

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير
العنوان:

دور القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية
- دراسة حالة الشركة المغاربية للإيجار الجزائر MLA -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ:
قيرة عمر

إعداد الطالبة:
❖ بوعشة أمينة

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيساً	جامعة جيجل	أ. كعواش أمين
مشرفاً ومقرراً	جامعة جيجل	أ. قيرة عمر
مناقشاً	جامعة جيجل	أ. عيبر عبد الحفيظ

السنة الجامعية 2017 - 2018

شكر وتقدير

لا يسعني في نهاية هذا العمل إلا أن أشكر الله عز وجل وأحمده
- اللهم لك الحمد ولك الشكر كله -

واعتزازاً بالمجهودات التي بذلوها، أتقدم بالشكر والتقدير للذين مدوا لي
يد العون وأخص بالذكر الأستاذ المشرف

"قيزة عمر" على صبره خاصة في ترجمة الفصل التطبيقي

"أختي مريم" فقد كانت سنداً لي بمعنى الكلمة

إلى جميع أساتذتي من الطور الابتدائي إلى الجامعي

وأخص بالذكر روح معلمي بوجبة

كما أشكر كل من ساعدني من قريب أو من بعيد ولو

"بالدعاء وظهر الغيب".



قائمة المحتويات

الصفحة	قائمة المحتويات
	شكر
	الإهداء
	قائمة المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ - هـ	مقدمة
	الفصل الأول: مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية
7	تمهيد
8	المبحث الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية
8	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية
11	المطلب الثاني: الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية
13	المطلب الثالث: المحيط المالي للمؤسسة الاقتصادية وأثره على الوظيفة المالية
16	المبحث الثاني: مصادر التمويل الداخلي في المؤسسة الاقتصادية
16	المطلب الأول: الأرباح المحتجزة والاحتياطيات
21	المطلب الثاني: الاهتلاكات والمؤونات
24	المبحث الثالث: مصادر التمويل الخارجي في المؤسسة الاقتصادية
24	المطلب الأول: التمويل عن طريق الأسهم
37	المطلب الثاني: التمويل عن طريق القروض البنكية
42	المطلب الثالث: التمويل عن طريق الاعتماد الإيجاري
46	خلاصة الفصل
47	الفصل الثاني: التمويل بالقروض السندية
48	تمهيد

49	المبحث الأول: عموميات حول السندات
----	-----------------------------------

49	المطلب الأول: مفهوم وخصائص السندات
52	المطلب الثاني: أنواع السندات
55	المطلب الثالث: تكلفة ومخاطر التمويل بالسندات
57	المطلب الرابع: مزايا وعيوب التمويل بالسندات
58	المبحث الثاني: القرض السندي
58	المطلب الأول: مفهوم وخصائص القرض السندي
61	المطلب الثاني: كفاءات إصدار القرض السندي
65	المطلب الثالث: : تنفيذ عملية القرض وطرق التسديد
70	المبحث الثالث: تقييم التمويل بالقرض السندي
71	المطلب الأول: تكلفة سندات القرض
72	المطلب الثاني: عوائد سندات القروض
74	المطلب الثالث: تسعير سندات القرض
78	المطلب الرابع: مزايا وعيوب التمويل بالقرض السندي
81	خلاصة الفصل
82	الفصل الثالث: واقع التمويل بالقرض السندي في مؤسسة MLA
84	تمهيد
85	المبحث الأول: تقديم شركة -MLA
85	المطلب الأول: معلومات حول مؤسسة MLA
87	المطلب الثاني: تقديم نشاط مؤسسة MLA
88	المطلب الثالث: تنظيم مؤسسة MLA
91	المبحث الثاني: دراسة المعلومات والمؤشرات المالية لمؤسسة MLA
91	المطلب الأول: المعلومات المالية المقدمة من طرف مؤسسة MLA
92	المطلب الثاني: دراسة تطور الهيكل المالي لمؤسسة MLA
94	المطلب الثالث: معلومات حول حوكمة MLA
99	المطلب الرابع: عوامل الخطر les facteurs de risques

101	المبحث الثالث: القرض السندي لمؤسسة MLA
101	المطلب الأول: الهدف من الإصدار
101	المطلب الثاني: خصائص السندات المصدرة
105	المطلب الثالث: تأثير الإصدار السندي لمؤسسة MLA على مؤشراتها المالية
108	خلاصة الفصل
110	الخاتمة
114	قائمة المراجع
	الملاحق
	الملخص



قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	توزيع رأس مال الشركة المغربية للإيجار - الجزائر -	85
02	تطور رقم أعمال MLA	86
03	تطور قدرة التمويل الذاتي CAF لمؤسسة MLA (2015_2014)	91
04	مؤشرات التسيير لمؤسسة MLA في الفترة (2015_2014)	92
05	مردودية الأموال الخاصة و مردودية الأموال المستخدمة	92
06	تطور الهيكل المالي لمؤسسة MLA	93
07	نسبة المردودية لشركة MLA للفترة (2016-2014)	93
08	ألقاب وأسماء أعضاء مجلس المراقبة	96
09	أسماء وألقاب أعضاء مجلس المدراء	96
10	نمط إهلاك السندات	103
11	تأثير القروض السندية على المؤشرات لمؤسسة MLA	105

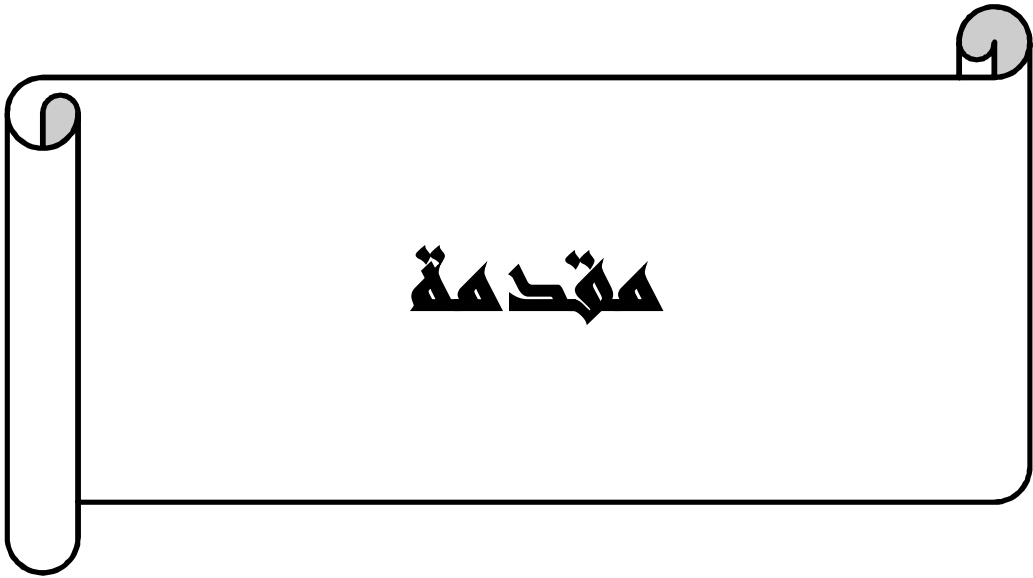


قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
14	تأثير المحيط المالي على الإدارة	01
43	سيرورة عمل القرض الإيجاري	02
89	الهيكل التنظيمي لشركة MLA	03

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
89	الهيكل التنظيمي لمؤسسة MLA.	01
90	التأشيرة الممنوحة من طرف الـ COSOB لمؤسسة MLA.	02
105	شرح وتحليل القوائم المالية.	03



تعتبر المؤسسة الاقتصادية الوحدة الأساسية المكونة للاقتصاد، لما تلعبه من أدوار في تحقيق التنمية للمجتمع، حيث يعتبر إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة لإنشائها أو توسيعها من أعقد المشكلات التي تواجهها، فيجب على المدراء لاتخاذ القرارات المالية أن يأخذوا بعين الاعتبار أن هناك عددا من المصادر البديلة التي يمكنهم الحصول منها على الأموال، فهناك المصادر الداخلية والمصادر الخارجية للتمويل. وأمام تنوع مصادر التمويل، على المؤسسة انتقاء المصدر التمويلي الأنسب الذي يمكنها من جمع الأموال اللازمة للقيام بتمويل استثماراتها، فبقدر ما يكون حجم التمويل كبير بقدر ما يجب أن يكون العائد الذي يعتبر هدف أي مؤسسة اقتصادية كاف من أجل تغطية جميع التكاليف المصاحبة لعملية التمويل. أما بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وبالنظر إلى الإصلاحات الاقتصادية والتحول إلى اقتصاد السوق، فقد عرفت تعددا في مصادر التمويل، لاسيما بعد إنشاء بورصة الجزائر، وذلك عن طريق السوق المالي بفتح رأسمالها للاكتتاب العام في البورصة، ومن بين العديد من مصادر التمويل المقترض الذي لقي اهتماما واسعا من طرف المؤسسات نجد التمويل عن طريق القرض السندي، حيث أصبح يشكل بديلا تمويليا هاما للكثير من المؤسسات الاقتصادية، وكحل لها في حالة صعوبة الحصول على ممول واحد كاف لتغطية احتياجاتها التمويلية أو لعدم كفاية باقي مصادر التمويل الأخرى.

1- أهمية الدراسة:

من بين مجمل مصادر التمويل التي أخذت حيزا كبيرا من اهتمامات المؤسسات نجد التمويل عن طريق القرض السندي، حيث أصبح يشكل بديلا تمويليا هاما للكثير من المؤسسات الاقتصادية وكحل لها في حالة صعوبة الحصول على التمويل.

وبالاعتبار أن أهم المواضيع التي تركز عليها النظرة الحديثة للمؤسسات الاقتصادية تتعلق بإشكالية التمويل، يكتسي موضوع دور القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية، أهمية كبيرة كموضوع خصب في حقل العلوم المالية، إذ ومنذ بداية إتجاه المؤسسات نحو نمط التمويل المباشر على حساب نمط التمويل بالوساطة المالية، بدأت هذه المواضيع تأخذ مكانها في طليعة المواضيع التي يقبل عليها الباحثين من أجل دراستها.

2- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة بالأساس للإجابة على التساؤل الرئيسي، كما يمكن أن نحصر بعض الأهداف التكميلية فيما يلي:

✓ محاولة الإلمام بموضوع مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية.

- ✓ التأكيد على دراسة مصادر التمويل، لأنه أساس أي قرار مالي.
- ✓ محالول الإحاطة بمختلف المفاهيم المرتبطة بالقروض السندية؛
- ✓ معرفة مدى تأثير الاعتماد على القروض السندية في تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية بصفة عامة ومؤسسة MLA بصفة خاصة.

3- الإشكالية والفرضيات:

- في ضل سيادة العولمة المالية بأبعادها المتعددة، ولاسيما تراجع دور الوساطة المالية في توفير احتياجات التمويل للكيانات الاقتصادية، تبرز القروض لسندية كألية يتم اللجوء إليها بكثرة في السنوات الأخيرة من توفير مصادر التمويل. وعلى هذا الأساس، يتم طرح الإشكالية الرئيسية التالية:
- ✓ ما هو الدور الذي تلعبه القروض السندية في تمويل المؤسسات الاقتصادية؟
 - وعلى ضوء هذه الإشكالية، يمكن أن نطرح جملة من التساؤلات الفرعية التالية:
 - ✓ فيما تتمثل أهم مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية؟
 - ✓ كيف يساهم القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية؟
 - ✓ ما الدور الذي يلعبه التمويل بالقرض السندي في مؤسسة MLA؟
- محاولة منا للإجابة عن الإشكالية الرئيسية والتساؤلات الفرعية، اعتمدنا على الفرضيات التالية:
- ✓ تمول المؤسسة نشاطها من مصادر داخلية ومصادر خارجية.
 - ✓ يساهم القرض السندي بنسبة معتبرة في تمويل بعض المؤسسات الاقتصادية.
 - ✓ يلعب القرض السندي دورا مهما في تمويل مؤسسة MLA.

4- أسباب اختيار الموضوع:

- تم اختيار هذا الموضوع لجملة من الاعتبارات هي:
- ✓ توافق الموضوع مع التخصص.
 - ✓ الفناعة الذاتية بأهمية وقيمة هذا الموضوع.
 - ✓ الأهمية البالغة للتمويل بالقروض السندية، كونه يعالج موضوع يتميز بالحدثة في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية.
 - ✓ لفت الانتباه إلى أهمية هذا المصدر من التمويل.

5- منهجية الدراسة:

للإجابة عن الإشكالية الرئيسية بالإضافة إلى التساؤلات الفرعية لموضوع دراستنا، اتبعنا المنهج الوصفي التحليلي في الفصلين النظريين، من خلال التطرق لمختلف المفاهيم المتعلقة بمصادر التمويل أما الفصل الثالث والذي يمثل الجانب التطبيقي فقد اعتمدنا فيه على أسلوب دراسة حالة وذلك من خلال دراسة القرض السندي لمؤسسة MLA.

6- الدراسات السابقة:

في حدود ما تم الاطلاع عليه، وجدنا مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع القروض السنديّة، ومن بين هذه الدراسات التي كانت متقاربة مع موضوع دراستنا ما يلي:

✓ دراسة " صيوودة إيناس " "أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية" - دراسة حالة القرض السندي لمؤسسة سوناطراك - مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009.

هدفت هذه الدراسة إلى التركيز على أن المؤسسة الاقتصادية الجزائرية كغيرها من المؤسسات الاقتصادية على المستوى الدولي فهي بحاجة دائمة للتمويل، لذلك فمن الضروري تنويع مصادر تمويلها ومحاولة البحث عن المصدر التمويلي ذو تكلفة ومخاطر أقل.

وبينت الدراسة أن القروض السنديّة من أهم وسائل التمويل التي تعتمد عليها المؤسسات الكبرى في تمويل مشاريعها لأنه يتم اللجوء إليها لتمويل الاستثمارات عالية التكاليف، والتي لا تستطيع البنوك تمويلها من خلال القروض المصرفية.

كما اعتبرت التمويل بإصدار السندات من بين أكبر الوسائل المفضلة للمؤسسات للتمويل وذلك عن طريق فتح رأس المال.

✓ دراسة " مريم باي " "السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية" - دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز - مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2008.

حيث توصلت الباحثة من خلال دراستها إلى أن مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية متعددة خاصة عند لجوئها للسوق المالي، وذلك لتوفر بديلين تمويليين أساسيين هما الأسهم والسندات.

كما اعتبرت التمويل عن طريق القرض السندي هي الطريقة الأقل تكلفة والأكثر مردودية من بين مصادر التمويل الخارجية، وذلك بالاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي في حين أن المخاطر تزيد بسبب التزام المؤسسة بتسديد الفوائد وأصل القرض في آجالها المحددة.

7- حدود الدراسة:

تم إنجاز هذه الدراسة في إطار الحدود التالية:

الحدود الزمانية: تناولت الدراسة معطيات تخص مؤسسة MLA في الفترة من سنة 2014 إلى سنة 2017 حيث قامت مؤسسة MLA خلال هذه الفترة بإصدار قرضين سندين.

الحدود الموضوعية: تم اختيار شركة المغاربية للإيجار_ الجزائر، كموضوع للدراسة في الجانب التطبيقي، حيث أن هذه المؤسسة قامت بعملية إصدار سندي في سنتي 2015 و 2017.

8- هيكل البحث:

لمحاولة الإجابة على الإشكالية واختبار الفرضيات المطروحة، ارتأينا أن يشمل مخطط دراستنا جانبين أحدهما نظري ممثل بفصلين والآخر تطبيقي ممثل بفصل، تسبقهم مقدمة عامة وتقبهم خاتمة عامة متضمنة للنتائج المتوصل إليها مدعومة بالاقترحات والتوصيات لنختم بالآفاق المستقبلية للموضوع.

إذ تناولنا في الفصل الأول من الجانب النظري مفاهيم عامة حول المؤسسة الاقتصادية وتطرقنا فيه أيضا إلى أهم مصادر التمويل الداخلية والخارجية في المؤسسة الاقتصادية، في حين تضمن الفصل الثاني منه الإطار النظري للقرض السندي مع محاولة تقييم التمويل بهذا المصدر التمويلي.

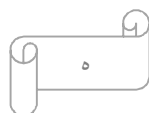
أما الجانب التطبيقي والممثل بفصل فاشتمل على دراسة حالة لمحاولة تطبيق التمويل بالقرض السندي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، وكعينة عنها المؤسسة المغاربية للإيجار الجزائر MLA.

9- صعوبات الدراسة:

✓ نقص المراجع بالنسبة للإطار النظري في مكتبة الجامعة والكلية، خصوصا حول القروض السنديّة.

✓ قلة المؤسسات الجزائرية التي تعتمد في تمويلها على القرض السندي كمصدر تمويلي.

✓ صعوبة الحصول على البيانات والوثائق المتعلقة بمؤسسة MLA وذلك لبعد مقرها الرئيسي.



الجانب النظري

الفصل الأول
مصادر تمويل المؤسسة الإقتصادية

تمهيد

المبحث الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية

المبحث الثاني: مصادر التمويل الداخلي في المؤسسة
الاقتصادية

المبحث الثالث: مصادر التمويل الخارجي في المؤسسة
الاقتصادية

خلاصة الفصل

تمهيد

تعتبر مسألة التمويل من أعقد المسائل التي تواجه المسير المالي في المؤسسة، إذ تقع على عاتقه مسؤولية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف أنشطة المؤسسة، بالإضافة إلى ذلك فقد أصبح من الضروري عند تحديد سياسة التمويل التفكير في جملة المتغيرات التي تحكم وتحدد عملية التمويل، إذ تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نشاطاتها وتغطية احتياجاتها من الأموال، وبذلك تلجأ إلى الاعتماد على مصادر داخلية وأخرى خارجية.

بناء على ما سبق سيتم التركيز في هذا الفصل على مختلف هذه المصادر، من خلال استعراض ثلاث مباحث، حيث تناولنا في المبحث الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية، أما المبحث الثاني فتطرقتنا فيه إلى: مصادر التمويل الداخلي في المؤسسة الاقتصادية، بينما استعرضنا في المبحث الثالث: مصادر التمويل الخارجي في المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: عموميات حول المؤسسة الاقتصادية

باعتبار المؤسسة الاقتصادية النواة الأساسية في النشاط الاقتصادي للمجتمع، خصوصا مع التطورات التي يشهدها العالم في شتى الميادين، فقد شغلت المؤسسة الاقتصادية مكانة هامة لم تعدها من قبل، لما لها من دور في اقتصاد السوق، فهي دليل قوة أو ضعف اقتصاد أي دولة.

ومن خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى مفهوم المؤسسة الاقتصادية، والتركيز على الوظيفة المالية والمحيط المالي ومدى تأثير هذا الأخير على الوظيفة المالية.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية

نظرا للأهمية التي تحضى بها المؤسسة الاقتصادية والدور الكبير الذي تلعبه في الحياة الاقتصادية، فقد لقيت اهتماما كبيرا من طرف المفكرين الاقتصاديين، وسنحاول في هذا المطلب تعريف المؤسسة الاقتصادية ومن ثمة الوصول إلى الخصائص التي تتميز بها والأهداف التي تسعى للوصول إليها.

1- تعريف المؤسسة الاقتصادية

لقد اختلفت تعاريف المؤسسة الاقتصادية، باختلاف وجهات النظر للمفكرين الاقتصاديين، فيمكن تعريف المؤسسة على أنها¹ :

"الوحدة الاقتصادية التي تمارس النشاط الإنتاجي، والنشاطات المتعلقة به من تخزين وشراء وبيع، من أجل تحقيق الأهداف التي أوجدت المؤسسة من أجلها".

"هي الوحدة الاقتصادية التي تتجمع فيها الموارد البشرية، والمادية اللازمة للإنتاج الاقتصادي".

هذين التعريفين يركزان على نشاط المؤسسة الإنتاجي المتمثل في إنتاج سلع وخدمات، وكل ما يتعلق بهذا النشاط من تخزين، شراء وبيع.

"الوحدة الاقتصادية التي تمارس النشاط الإنتاجي والنشاطات المتعلقة به من تخزين وشراء وبيع من أجل تحقيق الأهداف التي أوجدت المؤسسة من أجلها وعرفها robenss بأنها كيان اجتماعي مفتوح منسق

بطريقة واعية راشدة، وله حدود شبه معروفة، ويعمل بصورة منتظمة ومستمرة إلى حد ما، لتحقيق الأهداف

المحددة، كما يعرفها مكتب العمل الدولي على أنها كل مكان لمزاولة نشاط اقتصادي ولهذا المكان سجلات

مستقلة"².

¹ عمر صخري، اقتصاد مؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية بن عكنون، الجزائر، الطبعة الخامسة، ص24.

² كنزة جمال، انعكاسات إعادة الهندسة المالية على نجاح المؤسسة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، تخصص إدارة المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 2016-2017، ص49.

نلاحظ أن هذين التعريفين الأخيرين أشمل وأوسع من سابقيهما، حيث التعريف الأول ركز على البعد الداخلي والخارجي للمؤسسة، في حين أعطى التعريف الثاني للمؤسسة ثلاث أبعاد، بعد اقتصادي ومالي وإنساني.

2- خصائص المؤسسة الاقتصادية

من التعاريف السابقة للمؤسسة الاقتصادية، يمكن استخلاص الصفات أو الخصائص التالية التي تتصف بها المؤسسة الاقتصادية¹:

- للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها لحقوق وصلاحيات، أو من حيث واجباتها ومسؤولياتها؛
- القدرة على الإنتاج أو أداء الوظيفة التي وُجدت من أجلها؛
- أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء بما يكفل لها من تمويل كافٍ وظروف سياسية مواتية، أو عمالة كافية، وقادرة على تكيف نفسها مع الظروف المتغيرة؛
- ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها، ويكون ذلك إما عن طريق الاعتمادات، وإما عن طريق الإيرادات الكلية، أو عن طريق القروض أو الجمع بين هذه العناصر كلها أو بعضها حسب الظروف؛
- المؤسسة وحدة اقتصادية أساسية في المجتمع الاقتصادي، فبالإضافة إلى مساهمتها في الإنتاج، ونمو الدخل الوطني، فهي مصدر كسب الكثير من الأفراد؛
- يجب أن يشتمل اصطلاح مؤسسة بالضرورة على فكرة زوال المؤسسة، إذا ضعف مبرر وجودها أو تضاءلت كفاءتها.

3- أهداف المؤسسة الاقتصادية

يمكن تصنيف أهداف المؤسسة الاقتصادية إلى ثلاث أصناف، أهداف اقتصادية، اجتماعية وتكنولوجية²:

1-3 أهداف اقتصادية

تشتمل على عدد من الأهداف، ويمكن جمعها كما يلي:

1-1-3 تحقيق الربح

إن استمرار المؤسسة في الوجود لا يمكن أن يتم إلا إذا استطاعت أن تحقق مستوى أدنى من الربح ليضمن لها إمكانية رفع رأس مالها، وبالتالي توسيع نشاطها للصدوم أمام المؤسسات الأخرى في نفس الفرع

¹ عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص 25-26.

² صبيوة إيناس، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير فرع مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة بومرداس، 2008-2009، ص 23-25.

أو القطاع الاقتصادي، أو الحفاظ على مستوى معين من نشاطها، وقبل هذا استعمال الربح المحقق لتسديد الديون، توزيع الأرباح على الشركاء أو تكوين المؤونات لتغطية الخسائر أو أعباء غير محتملة، لدى يعتبر الربح من المعايير الأساسية لصحة المؤسسة اقتصاديا.

2-1-3 تحقيق متطلبات المجتمع

إن تحقيق المؤسسة لنتائجها يمرّ عبر عملية تصريف أو بيع إنتاجها المادي أو المعنوي وتغطية تكاليفها. وعند القيام بعملية البيع، فهي تغطي طلبات المجتمع الموجودة به، سواء على المستوى المحلي الجهوي، الوطني أو الدولي.

3-1-3 عقلنة الإنتاج

تستخدم المؤسسة الموارد المتاحة لإنتاج تشكيلة من المنتجات مستخدمة الكفاءة الفنية والكفاءة الاقتصادية، والهدف من ذلك هو تعظيم الإنتاج الذي يمكن تصريفه، بحيث يكون الهدف إيجاد وفورات داخلية وخارجية واستفادها.

ففي حالة الانقطاع في التمويل تلجأ المؤسسة للمخزون، وعند وجود مخزون أمان غير كافي أو انعدام المخزون تتوقف المؤسسة عن الإنتاج، لكنها تبقى تتحمل مجموعة من التكاليف "دفع الإيجار الاهتلاكات تأمين الأجور،... الخ" التي تسبب عجز داخلي.

2-3 الأهداف الاجتماعية

من بين الأهداف العامة للمؤسسة، الأهداف الاجتماعية، التي تتمثل فيما يلي:

1-2-3 ضمان مستوى مقبول من الأجور

يعتبر العمال في المؤسسة من بين المستفيدين الأوائل من نشاطها، حيث يتقاضون أجورهم مقابل عملهم بها، إلا أن مستوى وحجم هذه الأجور يتراوح بين الانخفاض والارتفاع حسب طبيعة المؤسسة، طبيعة النظام الاقتصادي، مستوى المعيشة للمجتمع، وحركة سوق العمل وغيرها من العوامل المعقدة. وغالبا ما تحدد قوانين من طرف الدولة، تضمن للعامل مستوى من الأجر يسمح له بتلبية حاجاته، والحفاظ على بقائه.

2-2-3 إقامة أنماط استهلاكية معينة

تقوم المؤسسة الاقتصادية عادة بالتصرف في العادات الاستهلاكية لمختلف طبقات المجتمع، وذلك بتقديم منتجات جديدة أو بواسطة التأثير في أذواقهم، عن طريق الإشهار والدعاية سواء لمنتجات قديمة أو لمنتجات جديدة غير موجودة سابقا.

3-2-3 توفير التأمينات والمرافق للعمال

تعمل المؤسسات على توفير بعض التأمينات، مثل التأمين الصحي والتأمين ضد حوادث العمل وكذلك التقاعد، كما أنها تخصص مساكن سواء الوظيفية منها أو العادية لعمالها أو المحتاجين منهم، ويظهر هذا أكثر في المؤسسات العمومية بالإضافة إلى المرافق العامة، مثل تعاونيات الاستهلاك أو المطاعم... الخ.

3-3 الأهداف التكنولوجية

بالإضافة إلى ما سبق تؤدي المؤسسة دورا هاما في الميدان التكنولوجي¹:

1-3-3 البحث والتطوير

حيث أن المؤسسة تؤدي دورا مساندا للسياسة القائمة في البلاد في مجال البحث والتطوير التكنولوجي من خلال الخطة التنموية العامة للدولة، التي يتم من خلالها التنسيق بين العديد من الجهات ابتداء من هيئات ومؤسسات البحث العلمي، الجامعات، والمؤسسات الاقتصادية، وكذا هيئات التخطيط الأخرى كالمجلس الاقتصادي والاجتماعي.

المطلب الثاني: الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية

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

1- مفهوم الوظيفة المالية

اختلف تعريف الوظيفة المالية عبر الزمن، ففي مستهل هذا القرن كانت عملية الإدماج وإنشاء المؤسسات الجديدة، وإجراءات تدبير الأموال اللازمة، هي محور اهتمام الاقتصاديين في حقل الإدارة المالية. ومع التطورات، بدأت الوظيفة المالية تأخذ مفهوما أكثر شمولاً، حيث امتدت لتشمل اتخاذ القرارات بشأن نوعية الأموال المطلوب تدبيرها، والقرارات التي تحدد المدى الذي ستذهب إليه المؤسسة، في الاعتماد على كل من مصادر التمويل طويل الأجل ومصادر التمويل قصير الأجل.

ثم دخلت الوظيفة المالية في مجالات أخرى جديدة، تتمثل في اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمارات المستقبلية في كل عنصر من عناصر الأصول الثابتة والمتداولة، بما يضمن كفاية الأموال المستثمرة في كل أصل².

¹ صيودة إيناس، مرجع سبق ذكره، ص 25.

² محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، 2008، ص 22.

ولم تقتصر الوظيفة المالية على اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية، بل اقتضى الأمر ضرورة إضافة مهمتين إضافيتين تعتبران من مستلزمات عملية اتخاذ القرارات. المهمة الأولى هي القيام بالتخطيط المالي للتعرف على ما سوف تكون عليه الأوضاع في المستقبل وذلك قبل اتخاذ أي قرار، أما المهمة الثانية فهي تنمية بعض المعايير الرقابية للوقوف على حقيقة المركز المالي للمؤسسة، وللحكم على مدى سلامة القرارات التي تم اتخاذها بالفعل.

باختصار تغير مفهوم الوظيفة المالية من مجرد وظيفة تختص بإجراءات تدبير الموارد المالية اللازمة إلى وظيفة تختص باتخاذ القرارات في مجال الاستثمار وفي مجال التمويل، كما تختص بالتخطيط المالي والرقابة المالية¹.

كما أصبحت الوظيفة المالية تعرف على أنها: "مجموعة من القرارات المالية المتفاعلة فيما بينها والمؤثرة والمتأثرة بشكل الأدوات التحليلية والكمية المستخدمة في حل المشاكل المالية"². بمعنى أن الوظيفة المالية تشتمل على مجموعة من القرارات المالية بعد القيام بإجراءات تحليلية للمشاكل المالية لتحقيق هدف المؤسسة.

2- هدف الإدارة المالية

يكتسي الهدف الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه أهمية قصوى، لأنه يشكل المعيار الذي على أساسه يتم الحكم على مدى صحة وسلامة القرارات المتخذة على مستوى هذه الإدارة. وفي ظل سيادة المقاربة التعاقدية للمؤسسة الاقتصادية، والتي تنظر إليها على أساس أنها مجموعة من العقود بين مختلف الأطراف التي تقدم عوامل الإنتاج يسود قدر كبير من الشك في أن يكون لهذه الأطراف التي تسعى إلى تعظيم منفعتها الذاتية، ويتسم سلوكها بالانتهائية، هدف واحد هو هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. لكن رغم بعض التعارض الموجود بين أهداف الملاك وأهداف الأطراف الأخرى، غير أن هذا التعارض يمكن التغلب عليه بأن تتخلى المؤسسة (الملاك) في المدى القصير عن هدف تعظيم الثروة وتخصيص جميع النفقات النقدية إلى مشاريع استثمارية في خدمة الملاك فقط، وتلتفت إلى الأطراف الأخرى المشاركة في خلق الثروة في المؤسسة ونشركهم في التدفقات النقدية المتاحة أي الاكتفاء بهدف تحقيق زيادة مرضية في الثروة.

¹ منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، الطبعة السادسة، ص 5-7.

² مريم باي، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007-2008، ص 18.

هذه المشاركة في الثروة من قبل الأطراف الأخرى في المدى القصير هي التي من شأنها تعظيم ثروة الملاك في المدى الطويل، من خلال زيادة دافعية الأطراف الأخرى في السعي إلى تحقيق هدف الملاك ومنه فإن تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية هو الهدف الرئيسي الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه، طالما لا يتعارض ذلك مع أهداف الأطراف الأخرى¹.

المطلب الثالث: المحيط المالي للمؤسسة الاقتصادية وأثره على الوظيفة المالية

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

1- تعريف المحيط المالي للمؤسسة

يتمثل المحيط المالي أساس في الهيئات والأسواق المالية التي تضمن توفير المواد المالية الضرورية للمؤسسات، وكذا تنظيم حركة رؤوس الأموال، وقد شهد المحيط المالي تغيرات عدة ناتجة عن تطوّر تعاملات المؤسسات من جهة، ولعدم كفاية الادخار المحلي لتمويل استثمارات هذه المؤسسات من جهة أخرى².

