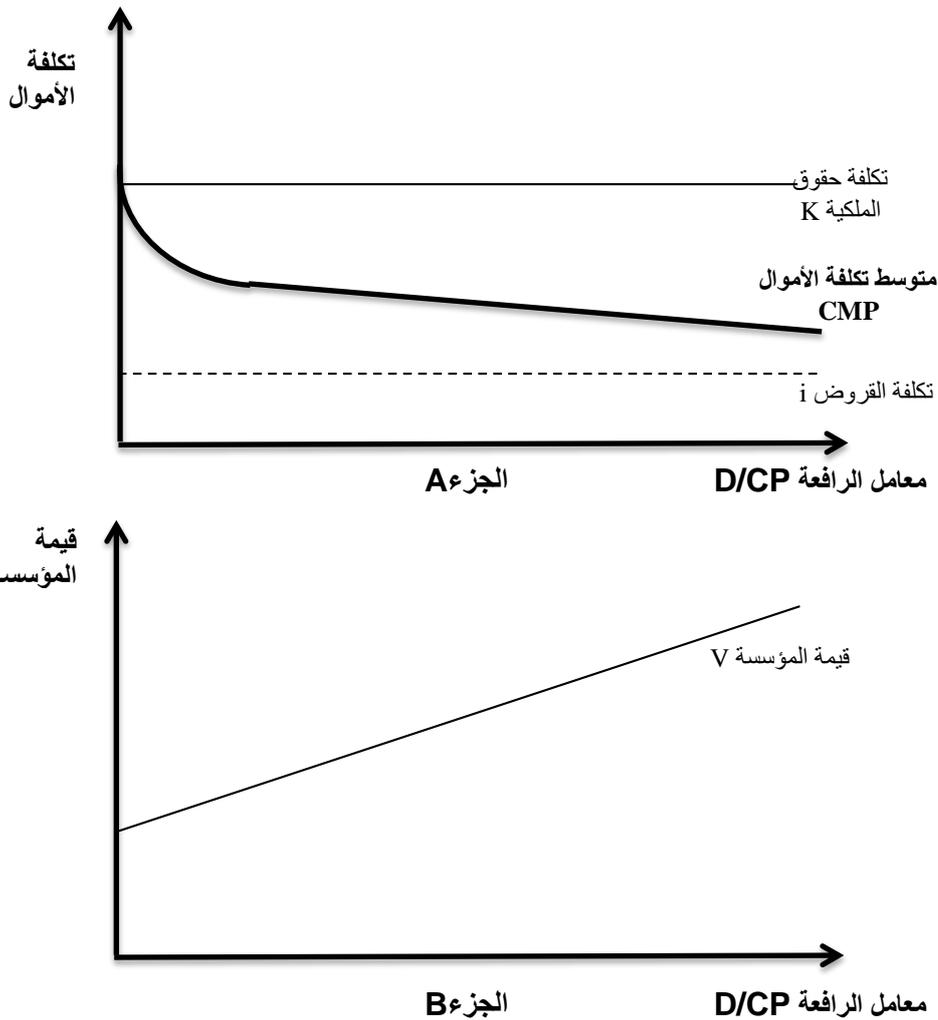
(1) CHARLES-ANDRE VAILHEN, *Evaluation de l'entreprise et coût du capital*, Vuibert, Paris, 1981, PP 12-13.

(2) محمد صالح الخناوي و رسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 1996، ص 385.

(3) عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2002، ص 182.

(4) ELIE COHEN, *Gestion financière de l'entreprise et développement financier*, Edition UREF, Paris, 1991, P 235.

الشكل 3- العلاقة بين الاستدانة وتكلفة الأموال طبقاً لمدخل صافي الربح



المصدر: عدوي هاجر، مرجع سبق ذكره، ص 74.

يتضح من الشكل أن تكلفة الأموال تنخفض كلما زادت نسبة الاستدانة، وتستمر في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها وتصبح مساوية لتكلفة أموال الاقتراض، وحيث أن انخفاض تكلفة الأموال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة، مما يعني بأن هيكل رأس المال الأمثل هو ذلك الذي تكون فيه نسبة القروض في أقصى حدودها حتى ولو وصلت إلى 100% من إجمالي مصادر التمويل(1). فكلما ارتفعت نسبة القروض إلى حقوق الملكية أدى ذلك لانخفاض التكلفة الاجمالية CMP (الجزء A)، وارتفاع قيمة المؤسسة (الجزء B)، إذن فهيكل رأس المال الأمثل هو ذلك الذي يتضمن أكبر جزء من الأموال المقترضة(2).

غير أن هذا المدخل يعاني من نقطة ضعف تتمثل في افتراض ثبات كل من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة، ما يدل على أن المقرضين ليس لهم أي رد فعل عند تغير الهيكل التمويلي، وأن تزايد المديونية الذي من المفترض أن يزيد في المخاطر المالية للمتعاملين مع المؤسسة لا ينعكس على سلوكهم في شكل زيادة

(1) محمد صالح الخناوي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص 431.

(2) عدوي هاجر، مرجع سبق ذكره، 2001، ص 74.

طلبهم لمكافئة إضافية، بالمقابل فإن تناقص المديونية من المفترض أن يُحسن صورة المؤسسة في نظر المساهمين ويساعد على الحصول على ديون بأقل كلفة(1)، لكن هذه الفرضية لا تُأخذ بعين الاعتبار كونها تتجاهل التكاليف الإضافية التي تتحملها المؤسسة عندما تحاول البحث عن الاستفادة من مزايا أثر الرافعة، كما يعاب عليها افتراض عدم وجود تكلفة الإفلاس.

وبالرغم من الطابع المجرد لهذه النظرية والغير الواقعي أحيانا تبقى مصدر توريد لأنماط تحليلية يمكن الرجوع لها لإعداد وتنفيذ وفهم السياسة المالية والاستثمارية للمؤسسة(2).

2- مدخل صافي ربح العمليات

حسب هذا المدخل فإن قيمة المؤسسة مستقلة تماما عن التغيرات في الهيكل المالي، ويقوم هذا المدخل على فرض أساسي يتمثل في: ثبات التكلفة الكلية للأموال بغض النظر عن نسبة القروض المكونة لهيكل رأس المال، وهذا باعتبار أن تكلفة القروض ثابتة، كما أن زيادة معدل العائد المطلوب من المالكين تؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل الكلية، ولكن اعتماد المؤسسة على المصادر منخفضة التكلفة يؤدي إلى إلغاء أثر الزيادة في تكلفة التمويل، وبالتالي فقيمة المؤسسة لا تكون عرضة لأثر هيكل رأس المال(3).

فمن خلال هذا المدخل، وفي ظل فروضه القائمة على ثبات كل من تكلفة الاقتراض وتكلفة التمويل، ومع الزيادة بشكل خطي في تكلفة الملكية فإن التحليل وفق هذا المدخل لا يرحب بفكرة وجود هيكل مالي أمثل، فقيمة المؤسسة تظل ثابتة طالما أن تكلفة الأموال ثابتة وقد أيد العديد من الكتاب هذا التوجه، ومن بين الأعمال المؤيدة ما جاء به كل من موديجلياني وميلر.

ويمكن إيجاد قيمة المؤسسة عن طريق جمع قيمة كل من أسهمها وقروضها، كما يمكن تحديدها كذلك من خلال خصم صافي الدخل التشغيلي(4)، حيث لا يكون من المهم تقسيمها بين الملكية والاقتراض، وهذا في ظل معدل خصم مرتبط بمخاطر الأعمال، فكلما كانت مخاطر الأعمال ثابتة فإن معدل الخصم (أو تكلفة التمويل) لا تتغير كذلك ويمكن توضيح ما سبق من خلال الشكل التالي:

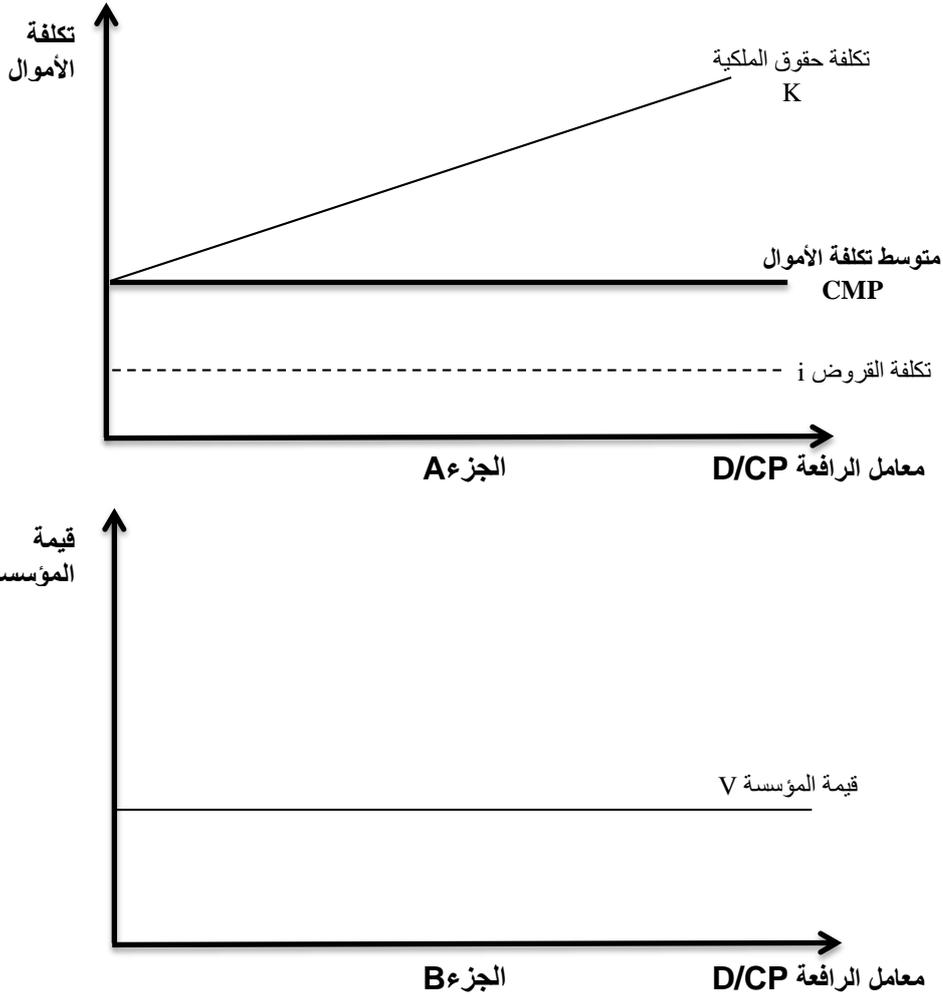
(1) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة 3، الإسكندرية مصر، 1999، ص 180.

(2) محمد صالح الحناوي و نihal فريد مصطفى و رسمية زكي قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 431-432.

(3) عبد الغفار حنفي و رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 198.

(4) سمير محمد عبد العزيز، التمويل و إصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الاشعاع، الاسكندرية مصر، 1997، ص 220.

الشكل 4- العلاقة بين الاستدانة وتكلفة الأموال طبقاً لمدخل صافي ربح العمليات



المصدر: منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية مصر، 1998، ص 185.

ويتضح في (الجزء A) أن الزيادة في نسبة القروض في هيكل رأس المال يؤدي إلى زيادة تكلفة حقوق الملكية والتي يرافقها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة الاعتماد على قروض ذات التكلفة المنخفضة نسبياً، مما يؤدي إلى ثبات في التكلفة المتوسطة للأموال وبالتالي ثبات القيمة السوقية للمؤسسة، كما هو موضح في (الجزء B) وبالتالي فلا يوجد هيكل رأس مال مثالي، فسواء اقتضت المؤسسة أو لم تقتض، وسواء أزدادت نسبة الاقتراض أو نقصت فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة مما يترتب عليه ثبات قيمة المؤسسة(1).

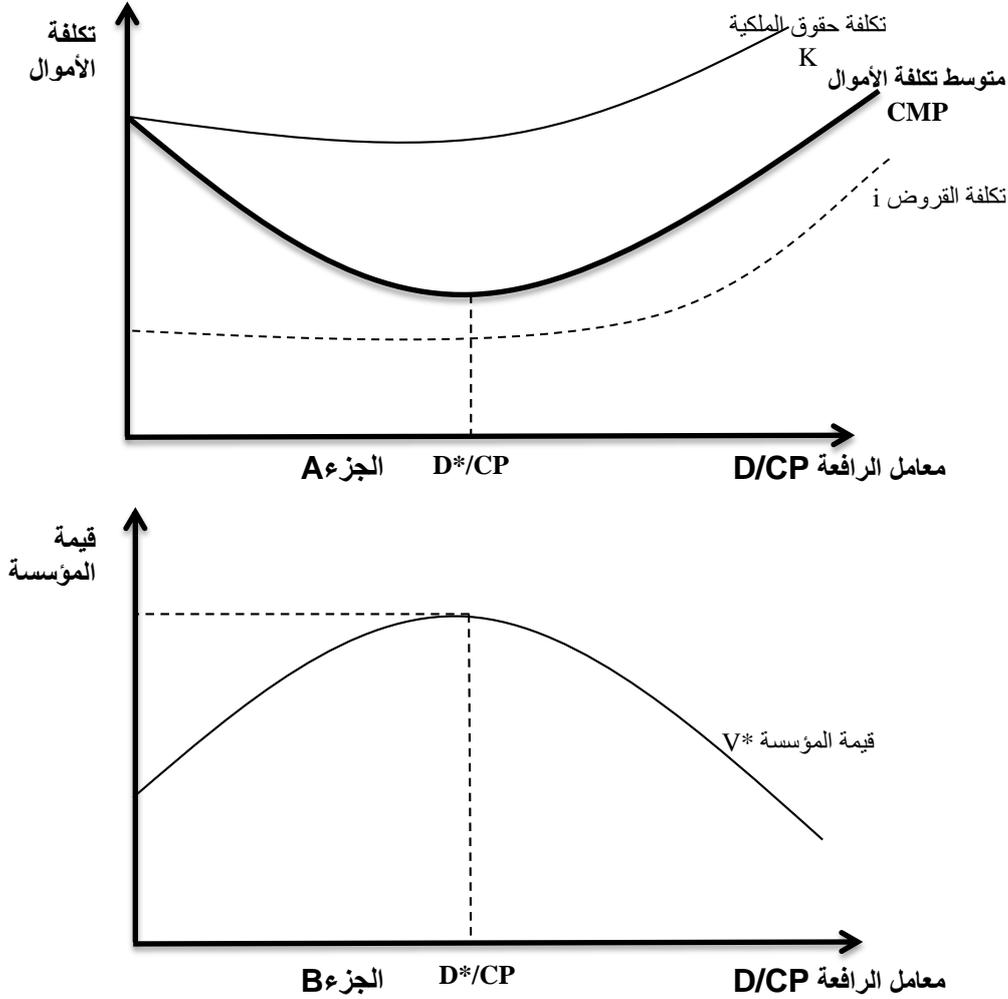
3- المدخل التقليدي

على عكس مدخل صافي ربح العمليات، يؤيد هذا المدخل وجود هيكل تمويلي أمثل، حيث يفترض أنه هناك نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد، وبالتالي تصل قيمة المؤسسة إلى أقصاها، ويقوم على أساس افتراض بأن زيادة نسبة الاقتراض ينتج عنها ارتفاع معدل العائد المطلوب من المستثمرين بسبب ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها، إلا أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة إلى حد معين من

(1) منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية مصر، 1998، ص 185-186.

الاقتراض، ثم تأخذ بعد ذلك في الارتفاع التدريجي (1)، وتفسير ذلك أنه على الرغم من أن تكلفة الاقتراض ترتفع تدريجياً بزيادة نسبة الأموال المقترضة، إلا أنه لا يزال مصدر تمويل منخفض التكلفة، وبالتالي فإن زيادة الاعتماد عليه سوف تسهم في تخفيض تكلفة الأموال (2)، و الشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل -5- العلاقة بين الاستدانة وتكلفة الأموال طبقاً للمدخل التقليدي



المصدر: CHARLES-ANDRE VAILHEN, Op Cit, P 19

يشير الشكل -5- إلى أن تكلفة الأموال تنخفض مع زيادة نسبة الاقتراض إلى أن تصل إلى النقطة D^*/CP ، ثم تأخذ في الارتفاع، وذلك لأن الاقتراض يظل مصدرًا أقل تكلفة من الأسهم العادية، من ثم فإن زيادة الاعتماد عليه تُسهم في تخفيض تكلفة الأموال، كما أن الانخفاض في تكلفة الأموال الناجم عن زيادة الأموال المقترضة الأقل تكلفة، يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال الناجم عن ارتفاع تكلفة حقوق الملكية، أما بعد النقطة D^*/CP يحدث العكس، ونتيجة لذلك فإن زيادة الاعتماد على أموال أقل تكلفة لم يعد كافيًا

(1) زغيب مليكة، مرجع سبق ذكره، ص 157.

(2) محمد صالح الحناوي و رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 392.

لتحقيق تخفيض تكلفة الأموال، أي أن المبالاة في الاعتماد على القروض تؤدي إلى زيادة تكلفة حقوق الملكية(1).

ومنه نلاحظ بأن المدخل التقليدي جمع إلى حد ما بين المدخلين السابقين، حيث أنه يؤيد مدخل صافي الربح في عدم وجود هيكل مثالي، كما يؤكد ما جاء به مدخل صافي ربح العمليات باعتبار أن الافتراض يمثل المصدر الأقل تكلفة في حدود معينة دون إفراط ولا تفريط، وبالتالي فإنه ومقارنة بالمدخلين السابقين، يعد الأقرب إلى الواقع وذلك لإسقاطه جملة من الفروض الغير متماشية مع الواقع.

المطلب الثاني: المنظور الحديث لهيكل رأس المال

ظل الفكر التقليدي سائدا حتى ظهور نظرية أرباح الاستغلال والمشهورة بـ M&M لميلر وموديجلياني في جوان 1958 لاعتبارها من أبرز الإنجازات في أدبيات التمويل، أين تعرض التقليديون إلى هجوم وانتقاد شديدين وذلك لاعتماد النظريات الكلاسيكية على جملة من الفروض الغير متماشية مع الواقع، ومع تطور الدراسات في هذا المجال ظهرت العديد من النظريات المفسرة لمدى تأثير هيكل رأس المال على المؤسسة، وستتطرق لأهم النظريات التي تمس مجال دراساتنا.

1- مدخل ميلر و موديجلياني Miller & Modigliani

لقد جاء هذا المدخل مدعما بمدخل صافي ربح العمليات، من خلال تقديمه لتحليل ينفي علاقة الهيكل المالي بتكلفته، وهذا ما يمكن إسقاطه أيضا على هيكل رأس المال في المؤسسة(2)، حيث اعتمد تحليل المفكرين على النظرية التحكيمية، والتي تعني الموازنة بين البدائل المتاحة من الأموال الخاصة والديون من خلال الايجابيات التي يحققها استعمال الأموال الخاصة وبين التكاليف المدفوعة على الديون(3).

ويقوم مدخل ميلر وموديجلياني على نفس الفروض التي قام عليها "المدخل التقليدي"، إلى جانب فروض أخرى يمكن تلخيصها كما يلي(4):

✓ كفاءة تامة للأسواق المالية.

✓ المعلومات عن المؤسسات العاملة في السوق متاحة ومجانبة.

✓ يمكن للمستثمر شراء ما يحتاج من أوراق مالية مهما صغرت الكمية التي يرغب في شرائها.

(1) عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 197.

(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات الادارة المالية، دار الجامعية الجديدة، الاسكندرية مصر، 2003، ص 173.

(3) ياسين العايب، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية -دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011، ص 16.

(4) عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة الجزائر، 2006، ص 109.

✓ يمكن وضع المؤسسات في مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط، وأن كل مؤسسة داخل مجموعة تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.

وقد مرت الدراسات التي قام بها الباحثان بمرحلتين(1):

1-1- حالة عدم وجود ضرائب

بافتراض غياب الضرائب فإن قيمة المؤسسة والمعدل الموزون لتكلفة رأس المال لا يتأثران بهيكل رأس مالها، بالتالي فإن تكلفة التمويل لا تتأثر بتغيير نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، وبهذا فإن نظرية ميلر وموديجلياني تنص على أنه "ليس للرفع المالي تأثير على قيمة المؤسسة و ثروة المساهمين" وأن المؤسسة لا تستطيع تغيير قيمتها بمجرد تجزئة تدفقاتها النقدية إلى قسمين مختلفين، و أن قيمة المؤسسة تحددها التدفقات النقدية لموجوداتها المادية ولا تحددها مكونات هيكل رأس المال(2)، وعليه فإن القيمة السوقية للمؤسسة لا تعتمد على هيكل رأس مالها و إنما على الأرباح قبل الفوائد و الضرائب، كما هو مبين في الشكل-6-، ويمكن التعبير عن الصيغة العامة لأثر الرفع المالي بالمعادلة التالية(3):

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

أما تكلفة رأس المال فتحسب وفق المعادلة التالية:

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

حيث أن: R_f : مردودية الأموال الخاصة.

R_e : المردودية الاقتصادية

i : تمثل المردودية المطلوبة على القروض مساوية لتكلفة القروض.

(1) عبد الكريم بوحادة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012، ص 83.

(2) محمد علي ابراهيم العامري، الادارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص ص 174-175.

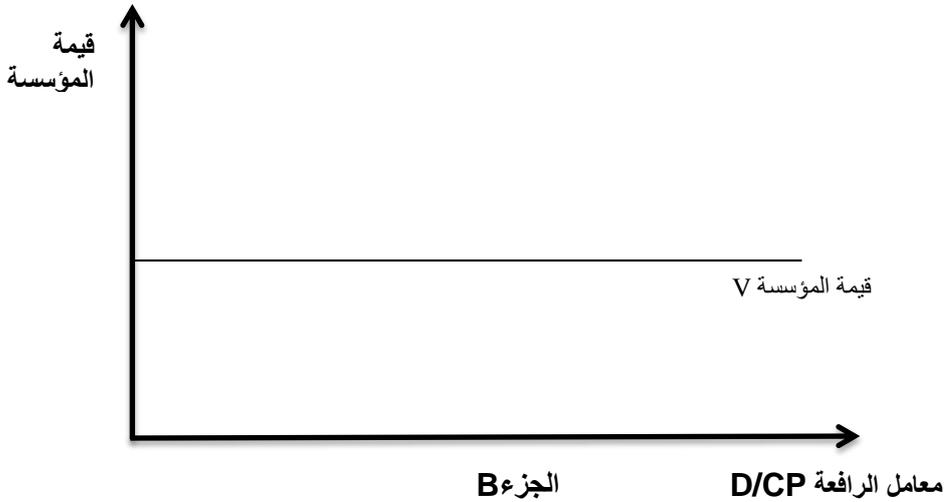
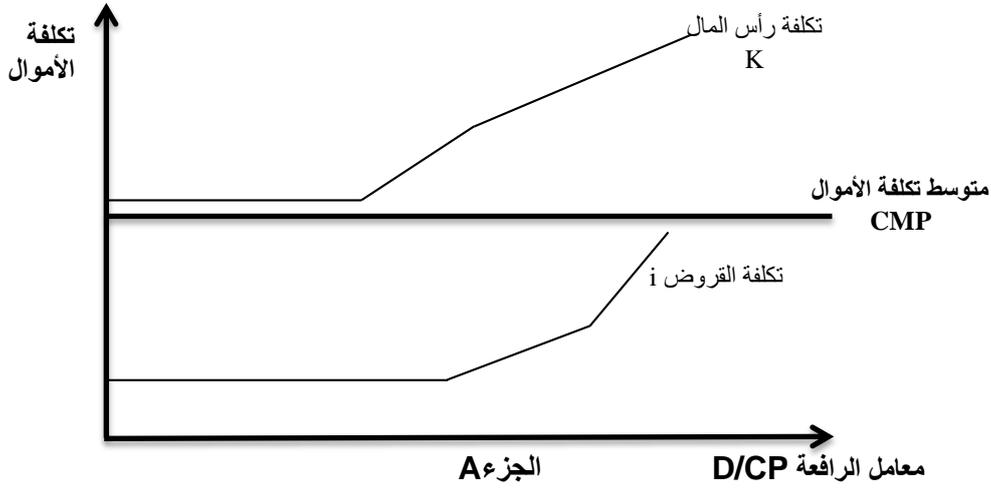
(3) عبد الغني دادن وآخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الندوة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، المعهد الاسلامي للبحوث و التطوير، 25-28 ماي 2008، ص ص 5-6.

وبتعويض قيمة R_f في المعادلة -2- وإجراء بعض الاختزالات نحصل على: $CMP = R_e$ وعليه فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المرودية الاقتصادية الأدنى المفروض، فهي إذن مستقلة عن الهيكل المالي، وتوصل الباحثان إلى أن زيادة الديون في الهيكل التمويلي يؤدي إلى (1):

✓ انخفاض تكلفة الأموال المرجحة بسبب رخص تكلفة القروض.

✓ لا تتأثر المؤسسة بتغير حجم الديون في ظل افتراضات السوق التام، وهذا ما أدى بهما فعلا إلى استخلاص النتيجة التي مفادها بأن "لا يؤثر هيكل رأس مال المؤسسة في قيمتها كما أن التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال ثابتة مهما كانت طبيعة الهيكل المالي".

الشكل -6- استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي في ظل غياب الضرائب



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

(1) حسين غطا غنيم، دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل، مكتبة الأكاديمية، القاهرة مصر، 2005، ص ص 214-215.

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

وقد وجهت العديد من الانتقادات لهذا المدخل من بينها(1):

✓ يبقى وجود كفاءة تامة للأسواق باستثناء وجود الضرائب محل انتقاد كون الأسواق المالية في الواقع لا تتميز بالكفاءة التامة.

✓ أسقط افتراض الضريبة على فوائد القروض والتوزيعات مساوية للضريبة الشخصية على الأرباح غير العادية والذي أصبح يقل عن معدل الضريبة الشخصية على التوزيعات بصدد التعديل الضريبي للولايات المتحدة الأمريكية عام 1986.

✓ تشير هذه النظرية إلى إمكانية إحداث التوازن بين القيم السوقية والمؤسسات المتماثلة من حيث درجة الخطر، لكن اختلاف اسعار الفائدة على القروض الممنوحة للأفراد والمؤسسات، وكذا عدم وجود معاملات مالية بدون قيود يحول دون ذلك.

2-1- حالة وجود ضرائب

أدرك كل من موديجلياني و ميلر في دراستهما عام 1963 أن اسقاط فرضية عدم وجود الضريبة على دخل الشركات من شأنه ألا يحافظ على ما توصلا إليه من قبل، وأن وجود ضريبة على دخل المؤسسات سوف يترتب عليه انخفاض تكلفة الأموال، وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة عن القيمة السوقية للمؤسسة أخرى مماثلة و تنتمي لنفس شريحة الخطر، غير أنها ممولة بالكامل عن طريق الملاك سوف ترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار الوفرات الضريبية الناتجة عن الاقتراض(2)، ويمكن توضيح كل ذلك بعلاقة رياضية من خلال المعادلة التالية(3):

$$V_e = V_n + T.D$$

حيث أن: V_e : القيمة السوقية للمؤسسة.

V_n : القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة.

$T.D$: القيمة الحالية للوفرات الضريبية.

من خلال المعادلة يمكن القول بأن المنهج الذي يستند عليه موديجلياني وميلر للتأكد من هذه الوضعية لا تخرج عن كونها احتلال ظرفي في سوق رأس المال، وأن آلية المراجعة كفيلا بالإعادة إلى الوضعية

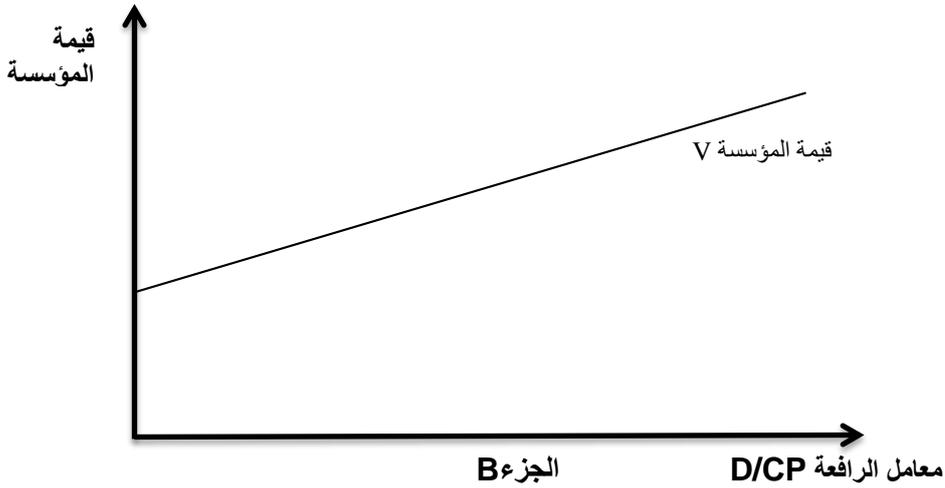
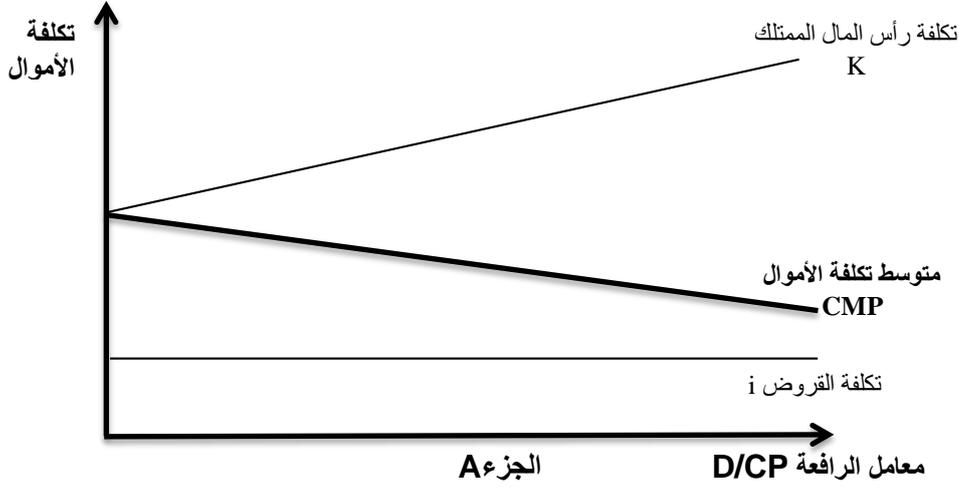
(1) علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الارباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009، ص 107.

(2) محمد صالح الحناوي وآخرون، الادارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 374.

(3) P. Vernimmen, *Finance d'entreprise*, 5^{me} édition, Dalloz, Paris, 2002, p 74.

الأصلية، ونظرا لوجود تفاوت في كل من قيمة المؤسسة المستدانة والمؤسسة الغير مستدانة في سوق الأموال الخاصة وفي مردوديتها المالية(1)، وبالتالي فإن الاختلاف في تكلفة رأس المال وتدنيه هذه الأخيرة تعظم قيمة المؤسسة، غير أنه في الواقع لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال فعلى عكس هذه الأخيرة فإنه يمكن وضع حد أدنى معين لحجم الديون(2)، ويمكن توضيح كل ذلك من خلال الشكل التالي والذي يبين تكلفة رأس المال للمؤسسة في ظل وجود الضرائب:

الشكل -7- تكلفة رأس المال للمؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب



المصدر: محمد صالح الخناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 454.

ويتضح من الشكل -7- بأن التكلفة الكلية للأموال تنخفض بزيادة نسبة الاقتراض، وهنا نجد بأن المدخل تقارب مع فكرة المدخل التقليدي، حيث يشير ولو ضمينا إلى وجود هيكل مثالي لرأس المال، غير أن هذا

(1) أسامة عبد الخالق الأنصاري، الإدارة المالية، كتاب الكتروني، أنظر الرابط التالي:

<http://www.makbtba2211.com/book/8398>، ص 405.

(2) خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية و الإفصاح المحاسبي، دار المسيرة، عمان الأردن، 2000، ص 251.

الاستنتاج لم يستمر طويلا، حيث أن ميلر وفي أحد أبحاثه تناول أثر ضريبة الدخل بالنسبة للمستثمر، وأوضحت الدراسة أن أخذ هذه الضريبة في الاعتبار يمكنه أن يخفض بل يقضي تماما على الزيادة في قيمة المؤسسة الناتجة عن الوفرات الضريبية، وبالتالي عدم وجود هيكل مثالي لرأس المال وثبات التكلفة الكلية للأموال بغض النظر عن نسبة الاقتراض(1).

2- نظرية التوازن

تنطلق هذه النظرية من أعمال "مايرز" 1984 والتي عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها:

- ✓ الأولى تم إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج M&M وخلصت إلى تحديد معدل مديونية أمثل.
- ✓ الثانية والتي أخذت بعين الاعتبار تكلفة الوكالة.

