

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل



كلية العلوم الإقتصادية

والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

الموضوع: _____

دور القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية

- دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز -

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

□ تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ(ة):

❖ قـيرة عمر

من إعداد الطالب :

❖ بولقمة عبد الحق

أعضاء لجنة المناقشة

جامعة جيجل	رئيسا	الدكتور : عيمر عبد الحفيظ
جامعة جيجل	ممتحنا	الدكتورة : سرحان سامية
جامعة جيجل	مشرفا ومقررا	الدكتور : قـيرة عمر

السنة الجامعية: 2020 / 2021

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل



كلية العلوم الإقتصادية
والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم المالية والمحاسبة

الموضوع: _____

دور القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية

- دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء و الغاز -

مذكرة مقدمة استكمالا لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

□ خصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذ(ة):

❖ قـيرة عمر

من إعداد الطالب :

❖ بولقمة عبد الحق

أعضاء لجنة المناقشة

جامعة جيجل	رئيسا	الدكتور : عيـمر عبد الحفيظ
جامعة جيجل	ممتحنا	الدكتورة : سرحان سامية
جامعة جيجل	مشرفا ومقررا	الدكتور : قـيرة عمر

السنة الجامعية: 2021/2020

شكر

"...ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي... "

(الآية 18 من سورة النحل)

نشكر الله عز وجل على توفيقه لإنجاز هذا العمل الذي ندعو الله أن يجعله عملاً

مقبولاً

نتقدم بالشكر الجزيل والعرفان لأستاذي والدكتور قيرة عمر لقبوله الإشراف
على هذا البحث وتوجيهاته القيمة،

كما نشكر أعضاء لجنة المناقشة لقبول مناقشة هذا العمل المتواضع

كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر الجزيل إلى كل من ساهم من قريب أو بعيد من
أساتذة وعائلة وأصدقاء.

إهداء

نهدي هذا العمل إلى الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما

إلى إخوتي الأعزاء

إلى كل الأقارب

إلى جميع أساتذتي خلال مراحل الدراسة

إلى كل أصدقائي

إلى كل طالب علم

إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع

فهرس المحتويات

الصفحة	الفهرس
	شكر
	إهداء
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ- د	مقدمة
	الفصل الأول: التمويل في المؤسسة الاقتصادية
7	التمهيد
8	المبحث الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية
8	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الاقتصادية
9	المطلب الثاني: تصنيف المؤسسات الاقتصادية
12	المطلب الثالث: وظائف وأهداف المؤسسة الاقتصادية
15	المبحث الثاني: عموميات حول التمويل
15	المطلب الأول: مفهوم التمويل
17	المطلب الثاني: طرق وأشكال التمويل
18	المطلب الثالث: مخاطر التمويل
19	المبحث الثالث: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية
19	المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية
23	المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية
28	المطلب الثالث: محددات الاختيار بين مصادر التمويل
29	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني : القرض السندي ودوره في التمويل
31	تمهيد
32	المبحث الأول: عموميات حول السندات
32	المطلب الأول: مفهوم السندات

33	المطلب الثاني: أنواع السندات
36	المطلب الثالث: مخاطر السندات
36	المطلب الرابع: مزايا وعيوب التمويل بالسندات
37	المبحث الثاني: سيرورة عملية القرض الندي
37	المطلب الأول: مفهوم القرض السندي
38	المطلب الثاني: إصدار القرض السندي
41	المطلب الثالث: الخطوات العملية لطح القرض السندي
42	المطلب الرابع: تسديد القرض السندي
44	المبحث الثالث: تقييم التمويل بالقرض السندي
44	المطلب الأول: تكلفة القرض السندي
45	المطلب الثاني: عوائد القرض السندي
46	المطلب الثالث: تسعير القرض السندي
48	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: واقع التمويل بالقروض السندي في مؤسسة سونلغاز
50	تمهيد
51	المبحث الأول: تقديم مؤسسة سونلغاز
51	المطلب الأول: معلومات حول مؤسسة سونلغاز
54	المطلب الثاني: مهام وأنشطة مؤسسة سونلغاز
55	المطلب الثالث: تنظيم مؤسسة سونلغاز
58	المبحث الثاني: القروض السندية ودراسة المؤشرات المالية لمؤسسة سونلغاز
59	المطلب الأول: القروض السندية لمؤسسة سونلغاز
61	المطلب الثاني: عملية إصدار مؤسسة سونلغاز القرض السندي لسنة 2008.
63	المطلب الثالث: دراسة وضعية المؤسسة قبل إصدار القرض السندي قبل سنة 2008.
67	خلاصة الفصل

فهرس المحتويات

69	الخاتمة
71	قائمة المراجع
	الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
60	إصدارات القروض السندية لمؤسسة سونلغاز	الجدول رقم (1)
63	الميزانيات المالية لمؤسسة سونلغاز خلال فترة 2004-2007	الجدول رقم (2)
65	مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة سونلغاز خلال فترة 2004 - 2007	الجدول رقم (3)
66	النسب المالية لمؤسسة سونلغاز خلال فترة 2004 - 2007	الجدول رقم (4)

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
58	الهيكل التنظيمي لمؤسسة سونلغاز	الشكل رقم (01)

مقدمة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية الركيزة الأساسية للاقتصاد الوطني، إذ تعتبر النواة الأساسية التي من خلالها يمكن تنفيذ مختلف البرامج و الإجراءات و السياسات، كما تمثل أيضا الآلية المناسبة لتوزيع الثروة بين مختلف المساهمين في خلقها، إضافة على ذلك تمثل المؤسسة أحد مميزات هذا العصر.