2- خصائص المحيط المالي للمؤسسة

يتميز المحيط المالي المعاصر بعدة خصائص نتجت عن تطور حجم نشاط المؤسسات، واتساع رقعة تعاملاتها، كما أن التطور الذي شهده قطاع الاتصالات قد سهل تعاملات المؤسسات فيما بينها وكذا تعاملاتها مع المستهلكين لاسيما فيما يخص التعاملات فيما بين الدول، ومن شأن هذه التطورات أن تؤدي إلى تطور الأسواق المالية مما يسمح بتعدد البدائل التمويلية لدى المؤسسات، ومن أهم ما يميز المحيط المالي المعاصر ما يلي³:

1-2 الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي

حيث أن اقتصاد الاستدانة هو الاقتصاد الذي يكون فيه القرض هو الوسيلة الأساسية لتمويل النشاط أول الأمر فكانت تجمع الأموال من أصحاب الفائض، وتقرضها لأصحاب العجز غير أنه فيما بعد أصبحت مؤسسات أخرى (هيئات مالية) غير بنكية تقوم بهذه الوظيفة التي كانت محتكرة من طرف البنوك.

¹ قيرة عمر، الهندسة المالية وإدارة مخاطر تجميع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف1، 2017-2018، ص 22-23.

² مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص 34.

³ أحلام مخبي، تقييم المؤسسة من وجهة نظر البنك، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007، ص 38.

2-2 تطور ملحوظ للمحيط المالي

حيث أصبحت تعاملات المؤسسات فيما بينها تتم بشكل أفضل وفي وقت أسرع خاصة التعاملات الدولية نظرا للتطور البارز في مجال الأعلام الآلي.

كما يتميز المحيط المالي أيضا¹:

3-2 زوال انقسام الأسواق واندماجها

مما سمح بفك الزلة على البنوك التجارية، والسماح لها بالنشاط في عدة مجالات بابتكار وظائف حديثة.

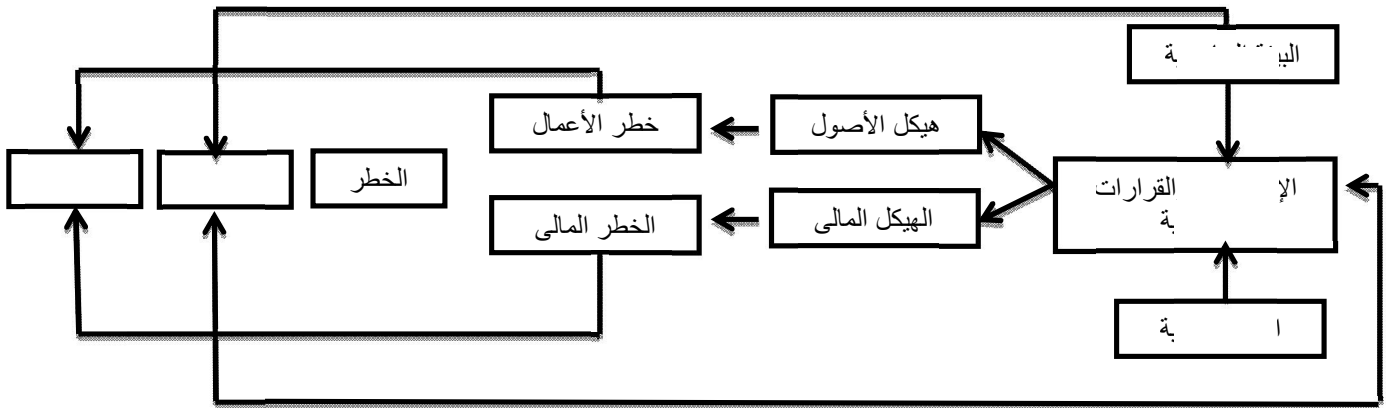
4-2 اللامساواة المالية

ظهر طرق تمويل مباشرة تركز على إصدار أوراق مالية بالتفاوض بين الوحدات ذات العجز المالي والوحدات ذات الوفرة المالي دون وسطاء ماليين.

3- أثر المحيط المالي على الوظيفة المالية

نظرا لتأثر الإدارة المالية بمحيطها لاسيما المحيط المالي، فإنه لا بدّ عليها من مسايرة التّطورات الحاصلة على مستوى هذا المحيط، حيث أنّ²:

الشكل رقم(01): تأثير المحيط المالي على الإدارة



المصدر: مريم باي، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007-2008، ص36.

¹ مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص35.

² نفس المرجع، ص ص36-37.

ويظهر الشكل رقم (01) أن الاعتبارات والقرارات المالية تتأثر بعوامل البيئة الداخلية، وعلى رأسها الموارد البشرية، وبالعوامل البيئة الخارجية السياسية والقانونية والاجتماعية والاقتصادية والتنافسية والتكنولوجية وينتج عن القرارات الحصول على-أو التنازل عن- أصول معينة ويستخدم هيكل الأصول هذا في تصنيع منتجات المؤسسة وإعدادها للبيع، ويترتب على إنتاج هذه السلع والمحافظة على هيكل أصول مميز تحقق خطر يطلق عليه "خطر الأعمال"، وهو ذلك الخطر الناجم عن التواجد في ميدان عمل معين، ويرتبط هذا الخطر بدرجة كبيرة بخصائص سوق سلعة المؤسسة، ويكون عادة مستقلا عن المصادر التي تستخدمها المؤسسة في تمويل أصولها، فعلى سبيل المثال، عندما يتعرض بيع سلعة لتقلبات دورية، فإن أرباح المؤسسة تتقلب دوريا أيضا.

ومن ناحية أخرى نجد أن مزيج القروض والسندات والأسهم الممتازة والأسهم العادية، المستخدم في تمويل أصول المؤسسة يخلق خطرا معينا وهو "الخطر المالي" وهو ذلك الخطر المرتبط بالتمويل والمؤسسات التي تستخدم قدرا بسيطا من الديون في هيكلها المالي تتميز بانخفاض مستويات الخطر المالي والعكس صحيح، ويجتمع الخطر المالي مع خطر الأعمال في التأثير على سعر السهم العادي.

ويترتب على مزيج هيكل الأصول والهيكل المالي إيرادات معينة تؤثر بدورها في سعر الأسهم العادية والخط المتجه من البيئة الخارجية إلى السعر يوضح أن المستثمرين يقومون بفحص أرباح ومخاطر المؤسسة ويقارنوها بأرباح ومخاطر البدائل الأخرى المتاحة، ومن خلال تصرفاتهم الجماعية في الشراء والبيع (الطلب والعرض)، يتم تحديد سعر السهم السوقي.

وأخيرا يظهر في الشكل رقم (01) خط ينطلق من السعر متجها إلى القرارات والاعتبارات المالية ويعني ذلك أن إطار الإدارة المالية هو نظام مغلق بمعنى أن المدير المالي يقوم بمتابعة أسعار السهم في السوق والتي تعبر عن تقييم المستثمرين لأداء المؤسسة، وبالتالي تمثل هذه المتابعة نوعا من أنواع المعلومات المرتدة لنظام الإدارة المالية للمؤسسة.

وهذا ما أدى إلى توسيع مجال اهتمام النظرية المالية وكذا تطوير الأساليب والتقنيات المستعملة على مستوى مالية المؤسسة، لاسيما فيما يخص تسيير المخاطر بمختلف أنواعها المخاطر التجارية، المخاطر الاقتصادية، والمخاطر المالية.

وأخيرا يمكن أن نخلص إلى أن تطور محيط المؤسسة بصفة عامة والمحيط المالي بصفة خاصة أدى إلى زيادة حدة المخاطر التي تواجهها المؤسسة، مما دفع بهذه الأخيرة إلى تطوير أساليبها للتصدي لهذه

المخاطر، ومنها مخاطر الصرف ومخاطر معدلات الفائدة، كما ساهم التطور الذي شهده المحيط المالي في توسيع دائرة البدائل المتاحة أمام المؤسسة، مما سمح لها بتنويع مصادر تمويلها.

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

المبحث الثاني: مصادر التمويل الداخلي في المؤسسة الاقتصادية

تتمثل مصادر التمويل الداخلي في الموارد المالية التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل عملياتها المختلفة دون الاعتماد على أي مصدر خارجي، وتتمثل تلك المصادر في: الأرباح المحتجزة والاحتياطيات بالإضافة إلى الاهتلاكات والمؤونات.

المطلب الأول: الأرباح المحتجزة والاحتياطيات

يعتبر التمويل عن طريق الأرباح غير الموزعة، مصدرا داخليا ذا أهمية كبيرة خاصة في المؤسسات الناجحة، إذا ما اتبعت سياسة حكيمة في التوزيع، والتي إذا تم إعادة توظيفها لمعدات استثمار عالية، فإنها تتزايد بشكل كبير، وتغدو مصدرا هاما للتمويل، غير أن المؤسسة يمكن أن تتبع سياسة الاحتجاز وعدم التوزيع.

1- تعريف الأرباح المحتجزة والاحتياطيات

تعددت التعاريف المقدمة لكل من الأرباح المحتجزة والاحتياطيات، وفيما يلي عرض لأهمها.

1-1 تعريف الأرباح المحتجزة

«تتمثل الأرباح المحتجزة في تلك الأرباح غير موزعة أو الادخار الصافي (L'épargne nette) الذي وفّرتة المؤسسة لنفسها، والذي يعدّ في نفس الوقت قياس للإثراء الذي حققته بحيث يوجه خصيصا لاقتناء تجهيزات إضافية توسع بها المؤسسة طاقتها الإنتاجية وتطورها»¹.

كما تعرف أيضا: «هي تلك الأرباح التي حققتها المؤسسة، ولم توزع إلى حملة الأسهم العاديين»².

¹ بوتسطة لامية، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، 2008-2009، ص 39.

² عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى، 2008، ص 87.

وتعرف أيضا على أنها: «الأرباح المحتجزة عبارة عن ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية أو السنوات السابقة، ولم يدفع في شكل توزيعات»¹.

كما يمكن تعريفها على أنها²: «ذلك الجزء المتراكم على مدى عدة سنوات من الأرباح الذي يتم احتجازه سنويا من الأرباح الصافية المحققة الناتجة عن العمليات التي باشرتها المؤسسة، وذلك بعد خصم جميع التكاليف اللازمة لتحقيق هذه الأرباح، وبعد حساب تخصيص كافة الاستهلاكات والمخصصات التي تقضي الأصول المحاسبية بحسابها. وبعد تخصيص الاحتياطيات المنصوص عليها، وما تم توزيعه منها على جملة الأسهم لتحقيق عدّة أهداف أهمّها:

- تمويل التوسعات المبرمجة في المؤسسة؛
- توزيع جزء منها على حملة الأسهم في السنوات التي لا يتم تحقيق أرباح كافية أو تحقيق خسائر؛
- دعم وتقوية المركز المالي للمؤسسة.

2-1- تعريف الاحتياطيات

تعرف الإحتياطيات على أنها³: «ذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي يتم حجزه إجباريا تنفيذًا لأحكام القانون أو النظام الأساسي للمؤسسة، وتتمتع الإحتياطيات بنفس المزايا التي تتمتع بها الأرباح المحتجزة».

كما يمكن تعريفها بأنها⁴: «ومنه فالاحتياطيات هي مبالغ تقطع من الأرباح، وذلك سواء بصفة إجبارية (إحتياطيات قانونية) تسمح بها الأنظمة الضريبية (الإحتياطيات المنظمة)، كما قد تنص عليها ترتيبات القانون الأساسي (الإحتياطيات القانونية الأساسية)، تتراكم هذه المبالغ مع مرور السنوات التي تحقق فيها المؤسسة نتائج إيجابية وتصبح تشكل جزء معتبر من إجمالي رؤوس الموال الخاصة، ويستخدم في التمويل الدائم للمؤسسة».

2- مكونات الأرباح المحتجزة

فيما يلي عرض موجز لعناصر الأرباح المحتجزة⁵:

1- الإحتياطي القانوني

"وهو الحد الأدنى من الإحتياطي الذي لابد للمؤسسة من تكوينه".

¹ سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، 1997، ص ص55-57.

² محمد الصيرفي، تعلم كيفية تحديد هيكلك المالي وقراءة قوائمك المالية، دار الفكر الجامعي، 2006، ص 11.

³ نفس المرجع، ص 13.

⁴ قبيرة عمر، مرجع سبق ذكره، ص 29.

⁵ صبيودة إيناس، مرجع سبق ذكره، ص 36.

ويستخدم ذلك الاحتياطي في تغطية خسائر المؤسسة وزيادة رأس المال، ويجوز للجمعية العمومية أن تقرر توزيع الزيادة في رصيد هذا الحساب كأرباح على المساهمين.

2- الاحتياطي النظامي

ويتم إنشاء هذا الاحتياطي، طبقاً للقانون التأسيسي للمؤسسة إذ اشترط تجنيب نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة ينص عليها هذا القانون. ولا تستطيع المؤسسة العدول عن تكوين هذا الاحتياطي ما لم يعدل القانون الأساسي، كذلك لا يجوز استخدام هذا الاحتياطي في غير الأغراض المخصص لها، إلا بقرار من الجمعية العمومية للمؤسسة.

3- الإحتياطات الأخرى

ينصّ قانون الشركات أنه يجوز للجمعية العامة، عند تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية أن تقرر تكوين احتياطات أخرى وذلك بالقدر الذي يحقق دوام المؤسسة، أو يكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الإمكان على المساهمين.

4- الأرباح المرحلة

إذا تبقى مبلغ بعد القيام بتوزيعات الأرباح السنوية، قد يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى سنة تالية ويستخدم ذلك الفائض كاحتياطي لمواجهة أي انخفاضات في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة على إجراء توزيعات على حملة الأسهم.

ويتضح مما سبق أن الأرباح المحتجزة تعتبر من أهم وسائل تمويل الإحتياجات المالي للمؤسسة وتمثل ذلك الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ به داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره.

3- دور الأرباح المحتجزة والاحتياطات في التمويل

إذا كانت الأرباح المحتجزة والاحتياطات مصدراً مرغوباً فيه لتقوية المركز المالي للمؤسسة، ولمواجهة حالات الإحلال والتجديد والتوسعات متى أمكن ذلك، فإن عدم توزيع الأرباح واحتجازها أمر مرغوب فيه من الناحية الأخرى. فكلما زادت نسبة توزيع الأرباح قلّت نسبة الأرباح المحتجزة، وانخفض معدل نمو الأرباح المستقبلية، وانخفضت بالتالي القيمة السوقية للسهم¹.

وتعتبر الأرباح المحتجزة مصدراً للتمويل ذا تكلفة أقل من غيره من المصادر، لكونه لا يحتاج إلى تكلفة إصدار.

¹ عبيد علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل (مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبياً)، دار النهضة العربية، 2001 ص41.

وقد يقع الخلط بين دور كل من الأرباح المحتجزة والاحتياطيات بسبب الخلط بين دور كل من الاحتياطيات والمخصصات، فالاحتياطيات لا تعدو أن تكون أرباحاً غير موزعة، أي أرباحاً محتجزة، وبمجرد عدم توزيعها تزداد بقدرها قيمة الأصول. وتصبح جزءاً من حقوق الملكية، ولا يتم تكوينها إلا بعد تحقيق الأرباح.

وفي المقابل نجد أن المخصصات ما هي إلى مبالغ يتم تكوينها بغض النظر عما إذا كانت المؤسسة قد حققت ربحاً أم لا، والغرض منها هو مواجهة التزامات مؤكدة الوقوع وغير مؤكدة القيمة.

4- تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة والاحتياطيات

تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة هي معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات التي يتم تمويلها بواسطة الأرباح المحتجزة، حيث يكون مساوياً لمعدل العائد الذي يتوقع المستثمرون أن يحصلوا عليه من الأسهم العادية¹.

كما يمكن تعريف تكلفة الأرباح المحتجزة²:

«هي كلفة الفرصة البديلة والمتمثلة بعدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين، حيث تقوم المؤسسة باحتجازها لحين الحاجة إليها، وتعادل كلفة الفرصة البديلة لتلك الأرباح التي تم احتجازها، أي أنها تساوي العائد الذي من المفروض أن يستلمه المساهمون، لو لم يتم احتجاز الأرباح. وهناك بديلاً لاحتجاز الأرباح: أ- توزيع الأرباح على المساهمين بنسب معينة، ويقوم كل مساهم باستثمار تلك العوائد. ب- تستطيع المؤسسة نفسها استثمار تلك الأرباح في استثمارات خارجية، وتحصل على عائد معين من ذلك الاستثمار.

وبناءً على ذلك هناك طريقتين لحساب تكلفة الأرباح المحتجزة:

- الطريقة الأولى: تعتمد على الأرباح الموزعة على المساهمين:

حيث تكون تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:

1. بافتراض عدم وجود ضرائب وعمولات:

تكلفة الأرباح المحتجزة = تكلفة الأسهم العادية.

¹ عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، 2007، ص 431.

² عبد الستار الصياح، سعود جابر العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، 2007 ص ص 228-229.

$$\frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \text{الزيادة المتوقعة في الموزعة الأرباح، للسهم} =$$

بمعنى أن تكلفة الأرباح المحتجزة تعتمد على وجود ضرائب وعمولات لكن تكلفة الأسهم العادية تعتمد على عدم وجود ضرائب وعمولات.

2. بافتراض ضرائب وعمولات: فإن تكلفة الأرباح المحتجزة هي:

تكلفة الأرباح المحتجزة = تكلفة الأسهم العادية × [1 - نسبة الضريبة IBS] (1 - النسبة المئوية للعمولات).

5- مزايا وعيوب التمويل بالأرباح المحتجزة والاحتياطات

يحتوي التمويل بالأرباح المحتجزة على مميزات، كما له عيوب، نورد أهمها فيما يلي:

5-1 مزايا التمويل بالأرباح المحتجزة والاحتياطات

المزايا من وجهة نظر المؤسسة نذكر ما يلي¹:

- تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة، منخفضة بالمقارنة مع غيرها؛
- لا تحتاج لرهن موجوداتها؛
- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر وزاد استخدامها في تمويل موجوداتها ينعكس ذلك ايجاباً، على السعر السوقي والقيمة الدفترية للسهم.
- وتحقق الأرباح المحتجزة للمساهمين والدائنين المزايا الهامة التالية²:
- يؤدي زيادة الأرباح المحتجزة بالمؤسسة إلى زيادة حقوق الملكية للمساهمين وبالتالي زيادة القيمة الدفترية للسهم بالمؤسسة؛
- يؤدي زيادة الأرباح المحتجزة بالمؤسسة إلى ارتفاع السعر السوقي للسهم في سوق الأوراق المالية؛
- يؤدي زيادة الأرباح المحتجزة بالمؤسسة وارتفاع السعر الدفترية، والسعر السوقي للسهم إلى زيادة درجة الأمان والضمان للدائنين والمقترضين وتشجيعهم على تقديم الائتمان والقروض اللازمة لتمويل عمليات المؤسسة؛
- إمكانية رسملة الأرباح المحتجزة، وذلك بإعطاء المساهمين أسهم مجانية تؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المشاركة للمساهمين، وبالتالي زيادة نصيب حملة الأسهم من الأرباح الموزعة سنوياً.

¹ علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، 2008، ص 282.

² محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 12.

2-5- عيوب استخدام الأرباح المحتجزة والاحتياطيات في التمويل

من هذه العيوب نجد¹:

- لا يمكن استخدام الأرباح المحتجزة، كمصدر للتمويل بشكل متكرر؛
- يطلب أحيانا من المؤسسة إصدار اسهم مجانية مقابل احتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من تكلفة استخدام هذا المصدر.
- بالإضافة إلى هذا نجد أيضا²:
- الأرباح المحتجزة هي أرباح متراكمة تحجز كل سنة من الأرباح وبالتالي فإنه في السنوات الأولى لا يتوفر هذا المصدر للمؤسسة، ثم إن توفره مرتبط بتحقيق أرباح عالية، ولعدة سنوات؛
- لا يمكن استخدامها بشكل فعال سنويا لأنها مبالغ متراكمة، أي أن قيمتها السنوية منفردة قليلة لذلك لا يمكن استخدامها إلا كل عدة سنوات مرة واحدة.

المطلب الثاني: الاهتلاكات والمؤونات

من بين مصادر التمويل الداخلي نجد أيضا الاهتلاكات والمؤونات التي تلعب دورا مهما في تحديد المخصصات التي يجب اقتطاعها من قيمة الأصل بشكل سنوي.

1- تعريف الاهتلاكات والمؤونات:

فيما يلي سنقوم بالتعرف على مختلف التعاريف المقدمة لكل من الاهتلاكات والمؤونات.

1-1- تعريف الاهتلاكات:

تعرف الاهتلاكات على أنها³: "تلك المبالغ المالية المخصصة لتعويض النقص التدريجي الذي يحدث بصورة فعلية أو معنوية على عناصر الاستثمارات، التي تتدهور مع مرور الزمن نتيجة الاستعمال أو التلف أو التقادم التكنولوجي، بعبارة أخرى الاهتلاك يمثل طريقة لتجديد الاستثمارات عند نهاية عمرها الإنتاجي أو الاقتصادي، حيث يمكن النظر إليه من عدة جوانب، نتعرض إلى البعض منها فيما يلي:

¹ علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار مكتبة الرائد العلمية، الطبعة الأولى، 2002، ص289.

² عليان الشريف وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص100.

³ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008، ص ص28-29.

• اقتصاديا

الاهتلاك عبارة عن توزيع تكلفة الأصل الثابت، أو الفرق بين تكلفة الشراء والإيرادات المتوقعة لبيع هذا الأصل في نهاية عمره الإنتاجي مقسمة على عدد السنوات التقديري لاستخدام هذا الأصل. ويمثل قسط الاهتلاك تكاليف الإنتاج التي تخص دورة الاستغلال والمتعلقة باستخدام الأصل الثابت.

• ماليا

الاهتلاك هو عملية تمكن المؤسسة من استبدال أو تجديد أصولها الثابتة، لذلك تعتبر مصدرا من مصادر التمويل الداخلي للمؤسسة.

ومنه فالاهتلاكات تتمثل في تلك الأقساط التي تقتطع من قيمة الأصول الثابتة القابلة للاهتلاك وتخصم من النتيجة قبل فرض الضريبة، وذلك بهدف استخدامها في تجديد هذه الأصول، وقبل نهاية العمر الإنتاجي لهذه الأصول تبقى هذه الأقساط على مستوى المؤسسة لكي تستخدم كمصدر من مصادر التمويل لاسيما بالنسبة للمؤسسات التي تتصف بارتفاع قيمة أصولها الثابتة مثل أغلب المؤسسات التي تنشط في القطاع الصناعي.

1-2- تعريف المؤونات

تعرف المؤونات على أنها¹: مكون مالي من أموال المؤسسة، يحتجز بغرض مواجهة خسائر محتملة أو أعباء ممكنة الحدوث في المستقبل، حيث تبقى مجمدة داخل المؤسسة إلى حين تحقق الخطر أو العبء الذي كونت من أجله هذه المؤونات، أو زوال الخطر المحتمل، لذلك تميز بين عدة أنواع منها، والتي تشكلها المؤسسة للأغراض السالفة الذكر، حيث نجد أربع أغراض وهي:

- المؤونة القانونية

هي ذات طابع ضريبي لهذا لا يتوقع من ورائها خسائر حيث ألزم المشروع تكوينها وهي لا تؤدي إلى قرض ضريبية مستقبلية، أي أنه لا تتحمل عنها المؤسسة ضرائب خلال مدة تكوينها، ويجب على المؤسسة الأخذ بعين الاعتبار حدود ومدى تكوينها، ومثال ذلك: مخصصات تدني قيمة المخزون، مخصصات تدني قيمة الأوراق المالية.

- مؤونة الديون المشكوك فيها

وهي تسترجع في حالة زوال خطر عدم التحصيل.

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص30.

- مؤونة الأخطار والتكاليف

هذه المؤونة مكونة لتغطية أخطار أو أعباء محتملة عند نهاية الدورة الاستغلالية، دون أن تكون هناك إمكانية تخصيصها كغطاء لعامل خاص بالأموال، إن الأحداث التي وقعت أو هي في طريق الوقوع تجعل من هذه الأخطار ليس فقط محتملة وإنما أكيدة، و أهم هذه المؤونات نجد مؤونة الضمانات المقدمة للزبائن مؤونة المنازعات، مؤونة التكاليف الموزعة على عدة سنوات.

2- أهمية الاهتلاكات والمؤونات

للاهتلاك أهمية بالغة نوجزها في النقاط التالية¹:

- المحافظة على رأس المال

ويكون ذلك عن طريق استرداد كل ما تتفقه المؤسسة من أموال شراء الأصول تدريجيا من الإيرادات المحققة، ولاسيما وأن العمر الإنتاجي للأصل الثابت يكون طويلا.

- تحديد تكاليف الإنتاج

إن الاهتلاكات من أهم عناصر التكلفة، وتجاهلها يؤدي على عدم صحة ودقة التكاليف، وذلك باحتمال احتسابها بأقل مما تكون عليه حقيقة.

- قياس الربح

يتمثل الربح في الإيرادات مطروحا، منها التكاليف، وبما أن الاهتلاك هو عنصر من عناصر التكاليف فإن إهماله يؤدي إلى اختلالات في المركز المالي للمؤسسة، كما أنه لا يعتبر خسارة بمفهومها الدقيق لأنه يؤدي إلى تعويض إهلاك الأصل، وبالتالي فهو تكلفة مالية يهدف إلى استبدال الأصول الثابتة.

3- تكلفة الاهتلاكات والمؤونات

اختلفت الآراء فيما يتعلق بتكلفة الاهتلاكات والمؤونات، فيرى البعض²:

بأن هدفها هو إعادة التكوين التدريجي للأصول الثابتة، والمحافظة على الطاقة الإنتاجية والإيرادية للمؤسسة، وليس لتمويل الاستثمارات التوسعية ولا تكلفة لها لأنها تدخل في تكلفة حقوق الملكية القائمة وفي رأي couvreur إن تكلفة هذه المخصصات ترتبط بمجال التخصيص، والاستخدام، فإذا استخدمت في أداء القروض، فإن تكلفة هذه القروض تناظر تكلفة هذه الأموال. ويرى holl.plas أنه إذا استخدمت هذه الأموال في تمويل الاستثمارات التوسعية فإن تكلفتها تقابل تكلفة الفرصة البديلة، وفي رأي Vanhorne إن الاهتلاك

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص ص 29-30.

² عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص ص 429-430.

يعني تحويل الأصول الثابتة إلى نقدية حاضرة تكلفتها تعادل تكلفة الفرصة البديلة لتخصيص هذه الأموال وهو ما يؤيده Quirin وفي رأي Ku chhal أنه إذا كان العائد المنتظر من استثمار أموال الاهتلاك يقل عند عائد الفرصة البديلة، فيفضل التصفية التدريجية للأموال، ونرى أنه لا يمكن إهمال تكلفة أموال الاهتلاك فكما دلت الدراسات أنها تغطي ما يقدر بنسبة 50% من إجمالي الاستثمارات السنوية بالمقارنة بنسبة 20% هي حصة الأرباح المحتجزة.

ونرى أن مخصصات الاهتلاكات كغيرها من الأموال الأخرى التي تحتجزها المؤسسة لها تكلفة تناظر تكلفة الفرصة البديلة، ففي ضل افتراض ثبات أسعار الأصول فإن هذه الأموال لا تبقى عاطلة وإنما يعاد استثمارها في استثمارات أخرى، مما يؤدي إلى نمو هذه الأصول، وهو ما يعرف بأثر lohman-ruchti فمن الناحية النظرية. وفقا لرأي capriz تخصص هذه الأموال لإعادة التكوين التدريجي للأصول والمحافظة على القوة الإبرادية للمؤسسة، ومن الناحية العملية تستخدم هذه الأصول بصفة خاصة في المؤسسات الصغيرة لتمويل الاستثمارات التوسعية بجانب الاستثمارات الإجمالية، ويعرف ذلك بالأثر التراكمي للاهتلاكات أو أثر lohman-ruchti.

المبحث الثالث: مصادر التمويل الخارجي في المؤسسة الاقتصادية

يعتبر التمويل الخارجي المصدر الثاني الذي تلجأ إليه المؤسسات في حال عدم كفاية مصادر التمويل الداخلي، بحيث تلجأ المؤسسة إلى المدّخرات الموجودة في السوق المالي أو إلى الودائع الموجودة على مستوى البنوك، لمواجهة الاحتياجات التمويلية. وسنتطرق في هذا المبحث إلى كل من مفهوم التمويل الخارجي، التمويل بواسطة الأسهم، بواسطة القروض البنكية وأخيرا بواسطة الاعتماد الإيجاري.

المطلب الأول: التمويل عن طريق الأسهم

يعتبر التمويل بالأسهم وسيلة تمويل رئيسية من مصادر التمويل الخارجي للمؤسسة، حيث يشير مصطلح السهم إلى حصة معينة في ملكية المؤسسة. والأسهم نوعان: أسهم عادية وأسهم ممتازة، وهذا ما سيتم تناوله في هذا المطلب.

1- التمويل بالأسهم العادية

إن رأس مال شركة المساهمة يتكون من حصص متساوية، ويطلق على الحصة الواحدة منها سهما عاديا.

1-1 تعريف الأسهم العادية

يمكن تعريف السهم العادي على أنه¹: «حصّة في رأس مال إحدى المؤسسات، وباعتبار أن حملة الأسهم هم ملاك المؤسسة المصدرة لتلك الأسهم لذا فإنهم لا يحصلون على أية عائد قبل أن تقوم المؤسسة بالوفاء بكل التزاماتها قبل الدائنين وحملة الأسهم الممتازة».

«السهم العادي هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة»². وتعرف أيضا³:

«الأسهم العادية تعبر عن مقدار الاشتراك في رأس مال الشركة، وعادة ما تكفل لأصحابها كل الحقوق الأساسية للأسهم، حيث يتمتع صاحب السهم العادي بالمنافع في حالة نجاح الشركة، ويتحمل المخاطر في حالة فشلها بعدما يتم الوفاء بحقوق الدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة».

ويعرف المشرع الأسهم العادية في القانون التجاري الجزائري بأنه⁴:

«هي الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأس مال شركة تجارية، وتنمّح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي وتعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي بحوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون».

من خلال التعاريف السابقة فالأسهم العادية تمثل الملكية الأصلية في المؤسسة، وهي أيضا أحد الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل، فالشركات المساهمة تعتمد اعتمادا كبيرا على إصدار هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم لها بصفة دائمة وخاصة عند بدء التكوين، حيث أن إصدار هذا النوع من الأسهم يجيز لحاملها استرداد قيمتها من المؤسسة التي أصدرتها.

¹ أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع، ص120.

² الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية الساحة المركزية بن عنكون الجزائر، الطبعة الرابعة، 2005، ص82.

³ معتوق جمال، دور إبداعات الهندسة المالية في التقليل من المشاكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والمناجنت، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي تبسة، 2008-2009، ص55.

⁴ عبيدي سعد نوح، محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل، 2017-2018، ص22.

2-1 خصائص الأسهم العادية

للسهم العادية خصائص عديدة نذكر منها ما يلي¹:

- إن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة (statut)، أي أكبر عدد يمكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون؛
- إن الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف، ولكن أصعب من حيث التحليل، كما أن للسندات في أغلب الأحيان مدة صلاحية محدودة، وحد أعلى لسعر الفائدة الممنوح، على عكس الأسهم العادية التي تعتبر غير محدودة العمر ولا الأرباح؛
- للسهم العادي عدة قيم منها: القيمة الاسمية (Par Value)، قيمة دفترية (Book Value)، كما له قيمة سوقية.

3-1 حقوق حملة الأسهم العادية

يتمتع حملة الأسهم العادية بجملة من الحقوق، يمكن تقسيمها إلى مجموعتين: حقوق جماعية وحقوق فردية.