1-2- تأثير المديونية في ظل وجود تكلفة الإفلاس

لقد استبعد موديجلياني وميلر في تحليلهما مخاطر الإفلاس المترتب عن الاستدانة، كون العلاقة الموجودة بينهما علاقة طردية، تكون في شكل خطي عندما تكون نسبة الاقتراض في مستوياتها الدنيا وتستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاقتراض حدا معيناً، بعدها تبدأ مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في نسبة الاقتراض، الأمر الذي يعني ارتفاع تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة(2).

ويترب على الإفلاس تحمل هذه الأخيرة لتكاليف بعضها مباشرة تتمثل في المصروفات الإدارية والقانونية وكذا الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها الدفترية وأخرى غير مباشرة تتمثل في انخفاض أرباح المؤسسة لعدة أسباب كارتفاع حجم الفوائد نتيجة لزيادة الأموال المقترضة أو نتيجة لارتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرضين ويضيف بريجهام وجابنسكي أن مخاطر الإفلاس تزداد وتزداد معها التكاليف المصاحبة لها كلما زادت نسبة الأموال المقترضة(3).

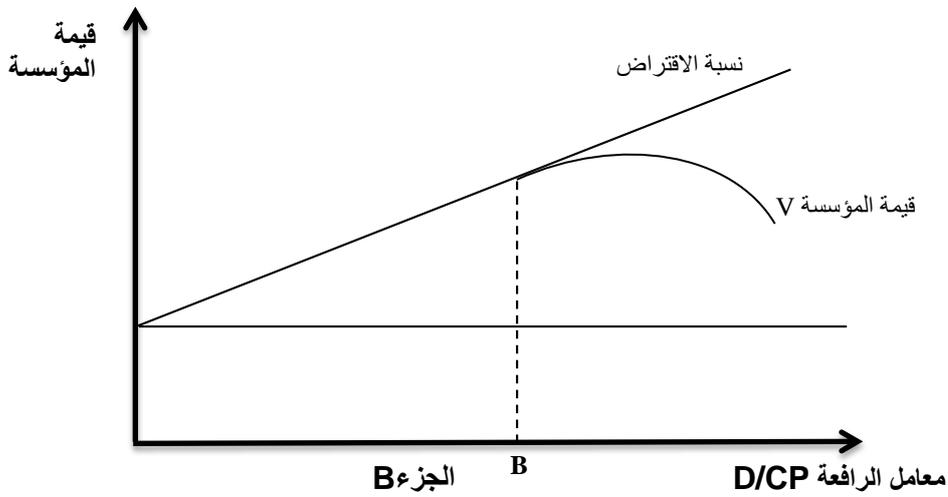
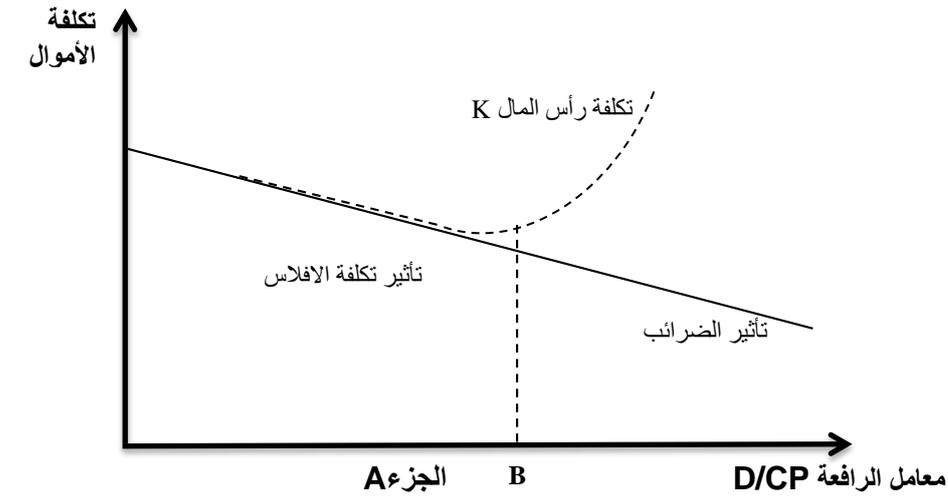
أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثراً متضادين على تكلفة الأموال، ومن ثم على القيمة السوقية للمؤسسة (نظراً للعلاقة العكسية بينهما)، فمن ناحية تسهم زيادة نسبة الاقتراض في تخفيض تكلفة الأموال بسبب الوفرات الضريبية لفوائد القروض، ومن ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الاقتراض بعد نقطة معينة إلى ظهور تكلفة الإفلاس، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، وعليه تتحدد نسبة الاقتراض المثالية في هذه الحالة بالنقطة B التي تكون عندها تكلفة الأموال في حدها الأدنى، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 455.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 246.

(3) Jacques Teulie et Patrick Topsacalian, *Finance*, 3^{ème} édition, Vuibert, Paris, 2000, p 440.

الشكل 8- العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس



المصدر: خالد الراوي، مرجع سبق ذكره، ص 261.

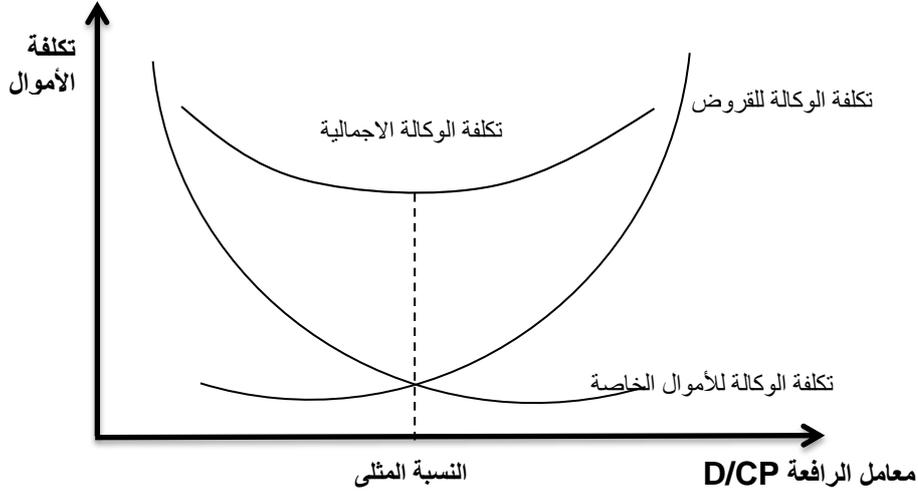
2-2- تأثير المديونية في ظل وجود تكلفة الوكالة

إن إسقاط فرضية غياب التضارب بين مصالح مختلف المتعاملين الذين لهم علاقة بحيات المؤسسة ألا وهم المدراء، المساهمين والمقرضين يعود إلى النظرية التي تسمى بالوكالة لـ "جانس وميكلنج" سنة 1976، والذين عرفها على أنها "عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يسمى الوكيل لأداء بعض المهام نيابة عنه وباسمه فيما يتعلق بالمؤسسة"، وتستوجب هذه المهمة نيابته في السلطة كما تشير هذه النظرية إلى إمكانية النظر للمؤسسة على أنها مجموعة من العقود بين أعضاء الفريق الذي يقدم عوامل الإنتاج (الملاك، الدائنين، العاملين والإدارة) حيث يسعى كل عضو في الفريق إلى تحقيق مصالحه الذاتية(1).

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية مصر، 2003، ص 17.

ولا شك أن تقديم المؤسسة على شكل مجموعة عقود ناتج عن لجوء الملاك إلى إبرام عقدين رئيسيين أولهما توكيل مسيرين أجراء على إدارة شؤون المؤسسة، وثانيهما العقد المبرم مع المقرض الذي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية احتياجات التمويل لديها، فبمجرد تسليم هذا الأخير لمبالغ مالية للمؤسسة سواء أكان ذلك على شكل قروض تفاوضية أو في شكل سندات دين على أمل الحصول على فوائد وأرباح رأسمالية مستقبلاً(1).

الشكل -9- تكاليف الوكالة في المؤسسة



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 257.

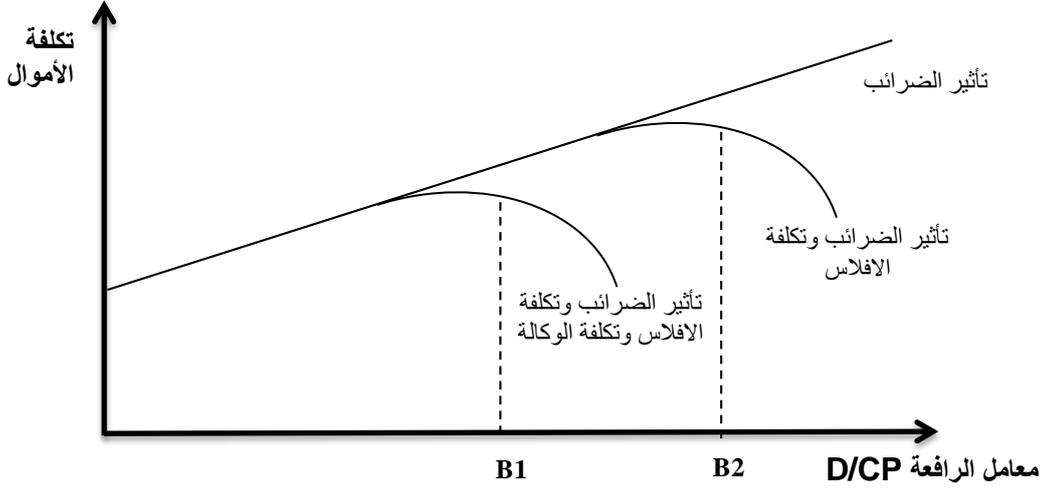
ويتضح من هذا الشكل بأن لتكلفة الوكالة للقروض علاقة طردية بنسبة الاستدانة كون القرارات المتخذة من طرف الدائنين تكون أكثر صرامة، أما منحنى تكلفة الوكالة للأموال الخاصة فيتحجه نحو الانخفاض كلما ارتفعت نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة، نظراً لتراجع المصاريف التي يتحملها الملاك للتأكد من حسن تادية الإدارة للمهام الموكلة لها، فتنتقل بذلك مهمة رقابة الإدارة وتقييمها للدائنين وتحقق النسبة المثلى للاستدانة عندما تبلغ التكاليف الإجمالية للوكالة حدها الأدنى(2).

ويتضح لنا من خلال ما تقدم بأن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة نسبة الأموال المقترضة ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة، وبالتالي سوف يترتب على ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة داخل الهيكل المالي وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

(1) نفس المرجع، ص 18.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 257-258.

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



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 260.

يشير الشكل إلى أن النسبة المثالية للاقتراض إلى الأموال الخاصة قد انخفضت من B1 إلى B2 على أن يراعى أنه عند النقطة B1 تتعادل الوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع مجموع تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، وقبل أن تبلغ نسبة الاقتراض هذه النقطة تكون الوفورات الضريبية أكبر من تلك التكاليف أما بعدها فيحدث العكس.

بالأخذ في الاعتبار الضرائب، المخاطر المرتبطة بالإفلاس وتضارب المصالح بين مختلف الأعوان المعنيين بحياة المؤسسة مهد إلى ظهور تحاليل متباينة هيكل التمويل سميت بنظرية التوازن والتي تقضي بأن القرار المحدد لنسبة الاقتراض هو محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحدثه الوفورات الضريبية والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة ومن ثم فإن قيمة المؤسسة سوف تتبع قيمة وإشارة الفرق بين الأثرين المتضادين الناجمين عن الاقتراض (1).

3- نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل

إن من بين النظريات الحديثة والتي ظهرت في بداية الستينيات وبالتحديد سنة 1961، نظرية التمويل السلمي أو نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل لـ "جوردن"، والتي لا تخرج عن كونها وسيلة تعتمد عليها المؤسسة في ترتيب أفضلية مصادر تمويلها، وتم تدعيم نفس النظرية بدراسة أخرى لـ «مايرز» سنة 1984، تنص على أن المؤسسة تفضل التمويل الداخلي (التمويل الذاتي) على التمويل الخارجي (ديون وأسهم عادية)، أما إذا تطلب الأمر تمويلًا خارجيًا فإن المؤسسة تفضل الديون على الأسهم العادية (2).

(1) محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، دار المناهج، عمان الأردن، 2007، ص 180.

(2) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 301-302.

ويرجع سبب اعتبار التمويل الداخلي في المرتبة الأولى إلى كونه مصدرا لا يواجه عادة بالمعارضة، إضافة إلى أنه يعفي المديرين الماليين من السعي للاتصال بالمستثمرين المحتملين، كما يبعد المؤسسة عن الوقوع تحت تأثير منطلق سوق رأس المال في حالة إصدار المزيد من الأسهم، وإصدار كمية كبيرة من الأسهم قد يترك أثرا عكسيا على القيمة السوقية للسهم، كما يحتمل أن يحدث تغييرا في مراكز الملاك داخل الجمعية العامة إضافة إلى ذلك لا تنطوي مصادر التمويل الداخلية أو الذاتية على تكاليف إصدار على عكس مصادر التمويل الخارجية(1).

إضافة إلى ذلك وللأسباب ذاتها يتوقع أن تأتي الأموال المقترضة في الدرجة الثانية، بإصدار السندات ينطوي على معارضة أقل، كما أن تكلفة إصدارها أقل وذلك مقارنة بإصدار الأسهم العادية، فيكون من الأفضل للمؤسسة أن تعطي أولوية التمويل للأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم عادية على أن تأتي الأموال المقترضة بينهما، بالتالي يتضح لنا أن هذه النظرية قدمت للمدير المالي للمؤسسة ترتيبا لمصادر التمويل التي يلجأ إليها لتغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة(2).

المطلب الثالث: الاختبار العملي لنظريات هيكل رأس المال

كما أشرنا سابقا فإن نظرية هيكل رأس المال تتصل اتصالا وثيقا بتكلفة أموال المؤسسة، لذلك فالهدف الرئيسي للقرارات الخاصة بهيكل رأس المال هي تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة من خلال استخدام المزيج التمويلي المناسب من المصادر طويلة الأجل، والذي يعرف هذا المزيج بالهيكل الأمثل لرأس المال، ومع هذا فقد تباينت الآراء من خلال عديد الدراسات التي اختصت في هذا المجال حول مدى وجوده من عدمه، فأصبح من الضروري البرهنة العملية على صحة هذه النظريات، والتأكد من فرضياتها في ظل العوامل و الظروف المحيطة بالمؤسسة التي تساهم و بشكل كبير في اختيار المزيج التمويلي المناسب لها.

فالمنظور الكلاسيكي جاء بعدة مداخل أولها كان مدخل صافي الربح لـ "دافيد دوراند" والذي يقوم على فرضية استقلالية تامة بين تكلفة أموال الملكية وتكلفة الاقتراض وأثما لا يتغيران بتغير نسبة الاستدانة داخل الهيكل التمويلي للمؤسسة، وأن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر من الأموال الخاصة يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة(3).

وبإسقاط هذه الفرضية على أرض الواقع نجد بأن نقطة ضعفها الأساسية تتمثل في إغفال هذا المدخل لتكلفة الإفلاس، إضافة إلى استحالة عدم مطالبة الملاك بعائد إضافي نتيجة لتعرض المؤسسة لمخاطر مالية

(1) إلياس بن ساسي و قريشي يوسف، التسيير المالي دروس وتطبيقات، دائر وائل للنشر، عمان الأردن، 2006، ص 392-393.

(2) دادن عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 146.

(3) محمد صالح الحناوي و رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 157.

ناجمة عن زيادة الرفح المالي، ويترتب عليه تقلب العائد الذي يطلبه الملاك والذي يعد على علاقة طردية بسابقه، ونستنتج مما سبق بأن فرضيات هذه النظرية مجردة وغير واقعية.

أما مدخل صافي ربح العمليات والذي جاء به أيضا المفكر السابق، فيستند على فرضية أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما ولا تتأثر بالتغيرات في هيكل رأس المال، كما أن المالكين يطالبون بزيادة العائد إثر زيادة اعتماد المؤسسة على القروض، وذلك نتيجة للمخاطر المرتفعة التي يتعرضون لها، وبالتالي فهذا المدخل لا يرحب بفكرة وجود هيكل مالي أمثل(1)، فسواء اقتضت المؤسسة أو لم تقتض وسواء أزدت نسبة الاستدانة أو نقصت فإن تكلفة الأموال تظل ثابتة، مما يترتب عليه ثبات في قيمة المؤسسة.

إلى جانب المدخلين المتناقضين في وجهة نظرهما، فإن المدخل التقليدي يعترف بوجود هيكل مثالي لرأس المال من خلال افتراضه وجود نسبة اقتراض مثالية يمكن من خلالها تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى حدودها وبالتالي فقيمة المؤسسة تصل إلى أقصاها(2)، كما أنه يعتبر المدخل الأقرب إلى الواقع مقارنة بمدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات، على اعتبار أنه أسقط جملة من الفروض الغير متماشية مع الواقع العملي.

أما المنظور الحديث فكانت أول دراساته نظرية موديجلياني وميلر سنة 1958 التي قدمت تحليلاً ينفي تأثر تكلفة التمويل بتغيير نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، وهذا في ظل غياب تام للضريبة، لكنها لم تركز على فرضيات واقعية كونها تعتبر الأسواق المالية ذات كفاءة تامة، إضافة إلى فرض تماثل الرافعة المالية الشخصية والرافعة المالية للمؤسسة من حيث الآثار، فهي بذلك تتبعد كثيرا عن الواقع الأمر الذي استدركه الباحثان في نظريتهما المصححة سنة 1963، حيث أنهما أسقطا الفرض السابق وحاولا ربطه بالهيكل المالي ودراسة أثره على قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب، وذلك باعتبار أن المصاريف المالية قابلة للتخفيض الضريبي على عكس التوزيعات أو العوائد التي يتحصل عليها الملاك والتي تأتي بعد فرض الضريبة، وبذلك فقد استخلصا كنتيجة أن المؤسسة التي تعتمد في هيكلها المالي على مزيج مكون من ديون وأموال ملكية ستفوق في قيمتها قيمة المؤسسة التي تعتمد كلية على أموال الملكية(3).

ويمكن القول بأن نظرية موديجلياني وميلر قد أغفلت في تحليلها مختلف الأخطار المصاحبة للاقتراض، والتي ينجم عنها ارتفاع في تكلفة هذا المصدر وتكلفة الأموال، لذا فقد جاءت نظرية التوازن لاستدراك هذا النقص في النظرية المصححة لموديجلياني وميلر، وهذا عن طريق دمج في مرحلة أولى لتكلفة الإفلاس ثم لاحقا لتكلفة الوكالة، وهذا إلى جانب تكاليف العسر المالي، والتي تعتمد أساسا في تحليلها على توازن بين الوفورات الضريبية للدين وتكلفة الإفلاس إضافة إلى تكلفة الوكالة والتي تنشأ نتيجة الصراعات المحتملة بين الملاك والمقرضين

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية مصر، 2003، ص 173.

(2) زغيب مليكة، مرجع سبق ذكره، ص 392.

(3) عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 86-89.

والمسيرين، فهي بالتالي تمثل مصاريف إضافية للمستثمرين، وتزداد بسعي كل طرف في المؤسسة وراء تعظيم مصالحه الشخصية دون مراعاة لباقي الأطراف الأخرى في المؤسسة(1).

أما نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل فقد حاولت إلى جانب ذلك تفسير سلوك المؤسسة، حيث أنها تعتبر أحسن وصف للسلوك التمويلي للمؤسسة وهذا من خلال العلاقة الرابطة بين تحقيق الربحية في المؤسسة وتوسع القاعدة الاقتراضية لها، وذلك بالتمويل بين المصادر التمويلية، وهذا من خلال توفير السيولة للظروف الطارئة عن طريق احتجاز نسبة من الأرباح، حيث لا تكون بحاجة إلى عملية التمويل من مصادر خارجية في حال إمكانية تغطية حاجاتها الاستثمارية، أما في حال المؤسسة التي تحقق مستوى أقل من الربحية، والتي لا تلي الأرباح المحتجزة حاجاتها التمويلي، فإنها تسعى لعملية التمويل الخارجي وهذا إما بالاقتراض كحل أول لسهولة اعتماده وللانخفاض النسبي في تكلفته، ثم اللجوء لإصدار أسهم عادية كحل أخير، وهذا لارتفاع تكلفتها وللمعارضة التي قد تصادفها خاصة من الملاك(2).

ولكن ما يعاب على هذه النظرية أنها تركز كثيرا على عامل التوقيت في اختيار القرار التمويلي المناسب، إلا أنه على المسير الأخذ بعين الاعتبار لكل من تكلفة الوكالة، الإفلاس والضرائب، الأمر الذي يحد من قدرة المؤسسة في الاستمرار في عملية الاقتراض، خاصة في ظل ارتفاع احتمال الإفلاس، مما يحتم الاعتماد على الأسهم العادية بدلا من السندات.

(1) محمد ابراهيم على العامري، مرجع سبق ذكره، ص 241.

(2) عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 100-102.

المبحث الثالث: أمثلية هيكل رأس المال

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

المطلب الأول: محددات الهيكل المثلى لرأس المال في المؤسسة

يجب أن تتضمن سياسة تشكيل الهيكل رأس المال الأمثل نقطة توازن بين المخاطرة ومزايا العائد، فالتخطيط السليم له هو الذي يأخذ في الاعتبار مصالح حملة الأسهم كونهم الملاك الحقيقيين للمشروع، فاستخدام المزيد من القروض يزيد تعريضهم للمخاطرة، كما أن المخاطرة العالية تقلل من أسعار الأسهم، ولكن وفي نفس الوقت فإن العائد المرتفع المتوقع للأسهم يزيد من أسعارها(1)، إضافة إلى هيكل رأس المال الأمثل يضفي قدرا من الاهتمام لمصالح الجماعات الأخرى كالموظفين، العملاء، الدائنين، المجتمع والحكومة، لذلك يجب أن يتسم الهيكل الأمثل لرأس المال بالمحددات الآتية:

1- الملاءمة بين طبيعة المصدر و طبيعة الاستخدام

إن تلازم مصادر الأموال المكونة لهيكل رأس المال مع استخداماتها أمر ضروري لتكوين هيكل مثالي، فالقاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الأصول الثابتة من مصادر طويلة الأجل كالأموال الخاصة أو القروض طويلة الأجل، أما المصادر القصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل(2)، ويقضي مبدأ الملاءمة أيضا بتمويل احتياجات المؤسسة قصيرة الأجل من مصدر قصير الأجل لأن تمويلها بمصدر طويل الأجل يتعارض وهدف الربحية مع المراعاة في ذلك لتكلفة كل مصدر، فالمصدر المناسب هو الذي يحقق معدل عائد أكبر من تكلفة الحصول عليه(3).

2- الربحية

أي أنه يجب أن يعود هيكل رأس المال على المؤسسة بأكثر ربح يمكنها أن تحققه، ويرفع قيمتها السوقية إلى أكبر حد ممكن، وذلك عن طريق الوصول إلى أقصى استخدام للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة، أي تحديد المزيج الأمثل لمصادر التمويل المكونة لهيكل رأس المال، مما يؤدي إلى إظهار تأثير البدائل التمويلية المختلفة في العائد بمستويات مختلفة من الفوائد والضرائب(4).

(1) محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2004، ص 355.

(2) سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 266-267.

(3) مفلح محمد عقل، مقدمة في الادارة المالية و التحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، عمان الأردن، 2009، ص 400.

(4) عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان الأردن، 2007، ص 201.

3- المرونة

بمعنى عدم اتصاف هيكل رأس مال المؤسسة بالجمود وقدرتها على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى التمويل، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها خاصة إذا تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال، ويتيح توفر المرونة بالنسبة للمؤسسة ما يلي(1):

- ✓ إمكانية الاختيار بين بدائل عديدة في مجموع الأموال التي تستخدمها في حالة حاجة المؤسسة إلى التوسع أو الانكماش
- ✓ إمكانية استخدام المتاح من الأموال عند الحاجة.
- ✓ زيادة قدرتها على المساومة مع مصادر التمويل.

4- السيطرة و الخطر

يجب أن يتضمن هيكل رأس مال المؤسسة أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة، لذلك فلا بد عليها من أن تراعي المخاطر و أولوية الحصول على الدخل و العائد(2)، فمن المعروف بأن المقرضين ليس لهم دور في إدارة المؤسسة، ولكن يمكنهم وضع بعض الشروط في اتفاقية القرض تحد من أنشطة الإدارة، كما أنهم يحظون بالأولوية على ملاك المشروع في الحصول على الدخل أو ناتج التصفية، مما يستوجب على المؤسسة بأن تستشعر الخطر عند زيادة الالتزامات الثابتة كالفوائد والأقساط، وعليه فإن كان الميل لدى الإدارة بالإبقاء على الرقابة وعدم توزيع نطاقها، فإنها تكون أكثر ميلاً لاستخدام نسب عالية من التمويل المقترض والأسهم الممتازة عند وجود حاجة إلى أموال إضافية(3).

5- نمط التدفق النقدي

والمقصود بنمط التدفق هو الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق العائد من عملياته، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق العوائد لها آثار سلبية على السيولة، ويمكن تفادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها مع مواعيد توفر السيولة في المؤسسة، ومن ثم فإن أفضل مصادر التمويل المكونة لهيكل رأس المال المثالي من منظور السيولة هو رأس المال ثم الاقتراض(4).

6- التخطيط الضريبي

إن للتخطيط الضريبي تأثير مهم في قرار اختيار مكونات هيكل رأس المال في المؤسسة، حيث أن القوانين الضريبية تسمح بطرح الفوائد على التمويل المقترض من أرباح المؤسسة، أي أن الفوائد تعد من بين التكاليف

(1) مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص ص 403-402.

(2) باسم محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، فلسطين، 2005، ص 77.

(3) خليل محمد خليل عطية، دراسات الجدوى الاقتصادية، مركز تطوير الدراسات العليا و البحوث، القاهرة مصر، 2008، ص 63.

(4) مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 402.

التي تظهر في جدول حسابات النتائج عند حساب النتيجة الصافية، في حين أن الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة والعادية لا يمكن طرحها من أرباح المؤسسة (1).

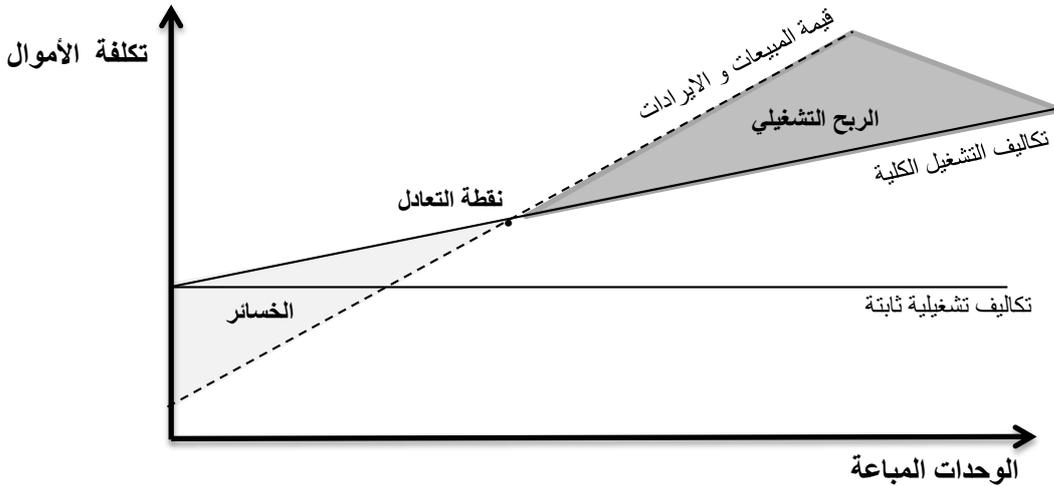
المطلب الثاني: اختيار الهيكل الأمثل لرأس المال

تعتمد المؤسسة بشكل كبير في اختيار هيكل رأس مالها على كل من الرفع المالي والتشغيلي وذلك لارتباطهما الوثيق بمفهومي العائد والخطر، لذا فإنه ومن الضروري تحديد حجم الإيرادات التي تغطي كافة التكاليف الثابتة للرفع المالي والتشغيلي، بغية تحديد مستوى الأمان المالي للمؤسسة، وكذا اختيار المصادر التمويلية المناسبة التي تحقق تكوين هيكل رأس مال مثالي.

1- تحليل التعادل

يرتبط مفهوم الرفع المالي أو التشغيلي أو حتى الكلي بمفهوم آخر ذو علاقة بهذه المفاهيم ألا وهو تحليل التعادل، فهو يقوم على ضرورة التفرقة بين أنواع التكاليف، إذ تمتاز التكاليف الثابتة بشباتها مع تغير حجم الإنتاج، على عكس التكاليف المتغيرة التي تتغير وفق حجم الإنتاج (2)، فتحليل التعادل يهدف إلى تحديد حجم الإنتاج الذي لا تحقق عنده المؤسسة لا ربح ولا خسارة، إضافة إلى تقدير الربح عند كل مستوى ممكن للمبيعات وهذا يحدث عند نقطة التعادل، التي تحدد عندها حجم المبيعات التي تغطي كافة التكاليف الثابتة التشغيلية والمالية، وكذا التكاليف المتغيرة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل -11- تحديد نقطة التعادل



المصدر: منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الاسكندرية مصر، 2003، ص 114.

من الشكل يتبين أنه عند نقطة التعادل تكون الأرباح التشغيلية مساوية تماما للتكاليف التشغيلية الكلية والتي لا تحقق عندها المؤسسة لا ربح ولا خسارة، ولكن قبل نقطة التعادل تتحمل المؤسسة خسائر وهذا

(1) عدنان تايه النعيمي و ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص 206.

(2) منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الاسكندرية مصر، 2003، ص 110.

كون التكاليف أكبر من الأرباح المحققة، على عكس القيم التي تكون بعد نقطة التعادل والتي تكون منطقة أمان بالنسبة للمؤسسة، إذ تحقق فيها المؤسسة عوائد تغطي كافة التكاليف.

ويمكن استعمال تحليل التعادل من أجل اختيار المصادر التمويلية الملائمة للمؤسسة، وهذا بناء على الأرباح المحققة والتي تتمثل في حصة السهم من الربح، أما في ظل التمويل بالأسهم العادية أو عن طريق الديون، فنقطة التعادل هنا تعكس حجم المبيعات التي تؤدي إلى نفس العائد على الأسهم دون الأخذ بعين الاعتبار لطريقة التمويل، ويمكن تحديد نقطة التعادل بالعلاقة الموالية(1):

$$EPS_D = ESP_E = \frac{[S - (F_C + V_C \times Q + I)](1 - T_X)}{N}$$

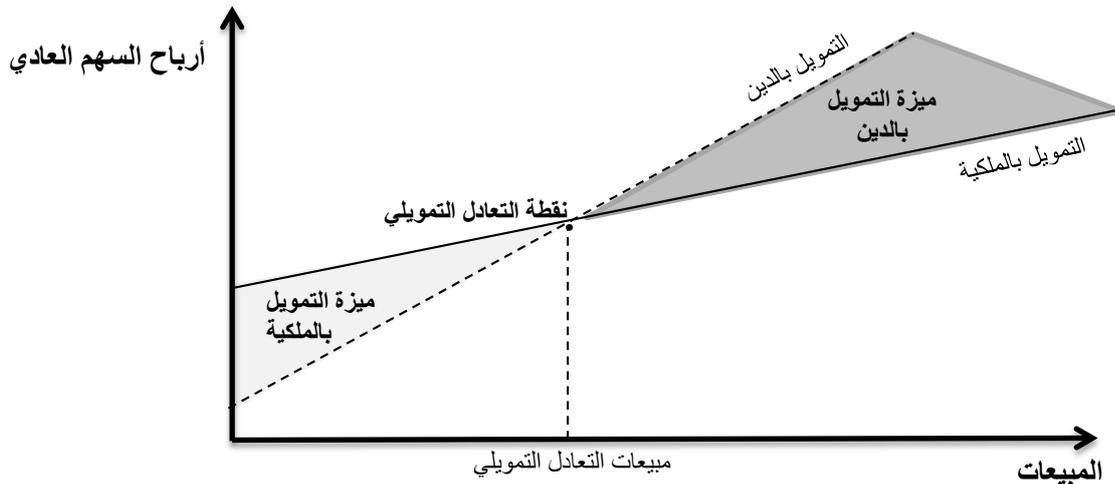
حيث أن: EPS_D : العائد على السهم في حالة استعمال الأسهم.

ESP_E : العائد على السهم في حالة استعمال الدين.

N : عدد الأسهم القائمة.

ويمكن توضيحها في الشكل البياني التالي:

الشكل -12- نقطة التعادل



المصدر: نفس المرجع، ص 116.