وفي ظل سعي المؤسسة الاقتصادية إلى مواكبة التقدم التكنولوجي الهائل والمنافسة الشديدة التي تتعرض لها، توجب عليها البحث عن التمويل اللازم. ويمثل قرار التمويل إحدى أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة في سبيل تسيير نشاطها، فالتمويل عصب المؤسسة والطاقة المحركة لجميع الوظائف والمنفذ لخطط الإدارة العليا للمؤسسة، وهذه من خلال مجموعة من مصادر التمويل المتاحة سواء كانت داخلية أو خارجية، وتختار منها البديل التمويلي الأنسب الذي يستجيب لخطط المؤسسة ويمكنها من تحقيق الأهداف المسطرة.

إن تطور المؤسسات الاقتصادية واتساع نشاطها يدفعها إلى التوجه نحو بدائل تمويل خارجية أما عن طريق البنوك والمؤسسات المالية، أو اللجوء إلى السوق المالي. ويعد التمويل عن طريق السوق المالية مصدرا من مصادر التمويل الهامة الذي تلجأ إليه المؤسسة الاقتصادية لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل وهذا ما يوفر التمويل بالقروض السندية حيث، يعتبر القرض السندي من الأدوات المالية طويلة الأجل الذي يمكن المؤسسة الاقتصادية من اللجوء إليه في حالات نقص مواردها الذاتية، من خلال الحصول على مبالغ ضخمة حسب احتياجاتها ومهما كان حجمها.

1- الإشكالية:

بناء على ما سبق ذكره، يمكن صياغة إشكالية الدراسة والتي تتمحور حول التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو الدور الذي يلعبه القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية؟

ومن خلال هذه الإشكالية يمكننا طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة ؟

- كيف يساهم القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية؟

- ما هي أهم دوافع مؤسسة سونلغاز إلى إصدار القروض السندية؟

2- الفرضيات:

من أجل تحليل الإشكالية وللإجابة المبدئية على الأسئلة الفرعية المطروحة قمنا بصياغة الفرضيات

التالية:

- مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة هي مصادر داخلية و خارجية؛

- القرض السندي يمول جزء من احتياجات المؤسسة المالية؛

- يلعب القرض السندي دورا مهما في تمويل المشاريع الاستثمارية لمؤسسة سونلغاز.



3- أهمية الدراسة:

لقد حاولنا في إطار دراسة هذا الموضوع إبراز أهمية دور القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية، وذلك من خلال معرفة الإجراءات والآليات المختلفة لهذا القرض، حيث يعد هذا الأخير ذات أهمية بالغة في توفير التمويل اللازم لتنمية ودفع عجلة الاقتصاد إلى الأمام.

4- أهداف الدراسة:

- ✓ محاولة الإلمام بموضوع التمويل ومصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية؛
- ✓ إبراز أهمية القرض السندي في تمويل استثمارات المؤسسة؛
- ✓ محاولة الإحاطة بمختلف المفاهيم المرتبطة بالقرض السندية؛
- ✓ التعرف على أهم الأسباب التي دفعت مؤسسة سونلغاز للتمويل عن طريق القروض السنوية .

5- منهجية الدراسة:

للإجابة على الفرضيات السابقة ومن أجل الإحاطة بالجوانب المختلفة للموضوع اعتمدنا على منهجين:

- في الجانب النظري اعتمدنا على منهج وصفي لإبراز وشرح أهمية الموضوع؛
- أما في الجانب التطبيقي اعتمدنا على منهج دراسة حالة من خلال دراسة إحدى المؤسسات الاقتصادية مؤسسة سونلغاز .

أما بالنسبة للأدوات المستعملة فتمثلت في الآتي:

- الكتب المتخصصة في موضوع البحث؛
- صور رسائل الجامعية؛
- مواقع الانترنت؛
- المجلات؛
- الوثائق الداخلية للمؤسسة محل الدراسة.

6- أسباب اختيار الموضوع:

- تم اختيار هذا الموضوع بناءً على جملة من الاعتبارات نوجز منها:

*** الأسباب الموضوعية:**

- تزايد الاهتمام بالأنماط التمويلية الحديثة في مؤسسة سونلغاز؛
- كون الموضوع يكتسي أهمية بالغة على الصعيد الاقتصادي ككل؛
- كون الموضوع من المواضيع التي تساهم في تنمية مؤسسة سونلغاز.

*** الأسباب الذاتية:**

- الميل الشخصي للموضوع والرغبة في التعرف والتعمق فيه أكثر؛
- اعتبار هذا الموضوع يندرج في مجال تخصصنا المتمثل في الإدارة المالية؛
- إفادة الباحثين والراغبين في دراسة مثل هذا الموضوع؛

- تدعيم مكتبة الكلية بمزيد من المعلومات بخصوص هذا الموضوع.

7- إطار الدراسة:

تم إنجاز هذه الدراسة في إطار الحدود التالية:

- الحدود الزمانية: تناولت الدراسة معطيات تخص مؤسسة سونلغاز في الفترة من سنة 2004 إلى 2007.
- الحدود الموضوعية: تم اختيار مؤسسة سونلغاز كموضوع للدراسة في الجانب التطبيقي، حيث أن هذه المؤسسة قامت بعدة إصدارات سنديّة في السنوات 2004، 2005، 2006، 2008 .

8- الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات السابقة التي تناولت موضوع قروض السندية، ومن بين أهم هذه الدراسات التي كانت متقاربة مع موضوع دراستنا ما يلي:

- دراسة " مريم باي" مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير بعنوان "السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية_ دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز".