1-3-1 الحقوق الجماعية للمساهمين Collective Right

يتمتع حاملو الأسهم العادية بحقوق جماعية كمالك مجتمعين وليسوا منفردين منها²:

- حقّ تعديل عقد تأسيس الشركة بعد موافقة الجهة الحكومية المختصة؛
- حقّ وضع وتعديل النظام المالي للشركة By laws؛
- حقّ انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة؛
- حقّ تفويض إدارة الشركة في بيع الأصول الثابتة؛
- حقّ الموافقة على اندماج الشركة مع شركات أخرى؛
- حقّ تغيير حجم الأسهم العادية المصرّح بها؛
- حقّ تغيير عدد الأسهم العادية المصرّح بها؛
- حقّ إصدار الأسهم الممتازة والسندات والأوراق المالية الأخرى.

¹ جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق العالمية، الطبعة الأولى، ص ص8-9.

² سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، 1997، ص15.

2-3-1 الحقوق الفردية للمساهمين Specific/General Right

يتمتع حاملو الأسهم العادية كذلك بحقوق معينة كأفراد مالكين، وأهم هذه الحقوق هي¹:

- حق الاشتراك في الأرباح (Dividend Right/ Right To Income) لجميع المساهمين دون استثناء الحق في المشاركة في الأرباح المقرر توزيعها على أسس متساوية؛
- الحق في حضور اجتماعات الجمعيات العمومية* المختلفة؛
- الحق في التصويت: باعتبار حملة الأسهم العادية مالكين لها، لذلك فإن لهم حق اختيار من يمثلهم في إدارتها، وعلى هذا الأساس يشارك حملة الأسهم العادية في انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة والتصويت على أية تعديلات على نظامها، وتتساوى الأسهم بشكل عام في حق التصويت حيث يعطى لكل سهم صوت واحد؛
- حق الأولوية في الاكتتاب Pre-Emptive Right: تعطى بعضا القوانين لحملة الأسهم العادية أولوية في الاكتتاب وشراء كمية من الأسهم العادية الجديدة التي تصدرها الشركة وتعاد لنسبة هذا الاكتتاب من الإصدار نسبة ملكية المساهم قبل الإصدار، فإذا كان أحد المساهمين مالكا لـ10% من أسهم الشركة وأرادت الشركة أن تصدر أسهما جديدة، فإن المساهم القديم يعطى أولوية لشراء 10% من الإصدار الجديد؛
- حق نقل ملكية الأسهم، لا يحق للمساهم إعادة أسهمه للشركة ليسترجع في المقابل ما دفعه ثمنا لها، أن الأموال المدفوعة تمثل رأسمال الشركة، لكن القانون أعطى لكل مساهم حق بيع أسهمه لأي شخص آخر بدون إذن خاص من الشركة؛
- الحق في ما تبقى من موجودات الشركة عند تصفيتها: إذا تمت تصفية الشركة لأي سبب تدفع حقوق العاملين والحكومة والدائنين أولا، وحملة الأسهم الممتازة ثانيا، وما يبقى بعد ذلك يدفع لحملة الأسهم العادية؛
- الحق في الاطلاع على حسابات الشركة ضمن حدود معينة؛
- المسؤولية المحدودة المقتصرة على مقدار مساهمته في الشركة.

4-1 القيم المختلفة للسهم العادي

في مجال قيمة السهم يتم التمييز بين خمس قيم هي:

¹ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي ودار أجنادين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2006 ص 107-109.

* تتألف الجمعية العمومية من جميع حملة الأسهم مهما كان عدد الأسهم التي يملكها كل واحد منهم.

- القيمة الاسمية par value؛
- القيمة الدفترية book value؛
- القيمة السوقية value market؛
- القيمة التصفية liquidation value؛
- القيمة الحقيقية أو العادلة value dividende.

1-4-1- القيمة الاسمية للأسهم العادية

في أغلب الدول العربية لا يجوز أن تصدر الأسهم العادية بأقل من قيمتها الاسمية، وهي القيمة التي تظهر على شهادة الأسهم أما في بعض الدول كالولايات المتحدة فإنه لا يجوز أن تصدر الأسهم بدون قيمة اسمية، أو قيمة اسمية رمزية، ومن أهم وظائف القيمة الاسمية هو تحديد حصة السهم الوارد في ملكية المؤسسة، ولذلك فإن مجموع القيم الاسمية للأسهم المصدرة يعاد لكامل رأسمال المؤسسة.

في حالة إصدار الأسهم بسعر أعلى من قيمتها الاسمية فإن الفرق يسجل لحساب الاحتياط الإجمالي أما في حالة إصدار الأسهم بأقل من قيمتها الاسمية كما هو وارد في بعض الدول الأجنبية، فإن مالكي هذه الأسهم ملزمون بتسديد الفرق إلى المؤسسة في حالة تعرضها للخسارة والتصفية¹.

1-4-2- القيمة الدفترية للأسهم العادية

في كثير من الأحيان لا يميز بعض المستثمرين بين القيمة الاسمية لأسهم والقيمة الدفترية لها، القيمة الاسمية كما ذكرنا آنفا هي مفهوم قانوني بينما القيمة الدفترية هي مفهوم محاسبي، ويتم التوصل إلى هذه القيمة عن طريق تقسيم صافي حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة أو بمعنى آخر هي المبلغ الذي يصيب السهم الواحد من صافي موجودات المؤسسة بعد خصم التزاماتها.

وتلعب كل من القيمة الاسمية والقيمة الدفترية دورا هاما في تحديد القيمة السوقية للأسهم.

وتحسب: حقوق الملكية / عدد الأسهم العادية² = (الأصول - الخصوم) / عدد الأسهم العادية³.

1-4-3- القيمة السوقية للأسهم العادية

وهي عبارة عن قيمة السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية وتخضع هذه القيمة لعوامل العرض والطلب في تلك الأسواق والتي تحددها البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة، إضافة إلى واقع

¹ محمد صلاح جبار، الاستثمار في الأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، 2005، ص28.

² عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2007 ص163.

³ محمد صالح جبار، مرجع سبق ذكره، ص28.

المؤسسة المعنية من حيث مستويات ربحيتها وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح وكذا الدور الذي تلعبه إدارة السوق المالي في تكريس الاستقرار ونشر المعلومات¹.

1-4-4 القيمة التصفوية للأسهم العادية

هي تمثل مقدار ما يحصل عليه المساهم من أموال عن كل سهم يمتلكه في حالة تصفية المؤسسة والقيام ببيع أصولها، وسداد ما عليها من التزامات، وغالبا ما تكون أقل من القيمة الدفترية².

1-4-5 القيمة الحقيقية (العادلة) للأسهم العادية

وهي القيمة التي تعبر عن العائد الذي من المتوقع أن تعطيه الأسهم مستقبلا، ويعبر عنه بالثمن الذي يقبل أن تدفعه للحصول على العائد الذي تعطيه الأسهم في قادم الأيام، وهي تساوي حاصل قسمة العائد المتوقع على معدل العائد المطلوب.

فلو كان هناك مستثمر يرغب بالحصول على أسهم الشركة، ويتطلع إلى تحقيق عائد نسبه 50% على استثماراته فيها (العائد المطلوب) وكان العائد المتوقع الحصول عليه من الشركة هو 100 مليون دينار (معدل العائد المتوقع)³، فإن القيمة التي يقبل أن يدفعها مقابل الحصول على أسهم الشركة هي على النحو التالي:

$$\frac{\text{العائد المتوقع}}{\text{المعدل العائد المطلوب}} = \text{القيمة الحقيقية}$$

$$\frac{100}{0,50} =$$

$$= 200 \text{ مليون دينار}$$

1-5- أنواع الأسهم العادية

إلى جانب الأسهم العادية التقليدية، ظهرت خلال الثلث الأخير من القرن العشرين عدة أنواع من الأسهم العادية، والتي نذكر أهمها فيما يلي⁴:

1-5-1 الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية

¹ سماري إبتسام، أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2005-2006، ص ص 23-24.

² أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 122.

³ فيصل محمود الشوارة، مبادئ الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2013، ص 108.

⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف بالإسكندرية، 1998، ص ص 39-50.

الأصل أن يكون للمؤسسة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها المؤسسة ككل، إلا أنه في الثمانينيات فتم إضافة مجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية. إلى جانب الأسهم العادية للمؤسسة ككل، أصدرت مجموعة من الأسهم أطلق عليها الفئة E.CLASS وربطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملتها بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، ومجموعة أخرى H.CLASS وربطت فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أجزاء الطائرات وعلى الرغم من المزايا التي قد يحققها هذا النوع الجيد من الأسهم إلا أنه خلق نوعاً من تضارب المصالح بين المساهمين في الشركة.

1-5-2- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة

الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها الأسهم العادية لا تعتبر من المصروفات التي ينبغي خصمها قبل حساب الضريبة، وفي الثمانينيات صدر تشريع ضريبي في الولايات المتحدة يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، في ظل خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المؤسسة بخصم التوزيعات على تلك السهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

1-5-3- الأسهم العادية المضمونة

الأصل في السهم العادي انه ليس لحامله الحق في الرجوع إلى المؤسسة التي أصدرته وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية غير انه في عام 1984 ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهما عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب الإصدار Puttable Common stock .

أما إذا لم يصل انخفاض القيمة إلى الحد المعين، أو إذا تجاوز الانخفاض الحد ولكن بعد انتهاء الفترة المنصوص عليها فلا يكون للمستثمر الحق في المطالبة بأي تعويض، وعادة ما يحصل المستثمر على عدد من الصكوك يطلق عليها حقوق rights التعويض وذلك مقابل الأسهم المستثمرة، ويطلق على السهم والحقوق المقررة بالوحدات units، كما يطلق على المساهم فيها حامل الوحدة unitholder، هذا ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين عن بعضهما وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض.

1-6- تكلفة التمويل بالأسهم العادية

تعرف تكلفة التمويل بالأسهم العادية على أنه¹: العائد الذي يطلبه المستثمرون - حملة الأسهم - لقاء احتفاظهم بالسهم، ولتمويل بالأسهم العادية شكلان:

¹ عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 161-162.

أولهما هو عن طريق الأرباح المحتجزة، والثاني هو عن طريق إصدار الأسهم الجديدة، ولتحديد تكلفة التمويل لهذين الشكلين لا بد أولاً من تقديم تكلفة الأسهم العادية.

وتكلفة الأسهم العادية هي معدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لحساب القيمة الحالية للأرباح النقدية الدورية والتي يتوقع توزيعها من قبل المؤسسة في المستقبل، ولتقدير هذا المعدل يمكن استخدام نموذج تقدير النمو الثابت للأرباح (نموذج تقييم المقسوم)، أو استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM. وتتمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة السهم العادية يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطر¹.

ويقضي تقدير تكلفة استخدام الأسهم العادية في التمويل، ضرورة التعرض لنموذج القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية لتقييم الأسهم العادية، واستنباط معدل العائد الذي يطلبه حملتها، يشير هذا النموذج إلى أن القيمة السوقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية وحيث أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق معين فإن، التدفقات النقدية سوف تتمثل فقط في التوزيعات التي يحصل عليها المساهم ونظراً لأن التوزيعات على حملة الأسهم العادية لا تعد من المصروفات التي تخصم لأغراض الضريبة شأنها في ذلك شأن التوزيعات على حملة الأسهم الممتازة فإنه لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية، ما يعني أن قيمة R تمثل المعدل الفعلي لتكلفة الأسهم العادية².

1-7-1- مزايا وعيوب الأسهم العادية

تمنح الإدارة المالية التمويل بواسطة الأسهم العادية الاهتمام الكافي لتأثير ذلك على حقوق المالكين واحتمال، انخفاض نصيبهم من الأرباح بعد اتخاذ قرار التوزيع، وعلى ضوء ما سبق هناك بعض المزايا والعيوب من جراء استخدام هذا المصدر في التمويل يمكن إجمالها فيما يلي:

1-7-1-1 مزايا التمويل بالأسهم العادية

- لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزامات على الشركة سواء بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد أن تحقق المؤسسة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها؛

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، 2001، ص 403.

² أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 89-90.

- إن المؤسسة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد، مما يعطي مرونة للمؤسسة بعد الدخول في التزامات محددة بالإضافة إلى انخفاض درجة المخاطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى¹؛
- تساعد على تقادي فرض بعض القيود المالية على المؤسسة؛
- تعد مصدرا تمويليا من شأنها أن تزيد الثقة وتوسع القدرة على الاقتراض؛
- سهولة تسويق وبيع الأسهم؛
- لا تشكل عبئا على التدفقات النقدية المستقبلية²؛
- في بعض الأحيان يكون بيع الأسهم العادية أسهل من بيع السندات، لأن الأسهم تجذب فئات معينة من المساهمين من حيث يكون العائد المتوقع منها -عادة- أعلى من العائد المتوقع من السندات أو الأسهم الممتازة؛
- بما أنها تمثل رأس مال المؤسسة، فإنها تزود المساهمين بحماية ضد التضخم النقدي وبصورة أفضل من الحماية التي تزودها السندات أو الأسهم الممتازة، حيث ترتفع قيمة الأسهم العادية عادة عند ارتفاع قيمة الأصول الحقيقية أثناء فترة التضخم النقدي؛
- تكون معدلات الضريبة على عوائد الفرد من الأسهم العادية أقل من معدلات الضريبة على عوائده من الفوائد من السندات التي يحملها³.

1-7-2 عيوب التمويل بالأسهم العادية

- أما العيوب الناجمة عن استخدام الأسهم العادية فيمكن إيجازها كما يلي:
- يؤدي التوسع في إصدارها إلى توسيع قاعدة المالكين، وقد يؤدي ذلك إلى تأثير سلبي على المالكين المسيطرين حاليا؛
- توسيع قاعدة توزيع الأرباح، وبالتالي تدني العوائد نتيجة لانخفاض الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار.
- قد تكون تكلفة إصدارها عالية من ناحية الإجراءات؛
- الأرباح الموزعة تخضع للضريبة، الأمر الذي يزيد من تكلفتها بالمقارنة مع الدين⁴؛

¹ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الطبعة الأولى، 2009، ص 205.

² فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص ص 108-109.

³ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص ص 24-25.

⁴ مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص ص 111-112.

- احتمال فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة، بسبب التبادل السريع للأسهم ودخول مساهمين جدد، إصدار أسهم عادية جديدة يقسم حملة الأسهم على قسمين؛ القسم الأول لحملة الأسهم القدامى، والقسم الثاني مملوك لحملة الأسهم الجدد؛
- لا يجوز إعفاء الأرباح الموزعة على المساهمين من الضريبة لأنها لا تعتبر تكاليف¹؛
- تكلفة إصدار الأسهم العادية أعلى من تكلفة إصدار السندات؛
- الأرباح الموزعة على المساهمين لا تعتبر نفقة وبالتالي لا يجوز خصمها من الضريبة التي تدفع للدولة؛
- قد تتعرض لما يسمى "بالسيطرة المعادية" من مؤسسات أخرى، وذلك بسبب التبادل اليومي والسريع للأسهم، مما يؤدي إلى خضوعها لسيطرة أو ضغوط مؤسسة أخرى، ولكن شركات المساهمة عادة ما تتخذ إجراءات وقائية لحماية نفسها من خطر المنافسين والدائنين².

2- التمويل بالأسهم الممتازة

تعد الأسهم الممتازة مصدر من مصادر التمويل الهامة في المؤسسة، وتمتاز بجمعها بين صفات أموال الملكية والاقتراض، حيث أنه عند القيام بالتصفية تأتي الأسهم الممتازة من حيث الأولوية في نيل الحقوق من حصيلة التصفية بعد الديون وقبل المساهمين العاديين.

1-2 تعريف الأسهم الممتازة

«يمثل السهم الممتاز مستند ملكية، ويسمى أيضا سهم الأولوية أو سهم الأفضلية، وللشخص الممتاز مثل السهم العادي قيمة إسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية»³.

«يمثل السهم الممتاز Preferred Stock ورقة مالية تجمع بين سمات السهم العادي والسند»⁴.

«تسمى بالأسهم الممتازة لأن أصحاب الأسهم الممتازة يمتازون عن أصحاب الأسهم العادية بأن لهم حق الأولوية في الأرباح في حالة توزيع الأرباح، كما لهم أولوية الحصول على قيمة الأصول في حالة التصفية لكن في مقابل هذه الامتيازات، نجد أنه لا يكون لحملة الأسهم الممتازة أي حقوق في التصويت وحضور الجمعية العمومية (أي أن أصحاب الأسهم الممتازة لا يتدخلون في الإدارة)»⁵.

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 84-85.

² علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 285.

³ يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية العامة الجزائر ص 52.

⁴ منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، 1999، ص 23.

⁵ محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 255.

«حصّة في ملكية إحدى المؤسسات، تمكن مالك السهم من الحصول على عائد محدد يوزع سنوياً، بشرط قيام المؤسسة بتحقيق أرباح كافية لتغطية هذا التوزيع»¹.

2-2 خصائص الأسهم الممتازة

يتمتع السهم الممتاز بجملة من الخصائص، نذكر البعض منها فيما يلي²:

- يحصل حملة الأسهم الممتازة على أرباحهم قبل حملة الأسهم العادية، وكذلك الأمر بالنسبة لحقوقهم في حالة تعرّض المؤسسة للتصفية وبيع موجوداتها؛
 - على عكس الأسهم العادية، حيث يكون للأسهم الممتازة دائماً قيمة إصدار وهذه القيمة مهمة، فهي أولاً تحدد المبلغ المستحق لحملة الأسهم الممتازة في حالة التصفية، وثانياً أن أرباح الأسهم الممتازة غالباً ما يعبر عنها بنسبة مئوية من القيمة الاسمية أو قيمة الإصدار؛
 - يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت ضد المدراء إن لم تدفع المؤسسة أرباح الأسهم الممتازة لفترة معينة.
- كما يميّز السهم الممتاز كأحد مصادر التمويل بما يلي³:

• إمكانية تجميع العوائد

يمكن ترحيل العوائد الخاصة بحملة الأسهم الممتازة، من الأعوام التي تكون فيها الأرباح غير كافية لتغطية التوزيعات إلى سنة أخرى تتوفر فيها الأرباح بحيث تكون كافية لتغطية التوزيعات وبالتالي تكون المؤسسة ملزمة بسداد عوائد الأسهم الممتازة عن تلك السنة، مضافاً إليها العوائد التي تم تجميعها عن سنوات سابقة.

• القابلية للاستدعاء

يمكن للمؤسسة المصدرة للأسهم الممتازة استدعاء تلك الأسهم والقيام بسداد قيمتها وفقاً لسعر محدد خلال فترة زمنية معينة، عادة ما تكون الفترات التي تنخفض فيها الفائدة على السندات عما كانت عليه وقت إصدار الأسهم الممتازة، ويتم ذلك بطبيعة الحال للتخلص من الأعباء المالية التي تفرضها هذه الأسهم سنوياً على المؤسسة.

• القابلية للتحويل

يمكن إضافة سمة للسهم الممتاز عند الإصدار بمقتضاها يكون هذا السهم قابل للتحويل إلى عدد معين من الأسهم العادية، وذلك سعياً وراء جذب أكبر عدد ممكن من المساهمين لشراء هذا السهم.

¹ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 122.

² علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، 2008، ص 280.

³ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 123-124.

3-2 تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة

تعريف تكلفة الأسهم الممتازة يتشابه مع تعريف تكلفة الاقتراض فهي¹:

معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير، وهذا المعدل المطلوب هو في الواقع عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد مقسوما على صافي السعر الذي تحصل عليه المؤسسة، مع بيع سهم واحد من إصدار جديد للأسهم الممتازة.

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{توزيعات السهم الواحد}}{\text{صافي سعر السهم}}$$

وتختلف تكلفة القروض عن تكلفة الأسهم الممتازة في شيء هام للغاية وهو الأثر الضريبي فمدفوعات الفائدة تخضع للضريبة، في حين أن توزيعات الأسهم الممتازة لا تخضع للضريبة.

4-2 مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة

تتمتع الأسهم الممتازة بالعديد من المزايا كما لها الكثير من العيوب، ويمكن إيجازها فيما يلي:

1-4-2 مزايا التمويل بالأسهم الممتازة

من المزايا نذكر²:

- أنه يترتب على استخدام هذا النوع من التمويل زيادة العائد لحملة الأسهم العادية، إذا كان أثر الرفع المالي موجبا، ونسبة الرفع عالية؛
- تجنب المؤسسة شرط المساواة مع حملة الأسهم العادية من حيث العائد، لأن عائد الأسهم الممتازة محدود وثابت؛
- إن استخدام هذا التمويل لا يضعف من سيطرة حملة الأسهم العادية على المؤسسة؛
- نظرا لأن هذا النوع ليس له تاريخ استحقاق محدد ولا يتطلب تكوين احتياطي استهلاك لهذه الأسهم، لذلك فهو أكثر مرونة بالمقارنة بالسندات؛
- أنه لا يتطلب وجود أصول مرهونة كضمان لهذا التمويل، كما يحدث في حالة التمويل بالقروض.
- أنها تحقق للمساهم معدل عائد شبه مستقر؛
- أنها تعطى الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية، بالمقارنة بحملة الأسهم العادية.

¹ محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، 2002، ص 278.

² عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، 2002، ص 479.

2-4-2 عيوب التمويل بالأسهم الممتازة

تتجم عن استخدام الأسهم الممتازة جملة من العيوب، يمكن إبرازها في النقاط التالية¹:

- لا تحقق عوائد الأسهم الممتازة أي وفورات ضريبية، كما هو الشأن في حالة التمويل بالقروض؛
- مطالبة حاملها بمعدل أعلى للعائد، وهذا بالنظر إلى تعرضهم إلى مخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون (عدم ضمان الحصول على عائد في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية، يأتي حملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية بعد الدائنين).
- بالإضافة إلى هذه العيوب نجد أيضا²:
- حق حملة هذه الأسهم في التصويت على بعض القرارات، من بينها تلك التي تتعلق بفرض قيود على إجراء التوزيعات، كما يكون لهم حق التصويت أيضا عند مواجهة المؤسسة لبعض المشكلات مثل عدم كفاية الأموال التي ينبغي احتجازها لاستدعاء الأسهم الممتازة.

3- مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

رغم أن كلاهما يعتبر سهما، إلا أن بينهما بعض الفروقات، نوجزها كما يلي³:

- الأسهم العادية أكثر انتشارا وشيوعا من الأسهم الممتازة؛
- حملة الأسهم العادية يشاركون في الإدارة، في حين أن حملة الأسهم الممتازة لا يشاركون في الإدارة؛
- للأسهم الممتازة الحق في الحصول على نسبة ربح ثابتة، إذا ما سمحت أرباح المؤسسة بذلك ولكن العادية ليس لها الحق في ذلك، إنما يوزع عليها نسبة ربح يقررها مجلس الإدارة حسب وضع المؤسسة؛
- للأسهم الممتازة الأولوية في السداد عند التصفية؛
- قيم الأسهم العادية أكثر تذبذبا من الأسهم الممتازة؛
- يجوز أن تكون كل حقوق الملكية أسهم عادية، في حين أنه لا يجوز ولا يمكن أن تكون كل حقوق الملكية أسهم ممتازة؛
- الخطورة للأسهم العادية أكثر منها للأسهم الممتازة؛

¹ يوسف مامش، ناصر داداي عدون، ص53.

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص25.

³ عليان الشريف وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص98-99.

المطلب الثاني: التمويل بواسطة القروض البنكية

تعتبر القروض مصدرا من أهم مصادر تمويل المؤسسات، ولاسيما الكبيرة منها، وذلك لإمكانية الحصول عليها بمبالغ كبيرة، ويعتبر القرض البنكي من خدمات الوساطة المصرفية. وهناك أنواع كثيرة من القروض التي تمنحها البنوك لعملائها وذلك لاختلاف التصنيفات، ومن خلال هذا المطلب سنتناول التصنيف على أساس المدة.

1- مفهوم القروض البنكية:

اختلفت التعاريف حول القروض وذلك باختلاف وجهات النظر، وفي ما يلي قدمنا مجموعة من التعاريف.

1-1 تعريف القروض البنكية:

يعرف القرض البنكي على أنه¹: «بمفهوم المادة 325 من قانون البنوك المؤرخ في 19 أوت 1986 هو كل عقد بمقتضاه تقوم مؤسسة مؤهلة لذلك بوضع أو بوعده منح مؤقت وعلى سبيل السلف (ONEREUX) لأموال تحت تصرف أشخاص معنويين، ماديين أو الاثنين معا، لحساب هؤلاء الذين يلتزمون بالإمضاء أو التوقيع».

كما تعرف القروض البنكية أيضا²: «تعرف بأنها تلك الخدمات المقدمة للعملاء والتي يتم بمقتضاها تزويد الأفراد والمؤسسات والمنشآت في المجتمع بالأموال اللازمة على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال وفوائدها، والعمولات المستحقة عليها والمصاريف دفعة واحدة أو على أقساط في تواريخ محددة وتدعم تلك العملية بتقديم مجموعة من الضمانات التي تكفل للبنك استرداد أمواله في حالة توقف العميل على السداد». ومن التعريف أيضا³: «تعتبر القروض البنكية المورد الأساسي الذي يعتمد البنك للحصول على إيراداته، إذ تمثل الجانب الأكبر من استخداماته، ولذلك تولي البنوك التجارية القروض البنكية عناية خاصة كما أن منح القروض يمكن البنوك من الإسهام في النشاط الاقتصادي».

نستنتج من التعاريف السابقة أن القروض البنكية تحصل عليها المؤسسة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى مثل شركات التأمين، وغالبا ما تستحق هذه القروض بعد فترة زمنية طويلة أو تتوقف عملية سدادها على ما تم عليه الاتفاق عليه من شروط بين المؤسسة المقترضة والجهات التي منحت لها الأموال

¹ عبد الحق بوعتروس، الوجيز في البنوك التجارية عمليات، تقنيات وتطبيقات، بدون دار نشر، ص37.

² عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، ص103.

³ مؤسسة النقد العربي السعودي المعهد المالي، مقدمة في إجراءات القروض، الرياض، الطبعة الأولى، يوليو 2015، ص22.

في شكل قروض، لاسيما فيما يخص كل من معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، طريقة السداد والضمانات المقدمة.

2- أهمية القروض البنكية

تظهر أهمية القروض البنكية في النقاط التالية¹:

- تسهيل المعاملات التي أصبحت تقوم على أساس العقود والوعد بالوفاء؛
- المساهمة في النمو والازدهار الاقتصادي للبلاد، من خلال الاستفادة من السيولة الزائدة المتحصل عليها من الودائع في تمويل الصناعة والزراعة والنشاطات الحرفية واستغلال الأموال في الإنتاج والتوزيع الذي يؤدي بالزيادة في إنتاجية رأس المال؛
- القضاء على التضخم وذلك من خلال امتصاص الزيادة في القدرة الشرائية المختصة للاستهلاك؛
- يمثل إيرادا للبنك إثر تحويل السيولة للعملاء (الأطراف التي تطلب القرض) مقابل إيداع ضمانات في ميعاد استحقاق يحدده؛
- منع الاكتناز، نحن نعرف أن هذا الأسلوب يعني موارد نقدية معطلة، فعن طريق القروض تتحول المبالغ المكتنزة إلى ادخارات تسهم في عرض رأس المال وبالتالي فتح أبواب الاقتراض وإفادة كل المجموعات الاقتصادية والاجتماعية؛
- يهدف الجهاز البنكي عن طريق القروض إلى تنمية السوق النقدية، وذلك بزيادة العرض من جانب الأوراق التجارية والمالية والسندات، وبالتالي تشجيع الأفراد على التعامل مع هذه الأسواق وتقديم ادخاراتهم وبهذه الوسيلة يمنع تسرب رؤوس الأموال إلى الخارج، إذا توفرت ووجدت في الداخل العائد والضمان والثقة في البنوك التي يتعامل معها وبهذا فإن الأرباح تخص جميع الأطراف؛
- مقدرة الجهاز البنكي (البنك) على تحقيق الاستقرار النقدي وثبات الأسعار والمحافظة على قيمة النقود؛ فالقروض تلعب دورا كبيرا في اقتصاديات الدول المتقدمة وتلعب دورا هاما في تنمية الدول المتخلفة والنامية. كما تسهم القروض في القضاء على البطالة لأنها تتيح فرص العمل وتزود مداخل الأفراد مما ينتج زيادة في الاستهلاك وبالتالي زيادة في الإنتاج.

3- أنواع القروض البنكية

سيتم اعتماد التصنيف بحسب المدة، حيث تنقسم القروض البنكية تبعا لهذا التصنيف إلى ما يلي:

¹ مؤسسة النقد العربي السعودي المعهد المالي، مرجع سبق ذكره، ص ص 22-23.

1-3- قروض قصيرة الأجل

عبارة عن قروض مدتها لا تزيد عادة عن سنة وتستخدم أساسا في تمويل النشاط التجاري للمؤسسة وتمنح هذه القروض غالبا من مدخرات وودائع العملاء، وكذلك الأموال الخاصة للبنوك، وسيتم التعرض لأهم مصادر التمويل قصيرة الأجل وهما الائتمان التجاري والائتمان المصرفي.

1-1-3- الائتمان التجاري

ويعتبر من أكثر مصادر التمويل قصيرة الأجل شيوعا واستخداما من قبل المؤسسات ، حيث يقصد بالائتمان التجاري¹:

ذلك القرض الممنوح لمؤسسة معينة نتيجة شراء مواد أولية أو بضاعة دون أن يترتب عليها دفع قيمة هذه المشتريات نقدا، إنما تأخذ صفة المشتريات الآجلة، حيث يسمح للمؤسسة بدفع قيمة مشترياتها الآجلة خلال فترة زمنية قصيرة لا تتعدى السنة الواحدة.

2-1-3- الائتمان المصرفي

تعتبر القروض المصرفية قصيرة الأجل من مصادر التمويل المهمة التي قد تلجأ إليها العديد من المؤسسات، ويمكن تعريفها على أنها²:

«قروض قصيرة الأجل واجبة السداد خلال مدة لا تزيد عن سنة».

حيث تقوم المصارف بإقراض تلك النقود إلى الأفراد (قروض استهلاكية)، أو للمؤسسات (قروض تجارية)، وللدولة (شراء الأوراق المالية).

وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي، وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة وبين المصرف، فعندما تحتاج المؤسسة إلى الأموال لفترات قصيرة ولا يمكن توفيرها عن طريق الائتمان التجاري أو عن طريق الأموال المحققة داخليا "الأرباح المحتجزة" فإنها تلجأ إلى استخدام الائتمان المصرفي.

2-3- قروض متوسطة الأجل

وهي قروض يمتد أجلها إلى 5 سنوات، وتستخدم هذه القروض بغرض تمويل العمليات الرأسمالية للمشروعات كإجراء آلات جديدة للتوسيع، أو زيادة وحدات جديدة، ومن هذه القروض نجد القروض القابلة للتعبئة والقروض غير قابلة للتعبئة.

¹ حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2001، ص338.

² عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص140.

1-2-3 القروض القابلة للتعبئة

وهي القروض التي يمنحها البنك للمؤسسات، وتكون له فيها فرصة إعادة خصمها لدى بنك تجاري آخر، أو لدى البنك المركزي، وعليه يستطيع البنك المصدر لهذا النوع من القروض الحصول على سيولة في الوقت الذي يحتاج فيه إليها، ويتولى البنك الآخر، عملية تحصيل هذه القروض في تاريخ استحقاقها¹.

2-2-3 القروض غير القابلة للتعبئة

في هذا النوع من القروض، لا يتوفر البنك على إمكانية الحصول على سيولة سريعة، قبل موعد الاستحقاق عن طريق خصم هذه القروض، بل هو مجبر على الانتظار حتى قيام المؤسسة "المقترض" بسداد القرض، مما يعرضه إلى مخاطر عدم الوفاء².