يمكن القول من خلال الشكل أنه في ظل مبيعات أقل من مبيعات التعادل، فمن الأفضل للمؤسسة الاعتماد على التمويل بأموال الملكية، وذلك كونها تحقق أرباحاً للأسهم أعلى من الأرباح المحققة من جراء الاعتماد على القروض، أما في ظل مستوى مبيعات يفوق مبيعات التعادل فحصة السهم من الأرباح

(1) مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 410.

تكون أعلى منها إذا تم التمويل بأموال الملكية، فمصلحة المؤسسة تقتضي الاعتماد على التمويل بالديون في تشكيل هيكل رأس مالها.

مما سبق يمكن استنتاج أن نقطة التعادل تتغير في ظل تغير مجموعة من العوامل، فإذا ربطناها مع التكلفة الثابتة والمتغيرة فإن ارتفاعهما معا أو ارتفاع أحدهما يؤدي بالضرورة إلى ارتفاع نقطة التعادل، بالتالي فهي على علاقة طردية مع التكاليف الثابتة والمتغيرة والكلية، والعكس إذ نجد سعر بيع الوحدة الذي بارتفاعه يؤدي إلى انخفاض نقطة التعادل وهذا نتيجة لزيادة الإيرادات، مما يعني بيع حجم أقل يُمكن من تغطية التكاليف، فتكون نقطة التعادل على علاقة عكسية مع سعر بيع الوحدة.

2- الرفع الكلي

حسب ما هو معروف فإن زيادة مبيعات المؤسسة في ظل وجود رفع تشغيلي تؤدي بالضرورة إلى زيادة الدخل الصافي قبل الفائدة والضريبة، ولكن هذه الزيادة وفي وجود رفع مالي تؤدي بالضرورة إلى زيادة أكبر في حصة السهم من الربح، ولهذا فالمؤسسة تعتمد على هذا المزيج من أجل تعظيم أثر التغير في المبيعات على حصة السهم من الربح وهو ما يدعى بالرفع الكلي، ويمكن تعريفه على أنه(1): "استخدام التكاليف الثابتة المالية منها والتشغيلية، وهذا من أجل تعظيم أثر التغير في المبيعات على ربحية السهم العادي".

1-2- قياس الرفع الكلي

يمكن قياس الرفع الكلي بقياس تأثير التكلفة الثابتة في ربحية السهم العادي، باستعمال العلاقة الموالية(2):

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

حيث أن: **Dtl**: درجة الرفع الكلي.

ΔS%: التغير النسبي في المبيعات.

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

$$Dtl = \frac{Q (P - V_C)}{Q (P - V_C) - F_C - I^*}$$

حيث أن **I*** تمثل فوائد الديون + أرباح التوزيعات للأسهم الممتازة.

ومنه فإن الرفع الكلي من خلال المعادلتين السابقتين يُظهر مدى قوة تأثير التكاليف الثابتة التشغيلية والمالية على ربحية السهم، حيث يعتبر من بين أهم المزايا التي يقدمها الرفع الكلي إضافة إلى توضيح العلاقات المختلفة بين كل من الرفع التشغيلي والمالي.

(1) عدنان تايه النعيمي و أرشد فؤاد التميمي، الادارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، عمان الأردن، 2009، ص 423.

(2) نفس المرجع، ص 424.

2-2- العلاقة بين الرفع المالي والتشغيلي والكلبي

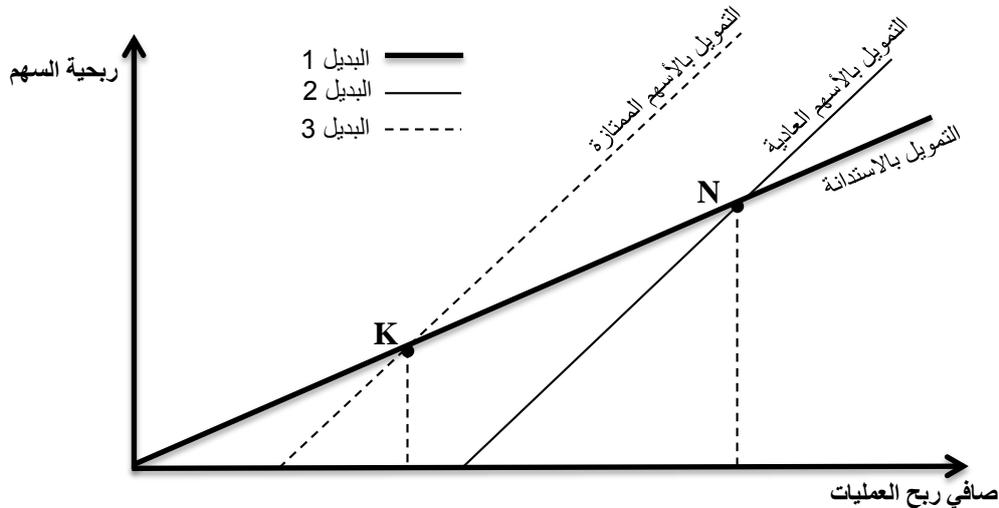
يؤدي اعتماد المؤسسة على درجة عالية من الرفع التشغيلي إلى أن نقطة التعادل ستكون عند حجم مبيعات مرتفع، مما قد يؤثر على الأرباح قبل الفائدة والضريبة، بينما يكون تأثير الرفع المالي على السهم بفعل التغير في المبيعات، وبما أن الرفع الكلي عبارة عن الأثر المشترك للرفع التشغيلي والمالي، فيمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية(1):

$$DTL = DOL \times DFL$$

3-2- المفاضلة بين هياكل رأس المال البديلة

تهدف المؤسسة من خلال اعتمادها على هيكل رأس مال محدد إلى تعظيم ثروة الملاك ومن ثم قيمة المؤسسة ككل، مما يعني محاولة تجنب التوسع في استخدام المصادر التمويلية منخفضة التكلفة وخاصة الاقتراض، لذا فعلى المؤسسة دراسة كل البدائل التمويلية المتاحة أمامها ومحاولة خلق أسس للمفاضلة بينها بما يوافق واستراتيجياتها المنتهجة، منها العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية، الرفع والخطر(2)، فالعائد المتوقع لحملة الأسهم العادية هو عبارة عن صافي الربح المتبقي وهذا بعد سداد الفوائد والضريبة، وأيضا حصول أصحاب الأسهم الممتازة على التوزيعات، ولاستعمال هذا المفهوم كأساس للمفاضلة بين هياكل رأس المال المتاحة أمام المؤسسة، يجب الوقوف على ربحية السهم العادي وكذا المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه الربحية، ويمكن شرح كل ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل-13- ربحية السهم في ظل مستويات مختلفة لصادف ربح العمليات



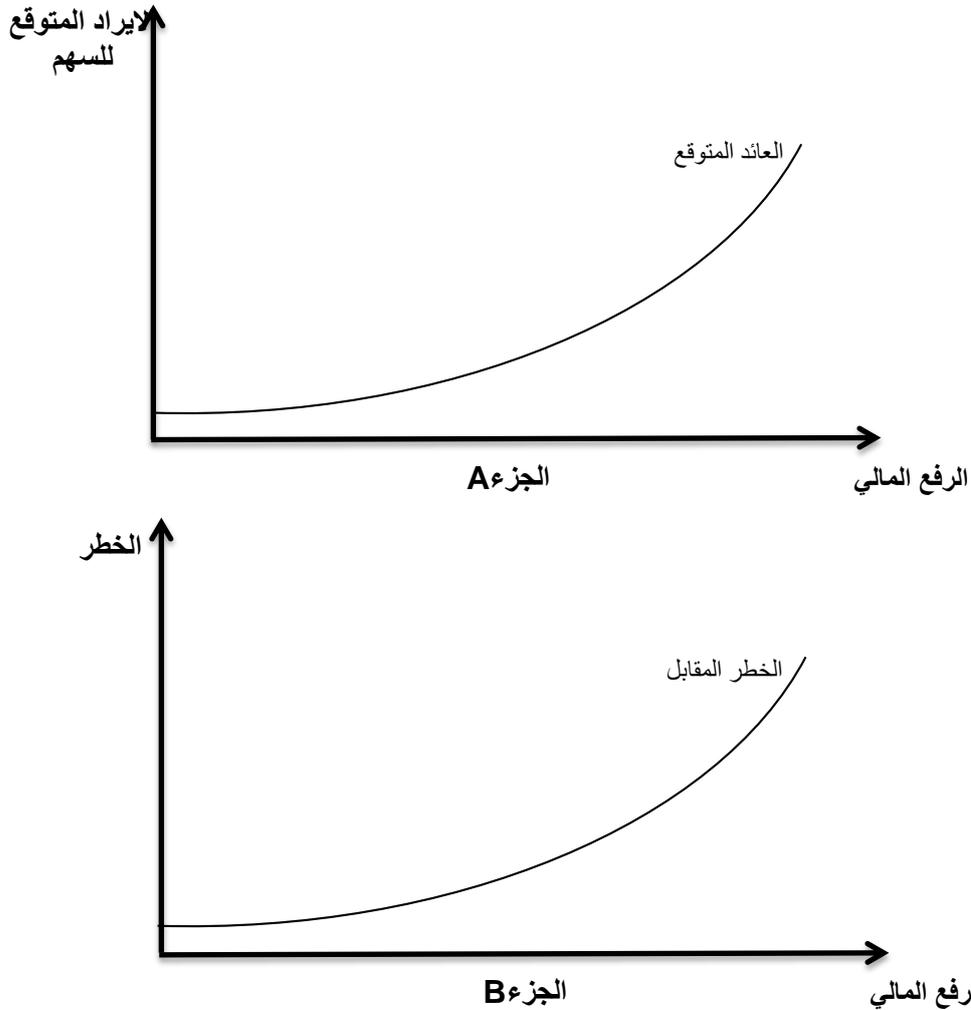
المصدر: منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص 145.

(1) عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية مصر، 2007، ص ص 409.

(2) منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ص 142-145.

من خلال الشكل يمكن تقسيم المنحنى إلى ثلاث أقسام وفق مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات وأثرها على ربحية السهم، ففي ظل مستويات صافي ربح العمليات أقل من K ، فإن ربحية السهم تكون مرتبة كما يلي: البديل 1، البديل 3 ثم البديل 2 نظرًا لأفضلية العوائد الناتجة عند التمويل بالقروض، الأسهم الممتازة ثم العادية على التوالي، فيكون من الأفضل للمؤسسة الاعتماد على الرفع المالي. أما عندما يكون صافي ربح العمليات بين النقطتين: $K-N$ ، فيصبح الترتيب كما يلي: البديل 3، البديل 1، ثم البديل 2 وهذا راجع لارتفاع المخاطر المالية، وبعد النقطة N يكون الترتيب كما يلي: البديل 3، البديل 2، البديل 1، والملاحظ من الشكل وجود نقطتي تقاطع والتي في واقع الأمر تمثل نقاط التعادل (1)، لكن هذا التحليل منقوص كونه لم يتطرق إلى المخاطر التي تتعرض لها ربحية السهم (2)، ونوضح ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل 14- العلاقة بين العائد، المخاطر والرفع المالي



المصدر: عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 404.

(1) نفس المرجع، ص ص 146-148.

(2) عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص 404.

المطلب الثالث: التكلفة المرجحة لمكونات هيكل رأس المال

بعد التعرف على محددات الهيكل المثلى لرأس المال، والتطرق إلى عملية اختيار الهيكل الأمثل لرأس المال في المؤسسة، وجب علينا التحدث عن التكلفة الوسطية المرجحة لمجمل الأموال التي تستخدمها المؤسسة في تكوين هيكل رأس مالها، وذلك لما لها من تأثير كبير في عملية اختيار هذه المكونات.

1- مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة وأهميتها

تختلف الأموال التي تستعملها المؤسسة من حيث حجمها تكلفتها ومصدرها، لذا فإنه يمكن تعريف التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال على أنها: "المتوسط المرجح لتكاليف مكونات هيكل رأس المال للمؤسسة، حيث يدخل في حساب المتوسط مكونات هيكل رأس المال وفقاً لأوزانها النسبية قياساً لحجم الهيكل ذاته"⁽¹⁾، لذا فإن كل مصدر يكون مرجح بنسبة معينة تمثل الوزن النسبي لهذا المصدر في هيكل رأس المال، ويتم حساب تكلفة الخليط التمويلي كل حسب وزنه في هيكل رأسمال المؤسسة، ويمكن أن تستعمل التكلفة المتوسطة المرجحة لغرضين أساسيين هما(2):

✓ أولهما في تقييم أداء المؤسسة، وذلك عن طريق المقارنة بين التكلفة المتوسطة المرجحة ومعدل المدروية لفترات زمنية سابقة.

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

ولكن لاستعمال الأوزان في تحديد تكلفة التمويل فإنها تعتمد على عاملين هما: مدى الاستقرار في هيكل رأس المال الفعلي وعلاقة القيم السوقية بالتناجج، وعليه يمكن تقييم المخاطرة التي تتعرض لها الأصول الاقتصادية للمؤسسة، وبالتالي تحديد مفهوم الأمثلية في اختيار هيكل رأس المال(3)، وبصفة عامة فإن استعمال مفهوم تكلفة رأس المال يعد مسعىً استراتيجياً للمؤسسات التي تميل إلى استهداف هيكل رأس مال أمثل يجعل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال أدنى ما يمكن وذلك قصد التقليل من المخاطرة.

2- العوامل المؤثرة في التكلفة الوسطية المرجحة

يمكن حصر أهم العوامل غير النظامية التي يمكن أن تؤثر في التكلفة الوسطية المرجحة لمكونات هيكل رأس المال في العناصر التالية(4):

(1) عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر، 2008، ص
(2) Davide E.Vance, **Financial Analysis & Decision Making**, McGraw-Hill, New York United States, 2003, p 152.

(3) دادن عبد الغني وأخرون، مرجع سبق ذكره، ص 3.

(4) منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر، مرجع سبق ذكره، ص 573.

1-2- هيكل التكاليف

بارتفاع التكاليف الثابتة للمؤسسة تزداد حساسيتها للظرفية الاقتصادية وبالتالي ترتفع تكلفة رأس مالها.

2-2- الحساسية للظروف الاقتصادية الكلية

توجد هناك بعض القطاعات جد حساسة للظروف الاقتصادية، فقطاع النقل مثلا تكون تكلفة رأس المال فيه مرتفعة على خلاف بعض القطاعات ذات الحساسية الضعيفة، كقطاع الصناعة.

3-2- خصوصية النشاط

فتكلفة رأس المال تختلف باختلاف النشاط وخصوصيته، وكمثال على ذلك: القطاع العقاري، وقطاع صناعة الطائرات، هذا الأخير يعتبر ذو مخاطر نظامية جد مرتفعة مقارنة بسابقه.

4-2- معدل نمو النتائج

فزيادة النمو تؤدي بالضرورة إلى زيادة المخاطر من خلال زيادة الحساسية لتغيرات السوق.

3- طرق حساب التكلفة الوسطية المرجحة

وتوجد طريقتين حساب التكلفة الوسطية المرجحة لمكونات هيكل رأس المال وهما (1):

1-3- الطريقة المباشرة

وذلك عن طريق حساب β الخاص بالأصل الاقتصادي بالاعتماد على نموذج MEDAF، ففي النموذج المعروف في تكلفة الأموال الخاصة نجد أن المعلمة β تتعلق بالأموال الخاصة، أما الآن فهي تتعلق بالأصل النقدي المتمثل في المجموع الجبري للأموال الخاصة والاستدانة الصافية، وتحسب التكلفة الوسطية المرجحة لمكونات هيكل رأس المال بالعلاقة الرياضية التالية:

$$K = r_{sr} + \beta_{AE} (r_m - r_{sr})$$

حيث أن: β_{AE} يمثل درجة حساسية مردودية الأصل الاقتصادي لمردود السوق، ويتم حسابه بإيجاد المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لـ β الأموال الخاصة و β الاستدانة، ونكتب:

$$\beta_{AE} = \beta_{CP} \frac{CP}{AE} + \frac{D_{net}}{AE}$$

$$\Rightarrow \beta_{AE} = \frac{\beta_{CP} + \beta_D (D/CP)}{1 + (D/CP)}$$

(1) عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 97-98.

ونلاحظ من العلاقة أن β_{AE} ترتبط بالاستدانة الصافية، β_D تحسب كسابقتها عن طريق إجراء الانحدار بين مردودية الديون المسعرة ومردودية السوق، وفي حالة انعدام β_D تبقى β_{AE} ترتبط بالاستدانة الصافية(1)، وقد اقترحت هذه الطريقة من طرف "موديجلياني وميلر" في المقال التصحيحي لسنة 1960.

2-3- الطريقة غير المباشرة

يتم حسب هذه الطريقة تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، ثم يتم حساب المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان، وتستعمل عموماً العلاقة الموالية في تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال:

$$CMP = t \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + i \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

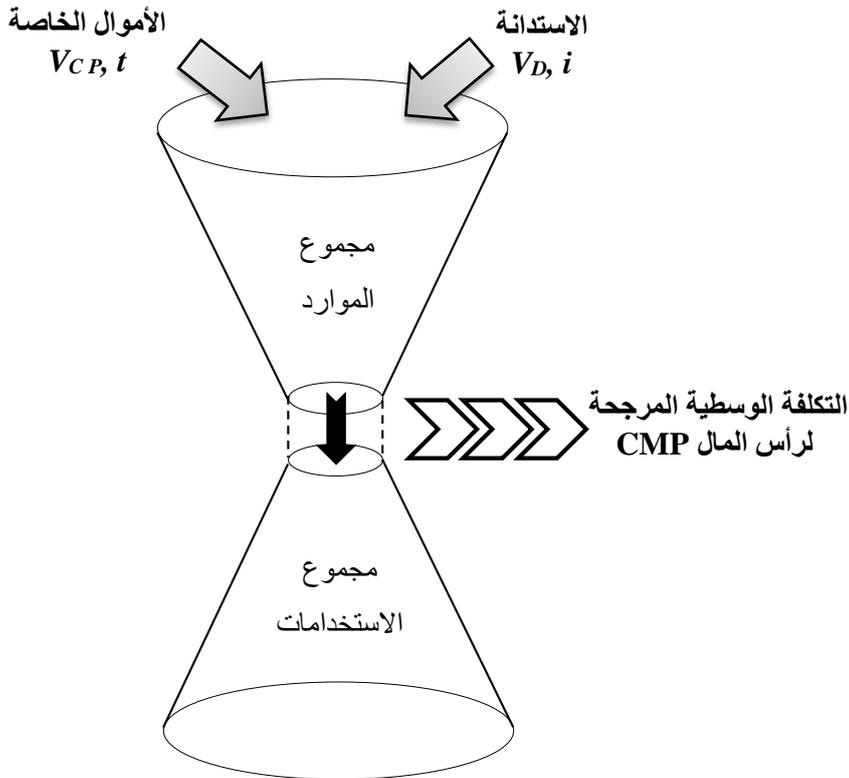
حيث أن: **CMP**: التكلفة الوسطية المرجحة وهي عبارة عن تكلفة رأس المال.

V_{CP}: قيمة الأموال الخاصة. **t**: تكلفة الأموال الخاصة.

V_D: قيمة الديون. **i**: تمثل تكلفة الاستدانة بعد الاقتصاد في الضريبة.

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل -15- التكلفة الوسطية المرجحة لهيكل رأس المال



المصدر: دادن عبد الغني وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 3.

بعد الحصول على تكلفة هيكل رأس المال K ، نستخدمها في تقييم المشاريع الاستثمارية كمعدل استحداث للتدفقات التي يولدها، وقد اختلفت الآراء بحساب هذه الأوزان ومنها نجد:

3-2-1- مدخل الأوزان الفعلية

يتم هنا ترجيح تكلفة كل عنصر على أساس نسبته الفعلية في هيكل رأس المال، ولا بد من المحافظة على نفس النسبة ونفس المصدر، أي أنه إذا زادت الاستدانة بمبلغ A لا بد من زيادة الأموال الخاصة بـ A ، وذلك مع الافتراض بأن الهيكل مثالي ومستقر، لكن هذا الطرح غير واقعي إلى حد كبير وقد وجهت له العديد من الانتقادات أهمها كانت بأن التكلفة CMP متغيرة تبعاً لتغير هيكل رأس المال والذي أدى إلى ظهور مدخل آخر يعرف بمدخل الأوزان المستهدفة.

3-2-2- مدخل الأوزان المستهدفة

وتقوم فكرة هذا المدخل على أن المؤسسة تضع هيكل رأس مال مستهدف محددة بذلك نسبة كل عنصر فيه وتسعى إلى تحقيقه، مما يعني ثبات التكلفة المحسوبة واستقرارها بغرض النظر عن الهيكل الحالي أو الفعلي، لكن وفي حقيقة الأمر قد يؤدي هذا المدخل إلى اتخاذ قرارات خاطئة إذا كان هناك تفاوت بين الأوزان الفعلية والمستهدفة، وبالتالي فإن استخدام هذا المدخل يترتب عليه عيوب أكبر من مزاياه.

3-2-3- المدخل الحدي

نلاحظ بأن المدخلين السابقين اعتمدا على الأوزان وذلك سواء أكانت الفعلية منها أو المستهدفة في هيكل رأس المال، ولكن هناك من يرى بأن التكلفة الوسطية المرجحة يتم حسابها على أساس أوزان العناصر المستخدمة في تمويل المشروع الاستثماري، وهي تختلف من مشروع لآخر أي اختلاف أوزان تلك المصادر، مما يمكن القول بأن هذا المدخل أكثر واقعية من سابقه (1).

(1) عبد الغفار حنيفي، رسمية زكي قريباقص، مرجع سبق ذكره، ص 175.

خلاصة الفصل الأول

لقد تمكنا من استخلاص عدة نقاط من خلال دراستنا لهيكل رأس مال المؤسسة أهمها:

- ✓ أن الهيكل المالي يمثل إجمالي الخصوم في الميزانية، أما هيكل رأس المال فيمثل التمويل الدائم للمؤسسة، وبالتالي فإنه يعتبر جزءاً من الهيكل المالي بعد استبعاد عناصر الالتزامات قصيرة الأجل.
- ✓ جاءت النظريات المفسرة لهيكل رأس المال متباينة من حيث فكرة وجود هيكل رأس مال مثالي من عدمه استناداً في ذلك على مجموعة من الفرضيات، إذ نجد من جهة بأنها تنفي وجوده من خلال مدخلي صافي الربح وصافي ربح العمليات ونظرية M&M، وتؤكد من جهة أخرى وجوده من خلال النظرية التقليدية ونظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل وكذا نظرية M&M المصححة (نظرية التوازن).
- ✓ أن هيكل رأس المال الأمثل هو ذلك الذي يحقق أعلى مستوى للاستدانة بغية الاستفادة من أثر الرافعة المالية ومن ثم مردودية المؤسسة، ولا يعرض هذه الأخيرة لمخاطر إضافية كالإفلاس.

الفصل الثاني

القرض السري كأداة للتحويل

في المؤسسة

مقدمة الفصل الثاني

إن للسندات دوراً مهماً وحيوياً في الاقتصاد، فهي توفر تمويلاً مستقراً طويل الأمد للشركات والدول على حد سواء، كما أنها تتيح للمستثمرين بديلاً مهماً عن الأسهم، وهذا نتيجة للربط السلبي السائد بينها وبين سوق الأسهم، فقيمة السندات ترتفع عندما تنخفض قيمة الأسهم والعكس صحيح، بالتالي فهي تقدم تدفقاً في الدخل أكثر موثوقية من هذه الأخيرة.

وعلى ضوء ما سبق، ارتأينا إلى تقسيم الفصل المتعلق بالسندات كأداة تمويلية إلى المباحث التالية:

- ✓ أساسيات حول القرض السندي.
- ✓ عمليات القرض السندي في سوق السندات.
- ✓ تأثير التمويل بالقرض السندي على المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: أساسيات حول القرض السندي

تعد السندات أحد أهم المصادر التمويلية طويلة الأجل التي تلجأ إليها المؤسسة في تلبية احتياجاتها المالية، كما أنها تعد الأقل تكلفة من بينهم، وستنطرق التفصيل في هذا المبحث إلى التعرف على ماهية السندات، العمليات التي تجرى على السندات، وكذا التطرق إلى ذكر تأثيرها على المؤسسة الاقتصادية.

المطلب الأول: ماهية السندات وأهميتها كمصدر تمويلي

1- مفهوم السندات

السندات أوراق مالية تصدر من طرف المؤسسة بقيمة اسمية وسعر فائدة اسمي وتاريخ استحقاق محدد، وتقوم المؤسسة بطرحها للتداول (وفق الآلية المتبعة في السوق المالية) للحصول على الأموال اللازمة لعملياتها، وتلتزم المؤسسة بموجب السند بدفع الفوائد الدورية ومن ثم أصل المبلغ عند بلوغ تاريخ الاستحقاق المتفق عليه(1)، ويمكن اعتبار الفوائد الدورية كالالتزام مالي إضافي تتحمله الجهة المصدرة للسند كمكافئة على تأجيل تسديد قيمة السندات(2).

وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل عن القيمة الاسمية، لذا فإننا نجد بأن المشتري يعمل على شراء السند بسعر السوق الحالي لأن هنالك فرصة بأن يحقق له ذلك أرباحاً رأسمالية كما أنه في بعض الحالات قد يتحمل خسائر رأسمالية، بينما تتم عملية إعادة الدفع وفق القيمة الظاهرة للسند(3)، وتحدد القيمة السوقية للسند حسب درجة المخاطرة التي يواجهها حامله، والتي تعتمد على الوضعية المالية للمؤسسة وكذا على الظروف الاقتصادية المحيطة ومستوى أسعار الفائدة في السوق.

ومنه يمكن القول أنه يمثل سند مديونية، يتم إصداره من طرف المؤسسة لتغطية حاجاتها من الأموال، وذلك عن طريق تعبئة أموال المدخرين، ويتم تداول هذه الأوراق على مستوى سوق الأوراق المالية. وتكون المؤسسة ملزمة بدفع فوائد دورية لحاملي السندات والتي في الغالب تكون ثابتة، ويحدد على السند المبلغ الإجمالي إضافة إلى القيمة الإسمية والمدة وسعر الفائدة(4).

وتتمثل أهم التزامات طرفي العقد فيما يلي(5):

- (1) سمية دربال، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد و تسيير المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012، ص 16.
- (2) محمد عوض عبد الجواد، على ابراهيم الشديقات، الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار الحامد، عمان الأردن، 2006، ص 106.
- (3) جون وايت ترجمة خالد العامري، الاستثمار في السندات والأسهم، الطبعة 5، دار الفاروق، القاهرة مصر، 2003، ص 165.
- (4) حسني عبد العزيز يحيى، الصيغ الإسلامية للاستثمار في رأس المال العامل، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الفلسفة تخصص المصارف الإسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية و المصرفية، عمان الأردن، 2009، ص 31.
- (5) عبد الكرم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص ص 11-12.

- ✓ حق حامل السند في فائدة دورية.
- ✓ التزام الطرفين بتاريخ استحقاق الفوائد، وتاريخ استحقاق السند.
- ✓ تحديد قيمته الدفترية وكذا ضماناته إن وجدت، وأولوية حملة السندات في المطالبة بحقوقهم.
- وعلى عكس هذه الحقوق التي تكون لحاملي السندات، فإنه:
- ✓ ليس لهم الحق في حضور والتصويت داخل الجمعيات العامة.
- ✓ ليس لهم الحق في إدارة المؤسسة.
- ✓ الفوائد تكون في الغالب ثابتة مما يجعلها عرضة لمخاطر التضخم (الارتفاع).

2- خصائص السندات

للسندات العديد من الخصائص تميزها عن باقي مصادر التمويل طويلة الأجل، وتتمثل أهمها في:

1-2- صك مديونية

فالسند يعتبر أداة تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المؤسسة المصدرة والمستثمر، بالتالي فهو واجب على المؤسسة تسديد هذا الدين بحلول تاريخ الاستحقاق إضافة إلى دفع الفوائد المترتبة عليه(1).

2-2- سعر الفائدة

أو العائد المتوقع من السندات يكون في الغالب ثابتا، يمثل نسبة من القيمة الاسمية للسند، كما قد يكون أيضا متغير أو عائم...الخ.

3-2- ميزة الاستحقاق

تحمل السندات بصفة عامة تاريخ استحقاق لها، وهذا يعني بأنه لا يحق للمستثمر في السندات بالمطالبة بسداد قيمتها قبل انقضاء مدة الاستحقاق(2).

4-2- خاصية الاستبدال

وتسمح لحاملي السندات بالإفادة من فروقات العوائد والامتيازات التي يمكن أن يحصلوا عليها من عملية التحويل هذه، كما أن قابلية تحويل السندات إلى أسهم تحفز المستثمرين على شرائها مما يزيد من حجم الطلب عليها، ومن جهة أخرى فإن عملية التحويل ستقلل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعنية وخاصة عندما تزداد قيمتها(3).

(1) ضياء مجيد، البورصات: أسواق رأس المال و أدائها، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية مصر، 2003، ص 37.

(2) محمد عوض عبد الجواد، على ابراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 108.

(3) محمد سعيد عبد الهادي، الادارة المالية: الاستثمار والتمويل، التحليل المالي والاسواق المالية الدولية، دار الحامد، عمان الأردن، 2008، ص 253.

5-2- خاصية استدعاء السندات

والمتمثلة في حق المؤسسة في إعادة شراء السندات المصدرة من طرفها، مقابل التزام المؤسسة بتعويض حاملها لتنازلهم عنها قبل حلول تاريخ الاستحقاق، ويحدث ذلك خاصة في الفترات التي تنسم بانخفاض في سعر الفائدة، مما يمكن المؤسسة من إعادة إصدار أوراق مالية أخرى بسعر فائدة أقل من سابقتها(1).

6-2- خيارات الشراء المضمون

تعتبر من المحفزات التي تربطها الشركة بالسند عند إصداره، إذ تعطي الحق لأصحاب السندات المشاركة في حقوق الملكية، ولكن ليس عن طريق استبدال السندات إنما يكون لحاملها الامتياز في الحصول على الأسهم عند إصدار أسهم جديدة من قبل المؤسسة(2).

7-2- قابلية التداول

السندات هي صكوك لحاملها أي أنها قابلة للتداول في ظل وجود سوق رأس مال تسهل عملية تداول الأوراق المالية، أي أن المستثمر يمتلك القدرة على بيع الأصل بسرعة وبدون أن يقدم تنازلات سعرية كبيرة(3).

8-2- قابلية التسديد الجزئي (السنوي)

وهنا تتعهد الجهات المصدرة للسندات باستعادها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنويا وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيم الكلية وهذا تحفيزا للمشتري، غير أن في ذلك جانبا سلبيا أيضا لأن التسديد الجزئي يحمل خصما على الفوائد المستحقة، أي تكون العوائد التي سيتلقاها المستثمرون فعلا أقل من العوائد التي تتضمنها القيمة الكلية في نهاية الفترة(4).

9-2- الميزة الضريبية

تحقق السندات ميزة ضريبية للمؤسسة وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للريح، باعتبار أن هذه الفوائد من النفقات التي تتحملها المؤسسة(5).

10-2- الخاصية المالية

تعتبر هذه الخاصية ذات أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسة المصدرة للسندات، مما يعني أن إصدار القرض في حد ذاته قرار مالي حساس يتطلب دراسة متأنية قبل إصداره وكذا معرفة التكاليف المالية المترتبة عليه(6).

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر، 2003، ص 27.

(2) عبد الكرم بوحادة، مرجع سبق ذكره، ص 12.

(3) محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2000، ص 248.

(4) محمد عوض عبد الجواد، على ابراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص ص 108-109.

(5) محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الأسهم و السندات، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2004، ص ص 161-162.

(6) عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وقائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية مصر، 2003، ص

3- أهمية السندات كمصدر تمويلي

هناك العديد من العوامل التي تجعل المؤسسة تلجأ إلى السندات كمصدر تمويلي وهذا لما لها من أهمية كبيرة تميزها عن باقي مصادر التمويل، والتي تكمن أساساً في كونها توفر للمؤسسة المصدرة لها العديد من المزايا كالاستفادة من الرفع المالي، بشرط أن تكون تكلفة السندات أقل من العائد المتوقع على الاستثمار المقترض حتى يكون هناك فائض بين العائد والتكلفة والذي يسهم في تحسين العائد على حقوق المساهمين(1).

كما يمكن للسندات أن تحقق ميزة ضريبية للمؤسسة كون الفوائد المدفوعة على السندات تعتبر مصاريف يمكن تحميلها لقائمة الدخل للوصول إلى صافي الربح الخاضع للضريبة، وإذا قارنا ذلك مع توزيعات أرباح الأسهم سنجد أن هذه التوزيعات يتم دفعها من الأرباح المتحققة بعد الضرائب، إضافة إلى ما سبق فالسندات تحمل مزايا أخرى تتمثل في كون المؤسسة يمكنها استخدام أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة، كما يمكن لها أن تحقق المرونة فيما يتعلق بإدارة الهيكل المالي للمؤسسة(2).