حيث توصلت الباحثة من خلال دراستها إلى أن مصادر تمويل المؤسسات الاقتصادية متعددة لاسيما عند لجوئها إلى السوق المالي، وذلك لتوفير بديلين تمويليّين أساسيين هما الأسهم والسندات؛

كما اعتبرت التمويل عن طريق القرض السندي هي الطريقة الأقل تكلفة من بين مصادر التمويل الخارجية، كما أنه يزيد من مردودية المؤسسة بالاستفادة من الأثر الايجابي للرفع المالي، في حين أن المخاطر تزيد بسبب التزام المؤسسة بتبديد الفوائد وأصل القرض في أجالها المحددة؛

- دراسة "شكرين محمد" مذكرة مكملة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير تحت عنوان "انعكاسات استخدام القرض السندي في الجزائر كأداة تمويل للمؤسسات وأداة تداول في السوق المالية دراسة مقارنة لعينة من إصدارات المؤسسة الاقتصادية".

وقدم الباحث الفرضيات التالية :

- يرتبط تطوير سوق السندات بنشر ثقافة الأسواق المالية في المجتمع؛

- التمويل السندي أكثر فاعلية من التمويل المصرفي؛

- تخلف سوق السندات في الجزائر سببه حادثة السوق المالي.

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على طبيعة سوق السندات والعوامل المؤثرة فيه، إبراز أهمية دور القرض السندي في تمويل استثمارات المؤسسات ومحاولة الكشف عن الخلل الذي يعيق تطور سوق القروض السندية في الجزائر، من خلال محاولة تحليل كل من السوقين الأولي والثانوي .

خلصت الدراسة إلى أن :

- غياب التحفيز الحكومي للتمويل من السوق المالية، من خلال تشجيع تمويل المؤسسات من خارج السوق المالية بتحمل لجزء من أعباء الفائدة الممنوحة للمؤسسات الجزائرية في إطار تمويل برامجها الاستثمارية ؛

- تصميم القروض السندية من حيث معدل الفائدة وطريقة التسديد لا تساعد المؤسسات على تكرار اللجوء إلى الاقتراض السندي، ولا تشجع على تداول السندات لا سيما في ظل ارتفاع معدلات التضخم؛
- الغياب الشبه التام للمهن المرافقة التي تعد ضرورة لتنشيط السوق المالية .

8- صعوبات الدراسة:

- قلة المؤسسات الجزائرية التي تعتمد في تمويلها على القرض السندي كمصدر تمويلي؛
- صعوبة الحصول على البيانات والوثائق المتعلقة بمؤسسة سونلغاز، وهذا لبعد مقرها الرئيسي؛
- عدم وجود المدة الكافية وضيق الوقت الممنوح لإنجاز المذكرة؛
- صعوبة البحث عن المراجع الأجنبية الخاصة بدراسة هذا الموضوع .

9- خطة الدراسة:

من أجل الإجابة على تساؤلاتنا السابقة سنعالج موضوعنا في ثلاث فصول نستعرض محتواها على

النحو التالي:

الفصل الأول: نتعرض في هذا الفصل إلى التمويل في المؤسسة الاقتصادية، حيث ينقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، سنتناول في المبحث الأول ماهية المؤسسة الاقتصادية، أما بخصوص المبحث الثاني سنتناول فيه عموميات حول التمويل، وسنتناول في المبحث الثالث مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية.

الفصل الثاني: سنتطرق فيه إلى القرض السندي ودوره في التمويل، وينقسم إلى ثلاث مباحث، حيث سنتعرض في المبحث الأول إلى عموميات حول السندات، أما المبحث الثاني سنتناول فيه سيرورة عملية القرض السندي، أما فيما يخص المبحث الثالث نتناول تقييم التمويل بالقرض السندي.

الفصل الثالث: وهو الفصل التطبيقي فاشتمل على دراسة حالة في محاولة تطبيق التمويل بالقرض السندي في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية وكعينة عنها مؤسسة سونلغاز.



الفصل الأول: التمويل في المؤسسة الاقتصادية
المبحث الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية
المبحث الثاني: عموميات حول التمويل
المبحث الثالث: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد:

يعتبر مزاوله نشاط المؤسسة الاقتصادية مثله مثل أنشطة الأعوان الاقتصاديين ضمن الاقتصاد على النقود، فالعمليات التي تقوم بها المؤسسة تحتاج إلى التمويل باستمرار لمزاوله نشاطها وضمان استمراريتها. وتعتبر وظيفة التمويل من أهم الوظائف بالنسبة للمؤسسات التي تسعى من خلالها إلى تحقيق توازنها المالي، ذلك لما يترتب عليها اتخاذ مجموعة من القرارات، أهمها تلك القرارات المتعلقة باختيار مصادر التمويل، وبناء على ذلك فإن الإدارة المالية تبدأ باختيار مصادر التمويل بعد القيام بمهمة تحديد كمية احتياجاتها من الأموال.

وقد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الثاني: عموميات حول التمويل.

المبحث الثالث: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول: ماهية المؤسسة الاقتصادية:

إن النشاط الاقتصادي يرتكز على عدة أعوان اقتصادية، وتحتل المؤسسة مركز النواة، بالمقارنة مع الأعوان الأخرى، وهي بمثابة المحرك الأساسي لاقتصاد في أي دولة، كونها القاعدة الأساسية لسياسة التنمية والركنية التي يقوم بها البناء الاجتماعي. وفي هذا المبحث نحاول التطرق إلى هذا العنصر من خلال توضيح مفهوم المؤسسة الاقتصادية، خصائصها، تصنيفها، وظائفها وأهدافها.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص المؤسسة الاقتصادية:

على ضوء الأهمية التي تحظى بها المؤسسة في الحياة الاقتصادية، سأدرج في هذا المطلب بعض تعاريف المؤسسة الاقتصادية وما يميزها من خصائص.