3-3 القروض طويلة الأجل

تتجاوز مدتها خمس سنوات وتمنح بغرض تمويل مشروعات الإسكان، المشروعات العقارية، استصلاح الأراضي، بناء المصانع وشراء الآلات، لكي يؤمن هذا التمويل تستعمل المؤسسة قرض الإيجار*.

4- مخاطر القروض البنكية

تتعد مخاطر القروض البنكية بتعدد أنواع القروض الممنوحة، ويمكن أن نميز نوعين من المخاطر خاصة ومخاطر عامة إضافة إلى أنواع أخرى.

1-4 المخاطر الخاصة

ترتبط هذه المخاطر بنشاط العميل، قد يتعرض العميل لظروف مثل: الإدارة وعدم أمانتها مثل هذه الظروف وأخرى قد تؤثر على قدرة العميل على السداد وهي تتمثل في³:

- خطر التجميد

يعتبر البنك مدينا بالنسبة للمودع إذ أنه يقرض الأموال للمودعين وبالتالي فإن كل تأخير في سداد الديون أو اختلاف زمني بين عملية القرض، أي تأخير في الدفع يؤدي إلى: تجميد رؤوس الأموال وهو ما يؤثر مباشرة على توازن الخزينة ويجعل البنك في وضع حرج ويبدأ هذا منذ منح القرض إلى تسديده.

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 42.

² أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 43.

* سيتم تناوله في المطلب الموالي.

³ صوار يوسف، محاولة تقدير خطر عدم تسديد القرض باستعمال طريقة القرض التقني والتقنية العصبية الاصطناعية بالبنوك التجارية مذكرة تخرج لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص تسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2008، ص ص 52-53.

- خطر عدم التسديد

أي بنك لا يستطيع استرجاع الأموال المقترضة لأن العميل عاجز عن دفع ما عليه فهو يعتبر أكثر المخاطر ضرارا ويسمى أيضا خطر عدم القدرة على الوفاء إن خطر عدم السداد يعتبر خطر جسيم حيث أن البنك وفي معظم الحالات يقرض أموالا ليست ملكا له، أي أن هذا الأخير يكون مدينا اتجاه المودعين.

2-4 المخاطر العامة

إضافة إلى المخاطر الخاصة تتعرض القروض إلى نوع آخر من المخاطر تدعى بالمخاطر العامة ويقصد بها المخاطر التي تتعرض لها كافة القروض بصرف النظر عن طبيعة ونوع المؤسسة المقترضة ومنها¹:

- مخاطر سعر الفائدة

وهو احتمال تقلبها مستقبلا فإذا ما تم التعاقد بين البنك والعميل على سعر فائدة معين على القرض ثم ارتفعت الفائدة في السوق بصفة دائمة فترتفع معها أسعار الفائدة على القروض هذا يعني أن أموال البنك أصبحت موجودة في الاستثمارات يتولد عنها عائد يقل عن العائد السائد في السوق.

- مخاطر التضخم

أو ما يسمى بمخاطر انخفاض القدرة الشرائية، فإذا ما تعرضت الدولة إلى موجة من التضخم بعد أن تم الاتفاق بين البنك والعميل على حصول هذا الأخير على قرض فسوف يترتب على ذلك انخفاض في القدرة الشرائية لأصل القرض والفوائد، الأمر الذي يلحق أضرارا بالبنك.

- مخاطر الدورات التجارية

ويقصد بها موجات الكساد الوطني التي تصيب الاقتصاد الوطني وتترك آثار سلبية على نتائج نشاط المؤسسات (عجز عن تسويق السلع).

- مخاطر السوق

ويقصد بها احتمال وقوع بعض الأحداث الهامة المحلية أو العملية مثل احتمال إجراء تغييرات جوهرية في النظام الاقتصادي أو السياسي للدولة ذاتها أو دولة أخرى تربطها بها علاقات متينة.

¹ صوار يوسف، مرجع سبق ذكره، ص54.

المطلب الثالث: التمويل عن طريق الاعتماد الإيجاري

تتطلب أعمال المؤسسة اقتناء الأصول المختلفة، وذلك مثل الآلات والمعدات والمباني، وقد تلجأ المؤسسات لاقتناء هذه الأصول إما بشرائها وامتلاكها عن طريق تدبير الأموال من أحد مصادر التمويل المتاحة، ثم تقوم بدفعه لشراء هذه الأصول وامتلاكها، أو تقوم باستئجار* هذه الأصول. ووفقا لعملية الاستئجار فإن المؤسسة تحصل على الخدمات التي يؤديها الأصل المعني، من خلال استئجار هذا الأصل خلال فترة زمنية معينة، مقابل قيمة إيجارية معينة، وبالتالي يظل المؤجر محتفظا بملكيته لهذا الأصل.

1- تعريف الاعتماد الإيجاري

يقصد بالتأجير التمويلي¹: «قيام المؤسسة بالانتفاع بحق استخدام الأصول الرأسمالية، باستئجارها من ملاكها أو المؤسسة الممولة والمؤجرة لتلك الأصول بدلا من شرائها، وذلك نظرا لعدم توافر الأموال اللازمة لعملية الشراء لتلك الأصول».

كما عرف المشرع الجزائري في المادة الأولى من الأمر رقم 09-96 المتعلق بالاعتماد الإيجاري، هذا العقد بقوله²:

"يعتبر الاعتماد الإيجاري موضوع هذا الأمر، عملية تجارية ومالية، يتم تحقيقها من قبل البنوك والمؤسسات المالية، أو شركة تأجير مؤهلة قانونا ومعتمدة صراحة بهذه الصفة، مع المتعاملين الاقتصاديين الجزائريين و الأجانب أشخاصا طبيعيين كانوا أو معنويين".

كما يعرف على أنه³:

"علاقة تعاقدية يقوم بمقتضاها مالك الأصل محل العقد، بمنح المستأجر حق استخدام هذا الأصل فترة زمنية، مقابل دفع مبالغ معينة على نحو دوري (شهري، ربع سنوي، نصف سنوي، سنوي...)، خلال هذه الفترة التي يطلق عليها اسم الفترة الأولية أو الرئيسية، بحيث يكون مجموع هذه المبالغ، أو الأقساط كافيا لاستهلاك الإنفاق الرأسمالي لهذا الأصل، وكذلك تغطية تكاليف الاقتراض من أحد البنوك ويحقق قدرا من الأرباح".

* سيتم استعمال: الاستئجار المالي، التأجير التمويلي، الإيجار التمويلي، القرض الإيجاري للدلالة على نفس المعنى للاعتماد الإيجاري.

¹ محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 18.

² حسني صلاح الدين، شروط تكوين عقد الاعتماد الإيجاري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص قانون الأعمال المقارن، كلية الحقوق، جامعة وهران، 2011، ص 03.

³ هشام بن الشيخ، الاعتماد الإيجاري للعقارات، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2007، ص 11.

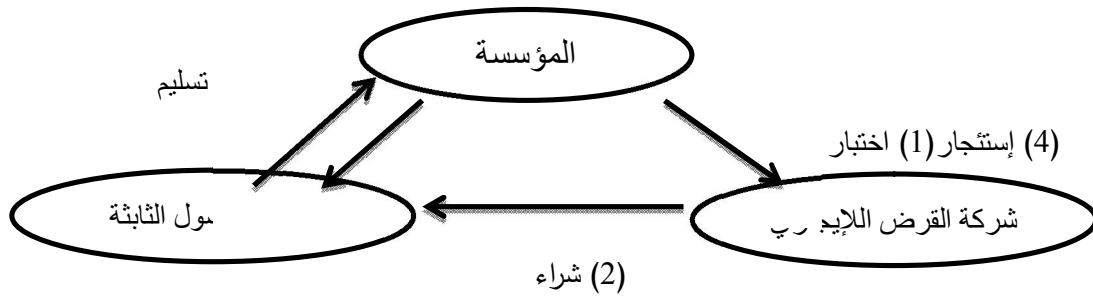
كما يعرف على أنه¹:

عبارة عن عقد يقوم بين ثلاثة أطراف هي:

- المؤسسة الراغبة في التمويل؛
- مورد الأصول (المؤسسة المالكة للأصول)؛
- مؤسسة القرض الإيجاري (بنك، مؤسسات مالية).

حيث أن المؤسسة تختار الأصل الذي ترغب في استئجاره وتقوم شركة القرض الإيجاري بشرائه من المورد الذي يتولى عملية تسليمه للمؤسسة، تتلقى شركة القرض الإيجاري ثمن الإيجار من المؤسسة، حيث أن هذه الأخيرة يمكن أن تعيد شراء الأصل في نهاية فترة العقد، وتتضح هذه العملية من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (2): سيرورة عمل القرض الإيجاري



المصدر: أحلام مخبي، تقييم المؤسسة من وجهة نظر البنك، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة 2006-2007، ص38.

يتضح من خلال هذه التقنية أن المؤسسة تلجأ إليها قصد استعمال بعض الأصول دون الاضطرار إلى شرائها، خاصة إذا كانت تكلفتها عالية أو إذا كانت فترة استعمالها محدودة، فتصبح عديمة الجدوى بعد ذلك.

2- خصائص الإعتماد التجاري

يتميز الاعتماد الإيجاري بجملة من الخصائص نذكر منها²:

- تقع الأعباء الخاصة بصيانة وخدمة الأصول المستأجرة على عاتق المؤسسة التي تقوم بالاستئجار؛
- لا يستطيع المستأجر إيقاف عملية الاستئجار، وإنما عليه الاستمرار في سداد أقساط الاستئجار حتى نهاية العقد؛

¹ أحلام مخبي، مرجع سبق ذكره، ص ص71-72.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص ص337-338.

- يستمر عقد الاستئجار المالي لفترة زمنية طويلة نسبيا، تتفق عادة مع الحياة الإنتاجية للأصل وبالتالي يستهلك الأصل بالكامل خلال هذه الفترة، والمحصلة النهائية هي حصول مالك الأصل على قيمة الأموال المستثمرة في الأصل بالكامل مضافا إليها عائد مناسب.

ومن الخصائص أيضا¹:

- يعتبر القرض الإيجاري وعدا بالبيع، ولكنه ليسا بيعا عاديا حيث أن المؤسسة المستأجرة للأصل المتعاقد عليه تستفيد من حق الاستعمال فقط، فينطوي هذا النوع من البيع تحت إطار البيع لحق الانتفاع من الأصل فقط، باعتبار أن الملكية تعود للمؤسسة المؤجرة؛

- لا يتضمن عقد القرض الإيجاري ضمانات؛

- في نهاية مدة العقد، يكون أمام المؤسسة ثلاثة خيارات، إما أن تقوم بشراء الأصل المستأجر بالقيمة المتبقية له، والمحددة في العقد أخذا بعين الاعتبار دفعات الإيجار المقدمة مسبقا، أو أن تختار تجديد العقد مع دفع أقساط منخفضة مقارنة مع الأقساط المدفوعة مسبقا، أو أن تنتهي العقد وتعيد الأصل المستأجر إلى شركة القرض الإيجاري.

3- مزايا وعيوب التمويل بالاعتماد الإيجاري

يحقق التمويل بالاستئجار العديد من الفوائد والمزايا، وفي المقابل له العديد من العيوب، نوجزها فيما يلي:

يلي:

3-1- مزايا التمويل بالاعتماد الإيجاري

تتمثل أهم تلك المزايا فيما يلي²:

- توفير النقدية اللازمة للمؤسسة؛

- التقليل من التعرض لمخاطر تقادم الأصول؛

- تحقيق الوفورات الضريبية حيث يمكن خصم القيمة الإيجارية من الربح قبل الضرائب؛

- تحسين صورة الميزانية العمومية للمؤسسة أمام المحلل المالي، حيث يوفر الاستئجار المحافظة على

ارتفاع نسبة السيولة وزيادة معدل العائد على الأصول وكذلك انخفاض معدل المديونية عنها في حالة

الشراء والامتلاك.

¹ أحلام مخبي، مرجع سبق ذكره، ص 72.

² أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 119.

كما يتميز أيضا ب¹ :

- الاستئجار كأسلوب للتمويل هو أقل تكلفة من البدائل الأخرى المتاحة؛
- يعطي المستأجر الشعور بالملكية للأصل المستأجر؛
- تفادي بعض الشروط التي قد يفرضها مقدمي الأموال في البدائل الأخرى، مثلا: تحويل المديونية إلى ملكية كما هو الحال في سندات المديونية ؛
- يوفر الاستئجار البساطة في الإجراءات المتعلقة بعملية الاستئجار.

3-2- عيوب التمويل بالاعتماد التجاري

إن التمويل التجاري يعاني من بعض العيوب بالنسبة للمستأجر نذكر منها²:

- القيود المفروضة على استخدام الأصل المستأجر؛
 - خسارة القيمة المتبقية من قيمة الأصل المستأجر، بعد انتهاء مدة الإيجار؛
 - عواقب عدم القدرة على الدفع؛
 - تحمل المستأجر لضرائب مبيعات مضاعفة، المرة الأولى عند شراء المؤجر للأصل، والمرة الثانية عند استئجاره من قبل المستأجر
- كما نذكر من العيوب³:

- صعوبة إجراء أي تطوير أو تحسين في الأصل المستأجر دون الحصول على موافقة المؤجر؛
- حرمان المؤسسة من الحصول على قيمة في نهاية العمر الإنتاجي للأصل ؛
- ارتفاع تكاليف الاستئجار في الأجل الطويل، عن تكاليف الشراء والامتلاك.

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص179.

² عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، مرجع سبق ذكره، ص ص179-180.

³ أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 119- 120 .

خلاصة الفصل

في هذا الفصل تم التطرق إلى المؤسسة على أنها الوحدة الاقتصادية التي تمارس النشاط الإنتاجي والنشاطات المتعلقة به، حيث تعتمد المؤسسة في تغطية احتياجاتها على الموارد المالية والمتمثلة في مصادر التمويل.

يعتبر التمويل الداخلي أحد المصادر التي تلجأ إليه المؤسسة لتمويل نشاطاتها، ويتكون من الأرباح المحتجزة، الاهتلاكات والمؤونات، حيث يصعب عليها الحصول على هذه الأموال من مصادر أخرى، بالإضافة إلى ذلك فإنه يدعم المركز المالي للمؤسسة، ويجنبها التقلبات الموسمية والعشوائية المحتملة نظرا لاحتفاظها برصيد نقدي مناسب لمواجهة الاحتياجات المتعددة والمتغيرة من الأموال.

لكن ما يعاب عليه هو أنه غير كاف لتغطية كل احتياجات المؤسسة، بالإضافة إلى تبيد الأرباح المجمعة وعدم خضوع استخدامها لأي نوع من الرقابة، فقد يؤدي ذلك إلى تجميد جزء هام من رأس المال وعدم الاستفادة منه أو استثماره في مشروعات غير ضرورية وإغفال العائد.

وهو ما يدفع المؤسسة للجوء إلى التمويل الخارجي، وتحصل المؤسسة على تلك الأموال بشروط وإجراءات يحددها سوق المال وعائد الفرصة البديلة وبالتالي تحتاج عمليات التمويل الخارجية إلى وقت أطول من التمويل الداخلي، ويتكون من الأسهم بنوعها العادية والممتازة، القروض البنكية والاعتماد الإيجاري. تحتاج أحيانا المؤسسات الكبرى إلى أموال ضخمة لتمويل مشاريعها الكبرى، حيث لا يمكن للقروض تغطيتها لذلك فهي تلجأ لطلب التمويل عن طريق طرح سندات للاكتتاب العام وهو ما يعرف بالقرض السندي.

وهذا ما سوف نتناوله بالدراسة في الفصل الموالي الذي جاء بعنوان التمويل بالقروض السندية.

الفصل الثاني التمويل بالقروض السندية

تمهيد

المبحث الأول: عموميات حول السندات

المبحث الثاني: القرض السندي

المبحث الثالث: تقييم التمويل بالقرض السندي

خلاصة الفصل

تمهيد

يكتسي التمويل أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية للمؤسسة، حيث يلعب دورا مهما في تلبية وسد الاحتياجات المالية للمؤسسات. ويشكل الاقتراض طويل الأجل، أحد أشكال التمويل، ومن تلك القروض نجد القروض السندية، حيث تمثل مصدرا تمويليا مهما للمؤسسات الاقتصادية. وعليه سوف يتم التطرق من خلال هذا الفصل إلى أهم العناصر المرتبطة بالقرض السندي من خلال تقسيمه إلى ثلاث مباحث، حيث قمنا في المبحث الأول بعرض عموميات حول السندات وتناولنا في المبحث الثاني القرض السندي أما في المبحث الثالث فتناولنا تقييم التمويل بالقرض السندي.

المبحث الأول: عموميات حول السندات

إن السندات عبارة عن نوع من القروض طويلة الأجل، والتي تقسم إلى عدة أجزاء متساوية القيمة يسمى كل منها سند، وسنحاول من خلال هذا المبحث إلى التعرف على مفهوم السندات، أنواع السندات، التكلفة والمخاطر المرتبطة بالتمويل بالسندات.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص السندات

يعتبر السند من أهم المنتجات التي تمثل دينا على المؤسسة المصدرة له، كما تعتبر فرصة للتوظيف المالي، وتتضمن السندات مجموعة من الخصائص تميزها بشكل أساسي عن الأسهم.

1- مفهوم السندات:

يمكن إيجاد مجموعة من التعاريف الخاصة بالسندات لكن كلها تتفق على نفس المفهوم، ويمكن تعريف السند كما يلي¹:

السند هو " ورقة مالية متداولة تمثل دينا طويل الأجل على المؤسسة المصدرة أو أية هيئة أخرى، وهو جزء من الدين الكلي لها"

" هو صك تصدره المؤسسة، وهو يمثل بذلك عقد أو اتفاق Indenture بين المؤسسة (المقترض) والمستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً للطرف الأول، الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ، وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة².

كما يمكن تعريفه أيضا على أنه³:

"هو ورقة مالية، ذات دخل ثابت، ويتمتع بقابلية للتداول، وهو يمثل عقد طويل الأجل، تلتزم بموجبه المؤسسة بتسديد دفعات دورية من الفوائد، التي تمثل تكلفة استخدام الأموال إضافة إلى أصل المبلغ لمن يحمل السند".

"يمثل السند Bond مستند مديونية تصدره المؤسسات، ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمي للسند Par value، في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه أيضا، الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمي"⁴.

¹ جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 44.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 23.

³ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص 172.

⁴ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 57-58.

ومنه فالسند يمثل مديونية، تصدره المؤسسات لتمويل احتياجاتها الاستثمارية، يحمل قيمة اسمية وله معدل فائدة، وتاريخ استحقاق محددين.

2- القيم المتعلقة بالسندات:

يعتبر السند من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالية ولذلك يتخذ السند القيم التالية:

- القيمة الاسمية:

هي القيمة الأصلية أي القيمة التي يتم إصدار السند بها، والقيمة الاسمي تمثل كمية النقود التي اقترضتها المؤسسة وتلتزم بسدادها في تاريخ لاحق¹.

- القيمة السوقية value Market:

تتغير القيمة السوقية للسند أثناء التداول في السوق المالي ارتفاعا أو هبوطا، بحسب التغيير في أسعار الفائدة المصرفية والأسهم، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة بشكل يزيد عن سعر الفائدة على السند تتجه القيمة السوقية له إلى الانخفاض لأن حملة السندات يميلون إلى بيع ما لديهم وإيداع أموالهم في البنوك للحصول على أرباح أكبر، وإذا انخفضت أسعار الفائدة المصرفية، ترتفع القيمة السوقية للسند، ويزيد الإقبال على شراءه للحصول على فائدة أعلى لاستثمار أموالهم وبالتالي تحقيق أرباح إضافية².

3- خصائص السندات:

تتميز السندات بجملة من الخصائص ، يمكن إجمالها فيما يلي³:

- السند وثيقة قرض، تثبت أن حامله دائن تجاه المؤسسة التي أصدرته في حدود قيمته الاسمي؛
- وتبعاً لذلك يستفيد حامل السند من دخل ثابت ومعروف مسبقاً، يتمثل في الفائدة و يحصل عليه طوال عمر السند؛
- السند ورقة مالية ذات أجل أي أنها تصدر لمدة زمنية معينة، وبالتالي فالمؤسسة مجبرة في يوم ما، على دفع مبلغه عند حلول أجل استحقاقه للشخص الذي يحمله؛
- حامل السند ليس له أي حق للتدخل في شؤون تسيير المؤسسة؛
- السند يشكل موضوعاً للمضاربة في البورصة، إلا أن قيمته الجارية تتحدد على أساس سعر الفائدة السائد في السوق المالية لحظة اتخاذ قرار البيع؛

¹ علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص278.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص154.

³ الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص88.

- في حالة تصفية مؤسسة أو إفلاسها، تمنح الأولوية لحملة السندات على حملة الأسهم في استرجاع رأس المال الموظف باعتبارهم دائنين للمؤسسة.

كما تتصف السندات بعدد من الخصائص تتعلق بطبيعتها وهي¹:

- الخاصية القانونية:

السندات هي بمثابة صكوك، يقبل حاملها وبشروط موحدة إقراض المؤسسة " المدين"، وتختص المؤسسة بتحديد هذه الشروط مسبقاً، ومن طرف واحد -يعني هذا أن المكتتبين في هذه السندات يقبلون هذه الشروط بدون تحفظ، ومن ناحية أخرى لحاملي هذه الصكوك الحق في التنازل عنها وبيعها في أي وقت وبدون علم المدين " المؤسسة"، وتشكل هذه الخصائص الأساس القانوني لتنظيم العلاقة بين الدائن والمدين.

- خاصية التداول بالبورصة:

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

- الخاصية المالية:

تعتبر هذه الخاصية ذات أهمية بالنسبة للمؤسسة المصدرة للسندات، فهي تعتبر بمثابة قرض طويل الأجل، له معدل فائدة اسمي ثابت ومحدد مسبقاً، مما يعني أن إصدار القرض في حد ذاته قرار مالي حساس يتطلب دراسة متأنية قبل إصداره ومعرفة التكاليف المالية المترتبة على ذلك.

كما هناك خصائص مالية يمكن توضيحها كما يلي²:

- لا بد من وجود وكيل يمثل طرفاً ثالثاً في اتفاق السند، وهو يقوم مقابل حصوله على رسم ثابت بالتأكد من قيام المؤسسة المصدرة بالوفاء بكل التزاماتها المفروضة عليها واتخاذ الإجراءات القانونية اللازمة في حالة عدم وفائها بهذه الالتزامات.

- يمكن تحويل السندات إلى أسهم عادية وذلك وفقاً لمعدل التحويل الذي يتم الاتفاق عليه مسبقاً، ويتوقف ذلك على بعض العوامل من أهمها الظروف الاقتصادية، وما يترتب عليها من انخفاض في مستوى

¹ عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 274-275.

² أحمد محمد غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 126.

أسعار الفائدة في السوق عما كانت عليه عند إصدار السندات، وكذلك مستويات أسعار الأسهم العادية التي يتم التحويل إليها، وأسعار السندات في سوق الأوراق المالية.

كما يمكن استدعاء السند قبل تاريخ استحقاقه، إذا تضمن اتفاق السند ذلك كما في حالة انخفاض أسعار الفائدة على السندات كما كانت عليه وقت إصدار هذه السندات، أو في حالة التخلص من بعض القيود التي يفرضه الاتفاق السند على المؤسسة، أو لرغبة هذه المؤسسة في تغيير هيكل رأسمالها.

المطلب الثاني: أنواع السندات

لقد تميزت السندات على غيرها من الأوراق المالية بكثرتها، حتى قسمت إلى عدة تقسيمات من أهمها التقسيم القائم على السندات التقليدية والسندات الأخرى.

1- السندات التقليدية:

عرفت بأنها: تمثل ديناً على المصدر الذي يلتزم ب¹:

- دفع مبلغ سنوي لحامل السند، هذا المبلغ أي مقدار الفائدة محدد منذ الإصدار؛

- تسديد المبلغ الأصلي للدائن.

وبذلك فإن السندات التقليدية هي الشكل البسيط لهذا النوع من الأوراق المالية، حيث تعتبر من بين المنتوجات المالية التي تدر فائدة ثابتة محددة مسبقاً.

2- الأنواع الأخرى من السندات:

هي كثيرة نذكر منها ما يلي:

1-2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

يقصد بالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم تلك السندات التي يستطيع حاملها استبداله بأوراق مالية أخرى، خاصة بأسهم عادية لنفس المؤسسة وبذلك يصبح من ملاكها، أي من بين مساهميها العاديين له نفس حقوقهم عليه نفس واجباتهم، وتتم عملية التحويل وفقاً لشروط محددة مقدماً وخلال فترة زمنية منصوص عليها في عقد الإصدار، وهكذا يمكن لحملة هذا النوع من السندات الاستفادة من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل المؤسسة لركود طويل نسبياً، والتحول إلى مساهم والحصول على الأرباح عندما تتحسن وضعيتها

¹ جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 50.

المالية، ويتم استخدام شرط التحويل إلى أسهم عادية، عندما تكون قيمة التحويل value couvert ion أعلى من سهم الاستدعاء call prince¹.

2-2- السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات:

إن امتلاك هذا النوع من السندات يسمح لحامله بالاكتتاب في سندات مماثلة في مدة زمنية محددة وبسعر محدد مسبقا إذ يرفق بكل سند قديم كويون يمكن استبداله بسند جديد عندما تمر فترة يتم تحديدها في عقد الإصدار، وبمجرد الانتهاء من عملية الإصدار الأولي، يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة².

2-3- السندات المضمونة بأصول المؤسسة:

لكي تحصل بعض المؤسسات على حاجتها من النقود تعتمد أحيانا إلى اجتذاب رؤوس الأموال بتقديم ضمانات عينية لوفاء القرض كأن ترهن عقاراتها أو بعضها رهنا تأمينيا، هذه السندات المضمونة شائعة في بريطانيا وتسمى السندات العادية، ويقتصر الضمان في أغلب الأحيان على حق امتياز لحملة السندات على أموال المؤسسة³.

2-4- السندات غير مضمونة:

وهي سندات طويلة الأجل غير مكفولة برهن موجودات معينة، ويعتمد إصدار هذه السندات على طبيعة موجودات المؤسسة وقوتها الائتمانية، وبناء عليه لا تصدر إلا عند مؤسسات قوية جدا. حيث إن هذه المؤسسات، تكون غير راغبة أن تضع موجوداتها كضمان لديونها، ومن الأمثلة على ذلك، البنوك التجارية نفسها، وشركات التأمين والخدمات والمتاجر التي تبيع عن طريق الكتالوج البريدي لأنها تحتفظ بمعظم موجوداتها على شكل مخزون أو قروض، وهما شكلان لا يناسبان كفالة أو ضمان سندات الرهن، لذلك تختار إصدار سندات بدو نرهن، ويعتبر هذا السند من أبسط أنواع السندات وأكثرها خطورة على حامله، إلا أن ذلك لا يعني أن حامل هذا السند غير المضمون يفقد حقا لأولوية في استرجاع أمواله في حالة تعرض المؤسسة للإفلاس أو التصفية⁴.

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 66.

² جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 54.

³ شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، أطلس للنشر، ص 29.

⁴ علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 279.

2-5- السندات بمعدل فائدة متغير:

سوق هذا النوع من السندات انطلقا من نقائص السندات ذات المعدل الثابت خاصة وأن السندات تعتبر—كما سبق وأن ذكرنا—دينا طويلا لأجل وأن أسعار الفائدة تتغير ارتفاعا وانخفاضا على مدى فترة الدين.

وعليه فإن إذا انخفضت أسعار الفائدة ف بالسوق، فإن المصدر للسندات ثابتة أسعار فوائدها، يكون قد خسر الفرق بينما يدفعه لحملة السندات وبين سعر الفائدة السائد في السوق، أي تكلفة رؤوس أمواله أعلى مما لو جلب تلك الأموال من السوق، على عكس ذلك نجد حملة تلك السندات، قد حققوا فائضا يتمثل أيضا في مقدار ارتفاع أسعار الفائدة التي يتقاضوها بالنسبة لأسعار الفائدة السائدة في السوق، بتحديد أكثر إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق، فإن المتضررين هم مصدر السندات بمعدلات ثابتة، والمستفيدين هم حملة تلك السندات وبالعكس إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق، نجد أن مصدري السندات بأسعار فائدة ثابتة، تكون تكلفة رؤوس أموالهم منخفضة نسبيا، ويحققون فائضا على عكس حملة سنداتهم الذين يخسرون الفرق بين السعيرين.

حيث أن السندات بمعدل فائدة متغير Obligations à taux variables¹، هي سندات يتغير معدلها من سنة إلى أخرى تبعا لمعدلات الفائدة في السوق وهذا ما يسمح بتجنب تقلبات أسعار البورصة الناتجة عن تغيرات معدلات الفائدة والمعدل الأدنى يكون عادة مضمون².

2-6- السندات ذات الدخل Income bonds:

هي السندات التي لا تدفع فوائدها إلا إذا تحقق للمؤسسة المقترضة دخل يكفي لتسديد الفوائد، أما فيما يتعلق بتسديد قيمة السند نفسه، فيتم بناء على موعد محدد، وعلى المقترض—هنا—الالتزام بهذا الموعد بغض النظر عن تحقق دخل له أو عدم تحققه، ومعظم السندات من هذا النوع لها طبيعة تراكمية، حيث تتراكم فوائدها غير المدفوعة من سنة لأخرى قائمة يتحقق فيها الدخل³.

2-7- السندات الرديئة "منخفضة الجودة" Junk Bonds:

استحدثت في الثمانينات في لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأسمال المؤسسة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق،

¹ يوسف مامش، ناصر داداي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 35.

² جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 57-58.

³ مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 122-123.

وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفاً بقدر كبير من المخاطر، وهو ما يقتضي أن يكون معدل كويون الذي تحمله مرتفعاً ليعوض المستثمر عن تلك المخاطر¹.

وهناك من يصنف السندات حسب المنطقة الجغرافية والأنظمة السائدة إلى²:

- **السندات المحلية:** تصدر في الدولة التي يقيم فيها المصدر (المقترض) تحت إشراف السلطات المحلية.
- **السندات الدولية:** وتصدر عن مقترض أجنبي، بغرض بيعها لمستثمرين محليين، وتخضع في الغالب للأنظمة والقوانين المعمول بها داخل دولة المقترض.

المطلب الثالث: تكلفة ومخاطر التمويل بالسندات

تهتم الإدارة المالية بحساب تكلفة التمويل بالسندات لكي تستخدمها وسيلة للمفاضلة بين المصادر المتاحة للاقتراض، في المقابل فإن المستثمرين في هذا النوع من الأدوات المالية يتعرضون إلى المخاطر مثل تغير أسعار الفائدة، وفيما يلي سيتم التعرض بالتفصيل لهذه المخاطر وكذا التكلفة المصاحبة لعملية التمويل بالسندات.

1- تكلفة التمويل بالسندات:

يمكن إجمال تكلفة السندات في الآتي:

- الفائدة السنوية أو النصف سنوية: التي تتحملها المؤسسة خلال مدة القرض.
- حيث تحتسب هذه التكلفة بضرب معدل الفائدة الاسمي X القيمة الاسمي للقرض³.
- التكلفة الاسمية السنوية للقرض = معدل الفائدة الاسمي X القيمة الاسمي للقرض.
- مصاريف وعمولة إصدار السندات.
- عمولة توزيع السندات.
- خصم إصدار السندات، أي إصدار السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمي، هذا يعني أنه إذا كانت قيمة السند الاسمي 20 دج فقد يصدر ويباع ب 19 دج في حالة كون خصم الإصدار دينارا واحدا⁴.

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 57.

² عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 304.

³ عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 275.

⁴ عليان الشريف وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 91.