ومن الجدير بالذكر أن هناك قيود على إصدار السندات من وجهة نظر المؤسسة، فالسند يمثل تكلفة ثابتة على المقترض لذلك سيكون هناك مخاطر مالية كبيرة إذا لم تحقق المؤسسة عائداً على الأموال المقترضة يزيد عن تكاليف هذه الأموال، كذلك هناك حدود لما يمكن لكل مؤسسة أن تقترض تتمثل في العلاقة بين الديون قصيرة الأجل وطويلة الأجل وحقوق المالكين حيث أن تركيبة هيكل رأس المال في المؤسسة تحكمه العديد من الأمور كالمخاطرة، تكاليف التمويل، طبيعة عمل الشركة... إلخ(3).

المطلب الثاني: أنواع السندات

مع التطور الكبير الحاصل في المجال الاقتصادي والمالي، وضرورة توفير التمويل اللازم للمؤسسات، دفعت إلى ابتكار أنواع مختلفة من السندات وهذا من أجل تسهيل عمليات تسويقها، وبالتالي توفير الأموال اللازمة وأيضاً ضمان مصالح الإدارة عن طريق عدم التدخل في إدارة المؤسسة، ويمكن أن التمييز بين هذه السندات وفقاً للمعايير التالية:

1- حسب الجهة المصدرة

حسب هذا المعيار يمكن أن تصنيف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما:

-
- (1) عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 490-491.
 (2) فيصل محمود الشواره، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية و العلمية، دار وائل للنشر، عمان الأردن، 2008، ص ص 76-77.
 (3) سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص ص 126-127.

1-1- السندات الحكومية

عندما ترغب الحكومة في الاقتراض لفترة قصيرة الأجل، تستطيع أن تصدر أدونات خزينة مستحقة السداد بعد ثلاثة وأحيانا ستة أشهر، أما في حالة الاقتراض من أسواق رأس المال فإنها تصدر السندات الحكومية، والتي تكون الدولة فيها الطرف المدين، من جهة أخرى تكون البنوك وشركات القطاع العام أو القطاع الخاص الطرف الدائن.

وتهدف من خلال إصدار هذه السندات تغطية العجز في الميزانية العامة، إضافة إلى الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها، وكذا تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد بهدف ضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد والتحكم في الأزمات الاقتصادية، وخاصة في فترة التضخم للتقليل من حجم السيولة المتداولة وفي حالة الكساد تقوم بشراء السندات والزيادة في السيولة العامة بهدف تحقيق التوازن الكلي(1).

وتتصف السندات الحكومية بعدة خصائص تتمثل في(2):

- ✓ انخفاض درجة المخاطرة المرتبطة بها بسبب ضمان الحكومة لها في أغلب الأحيان.
- ✓ ارتفاع درجة السيولة بالمقارنة مع السندات التي تصدرها الشركات المساهمة.
- ✓ إضافة إلى مزايا ناجمة عن عدم خضوعها للضريبة؛ بسبب الإعفاء الضريبي الممنوح على الدخل المتمثل بالفوائد.

2-1- السندات الخاصة

وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزاتهما أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين(3).

2- حسب شكل الإصدار

تقسم السندات من حيث الشكل الذي تصدر به إلى نوعين هما(4):

(1) رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص 62.

(2) برايان كويل، السندات الحكومية، دار الفاروق، القاهرة مصر، 2006، ص ص 15-21.

(3) محمد عوض عبد الجواد، على ابراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 113.

(4) محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات، دار النفائس، عمان الاردن، 2009، ص ص 217-218.

1-2- السندات لحامله

ويتم إصدار هذا النوع دون أن يحمل اسم المستثمر، فتنقل ملكيته بطريق الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على الفائدة عند استحقاقها، وتحصل بمجرد نزع القسيمة المرفقة بالسند وتقديمه للبنك المعين، وعند حلول موعد استحقاق السند يكون لحامله أيضاً الحق في استلام قيمته الاسمية مباشرة من البنك.

2-2- السندات الاسمية

ويكون السند اسماً أو مسجلاً عندما يحمل اسم صاحبه، ويوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، وهذه السندات الاسمية يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي وفائدته، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً ويقتصر على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل قسيمة ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحويلها من البنك مباشرة.

3- حسب الضمانات المقدمة

وتتفرع السندات على أساس الضمانات المقدمة من طرف الجهة المصدرة إلى نوعين:

1-3- السندات المضمونة

تقدم الجهة المصدرة ضماناً لحملة هذه السندات تتمثل في بعض ممتلكات الشركة سواء المنقولة كالأوراق المالية بأنواعها، أم غير المنقولة وهي الأكثر شيوعاً كالأراضي، والمباني، والآلات وغيرها، وعليه فإذا عجزت الشركة المصدرة للسندات عن التسديد في مواعيد الاستحقاق، يمكن لحملة السندات الحجز على هذه الأصول المرهونة والعمل على بيعها وتحصيل حقوقهم قبل أي جهة أخرى (1).

وقد يكون الرهن مفتوحاً أو مغلقاً، فإذا كان مفتوحاً يحق للشركة المصدرة للسندات إعادة رهن هذه الأصول لضمان إصدارات سندات أخرى قبل انتهاء مدة الرهن الأول، أما إذا كان الرهن من النوع المغلق فلا يحق للشركة المصدرة للسندات استخدام نفس هذه الأصول لضمان إصدارات أخرى قبل انتهاء مدة الرهن الأولى، وفي بعض الحالات تقوم جهات أخرى بضمان السندات التي تصدرها الشركة كقيام البنك المركزي بضمان إصدار سندات لإحدى الشركات التي تمتلك الحكومة حصة فيها.

2-3- السندات غير المضمونة

ويطلق عليها تسمية السندات العادية، حيث يتم إصدارها بضمان المركز الائتماني للشركة وتعهداتها بالدفع، كما يتوفر لحملة هذا النوع من السندات ضمان يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة.

(1) حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2004، ص 231.

وفي الغالب يصدر هذا النوع من السندات الشركات المالية التي تتمتع بمركز ائتماني قوي ودرجة تصنيف متقدمة، وتجدر الإشارة هنا إلى أن أسعار الفائدة على السندات الغير المضمونة تكون أكبر منها بالنسبة للسندات المضمونة، بسبب ارتفاع درجة المخاطرة المرتبطة بها(1).

4- حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها

وتنقسم السندات على هذا الأساس إلى نوعين هما:

1-4- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم

وتعد السندات القابلة للتحويل من أشهر أنواع السندات التي يهتم بها المستثمرون خاصة إذا كانت الشركة قد حققت معدلات نمو عالية، وتكون الأولوية لمساهمي الشركة في الاكتتاب في السندات القابلة للتحويل وهذا عند قرارها رفع رأس مالها.

حيث تنص هذه السندات بصراحة على أن حامل السند يمكنه تحويل قيمة سندات وكذا الفوائد المترتبة عليها إلى أسهم عادية في الشركة المصدرة لها، وبذلك يتحول المقرض إلى مساهم ويتم ذلك بشروط محددة بنسبة التبادل ويعبر عنها إما بنسبة التحويل أو سعر التحويل، ويقصد بالأولى عدد الأسهم العادية التي تتحول إليها السندات القابلة للتحويل، أما سعر التحويل فهو السعر الذي يتم به تبديل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، إضافة إلى تحديد الفترة التي يمكن التحويل فيها(2).

2-4- سندات غير القابلة للتحويل إلى أسهم

وهي تمثل الشكل الشائع من سندات الاقراض، فالأصل في السندات هي غير قابلة للتحويل وإن تم ومنحت أية ميزة خاصة لها فإنها تكون قابلة للتحويل(3).

5- حسب معدل العائد

نميز حسب هذا المعيار نوعان للسندات هما:

1-5- سندات ذات المعدل الثابت

هذا النوع من السندات يقدم عائدا ماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، ويزداد الطلب على هذا النوع في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكون يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق(4).

(1) رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 63.

(2) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 228-229.

(3) نفس المرجع، ص 230.

(4) منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية مصر، 2005، ص 461-462.

2-5- سندات ذات المعدل المتغير

استحدثت في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة مما يترتب عليه انخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة يحدد سعر فائدة مبدئي لهذه السندات ويعاد النظر فيه كل ستة أشهر بهدف تعديله ليلائم معدلات الفائدة السائدة في السوق، وفي غالب الأحيان ما يكون بمعدلات فائدة تصاعدية(1).

وتكمن أهمية السندات ذات سعر الفائدة المتغير في كونها تسمح للمصدر بالاستفادة من أي انخفاض محتمل في سعر الفائدة بعد الإصدار، كما تسمح لحائز هذه السندات بالاستفادة من حماية ضد مخاطر انخفاض أسعارها في حالة ارتفاع معدلات الفائدة في السوق(2).

3-5- السندات الصفرية

ويتميز هذا النوع من السندات بأن مالكيها لا يحصل على فوائد دورية، وبدلاً من ذلك فإنه يشتري السند بسعر أقل من قيمته الاسمية، ويحصل في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية للسند، ويمثل الفرق الفوائد المستحقة لذا فهو يعد بمثابة سند خصم، وهذا وكلما اقترب السند من تاريخ الاستحقاق ارتفعت قيمته السوقية، بما يعني انخفاض قيمة الفوائد المستحقة لمن يشتريه.

وفي حالة ما إذا كان المستثمر يخضع للضريبة فإنه يدفع الضريبة السنوية على قيمة تقديرية للفوائد التي يتم حسابها باستخدام فكرة معدل العائد الداخلي، ومن أهم مزايا هذا النوع من السندات أنها لا تتطلب تدبير موارد مالية دورية للوفاء بالفوائد المستحقة(3).

6- حسب تأثيرها بالعائد المحقق

وتتفرع السندات على أساس هذا المعيار إلى نوعين:

1-6- سندات عادية

وهي السندات التي لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها(4).

(1) عودي هاجر، مرجع سبق ذكره، ص 32.

(2) عبد السلام بن جدو، البنوك الشاملة ودورها في تفعيل سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي تبسة، 2006، ص 116.

(3) رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، ص 63.

(4) محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 1998، ص 15.

1-6- سندات الدخل

تواكب هذه السندات نوعاً ما احتياجات المصارف الإسلامية إذ أنها تكفل للمستثمر الحصول على الفائدة فقط في الحالة التي تتحقق فيها المؤسسة عوائد، فإذا كانت العوائد المتحققة في نفس فترة تسديد الفائدة كافية فإن حامل السند يحصل على الفائدة، وإذا لم تكن العوائد كافية لتسديد الفائدة فإنه لا يحق للمستثمر في المطالبة بالفوائد للسنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً (1).

كما قد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح وذلك من أرباح سنة لاحقة، كما قد ينص على ضرورة قيام المؤسسة باحتجاز جزء من الأرباح لسداد قيمة السندات عندما يحل تاريخ استحقاقها، والمعروف عن سندات الدخل أنها لا تعرض للبيع من الشركة كتمويل جديد، بل يتم إصدارها عند إعادة تنظيم أو إعادة الرسملة لاستبدال الأوراق المالية (2).

7- حسب طريقة السداد

يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد هما:

1-7- السندات المسددة عند تاريخ استحقاقها

تحمل هذه السندات تاريخ استحقاق لها مما يتيح للمستثمر الحق في مطالبة الجهة المصدرة بقيمة سندات الاسمية عند حلول أجل استحقاقها إضافة إلى الفوائد المحددة، بعبارة أخرى فإن القيمة التي يجب أن تدفع لحامل السند هي القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المتوقعة، والتي تتمثل في القيمة الاسمية للسند وكذا الفوائد الدورية المترتبة عنه (3).

2-7- السندات المسددة قبل تاريخ استحقاقها

وتنص نشرة الاكتتاب في هذه السندات على حق الجهة المصدرة للسند في استدعائه في أي لحظة بعد تاريخ معين من إصداره، ويمثل هذا الشرط ميزة للجهة المصدرة، إذ أنه يمكنها استدعاء تلك السندات في حالة انخفاض مستوى أسعار فائدها في السوق مستقبلاً، مقابل دفع سعر معين يطلق عليه "سعر الاستدعاء" (4)، ويكون عادة أعلى من قيمته الاسمية على أن تصدر سندات بديلة تحمل معدل فائدة أقل،

(1) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 231-232.

(2) منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية مصر، 1999، ص 38.

(3) منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 450.

(4) محمد صالح الخناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية مصر، 2007، ص 166.

وهذا بما يتماشى وأحوال السوق، وتعتبر الزيادة التي يحصل عليها المستثمر بمثابة تعويض جزئي لحامل السند عما يسمى بمخاطر الاستدعاء(1).

8- أنواع أخرى من السندات

بالإضافة للأنواع السابقة للسندات يوجد هناك العديد من الأدوات التمويلية التي يتم خلقها وابتكارها بشكل متسارع، وبخاصة في مجال أدوات الاقتراض، ومن الأمثلة على هذه الأدوات نذكر:

8-1- السندات الرديئة

وتعرف أيضا بالسندات منخفضة الجودة التي تزايد استخدامها منذ الثمانينيات، وهي عبارة عن سندات استحدثت لامتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمؤسسة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق، وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، بشكل يجعل الاستثمار محفوفًا بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الفائدة مرتفع ليعوض تلك المخاطر(2).

8-2- سندات القوة القاهرة

تقود هذا النوع شركات التأمين بموجب قوانين وتشريعات تتيح لها حق إصدار سندات بسعر فائدة ثابت ومحدد شأنه في ذلك شأن السندات التقليدية، والفرق يكمن في حالة تعرض الشركة لأزمة مالية حادة يفرض على حامل السند الخيار بين فقدان حق استرجاع جزء من قيمة القرض السندي أو قبول تحويل سندات إلى أسهم عادية بمعدل فائدة مرتفع يبرر المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها حامل السند(3).

المطلب الثالث: مبررات وحدود اللجوء إلى التمويل بالسندات

تفضل المؤسسات اللجوء إلى التمويل بالسندات لأنها الأقل تكلفة من بين المصادر الأخرى، غير أنه لا يمكنها الاستمرار في التمويل عن طريقها لأن ذلك يترتب عليه تأثير سلبي على قيمة المؤسسة على المدى البعيد.

1- مبررات اللجوء إلى السندات كمصدر تمويلي

تتعدد الدوافع المحفزة للجوء المؤسسات إلى التمويل بالسندات ونذكر منها(4):

- (1) منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار و تحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 459-460.
- (2) عبد الغفار حنفي و رسمية زكي قرياقص، أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات لاستثمار، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2000، ص 255
- (3) منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 57.
- (4) مريم باي، السوق السندي و إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2008، ص 121.

1-1- الظروف الاقتصادية الكلية

إذا كانت أسعار الفائدة الحقيقية مرتفعة وذلك بعد أخذ تأثير التضخم في عين الاعتبار، وضعف نمو نشاط المؤسسة فإنها تنفر من الاعتماد على السندات في التمويل، في حين أنه إذا كان هناك نمو سريع إضافة إلى معدلات فائدة حقيقية ضعيفة فإن السندات تشكل بديلا تمويليا تفضله المؤسسة، بالإضافة إلى ضخامة المبالغ التي توفرها والتي لا يمكن للجهاز المصرفي توفيرها.

2-1- وضعية المستثمرين

يفضل بعض المستثمرين المساهمة في تمويل المؤسسة عن طريق اقتناء السندات، وهذا راجع لتوفرها على مجموعة من الامتيازات تتمثل أساسا في كونها تحفظ حقوقهم بشكل واضح من حيث مدة التسديد، وكذا العائد وإمكانية اللجوء القانوني في حالة عدم احترام بنود العقد.

3-1- الفرص التمويلية المتاحة للمؤسسة

قد تجد بعض المؤسسات صعوبة في تحصيل موارد التمويل عند طرحها للأسهم وخاصة منها المؤسسات حديثة النشأة، أين تكون ربحيتها منخفضة، لذا فإنها تفضل التمويل عن طريق السوق السندي حيث تجد إقبالا كبيرا في حالة إصدارها للسندات، وبالأخص السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، لكونها تمثل وسيلة للإغراء وكذا لتخفيف تكلفة التمويل.

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

تعكس قيمة السهم المعلومات التي بحوزة السوق عن المؤسسة، فإذا ما كانت المؤسسة بصدد التحضير لمشروع جد مشجع كإصدارها لمنتوج جديد وتبحث عن الموارد الضرورية لذلك، فإنها قد تعدل عن إصدار أسهم رغبتا منها في المحافظة على سرية المشروع، وكذا لإبعاد المنافسين عن الاستثمار في مشاريع، كما أن أي إصدار جديد للأسهم يسبب ضررا للمساهمين القدامى، لذلك فإن السندات تشكل بديلا مغريا لتمويل المشروع وهذا بالنظر إلى استقلالية عائد الدين عن النتيجة المحققة من طرف المؤسسة.

5-1- مراقبة المؤسسة

يعتبر التمويل عن طريق السندات وسيلة للمحافظة على مراقبة المؤسسة، إذ أنه لا يحدث أي تغيير على تقسيم حقوق التصويت بالمؤسسة بإصدار سندات جديدة، كون حملة السندات لا يملكون هذا الحق.

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

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

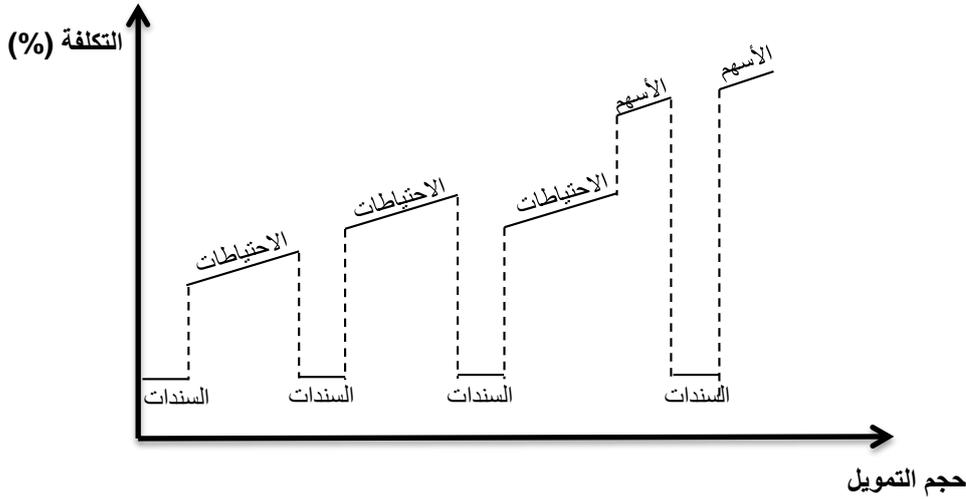
7-1- زيادة مردودية المؤسسة

وذلك عن طريق الاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي الناجم عن إصدار السندات(1).

2- حدود اللجوء إلى التمويل بالسندات

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

الشكل-16- سيرورة تمويل المؤسسة.



المصدر: مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص 123.

من خلال الشكل السابق نجد بأن أول ما تستعمله المؤسسة من مصادر تمويلية هي السندات أو القروض المصرفية، ونجد بأن التكلفة عند الانتقال من استعمال السندات إلى استعمال الأرباح المحتجزة وصولاً إلى إصدار أسهم جديدة في ارتفاع ملحوظ، أخذاً بعين الاعتبار في ذلك للتكلفة الضمنية للسندات والقروض المصرفية، وهذا راجع إلى ارتفاع المخاطر ومطالبة كل من الدائنين بمعدل فائدة أعلى و الملاك بمعدل عائد أعلى، وبالتالي فإن الاستعانة بالسندات كمصدر تمويلي قد يترك آثاراً إيجابية على قيمة المؤسسة إذا ما كانت نسبة القروض إلى مجموع الأصول أو حقوق الملكية غير مبالغ فيها.

والتغيرات التالية تمثل أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المؤسسة في اعتمادها على السندات في تمويل هيكل رأس مالها(2):

(1) نفس المرجع، ص 121.

(2) أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2002، ص ص 44-45.

1-2- هيكل الأصول

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

2-2- الشريحة الضريبية

تعتبر فوائد القروض من بين المصروفات الخاضعة للضريبة التي تحمل للدورة المالية وتخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثرا إيجابيا على قيمة المؤسسة، لذا فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المؤسسة التي تخضع للضريبة بمعدل مرتفع إلى الاعتماد بدرجة أكبر على السندات في تمويلها.

3-2- مخاطر الإفلاس

تتحكم مخاطر الإفلاس في إمكانية اللجوء إلى السندات كمصدر تمويلي وهذا من خلال:

1-3-2- درجة التخصيص

كلما اتجهت المؤسسة نحو التخصيص كلما ارتفعت تكلفة الإفلاس وذلك بالمقارنة مع مؤسسة مماثلة تتبع سياسة التنوع، فيصبح من المتوقع أن تميل المؤسسات التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة السندات في هيكل رأس مالها تجنباً لمزيد من المخاطر.

2-3-2- طبيعة الصناعة

ترتفع تكلفة الإفلاس للمؤسسات التي تنتج سلعا تحتاج خدمة بعد بيعها، لذا نجد بأنها تميل إلى تخفيض نسبة السندات في هيكل رأس مالها تجنباً لمزيد من مخاطر الإفلاس.

3-3-2- حجم المؤسسة

عادة ما تتعرض المؤسسات الكبيرة بدرجة أقل لمخاطر الإفلاس، نظرا للتنوع الذي يتسم به نشاطها، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة السندات في هيكل رأس مالها، غير أن الوضع يختلف بالنسبة للمؤسسات الصغيرة فتكلفة إصدار الأسهم والسندات عندها تكون عادة مرتفعة بشكل قد تفضل معه الاعتماد بدرجة أكبر على القروض المصرفية في التمويل.

4-3-2- مخاطر التشغيل

إن استقرار مبيعات المؤسسة يكون محفزا لزيادة نسبة اصدار السندات، إذ يمكنها أن تخطط بدقة لسداد فوائد وأصل القرض السندي في المواعيد المحددة، وبالتالي لا تتعرض لمخاطر الإفلاس، أما في حالة عدم استقرار المبيعات فالمؤسسة تفضل الاعتماد بدرجة أقل عليها.

4-2- طبيعة القرض

إذا كانت القروض في صورة سندات قابلة للتحويل إلى أسهم قبل تاريخ الاستحقاق، أو من النوع الذي يمكن استدعاؤه، فإن مخاطر الوكالة تنخفض، وتنخفض معها تكلفة الاقتراض بشكل يشجع المؤسسة على الاعتماد بدرجة أكبر على الإصدارات السندية في التمويل.

5-2- تكلفة الوكالة

عادة ما تستخدم بعض الآليات من أجل الحد من التعارض بين مصالح الملاك والدائنين والإدارة، وهذه الآليات هي ما يسمى بتكلفة الوكالة لحقوق الملكية وتكلفة الوكالة للقروض، حيث يتوقع أن تتجه المؤسسة إلى زيادة نسبة الإصدارات السندية عندما تكون تكلفة الوكالة لحقوق الملكية أكبر من تكلفة الوكالة للاقتراض والعكس صحيح.

6-2- تركيز الملكية

إن رغبة المساهمين الحاليين في السيطرة على الشركة قد يجعلهم يفضلون إصدار سندات عن التمويل بإصدار أسهم، ومنه فنسبة التمويل بالسندات مرهونة بهذه الرغبة على السيطرة.

7-2- مستوى الربحية

بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة تأتي الأرباح المحتجزة في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية وتليها السندات التي لها تكلفة وكالة، لكن يقابلها وفورات ضريبية، وأخيرا التمويل بإصدار أسهم جديدة الذي ينطوي على تكلفة وكالة دون وجود للوفورات الضريبية، وبالتالي فمن المتوقع أن تتجه المؤسسات التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها إلى الاعتماد بدرجة أقل على الإصدارات السندية وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة(1).

(1) نفس المرجع، ص ص 45-47.

المبحث الثاني: عمليات القرض السندي في سوق السندات

إن تعدد الأدوات المالية التي تتيحها أسواق الأوراق المالية، جعلها تنقسم إلى سوق أسهم وسوق سندات، وكلاهما يوفر للوحدات ذات العجز المالي من مؤسسات عامة وخاصة أو الدولة تمويل طويل الأجل، لكن على هذه الوحدات المفاضلة بينهما وفق ما يتماشى وطبيعتها واحتياجاتها وكذا إمكانياتها المالية، وأثر اختيار هذا البديل التمويلي على مردوديتها.

المطلب الأول: ماهية السوق السندي

سنتطرق من خلال هذا الجزء إلى التعرف بشكل أكبر على السوق السندي، وهذا لما له من دور أساسي ومهم في عملية تداول السندات، وكذا تحديد أهم خصائصه ومميزاته، إضافة إلى إبراز مزايا وعيوب اللجوء للسوق السندي في تلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة.

1- مفهوم السوق السندي

يمثل السوق السندي ذلك القسم من السوق المالي الذي يتم فيه إصدار وتداول السندات التي تصدرها الحكومة والمؤسسات العمومية أو الخاصة بيعا وشراء بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين، كما أنه يسهل انتقال رؤوس الأموال من المدخرين إلى الجهات المصدرة أو المنظمات التي تحتاج رؤوس أموال إضافية لتمويل مشاريعها وعملياتها الجارية وكذا توسيع أعمالها.

وتعتبر الدولة أكبر متدخل فيه وهذا راجع لحاجتها الدائمة للأموال وعدم إمكانية إصدارها للأسهم، وبالتالي فهو يمثل بديلا تمويليا مغريا كونه يحتل أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية، هدفه الرئيسي يتمثل في توفير آلية لحصول المؤسسات سواء أكانت ذات طابع عمومي أو خاص على تمويل طويل الأجل يضمن لها استمرارية نشاطها(1).

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

2- خصائص السوق السندي

ويمكن إيجاز خصائص السوق السندي كما يلي(2):

✓ يعتبر السوق السندي سوق تفاوض أين تشكل السندات المسعرة في السوق المنظم نسبة قليلة من إجمالي السندات المصدرة.

(1) Lawrence-J Gitman et autres : **Investissement et marchés financiers**, Pearson Education, 9^{eme} édition, Paris France, 2005, p 446.

(2) **Ibid**, pp 446-447.

- ✓ يمثل بديلاً تمواليا مغرباً للعديد من المؤسسات وهذا لما يقدمه من امتيازات لا تتوفر في سوق الأسهم.
- ✓ تكون الأسعار فيه أقل تقلباً من الأسعار في سوق الأسهم، لذا نلاحظ استقراراً في أسعار السندات والتي تتأثر بتطور أسعار الفائدة السائدة في السوق.
- ✓ يتميز السوق السندي بأهمية بالغة، وقد شهد تطوراً كبيراً مقارنة بسوق الأسهم نظراً لأن الدولة تعتبر أكبر وأهم متدخل فيه.

3- مزايا و عيوب اللجوء للسوق السندي

يتم اللجوء إلى السوق السندي لتلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة من خلال تداول السندات بيعاً وشراءً، فهو بذلك يحمل العديد من المزايا للمؤسسة المستثمرة فيه، كما أن له بعض العيوب كغيره من أسواق الأوراق المالية.

3-1- مزايا التمويل عن طريق السوق السندي

- تمثل مزايا التمويل عن طريق اللجوء إلى أدوات السوق السندي فيما يلي (1):
- ✓ تعتبر عملية اللجوء إلى السوق السندي في التمويل مربحة لو استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن معدل الفائدة المدفوع عليها.
- ✓ الانخفاض النسبي لتكلفة أدوات السوق السندي مقارنة بالأسهم العادية والأسهم الممتازة.
- ✓ حصول صاحب السند على قيمة سنده في تاريخ محدد يتفق عليه عند الإصدار إضافة إلى الفائدة الدورية المقررة له سواء أحققت المؤسسة أرباح أم خسائر.
- ✓ لحامل السند الحق في الحصول على ضمان خاص على بعض موجودات المؤسسة، وبالتالي فله الأولوية في الحصول على حقه في حالات التصفية قبل حاملي الأسهم.
- ✓ عملية الاستثمار في السوق السندي تحقق وفورات ضريبية وذلك لأن الفائدة على السندات تخفض الربح الخاضع للضريبة بينما تعتبر عائدات الأسهم بنوعيتها توزيع للأرباح وليست من النفقات.
- ✓ التقدير المسبق لمدة السداد وكذا الفوائد المترتبة على السندات مباشرة عند الإصدار، وبالتالي فإن نسبة الفوائد لا تتغير تبعاً لمستوى الأرباح بعكس حالة الأسهم.
- ✓ التمويل عن طريق السوق السندي يمثل الاستغلال الأمثل لأموال الغير دون اشتراكهم في الإدارة.

3-2- عيوب التمويل عن طريق السوق السندي

في مواجهة المزايا التي يحصل عليها كل من الجهة المصدرة للسندات والمستثمرين فيها، ثمة عيوب تواجه اللاحقين إلى السوق السندي أهمها:

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

- ✓ وجود قيود تفصل بين حاملي السندات عن المؤسسة وهذا من خلال عدم قدرتهم إما على الحضور أو التصويت أو التدخل في إدارة المؤسسة، إضافة إلى انتهاء علاقته بها فور استيفاء قيمة السند(1).
- ✓ تكون فوائد السندات في أغلب الأحيان ثابتة، مما يجعلها تتأثر سلبيا بارتفاع معدلات التضخم مؤدية بذلك لخسائر حامليها، ويتعين على المؤسسة تسديدها سواء أحققت أرباحا أم لم تحقق.
- ✓ احتمال تغير التوقعات والخطط التي صدرت من أجلها السندات قد يسبب مشاكل للمؤسسة، وبالتالي فقد تصبح عبئا عليها كونها تلتزم لفترة طويلة لسدادها.
- ✓ وجود قوانين داخلية لا تسمح سوى بنسبة معينة لا يمكن تجاوزها من الاصدارات السنوية للمؤسسة، وهذا راجع للارتفاع السريع في تكاليفها إذا ما فاقت هذا الحد(2).

المطلب الثاني: إصدار وتسعير القرض السندي

إن عملية إصدار السندات تعتبر صناعة خدمية تمويلية واسعة الانتشار تغطي بها المؤسسة العجز المالي لديها بدل التنازل عن جزء من ممتلكاتها، وتنظم هذه العملية قوانين مختلفة محليا ودوليا. وتتم عملية إصدار السندات عادة مرة واحدة فقط، أما في حالة ما أرادت المؤسسة إصدار قروض سنوية أخرى تحمل نفس مواصفات القرض السندي الأول (من حيث مدة الحياة، الكبون، تاريخ الاستحقاق، سعر الاسترجاع، الضمانات...) فإنه يمكن جمعها في قرض سندي واحد يحمل المبلغ الإجمالي عوض إصدار عدة قروض سنوية وهذا ما يعرف بمحاكاة القروض أو تجميع القروض(3).

1- الأطراف المشاركة في عملية إصدار السندات

يشارك في عملية إصدار القرض السندي عدة أطراف نذكر منها(4):

1-1- المصدر

يعتبر الطرف المقترض منشئ القرض السندي، حيث يجب أن يتمتع بموقف مالي جيد يطمئن إليه المستثمر لتوقيع اتفاقية شراء السندات، إلى جانب تمتعه بشخصية سيادية اعتبارية مستقلة.

(1) شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، بدون سنة نشر.

(2) سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص ص 126-127.

(3) عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية: أسهم، وثائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية مصر، 2003، ص ص 292-293.

(4) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2001، ص ص 282-283.

2-1- المستثمر

وهو من يقوم بشراء السندات، وتحمل مخاطر الإصدار مباشرة، وتمثل في المؤسسات الاستثمارية، شركات التأمين، صناديق المعاشات، الصناديق المتخصصة، البنوك التجارية والمركزية وكذا الأفراد.

3-1- صانع السندات

أو المروج للسندات له دوره الأساسي في عملية إصدار القرض السندي يتمثل من خلال تقديم عروض أفضل في سعر الشراء والبيع، مما يساهم في توفير درجة سيولة في السوق السندي.

4-1- السماسرة

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

5-1- المضارب أو المتعامل

ويكون المضارب عادة ممثلاً في أفراد أو مؤسسات مختصة دورها الرئيسي يتمثل أساساً في بيع وشراء السندات، معتمداً في ذلك على آلية السوق من عرض وطلب على السندات محل عملية التداول في تحديد سعر بيعها وشرائها.

6-1- المنظم

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

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

7-1- مؤسسات التقييم

وهي الجهة المختصة بتقييم السندات، من خلال تقدير خطر إفلاس المقرضين فقط دون أن يتضمن ذلك الأخطار الأخرى التي تواجههم.

2- شروط إصدار السندات

رغم أن شروط إصدار السندات ثابتة ومحددة عند الإصدار، إلا أنه يجب أن تكون هذه الشروط مقبولة من وجهة نظر السوق إذا ما رغبت المؤسسة في نجاح الاكتتاب.