1- تعريف المؤسسة الاقتصادية :

لقد تعددت و اختلفت تعاريف المؤسسة الاقتصادية كونها تتميز بالتنوع وعدم التجانس، بالإضافة إلى اختلاف وجهات نظر المفكرين الاقتصاديين، ومن بين تعريفات المؤسسة الاقتصادية ما يلي:

تشير المؤسسة إلى أنها: "منظمة اقتصادية و اجتماعية مستقلة نوعا ما، تؤخذ فيها القرارات حول تركيب الوسائل البشرية، المادية، والإعلامية بغية خلق قيمة مضافة حسب الأهداف في نطاق زمني"¹

كما عرفت المؤسسة بأنها: "جميع أشكال المنظمات الاقتصادية المستقلة ماليا، هدفها الإنتاج لغرض التسويق وهي منظمة ومجهزة بكيفية توزع فيها المهام والمسؤوليات "².

وتعرف أيضا أنها : " تنسيق بين عوامل الإنتاج بغية إنتاج سلعة أو خدمات موجهة للسوق ومنه الوصول إلى تلبية الاحتياجات "³.

وفي تعريف آخر لها عرفت على أنها المؤسسة على أنها: "متعامل اقتصادي ينتج سلع وخدمات لمتعاملين آخرين محققا نتيجة ذلك أرباحا"⁴.

وانطلاقا مما سبق يمكن تعريف المؤسسة الاقتصادية على أنها: "منظمة اقتصادية تعمل في إطار قانوني محدد، وتقوم بدمج عناصر الإنتاج لإيجاد " قيمة مضافة " ينتج عنها توليد للثروة ومن ثم توزيع الدخل".

¹ - عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2009، ص28.

² - إسماعيل عرابي، اقتصاد المؤسسة، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996، ص11.

³ - غول فرحات، الوجيز في اقتصاد المؤسسة، ط1، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008، ص9.

⁴ - Jean-luc-charron, sabine sépai, organisation et gestion de l'entreprise, manuel et applications, 2édition, dunod Paris, 2001, p 01.

2- خصائص المؤسسة الاقتصادية :

- تتميز المؤسسة الاقتصادية بعدة خصائص، سواء كانت في بلد متقدم أو سائر في طريق النمو، ويمكن التطرق إلى أهم الخصائص فيما يلي:
 - للمؤسسة شخصية قانونية مستقلة من حيث امتلاكها لحقوق وصلاحيات أو من حيث واجباتها و مسؤولياتها.
 - القدرة على الإنتاج أو أداء الوظيفة التي وجدت من أجلها ؛
 - أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء بما يكفل لها من تمويل كاف وظروف سياسية مواتية وعمالة كافية وقادرة على تكييف نفسها مع الظروف المتغيرة¹؛
 - التحديد الواضح للأهداف والسياسة والبرامج وأساليب العمل فكل مؤسسة تضع أهداف معينة تسعى إلى تحقيقها، أهداف كمية ونوعية بالنسبة للإنتاج، تحقيق رقم أعمال معين؛
 - ضمان الموارد المالية لكي تستمر عملياتها، ويكون ذلك إما عن طريق الاعتمادات أو عن طريق الإيرادات أو عن طريق القروض، أو الجمع بين هذه العناصر كلها أو بعضها حسب الظروف؛
 - لا بد أن تكون المؤسسة مواتية للبيئة التي وجدت فيها وتستجيب لهذه البيئة ؛
 - المؤسسة وحدة اقتصادية أساسية في المجتمع الاقتصادي، فبالإضافة إلى مساهمتها في الإنتاج ونمو الدخل الوطني، فهي مصدر رزق الكثير من الأفراد؛
 - يجب أن يشغل إصلاح مؤسسة بالضرورة فكرة زوال المؤسسة إذا ضعف مبرر وجودها أو تضاءلت كفاءتها؛
- المطلب الثاني: تصنيف المؤسسات الاقتصادية:**

- يمكن تصنيف المؤسسات الاقتصادية إلى عدة أشكال مختلفة ومتعددة تبعا لمجموعة من المعايير منها:
- المعيار القانوني .
 - المعيار النشاط الاقتصادي .
 - معيار الطبيعة الملكية.
 - معيار الحجم.

1- تصنيف المؤسسات الاقتصادية حسب المعيار القانوني:

طبقا لهذا المعيار فإنه يمكن توزيع المؤسسات الاقتصادية إلى قسمين:

1-1- المؤسسات الفردية:

وهي المؤسسات التي يمتلكها شخص واحد، ومحدودة النشاط والمسؤولية².

ويتميز هذا النوع من المؤسسات بالعديد من المزايا أهمها:³

- السهولة في التنظيم و الإنشاء؛

¹ - عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ط6، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر، 2008، ص ص 25-26.

² - عرياجي إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص17.

³ - عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص 26.

- صاحب المؤسسة هو المسؤول الأول و الأخير عن نتائج أعمال المؤسسة، و هذا يكون دافعا له على العمل بكفاءة و جد و نشاط لتحقيق أكبر ربح ممكن؛
- صاحب المؤسسة هو الذي يقوم لوحده بإدارة و تنظيم و تسيير المؤسسة و هذا يسهل العمل و اتخاذ القرار، كما يبعد الكثير من المشاكل التي تتجم عن وجود شركاء.
- أما عيوب المؤسسة الفردية فهي:
- قلة رأسمال و هذا مادام صاحب المؤسسة هو الذي يقوم لوحده بإمداد مؤسسته بعنصر رأسمال؛
- صعوبة الحصول على قروض من المؤسسات المالية؛
- قصر وجهة النظر ضعف الخبرة لدى المالك الواحد مما يعرض المؤسسة لمشاكل فنية و إدارية؛
- مسؤولية صاحب المؤسسة غير محدودة، فهو مسؤول عن كافة ديون المؤسسة.