2- مخاطر السندات:

يتعرض المستثمرون إلى جملة من المخاطر، نذكر منها ما يلي¹:

1-2 مخاطر أسعار الفائدة:

تعتبر أسعار الفائدة في السوق وفقا لعدة عوامل منها قوى العرض والطلب على الأصول المالية المختلفة، معدلات التضخم السائدة ووضعية الاقتصاد (انتعاش أو انكماش)، وتبرز المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات بسبب العلاقة العكسية بين القيمة السوقية للسندات وأسعار الفائدة السوقية، ومن هنا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية.

2-2 مخاطر التضخم:

تعد السندات من الأصول المالية الأكثر تأثرا بمخاطر التضخم لأنها ذات دخل ثابت، حيث يؤدي ارتفاع معدل التضخم إلى انخفاض القوة الشرائية للدخل الثابت، المتأتي من السندات، نتيجة الارتفاع في المستوى العام للأسعار.

3-2 مخاطر سعر الصرف:

هي تلك المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف لاسيما بالنسبة للمستثمرين في السندات الدولية.

4-2 مخاطر ائتمانية: "مخاطر التوقف عن السداد":

هي تلك المخاطر التي تنتج عن عدم قدرة المؤسسة المصدرة على سداد الفوائد وأصل الدين في التاريخ المتفق عليه.

5-2 مخاطر ضعف السيولة:

يقصد بها عدم إمكانية التصرف في السندات، من خلال بيعها، بسرعة وسهولة دون أن يتعرض حامل السند لأيّة خسائر، وتظهر هذه المخاطر في حالة تقلب أحوال السوق.

6-2 مخاطر استدعاء السندات "إعادة شراء السندات":

قد يتعرض حملة السندات لمخاطر الاستدعاء، عند قيام المؤسسة المصدرة بإعادة شراء السندات التي أصدرتها بعد فترة زمنية معينة، تكون عادة عندما ينخفض سعر الفائدة السوقي، وهو ما يعرض حملتها إلى المخاطر.

¹ محمد حشماوي، تغريد الأغا، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2012، ص41.

المطلب الرابع: مزايا وعيوب التمويل بالسندات

تتمتع السندات بجملة من المزايا، وفي المقابل لا تخلو من العيوب والتي يمكن إيجازها فيما يلي:

1- مزايا التمويل بالسندات:

تكمن أهمية السندات في أنها توفر للمؤسسة العديد من المزايا من بينها ما يلي¹:

- الاستفادة من الرفع المالي شريطة أن تكون تكلفة السندات أقل من العائد المتوقع على استثمار الأموال الناجمة عن بيع السندات، أي أن يكون هناك فرق موجب بين العائد المتحقق وبين التكلفة المدفوعة التي تؤدي إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم؛

- كما تحقق السندات ميزة تخفيف العبء الضريبي للمؤسسة كون أن الفوائد المدفوعة عليها تعتبر مصاريف يمكن تحميلها على قائمة الدخل للوصول إلى الدخل الخاضع للضريبة؛

- تتيح للمؤسسة استخدام أموال الغير، دون أن يكون لهم الحق بالاشتراك بإدارتها؛

- توفر المؤسسة المرونة، فيما يتعلق بإدارة الهيكل المالي، من خلال وضع بعض الشروط عند إصدار السندات، تعطيلها الحق في استدعاء السندات لإطفائها.

كما تتميز السندات أيضاً²:

- يعتبر السند أقل أنواع الاستثمارات خطورة؛

- يحصل حامل السند على دخل مضمون ومؤكد وثابت.

كما تتضمن السندات مزايا أخرى مثل³:

- المخاطرة: يعتبر السند أقل مخاطرة من الاستثمارات الأخرى، وذلك لتمتع حامله بالأولوية في استرجاع أمواله عند التصفية.

- الدخل: لحامل السند دخل ثابت وفي أوقات محددة.

2- عيوب التمويل بالسندات:

من عيوب التمويل بالسندات في التمويل الطويل الأجل نجد⁴:

- التزام المؤسسة بدفع الفوائد في مواعيد دورية؛

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص 175.

² علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص 218.

³ عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 86.

⁴ جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحح، مرجع سبق ذكره، ص 337.

- التزام المؤسسة بدفع أصل الدين في موعد محدد؛
- خسارة المؤسسة وعدم مقدرتها على سداد التزاماتها، قد يؤدي إلى إفلاسها.
- بالإضافة إلى ذلك من عيوب السندات نذكر¹:
- الدخل الثابت قد يتأثر بالتضخم بمرور الزمن.

المبحث الثاني: القرض السندي

يعدّ التمويل بالقروض السندية مصدرا من مصادر التمويل الهامة الذي تلجأ إليه المؤسسة الاقتصادية لتغطية احتياجاتها التمويلية. وسنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على القرض السندي، تقنيات إصداره وأيضا تنفيذ عملية القرض، وطرق التسديد.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص القرض السندي

يعتبر القرض السندي أحد البدائل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية، للحصول على التمويل اللازم لتجسيد برامجها الاستثمارية التي تتطلب مبالغ ضخمة.

1- تعريف القرض السندي:

للقرض السندي عدة مفاهيم نذكر منها:

القرض السندي هو: «عقد دين يبرم بين المؤسسة المصدرة للسندات وعدّة مقرضين مؤهلين يقومون بإقراض المؤسسة، من خلال الاكتتاب في السندات التي تصدرها، ولهم الحق في استرجاع ديونهم إضافة إلى الفوائد»².

القرض السندي هو: «عبارة عن قرض ينشأ من إصدار السندات التي توزع بين العديد من المقرضين وهي قروض مخصصة للشركات الكبرى لأن الثقة في المصدر أمر أساسي»³.

وعليه فإن القرض السندي يمثل قرض بمبلغ مرتفع، حيث تلجأ المؤسسة إلى الجمهور مباشرة عن طريق السوق المالي، فتقوم بتقسيم القرض المزمع الحصول عليه إلى وحدات صغيرة القيمة وطرحها في السوق المالي للجمهور في شكل صكوك قابلة للتداول للاكتتاب فيها وتقديم السيولة للمؤسسة.

¹ عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص 86.

² محمد حشماوي، تغريد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 37.

³ صبيودة إيناس، مرجع سبق ذكره، ص 139.

2- خصائص القرض السندي:

تتصف القروض السندية بالكثير من الخصائص يمكن تلخيصها فيما يلي¹:

1-2 القيمة الاسمية:

وهي حصة من رأس المال المقترض الممثل بهذا السند، هذه القيمة يجب أن تكون ذات قيمة مساوية لـ 100 ومضاعفاتها، هذه القيمة هي المعتمدة لحساب قيمة الكوبون.

2-2 قيمة الإصدار:

يمكن أن يصدر السند بقيمة مساوية لقيمته الاسمي ولكن غالبا ما يصدر بأقل من هذه الأخيرة لجعل الإقبال عليه أكثر، وبهذا فعلاوة الإصدار تتمثل في الفرق بين قيمة الإصدار والقيمة الاسمي.

3-2 قيمة التسديد وعلاوة التسديد:

يمكن إصدار السندات بقيمة إصدار معينة، ويتم تسديد هذه السندات بقيمة أكبر من قيمة الإصدار الفرق بين قيمة التسديد وقيمة الإصدار يسمى علاوة التسديد.

4-2 تاريخ الاستحقاق:

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

5-2 تكلفة الإصدار:

تمثل القيمة المدفوعة من طرف المكتب إلى الجهة المصدرة بالإضافة إلى ذلك نجد أن سندات القرض تحتوي على اسم الجهة المصدرة، والذي يعرف من الرقم التسلسلي للسند، قيمة القرض، عدد الأوراق المالية، مدة حياة القرض، تاريخ الاكتتاب وشروط الإهلاك².

6-2 القيمة السوقية للسندات:

وهي ذلك السعر الذي يتم تسجيله نتيجة لآخر معاملة في البورصة على هذا السند، وهذا السعر يتغير بشكل كبير وسريع نتيجة لخضوعه لقانون العرض والطلب.

تداول السندات في السوق السندي وتكتسب قيمة سوقية ترتبط بمستوى سعر الفائدة السائد في السوق مقارنة بسعر الفائدة المحمول فيه السند، وتتأثر القيمة السوقية للسندات بعدة عوامل نذكر منها³:

¹ جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في

علوم التسيير اختصاص إدارة أعمال المؤسسات، كلية علوم التسيير، جامعة جيجل، 2006-2007، ص 29.

² صبيدة إيناس، مرجع سبق ذكره، ص 140.

³ مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص ص 78-90.

- القيمة السوقية للسندات تتغير في اتجاه معاكس لتغير سعر الفائدة في السوق، فإذا ازداد سعر الفائدة السائد في السوق، تتراجع القيمة السوقية للسندات نظراً لأن المستثمر يتوقع عائداً أقل، أما إذا انخفضت أسعار الفائدة السائدة في السوق، فإن قيمة السندات ترتفع لأن المستثمر يتوقع عائداً أكبر.
- تتأثر السندات سلباً بالتضخم، لأنه عادة ما يؤدي التضخم إلى زيادة أسعار الفائدة السائدة في السوق وبالتالي تتراجع القيمة السوقية للسندات.

7-2 زيادة درجة عدم التأكد:

كلما زادت أو تعاضمت مدة استحقاق السندات، أين يصبح المستثمر يخشى عسر أو إفلاس مصدر هذه السندات وعدم قدرته على تسديد الفوائد، أو أصل القرض في نهاية المدّة مما يؤدي بالمشتري المطالبة بعائد أكبر هذا من جهة، ومن جهة أخرى تتراجع القيمة السوقية لهذه السندات، كلما زادت درجة عدم التأكد لزيادة خطر عدم السداد.

8-2 سعر الفائدة (معدل الفائدة):

- تلتزم الجهة المصدرة للسندات بدفع مبلغ معين لحملة السندات خلال فترات محددة، هذا المبلغ ينسب إلى القيمة الاسمي للسندات للتوصل إلى ما يعرف بمعدل الفائدة على السندات.

9-2 الكوبون:

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

$$\text{قيمة الكوبون } R = \text{القيمة الاسمي للسند } N \times \text{سعر الفائدة الاسمي للسند } I$$

$$R = N \times I, I = R / N.$$

10-2 مدة حياة السند La durée de vie de l'obligation:

وهي المدة التي تفصل بين تاريخ الإصدار وتاريخ الاستحقاق، أما إذا تمّ إصدار القرض السندي على عدة مراحل، نتكلم هنا على مدة الحياة المتوسطة والتي تساوي متوسط مدة حياة كل مرحلة من القرض السندي أي:

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

حيث أنّ: i = السنوات المتغيرة.

n = إجمالي السنوات.

11-2 مدة نضج السند La maternité de l'obligation

هي المدة من تاريخ الحيازة إلى تاريخ الاستحقاق.

3- استهلاك القرض السندي

إن استهلاك* القروض السندية أو السندات هي أن تقوم الجهة المصدرة للسندات برد قيمة السندات إلى حامليها وفقا لشروط الإصدار المنصوص عليها، أين يتم تسديد القرض السندي بقيمته الاسمي أو بأكثر من القيمة الاسمي، وهناك القروض السندية غير قابلة للاستهلاك، حيث يتم تسديد إيرادات دائمة ومستمرة لحامل هذه السندات سنويا ولمدة غير منتهية.

المطلب الثاني: كيفية إصدار القرض السندي

للمؤسسة المصدرة للقرض السندي إمكانية توجيه إصداراتها إما للمؤسسات وذلك باللجوء إلى تقنية المزايدة، أو للجمهور من خلال تقنية النقابة، وذلك بتوفر العديد من الأطراف التي تشارك في إصدار القرض السندي.

1- تقنيات إصدار القرض السندي:

يتم إصدار القروض السندية إما عن طريق النقابة (إنشاء نقابة بنوك) وإما عن طريق المزايدة وسوف نتطرق إلى هاتين التقنيتين فيما يلي:

1-1 تقنية النقابة La Syndication :

تعتمد تقنية النقابة على قيام المؤسسة المصدرة للسندات بالاتفاق مع أحد البنوك الذي يدعى " البنك المرافق أو الرئيس" على ضمان توظيف السندات، وبدوره يقوم البنك المرافق بالاتصال بمجموعة من البنوك والمؤسسات المالية "التي تسمى نقابة الإصدار"، لتسهيل عملية التوظيف نظرا لتعدد وكالاتها الموجودة عبر كافة التراب الوطني، والتي تضمن تعريف الإصدار بالكامل، وبالتالي تمكن المؤسسة المصدرة من تحصيل القيمة الإجمالية للقرض السندي.

يتم تنظيم نقابة الإصدار المتكونة غالبا من البنوك وبعض المؤسسات المالية كالتالي:

- نقابة التوظيف Syndicat de placement:

يتمثل دور هذه النقابة في تأمين توظيف السندات من قبل الجمهور باعتبارها وسيط في عملية

الإصدار.

* سيتم التطرق إليه لاحقا بالتفصيل.

- نقابة الاكتتاب Syndicat de prise ferme:

تقوم هذه النقابة بالاكتتاب في مختلف السندات المصدرة من قبل المؤسسة "أو نسبة معينة منها"، ثم تعيد بيعها للراغبين في الاكتتاب مقابل عمولة معينة.

- نقابة الضمان Syndicat de garantie:

تلتزم البنوك بالاكتتاب في السندات التي لم يتم الاكتتاب فيها من قبل المدخرين في ظل قيامها بدور الوساطة¹.

1-2-1 تقنية المزيدة L'adjudication :

تستخدم هذه التقنية غالبا عند إصدار القروض السندية، وخاصة بالنسبة لسندات الخزينة، حيث يقوم المزيدون أي المستثمرون بتقديم عروضهم "أوامرهم" المتضمنة كمية السندات المرغوب شرائها والسعر المرغوب فيه في ظرف مغلق قبل بداية المزيدة، ويوجد نوعين من المزيدة²:

1-2-1 المزيدة على الطريقة الفرنسية L'adjudication à la Française:

تسمى أيضا "المزيدة بالسعر المحدود"، حيث بعد فرز أوامر الشراء المقدمة من قبل المزيدون، تقوم المؤسسة المصدرة بوضع الحد الأدنى للسعر الذي يحدد قبول الأوامر من عدمها، وبالتالي كل الأوامر التي تكون تحت ذلك الحد يتم رفضها، ويتم وضع سعر ثابت يطبق على كل المستثمرين.

1-2-2 المزيدة على الطريقة الهولندية L'adjudication à la Hollandaise:

تسمى "المزيدة بالسعر المطلوب"، حسب هذه الطريقة فإن المؤسسة المصدرة للسندات تبدأ بقبول الأوامر التي تقدم أعلى سعر لتتنزل إلى السعر الأدنى منه، وهكذا إلى غاية الوصول إلى المبلغ الإجمالي للقروض السندي ليتوقف قبول الأوامر.

وتختلف هذه الطريقة عن الطريقة الفرنسية في أن السعر المدفوع من قبل المستثمرين ليس نفسه، فكل مستثمر يدفع بالسعر الذي حدده مسبقا من خلال الأمر المتقدم.

2- شروط إصدار القرض السندي:

إن إصدار القروض السندية يخضع لمجموعة من الشروط التي يجب أن تتوفر في المؤسسة المصدرة، وتتمثل فيما يلي³:

¹ محمد حشماوي، تغريد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 44.

² محمد حشماوي، تغريد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 45.

³ محمد حشماوي، تغريد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص 42-43.

- يجب أن تكون المؤسسة ذات أسهم (SPA)؛
- يجب أن يكون رأسمالها محرر (مسدد) كلياً وقيمتها 500 مليون دج يوم الدخول في البورصة؛
- توزيع 20% من رأسمالها كحد أدنى على الجمهور.
- يجب أن يكون قد مر على وجودها سنتين، ويمكنها تبرير ذلك عن طريق إعداد ميزانيتين متتاليتين مصادق عليهما من قبل الجمعية العامة للمساهمين؛
- إن عملية إصدار السندات تكون إما عن طريق الاكتتاب الخاص أو عن طريق الاكتتاب العام:

الحالة الأولى:

إذا تم إصدار السندات عن طريق الاكتتاب الخاص، فإن المؤسسة المصدرة تبحث مباشرة عن حملة السندات (التمثلة في المؤسسات)، ولا تقيد بأية شروط عند الإصدار ما عدا الشروط من الناحية القانونية.

الحالة الثانية:

إذا تم إصدار السندات عن طريق الاكتتاب العام، تلجأ المؤسسة إلى العرض العمومي للدخار، وفي هذا السياق تطلب لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)* من المؤسسة المصدرة للسند تقديم مذكرة معلومات "Notice d'information"، هذه الأخيرة عبارة عن وثيقة تتضمن معلومات أساسية حول المؤسسة المصدرة التي تمكن المستثمر من اتخاذ قراراته عن دراية، تتمثل هذه المعلومات فيما يلي:

- تقديم المؤسسة المصدرة وتحديد نظامها؛
- البيانات المالية للمؤسسة المتضمنة معلومات دقيقة عن وضعيتها المالية والمحاسبية، وبصفة خاصة معلومات عن هيكلها المالي ومردوديتها في مجال التمويل؛
- تطور نشاط المؤسسة وتوقعاتها المستقبلية؛
- موضوع عملية الإصدار؛
- شهادة كل الأشخاص المسؤولين بإعداد مذكرة المعلومات (توقيع كل من الممثل القانوني للمصدر ومحافظ الحسابات).

يجب أن يرفق مشروع مذكرة المعلومات المقدم للجنة بالوثائق التالية:

- مشروع البيان الإعلامي الذي يلخص أهم ما تحتويه مذكرة المعلومات؛
- نسخة من القانون الأساسي أو النظام الداخلي للمؤسسة المصدرة؛
- محضر الجمعية العامة الذي يسمح فيه بإصدار السندات؛

- الميزانيتان الأخيرتان لنشاط المؤسسة؛
 - محضر الجمعية العامة المصادق فيه على الميزانيتان الأخيرتان لنشاط المؤسسة؛
 - تقارير محافظ الحسابات المتعلقة بالميزانيتان الأخيرتان لنشاط المؤسسة؛
- هذا الملف يجب أن يقدم إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة شهرين قبل التاريخ المحدد للإصدار، ولجنة الحق في قبول أو رفض منح تأشيرة إصدار السندات، كما يمكنها من طلب إجراء تعديل أو تكملة المعلومات في حالة نقصها، وهنا نميز بين حالتين:
- في حالة رفض اللجنة منح تأشيرتها، فإن قرار الرفض يعلم للمصدر كتابيا؛
 - في حالة قبول اللجنة منح تأشيرتها، فبمجرد إصدار التأشيرة يجب على المؤسسة المصدرة قبل فتح الاككتاب أن تقوم بما يلي:
- طبع البيان الإعلامي ونشره (يجب أن يتضمن رقم تأشيرة مذكرة المعلومات)؛
 - إدراج مذكرة المعلومات في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية (BOAL)؛*
 - نشر بيان بخصوص عملية الإصدار في جريدة وطنية واحدة على الأقل توزع عبر كامل التراب الوطني؛
 - وضع مذكرة المعلومات والبيان الإعلامي تحت تصرف الجمهور من خلال تواجدهما لدى المؤسسة المصدرة والوسطاء الماليين المكلفين بالتوظيف؛
 - نشر الضمانات المتاحة لحملة السندات في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية.
- 3- الأطراف المشاركة في الإصدار:**
- هناك العديد من الأطراف التي تشارك في إصدار القرض السندي وهي¹:
- 1-3 المستثمر:**
- وهي الجهة التي تقوم بشراء السندات، وتحمل مخاطر الإصدار مباشرة، وتتمثل في المؤسسات الاستثمارية، شركات التأمين، صناديق المعاشات، الصناديق المتخصصة، البنوك التجارية والمركزية والأفراد.
- 2-3 المصدر:**
- وهو المقترض الذي يجب أن يتمتع بوضعية مالية جيدة وهذا ليطمئن إليه المستثمر لتوقيع اتفاقية شراء السندات، على جانب تمتعه بشخصية سيادية اعتبارية مستقلة.

* Bulletin Officiel des Annonce Légales.

¹ صبيودة إيناس، مرجع سبق ذكره، ص ص 141-143.

3-3 صانع السوق:

ويمثل الجهة التي تقوم بالترويج للأوراق المالية، من خلال تقديم عروض أفضل في سعر الشراء والبيع، مما يساهم في توفير درجة سيولة في سوق الأوراق المالية.

4-3 السمسار:

هو فرد أو مؤسسة ويعتبر كوكيل ينوب عن صانع السوق في بيع وشراء السندات، ويمد المستثمر بالآلية التي تمكنه من الدفع مباشرة للمقترض (المصدر).

5-3 المضارب أو المتعامل:

وهو فرد أو مؤسسة يلعب دورا أساسيا في بيع وشراء السندات.

6-3 المنظم:

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

- إمداد المصدر بكافة البيانات، والتحليلات الخاصة بالسوق متضمنة مصادر التمويل وبدائل الأسعار.
- التفاوض على الشروط النهائية للإصدار.
- إمداد المستندات الخاصة بالسند.
- المحافظة على استقرار سعر الإصدار من خلال شراء فائض السندات من السوق.

7-3 مؤسسات التقييم:

هي الجهة المختصة بتقييم السندات من حيث المخاطر الائتمانية الخاصة بالمصدر، وتعد هذه التقييمات الصادرة عن تلك المؤسسات بمثابة دليل معترف به في أسواق الائتمان، وتسمى هذه المؤسسات بوكالات التقيط الائتماني .

المطلب الثالث: تنفيذ عملية القرض وطرق التسديد

سنتطرق في هذا المطلب إلى التنظيمات التي ستوجب تنفيذ عملية القرض بالإضافة إلى معرفة الطرق المختلفة لعملية تسديده.

1- تنفيذ عملية القرض:

يتطلب القرض السندي بعض التنظيمات لوضعه قيد التنفيذ، وهذا بهدف ضمان شفافية العملية وحماية المدخرين والمكاتبين، ويكون بأحد الأسلوبين¹:

1-1 الأسلوب الأول: في حالة كون القرض موجه للمؤسسات المالية

ويكون كما يلي:

1-1-1 الإصدار:

يتم الإصدار بموجب اتفاقية بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية، والتي تتولى شراء السندات، وذلك بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها من خلال المفاوضات بواسطة المزيدة التي تسمح بترتيب العروض الأكثر أهمية للمرشحين.

توزع القيمة الاسمي للسندات بدلالة المبالغ لكل وسيط، ثم توضع في حساب مفتوح لدى ماسك الحساب المحدد.

1-1-2 جلسة المزيدة:

تجري جلسة المزيدة في مقر الوسيط المعتمد أثناء إصدار السندات، ومن الضروري حضور كل من:

- المصدر: لتحديد مبالغ السندات المطروحة بالإضافة إلى المبلغ المحدد في الجلسة.
 - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: للإشراف على حسن سير جلسة المزاد والمصادقة على النتائج.
- تضع المؤسسات المالية المشاركة في الجلسة عروضها (بالكميات والأسعار) في أظرفه مغلقة قبل بداية الجلسة، وبعد تحديد السعر الأدنى يتحصل كل وسيط على السندات بالمعدل الذي حدده، تحتفظ المؤسسات المالية بالسندات سواء لصالحها أو توظيفها لدى زبائنها.
- تختم نهاية جلسة المزاد بمحضر شفهي، موقع من طرف المصدر، رئيس العملية، وممثل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ثم ترسل نتائج الجلسة إلى كل الوسطاء المعتمدين.
- ولتنفيذ هذه العملية، يجب تدخل عدة أطراف تتمثل فيما يلي:

• المصدر

وعليه أن يضمن أن وثائق المعلومات المتعلقة بهذه العملية وضعت تحت تصرف رئيس العملية في الأوقات المحددة وبالكميات الكافية.

• رئيس العملية

¹ صبيودة إيناس، مرجع سبق ذكره، ص ص 145-147.

- يمنح المصدر لرئيس العملية سلطة التعامل مع الوسطاء المعتمدين للإشراف على سير العملية وتمثل مهامه الرئيسية في:
- تنظيم ومتابعة سير العملية؛
 - رئاسة جلسة المزاد أثناء الإصدار؛
 - تعريف وتمثيل الإصدار لدى الوسطاء المعتمدين؛
 - ضمان دور ممثل المصدر للوسطاء المعتمدين، والإجابة عن الأسئلة المتعلقة بهذه العملية؛
 - التسجيل في حسابات مالكي السندات؛
 - متابعة العمليات حول السندات؛
 - تسيير حسابات السندات.
- الوسطاء المعتمدين

وهم مجموعة من الوسطاء الماليين، ويساهم الوسطاء المعتمدين في هذه العملية بالعرض في جلسة المزاد، أن يصبحوا مالكين للسندات على أساس حدود السعر الموقوفة أثناء الجلسة، وبطول المبلغ الإجمالي للإصدار، كما يمكن لرئيس العملية أن يساهم في المزايدة سواء لتلبية احتياجاته الخاصة من التوظيف، أو كوسيط لاحتياجات زبائنه، يكافئ رئيس العملية مقابل خدماته بعمولة تقدر على أساس نسبة من المبلغ الإجمالي المكتتب لصالح المصدر.

كل تكاليف الخدمات المحتملة غير المتوقعة بالعملية والمبررة يتحملها المصدر.

1-2-1 الأسلوب الثاني: في حالة كون القرض عبارة عن نداء عمومي للائتمان

في هذه الحالة يتولى البنك عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي يتم الاكتتاب بها وليكون قيد التنفيذ يتطلب بعض التنظيمات بهدف ضمان شفافية العملية وحماية المدخرين والمكتتبين. وتمثل مختلف مراحل تنفيذ القرض السندي فيما يلي¹:

1-2-1 تركيب العملية:

غالبا ما يتعلق إصدار السندات بمبالغ ضخمة، وبالتالي يتطلب تدخل أكبر عدد ممكن من المدخرين ولتنفيذ هذه العملية يجب تدخل عدة أطراف:

1-2-2 المصدر:

على المصدر أن يضمن ما يلي:

¹ صبيودة إيناس، مرجع سبق ذكره، ص 148.

- توفير النشرات الدعائية قبل وأثناء العملية؛
- وضع تحت تصرف رئيس العملية الإعلانات والنشرات الدعائية المتعلقة بهذه العملية في الأوقات المحددة، وبالكميات الكافية؛
- قبول الأوراق من طرف المؤتمر المركزي على السندات.

1-2-3 رئيس العملية:

- يتوجه المصدر أولاً إلى رئيس العملية، ويفوض له صلاحية تنظيم وتحقيق الإصدار ويتمثل دوره في :
 - يسهر على تنظيم وحسن سير العملية؛
 - تنظيم وتنسيق نشاطات كل المتدخلين في العملية؛
 - الإشراف على مجمل العملية؛
 - إرسال كل المعلومات التي جرت أثناء الإصدار، نتائج الإصدار، الكميات المكتتبة للمصدر.

1-2-4 نائبي رئيس العملية:

- لكي يتمكن رئيس العملية بالقيام بدوره على أكمل وجه والتخفيض من خطر التوظيف، يمكنه الاستعانة بنائبي رئيس العملية " بموافقة المصدر " والمتمثلة في مؤسسات مالية كل بنسبة محددة.

2- الإجراءات القانونية الخاصة بالمعلومات والإشهار:

- كل المؤسسات التي تقوم بإصدار قروض سندية للجمهور مجبرة على احترام بعض القواعد التي تخص المعلومات والإشهار، تتمثل في:

1-2 الحصول على تأشيرة الموافقة من طرف لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة:

- على المصدر أن يبعث اقتراحات وثيقة المعلومات والنشرات الدعائية حول العملية إلى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لطلب التأشيرة.

لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لديها شهرين لقبول أو رفض التأشيرة، أو طلب تغييرات أو

إضافة معلومات، حيث ترفق الوثيقة بصورة طبق الأصل للميزانية الأخيرة المصادق عليها من طرف الجمعية العامة للشركاء والتي يجب أن تتضمن بعض المعلومات التي تمكن المكتتب من الحصول على تقديرات حول الخطر الذي يتحمله.

- تخص لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة فقط نوعية المعلومات المقدمة من طرف المؤسسة وتطابقها مع التنظيمات المعمول بها، ولا تقدم تقييماً للإصدار.

كما يمكن أن تلجأ المؤسسة لتقديم ضمانات للجمهور بهدف ضمان نجاح عملية الاقتراض، رهن المحل التجاري، الرهن العقاري، أو كفالة المؤسسة الأم للمؤسسات التابعة لها.

2-2 شكليات الإشهار:

بعد الحصول على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تضاف وثيقة المعلومات إلى الكشف الرئيسي للإعلانات القانونية قبل افتتاح الاكتتاب وقبل أي إشهار وإعلانات في الإعلام. بعد ذلك تلخص الخصائص الرئيسية في شكل نشرات، ثم توزع على شبكات البنوك، وأخيرا توزع كل من الوثيقة والنشرات الدعائية تحت تصرف المكتبيين.

3- طرق التسديد:

تحدد طريقة سداد السندات في نظام الإصدار، كما أنها قد تعود لاختيار الجهة المصدرة في حالة عدم وجود نص صريح حول ذلك.

وهناك عدة طرق لسداد القرض وهي:

1-3 السداد الجزئي للسندات:

يتوقف مقدار الجزء المسدد على إمكانية المؤسسة المصدرة وهناك طريقتان للسداد¹:

1-1-3 شراء السندات من السوق:

في هذه الحالة تقوم المؤسسة بشراء سندات أو جزء منها من الأسواق المالية وعادة ما تلجأ المؤسسة المصدرة إلى هذا الأسلوب عندما تكون القيمة الجارية للسندات في الأسواق أقل من القيمة الاسمي. ويكون ذلك عندما ترتفع أسعار الفائدة الجارية في السوق، أو عند ضعف الثقة لهذه السندات، وأيضا عندما تكون مجالات التوظيف الأخرى أعلى مردودية من هذه السندات.

2-1-3 استدعاء جزء من السندات وسداد قيمتها لأصحابها:

للقيام بذلك يجب أن يكون هناك نص قانوني صريح، في نظام الإصدار يسمح للمؤسسة باستدعاء هذه السندات وسدادها.

وغالبا ما يتم الاستدعاء عن طريق القرعة، حيث يجري اختيار قسم من السندات عشوائيا عن طريق إجراء القرعة حتى لا يتضرر قسم من حملة السندات، ويستفيد القسم الآخر، وفي المقابل تدفع المؤسسة علاوات لحملة السندات التي تم اهتلاكها.

¹ صبيودة ايناس، مرجع سبق ذكره، ص ص159-160.

وتختار المؤسسة الوقت المناسب للاستدعاء، حيث أن القيمة الجارية للسندات تتغير تبعا لتقلبات أسعار الفائدة الجارية، و بما أن المؤسسة المصدرة تهتك عادة السند بقيمته الاسمي، فإنها ستختار فرصة انخفاض القيمة الاسمية للسندات بالمقارنة مع القيمة الجارية، مما يلحق خسائر بحملة هذه السندات.

2-3 التسديد بواسطة الاستهلاك: Remboursement par amortissement

التسديد بواسطة الاستهلاك يعني أن يتم تقسيط التسديد على امتداد أجل القرض السندي من خلال إجراء عملية السحب بالقرعة لتحديد السندات التي تسدد سنويا، وبالتالي ففي كل سنة يتم تسديد عدد معين من السندات حيث يتوافق السحب الأخير مع استحقاق القرض السندي، ويوجد عدة طرق لاستهلاك القروض السندية تتعدد كالتالي¹:

1-2-3 الاستهلاك بواسطة سلسلات متساوية: Amortissement Par séries égales

يسدد المقترض نفس المبلغ من رأس المال سنويا الذي يمثل قيمة القرض السندي، مقسوم على عدد السنوات، وتختلف فقط قيمة الفوائد المدفوعة لأنها تحسب على أساس رأس المال المتبقي الواجب التسديد.