1-2- الجوانب الكمية لشروط الإصدار

يلاحظ بأن هذه العوامل والتي يتضمنها شروط إصدار ذات علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالتكلفة الضمنية تتمثل أساسا في أن يحقق الإصدار عائدا للمكتتبين يكون مساويا على الأقل لمعدل الفائدة أو العائد السائد في السوق، لذا فإن للمؤسسة العديد من البدائل لاحترام هذا الشرط(1).

بالتالي فإنه وبصرف النظر عن مدة القرض وبفرض أن المؤسسة تبحث عن تخفيض الأعباء السنوية للقرض، أي أنها ترغب في أن يكون معدل الفائدة أقل ما يمكن شرط أن يكون معدل الفائدة للقرض يساوي على الأقل معدل العائد في السوق كشرط لنجاح الاكتتاب، مما يعني أن يتضمن الإصدار بخصم فإن المنظمة تحصل على أموال أقل من قيمة القرض، وفي الحالة الثانية فإن المؤسسة تدفع مبلغ أكبر عند الاستحقاق بالمقارنة بالقيمة الاسمية للقرض(2).

وفي حالة ما افترضنا بأن المؤسسة ترغب في الحصول على أكبر مبلغ من الأموال نتيجة الإصدار، مع العلم بأنه يصعب عليها الإصدار بقيمة أعلى من القيمة الاسمية، وهذا معناه بأن خصم الإصدار يساوي الصفر، ولتعويض المكتتب عن ذلك فلا بد من زيادة معدل الفائدة الاسمي أو السداد بعلاوة.

وبصفة عامة فإن مدة القرض تتحدد بناء على ظروف المؤسسة وامكانيات السداد المستقبلية، سواء أكانت على أساس دفعة واحدة أو على أقساط أو دفعات خاصة إذا ما حدث انخفاض في أسعار الفائدة، وفي حال ما سددت المؤسسة المكتتب قبل انتهاء مدة القرض فإنها تقدم له علاوة تعتبر بمثابة تعويض تحقق له الحصول على معدل عائدا يساوي معدل الفائدة السائد في السوق، وهو ما يجب أن يتحدد عند إصدار السندات(3).

2-2- الجوانب الغير كمية لشروط الإصدار

ويقصد بذلك العوامل المرتبطة بالمخاطر سواء أكان ذلك بصورة مباشرة أو غير مباشرة، والتي يجب أخذها في الحسبان عند الاكتتاب، فعند دراسة عملية التوظيف فإن المخاطر تعتبر من العوامل التي يجب أخذها في الحسبان تماما كالعائد المتوقع، وهذا يعني أن المؤسسة تعمل على الحد من المخاطر كلما كان

(1) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2007، ص 260.

(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، مرجع سبق ذكره، ص ص 264-265.

(3) عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية مصر، 1995، ص 220.

ذلك ممكناً، وأن الضمان الأساسي يكمن في معدل العائد المتوقع الحصول عليه من المؤسسة المصدرة للسندات، لذلك نجد بأن كفاءة الإدارة ومدى جديتها في العمل، وكذا حجم المؤسسة و جنسيتها وطبيعة نشاطها تعد من العوامل الأساسية في تقدير المخاطر، والتي تعد من الصعب قياسها كميًا وبدقة تامة، لذا تبحث المؤسسة في تقديم ضمانات للقرض في شكل(1):

- ✓ ضمان عيني يكون مصحوباً بالقرض كأصل من الأصول.
 - ✓ ضمان شخصي خاصة ما إذا كان المدين أحد فروع الشركة، فإن الشركة الأم تضمن هذا القرض إضافة إلى عوائده عند تاريخ الاستحقاق، وكمثال على ذلك: الشركات القابضة والشركات التابعة.
 - ✓ قد تلتزم المؤسسة ببعض المؤشرات أو النسب المحددة في شروط الإصدار والتي تعتبر الضمانات كافية كالرافعة المالية، أو الحفاظ على مستوى معين من رأس المال العامل، مستوى معين من السيولة.
 - ✓ قد تلتزم المؤسسة بعدم إصدار قرض مستقبلاً بضمن هذه الأصول أو لا تتجاوز القرض المزمع إصداره من طرفها.
- فإذا لم تحدد المنظمة مثل هذه الشروط الشكلية، فمن المتوقع أن توافق على معدل عائد أعلى قليلاً من معدل الفائدة أو العائد السائد في السوق كوسيلة للتعويض عن المخاطر، إضافة إلى كونها وسيلة لتحفيز الأفراد على الاكتتاب في القرض.

3- تسعير السندات

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

3-1- تسعير السندات في السوق الأولي

تتمتع السوق الأولية في تعاملاتها بالإصدارات الجديدة للأوراق المالية ومنها السندات، والتي تم إصدارها لأول مرة وذلك عن طريق ما يسمى بالاككتاب العام، أين يتم تسعير هذه الإصدارات من خلال تحديد كل من سعر السند إضافة إلى قيمة الكوبون وأجل الاستحقاق، وكذا معدل الربحية التي يحصل عليها المستثمر(2)، إضافة إلى كل ذلك فهناك العديد من الاعتبارات التي تؤخذ بعين الاعتبار عند تقدير ربحية السند تتمثل أهمها في(3):

- ✓ تحديد الجهة المسؤولة عن إدارة السندات لهامش الربح المطلوب للمستثمر فوق معدل سعر الفائدة على السندات الحكومية، كونه يعد كنقطة إرشادية لتحديد العائد وذلك من خلال إجراء دراسة مقارنة للسندات الجاري تداولها في السوق.

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، مرجع سبق ذكره، ص 265-266.

(2) عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر، عمان الأردن، 2010، ص 18.

(3) عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية: أسهم، وثائق الاستثمار، الخيارات، مرجع سبق ذكره، ص 297.

- ✓ تحديد مستويات الرسوم التي يستوجب تسديدها للبنك.
- ✓ تحديد العائد الخاص بالمستثمر بعد إجراء التسوية بين تكلفة العائد والرسوم المسددة للبنك.
- ✓ تحديد قيمة الكوبون الخاصة بالسند وفقا لسعر الإقفال منسوبا لمعدل الربحية المطلوب للمستثمر.

2-3- تسعير السندات في السوق الثانوي

يختص السوق الثانوي في التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها، أي أنه سوق تداول للأوراق المالية ويكون إما منظم ويسمى البورصة، أو غير منظم تتم المعاملات فيه خارج البورصة(1)، فيتم التعبير عن سعر السند في السوق الثانوي كنسبة مئوية من القيمة الاسمية، إذ يتم إرجاع قيمة السند إلى الأساس 100%، ومن ثمة فإنه في حالة ما أردنا الحصول على قيمة السند يتم ضرب النسبة في قيمته الاسمية.

وبالتالي فإن التعبير عن قيمة السندات بهذه الطريقة يسهل المقارنة بينها، وحتى تتم هذه المقارنة بشكل صحيح لا بد من عدم إدماج قيمة الكوبونات، لذا يتم الإعلان عن قيمة السندات في النشرات دون إدراج الفوائد المستحقة منذ آخر تقطيع للكوبون، إذ أنه يتم دفع قيمة السند إضافة إلى الفوائد المستحقة تناسباً مع المدة(2).

وفي الأخير يمكن الإشارة إلى أنه لا يمكن اتخاذ قرار تسعير السندات، سواء في السوق الأولى أو الثانوي إلا بمراعاة عاملين أساسيين هما(3):

1-2-3- معدل العائد الحقيقي

هو المعدل الذي يعبر في لحظة معينة عن عائد الاستثمار في هذا السند اعتماداً على سعر الفائدة المركبة، ويمكن الحصول عليه من خلال مساواة القيمة الحالية للسند مع القيمة الحالية للفوائد المستقبلية مضاف إليها القيمة الحالية للسند عند التسديد.

2-2-3- هامش الربح المطلوب على الاستثمار

هو الفارق بين معدل مردود السندات ومعدل المردود المرجعي في السوق السندي، وعادة ما يؤخذ معدل مردود السندات التي تصدرها الدولة كمعدل مرجعي، باعتبارها من السندات ذات النوعية الجيدة نظراً لخلوها تماماً من المخاطر، ويقتصر دور هامش الربح المطلوب على الاستثمار في تصنيف السندات، كما أنه يعتبر معياراً أساسياً لتقييم السندات والمفاضلة بينها.

(1) ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال و أدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية مصر، 2008، ص ص 5-6.

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

(3) Pierre Vernimmen, *Finance d'entreprise: théorie et pratique*, 7^{ème} édition, Dalloz, Paris, 2009, p 457-458.

المطلب الثالث: تداول وإنهاء القرض السندي

تقوم المؤسسة في بادئ الأمر بطرح القرض السندي الذي أصدرته في السوق الأولية للاكتتاب، بعد ذلك يتم تداول هذه السندات في السوق الثانوية بيئاً وشراءً، أما عملية إنهاء القرض السندي فتحدد حسب ما هو موضح في نشرة الاكتتاب وذلك من خلال الشروط العامة لسداد القرض.

1- تداول القرض السندي

تنفذ عمليات شراء وبيع السندات عن طريق البورصة من خلال طريقتين هما(1):

- ✓ بتقديم صاحب السهم إلى السمسار مباشرة طالبا منه شراء أو بيع ما يملكه من سندات.
- ✓ أن يكون عميلاً للبنك الذي يكفله نيابة عنه في عملية شراء وبيع السندات.
- وللتعامل مع الوكيل أو سمسار البورصة العديد من المزايا يمكن تلخيصها أساساً في:
- ✓ تجنب ازدواج العمولة أو السمسرة 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 إلى سرعة الإجراءات التسجيل.

وتنجر عن العمليات السابقة نفقات تختلف طبيعتها بحسب اختلاف طبيعة التعاملات، وتشتمل هذه النفقات أساساً على:

- ✓ العمولات التي يحصل عليها وكلاء التعامل بالبورصة باعتبارهم مُحتكري العمليات فيها.
- ✓ الضرائب أو الرسوم التي تحصل عليها الدولة على التعاملات بمختلف الأسواق المالية.
- ✓ العمولات التي يحصل عليها البنك في حالة ما إذا كان المنفذ للأوامر الصادرة من العميل.

2- إنهاء عملية القرض السندي

وتتمثل الشروط العامة لسداد القرض أساساً في:

1-1- استهلاك القرض السندي

يتمثل استهلاك القرض السندي أساساً في أن تقوم الجهة المصدرة للسندات برد قيمتها إلى حاملها وفقاً لشروط السداد المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب عند إصدارها، ويجب أن توضح الجهة المصدرة فيها ما إذا كانت بصدد تسديد أو استهلاك القرض السندي دفعة واحدة، أو عن طريق عدة دفعات وهذا ما يتطلب تحديد تواريخ كل دفعة وكيفية السداد لذلك نميز حالتين هما:

(1) ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال و أدائها، مؤسسة الشباب الجامعية، الاسكندرية مصر، 1998، ص 7.

1-1-1- استهلاك القرض السندي دفعة واحدة

وهنا يتم الوفاء بقيمة السندات المصدرة مرة واحدة في نهاية مدة القرض، على أن تلتزم الجهة المقترضة بدفع الفوائد السنوية نهاية كل سنة، وتحسب هذه الفوائد على مبلغ القرض الكلي على أن يتم تسديد القرض وإهلاكه دفعة واحدة في نهاية المدة، وحتى يتسنى للمؤسسة بأن تهلك كل القرض نهاية المدة فإنها تقوم بتشكيل احتياطي سنوي لمواجهة الإهلاك خلال المدة، على أن تبلغ جملته القيمة الاسمية لمجموع السندات أي القيمة الاستهلاكية للسندات، وينصح باستعمال هذه الطريقة عندما يتوقع ارتفاع أسعار الفائدة بعدما يتم إصدار القرض السندي(1).

2-1-2- استهلاك القرض السندي بأقساط متساوية

وهنا تكون المؤسسة بصدد تحديد كيفية و تواريخ سداد كل الأقساط المتساوية التي تلتزم بها سنويا، ويتكون كل قسط من الفوائد المستحقة عن السنة والإهلاك السنوي أو الجزء المستهلك من القرض والذي يساوي عدد السندات المستهلكة مضروبا في القيمة الاسمية للسند(2).

2-2- استدعاء السندات

تلجأ المؤسسة إلى استدعاء السندات التي أصدرتها قبل تاريخ استحقاقها أي إعادة شرائها، في حالة ما إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق مقارنة بما كانت عليه عند إصدار السندات، وبالتالي تقوم المؤسسة باستدعاء السندات القديمة وإصدار سندات أخرى بديلة بمعدل أقل يتناسب مع مستويات الفائدة السائدة في السوق، ولتعويض حامل السند عن المخاطر التي ينطوي عليها حق الاستدعاء، فعادة ما ينص على أن قيمة الاستدعاء أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويطلق على هذا الفرق اسم "علاوة الاستدعاء".

ويجب أن يُتخذ قرار استدعاء سندات وإعادة تمويله بإصدار جديد على ضوء تحليل الربحية المحققة من هذه العملية، ويمكن معالجة هذا القرار وكأنه قرار موازنة رأسمالية بين مجمل النفقات النقدية الخارجة والمتمثلة في علاوة استدعاء الإصدار القديم ونفقات الإصدار الجديد، وما يقابلها من التدفقات النقدية الداخلة والمتمثلة في وفورات تكاليف الفائدة السنوية المحققة نتيجة الإصدار الجديد، أي الفرق بين نتيجة الإصدار القديم والجديد(3).

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، مرجع سبق ذكره، ص ص 267-268.

(2) عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 263.

(3) أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 19.

3-2- تحويل السندات إلى أسهم

كما سبق وأن أشرنا إلى السندات القابلة للتحويل إلى أسهم فهي تمثل السندات التي يستطيع حاملها استبدالها بأوراق مالية أخرى خاصة بأسهم عادية لنفس المؤسسة وبذلك يصبح من بين مساهميها العاديين فيها، له نفس الحقوق وعليه نفس الواجبات(1).

و تتم هذه العملية وفقا لشروط محددة مسبقا وخلال فترة زمنية معينة منصوص عليها في عقد الإصدار، شرط أن لا يتم هذا التحويل إلا في حالة ما إذا كانت قيمة التحويل أعلى من القيمة السوقية الحالية في تاريخ الإصدار، وبهذا يمكن لحملة هذا النوع من السندات الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل المؤسسة لتدهور طويل نسبيا، من خلال التحول إلى مساهم والحصول على أرباح عندما تتحسن وضعيتها المالية(2)، و ما يُعاب على تحويل السندات إلى أسهم زيادة عدد الأسهم العادية مما قد يعرض الملاك القدامى لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم التي يمتلكونها.

ويمكن للمؤسسة أن تعوض هذا النقص بالمبلغ الذي كان من المفترض أن يُدفع في شكل فوائد إلى حملة السندات من جهة، ومن جهة أخرى فإن التخلص من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت يصاحبه انخفاض المخاطر المالية التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية، مما يؤدي إلى تحسن قيمتها السوقية.

(1) السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة و الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة مصر، 2006، ص 27.

(2) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، مرجع سبق ذكره، ص 306

المبحث الثالث: تأثير التمويل بالقرض السندي على المؤسسة الاقتصادية

إن المؤسسة وبرسمها لسياستها المالية، تقوم أساساً بتحديد أهم المزايا المالية التي تحققها إضافة إلى تحديدها لأكبر العقبات التي تواجهها إثر اعتمادها على مصادر تمويل متنوعة، سواء أكانت طويلة، متوسطة أو قصيرة الأجل، وكمثال على إحدى هذه العقبات: تحديد مستوى القروض السندية في هيكل رأس مال المؤسسة وما له من تأثير كلي عليها، وهذا ما سنتطرق إليه في هذا الجزء من خلال تبيان تأثير اللجوء للقرض السندي كمصدر للتمويل على المؤسسة.

المطلب الأول: تأثير تكلفة القرض السندي على المؤسسة

إن للقرض السندي تأثير كبير بشكل عام على قيمة المؤسسة وبشكل خاص على هيكل رأسمالها، فهو يُسهم في زيادة قيمتها السوقية مع زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية، في حالة ما إذا كانت تكلفة الديون المالية أقل من العوائد التي حققتها عملية استخدام هذه السندات، وبالتالي مساهمته في تشكيل هيكل رأسمال فعال يلي احتياجاتها المالية.

ومن جهة أخرى فيإمكانه أيضاً أن يُسبب انخفاضاً في الأرباح الصافية لأصحاب المؤسسة، إذا ما كانت تكلفة هذه الديون أكبر من العوائد التي حققتها عملية استخدامها، وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية لزيادة المخاطر التي يتعرض لها أصحاب المؤسسة، وبالتالي تشكيكه عقبة في سعيها لتشكيل هيكل رأسمال أمثل(1).

من بين هذه المخاطر: التكلفة المرتبطة بالتمويل عن طريق القرض السندي والمتثلة أساساً في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقترض، ويعود تحديد هذه التكلفة والموازنة بينها وبين العائد المتوقع منها على الإدارة المالية للمؤسسة، من خلال تحقيق التعادل بين الأثر الإيجابي لزيادة العائد الذي تعود به على المؤسسة مع الأثر السلبي لزيادة مخاطر تكلفة اللجوء إليها.

وحرصاً على تجنب هذه الأخيرة والتي تؤدي بالضرورة إلى تعريض المؤسسة إلى خطر الإفلاس، فإنها تلجأ ومنذ الوهلة الأولى إلى نقل هذه التكاليف إلى المساهمين، وذلك برفع معدل عوائد الاستثمار في سندات المؤسسة أو رفع فوائد القروض منذ البداية، مما يندرج بارتفاع تكلفة الأموال، ولكن الإجراء الأول يجعل المساهمين يتحملون لوحدهم خطر الإفلاس مما يجعلهم يطالبون بمعدلات مرتفعة(2).

إضافة إلى كل ما سبق فإنه يجب التمييز بين الظاهرة والتكلفة الحقيقية للتمويل بالقرض السندي، ويمكن توضيحها كما يلي(3):

- (1) عبد الحفيظ الأرقم، التحليل المالي تحليل: ربحية المقترحات الاستثمارية الجزء 2، مطبوعات جامعة قسنطينة، الجزائر، 1999، ص 45.
- (2) عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد 6، جامعة ورقلة، 2008، ص 17-18.
- (3) باسم محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 64-65.

1- التكلفة الظاهرة

تتمثل التكلفة الظاهرة للقروض السندية أساساً في كونها عبارة عن المعدل الذي يحقق المساواة بين المبلغ المقترض من جهة، وبين القيمة الحالية للفوائد السنوية مضافاً إليها القيمة الحالية للمبلغ الأساسي للقرض والمسدد في نهاية المدة، أي أن:

$$\text{المبلغ المقترض} = \text{القيمة الحالية للفوائد} + \text{القيمة الحالية للقرض الواجب سداده نهاية المدة.}$$

وينطبق هذا المفهوم مع المبدأ القائل بأن المستثمر لا يقبل توظيف أمواله إلا إذا توقع الحصول على ربح لقاء عملية الاستثمار وتعويض الأخطار التي سيتعرض لها.

2- التكلفة الحقيقية

تعتبر التكلفة الحقيقية للقرض السندي التكلفة الحقيقية التي تتحملها المؤسسة فعلاً بعد الاستفادة من الوفر المحقق من تطبيق الضريبة على الأرباح، وذلك على اعتبار أن القانون الضريبي يعتبر الفوائد التي تدفعها المؤسسات لقاء الأموال المقترضة تكلفة، وهي معفاة من الضرائب باعتبارها عنصراً من عناصر تكلفة الإنتاج وتعامل مثل بقية النفقات الأخرى التي تخصم من إيرادات المؤسسات قبل دفع الضرائب(1).

بمعنى آخر يمكن القول بأن الفوائد تخفض بطرح الضريبة، وبذلك تحقق وفراً للمؤسسة يزيد من كمية الأرباح الصافية، أي يزيد من العائد على الأموال المستثمرة، ولنفرض على سبيل المثال بأن معدل ضريبة الدخل يعادل 50% فإن التكلفة الحقيقية للسندات تساوي نصف التكلفة الظاهرة أي نصف الفائدة، وبالتالي فإنه يمكن حساب التكلفة الحقيقية للقرض السندي من خلال العلاقة التالية(2):

$$\text{التكلفة الحقيقية} = \text{معدل الفائدة (1 - معدل الضريبة).}$$

المطلب الثاني: تأثير القرض السندي على عائد الأسهم في المؤسسة

إن المؤسسة الاقتصادية وبعتمادها على السندات كمصدر تمويلي في هيكل رأسمالها، يتوجب عليها أن تعمل جاهدة على التوفيق بين مختلف أهداف الأطراف المتعاملة معها ومن بينها أهداف حملة الأسهم في المؤسسة، إذ أن تأثير القرض السندي على عوائد الأسهم يبرز من خلال تحليل مجموعة من العلاقات الرياضية القائمة على جملة من الفرضيات أهمها أن: "المؤسسة تعتمد في تمويلها على مصدرين هما: السندات والأسهم

(1) مالك الحافظ، مرجع سبق ذكره، ص 84.

(2) باسم محمد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 65.

العادية⁽¹⁾، وبالتالي فنحن هنا بصدد الوصول إلى افتراضين، أولاهما أن السندات تحمل أسعار فائدة ثابتة، و الثانية أن السندات تحمل أسعار فائدة متغيرة، وقبل كل ذلك يمكننا اعتبار أن(2):

- K: حجم استثمار المؤسسة ثابت.

- iK: المصاريف المالية.

- D: مبلغ القرض السندي.

- NP: محصلات طرح الأسهم العادية، حيث أن N: عدد الأسهم العادية، و P: سعر السهم
الوحدوي.

- i: معدل الفائدة.

- r: معدل العائد الهامشي لرأس المال.

- t: معدل الضريبة.

- Y: صافي ربح العمليات.

- X: عائد السهم العادي.

1- بفرض أن أسعار فائدة السندات ثابتة

يمكن كتابة عائد الأسهم العادية X من خلال المعادلة التالية(3):

$$X = \frac{Y - iD}{N} (1 - t)$$

وحيث أن الاستثمار الذي يتم تمويله بالسندات D ومحصلات بيع الاسهم العادية NP فإن:

$$K = NP + D \Rightarrow N = \frac{K - D}{P} \dots\dots\dots (1)$$

وبتعويض قيمة N في المعادلة (1) نحصل على:

$$X = (1 - t)P \frac{Y - iK}{K - D} \dots\dots\dots (2)$$

(1) سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي: مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، الاسكندرية مصر، 2006، ص 218.

(2) مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

(3) باسم محمد الاغا، مرجع سبق ذكره، ص 87.

ومن خلال المعادلتين (1) و (2) يتبين بأن عائد السهم X يتأثر بصافي ربح العمليات Y ومبلغ القرض السندي D ، وهذا مع افتراض ثبات في العناصر الأخرى، أي أن (1):

$$\Delta X = \frac{\sigma X}{\sigma D} PD + \frac{\sigma X}{\sigma Y} PY$$

ولتبيان تأثير القرض السندي على عائد السهم العادي نفترض ثبات في صافي ربح العمليات Y ومنه نجد:

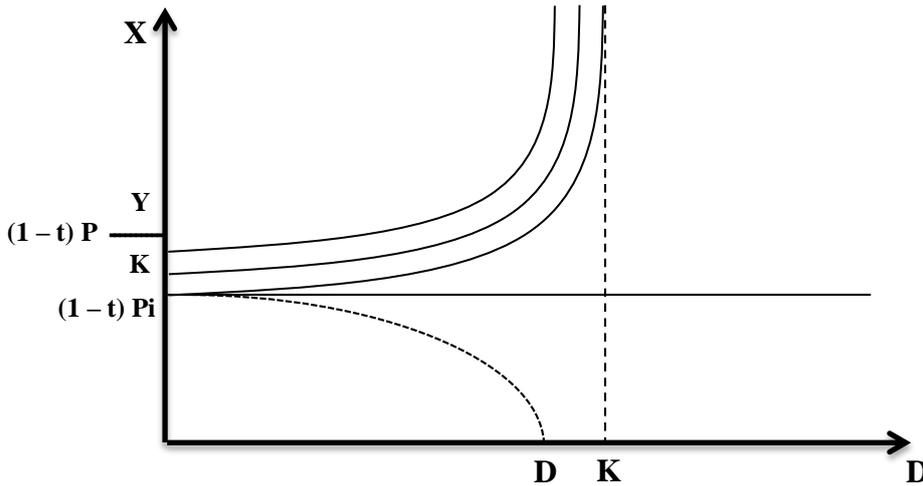
$$\frac{\Delta X}{\Delta D} = (1 - t)P \frac{Y - iK}{(K - D)^2}$$

وبالتالي فإن القرض السندي لا يمارس أي تأثير على عائد السهم إذا كان: $\frac{\Delta X}{\Delta D} = 0$ أي أن:

$$Y = iK (1 - t)P \frac{Y - iK}{(K - D)} = 0$$

وهذا حيث لا يمارس القرض السندي أي تأثير على عائد الاسهم، إلا إذا كان: $iK = Y$ و $D \neq K$ ، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل -17- عائد السهم ومردودية الاستثمار.



المصدر: مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص 154.

من خلال الشكل السابق يتضح لنا وجود عدة حالات تعكس العلاقة بين X و D .

✓ الحالة الأولى: $Y > iK$ أو $r > i$

حيث أن $r = Y/K$ ، بالتالي وفي هذه الحالة نجد بأن عائد الاستثمار Y يفوق المصاريف المالية iK الأمر الذي يعمل على رفع عائد السهم بارتفاع نسبة السندات في هيكل رأس مال المؤسسة، ومنه رياضياً إذا كان:

$$\frac{\Delta X^2}{\Delta D^2} > 0$$

فإن عائد الاستثمار يعادل المصاريف المالية: $iK=Y$ ، وهي الحالة التي تعرضت لها النظرية الكلاسيكية حيث بيّنت بأن المؤسسة تستثمر إلى أن يتعادل معدل العائد الهامشي لرأس المال مع معدل الفائدة $r = i$ ، وفي هذه الحالة فإن القرض السندي لا يمارس أي تأثير على عائد السهم.

✓ الحالة الثانية: $Y < iK$

وهنا نجد بأن صافي ربح عمليات المؤسسة Y لا يغطي المصاريف المالية المترتبة عن عملية الاقتراض السنوي iK ، وأن عائد السهم في تراجع مع ارتفاع حجم السندات في هيكل رأس مال المؤسسة، أي أن:

$$\frac{\Delta X^2}{\Delta D^2} < 0$$

2- بفرض أن أسعار فائدة السندات متغيرة

يزداد الخطر على المؤسسة في حال ما إذا أصبحت القروض السندية ذات أهمية كبيرة مقارنة بأموالها الخاصة، الأمر الذي يؤدي بالدائن إلى المطالبة بمعدل فائدة أعلى لتعويضه عن هذا الخطر، وبالتالي فإن (1):

$$i' = i \frac{D}{K} \Rightarrow i' = \frac{\Delta i}{\Delta D/K} > 0$$

وبالتعويض في المعادلة التالية:

$$X = (1 - t)P \frac{Y - iD}{K - D} \quad \text{أن نجد:}$$

$$\frac{\Delta X}{\Delta D} = (1 - t)P \frac{(K - D)(-i - i' \frac{D}{K}) + T - iD}{(K - D)^2}$$

$$\frac{\Delta X}{\Delta D} = 0 \quad \text{وبفرض أن} \Rightarrow (1-t)P \frac{Y - iK - i'D \frac{1-D}{K}}{(K-D)^2} = 0$$

وبما أن المؤسسة لا تتمول عن طريق السندات فقط بوجود الأسهم كذلك، ومنه نجد بأن:

$$KD \neq Y - iK - i'D(1 - D/K) = 0$$

ومنه بافتراض أن معدل الفائدة i ينمو بشكل خطي مع K/D ، حيث أن:

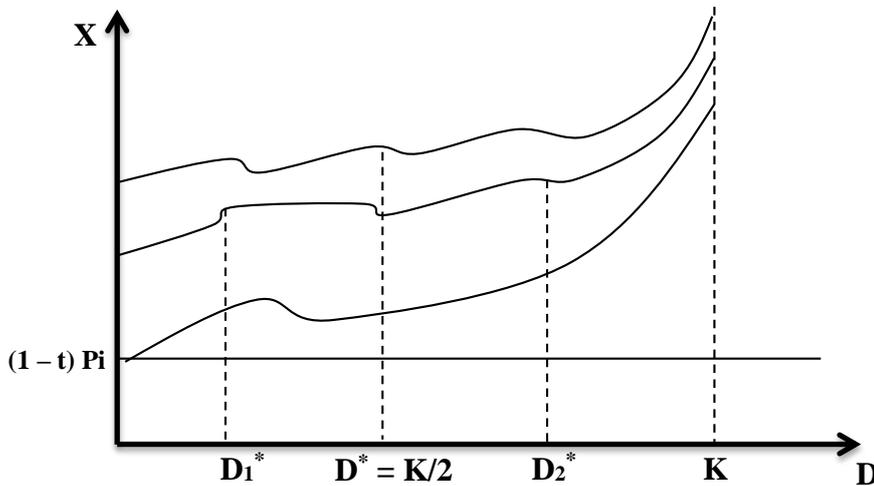
$$i = i_0 + i_1 D/K \quad \text{و} \quad i' = i_1$$

ولكي يكون إصدار السندات حياديا ولا يؤثر على عوائد الأسهم، فإنه يجب أن يأخذ مبلغ القرض السندي D القيمة التالية:

$$\begin{cases} D^* = \frac{K}{2} & \text{و} & Y = iK + \frac{K}{4i_1} \\ D^* = \frac{K}{2} \pm \sqrt{\frac{K(i_1 K - 4)(Y - iK)}{4i_1}} \end{cases}$$

وهذه الجملة ليس لها حل إلا في مجال: $iK \leq Y \leq iK + i_1 K/4$ ، كما أن النسبة: $D^* = K/2$ تعد نسبة كلاسيكية تستعملها البنوك، حيث أن القروض متوسطة و طويلة الأجل (كما هو الحال مع القرض السندي) لا يجب أن تفوق حجم الأموال الخاصة، وبما أن r هو معدل العائد المتوسط فإن حيادية إصدار السندات لا يمكن بلوغها إلا لقيم r (حيث أن $r = Y/K$) محصورة على الأموال المستثمرة في مجال مغلق: $[i, i + \frac{i_1}{4}]$ ، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل -18- تأثير القرض السندي على ربحية السهم في حالة تغير أسعار الفائدة.



المصدر: مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص 156.

من خلال الشكل نلاحظ بأنه عندما يكون $D^* = K/2$ فإن: $X = (1 - t)P \left(i + \frac{i'}{4} \right)$ وهو العائد الأقصى الذي يتناسب مع حيادية إصدار السندات على إعتبار أن، $r \leq i + \frac{i'}{4}$ ، ويمكن للمؤسسة أن ترفع عائد الأسهم عن ذلك الذي تحصلنا عليه عند $D = K/2$ ، ولكن في المقابل فإنها لن تحافظ على شرط حيادية إصدار السندات، و بالتالي فإن المتراجحة تسلط الضوء على أهمية سياسة المقرضين اتجاه المؤسسة وتحدد هامش عمل ومناورة المستثمرين، فإذا حدث وأن كان $r > i + \frac{i'}{4}$ فإن كلا من المساهم والمقرض يتحمل الخطر المالي.

المطلب الثالث: تأثير القرض السندي على نمو وأمن المؤسسة

إضافة إلى النقاط التي أشرنا إليها سابقا والمتعلقة بتأثير تكلفة القرض السندي على المؤسسة، وكذا تأثيره على عائد الأسهم فيها والذي يترك أثرا على هيكل رأس مالها من خلال علاقته بمردودية الأموال الخاصة في المؤسسة، فإن القرض السندي ومن خلال عدة عوامل يساهم في تحديد مستوى أمنها ونموها.

1- القرض السندي و نمو المؤسسة

يؤثر القرض السندي ولو بشكل غير مباشر على نمو المؤسسة، باعتبار أن معدل هذا الأخير يقاس من خلال حاصل ضرب كل من مردودية الأموال الخاصة ونسبة الأرباح المحتجزة، وهذا ما يمكن توضيحه من خلال المعادلة التالية(1):

$$g = R_F \times q$$

حيث أن:

- g : معدل نمو المؤسسة.

- R_F : مردودية الأموال الخاصة، والتي تكتب وفقا للعلاقة التالية:

$$R_F = R_e + \frac{D}{CP} (R_e - i)$$

- q : معدل الأرباح المحتجزة.

- i : معدل الفائدة.

- D/CP : الرفع المالي في المؤسسة.

وبتعويض قيمة R_F في المعادلة الأولى نجد:

$$g = \left[R_e + \frac{D}{CP} (R_e - i) \right] \times q$$

(1) مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص 157.