1-2- الشركات:

- وتعرف الشركة بأنها عبارة عن المؤسسة التي تعود ملكيتها إلى شخصين أو أكثر يلتزم كل منهم بتقديم حصة من مال أو من عمل لاقتسام ما قد ينشأ عن هذه المؤسسة من أرباح أو خسارة.
- تنقسم الشركات بشكل عام إلى قسمين رئيسيين هما:¹
- **شركات الأشخاص:** كشركات التضامن وشركات التوصية البسيطة وشركات ذات المسؤولية المحدودة.
- ومن مزايا هذا النوع من المؤسسات هي:
- سهولة التكوين فهي تحتاج فقط إلى عقد شركائه؛
- نظرا لوجود عدة شركاء يمكن أن يختص كل منهم بمهمة معينة فيسهل بذلك تسيير المؤسسة؛
- من خصائص المسؤولية التضامنية أنها تجعل الشركاء يتقانون و يخلصون في أعمالهم أكثر من اجل تقدم المؤسسة و بالتالي تحقيق الربح؛
- زيادة القدرة المالية للمؤسسة بسبب تضامن الشركاء كما تسهل أكثر إمكانية الحصول على قروض.
- أما مساوئ شركات الأشخاص فهي:
- حياة الشركة معرضة للخطر نتيجة انسحاب أو وفاة احد الشركاء؛
- مسؤولية غير محدودة للشركاء؛
- وجود عدة شركاء قد يثير بعض المنازعات و سوء تفاهم وتناقض و تعارض بعض القرارات مما يعود بالسلب على المؤسسة؛
- في حالة حدوث منازعات أو سوء تفاهم تنشأ صعوبة بيع حصة أي منهم، كما تنشأ صعوبة التنازل عن حصة أي من الشركاء.
- **شركات الأموال:** كشركات التوصية بالأسهم وشركات المساهمة.²

¹ - عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص 37-38.

² - عمر صخري، مرجع سبق ذكره، ص 37.

- ومن مزايا هذا النوع من الشركات ما يلي:
- مسؤولية المساهمون محدودة بقيمة أسهمهم أو سنداتهم؛
 - إمكانية الحصول على القروض بشكل أسهل و أسرع؛
 - حياة المؤسسة أكثر استقرارا؛
 - إمكانات استخدام ذوي المهارات و الكفاءات العالية.
- أما مساوئ شركات الأموال فهي:
- ظهور البيروقراطية و المشاكل الإدارية الناجمة عن تعدد الرقابة بسبب كثرة المساهمين فيها؛
 - تخضع إلى رقابة حكومة شديدة؛
 - بسبب عدم وجود حافز الملكية قد ينتج عن ذلك عدم الاهتمام الفعال بشؤون الشركة من قبل مسيرها غير المساهمين.

2- تصنيف المؤسسات الاقتصادية حسب معيار النشاط الاقتصادي:

توزع المؤسسات الاقتصادية استناداً لهذا المعيار إلى ثلاث قطاعات رئيسية:¹

2-1- القطاع الأول: مؤسسات فلاحية

وتجمع المؤسسات المتخصصة في كل من الزراعة بمختلف أنواعها و منتوجاتها، وتربية المواشي حسب تفرعاتها أيضاً، بالإضافة إلى أنشطة الصيد البحري، وغيره من نشاطات مرتبطة بالأرض والموارد الطبيعية القريبة إلى الاستهلاك، وعادة ما تضاف إليها أنشطة المناجم لتصبح هذه المؤسسات ضمن القطاع الأول ككل.

2-2- القطاع الثاني: مؤسسات صناعية

في قطاع الصناعة تتجمع مختلف المؤسسات التي تعمل في تحويل المواد الطبيعية أساساً إلى منتوجات قابلة لاستعمال أو الاستهلاك النهائي، أو الوسيط (كمواد أو مدخلات لمؤسسات أخرى).

2-3- القطاع الثالث : مؤسسات الخدمات

تشمل مختلف الأنشطة التي لا توجد في المجموعتين السابقتين وهي ذات أنشطة جد مختلفة وواسعة انطلاقاً من مؤسسات النقل ، البنوك، المؤسسات التعليمية وغيرها .

3- تصنيف المؤسسات الاقتصادية حسب معيار طبيعة الملكية:

تصنف المؤسسات الاقتصادية حسب هذا المعيار إلى ما يلي:²

3-1- المؤسسات الخاصة: وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها لأشخاص خواص.

¹- ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة ، ط2، دار المحنية العامة، الجزائر، 1998، ص ص 71، 70.

²- أحلام مخبي، تقييم المؤسسة من وجهة نظر البنك، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص بنوك وتأمينات، كلية العلوم طاقة مادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة ، 2006-2007، ص 17.

3-2- المؤسسات العمومية: وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها للدولة أو الجماعات المحلية والأشخاص الذين ينوبون عن الحكومة في تسيير وإدارة هذه المؤسسات مسؤولون عن أعمالهم هذه اتجاه الدولة وفقا للقوانين العامة لها ولا يحق لهم إغلاقها أو بيعها إلا إذا وافقت على ذلك.

3-3- المؤسسات المختلطة: وهي المؤسسات التي تعود ملكيتها للدولة والقطاع الخاص معا.