2-2-3 الاستهلاك بواسطة أقساط سنوية ثابتة Amortissement Par Intégrité Constantes

حسب هذه الطريقة تكون الأقساط التي تلتزم الجهة المصدرة بسدادها سنويا متساوية طوال مدة القرض السندي، ويتكون كل قسط من الفوائد المستحقة عن السنة وجزء من رأس المال.

3-3 السداد التدريجي:

يتم استخدام هذه الطريقة عند ما تصدر المؤسسة عدة أنواع من السندات، لا تستحق كلها بتاريخ معين، بل تسدد بتاريخ متتالية، لذلك فإن المؤسسة المصدرة وحملة السندات أيضا يكونون على علم مسبق بتاريخ استحقاق كل من هذه السندات².

المبحث الثالث: تقييم التمويل بالقرض السندي

يشمل تقييم التمويل بالقرض السندي أهم الجوانب المتعلقة به من حيث التكلفة، والعوائد وأسعار الفائدة لسندات القرض، والتي سوف يتم التطرق إلى مختلف هذه الجوانب من خلال هذا المبحث.

¹ حشماوي محمد، الأغا تغريد، مرجع سبق ذكره، ص 46.

² صبيودة ايناس، مرجع سبق ذكره، ص 161.

المطلب الأول: تكلفة سندات القرض

تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة، وذلك بعد استبعاد الوفرات الضريبية، فإن عملية الاقتراض تترتب عليها تدفقات نقدية داخلية تحصل عليها المؤسسة من بيع السندات، كما يترتب عليها تدفقات خارجية تتمثل في الفوائد السنوية بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق، وعند تقدير تكلفة القرض السندي هناك حالتين¹:

1- تكلفة القروض المستمرة:

وهي القروض السندية التي لا تسدد خلال الحياة الإنتاجية للمؤسسة، ويتم حسابها وفق المعادلة

التالية:

$$D = Ca + \sum_{i=0}^n F \sum_{i=0}^n F \left(\frac{1}{1 + Kd1 + Kd} \right) T$$

حيث:

D: حجم الأموال المقترضة التي تحصل عليها المؤسسة في بداية الفترة.

Ca: المصاريف المتعلقة بالإصدار والتعاقد على القروض بعد خصم الوفرات الضريبية.

F: تتمثل في التدفقات النقدية الخارجية المتمثلة في الفوائد بعد الضريبة.

Kd: تمثل تكلفة الأموال المقترضة بعد الضريبة.

2- تكلفة القروض المستردة:

وهي قروض تكون المؤسسة ملزمة بتسديد أصل المبلغ المقترض بعد فترة محددة، ويكون إما²:

1-2 تسديد على دفعة واحدة:

$$D = Ca + \sum_{i=0}^n F \sum_{i=0}^n F \frac{1}{(1 + K'd1 + K'd)t + d} + \frac{1}{(i + K1 + K)n}$$

حيث:

d: أصل المبلغ المقترض المسدد في الزمن n.

K'd: تكلفة القرض المسترد دفعة واحدة بعد الضريبة

¹ قحايرية سيف الدين، القرض السندي وأثره على الوضعية المالية للمؤسسة، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد التاسع والثلاثون، تشرين الأول 2016، ص ص 353 - 354.

² صبيودة إيناس، مرجع سبق ذكره، ص 151.

2-2 التسديد على دفعات:

$$D = Ca + \frac{C1}{(1 + Kd)} + \frac{C1}{(1 + K'd)} + \dots \dots \frac{Cn}{(1 + K''d)}$$

كما تتضمن تكلفة السندات الفائدة السنوية أو نصف السنوية التي سوف تتحملها المؤسسة المصدرة خلال مدة القرض، وتحسب هذه التكلفة بضرب معدل الفائدة الاسمي في القيمة الاسمي للقرض.

إذن فمعدل الفائدة الاسمي يشكل عنصرا أساسيا في حساب التكلفة، كما انه ليس الوحيد بل هناك عدة عناصر يجب أخذها بعين الاعتبار، لذلك فإن التكلفة الضمنية للقرض تتوقف على عدة عوامل نذكر منها:

- الظروف الاقتصادية العامة وحالة السوق المالية:

حيث يتأثر معدل الفائدة أو العائد في السوق بالتوقعات التي يحتمل حدوثها في هذه العوامل.

- المركز القانوني للمدين:

ذلك أن التكلفة الضمنية للسندات التي تصدرها المؤسسات تكون عادة أعلى من التكلفة الضمنية للسندات الحكومية أو التي تصدرها الجماعات المحلية.

- جنسية المؤسسة المدينة:

فالتكلفة الضمنية للقروض التي تصدرها المؤسسات الأجنبية أعلى من تكلفة القروض التي تصدرها المؤسسات الوطنية المماثلة.

- حجم وسمعة المؤسسة المصدرة للسندات:

ترتبط السمعة بالجدية في العمل وسمات وخصائص الإدارة، وكذلك مجال النشاط الاقتصادي الذي تنتمي إليه المؤسسة.

- الضمانات المقدمة

سواء كانت شخصية أو عينية ضمانا للقرض.

المطلب الثاني: عوائد سندات القروض

عندما يتم إصدار السندات، فإن أهم المعلومات التي تصاحب الإصدار هي¹:

- القيمة الاسمية.

- عمر السند أو الفترة حتى تاريخ الاستحقاق.

¹ صبيودة إيناس، مرجع سبق ذكره، ص ص 151 - 152.

- معدل الكوبون أو سعر الفائدة على السند.

وهذا المعدل هو ما نطلق عليه معدل العائد الاسمي أو سعر الفائدة الاسمي والذي:

• يتحدد مقدما عند إصدار السند.

• يظل ثابتا لا يتغير طوال عمر السند.

والأصل في معدل العائد الذي يحققه المستثمر في السندات هو معدل الكوبون، ومن ثم فإن هذا المعدل سوف يبقى هو معدل العائد الوحيد في حالة واحدة فقط وهي كون هذا المعدل يساوي سعر الفائدة السوقي، وبقاء هذا الأخير ثابت لا يتغير، لكن هذا الشرط يصعب تحقيقه لأن سعر الفائدة السوقي يتأثر بعوامل عديدة، ولا يبقى ثابتا وبالتالي فإن قيمة السند السوقية سوف تتأثر تبعا لذلك، لهذا فإن السند له أكثر من عائد يختلف عن عائد الاسمي.

1- معدل العائد الحالي للسند

باعتبار أن معدل الفائدة الاسمي لا يعبر عن العائد الفعلي في لحظة معينة، وذلك لأنه غير مرتبط بسعر السند، فهناك معدل العائد الحالي للسند الذي قد يعبر عن هذا العائد.

ويعرف معدل العائد الحالي للسند أنه المعدل الذي يقيس التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمارات في السند بالنسبة للسعر السوقي للسند في الفترة الحالية، ويتم قياسه بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد الحالي} = (\text{مبلغ الفائدة السنوية} / \text{السعر السوقي للسند}) * 100\%$$

ويرى البعض أنه من الأفضل باستخدام العائد المباشر أو معدل العائد الحالي بدلا من معدل الفائدة

الاسمي، لأن هذه الطريقة تقوم على فرضيتين هما:

- أن السند لا يهتك ولا يحمل معدل فائدة اسمي طوال عمر السند.

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

ولكن هاذين الفرضين لا يمكن تحقيقهما لأن السندات تسدد في تاريخ محدد مقدما وبسعر يختلف عن

سعر اليوم.

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

2- العائد حتى تاريخ الاستحقاق

يبدأ ظهور هذا المعدل عندما تختلف أسعار الفائدة في السوق عن معدل العائد الإسمي، وهذا العائد

هو الذي يمكن للمستثمر أن يحققه إذا قام بشراء السند واحتفظ به حتى تاريخ الاستحقاق، لذلك يعرف بالعائد

حتى تاريخ الاستحقاق، ويعبر عنه بالعلاقة التالية:

$$\frac{(Dr/(Vr - Vn)) + Mi}{2 / (Vr + Vn)} = TR$$

حيث:

TR: معدل العائد حتى تاريخ الاستحقاق.

Mi: مبلغ الفائدة السنوي.

Vn: القيمة أو السعر الاسمي للسند.

Vr: السعر السوقي للسند.

Dr: المدة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق.

3- معدل العائد المحقق للسند

تظهر أهمية هذا المعدل عندما يخطط المستثمر صاحب السند لبيعه قبل نهاية مدة استحقاقه، لذلك فهو يهدف إلى تقدير ما يتوقع الحصول عليه من عائد خلال فترة احتفاظه بالسند، ويحسب هذا العائد بنفس العلاقة السابقة مع وجود اختلافين:

أولاً: استخدام فترة الاحتفاظ بالسند "D" بدلا من "N" المدة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق.

ثانياً: استخدام سعر بيع السند "PV" بدلا من السعر الاسمي "PN".

مما سبق يتوصل إلى إن السند الواحد قد يكون له أكثر من معدل عائد يختلف عن معدل العائد الاسمي، وهذا يتوقف على القرض الذي من أجله يتم حساب معدل العائد، فإذا كان المستثمر يهدف إلى قياس العائد حتى نهاية عمر السند أي حتى فترة استحقاقه، فإنه يستخدم معدل العائد حتى تاريخ الاستحقاق، وإذا كان الغرض معرفة العائد الحالي فإنه يستخدم معدل العائد الحالي، أما إذا كان التخطيط للاحتفاظ بالسند لفترة أقل من فترة الاستحقاق فإنه يلجأ إلى معدل العائد المحقق خلال فترة احتفاظه بالسند.

المطلب الثالث: تسعير سندات القرض

تسعير السندات في سوق الأوراق المالية يتم كما يلي¹:

1- السوق الأولي:

يتضمن تسعير الإصدار الجديد سعر السند بالإضافة إلى قيمة الكوبون وأجل الاستحقاق، ومعدل الربحية التي يحصل عليها المستثمر، وهناك العديد من الاعتبارات تأخذ عند تحديد ربحية السند أهمها:

¹ صبيودة إيناس، مرجع سبق ذكره، ص ص 151 - 152.

- تحديد الجهة المسؤولة عند إدارة السندات، هامش الربح المطلوب المستثمر فوق معدل سعر الفائدة على السندات الحكومية، ولتحديد ذلك يتم إجراء دراسة مقارنة للسندات الجاري تداولها في السوق؛
 - يتم تحديد مستويات الرسوم التي تسدد للبنك؛
 - يتم احتساب العائد الخاص بالمستثمر بعد إجراء التسويات بين تكلفة العائد والرسوم التي تسدد للبنك؛
 - يتم احتساب قيمة الكوبون الخاصة بالسند وفقا لسعر الإقفال منسوب لمعدل الربحية المطلوب للمستثمر؛
- 2- السوق الثانوي:**

يتم التعبير عن سعر السند في السوق السندي كنسبة مئوية من القيمة الاسمي، إذ يتم إرجاع قيمة السند إلى الأساس 100% ومن ثم إذا أردنا الحصول على قيمة السند يتم ضرب النسبة في القيمة الاسمي. إذا التعبير عن قيمة السندات بهذه الطريقة يسهل المقارنة بين مختلف السندات، حتى 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 يتم دفع قيمة السند إضافة إلى الفوائد المستحقة تناسبا مع المدة.

وفي الأخير، يمكن الإشارة إلى أنه لا يمكن اتخاذ قرار تداول السندات، سواء في السوق الأولي أو الثانوي إلا بمراعاة عاملين أساسيين هما:

- معدل "المردود" العائد الحقيقي

- هامش الربح المطلوب على الاستثمار، وهو ما سيتم التطرق إليه فيما سيأتي:

- معدل العائد الحقيقي:

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

ويمكن الحصول عليه من خلال مساوات القيمة الحالي للسند C، مع القيمة الحالية للفوائد المستقبلية مضافا إليها القيمة الحالية للسند عند التسديد.

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

حيث:

N: القيمة الاسمي للسند.

R: العائد أو الكوبون.

C: القيمة السوقية أو الحالية للسند.

n: مدة حياة السند.

i: معدل المردود الحقيقي، ويساوي كذلك تكلفة الفرصة البديلة بالنسبة للمستثمر والتي تسمى بتكلفة التفريط في الاستثمار.

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

أما عند عدم احتساب تكاليف الوساطة والاقتطاع الضريبي، فإن هذا العائد الخام يمثل بالنسبة للمكتتبين، أو المستثمرين، مردودا حقيقيا قبل ضريبة التوظيف. أما بالنسبة للمصدرين فهو يعد تكلفة حقيقة قبل ضريبة الاقتراض، ومن هنا فإن المستثمرين يطالبون بمعدل عائد حقيق يأخذ في الحسبان مصاريف الوساطة وقيمة الاقتطاع الضريبي، أما المصدرون فيعتبرون أن هذه التكلفة الحقيقية الخام للقروض السندية سوف تزداد بعلاوات الوساطة كما أن الاقتطاعات الضريبية تشكل للمؤسسات المصدرة وفر ضريبي مما يقلل من التكلفة الفعلية للقروض السندية.

- هامش الربح المطلوب على الاستثمار SPREAD:

هو الفارق بين معدل مردود القرض السندي، ومعدل المردود المرجعي في السوق السندي، وعادة ما يؤخذ معدل مردود السندات التي تصدرها الدولة كمعدل مرجعي باعتبارها من السندات ذات النوعية الجيدة، نظرا لخلوها تمام من الخطر.

يتوقف هامش الربح المطلوب على الاستثمار على تصنيف السندات، كما أنه يعتبر معيارا أساسيا لتقييم السندات، والمفاضلة بينها، فمثلا يتم الاختيار أولا بين الفئات التي تصنف فيها السندات، وعند تحديد الفئة يتم لاحقا التفضيل أو الاختيار على أساس هامش الربح المطلوب على الاستثمار.

2- أسعار الفائدة لسندات القرض

لأسعار الفائدة السائدة في السوق دور هام في تحديد قيمة السندات، ولذلك حملة السندات يعطون اهتماما كبيرا لهذه الأسعار الحالية منها والمتوقعة.

لذلك هناك العديد من المحددات والعوامل الأساسية التي تؤثر في سعر الفائدة والذي هو عبارة عن

دالة لمتغيرات ثلاثية هي¹:

¹ صبيودة إيناس: مرجع سبق ذكره، ص ص156-158.

$$(PR + Tinf + TR sr) = TI_m$$

حيث:

TI_m : سعر الفائدة السوقي.

$TR sr$: معدل العائد الخالي من الخطر الحقيقي.

$Tinf$: معدل التضخم.

PR : بدل المخاطرة.

ويمكن صياغة هذه العلاقة في المعادلة التالية:

$$PR + Tinf + TR sr = TI_m$$

ومعدل العائد الخالي من الخطر الحقيقي هو ما يطلق عليه سعر الفائدة الحقيقي تميزا له عن سعر

الفائدة الاسمي، ويتأثر بمعدل النمو طويل الأجل للنظام الاقتصادي لأي دولة.

ومعدل التضخم يضيف بعدا آخر لأسعار الفائدة لأن معدل التضخم يؤثر على أسعار الفائدة ويصبح

ما يعرف بمعدل الفائدة السوقي، والذي يعكس معدل التضخم.

حيث كلما زاد معدل التضخم زاد سعر الفائدة الاسمي، ليعكس هذا التضخم، وإلا اختل عرض وطلب

النقود في السوق.

ويكون معدل الفائدة مساويا لسعر الفائدة الاسمي في حالة عدم وجود مخاطر، أما إذا كانت السندات

متوقع لها أن تحمل بعض المخاطر فإن المستثمر في هذه الحالة يطالب بالحصول على بدل المخاطرة كجزء

من العائد الذي يتحصل عليه.

ويتأثر بدل المخاطرة بعدة عوامل على الأقل، وهي:

- اختلاف جودة السندات وترتيبها.

- الفترة حتى نهاية استحقاق السند.

- شروط عقد السند.

1- جودة السند وبدل المخاطرة

يتمثل جودة السندات على بدل المخاطرة في أن هذا الأخير يتناسب عكسيا مع درجة جودة السند

حيث أن السند عالي الجودة، يعني مخاطرة أقل، وبالتالي ضمان أكبر وبدل مخاطرة أقل، وكلما قلت هذه

الجودة، زاد بدل المخاطرة الذي يطلبه المستثمر.

2- الفترة حتى تاريخ الاستحقاق وبدل المخاطرة

هناك علاقة بين الفترة حتى تاريخ الاستحقاق وبدل المخاطرة، حيث كلما طالت هذه الفترة زاد بدل المخاطرة أي أنه، هناك علاقة طردية بينهما، ويرجع السبب في ذلك إلى زيادة احتمال عدم التأكد.

3- شروط عقد السند وبدل المخاطرة

شروط عقد السند مثل الضمان المقدم من المؤسسة المصدرة، يعتبر حماية لمصالح أصحاب السندات في مواجهة عدم القدرة على الدفع أو السداد، في حالات عدم توافر السيولة أو العسر المالي، لذلك فالسندات المضمونة يكون بدل المخاطرة عليها أقل من السندات غير المضمونة.

3- تأثير معدل الفائدة السوقي على سعر السند:

هناك اختلاف بين عوائد السندات للمؤسسات، ويرجع ذلك لعدة أسباب نذكر منها:

- اختلاف فرع النشاط الاقتصادي الذي تنتمي إليه المؤسسة.
- السياسة العامة لكل مؤسسة.
- الهيكل المالي لكل مؤسسة.
- المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في أي من هذه السندات.
- توقعات المستثمرين حول هذه المؤسسات.

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

$$Tr / Mi = Vr$$

حيث:

Tr: معدل العائد أو الفائدة السائدة في السوق.

Mi: مبلغ الفائدة السنوية

Vr: سعر السند.

المطلب الرابع: مزايا وعيوب التمويل بالقروض السندي

ينجم عن التمويل بالقروض السندي مجموعة من المزايا، وفي المقابل مجموعة من العيوب، نذكر

منها¹:

¹ جمال قدام، مرجع سبق ذكره، ص ص 33- 34.

1- مزايا التمويل بالقروض السندي:

يتميز الاقتراض عن طريق إصدار سندات ببعض المزايا التي تشجع المؤسسات استخدامه وفيما يلي أهم المزايا:

- يعتبر التمويل بالاقتراض اقل تكلفة من التمويل بالأسهم بسبب الوفرة الضريبية، التي تتولد عنه بالإضافة إلى تعرض المقرضين لمخاطر أقل من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والممتازة؛
- إن تكلفة الاقتراض المتمثلة في معدل الفائدة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح؛
- إذا ما تم اشتراط حق الاستدعاء، فإن هذا الشرط يحقق للمؤسسة قدرا من المرونة، ففي حالة انخفاض أسعار الفائدة في السوق، يمكن للمؤسسة استدعاء السندات القديمة ذات معدل الكوبون المرتفع وإصدار سندات جديدة بمعدل كوبون منخفض، كما يمكن أن تلجأ المؤسسة لنفس الوسيلة في حالة السيولة الزائدة، إذ قد يكون استدعاء السندات (أي إعادة شرائها) هو أفضل استثمار متاح لتلك الأموال.
- كما يمكن إبراز مزايا أخرى والتي تتمثل في¹:

- يعد القرض السندي مصدر تمويلي طويل الأجل، يمكن المؤسسة من الحصول على مبالغ كبيرة دون وجود سقف محدد له؛
- إن فوائد السندات تعطي إعفاء حقيقي ضريبي للمؤسسة، باعتبارها من الأعباء واجبة الخصم من الدخل قبل حساب الضريبة؛
- عدم تخفيض درجة السيطرة على المؤسسة من طرف المساهمين المرجعيين ، حيث لا يمتلك حملة السندات أي حق للتصويت في المؤسسة، وبالتالي فإن المساهمين يحتفظون بسيطرتهم النسبية عليها عند التصويت.

2- عيوب التمويل بالقروض السندي:

- رغم المزايا التي يتصف بها التمويل بالقروض السندي، إلا أن لديه عيوب نذكر منها ما يلي²:
- القروض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق، ومن ثم ينبغي على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين عندما يحل الأجل؛

¹ الأغا تغريد، حشماوي محمد، مرجع سبق ذكره، ص47.

² جمال قدام، مرجع سبق ذكره، ص34.

- قد يعطي عقد الاقتراض الحق للمقرض في فرض قيود على المؤسسة، ومن أمثلة هذه القيود، منع الحصول على قروض جديدة، ومنع بيع وشراء الأصول الثابتة ومنع إجراء توزيعات أو على الأقل تخفيض نسبتها؛
- لا يعتبر التمويل عن طريق القرض السندي متاحا للعديد من المؤسسات، فالعديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وحتى الكبيرة تجد صعوبة في الحصول على هذا النوع من القروض. ومن العيوب نجد أيضا¹:
- غالبا ما تكون فوائد السندات ثابتة، الأمر الذي يجعلها تتأثر سلبا عند ارتفاع معدلات التضخم حيث تنخفض القدرة الشرائية لها، مما يسبب خسائر لحملة السندات.
- التأثير على سيولة المؤسسة خاصة عند تخصيص مبالغ مالية كبيرة لسداد قيمة السندات.
- تعتبر السندات بالنسبة للمؤسسة مصدرا تمويليا مرتفع المخاطر، حيث يتعين عليها سداد مدفوعات الفائدة سواء حققت المؤسسة أرباحا أو تحملت خسائر، فإذا توقفت المؤسسة أو امتنعت عن السداد فإن ذلك يعرضها إلى مخاطر الإفلاس من تم مخاطر التصفية.

¹ الأغا تغريد، حشماوي محمد، مرجع سبق ذكره، ص ص 47-48.

خلاصة الفصل الثاني

يعتبر القرض السندي أحد البدائل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية، للحصول على التمويل اللازم لتجسيد برامجها الاستثمارية التي تتطلب مبالغ ضخمة، فهو عبارة عن قرض ينشأ من إصدار السندات التي توزع بين العديد من المقرضين، وهي قروض مخصصة للشركات الكبرى التي تتمتع بخصائص معينة من القدرة على السداد والشفافية، لأن الثقة في المصدر أمر أساسي.

إن للقرض السندي أهمية كبيرة في تمويل المؤسسة والتي تتمثل في تعدد مصادر التمويل بتعدد الأطراف المكتتبة في السندات المصدرة، التي قد تكون مؤسسات، أفراد أو بنوك، مما يمكنها من تجميع أموال معتبرة وتجنبها خطر عدم التمويل، إلى جانب اختلاف آجال الاستحقاق مما يسهل عليها خدمة الدين. كما تجدر الإشارة إلى أن التمويل عن طريق القرض السندي، قد يشكل عبئا على المؤسسة إذا لم تحسن استغلال الأموال المتاحة لها، وبالتالي عدم تحقيق الأرباح من مشروعها الاستثماري.

وفيما يلي سوف نحاول تسليط الضوء على إحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي قامت بمناداة الادخار العام من خلال إصدار سندات في السوق المالي الجزائري. وذلك لتوضيح موضوع دراستنا، حيث تم دراسة حالة مؤسسة MLA المغربية للإيجار الجزائر (التي قامت بالحصول على قرض سندي على مستوى بورصة الجزائر).

الجانحة التطبيقية

الفصل الثالث
واقع التمويل بالقرض السندي في
مؤسسة MLA

تمهيد

المبحث الأول: تقديم شركة - MLA

المبحث الثاني: : دراسة المعلومات والمؤشرات المالية

لمؤسسة MLA

المبحث الثالث: القرض السندي لمؤسسة MLA

خلاصة الفصل

تمهيد

من خلال هذا الفصل المخصص للدراسة التطبيقية، ومحاولة لاستكمال الجانب النظري، نقوم بعرض تجربة إحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في مجال التمويل بالقرض الإيجاري، وهي الشركة المغاربية للإيجار الجزائر، حيث أنه وبعد الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة من موقعها على الأنترنت سوف نحاول تقديم معلومات عن الشركة، تاريخها، أهدافها، نشاطها، شكلها القانوني، هيكلها التنظيمي بالإضافة إلى معلومات عن عملية الإصدار السندي التي قامت بها المؤسسة في سنة 2017. وذلك لمعرفة دور القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية في هذه الشركة، ولتحقيق هدف الفصل قمنا بتقسيمه إلى ثلاث مباحث، تناولنا في المبحث الأول: معلومات عن شركة MLA، وفي المبحث الثاني: دراسة المعلومات المالية المطلوبة من طرف cosob، في حين تطرقنا في المبحث الثالث والأخير إلى واقع التمويل بالقرض السندي في شركة MLA.

المبحث الأول: تقديم شركة -MLA-

سنقوم في هذا المبحث، بتقديم لمحة شاملة عن طبيعة الشركة المغاربية للإيجار-الجزائر-حيث تعتبر هذه المعلومات مفيدة، لمعرفة السياق الداخلي الذي قامت في ظلها الشركة بالقرض السندي.

المطلب الأول: معلومات حول مؤسسة MLA

سوف يتم تقديم بعض المعلومات التي تعتبر مهمة من أجل معرفة الظروف التي قامت في ظلها مؤسسة MLA بعملية الإصدار السندي، حيث سوف يتم التطرق إلى التعريف بمؤسسة MLA وأهدافها.

1- التعريف بمؤسسة الدراسة:

المغاربية للإيجار- الجزائر-، هي مؤسسة خاضعة للقانون الجزائري، تأسست في 15 جانفي 2006 عن طريق مبادرة من طرف التونسية للإيجار، بحصة مقدمة من طرف مساهمها المركزي لمجمع Amen، حيث تتبنى شركة MLA الشكل الثنائي لمجلس الإدارة (مجلس مدراء ومجلس رقابة). يتمثل نشاطها الرئيسي في تمويل عمليات الإيجار المالي، التي تقوم على أموال منقولة للاستعمال الصناعي والمهني، وأموال غير منقولة، وكل العمليات الأخرى التي ترتبط بطريقة مباشرة أو غير مباشرة بهدفها الرئيسي.

من حيث الملكية، هي عبارة عن شركة مملوكة للقطاع الخاص، أما من الناحية القانونية هي عبارة عن شركة ذات أسهم (SPA)، يقع مقرها الاجتماعي في 31 شارع محمد بلقاسمي -المدنية- الجزائر العاصمة.

يبلغ رأسمالها الاجتماعي ثلاثة ملايين وخمسة مائة مليون دينار جزائري (3.500.000.000 دج) موزعة على 3.500.000 سهم بقيم إسمية تقدر 1000 دج للسهم الواحد، وقد تم الاكتتاب فيها بالكامل. وهذا الرأسمال موزع على مجموعة من المساهمين الرئيسيين وفقاً للجدول التالي:

جدول رقم (01): جدول يوضح توزيع رأسمال الشركة المغاربية للإيجار - الجزائر -.

قائمة المساهمين	عدد الأسهم	قيمة رأس المال الاجتماعي	النسبة المئوية%
AMEN BANK	1 886 094	1 688 490 000	53.89%
TUNISIE LEASING	655 185	655 185 000	18.72%
IFC	353 500	353 500 000	10.10%
PROPARCO	291 667	291 667 000	8.33%
FMO	261 292	261 292 000	7.47%
CFAO	52 258	52 258 000	1.49%
Ahmed Abdelkefi	2	2 000	0.00%
Ahmed Karm	2	2 000	0.00%
المجموع	3 500 000	3 500 000 000	100.00%

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الوثيقة الإعلامية لشركة MLA.

حصلت على الاعتماد من طرف بنك الجزائر كهيئة مالية (أو كمؤسسة مالية) بناء على القرار رقم

06-02 الصادر في 2006/03/11.

تحتوي MLA حاليا على فرع واحد، يضم أربع وكالات وهي:

- الجزائر العاصمة: وكالة رئيسية تقع بمقرها الاجتماعي الكائن في 31 شارع محمد بلقاسمي، المدنية؛
- سطيف: شارع بقاق بوزيد، حي الموارد المالية؛
- وهران: مبنى ايريس، بولفار ميلينيوم IRIS, Boulevard du Millenium؛
- عنابة: إقامة جنان بن غنة، أولاد قبة.

2- أهداف المؤسسة:

تهدف المؤسسة إلى تمويل عمليات الإيجار المالي التي تخص أصول منقولة موجهة للاستعمال

الصناعي والمهني، مثل:

- معدات النقل؛
- آلات وأدوات؛
- سيارات نفعية؛
- معدات أشغال عمومية وأشغال البناء؛
- معدات نقل البضائع؛
- تجهيزات ومعدات طبية؛
- لوازم الإعلام الآلي؛
- أصول غير منقولة للاستعمال المهني؛

- وكل العمليات الأخرى، التي ترتبط بهدفها الرئيسي بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

3- تطور رأسمال المؤسسة:

منذ إنشاء MLA في 2006 برقم أعمال بقيمة مليار دينار جزائري، وإلى غاية 2016/12/31 تطور رقم

أعمال MLA حسب الجدول التالي:

جدول رقم (02): تطور رأسمال MLA

السنوات	رفع رأس المال	مساهمة نقدية	إدماج علاوة الإصدار	السعر التتابعي لرأس المال	العدد المتراكم لأسهم المؤسسة
2008	200.000	200.000	-	1200.000	1200.000
2009	2300.000	1497.000	821.000	3500.000	3500.000

المصدر: من إعداد طالبة بناء على الوثيقة الإعلامية لشركة MLA.

المطلب الثاني: تقديم نشاط مؤسسة MLA

تشكلت هذه المؤسسة المالية بمبادرة من طرف التونسية للإيجار ومساهمة الرئيسي مجموعة أمان (Amen Bank)، وذلك للقيام بالنشاط في مجال الإيجار المالي والأنشطة المماثلة والمكملة له.

1_ طبيعة النشاط:

يتمثل نشاط مؤسسة MLA في القيام بالوساطة المالية بين المؤسسات الصناعية، التجارية، الخدمية والحرفية طالبة العتاد والمؤسسات الصانعة والموزعة لهذا العتاد.

ويكمن نشاط المؤسسة وفقا للشروط المحددة في التشريع والتنظيم المطبقين على شركات الإيجار

المالي، فيما يلي:

- القيام بصفة عادية مع كل الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين التابعين للقطاع العام أو الخاص، الجزائريين

أو الأجانب بجميع عمليات الإيجار للأصول المنقولة وغير المنقولة، المستخدمة في النشاط المهني؛

- امتلاك حصص في الشركات والمؤسسات التي تقوم بنشاطات مماثلة أو مكملة؛

- القيام بصفة عامة، لمصلحتها أو لحساب الغير أو بالشراكة بكل العمليات المالية، التجارية، الزراعية

والصناعية على الأصول المنقولة وغير المنقولة التي يمكن أن تكون لها علاقة مباشرة أو غير مباشرة،

المرتبطة بنشاطها الأساسي (الإيجار)، أو التي تساعد في إتمامه؛

- القيام بجميع النشاطات ذات العلاقة المباشرة أو غير المباشرة بهدفها أو نشاطها الرئيسي.

2_ مجال النشاط:

تمارس مؤسسة MLA نشاطها في مجال الوساطة المالية المتخصصة في الإيجار المالي للأصول الثابتة المنقولة التي تستعمل في القطاع الصناعي، التجاري، الخدمي والحرفي، حيث تقوم بتمويل عمليات حصول المؤسسات الطلابية للعتاد في مختلف الأنشطة القطاعية (صناعة، تجارة، نقل، صناعة تقليدية وحرف...إلخ).

وفيما يخص المجال الجغرافي للنشاط فمؤسسة MLA، هي عبارة عن مؤسسة مالية حديثة التكوين يتوزع نشاطها على مستوى ثلاث جهات رئيسية في البلاد، إذ تمتلك أربع وكالات مفتوحة في كل من الجزائر العاصمة، سطيف، وهران وعنابة. هذا ونلاحظ أن وكالات الشركة تتواجد في الولايات التي تتميز بالحركية والنشاط وكونها مراكز مالية وطنية (بالنسبة للعاصمة) وجهوية بالنسبة (سطيف، وهران وعنابة).