بالتالي فإن هذه المعادلة تسمح لنا بإظهار الدور الذي تساهم به السياسة المالية من خلال اعتماد المؤسسة على مختلف مصادر التمويل متوسطة أو طويلة الأجل كالقرض السندي في تحديد نسب نمو المؤسسة.

2- القرض السندي و أمن المؤسسة

يمثل القرض السندي عقدا قانونيا بالنسبة للمؤسسة يجبرها على تسديد مبالغ نقدية ثابتة في تواريخ محددة مسبقا وهذا مهما كانت الوضعية المالية للمؤسسة، وبالتالي فإن كان له دور فعال في زيادة ربحية السهم وتسريع وتيرة نموها، فإنه وفي المقابل يرفع معدل الخطر المالي الذي يمكن أن تواجهه المؤسسة إضافة إلى ذلك فهو يعمل على تخفيض مرونتها.

بالتالي فإن ارتفاع النفقات المالية بسبب عملية القرض السندي سيُسهم 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 لمكافحة 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 وبالتالي إشهار إفلاسها.

إضافة إلى ذلك فإن 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 الاقتراضية من خلال عملية اصدار القرض السندي، كما يضاف إلى ذلك انخفاض مرونة المؤسسة في تجاوز الاعتماد على مصادر التمويل بالحجم والكيف في احتياجاتها المالية(1).

(1) نفس المرجع، ص ص 157-158.

خلاصة الفصل الثاني

في ختام هذا الفصل نجد بأن المؤسسة تولى اهتماماً كبيراً للسندات بأنواعها في حالة رغبتها في التمويل طويل الأجل، وهذا لما تحمله من مزايا وخصائص تنفرد بها عن سائر المصادر التمويلية الأخرى، ما يجعل منها بديل تمويلي جيد يخدم المؤسسة من عدة جوانب، نوجزها كما يلي:

- ✓ تمكن المؤسسة من استخدام أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة، إضافة إلى الاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي الناجم عن إصدار السندات كونها تحقق ميزة ضريبية تخدم المؤسسة.
- ✓ عكس التمويل بإصدار الأسهم، فإن التمويل بالسندات يحافظ على سرية المعلومات المتعلقة بالمؤسسة.
- ✓ وجود السندات في سوق الأوراق المالية بصور عديدة، الأمر الذي يتيح للمؤسسة حرية أكبر في دراسة واختيار النوع الذي يناسب واحتياجاتها التمويلية.
- ✓ تأثيرها على قيمة المؤسسة من خلال المساهمة في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية في المؤسسة، الأمر الذي يترك أثراً على هيكل رأس مالها من خلال علاقته بمردودية أموالها الخاصة.

الفصل الثالث

تمويل المؤسسات الجزائرية عن طريق

القرض السري

حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز"

مقدمة الفصل الثالث

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

ومن بين أهم أدوات هذا السوق المالي: القرض السندي الذي يعد البديل التمويلي الأقل تكلفة من بين باقي مصادر التمويل طويلة الأجل، إضافة إلى كون الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" تتصدر المتعاملين بالقرض السندي في السوق المالي الجزائري.

وقد قسمنا الفصل التطبيقي إلى المباحث التالية:

- ✓ تقديم مجمع سونلغاز.
- ✓ منهجية البحث الميداني.
- ✓ دراسة السلوك التمويلي لمجمع سونلغاز.

المبحث الأول: تقديم مجمع "سونلغاز"

بموجب المرسوم الرئاسي رقم 195-02 المؤرخ في الفاتح من جوان سنة 2002، و المتضمن القانون الأساسي للشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز "سونلغاز"، تحولت من مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي و تجاري إلى شركة مساهمة تحوز الدولة رأسمالها، مهامها الرئيسية هي إنتاج الكهرباء و الغاز و نقلها و توزيعها. إضافة إلى ذلك يسمح لها قانونها الأساسي الجديد بالتدخل في قطاعات أخرى من القطاعات ذات الأهمية بالنسبة للمؤسسة و ميدان تسويق الكهرباء و الغاز نحو الخارج، فأصبحت بذلك اليوم تعد مجمعا يتكون من 29 شركة فرعية و تُشغل أزيد من 40 000 عامل.

المطلب الأول: تاريخ مجمع "سونلغاز"

لقد مرت الشركة الوطنية للكهرباء و الغاز "سونلغاز" في تطورها بعدة مراحل نلخص أهمها فيما يأتي(1):

1- مرحلة إنشاء شركة "كهرباء و غاز الجزائر"

جاء مرسوم 5 جوان 1947 لينشأ الشركة العمومية "كهرباء و غاز الجزائر EGA"، وقد تم تحويل الشركات الحائزة على التنازلات عن الكهرباء في الجزائر و البالغ عددها 16 شركة إلى شركة "كهرباء و غاز الجزائر" بمرسوم مؤرخ في 16 أوت 1947 لتحتكر بذلك نشاط إنتاج، نقل و توزيع الطاقة الكهربائية و الغازية في الجزائر.

2- مرحلة إنشاء "الشركة الوطنية للكهرباء و الغاز"

عند الاستقلال كان على شركة "كهرباء و غاز الجزائر" أن تواجه الرحيل الجماعي للإطارات الفرنسيين، وذلك بضمنان الاستخلاف و المساهمة في امتلاك التحكم لتحقيق السيادة الوطنية، من خلال ملئ هذا الفراغ بإرسال شبان جزائريين حاملين لشهادات الجامعية و خريجي المدارس الكبرى الأجنبية للتكوين إضافة إلى عمال EGA و الذي قدر عددهم آنذاك بحوالي 5 000 عون دائمين و مؤقتين (4 633 موظفا مرسما في سنة 1959)، أما المهام التقنية فقد تبين أنها أصعب للمراقبة بالنظر لنقص التقنيين، فكان لا بد من ضمان الاحتفاظ بجزء من موظفي الاستغلال الفرنسيين، ثم اللجوء إلى توظيف مهندسين جدد و أعوان التحكم و وضعهم بصفة مزدوجة على المناصب إلى حين التوصل لجعل المراقبة الحقيقية ممكنة من قبل الجزائريين.

لقد تم إنشاء سونلغاز وفقا للأمر رقم 69 - 59، المؤرخ في 28 جويلية 1969 المتضمن حل شركة "كهرباء و غاز الجزائر EGA" و إنشاء الشركة الجديدة المتمثلة في "الشركة الوطنية للكهرباء و الغاز"، و المدرج في إطار تدابير تأميم القطاعات الحيوية للاقتصاد الوطني المنطلقة في 1966، و بحلول سنة 1969 كانت "سونلغاز" قد أصبحت مؤسسة ذات حجم كبير بلغ عدد موظفيها حوالي 6 000 عون، و تمون

حوالي 700 000 زبون، وقد اهتمت الشركة منذ تنصيبها بالإضافة إلى تركيب وصيانة التجهيزات المنزلية التي تشتغل بالكهرباء أو بالغاز، بترقية استعمال الغاز الطبيعي والكهرباء في القطاعات الصناعية والصناعات التقليدية و الاستعمالات المنزلية.

3- مرحلة إعادة هيكلة "الشركة الوطنية للكهرباء والغاز"

لقد عرفت "سونلغاز" إعادة هيكلة أولى في 1983 أدت إلى ميلاد ستة (06) شركات فرعية: خمس منها متعلقة بالأشغال المتخصصة إضافة إلى مؤسسة أخرى للتصنيع، أين أصبحت بفضل هذه الشركات تتوفر حاليا على تجهيزات كهربائية وغازية تستجيب لحاجات التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد، ويمكن توضيحها كالتالي:

- ✓ كهريف: للكهربة.
- ✓ كهركيب: للهياكل والمنشآت الكهربائية.
- ✓ إينبرغا: للهندسة المدنية.
- ✓ التركيب: للتركيب الصناعي.
- ✓ كاناغاز: لإنجاز شبكات الغاز.
- ✓ AMC: لصناعة العدادات وأجهزة القياس والمراقبة.

4- تغيير الشكل القانوني للشركة الوطنية للكهرباء والغاز

طبقا للمرسوم التنفيذي رقم 91-475 المؤرخ في 14 ديسمبر 1991، تم تحويل الشكل القانوني للشركة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز" لتصبح مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري EPIC. و في سنة 1995 وبصدور المرسوم التنفيذي رقم 95-280 المؤرخ في 17 سبتمبر 1995، أكد الطبيعة القانونية لسونلغاز بصفتها مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري، وقد وُضعت "سونلغاز" تحت وصاية الوزير المكلف بالطاقة و المناجم كما مُنحت لها الشخصية المعنوية مع تمتعها بالاستقلال المالي، أحذا بعين الاعتبار الإصلاحات الاقتصادية وآفاق تطوير المؤسسة ذات الطابع الصناعي والاقتصادي، حددت المهام المنوطة بسونلغاز إراديا بكيفية واسعة، وذلك للسماح لها بتجسيد دور محرك في تطوير الاقتصاد الوطني.

5- إنشاء الفروع المحيطية 1998

لم يكن قرار ترقية بعض النشاطات المندمجة داخل سونلغاز إلى فروع اختيارا متعمدا، بل كان بديلا أملاه الظرف الاقتصادي السائد آنذاك، والمبني على قوانين المنافسة والقدرة التنافسية الجديدة، كما يتطلب بالضرورة التأقلم مع هذه البيئة إعادة التمرکز حول مهنها القاعدية وإعادة هيكلة نشاطاتها الملحقه.

- وأدت هذه الدراسة إلى إنشاء مؤسسات جديدة مستقلة من الناحية القانونية عن سونلغاز، مكلفة بميادين النشاطات المحيطة، ففي الفاتح من جانفي سنة 1998 رأت (09) فروع النور، وهي كالتالي:
- ✓ فرع مكلف بصيانة التجهيزات الصناعية: MEI.
 - ✓ ثلاثة (03) فروع مكلفة بتصليح المحولات: TRANSFO (الوسط، الشرق والغرب).
 - ✓ فرع مكلف بأشغال الطباعة: SAT Info.
 - ✓ أربعة (04) فروع مكلفة بصيانة وخدمات العربات: MPV (الجزائر، قسنطينة، هران و ورقلة).

6- تغيير الشكل القانوني للمؤسسة العمومية للكهرباء والغاز

بموجب المرسوم الرئاسي رقم 195-02 المؤرخ في أول يونيو سنة 2002، تم تحويل المؤسسة العمومية للكهرباء والغاز "سونلغاز" من مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري إلى شركة مساهمة تحوز الدولة رأسمالها، تنشط بواسطة فروعها لنشاطات الإنتاج، النقل وتوزيع الكهرباء وكذا نقل وتوزيع الغاز، يقدر رأسمالها بمائة وخمسين مليار دينار جزائري موزعة على 150 000 سهم، قيمة كل واحد مليون دينار جزائري، تكتتبها وتحررها الدولة دون سواها، وحسب المادة 165 من القانون 01-02 المؤرخ في 05 فيفري 2002 فإن للدولة الحق في امتلاك أغلبية الأسهم فيها، تهدف أساسا إلى:

- ✓ إنتاج الكهرباء سواء في الجزائر أو في الخارج ونقلها وتوزيعها و تسويقها.
- ✓ نقل الغاز لتلبية حاجيات السوق الوطنية.
- ✓ توزيع الغاز عن طريق القنوات سواء في الجزائر أو في الخارج و تسويقه.
- ✓ تطوير وتقديم الخدمات الطاقوية بكل أنواعها.
- ✓ دراسة كل شكل ومصدر للطاقة وترقيته و تثمينه.
- ✓ تطوير كل نشاط له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالصناعات الكهربائية والغازية وكل نشاط يمكن أن تترتب عنه فائدة "سونلغاز"، لاسيما البحث عن المحروقات واستكشافها وإنتاجها وتوزيعها.
- ✓ تطوير كل شكل من الأعمال المشتركة في الجزائر والخارج مع شركات جزائرية أو أجنبية.
- ✓ إنشاء فروع وأخذ مساهمات وحيازة كل حقيبة أسهم وغيرها من القيم المنقولة في كل شركة موجودة أو سيتم إنشاؤها في الجزائر أو في الخارج.

وتمشيا مع التطور الذي عرفته "سونلغاز" فقد أصبح نشاط إنتاج وتوزيع الغاز الطبيعي مفتوحا على المنافسة، ذلك بمقتضى القانون رقم 01-02 المؤرخ في 05 فيفري 2002 المتعلق بالكهرباء و توزيع الغاز بواسطة القنوات، والذي ينص على عدم احتكار إنتاج الكهرباء وتوزيع الغاز بواسطة القنوات، وهو ما يتنافى ومبادئ الخدمة العمومية، لذا فإنه وجب على شركة "سونلغاز" التكيف لتتلاءم مع القواعد الجديدة لتسيير القطاع، ومن ناحية أخرى فإن هذا القانون يخول لها استقلالية أكبر ويسمح لها بأن تمارس مسؤوليتها كاملة،

كما أن تحديد هدفها الاجتماعي فتح لها آفاقا زيادة على أنشطتها المعتادة، فقد توفرت لسونلغاز إمكانية العمل والاتجاه نحو قطاع المحروقات والقيام بأعمال خارج الجزائر.

المطلب الثاني: تنظيم مجمع "سونلغاز"

بموجب المرسوم الرئاسي رقم 02-195 المؤرخ في 19 ربيع الأول عام 1423 الموافق للفتاح جوان سنة 2002، والمتضمن للقانون الأساسي للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز، المسماة "سونلغاز ش.ذ.أ"، فإنها تتكون من الشركة الأم ممثلة في: أعضاء مجلس الإدارة المندوبين، المديرية العامة والمديريات التنفيذية، إضافة إلى شركات مساهمة فيها والمتمثلة أساسا في: الجمعية العامة، مجلس الإدارة، الرئيس المدير العام.

1- الجمعية العامة

تتكون الجمعية العامة حسب المادة 09 من القانون الأساسي للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز"، من ممثلي الدولة وهم (1):

- ✓ الوزير المكلف بالطاقة.
- ✓ الوزير المكلف بالمالية.
- ✓ الوزير المكلف بمساهمات الدولة.
- ✓ ممثل رئاسة الجمهورية.
- ✓ المسؤول عن المؤسسة المكلفة بالتخطيط.

ويترأسها الوزير المكلف بالطاقة، كما يحضر الرئيس المدير العام "سونلغاز ش.ذ.أ" "أشغال الجمعية العامة، وتتولى "سونلغاز ش.ذ.أ" أمانة الجمعية.

وقد نص الجزء الثاني من نفس المادة على المسائل التي يخول للجمعية العامة البت فيها، والمتمثلة في:

- ✓ البرامج العامة للنشاطات.
- ✓ تقارير محافظي الحسابات.
- ✓ حصيلة الشركة و حسابات النتائج المحققة.
- ✓ تخصيص الأرباح.
- ✓ فتح رأس مال الشركة وزيادته وتخفيضه.
- ✓ إنشاء الشركات و اخذ المساهمات في الجزائر وفي الخارج.
- ✓ تعيين محافظي الحسابات.
- ✓ اقتراحات تعديل القانون الأساسي.
- ✓ تغيير المقر "سونلغاز ش.ذ.أ".

أما الجزء الثالث من نفس المادة فقد نص على أن الجمعية تجتمع مرة واحدة على الأقل كل سنة في دورة عادية، وفي دورة غير عادية كلما اقتضى الأمر، بناءً على استدعاء من رئيسها، ويمكن للجمعية العامة أن تعقد دورة غير عادية بمبادرة من رئيسها أو بطلب من اثنين من أعضائها على الأقل أو من محافظ أو محافظ الحسابات أو الرئيس المدير العام، ويحدد جدول أعمال الجمعية العادية من قبل رئيسها.

2- مجلس الإدارة

يتكون مجلس الإدارة حسب المادة 10 من نفس القانون من الأعضاء التاليين(1):

- ✓ ممثل عن الوزارة المكلفة بالطاقة.
- ✓ ممثل عن الوزارة المكلفة بالمالية.
- ✓ ممثل عن الوزارة المكلفة بالتجارة.
- ✓ ممثل عن الوزارة المكلفة بمساهمات الدولة.
- ✓ ممثل عن الوزارة المكلفة بالجماعات المحلية.
- ✓ ممثل عن الوزارة المكلفة بالبيئة.
- ✓ ممثلين اثنين للعمال.
- ✓ الرئيس المدير العام لسونلغاز.
- ✓ الرئيس المدير العام لفرع نقل الكهرباء التابع لسونلغاز.
- ✓ الرئيس المدير العام لفرع نقل الغاز التابع لسونلغاز.
- ✓ رئيس مدير عام لفروع الإنتاج التابعة لسونلغاز.
- ✓ رئيس مدير عام لفروع التوزيع التابعة لسونلغاز.

ويترأس مجلس الإدارة الرئيس المدير العام لسونلغاز، كما يحضر الرؤساء المديرون العامون للفروع المذكورين أعلاه أشغال مجلس الإدارة برأي استشاري، ويتم تعيين هؤلاء الأعضاء من طرف الوزير المكلف بالطاقة وتدوم مدة عضويتهم أربع سنوات قابلة للتجديد باستثناء مدة تعيين الرئيس المدير العام "سونلغاز".

أما المهام الموكلة لمجلس الإدارة فقد حددت في الجزء الرابع من نفس المادة، حيث يدرس ويوافق على وجه الخصوص على ما يلي:

- ✓ مشاريع البرامج العامة للنشاطات.
- ✓ الميزانية.
- ✓ مشاريع حصيلة الشركة و حسابات النتائج.
- ✓ مشاريع عقود الشراكة.

✓ المساهمات المصرفية والمالية.

✓ مشاريع فتح رأسمالها.

✓ مشاريع إنشاء شركات وحياسة أسهم سواء في الجزائر أم في الخارج.

✓ التنظيم العام، الاتفاقية الجماعية والنظام الداخلي للشركة.

✓ مرتبات الإطارات المسيرة.

وأكد الجزء السادس من نفس المادة على وجوب حرص وسهر مجلس الادارة على أن تمارس "سونلغاز" الأنشطة التي تساهم في تحقيق هدفها في إطار الاحترام الصارم للقوانين والتنظيمات المعمول بها.

3- الرئيس المدير العام

يتم تعيين الرئيس المدير العام لمجمع سونلغاز بمرسوم رئاسي بناءً على اقتراح الوزير المكلف بالطاقة، الذي تخول له الصلاحيات التالية(1):

✓ يخول له مجلس الإدارة للرئيس المدير العام أوسع السلطات ليتولى سير سونلغاز وتسييرها وإدارتها.

✓ يمكنه أن يفوض تحت مسؤوليته كل أو جزء من صلاحياته.

✓ يعد مسؤولاً عن السير العام للشركة، ويمثل سونلغاز في كل أعمال الحياة المدنية، ويمارس السلطة

السلمية على مستخدمي الشركة.

4- رئاسة "سونلغاز"

مزودة بأجهزة لتسيير شؤون الإدارة وتآلف من:

✓ اللجنة التنفيذية.

✓ لجنة تنسيق المجمع.

✓ لجان المجمع متخصصة لاتخاذ القرارات أو للتشاور وعددها ثمانية.

5- المديرية العامة والمديريات التنفيذية للشركة الأم

وتؤدي هذه الأخيرة الوظائف المعروفة بوظائف المجمع وهي:

✓ التنمية والاستراتيجية.

✓ منظومات الإعلام.

✓ الدراسات الهندسية.

✓ الموارد البشرية.

✓ المالية والمحاسبة.

(1) نفس المرجع.

- ✓ المعاينة التقنية.
- ✓ المعاينة التسييرية.
- ✓ الاتصال الحرفي.
- ✓ الجانب القانوني.
- ✓ العلاقات الدولية.

6- المبادئ التنظيمية التي تركز عليها هيكله المجمع

وتتمثل فيما يلي:

- ✓ الاستراتيجية الصناعية والمالية التابعة للشركة الأم.
- ✓ الشركات المتفرعة مكلفة بتنفيذ استراتيجية كل شركة فيما يخصها.
- ✓ الشركات الفرعية ذات استقلالية في التسيير وهي ملزمة بتحقيق نتائج.
- ✓ يتم توجيهه والتدخل في الشركات المتفرعة عبر الأجهزة الاجتماعية والمتمثلة في الجمعية العامة ومجلس الإدارة.

المطلب الثالث: فروع مجمع "سونلغاز"

يضم مجمع "سونلغاز" أربعة فروع يمكن توضيحها كما يلي:

1- الفروع المهنية

وتتضمن فروع إنتاج، نقل وتوزيع الكهرباء وكذا نقل وتوزيع الغاز وهي (1):

- ✓ مسير منظومة الكهرباء OS
- ✓ الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء SPE.
- ✓ شركة توزيع الكهرباء و الغاز للجزائر SDA .
- ✓ شركة توزيع الكهرباء و الغاز للوسط SDC.
- ✓ شركة توزيع الكهرباء و الغاز للغرب SDO.
- ✓ شركة توزيع الكهرباء و الغاز للشرق SDE.
- ✓ الشركة الجزائرية لتسيير شبكة نقل الكهرباء GRTE.
- ✓ الشركة الجزائرية لتسيير شبكة نقل الغاز GRTG.

2- فروع الأشغال

وتتضمن شركات التجهيز وإنشاء المنشآت الطاقوية وهي:

- ✓ شركة هندسة الكهرباء و الغاز CEEG.
- ✓ شركة التركيب الصناعي ETTERKIB.
- ✓ شركة إنجاز القنوات KANAGHAZ.
- ✓ شركة إنجاز المنشآت الأساسية INERGA.
- ✓ شركة أشغال الكهرباء KAHRIF.
- ✓ شركة هندسة الكهرباء و الغاز CEEG.

3- الفروع المحيطة

وتتضمن الشركات الآتية:

- ✓ الجزائر انفرماسيون تكنولوجي ELIT.
- ✓ روية للإنارة.
- ✓ شركة الممتلكات العقارية للصناعات الكهربائية و الغازية SOPIEG.
- ✓ صندوق الخدمات الاجتماعية والثقافية لعمال الصناعات الكهربائية و الغازية FOSC.
- ✓ المتجر الجزائري للعتاد الكهربائي و الغازي CAMEG.
- ✓ مركز البحث و تطوير الكهرباء و الغاز CREDEG.
- ✓ نزل المزارعين HMP.
- ✓ معهد التكوين في الكهرباء و الغاز IFEG.
- ✓ شركة صيانة التجهيزات الصناعية MEI Spa.
- ✓ صيانة و خدمات السيارات MPV.
- ✓ الشركة الجزائرية لتقنيات الإعلام SAT-INFO.
- ✓ شركة خدمات الحولات الكهربائية SKMK.
- ✓ شركة طب العمل للصناعات الكهربائية و الغازية SMT.
- ✓ شركة الوقاية والعمل الأمني SPAS.
- ✓ شركة النقل والشحن الاستثنائي للتجهيزات الصناعية و الكهربائية TRANSMEX.

4- فروع المساهمة

- ✓ ألبريان أنجنيرنج سرفيس كومبني ALGESCO.
- ✓ ألبيسكو ABBESCO.

- ✓ آجران إينرجي كوميني AEC.
- ✓ كهراء KAHRAMA.
- ✓ الجزائر للطاقة الجديدة NEAL.
- ✓ الشركة الجزائرية الفرنسية للهندسة والإنجازات SAFIR.
- ✓ سيماس SIMAS.
- ✓ شركة كهراء البرواقية SKB.
- ✓ شركة كهراء شرشال SKC.
- ✓ شركة كهراء سكيكدة SKS.

المبحث الثاني: منهجية البحث الميداني

من خلال هذا المبحث سنقوم بوضع تصميم للدراسة الميدانية من حيث البيانات المستخدمة ووصف متغيرات الدراسة وكذا كيفية قياسها، إضافة إلى النموذج المعتمد في بيان العلاقة بين المتغيرات قيد الدراسة وطرق الحصول على المعلومات اللازمة وكيفية معالجتها، كما سيتم شرح النموذج الإحصائي الذي تم الاعتماد عليه لفهم العلاقة بين المتغيرات.

المطلب الأول: عينة الدراسة وحدودها الزمنية

بغية اسقاط الجانب النظري لهذه الدراسة على أرض الواقع، ارتأينا أن تكون المؤسسة العمومية الرائدة في ميدان الإمداد بالطاقة الكهربائية والغاز في الجزائر "سونلغاز" محل دراستنا، وذلك لما تتمتع به من قدرة إقتراضية كبيرة مقارنة بمؤسسات القطاع الخاص وهذا راجع لكون حجمها.

وقد تمت دراستنا للشركة الوطنية للكهرباء والغاز على مستوى المؤسسة الأم الكائن مقرها في ولاية الجزائر العاصمة، وهذا راجع إلى كونها المسؤول الرئيسي عن اتخاذ القرارات التمويلية والتي بدورها تشرف على جميع الوحدات التابعة لها.

أما فيما يتعلق بالإطار الزمني للدراسة فقد حددناه بـ 10 سنوات، ويمتد من سنة 2002 وهي السنة التي أصبحت فيها "سونلغاز" شركة أسهم إلى غاية سنة 2011، وهي المدة اللازمة لدراسة تأثير القرض السندي على هيكل رأس مال المجمع "سونلغاز" من خلال تحليل وضعيته المالية، وهذا لدراسة المتغيرات المفسرة لهذا الأخير قبل وأثناء وبعد اعتمادها على القرض السندي كأداة تمويلية، ومحاولة تحديد ما إذا كان له تأثير إيجابي أو سلبي على هيكل رأس مال المجمع.

المطلب الثاني: البيانات المستخدمة وأساليب التحليل الإحصائي

اعتمدنا في بناء الدراسة الميدانية على مجموعة من الوثائق المحاسبية وكذا القانونية المتعلقة بمجمع "سونلغاز" في الفترة المحددة للدراسة، وتتمثل هذه البيانات أساسا في:

✓ الميزانيات الختامية وجداول حسابات النتائج للفترة الممتدة من 2002 إلى 2011.

✓ النشرات الرسمية للإعلانات القانونية والمتضمنة لإصدارات القرض السندي لمجمع "سونلغاز" بنوعيه: المؤسسي والاكتتاب العام للفترة الممتدة من 2004 إلى 2008.

ولتسهيل عملية التحليل، يمكن تلخيص مجمل القروض السندية التي أصدرها المجمع خلال فترة الدراسة في الجدول التالي:

الجدول -1- اصدارات القروض السندية لمجمع "سونلغاز"

العائد الحقيقي	معدل الكيون	مدة الاستحقاق	قيمة الشرائح	نوع الاصدار	مبلغ الاصدار	
%2.4	%3	5 سنوات	8 مليار دج	قرض مؤسسي	20 مليار دج	2004
%2.45	%3.25	6 سنوات	4 مليار دج			
%2.86	%3.5	7 سنوات	8 مليار دج			
%3.09	%3.5	6 سنوات و9 أشهر	1.8 مليار دج	قرض مؤسسي	10 مليار دج	2005
%4.12	%4	9 سنة	3.3 مليار دج			
%4.62	%4.2	11 سنة	4.9 مليار دج			
%4.51	%3.5, %3.75, %4, %4.25, %5, %7	6 سنوات	15 مليار دج	اكتتاب عام	15 مليار دج	
%4.65	%4.65	5 سنوات	6 مليار دج	قرض مؤسسي	11.65 مليار دج	2006
%4.85	%4.85	11 سنة	5.65 مليار دج			
%4.8	%3.75, %4, %4.5, %5, %5.5, %6	6 سنوات	25 مليار دج	اكتتاب عام	30 مليار دج	2008

المصدر: الموقع الرسمي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، أنظر الرابط التالي:

<http://www.cosob.org/les-emetteurs-sonelgaz.htm>

<http://www.cosob.org/les-emetteurs-sonelgaz2.htm>

أما فيما يتعلق بالأسلوب الاحصائي المستخدم فهو أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط، إضافة لتطرق إلى تحديد معامل الارتباط بين المتغيرين، وهذا بناءً على متطلبات الدراسة والمتمثلة في دراسة وتحليل أثر المتغير المستقل مُثلاً في القرض السندي على المتغير التابع والمتمثل في هيكل رأس المال.

ومن ثم يمكن عرض نموذج الانحدار الخطي البسيط في شكل معادلة خطية من الدرجة الأولى، تعكس

المتغير التابع كدالة في المتغير المستقل كما يلي:

$$y = a + \beta x + E_i$$

حيث أن:

y : تمثل المتغير التابع (هيكل رأس المال).

x : المتغير المستقل (القرض السندي).

a : المعامل الثابت.

β : ميل الانحدار (معامل الانحدار).

E_i : هو الخطأ العشوائي.

المطلب الثالث: وصف متغيرات الدراسة وكيفية قياسها

اعتماداً على الفصول النظرية السابقة وبغية القيام بالدراسة التطبيقية نجد بأنه من الضروري تحديد كيفية قياس المتغير المستقل والتابع بناءً على طبيعة الموضوع.

1- المتغير التابع

ويتمثل المتغير التابع لدراستنا أساساً في هيكل رأس المال، وقد تباينت واختلقت مؤشرات قياسه تبعاً لمختلف الدراسات التي قام بها الباحثون في هذا المجال، وبناءً على ذلك فإنه سيتم قياس المتغير التابع للدراسة الحالية اعتماداً على عدة نسب من أهمها:

✓ مجموع الديون / مجموع الأصول

وتتميز هذه النسبة بالبساطة بالمقارنة مع المقاييس الأخرى لهيكل رأس المال، حيث أنها تعكس وبصورة كلية مدى اعتماد المؤسسة على مجموع الديون في تمويل أصولها.

✓ مجموع الديون / الأموال الخاصة

وتفيدنا هذه النسبة في قياس تحكيم المؤسسة في تكوين هيكل رأس مالها من خلال تمويلها العام، وهذا بين الأموال الخاصة والاستدانة الإجمالية.

✓ الأموال الأجنبية / الأموال الخاصة

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

2- المتغير المستقل

فكما أشرنا سابقاً فإن القرض السندي يمثل المتغير المستقل، الذي يمكن قياسه من خلال مجموعة من المؤشرات من أهمها:

✓ الأموال الأجنبية / قدرة التمويل الذاتي

وتفسر هذه النسبة المدة التي تستغرقها المؤسسة المقترضة للوفاء بديونها تجاه الغير اعتمادًا في ذلك على قدراتها المالية الذاتية.

✓ إجمالي فائض الاستغلال / المصاريف المالية

وتقدم هذه النسبة تفسيرًا بصورة سريعة على قدرة المؤسسة على دفع الفوائد المتعلقة بديونها اعتمادًا في ذلك على إجمالي فائض استغلالها.

المبحث الثاني: السلوك التمويلي لمجمع "سونلغاز"

سنحاول في هذا المبحث القيام بتشخيص مالي لمجمع "سونلغاز" من خلال تحليل وضعيته المالية، إضافة إلى تحليل التسيير المالي للمجمع من خلال دراسة مختلف النسب التي تتلاءم وطبيعة الدراسة، وبعدها سنقوم بتحديد الأثر الذي يعود به التمويل بالقرض السندي على هيكل رأس مال المؤسسة محل الدراسة من خلال تحليل البيانات احصائياً بالاعتماد على أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط.

المطلب الأول: دراسة الوضعية المالية لمجمع "سونلغاز"

نظرا لكون الإطار الزمني للدراسة يقع بين مرحلتين من التحليل المالي والمحاسبي، إذ أن مجمع "سونلغاز" اعتمد في الفترة الممتدة من 2002 إلى 2009 على المخطط الوطني للمحاسبة PCN في إعداد ميزانياته الختامية، وابتداءً من سنة 2010 أصبح يعتمد على نظام المحاسبة المالية SCF في إعداد هذه الأخيرة. إضافة إلى ذلك فقد واجهنا صعوبة في إعداد توافق *la correspondance* بين مختلف الميزانيات نظرا لعدم توفر كافة المعلومات اللازمة لإتمام عملية التوافق في الميزانيات التي تعتمد على النظام المحاسبي القديم، فإنه سيتم اعتبار سنة 2009 كسنة مرجعية تربط بين كلا الفترتين نظرا لتوفرها بكلا النظامين في الميزانيات الختامية للمجمع، وهذا بغية تحديد وضعيته المالية انطلاقا من دراسة وضعيته المالية.

1- إعداد الميزانيات المالية

يتم إعداد الميزانية المالية وفق النظام المحاسبي القديم PCN على أساس عناصر الميزانية المحاسبية الختامية للمؤسسة، أما بالنسبة لنظام المحاسبة المالية الجديد SCF فإنه يتم مباشرة إعداد الميزانية المالية الختامية للمؤسسة، وبشكل عام ترتب عناصر الخصوم في الميزانية المالية حسب درجة الاستحقاق المتصاعدة، أما عناصر الأصول فترتب حسب درجة السيولة المتصاعدة.