4- تصنف المؤسسات الاقتصادية حسب معيار الحجم:

حيث يعتمد هذا النوع من التصنيفات على مجموعة من المقاييس مثل حجم الأرض أو المحل المادي حيث يرتبط المقياس والمقارنة بالمساحة المستعملة أو عدد المباني المكونة للمحول، ويمكن أن يعتمد أيضا على حجم رأس المال، وتصنف المؤسسات حسب هذا النوع إلى ما يلي :¹

4-1- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: وهي التي تضم أقل من 250 عامل وقد قسمت إلى :

- مؤسسات صغيرة من 1- 9 عمال؛

- مؤسسات صغيرة من 10 إلى 49 عامل؛

- مؤسسات متوسطة من 50 إلى 250 عامل.

4-2- المؤسسات الكبيرة: وهي ذات استعمال يد عاملة أكثر من 500 عامل ولها دور معتبر في الاقتصاد الرأسمالي لما تقدمه سواء على المستوى الوطني الداخلي أو على مستوى السوق الدولية .

المطلب الثالث: وظائف وأهداف المؤسسة

لكي تتمكن المؤسسة من تحقيق أهدافها فإنها تقوم بتنظيم نشاطها وفق نسق محدد يتوافق مع طبيعتها وحجمها، وفي الغالب إن هذا التنظيم يستند أو يقوم على أساس المهام أو الوظائف الواجب إنجازها والتي عن طريقها يمكن الوصول إلى تحقيق المراحل والأهداف الفرعية التي تصب في النهاية في المجرى المؤدي إلى تحقيق غاية المؤسسة أو هدفها الرئيسي.

1- وظائف المؤسسة الاقتصادية:

تختلف وظائف المؤسسة الاقتصادية من حيث العدد من مؤسسة لأخرى لأسباب ترجع إما لحجم المؤسسة أو لطبيعة نشاطها، ولكن المتفق عليه هو أن جل المؤسسات تتشابه في الوظائف الأساسية التي تعتمد عليها لبلوغ أهدافها، والتي تتمثل فيما يلي:²

1-1- وظيفة الشراء: تعتبر وظيفة تمارسها جميع المؤسسات رغم اختلاف نشاطها (المؤسسة الصناعية تقوم بشراء المواد الأولية ومستلزمات الإنتاج، المؤسسات التجارية تقوم بشراء البضائع، المؤسسة الخدمية تقوم بشراء ضروريات إنتاج الخدمة التي تخصص لها... الخ).

¹ - عامر حبيبة، مذكرة مكملة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، دور المؤسسات الاقتصادية في تحقيق التنمية المستدامة في ظل التكتلات الاقتصادية العالمية، تخصص علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف مسيلة، 2016-2017، ص 15.

² - خالص صافي صالح، رقابة تسيير في المؤسسة في ظل اقتصاد السوق، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر، 2006 - 2007، ص ص 30-31.

- 1-2- وظيفة الإنتاج: فإننا نجدتها فقط في المؤسسات الصناعية .
 1-3- وظيفة البيع: تعتبر وظيفة البيع من الوظائف المهمة في جميع المستويات.
 1-4 - الوظيفة الإدارية والتسييرية : متعلقة بكافة الجوانب الأخرى (التسيير المالي، تسيير الموارد البشرية، تسيير المخزوناتالخ) .

إذاً يمكن أن نستخلص بأن الوظائف الرئيسية في المؤسسات هي:

- وظيفة الإنتاج المادي (في المؤسسات الصناعية، يقابلها الشراء في المؤسسات التجارية)؛
- وظيفة التسويق (بمعناها الواسع)،
- وظيفة الإدارة والتسيير؛

كما قدم فايول عددا من وظائف المؤسسة الاقتصادية الذي يعد من المفكرين الأوائل الذين قدموا تقسيمات الوظائف الموجودة بالمؤسسة، ويوزعها على ستة وظائف أساسية نعددها كالآتي :¹

1- الوظيفة التقنية : إنتاج ، تصنيع، تحويل؛

2- التجارية: شراء، بيع، تبادل؛

3- الوظيفة المالية: البحث عن الأموال وتسييرها؛

4- وظيفة الأمن : حماية المستهلك والأشخاص؛

5- وظيفة المحاسبة: جرد، ميزانية، سعر التكلفة، إحصائيات وغيرها؛

6- الوظيفة الإدارية : تنبؤ، تنظيم، قيادة، تنسيق ومراقبة.

وحسب فايول، وهذا منطقي، فإن هذه الوظائف الأساسية موجودة في أي مؤسسة باستمرار، سواء كانت كبيرة أو صغيرة، معقدة أو بسيطة.

2- أهداف المؤسسة الاقتصادية:

تسعى أي مؤسسة اقتصادية إلى تحقيق عدة أهداف، تختلف تعدد حسب اختلاف، أصحاب المؤسسات وطبيعة وميدان نشاطها، ولهذا فهي تتداخل وتتشابك فيما بينها، ونلخص أهم هذه الأهداف في العناصر التالية:

2-1- الأهداف الاقتصادية:

تتمثل أهم الأهداف الاقتصادية فيما يلي:²

- تحقيق الربح : حيث يعتبر الربح من أهم المعايير التي تدل على صحة المؤسسة اقتصاديا، وذلك بالنظر إلى حاجة المؤسسة للأموال من أجل تحقيق النمو والاستمرارية، حيث أن تحقيق الربح يسمح بتوسيع المؤسسة لنشاطاتها، تجديد الآلات، تسديد الديون...الخ.

¹- ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص 229.

²- غول فرحات، مرجع سبق ذكره ، ص 09.