المطلب الثالث: تنظيم مؤسسة MLA

في إطار هيكلها التنظيمي والقانوني، عملت مؤسسة MLA على محاول تبني أساليب الحوكمة الجيدة، لاسيما من خلال تبني البنية الثنائية لمجلس الإدارة (مجلس مراقبة، مجلس مدراء) الذي يساعد على سهولة الفصل بين الوظيفة الرقابية (ممثلة في مجلس المراقبة)، في المؤسسة والوظيفة التنفيذية (ممثلة في مجلس المديرين). ويسهر على إدارتها الهيئات الاجتماعية التالية:

1- مجلس مديرين Directoire:

وهو عبارة عن هيئة تنفيذية قانونية تتكون من رئيس وثلاث أعضاء.

2- لجنة المديرية Comité de direction :

يتمثل دورها الرئيسي في الإشراف ومتابعة أنشطة الشركة ووضع استراتيجيتها الطويلة الأمد، تقوم هذه اللجنة بعقد إجتماعات دورية مرة في الشهر، تعقد كل ثاني يوم أحد من كل شهر، ويعتبر هذا الإجتماع مكان لتبادل الآراء ووضع الإستراتيجية مناقشة المسائل العامة، ويشارك في إجتماعات هذه اللجنة للمدراء المركزيين خلية التدقيق الداخلي والمدراء التنفيذيين.

3- الإجتماعات التجارية:

وتتمثل في إجتماعات تجارية تنسيقية تعقد بصفة شهرية مع مدراء الوكالات، ويمكن أن يدعى المدراء المركزيين إلى هذه الإجتماعات إذا استدعت الضرورة. وتهدف هذه الإجتماعات إلى تحليل نتيجة النشاط وتقديم الحلول اللازمة في حالة ظهور مشاكل في النشاط التجاري.

هذا تنظيم الإدارة العليا في المؤسسة في شكل لجان متخصصة كما يلي:

4- لجنة القبض والمنازعات:

تقوم هذه اللجنة بعقد اجتماعات شهرية من أجل تحليل وتدارس وضعية الشركة ووضع التعديلات الضرورية على استراتيجيتها.

5- لجان القروض:

هناك العديد من لجان القروض على مستوى الشركة، بحيث توزع الاختصاصات والصلاحيات فيما بينها، بناء على حجم المبالغ المراد منحها كقروض، وذلك كما يلي:

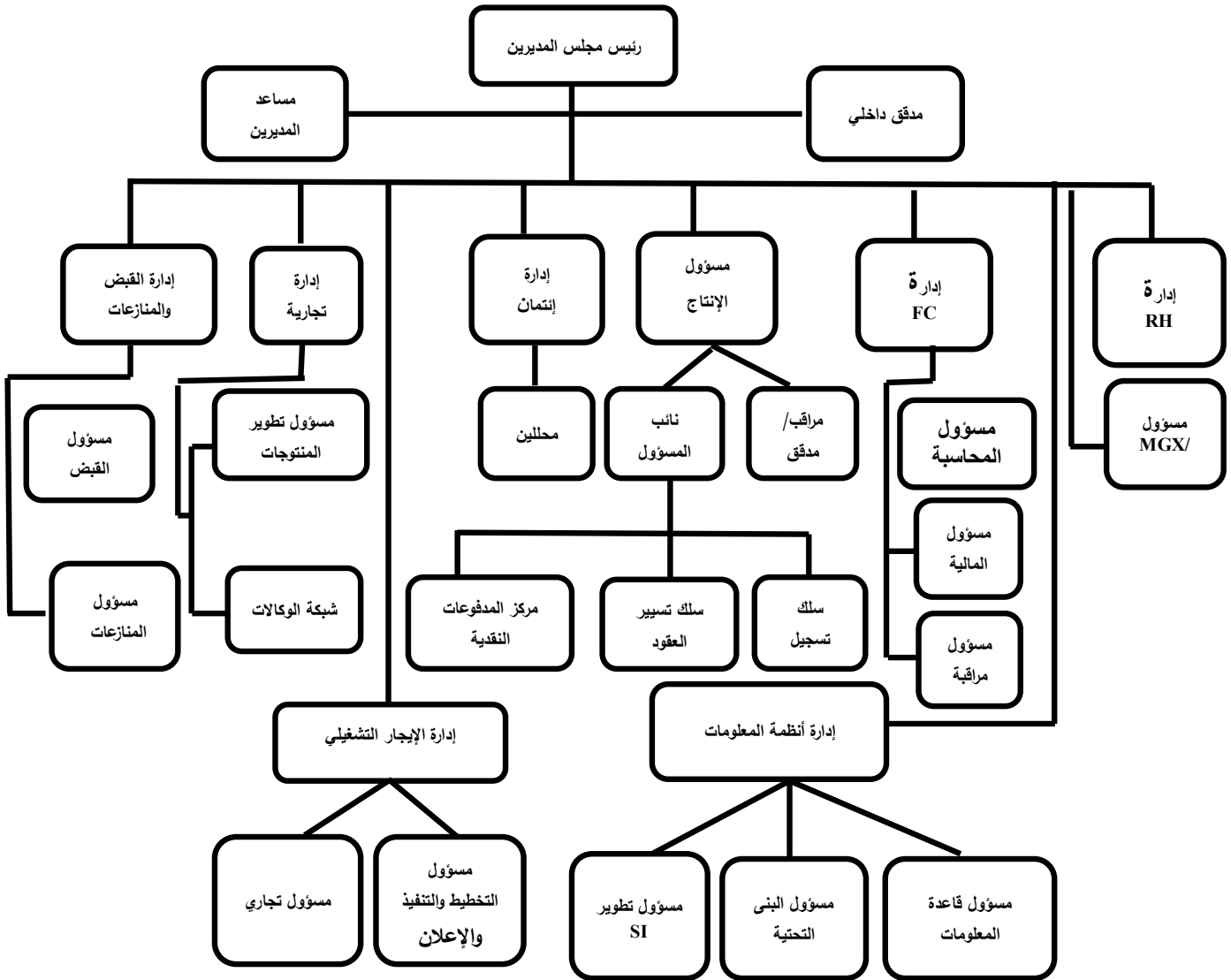
5_1_ لجنة القرض على مستوى الوكالة:

وتتكون من مدير الوكالة ومدير الالتزامات، وتمثل صلاحيتها في إتخاذ القرار في التمويلات التي تخص السيارات والعتاد التي تتراوح مبالغها بين 0 و 5000000 دج.

5_2_ لجنة القرض على المستوى المركزي:

وتتكون من رئيس مجلس المدراء في الشركة و مدير الالتزامات، وتمثل صلاحيتها في إتخاذ القرار في التمويلات التي تخص السيارات والعتاد التي تتراوح مبالغها بين 5.000.000 و 15.000.000 دج.
والشكل التالي يوضح الهيكل التنظيمي لمؤسسة MLA.

الشكل رقم (03): الهيكل التنظيمي لشركة MLA أنظر الملحق رقم (01).



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الوثيقة الإعلامية لشركة MLA.

المبحث الثاني: دراسة المعلومات والمؤشرات المالية لمؤسسة MLA

بعد قيام لجنة عمليات ومراقبة البورصة (COSOB) بدراسة المعلومات العامة عن مؤسسة MLA ومحاولة استخراج المعلومات التي تفيدها في اتخاذ قرار منح التأشيرة من عدمه - أنظر الملحق رقم (02) - تحاول أيضاً دراسة المؤشرات المالية للمؤسسة من أجل التوصل إلى خلاصات ونتائج مهمة على أساسها يتخذ قرار إعطاء التأشيرة للمؤسسة من أجل القيام بمناداة الادخار العام.

المطلب الأول: المعلومات المالية المقدمة من طرف مؤسسة MLA

إضافة إلى قيام لجنة عمليات ومراقبة البورصة (COSOB) بفحص المعلومات العامة عن المؤسسة والمعلومات التي تخص نشاطها، وذلك لتكوين نظرة عن واقع نشاط المؤسسة والسياق العام الذي تعمل فيه تطلب هذه اللجنة معلومات أكثر تخصصاً من المؤسسة، التي تعترم القيام بعرض عام للادخار في شكل قرض سندي، وتتمثل هذه المعلومات في المعلومات المالية المتضمنة في الكشوف المالية و المعلومات الأخرى المتضمنة في تقرير التسيير الذي يعده مجلس الإدارة.

وفي هذا الصدد تقوم لجنة عمليات ومراقبة البورصة (COSOB) بالاطلاع وتقييم المعلومات التالية:

1_ المبادئ المحاسبية المتبعة في إعداد الكشوف المالية

حيث يتم التأكد من الكشوف المالية المعدة من طرف مؤسسة MLA معدة وفقاً لمبادئ محاسبة المؤسسات المالية والبنوك، وفقاً للتشريع والتنظيم المعمول بهما في الجزائر لاسيما فيما يخص احترام مخطط حسابات البنوك والمؤسسات المالية ومدونة الحسابات المنصوص عليها في التعليمات رقم 09_04 الصادرة في 2009/07/23 المتضمن مخطط الحسابات البنكية والقواعد المحاسبية المطبقة في البنوك والمؤسسات المالية. وكذلك التعليمات رقم 09_05 الصادرة في 2009/10/18 المتعلقة بإعداد الكشوف المالية في البنوك والمؤسسات المالية.

كذلك يجب أن تكون الحسابات السنوية مدققة ومصادق عليها من طرف مكتب محافظة حسابات مؤهل قانوناً للقيام بالتدقيق القانوني للكيانات الاقتصادية.

2_ النظام الضريبي الذي تخضع إليه المؤسسة

من الناحية الضريبية تفحص لجنة عمليات ومراقبة البورصة (COSOB) مدى التزام المؤسسة الطالبة للادخار العام بالترتيبات الضريبية المقررة في التشريع الجزائري، وهي كما يلي:

- مؤسسات الإيجار المالي تخضع للقانون العام droit commun فيما يخص الضريبة على أرباح الشركات؛

- يسمح لمؤسسات الإيجار المالي بخصم الإهلاكات المالية لأصل القروض المفوترة في أقساط الإيجار معاملتها وكأنها إهلاكات أصول مادية؛
 - مؤسسات الإيجار المالي لا تدفع الضريبة الرسم على القيمة المضافة عند شراء العتاد الموجه للإيجار وبالتالي فهي لا تقوم بجمع الرسم على القيمة عند قبض الإيجارات من الزبائن ؛
 - مؤسسات الإيجار المالي خاضعة للرسم على النشاط المهني (TAP) على أساس هامشها وليس على أساس رقم أعمالها؛
- إعفاء المعدات الموجهة للإيجار من حقوق التسجيل.

هذا وبعد التطرق إلى ماهية المبادئ المحاسبية المتبعة لإعداد الكشوف المالية للمؤسسة والنظام الضريبي المطبق عليها، وهي معلومات مفيدة في معرفة الأسس التي بنيت عليها المعلومات المتضمنة في الكشوف المالية التي سوف تستخدم في حساب المؤشرات والنسب المالية المهمة التي على أساسها سوف يتم إتخاذ قرار منح التأشيرة من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB).

المطلب الثاني: دراسة تطور الهيكل المالي لمؤسسة MLA

قامت لجنة عمليات ومراقبة البورصة (COSOB) بدراسة تطور الهيكل المالي لمؤسسة MLA من خلال النقاط التالية:

1- تطور قدرة التمويل الذاتي CAF:

يمكن تمثيل تطور قدرة التمويل الذاتي CAF لمؤسسة MLA خلال سنوات 2014، 2015 و2016 وفقاً للجدول التالي:

الجدول رقم (03): تطور قدرة التمويل الذاتي CAF لمؤسسة MLA في الفترة (2014_2015):

وق: 1000 دج

البيان	2014	2015	2016
النتيجة الصافية	682334	615598	563608
أقساط الإهلاك للتبينات الخاصة	61406	56628	71525
أقساط مؤونات المخاطر البنكية العامة PRBG	97084	29368	112086
قدرة التمويل الذاتي CAF	523843	529602	379997

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على وثيقة المعلومات لشركة MLA.

يلاحظ من خلال أرقام الجدول تسجيل تراجع في قدرة التمويل الذاتي CAF لمؤسسة MLA بين 2015 و 2016، حيث انتقلت من 529 مليون دينار جزائري إلى 379 مليون دينار جزائري، وقدرت نسبة هذا التراجع بـ 28%، ولكنها على الرغم من ذلك بقيت في مستوى كاف ومطمئن.

2- مؤشرات التسيير والنسب المالية:

تشير المعطيات المتضمنة في الوثيقة الإعلامية التي قدمتها مؤسسة MLA أن مؤشرات التسيير للشركة في حالة جيدة جداً في سنتي 2015 و 2016 وذلك وفق ما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (04): مؤشرات التسيير لمؤسسة MLA في الفترة (2014_2015)

وق: 1000 دج

البيان	2014	2015	2016
المنتجات الصافية للإيجار	1442332	1378156	1536451
أعباء الاستغلال العامة	372928	445275	929960
معامل الاستغلال	%29	%32	%34
خدمات/ المنتجات الصافية للإيجار	%9	%12	%12
أعباء المستخدمين/ المنتجات الصافية للإيجار	%12	%16	%17

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على الوثيقة الإعلامية للشركة MLA.

3- نسب مردودية الأموال الخاصة والأصول المستخدمة

تم تسجيل تراجع طفيف في مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) في سنة 2016، وذلك نتيجة تشكيل مؤونة لمواجهة المخاطر الضريبية، والجدول أسفله يوضح ذلك.

الجدول رقم (05): مردودية الأموال الخاصة و مردودية الأموال المستخدمة

وق: 1000 دج

البيان	2014	2015	2016
النتيجة الصافية/ الأموال الخاصة	%13,83	%12,56	%11,71
النتيجة الصافية/ إجمالي الأصول	%6,21	%4,75	%4,03

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على مذكرة المعلومات لشركة MLA.

4- نسب الهيكل المالي:

هذه النسب تعطي معلومات مفيدة حول سياسة التمويل في مؤسسة MLA وعلى أساس هذه النسب يمكن ملاحظة أن مؤسسة MLA تلجأ إلى استخدام رؤوس أموالها الخاصة في تمويل نشاطها، إذ تبلغ النسبة (الديون/ رؤوس الأموال الخاصة) 120%، وهي نسبة أكبر من 06 إلى 08 مرات نسبة القطاع. والجدول رقم (06) يوضح ذلك.

الجدول رقم (06): تطور الهيكل المالي لمؤسسة MLA

البيان	2014	2015	2016
الديون/ الأموال الخاصة	%80,33	%78,57	%120,46
الديون/إجمالي الخصوم	%36,10	%29,68	%41,47

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على وثيقة المعلومات لشركة MLA.

5- نسبة المردودية:

تشهد نسبة الملاءة التي تقاس من خلال قسمة الأموال الخاصة على الالتزامات أن المؤسسة قادرة على احترام تعهداتها طويلة المدى، وفي سنة 2016 تجاوزت هذه النسبة الحد الأدنى (العتبة) المقرر وفقاً لمقايير الحدر الموضوعة من طرف بنك الجزائر، والمقدرة بـ 09%، حيث استقرت نسبة مؤسسة MLA عند 27%.

جدول رقم (07): نسبة المردودية لشركة MLA للفترة (2014-2016)

البيان	2014	2015	2016
الأموال الخاصة/التعهدات (حسب معايير بنك الجزائر)	%33,80	%30,60	%27,90
الأموال الخاصة/التعهدات (حسب معايير IFRS)	%54,20	% 53,00	%45,10

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على وثيقة المعلومات الخاصة بشركة MLA.

المطلب الثالث: معلومات حول حوكمة MLA

تعتبر حالة الحوكمة في الشركة من المعطيات المهمة التي يتم النظر إليها من طرف المتعاملين معها ولاسيما بالنسبة للجهات التي تمنح التمويل لها. وواقع الحال أن المستثمرين في الأسواق المالية والهيئات المالية المختلفة تمنح التمويل للشركات بناء على المعطيات التي تقدمها هذه الأخيرة فيما يتعلق بمدى جودة الحوكمة فيها. لذلك وعند طلب (مناداة) أي شركة للادخار العام فهي ملزمة بتقديم ضمانات لجمهور

المستثمرين من الاكتتاب في الأسهم أو السندات المصدرة. وتتمثل هذه الضمانات في غالب الأحيان في منظومة الحوكمة على مستواها.

وبالنسبة لمؤسسة MLA يمكن تقديم هذه المنظومة كما يلي:

1- الهيئات الاجتماعية للإشراف على مؤسسة MLA وإدارتها:

تنص ترتيبات القانون التجاري الجزائري على ضرورة أن يشرف على تسيير وحوكمة الشركات التجارية ولاسيما شركات الأموال منها، مجموعة من الهيئات الاجتماعية Organes Sociaux، وهي تمثل ضماناً للسير الحسن للشركة والسهر على استخدام الموارد الذي تستغلها على أحسن وجه. هذه الهيئات الاجتماعية تتمثل فيما يلي:

2- الجمعية العامة للمساهمين Assemblée Générale des Actionnaires:

تمثل الجمعية العامة للمساهمين الهيئة الاجتماعية (هيئة المداولات) الأسمى في الشركة حيث تتخذ القرارات التي لا تدخل ضمن صلاحيات الإدارة التنفيذية، وذلك في إطار جمعية العامة عادية للمساهمين تعنى بالقرارات العادية وجمعية عامة استثنائية للمساهمين.

وفي مؤسسة MLA تتكون هذه الجمعية من الممثلين القانونيين للمساهمين، ويرأسها رئيس مجلس المراقبة أو من طرف العضو المؤهل المفوض من طرف أعضاء مجلس المراقبة.

تعقد هذه الجمعية اجتماعاتها بطلب من مجلس المدراء، مجلس المراقبة أو بطلب من محافظ الحسابات عندما يستدعي الأمر ذلك. كما تتعقد عندما تكون هناك أحداث أو قرارات تدخل ضمن اختصاصاتها. وفيما يخص عدد الأصوات الممنوحة لكل عضو فهي تتناسب مع حصته في رأسمال الشركة.

3- مجلس المدراء: Directoire:

تتبنى الشركة نموذج البنية الثنائية لمجلس الإدارة والمكونة من مجلس مراقبة ومجلس مديريّة. وحسب القانون الأساسي للشركة فإن الشركة تدار في أعلى الهرم من طرف مجلس مدراء يتكون من أربع أعضاء (أشخاص طبيعيين). وهذا المجلس يمارس مهامه تحت إشراف مجلس المراقبة. وهذا المجلس يقوم بمهامه في حدود طبيعة وهدف نشاط المؤسسة وبالتماشي مع الصلاحيات والاختصاصات الممنوحة قانوناً لكل من الجمعية العامة للمساهمين ومجلس المراقبة. ورئيس هذا المجلس يعين من طرف مجلس المراقبة ويمثل الشركة في علاقتها مع الآخرين.

4- مجلس المراقبة: conseil de surveillance

في إطار بنية النموذج الثنائي لمجلس الإدارة يلعب مجلس المراقبة دوراً مهماً في حوكمة الشركة والإشراف عليها، وفي مؤسسة MLA يوجد مجلس مراقبة يتكون من 07 أعضاء (أشخاص طبيعيين ومعنويين) وهناك فصل تام، مثلما تقتضيه معايير الحوكمة الجيدة، بين مجلس المراقبة ومجلس المدراء، بحيث لا يمكن أن يكون أعضاء مجلس المراقبة أعضاء في مجلس المدراء (مدراء تنفيذيين). ويمارس هذا المجلس رقابته الدائمة على الشركة، حيث يعقد اجتماع على الأقل مرة في كل ثلاثي، لمناقشة وتقييم تقرير التسيير الذي يقدمه مجلس المدراء. وهو بدروه يقدم ملاحظات حول تقرير مجلس المدراء والحسابات السنوية إلى الجمعية العامة المساهمين، وفيما يخص شروط العضوية، يجب أن يمتلك أعضاء مجلس المراقبة على الأقل 20% من رأسمال المؤسسة.

1- الأجر الممنوح لأعضاء مجلس المدراء والأتعاب الممنوحة لأعضاء مجلس المراقبة:

مجلس المراقبة يقوم بتحديد نمط و مبالغ الأجر الممنوحة لأعضاء مجلس المدراء وذلك بصورة مستقلة عن عقود العمل المبرمة بين عضو مجلس المدراء والشركة. كما قامت الجمعية العامة سنة 2016 بمنح أعضاء مجلس المراقبة مبلغ إجمالي يقدر ب 100 000 00 دج أو 200 000 00 دج (Jetons De Présence) كأتعاب وذلك بعنوان السنة المالية 2016.

هذا ويقدر المبلغ الإجمالي السنوي الممنوح كأجر وحوافز إلى الخمس أشخاص الأعلى أجراً في الشركة في سنة 2016 بـ 28 170 715.03 دج

2- ألقاب وأسماء أعضاء مجلس المدراء:

فيما يلي أسماء وألقاب أعضاء مجلس المراقبة، بالإضافة إلى المؤسسة التي ينتمون إليها، وذلك حسب الجدول التاليين (08) و(09):

2-1 أعضاء مجلس المراقبة:

جدول رقم(08): ألقاب وأسماء أعضاء مجلس المراقبة

اللقب	الإسم	المؤسسة التي ينتمي إليها
EL KARM	أحمد	شخص طبيعي
MESTIRI	فتحي	التونسية للإيجار
عمار	مهدي	آمان بنك
LOBEEK	DIRIEN	FMO
LUC	OLMER	PROPARCO
HIRSCHFELD	MARC	CFAO
عبد الكافي	أحمد	شخص طبيعي

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات مذكرة المعلومات لشركة MLA.

2-2 أعضاء مجلس المدراء:

جدول رقم (09): أسماء وألقاب أعضاء مجلس المدراء.

اللقب	الإسم	الوظيفة
عبروس	نافا	رئيس
سنوسي	الأمين	عضو
ادحمان	فوزي	عضو
ماندي	محمد	عضو

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات مذكرة المعلومات لشركة MLA.

3- سياسة الاتصال:

تعتبر سياسة الإتصال من العوامل المهمة في ضمان الحصول على ثقة وولاء المستثمرين، وعلى هذا الأساس حاولت مؤسسة MLA الحصول على هذه الثقة من خلال تفعيل سياسة جيدة في مجال الإتصال بالمستثمرين الحاليين والمحتملين. وتم ذلك من خلال تعيين مكلف بالعلاقات مع المستثمرين والإفصاح عن

المعلومات الخاصة به. وتتجسد الأولوية الممنوحة لسياسة الإتصال من خلال تعيين رئيس مجلس المدراء كمكلف بالإتصال.

والمعلومات المفصّل عنها حول كيفية وطرق الإتصال هي كما يلي:

- رقم هاتف؛

- فاكس،

- إيميل.

وتستعمل الشركة أيضا في مجال الاتصال الوسائل التالية:

- الإعلانات في الجرائد الرسمية؛

- مجلات متخصصة؛

- موقع إلكتروني متمثل في: WWW.mlaleasing.com؛

- موقع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: www.cosob.org.

4- التدقيق الخارجي للشركة:

يكتسي التدقيق القانوني الخارجي أهمية قصوى في تقديم الضمانات للمستثمرين الحاليين والمحتملين، حول عدالة وصدق الكشوف المالية والمعلومات الأخرى التي تقدمها المؤسسة سواء للجمهور إلى الهيئات المشرفة على بورصة الجزائر.

وبالنسبة لمؤسسة MLA، فهي تدقق قانونياً من طرف محافظي حسابات يتم تعيينهم من طرف الجمعية العامة للمساهمين، وذلك لمدة 03 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة مثلما ينص التشريع الساري المفعول في الجزائر.

وفي الواقع هناك محافظين حسابات يقومان بالتدقيق القانوني لمؤسسة، وهما:

- الأستاذ بن حبيّوس زهير:

• العنوان: تعاونية الملكية 47DT دار الأمل، مجمع رويبة.

• الصفة: خبير محاسبي ومحافظ الحسابات.

• مدة العهدة: ثلاث سنوات بالنسبة للأنشطة من 2015 إلى 2017.

- الأستاذ محمد شودر:

• العنوان: 40 شارع طالب مسعود، الأبيار الجزائر العاصمة.

• الصفة: خبير محاسبي ومحافظ الحسابات.

• مدة العهدة: ثلاث سنوات بالنسبة للأنشطة من 2015 إلى 2017.

كما قام مكتب التدقيق HADJLI - MAZARS، عضو المنظمة العالمية - MAZARS INTER NATIONAL بالمصادقة على حسابات الشركة.

وبالتالي يظهر جلياً هنا فيما يخص حوكمة الشركة، أن مؤسسة MLA تقدم مجموعة من الضمانات التي تعتبر مقنعة للمستثمرين من أجل الاطمئنان على استثماراتهم فيها إذا ما قرروا الاكتتاب في السندات التي تعتزم إصدارها.

المطلب الرابع: عوامل الخطر les facteurs de risques

بسبب طبيعة نشاطها والخصائص التي تتميز بها، تتعرض (تواجه) شركة MLA المخاطر التالية:

1_ خطر السوق le risque de marché:

مثلها مثل شركات القطاع، تواجه شركة MLA العديد من مخاطر السوق المتمثلة في ما يلي:

- عدم وفرة العتاد؛
- انخفاض هامش الربح بسبب المنافسة الشديدة؛
- صعوبة الحصول على الأموال اللازمة لتوسيع وتطوير النشاط، من السوق المالي؛
- المنافسة السديدة من البنوك التجارية، ولاسيما ظهور العديد من الشركات المتخصصة في الإيجار المالي مما قد يؤدي إلى تراجع وتيرة النشاط في مؤسسة MLA.

2_ مخاطر السداد les risques de contrepartie:

وتتجم هذه المخاطر عن إصابة المستأجرين (les preneurs) بصعوبات مالية وعدم القدرة عن سداد أقساط الإيجار، وتواجه المؤسسة هذا الخطر من خلال التحليل المسبق لقدرة المستأجر عن السداد باستخدام طرق عمل ناجعة، بحيث تصل نسبة قبض الإيجارات في المؤسسة إلى 95%.

3_ مخاطر المعدل les risques de taux:

لمعرفة درجة وكيفية تعرض المؤسسة لمخاطر معدل الفائدة، يجب أولاً معرف طبيعة معدل الفائدة الذي يطبقه المؤسسة في تمويلها وفي تمويل زبائنها، وهي في حقيقة الأمر تطبق معدل الفائدة الثابتة، لجأت المؤسسة إلى استخدام معدل الفائدة الثابت من أجل تجنب مخاطر ارتفاع معدل الفائدة المرجعي الذي يطبقه بنك الجزائر، حيث تتوقع أن يقوم هذا الأخير بذلك في ظل تراجع السيولة في الفضاء المالي وورود إشارات عن اتجاه معدل الفائدة نحو الارتفاع.

4_ خطر السيولة (risque de liquidité):

تواجه مؤسسة MLA مستوى مرتفع من مخاطر السيولة، وذلك بسبب عدم التناسق بين توقيت تدفق كل من الأصول والخصوم، حيث تقوم المؤسسة باستخدام الموارد (تقديم إيجارات مالية) قبل أن تصبح هذه الموارد المستعملة في ذلكفي حوزتها، إذ يتضح أن أغلب عقود الإيجار التي تبرمها المؤسسة تصل إلى خمس(05) سنوات، في حين أن دورة حياة الموارد لا تتجاوز ثلاث (03) سنوات. ويتم التأكد من مستوى هذا الخطر وأنه لم يتجاوز الحدود المسموح بها بصفة دورة من طرف لجنة إدارة الأصول والخصوم.

5_ خطر الصرف (risque de change):

وفقاً للسياسة العامة للمؤسسة وعدم امتداد نشاطها على المستوى الدولي، إذ أنها تتعامل مع زبائن محليين ولا تملك فروع في الخارج، فهي لا تواجه أي مستوى من مخاطر الصرف الأجنبي.

المبحث الثالث: القرض السندي لمؤسسة MLA

بعد أن تم التطرق إلى كل من تقديم المؤسسة ودراسة مؤشراتنا المالية، سوف يعنى هذا المبحث بخصائص القرض السندي الذي أصدرته مؤسسة MLA.

المطلب الأول: الهدف من الإصدار

يندرج هذا الإصدار السندي في إطار سعي مؤسسة MLA إلى رفع وتنويع مصادرها التمويلية ذات التكلفة الثابتة، ولك من أجل رفع مستوى نشاطها المتمثل في تقديم الإيجار المالي للمؤسسات الطالبة لهذا النوع من التمويل. وهذه العملية الخاصة بالعرض العام للادخار تتماشى مخطط تنمية نشاط المؤسسة في منح التمويل وبما يحقق أهدافها فيما يخص رأب فجوة السيولة التي تعاني منها الشركات التي تنشط في هذا القطاع الذي يتطلب تمويلات متنوعة. كما تسعى المؤسسة من خلال هذه العملية إلى تخفيض المخاطر المالية المختلفة التي تواجهها، لاسيما مخاطر نعدل الفائدة.

من أجل تنويع مصادر التمويل، وبعد نجاح عمليتها الأولى في إصدار السندات، تود الشركة القيام بعملية ثانية بقيمة 2 مليار دينار دج، حيث تقرر في إجتماع مجلس المراقبة المنعقد في 31/08/2015 منح رخصة للإدارة التنفيذية بمباشرة القيام، بقرض سندي موجه إلى المستثمرين المؤسساتيين، بمبلغ يتراوح بين مليار وأربع ملايين وذلك في الفترة الممتدة من سنة 2017 إلى 2019.

وتمت المصادقة على هذا القرار من طرف الهيئة المخولة بذلك، والمتمثلة في الجمعية العامة العادية المنعقدة في تاريخ 2017/04/04، هذا وقام مجلس المراقبة بتحويل مجلس المديرية بالقيام بالخطوات الإجرائية للحصول على القرض السندي.

المطلب الثاني: خصائص السندات المصدرة

تتميز السندات التي تود مؤسسة MLA إصدارها بالخصائص التالية:

1-2 القيمة الاسمية:

تبلغ القيمة الاسمية للسندات المصدرة كما يلي:

- 10 000 دج مقابل سند في السنة الأولى؛
- 8 000 دج مقابل سند في السنة الثانية؛
- 6 000 دج مقابل سند في السنة الثالثة؛

- 4 000 دج مقابل سند في السنة الرابعة؛
- 2 000 دج مقابل سند في السنة الخامسة والأخيرة.

2-2 سعر الإصدار:

تصدر هذه بسعر إصدار يعادل القيمة الإسمية 100 للسند (Emission au pair)، وذلك لأن المكتبتين في هذه السندات سوف لن يستفيدوا من علاوة إصدار.

2-3 طريقة التسديد:

السندات المراد إصدارها تسدد بأقساط سنوية على دفعات، حيث يتم تسديد أصل القرض بطريقة الاهتلاك الثابت وبحسب قسط لاهتلاك على أساس القيمة الإسمية.

2-4 المعالجة الجبائية لمنتجات السندات:

السندات المصدرة في هذه العملية خاضعة للتشريع الساري المفعول في الجزائر، حيث تستفيد من جميع الإعفاءات الضريبية المقررة، لاسيما فيما يخص إعفاء منتجات فوائض القيمة للتنازلات عن السندات من دفع الضريبة على دل المستثمر. حيث يشجع القانون الجزائري المتعاملين على الاستثمار في الأصول المالية، من خلال إعفاءهم من الضريبة على التعامل في الأصول المالية، وذلك من أجل تشجيع التعامل في الأصول المالية ومحاولة بعث نشاط البورصة.

2-5 الضمانات:

يمكن تقسيم الضمانات التي قدمتها مؤسسة MLA في إطار عملية الإصدار السندي ضمان رئيسي و ضمانات تكميلية، كما يلي:

2-5-1 الضمان الرئيسي:

يتضمن القرض السندي المزمع إصداره من طرف مؤسسة MLA، ضمان يتمثل في قيام المؤسسة برهن كميبيالات لدى بنك BNP PARIBAS EL DJAZAIR، وذلك بمبلغ 2 740 800 000 دج، أي ما يغطي القرض السندي في حدود 120%.