وتصنف عناصر الأصول في الميزانية المالية وفق النظام المحاسبي القديم PCN تحت مجموعتين رئيسيتين:

- **الأصول الثابتة:** ويدرج تحت هذه المجموعة كل عناصر الأصول ذات السيولة التي تفوت السنة وتتكون هذه المجموعة من جميع حسابات المجموعة الثانية (باستثناء ح/20 مصاريف إعدادية) بالإضافة إلى مخزون الضمان وكذلك ح/42 مدينوا الاستثمارات.
- **الأصول المتداولة:** وتتكون أساسا من:

- ✓ قيم الاستغلال: وتضم حسابات المخزونات (ح/30، ح/31، ح/32، ح/33، ح/34، ح/35، ح/36، ح/37 وهذا بعد استثناء مخزون الضمان).
- ✓ قيم قابلة للتحقق: وتشمل على حسابات المدينين، أي الحقوق التي تمتلكها المؤسسة والتي ستحصلها خلال السنة (باستثناء ح/42 مدينوا الاستثمارات).
- ✓ قيم جاهزة: وتضم ح/48 بكل أجزاءه.

أما عناصر الخصوم فهي الأخرى تصنف في الميزانية المالية تحت مجموعتين رئيسيتين هما:

● **الأموال الدائمة:** وتمثل في جميع عناصر الموارد المالية التي تتجاوز درجة استحقاقها السنة، وتنقسم

إلى مجموعتين فرعيتين وهما:

✓ **الأموال الخاصة:** وتضم الأموال الجماعية أو الشخصية، نتائج رهن التخصيص، الاحتياطيات، مخصصات الخسائر والتكاليف، نتيجة الدورة وباقي حسابات المجموعة الأولى.

✓ **الأموال الأجنبية:** وتضم حساب ح/ 52 دائنو الاستثمارات، كون هذه الديون عادة ما

تكون مستعملة لتمويل عناصر الأصول الثابتة ذات السيولة لأكثر من سنة، إضافة إلى كافة

الديون الأخرى التي يتضح من خلال تحليلها أن تاريخ استحقاقها يتعدى السنة.

● **الديون قصيرة الأجل:** وتشمل على كل حسابات المجموعة الخامسة الظاهرة في الميزانية المحاسبية

(باستثناء ح/ 52 أو الحسابات التي تكون ذات درجة استحقاق تفوق السنة).

وقد قمنا بإعداد الميزانيات المالية المختصرة لمجمع "سونلغاز" بالاعتماد على الميزانيات الختامية خلال

الفترة 2002-2011 نوردها في الجدول التالي:

الجدول -2- الميزانيات المالية المختصرة لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011

(الوحدة 1000 دج)

2006	2005	2004	2003	2002	
535 906 493	495 023 209	326 123 467	399 085 845	384 045 955	<u>الأصول الثابتة</u>
173 368 612	124 918 083	218 971 512	97 677 905	78 265 653	<u>الأصول المتداولة</u>
16 572 274	15 444 547	243 378	10 809 914	12 528 861	- قيم الاستغلال
131 958 591	98 461 627	184 469 386	73 674 443	54 298 407	- قيم قابلة للتحقيق
24 837 747	11 011 909	34 258 748	13 193 548	11 438 385	- قيم جاهزة
709 275 105	619 941 292	545 094 979	496 753 749	462 311 607	المجموع
647 187 670	573 181 327	460 374 915	459 423 202	430 894 667	<u>الأموال الدائمة</u>
469 052 524	440 769 562	363 088 130	388 635 581	376 120 097	- الأموال الخاصة
178 135 147	132 411 765	97 286 785	70 787 620	54 774 570	- الأموال الأجنبية
62 087 434	46 759 966	84 720 064	37 340 474	31 416 940	<u>ديون قصيرة الأجل</u>
709 275 105	619 941 292	545 094 979	496 753 749	462 311 607	المجموع

2011	2010	2009	2008	2007	
1 686 374 475	1 409 947 146	1 005 433 325	812 925 033	623 059 374	الأصول الثابتة
363 705 841	388 822 919	292 476 166	218 882 518	208 724 565	الأصول المتداولة
32 782 091	47 135 863	48 941 096	17 527 409	17 319 800	- قيم الاستغلال
259 516 900	270 191 419	183 541 674	164 390 681	129 565 417	- قيم قابلة للتحقيق
71 406 850	71 495 637	59 993 396	36 964 427	61 839 348	- قيم جاهزة
2 050 080 317	1 798 770 065	1 297 909 491	1 031 807 551	831 783 940	المجموع
1 764 032 358	1 477 012 678	990 525 208	929 298 278	780 280 984	الأموال الدائمة
564 318 959	554 048 170	582 121 251	560 736 002	519 264 808	- الأموال الخاصة
1 199 713 399	922 964 508	408 403 956	368 562 276	261 016 176	- الأموال الأجنبية
286 074 960	321 757 387	307 384 283	102 509 273	51 502 956	ديون قصيرة الأجل
2 050 080 317	1 798 770 065	1 297 909 491	1 031 807 551	831 783 940	المجموع

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة: 2002-2011.

2- دراسة الميزانيات المالية

من خلال الميزانيات المالية السابقة يمكننا الوصول إلى مجموعة من ملاحظات نوجزها فيما يلي:

2-1- من جانب الأصول

- ✓ وجود تطور مستمر بصفة عامة في الأصول الثابتة للمجمع، وهذا ما تفسره السياسة الاستثمارية المستمرة "سونلغاز" رغبة منها في توسيع وترقية نشاطاتها، إضافة لسعيها المتواصل إلى تطوير وتحسين جودة منتجاتها بغية مواكبة وتلبية احتياجات السوق الوطنية المتزايدة.
- ✓ أما الأصول المتداولة فهي في تطور مستمر على خلاف سنة 2005 والتي شهدت انخفاضاً ملحوظاً قدر بـ 43% عن السنة التي سبقتها، ويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى زيادة القيم المحققة من سنة إلى أخرى، وهذا راجع أساساً إلى زيادة التسيقات الممنوحة من طرف المؤسسة الأم إلى فروعها والمؤسسات المقاولات التي تقوم بمشاريع للمؤسسات الكبرى، الأمر الذي استدركته سنة 2006 ما أدى إلى ظهور تحسن مستمر على مستوى أصوله المتداولة.

2-2- من جانب الخصوم

- ✓ شهدت الأموال الدائمة لمجمع "سونلغاز" تطوراً مستمراً من سنة إلى أخرى والسبب في ذلك يعود إلى زيادة الأموال الخاصة، على خلاف سنة 2004 والتي عرفت تراجعاً طفيفاً مقارنة بالسنة التي سبقتها، وهذا راجع إلى النتيجة السلبية التي حققها المجمع في تلك السنة، بسبب ضخامة وتحميل كافة تكاليف الإصدار الأول للقرض السندي لسنة مالية واحدة، وإضافة إلى ذلك فقد عرفت الأموال الدائمة للمجمع ارتفاعاً مستمراً في الديون المتوسطة وطويلة الأجل ممثلة أساساً في القروض السنديّة بنوعيتها والتي أصدرتها على التوالي ابتداءً من سنة 2004 إلى غاية 2008.
- ✓ أما فيما يتعلق بالديون قصيرة الأجل، فقد شهدت هذه الأخيرة تذبذباً ملحوظاً في مستوياتها، إذ نجد بأن هناك زيادة فيها خلال السنوات 2002، 2003، 2004، تم أخذت في التراجع سنة 2005 بنسبة 44%، لتعود للارتفاع من جديد سنة 2006 وتنخفض سنة 2007، وابتداءً من سنة 2008 أخذت في الارتفاع على مدار (03) سنوات بسبب ارتفاع في الديون التي تستحق خلال سنة واحدة، لتشهد مرة أخرى انخفاضاً سنة 2011.

المطلب الثاني: تحليل الوضعية المالية للمجمع

اعتماداً على الميزانيات المالية السابقة يمكننا تحليل الوضعية المالية للمجمع وذلك من خلال:

1- بالاعتماد على مؤشرات التوازن المالي

وتتمثل مؤشرات التوازن المالي أساساً في:

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

الجدول -3- مؤشرات التوازن المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011

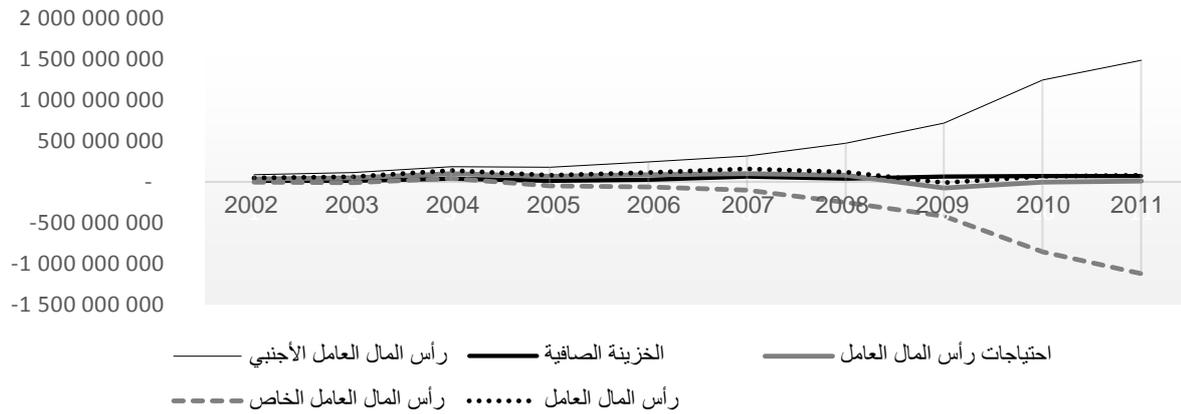
(الوحدة 1000 دج)

رأس المال العامل*	ر م ع الخاص**	ر م ع الأجنبي***	احتياجات ر م ع****	الخزينة الصافية*****	
46 848 713	- 7 925 858	86 191 510	35 410 328	11 438 385	2002
60 337 357	- 10 450 263	108 128 095	47 143 882	13 193 475	2003
134 251 447	36 964 663	182 006 849	99 992 699	34 258 748	2004
78 158 117	- 54 253 648	179 171 730	67 146 208	11 011 909	2005
111 281 178	- 66 853 969	240 222 581	86 443 430	24 837 747	2006
157 221 609	- 103 794 567	312 519 132	95 382 261	61 839 348	2007
116 373 245	- 252 189 031	471 071 548	79 408 818	36 964 427	2008
-14 908 117	- 423 312 073	715 788 239	- 74 901 513	59 993 396	2009
67 065 532	- 855 898 976	1 207 628 533	- 4 430 105	71 495 637	2010
77 657 883	- 1 122 055 516	1 244 721 895	6 224 031	71 433 852	2011

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة: 2002-2011.

ولتوضيح تطور مؤشرات التوازن المالي للمجمع، يمكننا تلخيص الجدول السابق من خلال الشكل التالي:

الشكل -19- تطور مؤشرات التوازن المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2011-2002



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مؤشرات التوازن المالي لمجمع "سونلغاز".

* رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة... كلما كان موجب كان أفضل.

** رأس المال العامل الخاص = الأموال الخاصة - الأصول الثابتة... كلما كان سالب كان أفضل.

*** رأس المال العامل الأجنبي = مجموع الديون (أي الأموال الأجنبية + الديون قصيرة الأجل) ... كلما قل كان أفضل.

**** احتياجات رأس المال العامل = أصول متداولة خارج خزينة الأصول (أي النقديات) - الديون قصيرة الأجل خارج خزينة الخصوم (أي السلفيات)... كلما قل كان أفضل.

***** الخزينة الصافية = رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل... كلما كانت موجبة (في حدود) كانت أفضل.

من خلال الجدول والشكل السابقين يتضح لنا بأن:

✓ رأس المال العامل لمجمع "سونلغاز" موجب خلال السنوات: 2002-2008 بسبب تمكنه من تمويل احتياجاته طويلة المدى إضافة إلى تحقيقه فائض، وبالتالي فإنه في توازن مالي مريح يزيد من ثقة المتعاملين الماليين ومقدمي القروض للمجمع، أما وفي سنة 2009 فقد سجل المجمع رأس المال العامل سالب بسبب ارتفاع قيمة استثماراته مقارنة بأمواله الدائمة، ليعود ويسجل تحسن في السنتين الموالتين بسبب الارتفاع الملحوظ في أمواله الأجنبية.

✓ نجد بأن رأس المال العامل الخاص للمجمع سالب في أغلب سنوات الدراسة، الشيء الذي يدل على أنه قد تم تمويل أصوله الثابتة من الأموال الخاصة إضافة إلى جزء من الديون طويلة الأجل، على خلاف سنة 2004 التي سجل فيها المجمع رأس مال عامل خاص موجب ما يدل على وجود هامش أمان، وأن جزء من الأصول المتداولة ممولة من الأموال الخاصة، إلا أن المجمع أصبح يعتمد في تمويل أصوله الثابتة على الديون طويلة الأجل بصفة متزايدة ابتداءً من سنة 2007 ليسجل أعلى قيمة له سنة 2011.

✓ أما رأس المال الأجنبي للمجمع والذي يمثل مجموع الديون التي تحصل عليها المجمع من الخارج لتغطية احتياجاته المالية وتمويل نشاطاته، فهو في ارتفاع مستمر نظرًا لقدرة الاستدانة الكبيرة التي يتمتع بها المجمع، إذ أنه استطاع تحصيل أزيد من 80 مليار دج من إصداراته للقرض السندي خلال فترة الدراسة.

✓ سجل المجمع احتياجات رأس المال العامل موجبة ومتذبذبة خلال الفترة: 2002-2008، أما خلال سنتي 2009-2010 فقد سجل احتياج رأس المال العامل سالب، الأمر الذي يعود إلى ارتفاع الديون قصيرة الأجل في تلك الفترة، وبالتالي فعليه الاعتماد على أمواله الدائمة لتغطية هذا الجزء من الموجودات المتداولة من أجل ضمان توازنه المالي قصير الأجل، ليعود موجبًا سنة 2011 نظرًا للتراجع الذي طرأ على قيم الاستغلال والقيم غير الجاهزة مقارنة بديونه قصيرة الأجل.

✓ استطاع المجمع خلال سنوات الدراسة من أن يغطي كافة احتياجات الدورة الاستغلالية، إضافة إلى تحقيقه لخزينة صافية موجبة تعتبر كهامش أمان له نظرًا لطول فترة تحصيل ذممه وسرعة دوران ديونه القصيرة الأجل.

2- بالاعتماد على النسب المالية

تسمح النسب المالية بمراقبة التطور المالي للمجمع خلال فترة الدراسة، إضافة إلى إمكانية رسم سياسة مالية مستقبلية للسنوات المقبلة، وسيقتصر تحليلنا على مجموعة من النسب المالية التي تتلاءم وطبيعة الدراسة والمتمثلة أساسًا في:

- ✓ نسب الهيكل المالي: تقيس هذه النسب حالة التوازنات المالية الهيكلية للمجمع على المدى المتوسط والطويل، ما يسمح لنا بالتعرف على سياسته الاستثمارية والتمويلية.
- ✓ نسب الرفع المالي: تقيس مجموعة نسب الرفع المالي مدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل احتياجاتها.
- ✓ نسب قابلية السداد: وتقيس هذه النسب قدرة المؤسسة على تغطية مختلف ديونها بالاعتماد على مصادرها دون اللجوء إلى الغير.
- ✓ نسب المردودية: وتدرس النسبة بين النتيجة المحققة والوسائل المستعملة لتحقيق هذه النتيجة.

الجدول 4- نسب الهيكل المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011

نسبة التمويل الدائم *	نسبة التمويل الخاص **	نسبة المديونية ***	نسبة الاستقلالية المالية ****	
1,12	0,98	0,23	4,36	2002
1,15	0,97	0,28	3,59	2003
1,41	1,11	0,50	1,99	2004
1,16	0,89	0,41	2,46	2005
1,21	0,88	0,51	1,95	2006
1,25	0,83	0,60	1,66	2007
1,14	0,69	0,84	1,19	2008
0,99	0,58	1,23	0,81	2009
1,05	0,39	2,25	0,45	2010
1,05	0,33	2,63	0,38	2011

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة: 2002-2011.

بغية توضيح أكثر لنسب الهيكل المالي للمجمع، يمكننا تلخيص الجدول السابق من خلال الشكل التالي:

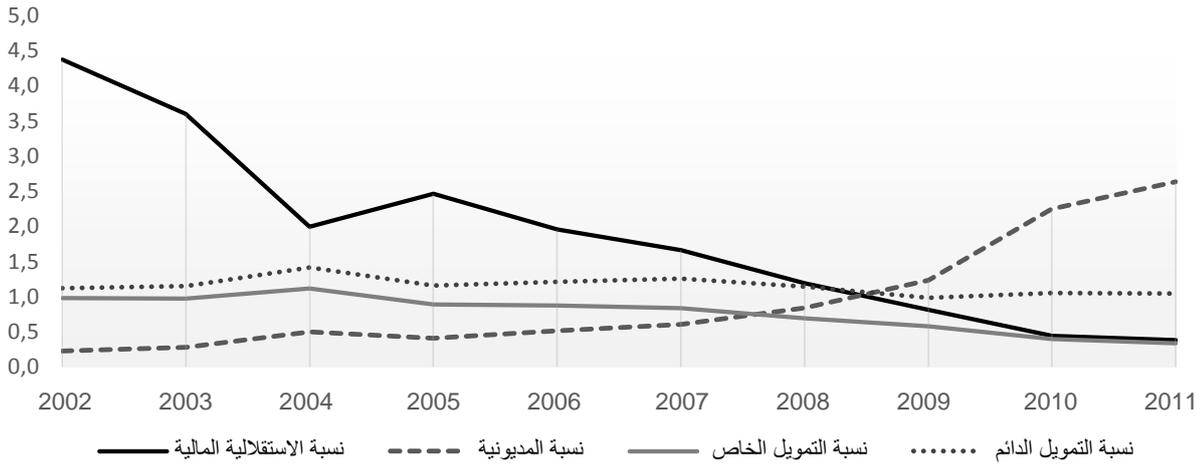
* نسبة التمويل الدائم = الأموال الدائمة / الأصول الثابتة... $1 \leq$ جيدة وسيتحسن أن تكون ضمن المجال [1, 2].

** نسبة التمويل الخاص = الأموال الخاصة / الأصول الثابتة... $1 \geq$ جيدة وسيتحسن أن تكون ضمن المجال [0.7, 1].

*** نسبة المديونية = مجموع الديون / الأموال الخاصة... $0.5 \geq$ مقبولة.

**** نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الديون... $1 \leq$ مقبولة.

الشكل 20- تطور نسب الهيكل المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2002-2011



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نسب الهيكل المالي لمجمع "سونلغاز".

من خلال الجدول والشكل السابقين يتضح لنا بأن:

- ✓ نسبة التمويل الدائم للمجمع جيدة خلال الفترة 2002-2008، ما يدل على أن ممتلكات المجمع من الأصول الثابتة تمول كلها عن طريق أمواله الدائمة مع وجود هامش أمان، على غرار سنة 2009 وهذا راجع إلى الارتفاع الملحوظ في الأصول الثابتة للمجمع بسبب زيادة نسبة استثماراتها، الأمر الذي جعله يستدرك ذلك في السنتين المقبلتين من خلال زيادة أمواله الأجنبية.
- ✓ أما نسبة التمويل الخاص والتي تدل على مدى اعتماد المجمع على أمواله الخاصة في تمويل أصوله الثابتة، فهي الأخرى جيدة نسبياً خلال الفترة 2002-2008، باستثناء سنة 2004 التي سجل فيها المجمع نسبة 111% الأمر الذي يدل على أنه يمول جميع أصوله الثابتة بأمواله الخاصة إضافة إلى وجود 11% موجهة لتمويل الأصول المتداولة والذي يعد أمراً غير مرغوب فيه، أما الفترة الممتدة من 2009-2011 فسجل خلالها المجمع انخفاضاً ملحوظاً في نسبة اعتماده على أمواله الخاصة و لجؤه الكبير إلى تمويل أصوله الثابتة عن طريق الديون طويلة الأجل.
- ✓ وفيما يتعلق نسبة المديونية والتي تعبر عن مقارنة بين أموال الاستدانة للمجمع مع أمواله الخاصة، فنلاحظ بأنها كانت جيدة على خلال الفترة 2002-2005 وتراوح بين 23% و 50%، لتشهد ارتفاعاً متواصلاً ابتداءً من سنة 2006 لتصل أقصى قيمة لها سنة 2011 بحوالي 263% وهذا راجع إلى الارتفاع المسجل في الديون طويلة الأجل مقارنة بالسنوات السابقة.
- ✓ بالنسبة لنسبة الاستقلالية المالية للمجمع خلال فترة الدراسة، نجد بأنها جيدة ولكنها في تناقص مستمر خلال الفترة 2002-2004، لتعاود ارتفاعها خلال سنة 2005 بسبب الانخفاض في

الديون قصيرة الأجل، وفي سنة 2006 تنخفض مرة أخرى لتصل إلى أدنى قيمة لها دون المستوى المطلوب سنة 2011 بنسبة 38% بسبب ارتفاع قيمة الديون طويلة الأجل تلك السنة، إضافة إلى استحقاق القسط الثالث من القرض السندي الأول المصدر سنة 2004 وكذا القسط الأول من القرض السندي الثاني المصدر سنة 2005.

الجدول 5- نسب الرفع المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2011-2002

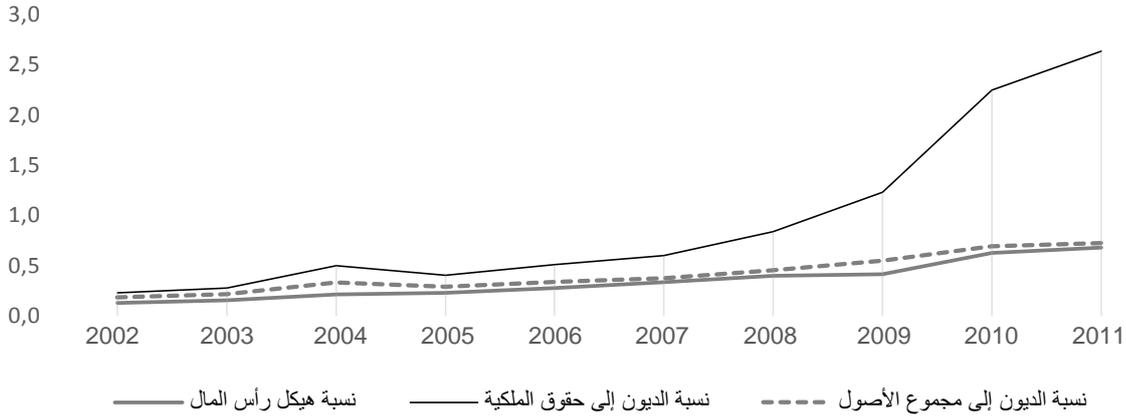
نسبة الرفع المالي المال****	نسبة الديون طويلة الأجل إلى رأس المال العامل***	نسبة الديون إلى حقوق الملكية**	نسبة الديون إلى مجموع الأصول*	
0,13	1,17	0,23	0,19	2002
0,15	1,17	0,28	0,22	2003
0,21	0,72	0,50	0,33	2004
0,23	1,69	0,41	0,29	2005
0,28	1,60	0,51	0,34	2006
0,33	1,66	0,60	0,38	2007
0,40	3,17	0,84	0,46	2008
0,69	9,04	3,30	0,77	2009
0,41	-27,39	1,23	0,55	2010
0,62	13,76	2,25	0,69	2011

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة: 2011-2002.

والشكل التالي يوضح تطور نسب الرفع المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2011-2002:

* نسبة الديون إلى مجموع الأصول = مجموع الديون / مجموع الأصول... كلما قلت كانت أفضل وتستحسن أن تكون مساوية لـ 0.5
 ** نسبة الديون إلى حقوق الملكية = مجموع الديون / الأموال الخاصة... $0.5 \geq$ مقبولة.
 *** نسبة الديون طويلة الأجل إلى رأس المال العامل = الأموال الأجنبية (الديون طويلة الأجل) / رأس المال العامل... كلما قلت كانت أفضل.
 **** نسبة هيكل رأس المال = الأموال الأجنبية (الديون طويلة الأجل) / الأموال الدائمة... كلما قلت كانت أفضل.

الشكل -21- تطور نسب الرفع المالي لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2011-2002



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نسب الرفع المالي لمجمع "سونلغاز".

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ بأن:

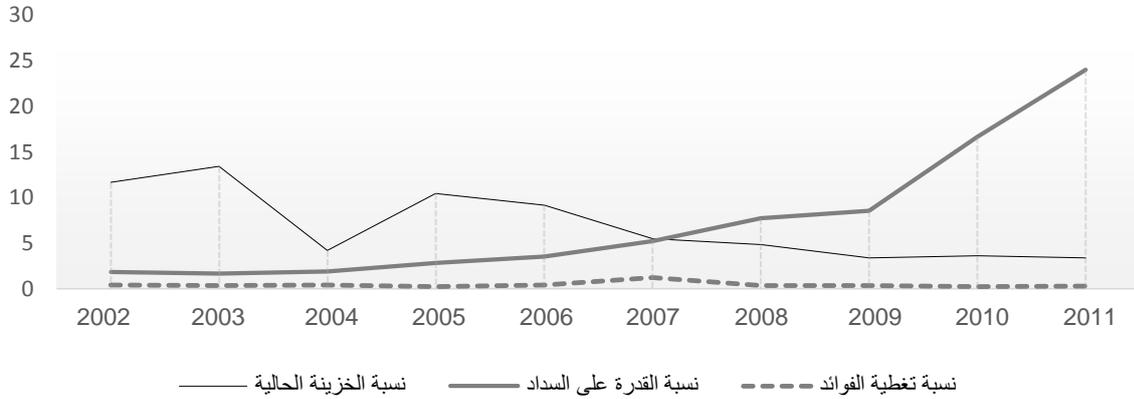
- ✓ نسبة الديون إلى مجموع الأصول تدل على مدى إمكانية تغطية المجمع لإجمالي التزاماته المالية بنوعها الطويلة والقصيرة باستخدام مجموع أصوله، والتي كانت في ارتفاع مستمر على طول فترة الدراسة، الشيء الذي يدل على الاعتماد المتزايد للمجمع على الديون في تركيبته الهيكلية المالي.
- ✓ أما نسبة الديون إلى حقوق الملكية والتي تعبر على مدى إمكانية تغطية إجمالي الديون للمجمع بالاعتماد على أمواله الخاصة، فكانت في ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة، على خلاف سنة 2005 التي شهدت انخفاضاً نسبياً بسبب تراجع نسبة الديون قصيرة الأجل للمجمع مقارنة بارتفاع إجمالي أمواله الخاصة لتلك السنة.
- ✓ نسبة الديون طويلة الأجل إلى رأس المال العامل تشير إلى إمكانية تغطية القروض طويلة الأجل باستخدام رأس المال العامل للمجمع، كانت غير مستقرة بسبب تذبذب رأس المال العامل مقارنة بالزيادة المستمرة للديون طويلة الأجل.
- ✓ وفيما يتعلق بنسبة هيكل رأس المال والتي تعكس نسبة الديون طويلة الأجل في تركيبته الأموال الدائمة للمجمع والتي كانت في ارتفاع مستمر، إذ قدرت أعلى نسبة للديون طويلة الأجل بـ: 62% من الأموال الدائمة سنة 2011، ما يعكس الاعتماد الكبير للمجمع على الديون طويلة الأجل على مدار 10 سنوات الأخيرة، الأمر الذي يعد غير مرغوب فيه على المدى الطويل.

الجدول -6- نسب قابلية التسديد لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2011-2002

نسبة الخزينة الحالية*	القدرة على التمويل الذاتي (الوحدة 1000 دج)	نسبة القدرة على السداد**	نسبة تغطية الفوائد***	
0,36	30 187 515	1,81	11,63	2002
0,35	43 456 738	1,63	13,38	2003
0,40	51 390 613	1,89	4,18	2004
0,24	47 519 489	2,79	10,45	2005
0,40	50 874 632	3,50	9,15	2006
1,20	50 190 318	5,20	5,46	2007
0,36	47 766 764	7,72	4,83	2008
0,31	48 031 463	8,50	3,36	2009
0,22	55 459 528	16,64	3,60	2010
0,25	50 047 323	23,97	3,35	2011

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية وجداول حسابات النتائج لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة: 2011-2002.

الشكل -22- تطور نسب قابلية التسديد لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2011-2002



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نسب قابلية التسديد لمجمع "سونلغاز".

من خلال الجدول والشكل السابقين يتضح لنا بأن:

✓ نسبة الخزينة الحالية والتي تعبر عن مدى قدرة المجمع على تغطية التزاماته قصيرة الأجل بالاعتماد على نقدياته الجاهزة، لم تكن في المستوى المطلوب على مدار 3 سنوات الأولى، لتحسن سنة 2005 بسبب تراجع قيمة الديون قصيرة الأجل، ثم ترتفع بشكل متسارع حيث سجل أعلى معدل لها سنة 2007 قدر بـ 120% نظرًا لتوفر المجمع على سيولة كبيرة غطت جميع التزاماته

* نسبة الخزينة الحالية = القيم الجاهزة / الديون قصيرة الأجل... $1 \geq$ جيدة وسيحسن أن تكون ضمن المجال [0.2, 0.3].

** نسبة القدرة على السداد = الأموال الأجنبية / قدرة التمويل الذاتي... $3 \geq$ سنوات.

*** نسبة تغطية الفوائد = إجمالي فائض الاستغلال / المصاريف المالية... $1.5 \leq$ جيدة.

قصيرة الأجل، لتأخذ بعدها في الانخفاض المستمر بسبب ارتفاع قيمة الديون قصيرة الأجل حتى حلول سنة 2011 أين كانت هذه النسبة مقبولة بحوالي 25%.

✓ أما قدرة التمويل الذاتي والتي تدل على مجموع المصادر الداخلية الممكن تخصيصها لعملية التمويل، فكانت جيدة طوال 6 سنوات الأولى، ما يدل على قدرة الجمع على تمويل استثماراته دون اللجوء إلى مصادر خارجية، أما خلال الفترة 2007-2011 فالجمع لم يستطع توفير تدفق نقدي كافي لتمويل استثماراته الأمر الذي جعله يلجأ للاستدانة لتغطية الباقي كتنبوع لمصادر تمويل مشاريعه الاستثمارية.

✓ نسبة القدرة على السداد تشير إلى المدة التي يستغرقها الجمع لتسديد ديونه متوسطة وطويلة الأجل اعتماداً على قدراته المالية الذاتية، فقد كانت تقل عن سنتين في الفترة 2002-2004، لكنها أصبحت تتراوح بين 3 إلى 24 سنة وهذا خلال فترة الإصدارات السنوية، أي أن الجمع يستغرق من 3 إلى 24 سنة للوفاء بديونه متوسطة وطويلة الأجل اعتماداً على قدرة تمويله الذاتية.

✓ فيما يتعلق بنسبة تغطية الفوائد التي تعطي صورة سريعة لقدرة الجمع على دفع فوائد ديونه، فنجد بأنه يتمتع بقدرة عالية على تغطية تكاليف تمويله، بالتالي فإن له مركز مالي قادر على مواجهة المخاطر المحتملة، لكن هذه النسبة في تناقص مستمر إلى حد معين نظراً لارتفاع قيمة ديونه المالية، إذ أنه استطاع تجميع أزيد من 80 مليار دج عن إصداراته السنوية خلال 4 سنوات.

الجدول 7- نسب المردودية لمجمع "سونغاز" خلال الفترة 2002-2011

نسبة المردودية الاقتصادية (%) *	نسبة المردودية التجارية (%) **	نسبة المردودية المالية (%) ***	
4,04	24,42	2,73	2002
4,82	26,58	4,79	2003
0,62	2,40	-0,10	2004
3,59	19,64	3,46	2005
3,14	16,68	3,39	2006
1,61	9,06	1,71	2007
0,51	3,29	0,02	2008
-1,48	-8,95	-0,80	2009
1,77	12,72	2,05	2010
-0,26	-2,59	-1,90	2011

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية وجداول حسابات النتائج لمجمع "سونغاز" خلال الفترة: 2002-2011.