- تحقيق متطلبات المجتمع: فتنحقق المؤسسة للأهداف المسطرة يتم عبر بيع ما تم إنتاجه وتغطية تكاليفها فهي بذلك تحقق طلبات المجتمع عن طريق توفير السلع والخدمات التي يحتاجها، وفي نفس الوقت تحقيق أهدافها.

- عقلنة الإنتاج: وذلك عن طريق الاستعمال العقلاني والرشيد لعوامل الإنتاج، ورفع إنتاجيتها بواسطة التخطيط الجيد والدقيق للإنتاج والتوزيع إضافة إلى مراقبة عملية تنفيذ هذه الخطة والبرامج، وهو ما يسمح بتبئية التكاليف، تحقيق الأرباح ورضا المستهلكين.

2-2- الأهداف الاجتماعية:

تتمثل الأهداف الاجتماعية للمؤسسة فيما يلي:¹

- ضمان مستوى مقبول من الأجور: يعتبر العمال في المؤسسة من بين المستقبلين أوائل من نشاطها حيث يتقاضون أجور مقابل عملهم بها، ويعتبر هذا المقابل حقا مضمونا قانونا، وشرعا ، وعرفا، إذ يعبر العمال عن العنصر الحيوي والحي في المؤسسة.

- تحسين مستوى معيشة العمال: إن التطور السريع الذي تشهده المجتمعات في الميدان التكنولوجي، يجعل العمال أكثر حاجة إلى تلبية رغبات تتزايد باستمرار بظهور منتوجات جديدة، بالإضافة إلى التطور الحضاري لهم ولتغير أذواقهم وتحسنها، هذا ما يدعو إلى تحسين وعقلنة الاستهلاك، الذي يكون بتتويج وتحسين الإنتاج، وتوفير إمكانيات مالية ومادية أكثر فأكثر للعامل من جهة والمؤسسة من جهة أخرى.

- إقامة أنماط استهلاكية معينة: تقوم المؤسسات الاقتصادية عادة بالتعرف في العادات الاستهلاكية لمختلف طبقات المجتمع، وذلك بتقديم منتوجات جديدة أو بواسطة التأثير في أذواقهم عن طريق الإشهار والدعاية، وهذا ما يجعل المجتمع يكتسب عادات استهلاكية قد تكون في غير صالحة أحيانا، إلا أنه غالبا ما تكون في صالح المؤسسات.

- الدعوة إلى تنظيم وتماسك العمال: تتوفر داخل المؤسسة علاقات مهنية واجتماعية بين الأشخاص قد تختلف مستوياتهم العلمي، وانتماءاتهم الاجتماعية والسياسية، إلا أن دعوتهم إلى التماسك والتفاهم هو الوسيلة الوحيدة لضمان الحركة المستمرة للمؤسسة وتحقيق أهدافها.

- توفير تأمينات ومرافق للعمال: تعمل المؤسسات على توفير بعض التأمينات مثل التأمين الصحي، والتأمين ضد حوادث العمل، وكذلك التقاعد، كما أنها تخصص مساكن سواء وظيفية، منها أو العادية لعمالها، أو المحتاجين منهم (ويظهر هذا أكثر في المؤسسات العمومية) بالإضافة إلى المرافق العامة مثل تعاونيات الاستهلاك والمطاعم.... الخ.

¹- ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص ص ، 18-19.

2-3- الأهداف الثقافية:

تتأثر المؤسسة بالجانب الثقافي للمجتمع وتؤثر فيه وذلك من خلال ما يكتسبه عمالها ومسيريها من معارف ومكاسب علمية نتيجة الخبرة، التكوين والتدريب الذي تقوم به المؤسسة للأفراد الذين يعملون بها . وبالتالي فإن المؤسسة تساهم في تحسين المستوى الثقافي لأفراد المجتمع مما يرفع من مردوديتهم في خدمة الاقتصاد الوطني¹

2-4- الأهداف التكنولوجية: من خلال قيام المؤسسة بالبحث والتطوير، وذلك بتوفير إرادة خاصة بعملية تطوير الوسائل والطرق الإنتاجية علميا وترصد لها مبالغ كبيرة.

- البحث والتنمية : تطور المؤسسات إلى توفير إدارة أو مصلحة خاصة بعملية تطور الوسائل والطرق الإنتاجية علميا، وترصد لهذه العملية مبالغ قد تزداد أهمية لتحصل على نسبة عالية من الدخل الوطني في الدول المتقدمة إذ تنافس المؤسسات فيما بينها على الوصول إلى أحسن طريقة إنتاجية وأحسن وسيلة، مما يؤدي إلى التأثير على الإنتاج ورفع المردودية الإنتاجية².

المبحث الثاني: عموميات حول التمويل

يعتبر التمويل أحد الركائز الأساسية لنشاط أية مؤسسة اقتصادية لما له من تأثير فعال وفاعل على جميع الوظائف الأخرى داخل المؤسسة وضمان استمرارها، وذلك بإمدادها بالأموال اللازمة في الأوقات المناسبة، وتظهر الحاجة إلى التمويل إما بسبب السياسة الاقتصادية للمؤسسة التي تحاول استغلال كل إمكانياتها في خلق ثروة جديدة تضمن لها حقها في السوق أو توسيع نشاطها. وفي هذا البحث سنتطرق لمفهوم التمويل، طرق وأشكال التمويل ، إضافة إلى مخاطر التمويل.

المطلب الأول: مفهوم التمويل

يعد التمويل عنصر أساسي ومهم لقيام أي مؤسسة نظرا لمساهمته الفعالة في تنمية وتطوير المؤسسة وسنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف التمويل، وبالإضافة إلى خصائصه وأهميته.