2-5-2 الضمانات التكميلية:

تتمثل الضمانات التكميلية التي قدمتها المؤسسة في مجموعة من الترتيبات كما يلي:

- تقوم مؤسسة MLA في كل ثلاثي بتشكيل مؤونة، توضع في حساب مجمد، تمثل ربع الدفعة الواجب تسديدها لحملة السندات؛

- تأمين كل الأصول التي قامت المؤسسة بتمويلها.

6-2 طبيعة السندات:

السندات المراد إصدارها هي سندات عادية ليس لها وجود مادي محسوس (dématérialisées). وهذه الصكوك سوف تسجل في حسابات حملة الحسابات وحفظتها المؤهلون من طرف لجنة عمليات ومراقبة البورصة (COSOB).

3- حصيلة عملية الإصدار:

يقدر الناتج الإجمالي لعملية الإصدار بـ 20000000000 دج، ولكن بعد طرح جميع أعباء العملية والمقدرة (دون احتساب الفوائد والعمولات والضمانات) بـ 29655000 دج دون احتساب الرسوم. فإن الناتج الصافي للعملية يصل إلى 1970345000 دج.

ومن المقرر إن يتم إستعمال هذه الحصيلة في إقتناء الاصول التي تقدم إلى الزبائن طالبيها وذلك في إطار عقود إيجار، سواء كان إيجار تمويلي أو إيجار تشغيلي. وبالتالي من الواضح أن هدف عملية الإصدار هذه هي توسيع وتطوير نشاط المؤسسة.

4- الأعباء المتحتملة من أجل إتمام العملية:

تتمثل الأعباء التي تحملتها المؤسسة من أجل إتمام هذه العملية في ما يلي:

- الأتعاب والإتاوات التنظيمية الممنوحة للجهات المشرفة على بورصة الجزائر (COSOB) والوسطاء (Algérie clearing)؛
- العمولات الممنوحة للبنوك المرافقة للعملية ولاسيما البنك الرئيسي، وإلى عون الضمان.

5- معدل الفائدة (معدل العائد الفعلي على السند):

لقد تم إصدار هذه السندات بمعدل فائدة متصاعد كما يلي:

- معدل فائدة 04% بالنسبة للسنة الأولى؛
- معدل فائدة 04,5% بالنسبة للسنة الثانية؛
- معدل فائدة 05% بالنسبة للسنة الثالثة؛
- معدل فائدة 05,75% بالنسبة للسنة الرابعة؛
- معدل فائدة 06,50% بالنسبة للسنة الخامسة والأخيرة.

6- مدة وطريقة الاكتتاب في السندات:

من أجل إنجاح الإصدار ووضعه في متناول شريحة عريضة من جمهور المستثمرين، عهد بالأمر إلى نقابة من الوسطاء (IOB) المؤهلون من طرف لجنة عمليات ومراقبة البورصة (COSOB). بحيث كان الإصدار موجه في الوهلة الأولى إلى المستثمرين المؤسساتيين من بنوك ومؤسسات مالية، وهم بدورهم يمكنهم إعادة بيع السندات التي يكتتبون فيها إلى زبائنهم من الأفراد والمؤسسات.

ولقد تم مباشرة عملية الإكتتاب مباشرة بعد الحصول على تأشيرة لجنة عمليات ومراقبة البورصة (COSOB)، لتستمر هذه الفترة مدة 06 أشهر، وفي حالة كون المبالغ المقدمة من طرف المكتتبين تتجاوز الحصيلة المراد الحصول عليها، فإنه يتم مقابلة العروض بصورة نسبية حسب المبلغ المعروضة من طرف كل مكتتب.

أما بالنسبة عن الحد الأدنى لعدد السندات التي يجب أن يكتتب فيه مستثمر واحد فيقدر بـ 1000 سند، أي ما يعادل 10.000.000 دج.

7- طريقة التسديد:

يتم تسديد السندات المصدرة في إطار عملية الإصدار هذه بالتقسيم (ليس دفعة واحدة)، حيث يتم دفع مبلغ 2000 دج كل سنة وهذه الدفعة تطرح من القيمة الإسمية للسند، والدفعة الأخيرة تجعل من القيمة المتبقية للسند مساوية إلى الصفر. والجدول أسفله يوضح طريقة إهلاك هذه السندات:

الجدول رقم (10): نمط إهلاك السندات.

البيان	[%04] 2017	[%04,5] 2018	[%05] 2019	[%05,75] 2020	[%06,50] 2020
أصل القرض في بداية المدة	2000000	1600000	1200000	800000	400000
عدد السندات في التداول	200000	200000	200000	200000	200000
القيمة الإسمية للسندات	10000	8000	6000	4000	2000
تسديد الأصل	8 000	6 000	4 000	2 000	00

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات مذكرة المعلومات لشركة MLA.

8- الإستحقاق المسبق للسندات:

يتضمن عقد إصدار هذه السندات إمكانية قيام حملة السندات بالمطالبة باسترداد قيمتها مضافاً إليها الفوائد المحسوبة والمستحقة، وذلك بناء على طلب الجمعية العامة لحملة السندات، حيث تعقد هذه الأخيرة وتخطر المؤسسة والمصدرة و الجهة الضامنة Algérie clearing، وذلك في الحالات التالية:

_ عدم تمكن الشركة المصدرة من سداد ما عليها تجاه حملة السندات في تاريخ الاستحقاق، ذلك في مدة 10 أيام من تاريخ ظهور حالة عدم القدرة على السداد؛

_ قيام الشركة المصدرة بتحمل كل الترتيبات المنصوص عليها في عقد القرض بينها وبين المستثمر (حامل السند)؛

_ في حالة عدم تمكن الشركة المصدرة من تسديد ما عليها فيما يهص قروض أخرى، سواء كانت سنديّة أو غير ذلك؛

_ في حالة قيام الجهات المخولة بسحب رخصة النشاط من المؤسسة المصدرة؛

_ في حالة عدم تمكن المؤسسة المصدرة من الحفاظ على نسبة استدانة أقل من أو يساوي 06 مرات رؤوس الأموال الخاصة، وكذلك في حالة عدم احترام معايير النسب المالية الموضوعة من طرف بنك الجزائر.

المطلب الثالث: تأثير الإصدار السندي لمؤسسة MLA على مؤشراتها الرئيسية

نظراً لكون المبالغ التي حصلتها مؤسسة MLA من بعد قيامها بعملية إصدار سندي، هي مبالغ معتبرة، حيث قدرت بـ 2.000.000.000 دج في كل عملية، مما يعني إن إجمالي القروض السندية التي تعاقدت عليها المؤسسة يصل إلى 4.000.000.000 دج. ولمعرفة تأثير ذلك على المؤشرات المالية الرئيسية للمؤسسة سوف نقوم بإعداد الجدول أسفله. أنظر الملحق رقم (03).

جدول رقم (11): جدول يوضح تأثير القروض السندية على المؤشرات المالية لمؤسسة

السنوات	2014	2015	2016	2017
البيان				
القروض في شكل سندات	0	1 800 000	1 400 000	3 000 000
الديون اتجاه المؤسسات المالية	4 526 224	4 286 547	5 707 041	-
إجمالي الخصوم	10 981 769	12 972 831	13 983 030	-
إجمالي الديون	4 526 224	6 086 547	7 107 041	-
رأس المال	3 500 000	3 500 000	3 500 000	-
نتيجة الفترة	682 334	328 598	563 608	-
<u>القروض في شكل سندات</u> الديون اتجاه المؤسسات المالية	0%	%42	%25	-
<u>القروض في شكل سندات</u> إجمالي الخصوم	%0	%14	%10	-
<u>القروض في شكل سندات</u> إجمالي الديون	%0	%29.53	%20	-
<u>القروض في شكل سندات</u> رأس المال	%0	%51	%4	-
<u>القروض في شكل سندات</u> نتيجة الفترة	%0	%48	%48	-

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معطيات مذكرة المعلومات لمؤسسة MLA.

نلاحظ من أرقام الجدول أعلاه أن القروض السندية أصبحت تمثل نسبة معتبرة من مصادر تمويل مؤسسة MLA ، لاسيما بعد قيام المؤسسة بعملية الإصدار السندي رقم 02 في سنة 2017 والتي تلت تلك التي قامت بها المؤسسة في سنة 2015. وواقع الحال أن مبالغ القروض السندية في ميزانية المؤسسة أصبحت تمثل النسب معتبرة مقارنة بالديون تجاه المؤسسات المالية، إجمالي الخصوم، رأس المال ونتيجة الفترة، حيث أصبحت تمثل ما نسبته 42 % مقارنة بالديون تجاه المؤسسات المالية في سنة 2015 و 25%.

في سنة 2016، في حين مثلت 14% إلى إجمالي الخصوم في سنة 2015، و10% في سنة 2016، أما فيما يخص رأس المال فشكّلت 51% في سنة 2015، و4% في سنة 2016، كما أصبحت تمثل 48% في سنة 2015 و48% في سنة 2016 بالنسبة لنتيجة الفترة.

وعلى الرغم من افتقارنا للمعطيات حول المعلومات المالية الخاصة بسنة 2017، حيث أن الدراسة أنجزت في النصف الأول من سنة 2018 وأن هذه المعطيات تصبح قابلة للنشر في نهاية شهر جوان، يكمن الإشارة إلى أن النسب المذكورة أعلاه تبقى ذات معنوية كبيرة في سنة 2017، ويعود ذلك إلى المبلغ المعتبر للديون في شكل السندات لسنة 2017، وهو مبلغ معتبر يقدر بـ 3000 000 000 دج. وذلك لاسيما في حالة عدم قيام المؤسسة بالتعاقد على قروض بنكية، مما يعني بقاء القروض السندية تمثل نسبة معتبرة من إجمالي الديون والخصوم، وهو الأمر المتوقع حدوثه لأن المؤسسة قامت بالحصول على قروض سندية من أجل عدم الاتجاه نحو البنوك من أجل التمويل.

خلاصة الفصل:

من خلال الدراسة التطبيقية حاولنا إعطاء صورة شاملة عن التمويل بالقرض السندي في مؤسسة

MLA والدور الذي يلعبه في تمويل هذه الأخيرة، وذلك من خلال تحليل المؤشرات والمعلومات المالية للمؤسسة، حيث توصلنا إلى أنه رغم اعتمادها على القروض السندية في تمويلها إلا أنها تعتمد بشكل كبير في تمويلها على الأموال الخاصة.

حيث أصبحت القروض السندية تمثل نسبة معتبرة من مصادر تمويل مؤسسة MLA، لاسيما بعد قيام المؤسسة بعملية الإصدار السندي رقم 02 في سنة 2017. وهو ما يؤكد مفاد الفرضيتين الثانية والثالثة، اللتان تقومان على أساس أن القرض السندي يلعب دورا مهما في التمويل بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية بشكل عام ومؤسسة MLA بشكل خاص.

خاتمة

باعتبار التمويل حجر الأساس في بنية أي مؤسسة اقتصادية، كما أن هذه الأخيرة بحاجة دائمة للتمويل، لذلك فهي مضطرة إلى تنويع مصادر تمويلها، والبحث عن المصادر ذات التكلفة والمخاطر الأقل لمواكبة التطورات العالمية.

فمن بين تلك المصادر نجد القروض السندية حيث تلعب دورا مهما في تمويل المؤسسة الاقتصادية باعتبارها أحد البدائل المتاحة لها من أجل التمويل طويل الأجل.

انطلاقا من الجانب النظري توصلنا إلى النتائج النظرية التالية:

نتائج الدراسة النظرية:

_ يعتبر التمويل حجر الأساس في بنية أي مؤسسة اقتصادية، بما يتضمنه من مصادر تمويل داخلية وخارجية، والتي على أساسها تقوم المؤسسة باختيار البديل التمويلي الملائم لها بما يتناسب واحتياجاتها التمويلية.

_ يعتبر التمويل الداخلي أحد المصادر التي تلجأ إليه المؤسسة لتمويل نشاطاتها، لكن ما يعاب عليه هو أنه غير كاف لتغطية كل احتياجات المؤسسة من التمويل.

_ تحتاج عمليات التمويل الخارجية إلى وقت أطول من التمويل الداخلي.

_ تحتاج أحيانا المؤسسات الكبرى إلى أموال ضخمة لتمويل مشاريعها الكبرى، حيث لا يمكن للقروض تغطيتها لذلك فهي تلجأ لطلب التمويل عن طريق طرح سندات للاكتتاب.

_ يعتبر القرض السندي أحد البدائل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية، للحصول على التمويل اللازم لتجسيد برامجها الاستثمارية التي تتطلب مبالغ ضخمة.

_ إن للقرض السندي أهمية كبيرة في تمويل المؤسسة والتي تتمثل في تعدد مصادر التمويل بتعدد الأطراف المكتتبة في السندات المصدرة، التي قد تكون مؤسسات، أفراد أو بنوك، مما يمكنها من تجميع أموال معتبرة وتجنبها خطر عدم التمويل، إلى جانب اختلاف آجال الاستحقاق مما يسهل عليها خدمة الدين. ومن الجانب التطبيقي خرجنا بالنتائج التالية:

نتائج الدراسة التطبيقية:

_ تعتبر مؤسسة MLA مؤسسة مالية حديثة التكوين، يتوزع نشاطها على مستوى ثلاث جهات رئيسية في البلاد.

- مؤسسة MLA هي شركة ذات أسهم، مملوكة للقطاع الخاص، متعددة المهام حيث تقوم بتمويل عمليات الإيجار المالي، بالإضافة إلى القيام بالوساطة المالية بين المؤسسات الصناعية، التجارية الخدمية والحرفية طالبة العتاد والمؤسسات الصانعة والموزعة لهذا العتاد.
- قامت مؤسسة MLA بإصدارين سنديين أولهما في 2015/08/31 وبعد نجاح عملياتها الأولى في إصدار السندات كان الثاني في 2017/04/04.
- قدمتها مؤسسة MLA في إطار عملية الإصدار السندي ضمان رئيسي وضمانات تكميلية.
- تعتبر القروض السندية من أهم وسائل التمويل التي تعتمد عليها مؤسسة MLA، كما أنها تلعب دورا كبيرا في تمويل استثماراتها.
- بسبب طبيعة نشاطها والخصائص التي تتميز بها، تتعرض (تواجه) شركة MLA المخاطر منها خطر السوق، مخاطر السداد، خطر السيولة وخطر الصرف.
- من حيث قدرة التمويل الذاتي CAF، قدرت نسبة تراجع، ولكنها على الرغم من ذلك بقيت في مستوى كاف ومطمئن.
- تشير المعطيات المتضمنة في الوثيقة الإعلامية التي قدمتها مؤسسة MLA أن مؤشرات التسيير للشركة في حالة جيدة جداً في سنتي 2015 و 2016.
- وضعية المؤسسة من حيث المردودية، فقد تم تسجيل تراجع طفيف في مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) في سنة 2016، وذلك نتيجة تشكيل مؤونة لمواجهة المخاطر الضريبية.
- الملاحظ أن مؤسسة MLA تلجأ إلى استخدام رؤوس أموالها الخاصة في تمويل نشاطها.
- أصبحت القروض السندية تمثل نسبة معتبرة من مصادر تمويل مؤسسة MLA، لاسيما بعد قيام المؤسسة بعملية الإصدار السندي رقم 02 في سنة 2017.

الاقتراحات:


- بناء على النتائج المتحصل عليها في هذه الدراسة، يمكن وضع الاقتراحات التالية:
- تقليل اعتماد مؤسسة MLA على أموالها الخاصة لتمويل مختلف استثماراتها، وذلك من خلال البحث عن مصادر تمويلية أخرى سواء كانت داخلية أو خارجية، وتوجيه جزء من أموالها الخاصة إلى استثمارات جديدة.
- زيادة الاعتماد على الديون طويلة الأجل بشكل متوازن مع الأموال الخاصة في المؤسسة للاستفادة من المزايا التي يحققها كل مصدر من مصادر التمويل.

_ ضرورة محافظة المؤسسة على جودة مؤشراتها المالية بما يسمح لها من الحصول على تأشيرة COSOB، للقيام بقروض سنديّة في المستقبل.

آفاق الدراسة:

في الأخير نرى أن هذا الموضوع يتضمن جوانب كثيرة، وأنه بإمكاننا مواصلة البحث في جوانب أخرى ذات صلة بموضوع الدراسة، ونذكر ما يلي:

- _ أثر التمويل بالقرض السندي على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية؛
- _ دور القرض السندي في تمويل هيكل رأس المال المؤسسة الاقتصادية؛
- _ تأثير القرض السندي على المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية.



قائمة المراجع

أولا / المراجع باللغة العربية

✓ قائمة الكتب

- 01- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008.
- 02- أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية مدخل التحول من الفقر إلى الثراء، المكتبة العصرية للنشر والتوزيع.
- 03- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق العالمية، الطبعة الأولى.
- 04- حمزة محمود الزيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2001.
- 05- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الطبعة الأولى، 2009.
- 06- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع، 1997.
- 07- شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، أطلس للنشر.
- 23- لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية الساحة المركزية بن عكنون الجزائر الطبعة الرابعة، 2005.
- 08- عبد الستار الصياح، سعود جابر العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، 2007.
- 09- عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، 2007.
- 10- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، 2002.
- 11- عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية.
- 12- عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد، الطبعة الأولى، 2008.
- 13- عبدالحق بوعتروس، الوجيز في البنوك التجارية عمليات ، تقنيات وتطبيقات، بدون دار نشر.
- 14- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع عمان، الطبعة الأولى، 2007.
- 15- علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل (مع شرح لمصدر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبيا)، دار النهضة العربية، 2001.
- 16- علي عباس، الإدارة المالية في منظمات الأعمال، دار مكتبة الرائد العلمية، الطبعة الأولى، 2002.
- 17- علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، 2008.
- 18- علي عباس، الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، 2008.

- 19- عليان الشريف وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 20- عمر صخري، اقتصاد مؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية بن عكنون، الجزائر الطبعة الخامسة.
- 21- عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل إتخاذ القرارات، ملؤسسة شباب الجامعة، 2007.
- 22- فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2013.
- 24- محمد إبراهيم عبد الرحيم، إقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة 2008.
- 25- محمد الصيرفي، تعلم كيفية تحديد هيكلك المالي وقراءة قوائمك المالية، دار الفكر الجامعي، 2006.
- 26- محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، المكتب الجامعي الحديث، 2007.
- 27- محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، 2001.
- 28- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة وإتخاذ القرارات، الدار الجامعية، 2002.
- 29- محمد صلاح جبار، الإستثمار في الأسهم والسندات وإدارة المحافظ الإستثمارية، دار وائل للنشر الطبعة الثالثة، 2005.
- 30- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع ودار أجنادين للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2006.
- 31- منير إبراهيم هندي، أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف الإسكندرية، 1999.
- 32- منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث الإسكندرية، الطبعة السادسة.
- 33- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف بالإسكندرية، 1998.
- 34- يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية العامة الجزائر.

✓ المقالات

- 1- قحايرية سيف الدين، القرض السندي وأثره على الوضعية المالية للمؤسسة، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد التاسع والثلاثون، تشرين الأول 2016.

✓ الأطروحات والرسائل الجامعية

1- الأطروحات

- 1- عمر قيرة، الهندسة المالية وإدارة مخاطر تمهيد رأس المال في المؤسسات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف1، 2017-2018.
- 2- كنزة جمال، انعكاسات إعادة الهندسة المالية على نجاح المؤسسة، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه، تخصص إدارة المؤسسات، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 2016-2017.
- 3- يوسف صوار، محاولة تقدير خطر عدم تسديد القرض باستعمال طريقة القرض التقني والتقنية العصبية الاصطناعية بالبنوك التجارية، مذكرة تخرج لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان 2008.

2- الرسائل الجامعية

- 1- أحلام مخبي، تقييم المؤسسة من وجهة نظر البنك، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007.
- 2- إيناس صيودة، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة لنيل درجة الماجستير في علوم التسيير، فرع مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوقرة بومرداس، 2008-2009.
- 3- إبتسام سماري، أثر تداول المشتقات المالية على أداء السوق المالي، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية، تخصص دراسات مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2005-2006.
- 4- جمال معتوق، دور إبداعات الهندسة المالية في التقليل من المشاكل التمويلية للمؤسسات الاقتصادية مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في الاقتصاد والمناجمنت، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة العربي التبسي تبسة، 2008-2009.

- 5- سعد نوح عبيدي، محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل، 2017-2018.
- 6- جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، اختصاص إدارة أعمال المؤسسات، كلية علوم التسيير، جامعة جيجل، 2006-2007.
- 7- صلاح الدين حسني، شروط تكوين عقد الاعتماد الإيجاري، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص قانون الأعمال المقارن، كلية الحقوق، جامعة وهران، 2011.
- 8- لامية بوتسطة، أثر الهيكل المالي على تكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، 2008-2009.
- 9- مريم باي، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007-2008.
- 10- هشام بن الشيخ، الاعتماد الإيجاري للعقارات، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص قانون خاص، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2007.

التقارير

- 1- تقرير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة السنوي 2010.

المواقع الإلكترونية

- 1- الموقع الرسمي لشركة MLA : WWW.SPA.MLA.dz
- 2- الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة WWW.cosob.dz

مراجع أخرى

- 1- مؤسسة النقد العربي السعودي المعهد المالي، مقدمة في إجراءات القروض، الرياض، الطبعة الأولى يوليو، 2015.

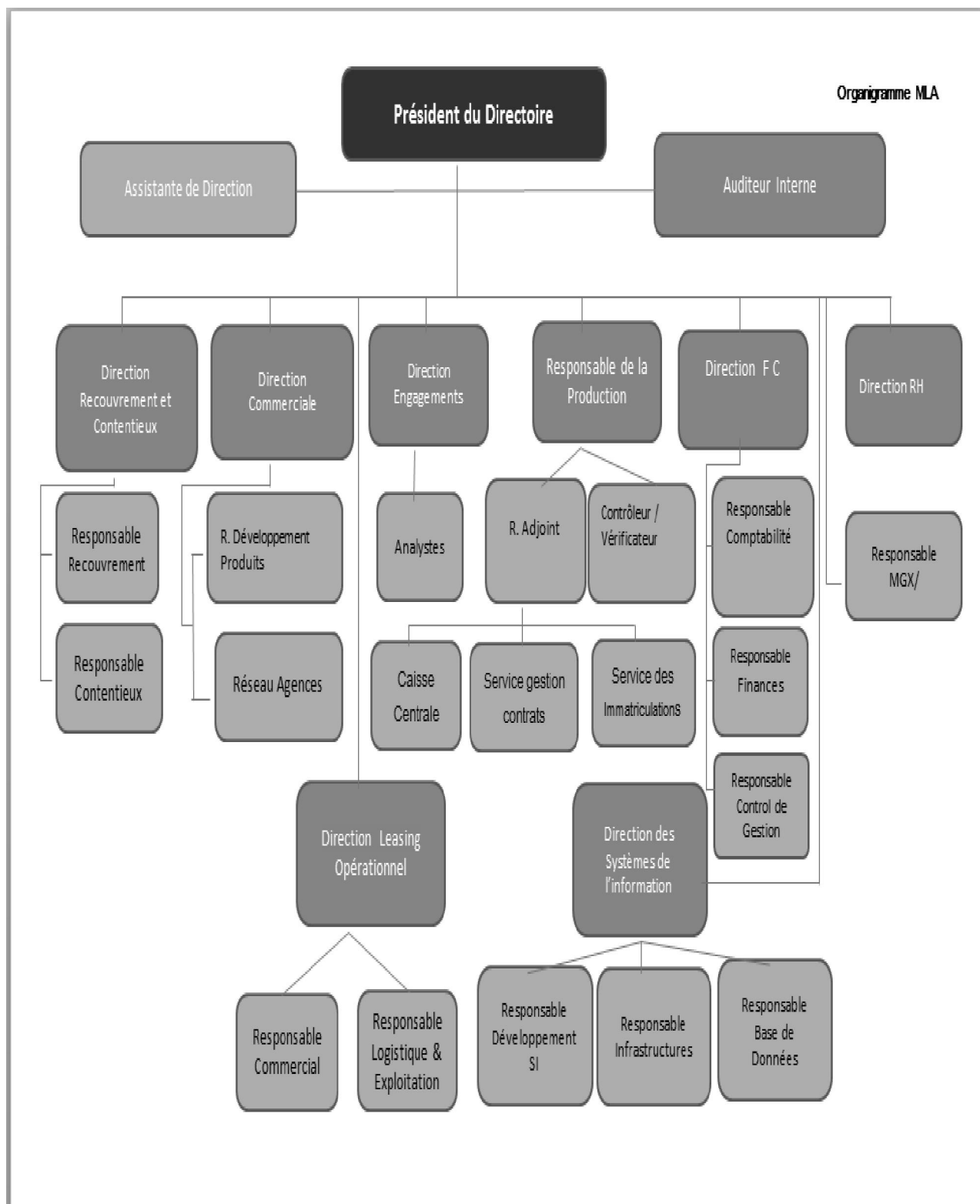
- 2- محمد حشماوي، تغريد الأغا أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم

- الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012.

الملاحق

MLA/spa Notice d'Information

III-1-2- Organigramme :



Notice d'information pour émission obligataire

M A G H R E B L E A S I N G A L G E R I E
M L A

S.P.A AU CAPITAL SOCIAL DE 3.5 Milliards de Dinars algériens



Montant : 2 000 000 000 DA

Obligations à Remboursement Fractionné, Amortissables le	
[4.00%] 2017	400 000 000 DA
[4.50%] 2018	400 000 000 DA
[5.00%] 2019	400 000 000 DA
[5.75%] 2020	400 000 000 DA
[6.50%] 2021	400 000 000 DA

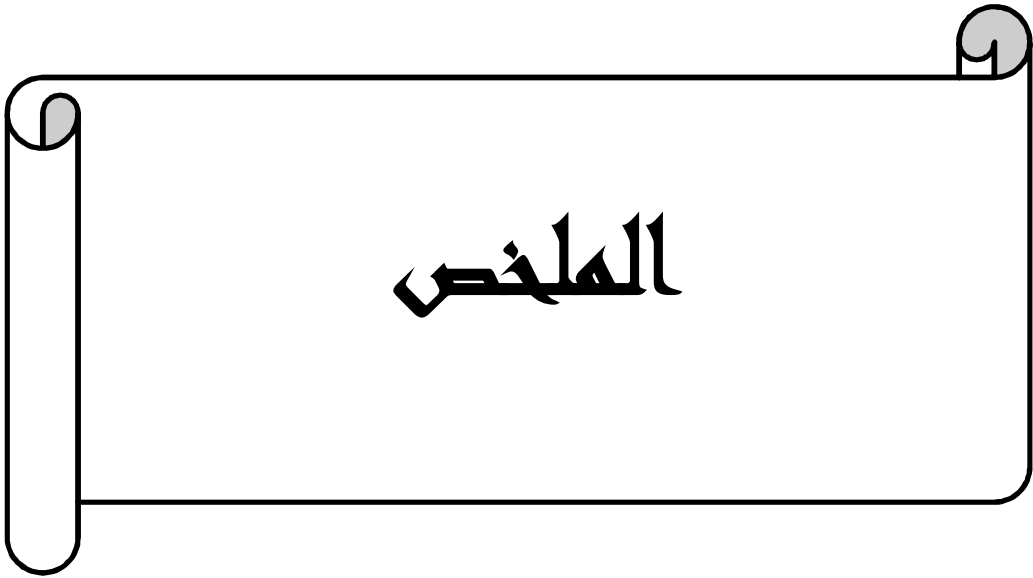
« Aucune Garantie n'est adossée à cet emprunt obligataire en dehors du nantissement, au profit de la masse des obligataires, des billets à ordre tirés sur la clientèle de MLA, et déposés sur un compte ouvert chez BNP Paribas El djazair. Ce nantissement couvre à tout moment et sur toute la durée de vie de l'emprunt, 120% du montant du principal et du montant du coupon».

Visa COSOB N° 2017/01 du 07 Juin 2017



MLA/spa Notice d'Information

PASSIF	Notes	En KDA		
		Montants au 31-déc-14	Montants au 31-déc-15	Montants au 31-déc-16
Banque centrale				
Dettes envers les institutions financières	10	4 526 224	4 286 547	5 707 041
Dettes envers la clientèle				
Dettes représentées par un titre		0	1 800 000	1 400 000
Impôts courants-Passif	11	325 453	334 762	453 943
Impôts différés-Passif	12	24 094	27 391	28 467
Autres passifs	13	129 966	395 987	188 956
Comptes de régularisation	14	593 575	771 178	885 918
Provisions pour risques et charges	15	154 157	158 895	176 716
Subventions d'équipements	16	922	-	-
Fonds pour risque bancaires généraux	17	292 261	297 355	327 664
Dettes subordonnées				
Capital	18	3 500 000	3 500 000	3 500 000
Primes liées au capital		21 324	21 324	21 324
Réserves	19	352 049	435 166	525 946
Ecart d'évaluation				
Ecart de réévaluation				
Report à nouveau(+/-)	20	379 410	328 628	203 446
Résultat de la période		682 334	615 598	563 608
TOTAL DU PASSIF		10 981 769	12 972 831	13 983 030



الملخص:

يكتسي التمويل أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية للمؤسسة، حيث يلعب دورا مهما في تلبية وسد الاحتياجات المالية للمؤسسات. ويشكل الاقتراض طويل الأجل، أحد أشكال التمويل، ومن تلك القروض نجد القروض السندية، حيث تمثل مصدرا تمويليا مهما للمؤسسات الاقتصادية، وهو ما استعملته مؤسسة MLA رغم أنها تعتبر مؤسسة مالية حديثة التكوين.

وعليه ركزت هذه الدراسة على موضوع دور القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية، حيث تناولنا في جانبها النظري في فصل أول مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية، ثم انتقلنا إلى فصل ثاني الذي تضمن التمويل بالقروض السندية، وبعد ذلك جاء فصل ثالث، الذي استعرضنا من خلاله التمويل بالقروض السندية في مؤسسة MLA.

وتطرق الجانب التطبيقي، إلى واقع التمويل بالقروض السندية في مؤسسة MLA، وذلك من خلال الاطلاع على المذكرة الإعلامية لهذه المؤسسة وتحليل معلوماتها المالية واستخلاص النتائج. **الكلمات المفتاحية:** التمويل، المؤسسة الاقتصادية، القرض السندي، الاقتراض طويل الأجل.

Résumé

Le financement joue un rôle très important dans la vie économique de l'entreprise, notamment son rôle essentiel est de satisfaire les besoins financiers des entreprises. Le crédit à long terme constitue l'une des formes du financement. Parmi ces crédits, nous comptons les crédits obligataires qui représentent une source importante de financement pour les entreprises économiques. Ce type de crédit est utilisé par l'entreprise MLA malgré qu'elle soit une entreprise financière nouvelle.

Cette étude s'est basée sur l'importance du crédit obligataire dans le financement de l'entreprise économique où nous avons abordé dans son côté théorique les premières sources du financement de l'entreprise économique. Puis, nous sommes passée au deuxième chapitre qui porte sur le financement par les crédits obligataires.

Enfin, nous avons entamé le troisième chapitre qui traite le financement par les crédits obligataires au sein de l'entreprise MLA.

Dans la partie pratique, nous avons abordé la réalité du financement par crédits obligataires dans l'entreprise MLA et cela à travers la consultation de la notice d'information de cette entreprise et par l'analyse de ses informations financières pour aboutir aux résultats.

Les mots clés : financement, entreprise économique, crédit obligataire, crédit à long terme.