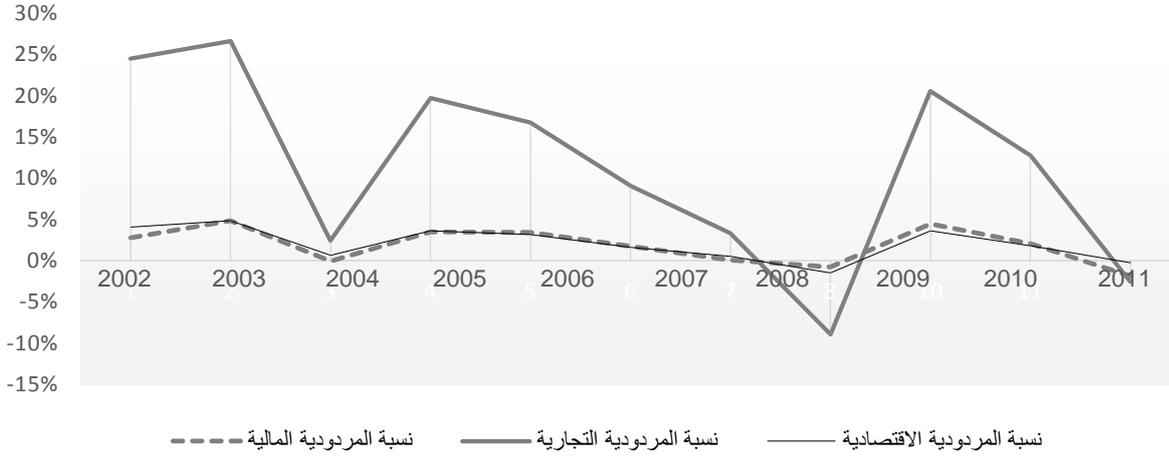
* نسبة المردودية الاقتصادية = النتيجة العملياتية (نتيجة الاستغلال) / مجموع الأصول الاقتصادية.

** نسبة المردودية التجارية = النتيجة العملياتية (نتيجة الاستغلال) / رقم الأعمال خارج الرسم.

*** نسبة المردودية المالية = نتيجة الدورة الصافية / الأموال الخاصة.

والشكل التالي يوضح تطور نسب المردودية لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2011-2002:

الشكل -23- تطور نسب المردودية لمجمع "سونلغاز" خلال الفترة 2011-2002



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نسب المردودية لمجمع "سونلغاز".

من خلال الجدول والشكل السابقين يتضح لنا بأن:

✓ نسبة المردودية الاقتصادية والتي تقيس كفاءة المجمع في تحقيق الأرباح بالاعتماد على أصوله الاقتصادية في ذلك، وقد كانت قيمتها موجبة خلال معظم سنوات الدراسة، رغم ضعفها الشديد خلال سنة 2004 و 2008 وذلك يعود إلى التراجع المسجل في النتيجة المالية للمجمع، أما وخلال سنتي 2009 و 2011 فقد كانت المردودية الاقتصادية دون المستوى المطلوب بسبب تسجيل عجز في نتيجة الاستغلال، نظرًا لاستحقاق 3 شرائح من قروضها السنوية، وكذا 15 مليار دج كقرض سندي الثالث سنة 2011 بالإضافة إلى الفوائد المستحقة من 5 شرائح لجميع إصداراته السنوية.

✓ أما نسبة المردودية التجارية فتدرس مقدار الذي يساهم به رقم الأعمال خارج الرسم في تحقيق النتيجة العملية (نتيجة الاستغلال) للمجمع، وقد كانت قيمتها موجبة خلال معظم السنوات، باستثناء سنة 2009 و 2011 وهذا راجع كما أشرنا سابقًا إلى نتيجة الاستغلال السالبة التي حققها للمجمع خلال تلك الفترة.

✓ فيما يتعلق بنسبة المردودية المالية فهي تشير إلى مردودية الأموال المستثمرة في المؤسسة بالنسبة للمساهمين، وقد كانت موجبة خلال معظم سنوات الدراسة، عدا سنة 2004، 2009 و 2011 بسبب العجز المسجل في نتيجة الدورة الصافية للمجمع خلال تلك السنوات.

المطلب الثالث: تحديد واختبار النموذج

بعد حساب قيمة متغيرات الدراسة وبغية تحليل البيانات احصائياً، قمنا باستخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط، وهذا بغرض تحديد نسبة إسهام وتأثير المتغير المستقل المتمثل أساساً في القرض السندي، في المتغير التابع والمتمثل في هيكل رأس مال المجموع.

وقبل أن نقوم بعرض النتائج التي توصلنا إليها يجدر أولاً عرض المراحل التي مرت بها عملية التحليل الإحصائي للبيانات وتحديد نموذج الدراسة واختباره.

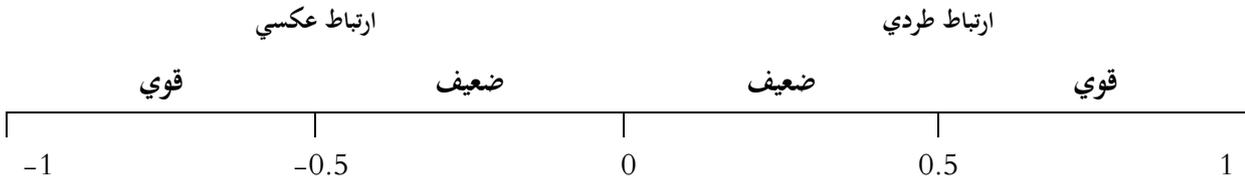
1- تحليل مصفوفة معاملات الارتباط

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

✓ القرض السندي يمثل المتغير المستقل X .

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

وبالاعتماد على المخطط الذي يوضح قوة الارتباط بين المتغيرات التالية:



الجدول -8- الارتباطات الثنائية بين المتغير المستقل X والمتغير التابع Y

Corrélations			
	X	Y	
X	Corrélation de Pearson	1	,681*
	Sig. (bilatérale)		,030
	N	10	10
Y	Corrélation de Pearson	,681*	1
	Sig. (bilatérale)	,030	
	N	10	10

*. La corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral).

المصدر: مخرجات معالجة البيانات باستخدام برنامج SPSS

من الجدول السابق يتضح لنا بأن هناك علاقة إحصائية بين المتغير المستقل X والمتغير التابع Y يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

✓ وجود علاقة طردية قوية تربط المتغيرين حيث بلغ معامل الارتباط Pearson بينهما 0.681 بمستوى دلالة 0.03 من الطرفين، بمعنى أنه كلما زادت قيمة القرض السندي للمجمع زاد هيكل رأس ماله، والعكس صحيح.

✓ أن العلاقة الجوهرية (المعنوية) تعني أنه عند مستوى معنوية 0.05 تكون درجة الثقة بين المتغيرين تقدر ب: 95%.

✓ أن العلاقة غير الجوهرية (غير المعنوية) تعني أن درجة الثقة في العلاقة بين المتغيرين تقل عن 95%.

2- تحليل نتائج الانحدار لنموذج الدراسة

يمكن تحديد نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة من خلال الجداول التالية:

الجدول 9- ملخص نموذج الانحدار لمتغيرات الدراسة

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,681 ^a	,464	,397	352747764,46012

a. Valeurs prédites : (constantes), X

b. Variable dépendante : Y

المصدر: مخرجات معالجة البيانات باستخدام برنامج SPSS 21

من خلال الجدول السابق نلاحظ بأن:

✓ كما أشرنا سابقا فإن العلاقة بين المتغيرين قوية حسب نتائج ارتباط Pearson وتساوي 0.681 وهي قيمة مطلقة، لذا يجب التأكد من المعامل Beta من أجل التأكد من اتجاه العلاقة بين المتغيرين، ولكونه موجبا فهذا يعني علاقة طردية.

✓ من قيمة مربع الارتباط R-deux نجد بأن المتغير المستقل الذي يمثل القروض السندية يفسر ما نسبته 46.4% من التباين الحاصل في المتغير التابع المتمثل في هيكل رأس المال (الأموال الدائمة).

الجدول 10- اختبار تحليل التباين لمتغيرات الدراسة

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	F	Sig.
Régression	861802188874820740,000	1	861802188874820740,000	6,926	,030 ^b
1 Résidu	995447882652889340,000	8	124430985331611104,000		
Total	1857250071527710210,000	9			

a. Variable dépendante : Y

b. Valeurs prédites : (constantes), X

المصدر: مخرجات معالجة البيانات باستخدام برنامج SPSS 21

من خلال الجدول السابق نلاحظ بأنه يمكن الاعتماد على قيمة F لقبول الفرضية العدمية أو رفضها، حيث أشارت النتائج إلى أن قيمة F المحسوبة تساوي: 6.926 عند درجات الحرية (8,1) ومستوى الدلالة 0.03 وهي أقل من الجدولية عند درجة الحرية 5% والتي تساوي: 5.120، لذلك نرفض الفرضية العدمية ونتقبل للفرضية البديلة والتي تشير إلى وجود أثر للقرض السندي على هيكل رأس مال المؤسسة.

الجدول -11- معاملات نموذج الدراسة

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1 (Constante)	372278138,447	213454833,607		1,744	,119
X	27,289	10,369	,681	2,632	,030

a. Variable dépendante : Y

المصدر: مخرجات معالجة البيانات باستخدام برنامج SPSS 21

من خلال الجدول السابق نلاحظ بأنه:

✓ يمكن الاعتماد على قيمة T المقابلة للمتغير لقبول الفرضية العدمية أو رفضها، حيث أشارت النتائج إلى أن قيمة T المحسوبة تساوي: 2.632 ودرجات الحرية 5 ومستوى الدلالة يساوي 0.03 وهي أقل من الجدولية عند درجة الحرية 5% والتي تساوي: 2.015، لذلك نرفض الفرضية العدمية.

✓ من القيم الواردة في العمود A يمكن تفعيل معادلة الانحدار، حيث أن قيمة A₀ تمثل القيمة المقابلة لـ: Constante وهي تساوي: 372 278 138,4 ومن قيمة X فهي تساوي: 27,289.

وبالتعويض في معادلة الانحدار تصبح:

$$Y = 372\ 278\ 138,4 + 27,289X$$

حيث أن:

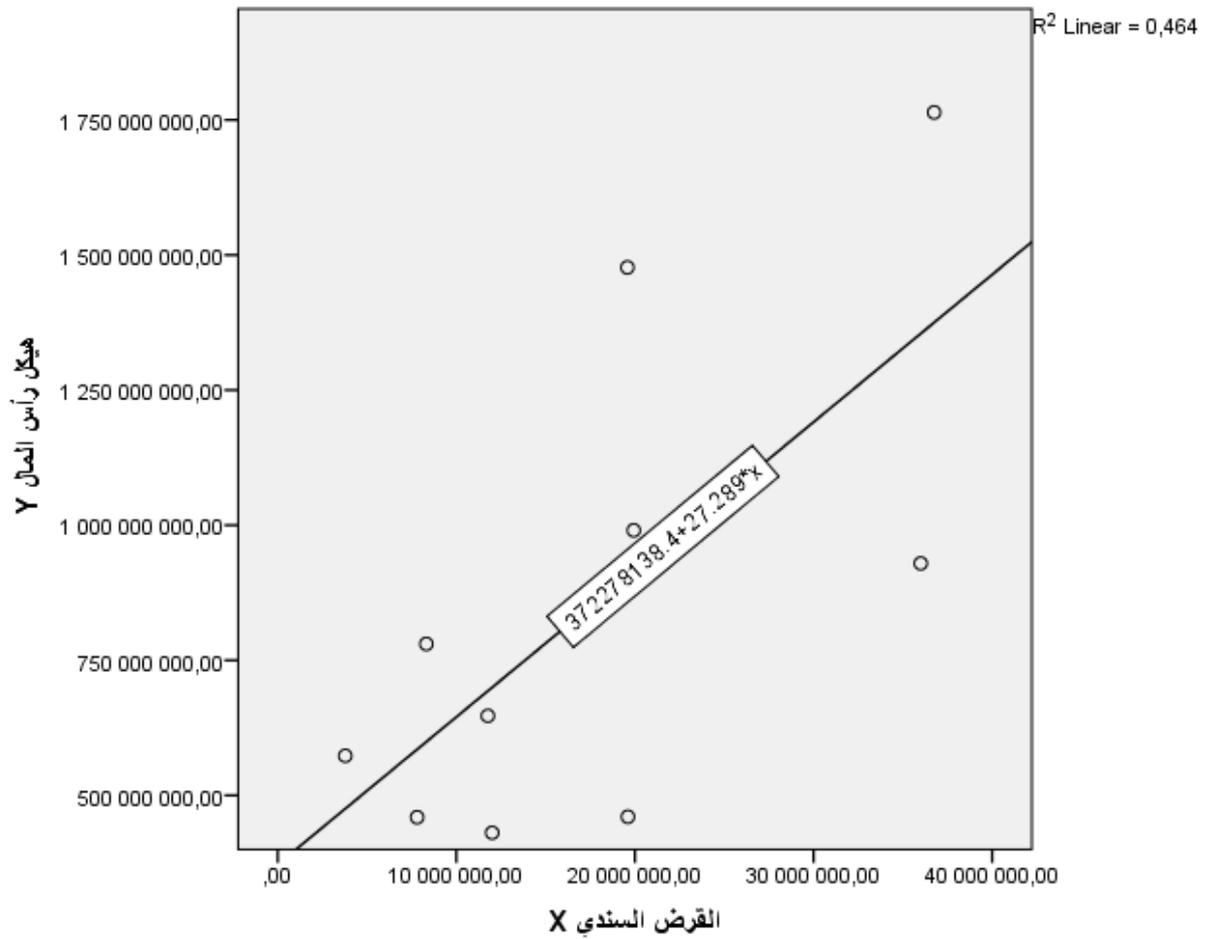
X : يمثل القرض السندي.

Y : يمثل هيكل رأس مال المجمع (الأموال الدائمة).

ويمكن توضيح معادلة الانحدار لنموذج الدراسة من خلال المنحنى البياني التالي:

الشكل -24- تمثيل معادلة الانحدار لنموذج الدراسة

(الوحدة 1000 دج)



المصدر: مخرجات معالجة البيانات باستخدام برنامج SPSS 21

خلاصة الفصل الثالث

من خلال الدراسة الميدانية لمجمع "سونلغاز" تمكنا من استخلاص عدة نقاط أهمها:

- ✓ استطاع المجمع خلال فترة الدراسة تجميع أزيد من 80 مليار دج من جميع إصداراته للقرض السندي.
- ✓ تتمتع بوضعية مالية جيدة وتحقيقه للتوازن المالي على المدى الطويل والقصير.
- ✓ له بمركز مالي جيد يمكنه من تغطية ديونه على المدى القصير بشكل ممتاز، ومقبول على المدى المتوسط والطويل، نظرًا لضخامة ديونه المالية المتزايدة مقارنة بمصادره الداخلية.
- ✓ للمجمع طاقة تمويل داخلية معتبرة يعتمد عليها في تغطية احتياجات دورة الاستثمار والاستغلال.
- ✓ تحقيقه لمردودية جيدة على جميع المستويات.
- ✓ وجود علاقة طردية قوية تربط بين تمويل المجمع بالسندات وهيكل رأس ماله، إذ نجد بأن نسبة 46.4% من التغير الحاصل في أمواله الدائمة تعود أساسًا للجوئه إلى التمويل بالقرض السندي.

الختامة العامة

الخاصة العامة

تعتبر العملية التمويلية المحرك الأساسي لجميع أنشطة المؤسسة الاقتصادية، باعتبارها دافعاً قوياً لنمو وازدهار هذه الأخيرة، إضافة إلى كونها عامل رئيسي لتحقيق أهدافها والمركزة أساساً على تعظيم العائد من جهة وتدنية التكاليف من جهة أخرى، لذا فإنه يقع على عاتق المؤسسة المفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية الداخلية والخارجية بهدف تكوين هيكل رأس مال متوازن قادر على تجسيد أهدافها المسطرة، باعتباره الركيزة الأساسية لنشاطات أي مؤسسة اقتصادية على المدى الطويل.

ومن خلال دراستنا للموضوع وجدنا بأن التمويل الدائم يشغل حيزاً كبيراً من اهتمام المؤسسات لاسيما ذات الحجم الكبير نظراً لمحدودية التمويل الذي يوفره اقتصاد المديونية، حيث يشكل الاعتماد على السندات البوابة الأولى لخروج المؤسسات من هذا الأخير و الدخول إلى اقتصاد يوفر المصادر التمويلية بالشروط والكمية والتكلفة التي تحتم وتساعد المؤسسة، ألا وهو اقتصاد السوق، إذ نجد بأن السندات تمثل البديل التمويلي الأمثل بعد استنفاد التمويل الذاتي، باعتبارها الأقل تكلفة من بين مصادر التمويل الخارجية، إضافة إلى العائد الذي تعود به على المساهمين في المؤسسة من خلال الأثر الإيجابي للرفع المالي بصفة خاصة، والرفع من قيمتها السوقية في حد ذاتها بصفة عامة.

غير أنه وكأي بديل تمويلي فالسندات تحمل في طياتها مجموعة من المخاطر والتي قد تعود بالسلب على المؤسسة، إذ أن بلوغ مستوى معين من الاستدانة تصبح إمكانية الإفلاس أمراً وارداً لا يمكن تجاهله، والتي يصاحبها تكاليف معتبرة تقلل من المبالغ التي يمكن أن يحصل عليها المساهمون والمقرضون، وكخلاصة فإنه وفي المرحلة الأولى تتراد القيمة السوقية للمؤسسة بتزايد مستوى استدانته التي تحقق لها اقتصاد في الضرائب، ولكن مع تزايد خطر الإفلاس بسبب الإفراط في الاستدانة يلغي الميزة الجبائية لتلك للديون.

وعليه فإن التركيبة المثلى لهيكل رأس المال في المؤسسة هي تلك التي تصل فيها الاستدانة إلى المستوى الأمثل والذي يتحقق عند تساوي التكاليف الحدية للإفلاس مع الاقتصاد الحدي للضرائب، وبوجود تكلفة الوكالة فان المستوى الأمثل للاستدانة يتحقق بتعادل الوفرات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع مجموع تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

من هنا فقد حاولنا الإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث والمتمثلة في التساؤل التالي:

هل تمثل السندات البديل التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية؟ وإلى أي مدى تساهم في تحسين هيكل رأسمالها بغية الخروج من اقتصاد المديونية والدخول في اقتصاد الأسواق المالية؟

وبناءً على الأهداف المتوخاة من هذه الدراسة، والإشكالية المطروحة، فقد تم معالجة الموضوع من خلال ثلاثة فصول مزجت بين الجانب النظري والتطبيقي، كان هدفنا من ذلك يتمثل في محاولة تأكيد صحة الفرضية الرئيسية لدراستنا والتي كانت كالتالي:

توفر السندات التمويل الكافي للمؤسسات على المدى الطويل، وتعتبر بوابة لدخولها إلى اقتصاد الأسواق المالية كونها تعد وسيلة جيدة تكمل وتحسن هيكل رأسمالها.

رغبة منا في إبراز الهدف من هذه الدراسة من خلال التطرق إلى الجانب التطبيقي، معتمدين في ذلك على تحليل متغيرات الدراسة بوسائل التحليل المالي، وكذا الأساليب التحليل الإحصائية بهدف تحديد مدى التأثير الذي تعود به السندات على هيكل رأس مال المؤسسة الاقتصادية بصفة عامة، وعلى مجمع "سونلغاز" بصفة خاصة، إذ أننا خلصنا إلى مجموعة من النتائج والتي يمكن حصرها في النقاط التالية:

✓ استطاع المجمع خلال أغلب سنوات الدراسة تغطية كل الأصول الثابتة بأموالها الخاصة والديون طويلة الأجل والمتمثلة أساساً في القروض السندية، أي أنه لم يعتمد على القروض قصيرة الأجل في تمويل تسيبباتها بجميع أن أنواعها سواء أكانت مادية، مالية أو معنوية، إضافة إلى تحقيقه لخزينة صافية موجبة وبالتالي فقد حقق المجمع بذلك التوازن المالي الهيكلي طويل الأجل، بالتالي فهو قادر على تسديد ديونها طويلة الأجل في مواعيد استحقاقها وهذا ما تؤكد نسبة التمويل الدائم للمجمع.

✓ تمتع مجمع "سونلغاز" بمركز مالي جيد يمكنه من تغطية كافة ديونه على المدى القصير بشكل ممتاز، أين تؤكد نتائج نسب القدرة على السداد ذلك، كما أنه حقق توازن مالي قصير الأجل من خلال قدرته على تسديد جميع ديونه قصيرة الأجل، إضافة إلى تحقيقه لفائض مالي جمده في الخزينة، والذي يعتبر عن تكلفة الفرصة الضائعة.

✓ تشير قدرة التمويل الذاتي خلال فترة الدراسة على امتلاك المجمع لطاقة تمويل داخلية معتبرة يعتمد عليها في تغطية احتياجات دورة الاستثمار والاستغلال.

✓ تزايد نسبة الديون المالية للمجمع خاصة منها القروض السندية من سنة إلى أخرى خلال سنوات الدراسة، وهذا ما فسر الانخفاض المستمر في نسبة الاستقلالية المالية للمجمع لتبلغ أدنى قيمة لها سنة 2011 نظراً لتسديده 3 أقساط من إصداراته السندية أين بلغت نسبتها لتلك السنة 161% مقارنة بأمواله الخاصة.

✓ أكدت النتائج على أن مجمع "سونلغاز" حقق مردودية موجبة على جميع المستويات خلال أغلب سنوات الدراسة، إلا أنها لا تمثل المردودية المثلى للمجمع نظراً لوجود تكلفة الفرصة الضائعة.

✓ توصلنا من خلال الدراسة الإحصائية للمتغيرات إلى وجود علاقة طردية قوية تربط بين التمويل بالسندات وهيكل رأس مال المؤسسة، إذ نجد بأن نسبة 46.4% من التغير الحاصل في الأموال الدائمة لمجمع

"سونلغاز" تعود أساسًا للجوء إلى التمويل بالقرض السندي، ما يدل على أن المجمع يعتمد في تركيبة هيكل رأس ماله على 46.4% كقروض سندية بنوعيتها المؤسسي والاكتتاب العلني.

كما سبق يتجلى تحقق الفرض القائل بأن السندات توفر التمويل الكافي للمؤسسات على المدى الطويل، وهذا في حدود دون افراط ولا تفريط في اللجوء إليها كمصدر تمويلي طويل الأجل.

وبعد اختبار الفرضية العامة أعلاه من خلال مختلف فصول الدراسة، وإجابة على الإشكالية الرئيسية، يمكن القول أن السندات تساهم بشكل كبير في تحسين هيكل رأس مال المؤسسة المصدرة لها، والشيء الملاحظ هنا هو أن هذا الأثر الإيجابي لا يستهان، كما أن اللجوء إلى السندات يحقق نمواً في القيمة السوقية للمؤسسة نظراً لانخفاض تكلفته، الشيء الذي يحفز المجمع على المزيد من الاصدارات في المستقبل لما يملكه من مركز مالي جيد.

وبناءً على النتائج المتوصل إليها، يمكن أن نقترح على المجمع مجموعة من الاقتراحات والتوصيات نوجزها فيما يلي:

✓ بالرغم من القدرة الاقتراضية الكبيرة التي يتمتع بها المجمع، إلا أن لجوئه المتكرر إلى الاستدانة لن يخدمه على المدى الطويل، ونقترح عليه عدم استنفاد 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 في أقرب وقت نظراً لانخفاض في استقلاليتها المالية من سنة إلى أخرى، واتباع سياسة تمويلية جديدة تخدمها 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 نظراً لارتفاع تكلفتها وكذا سرعة استحقاقها.

✓ تفادي تكلفة الفرصة الضائعة من خلال تحقيق المجمع لخزينة صافية موجبة، والعمل على إعادة استثمار تلك الأموال بدل تجميدها كتنقيديات.

تَبَيُّنُ الْمُرَاجِعِ

ثبته المراجع

1- الكتب

1-1- الكتب باللغة العربية

1. أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية البنوك و النقود و الأسواق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية مصر، 1998.
2. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري قسنطينة، 2002.
3. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة الجزائر، 2008.
4. أسامة عبد الخالق الأنصاري، الإدارة المالية، كتاب الكتروني، أنظر الرابط التالي:
<http://www.makbtna2211.com/book/8398>
5. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، التسيير المالي دروس وتطبيقات، دائر وائل للنشر، عمان الأردن، 2006.
6. برايان كويل، السندات الحكومية، دار الفاروق، القاهرة مصر، 2006.
7. جميل أحمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت لبنان.
8. جون وايت ترجمة خالد العامري، الاستثمار في السندات والأسهم، الطبعة 5، دار الفاروق، القاهرة مصر، 2003.
9. حسين غطا غنيم، دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل، مكتبة الأكاديمية، القاهرة مصر، 2005.
10. حمزة الشميخي و ابراهيم الجزاوي، الإدارة المالية الحديثة: منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار الصفاء، عمان الأردن، 1998.
11. حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الرواق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2001.
12. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الرواق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2004.
13. خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والافصاح المحاسبي، دار المسيرة، عمان الأردن، 2000.
14. خليل محمد خليل عطية، دراسات الجدوى الاقتصادية، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث، القاهرة مصر، 2008.
15. رضوان العامر وليد، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان الاردن، 1997.

16. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار-التمويل-التحليل المالي: مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، الاسكندرية مصر، 2006.
17. سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الاشعاع، الاسكندرية مصر، 1997.
18. السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة مصر، 2006.
19. شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، بدون سنة نشر.
20. ضياء مجيد الموسوي، الاقتصاد النقدي، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية مصر، 1998.
21. ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة الشباب الجامعية، الاسكندرية مصر، 1998.
22. ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية مصر، 2008.
23. ضياء مجيد، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية مصر، 2003.
24. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء، عمان الأردن، 2002.
25. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي: الإسكندرية مصر، 2008.
26. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر، 2008.
27. عبد الحفيظ الأرقم، التحليل المالي تحليل: ربحية المقترحات الاستثمارية الجزء 2، مطبوعات جامعة قسنطينة، الجزائر، 1999.
28. عبد العزيز النجار، أساسيات الادارة المالية، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية مصر، 2007.
29. عبد الغفار حنفي ورسمية زكي قرياقص، أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات لاستثمار، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2000.
30. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مدخل معاصر في الادارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2002.
31. عبد الغفار حنفي، أساسيات الادارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية مصر، 2003.
32. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2001.

33. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002.
34. عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية: قرارات الإستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية مصر، 2000.
35. عبد الغفار حنفي، الادارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2005.
36. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2007.
37. عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية مصر، 1995.
38. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية مصر، 2003.
39. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية: أسهم، وثائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية مصر، 2003.
40. عدنان تايه النعيمي وآخرون، الادارة المالية: النظرية والتطبيق، دار المسيرة، الطبعة الثانية، عمان الاردن، 2009.
41. عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، الادارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، عمان الأردن، 2009.
42. عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان الأردن، 2007.
43. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر، عمان الأردن، 2010.
44. علي عباس، الادارة المالية، مكتبة الجامعة، عمان الأردن، 2008.
45. فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان الأردن، 2008.
46. محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
47. محمد المخالفي، أساسيات الادارة المالية، الدار الجامعية، صنعاء اليمن، بدون سنة نشر.
48. محمد سعيد عبد الهادي، الادارة المالية: الاستثمار والتمويل، التحليل المالي والاسواق المالية الدولية، دار الحامد، عمان الأردن، 2008.
49. محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الادارة المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2001.
50. محمد صالح الحناوي وآخرون، الادارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية، مصر، 2003.

51. محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية: مدخل اتخاذ القرارات، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2004.
52. محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2004.
53. محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية مصر، 2007.
54. محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقص، أساسيات الادارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 1996.
55. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2000.
56. محمد صالح الحناوي، نهم فريد مصطفى، الادارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 2005.
57. محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات، دار النفائس، عمان الأردن.
58. محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية مصر، 1998.
59. محمد عدنان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة مصر، 1993.
60. محمد علي ابراهيم العامري، الادارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
61. محمد علي إبراهيم العامري، الادارة المالية، دار المناهج، عمان الأردن، 2007.
62. محمد عوض عبد الجواد، على ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار الحامد، عمان الأردن، 2006.
63. محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت لبنان، 2004.
64. مفلح محمد عقل، مقدمة في الادارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، عمان الأردن، 2009.
65. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية مصر، 1999.
66. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية مصر، 2005.
67. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية: مدخل تحليل معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة 3، الإسكندرية مصر، 1999.

68. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الاسكندرية مصر، 2003.
69. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية مصر، 1998.
70. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الاسكندرية مصر، 2003.
71. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر، 2003.
72. يحي السواتي، تحليل هيكل رأس المال، دار المجد، اليمن، 2009.

2-1- الكتب باللغة الأجنبية

73. B. Jacquiart et Solnik, **Marches financiers : Gestion de portefeuille et des risques**, 4eme, édition, dunod, Paris, 2002.
74. Charles-Andre Vailhen, **Evaluation de l'entreprise et coût du capital**, Vuibert, Paris, 1981.
75. Davide E.Vance, **Financial Analysis & Decision Making**, McGraw-Hill, New York United States, 2003.
76. Elie Cohen, **Gestion financière de l'entreprise et développement financier**, Edition UREF, Paris, 1991.
77. H. Bierman et autres, **La preparation des financiers dans l'entreprise**, 2eme édition, dunod, Paris, 1972.
78. Jacques Teulie et Patrick Topsacalian, **Finance**, 3^{eme} édition, Vuibert, Paris, 2000.
79. Lawrence-J Gitman et autres : **Investissement et marchés financiers**, Pearson Education, 9^{eme} édition, Paris France, 2005, p 446.
80. Perre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 5^{eme} édition, Dalloz, Paris, 2002.
81. Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise : théorie et pratique**, 7^{eme} édition, Dalloz, Paris, 2009, p p457-458.

2- المجالات والدوريات

82. سليمان شلاش، وآخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي، مجلة المنارة للبحوث والدراسات، المجلد 14، العدد 1، الأردن، 2008.
83. عبد الغني دادن، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد 6، جامعة ورقلة، 2008.
84. عبد الوهاب دادن، تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية، مجلة الباحث، العدد 4، جامعة ورقلة الجزائر، 2006.
85. مالك الحافظ، أثر كلفة التمويل على التشكيلة التمويلية، مجلة المنصور، العدد 12، جامعة المنصور، بغداد العراق، 2009.

3- التقارير و الندوات و المطبوعات

86. إلياس بن ساسي ويوسف قريشي، خصائص ومحددات الهياكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف.
87. عبد الوهاب دادن وآخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية للنمو الداخلي، الندوة التدريسية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، المعهد الاسلامي للبحوث والتطوير، 25-28 ماي 2008.

4- الرسائل والمذكرات

88. باسم محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الاسلامية، فلسطين، 2005.
89. جمال بعبطيش، التمويل والمخاطر المالية للاستثمارات في المؤسسة، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية تخصص إدارة أعمال، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2009.
90. حسني عبد العزيز يحيى، الصيغ الاسلامية للاستثمار في رأس المال العامل، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في الفلسفة تخصص المصارف الاسلامية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان الأردن، 2009.

91. دادن عبد الوهاب، دراسة تحليلية للمنطق المالي لنمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008.
92. رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر.
93. سمية دربال، سلوك المؤسسات الاقتصادية في تمويل نموها الداخلي، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2012.
94. العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2011.
95. عبد السلام بن جدو، البنوك الشاملة ودورها في تفعيل سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي تبسة، 2006.
96. عبد الكريم بوحادرة، أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012.
97. علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2009.
98. فايزة بوشناف، الرفع المالي كوسيلة لانتقال رأس المال، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة باجي مختار عنابة، 2009.
99. مريم باي، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2008.
100. هاجر عودي، محددات الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز-، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2011.

5- مواقع الانترنت

101. الموقع الرسمي لشركة "سونلغاز".....www.sonelgaz.dz
102. الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.....www.cosob.dz

الملخص:

يشغل التمويل الدائم حيزا كبيرا من اهتمام المؤسسات لاسيما ذات الحجم الكبير نظراً لمحدودية التمويل الذي يوفره اقتصاد المديونية، وقد تناولت هذه الدراسة أثر التمويل بالسندات على هيكل رأس مال المؤسسة، حيث تم التطرق أولاً إلى هيكل رأس المال كجزء من الهيكل المالي للمؤسسة، ثم إلى ذكر ماهية السندات و بيان أهميتها كمصدر تمويلي طويل الأجل، لذا فقد سُخر الجانب التطبيقي لدراسة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" كونها الرائدة في التمويل بالقروض السندية في السوق المالية الوطنية، أين خلُصت الدراسة إلى وجود ارتباط و تأثير كبيرين للسندات و هيكل رأس مال الجمع، 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-الرافعة المالية-هيكل رأس المال الأمثل-تكلفة الاقتراض-التكلفة الوسطية المرجحة-الأسهم العادية-القرض السندي-السوق 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, Où ils ont été cité 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, le côté pratique consacrée à l'étude de la société algérienne de l'électricité et du gaz "Sonelgaz", Parce que c'est la première dans le marché financier national au sujet de l'emprunt obligatoire. Où l'étude a conclu que l'effet de corrélation est significatif pour les obligations et la structure du capital du Groupe, 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 risques supplémentaires pour l'entreprise.

Les mots clés:

Société économique - Finances - La structure financière – Levier - La structure du capital optimale - Le coût d'emprunt - Le coût moyen pondéré - Les actions ordinaires - L'emprunt obligatoire - Le marché obligataire.