1- تعريف التمويل:

لقد تباينت الآراء بين الاقتصاديين الذين تناولوا بالدراسة موضوع التمويل لدرجة يصعب وضع تعريف محدد ودقيق يعبر عن المعنى الحقيقي له، وفيما يلي نذكر بعض تعريفات التمويل .
التمويل هو : " كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على النقود، واستثمارها في عمليات مختلفة تساعد على تعظيم قيمة النقدية المتوقعة الحصول عليها مستقبلا في ضوء النقدية المتاحة حاليا³ .

¹ - قيرة عمر، إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير اختصاص إدارة أعمال المؤسسات، كلية علوم التسيير ، جامعة جيجل ، 2006-2007، ص 12.

² - عامر حبيبة، مرجع سبق ذكره، ص 11.

³ - عبيد على أحمد الحجازي، مصادر التمويل مع شرح المصادر القروض وبيان كيفية معاملته ضربيا، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 11.

كما يعرف التمويل بأنه: " عملية تجميع مبالغ مالية وجعلها في حوزة المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة¹.
وعرف أيضا بأنه : " أحد مجالات المعرفة، وهو يتكون من مجموعة من الحقائق والأسس العلمية والنظريات
التي تتعلق بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال
والحكومات².

من خلال هذه التعاريف يمكن استخلاص أن التمويل هو: " توفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع
الاقتصادية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إليها³.

2- خصائص التمويل :

- إن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من مختلف المصادر تتميز بالخصائص التالية⁴:
- الاستحقاق : يعني أن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة لها فترة زمنية وموعد محدد ينبغي سدادها فيه بغض النظر عن أي اعتبارات أخرى؛
 - الحق على الدخل: وهو يعني أن مصدر التمويل له الحق الأول بالحصول على أمواله والفوائد المترتبة عليها من سيولة أو دخل المؤسسة؛
 - الحق على الموجودات: إذا عجزت المؤسسة عن تسديد التزاماتها من خلال السيولة أو الموجودات المتداولة تلجأ إلى استخدام الموجودات الثابتة، وهذا يكون الحق الأول لمصدر لتمويل بالحصول على أمواله والفوائد المترتبة عليها قبل تسديد أي التزامات أخرى؛
 - الملائمة: وهي تعني أن تتنوع مصادر التمويل وتعددها تعطي للمؤسسة فرصة الاختيار للمصدر التمويلي الذي يناسب المؤسسة في التوقيت، والكمية والشروط والفوائد.

3- أهمية التمويل:

- للتمول أهمية كبيرة لمختلف المؤسسات الاقتصادية والمنظمات نذكر أهمها فيما يلي⁵:
- تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها؛
 - يساهم في إنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والذي يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني؛
 - يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي؛
 - يحافظ على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية .

¹ ELicohen, Gestion Financière de l'entreprise et de développement Financier, Édition Edicef, canada, 1991,p 190.

² - فرد ويستون، يوجين برجام، التمويل الإداري ، الجزء 2، دار المريخ للنشر والتوزيع ، الرياض، السعودية، 1993، ص 20.

³ - أمين كعواش، تقييم آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل برنامج الدعم الاقتصادي، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم
التسيير، تخصص، إدارة مالية ، جامعة جيجل، 2013- 2014، ص 74.

⁴ - هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص 78.

⁵ - سمير هربان، صيغ وأساليب التمويل بالمشاركة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيق التنمية المستدامة، أطروحة لنيل شهادة الماجستير، علوم
التسيير، تخصص اختصاص دولي، 2014- 2015، ص 29.

ونظرا لأهمية التمويل فتعتبر عملية اتخاذ قراراته ذو أهمية كبيرة للمؤسسات، وذلك لأنه المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها لما يتناسب وتحقيق أهداف المؤسسة.

المطلب الثاني: طرق وأشكال التمويل

يمكن النظر إلى طرق وأشكال التمويل من عدة جوانب أهمها ¹:

- المدة التي يستغرقها .

- مصدر الحصول عليه.

- القرض الذي يستخدم لأجله.

1- أشكال التمويل من حيث المدة:

وبموجب معيار المدة تنقسم أشكال التمويل إلى:

1-1- تمويل قصير الأجل: يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.

1-2- تمويل متوسط الأجل: يستخدم التمويل متوسط الأجل لتمويل حاجة دائمة لمشروع لتغطية تمويل أموال ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق عددا من السنين، وتكون مدته بيت سنة وخمس سنوات.

1-3- تمويل طويل الأجل: وينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لحيازة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل وتوجه أيضا إلى مشاريع إنتاجية .

2- أشكال التمويل من حيث مصدر الحصول عليه:

وينقسم التمويل تبعا لمصادره إلى :

2-1- تمويل ذاتي: ويقصد به مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الاستقلالي والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة، وعليه فالتمويل الذاتي فهو تمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية.

2-2- تمويل خارجي: ويتمثل في لجوء المشروع إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية بواسطة التزامات مالية (قروض ، سندات، أسهم) لمواجهة احتياجاتها التمويلية، وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الذاتي المتوفرة لدى المؤسسة.

3- أشكال التمويل حسب القرض الذي يستخدم لأجله:

وينتج عن هذا التصنيف ما يلي:

¹- رباح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، ط1، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة، 2008، ص ص 97-

3-1- تمويل الاستغلال: ويتمثل في القدرة من الموارد المالية الذي يتم التضحية به في فترة معينة من أجل الحصول على عائد في نفس فترة الاستغلال، وبهذا المعنى ينصرف تمويل الاستغلال إلى تلك الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساساً بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع قصد الاستعادة منها لنفقات شراء المواد الخام ودفع أجور العمال وما إلى ذلك من المدخلات اللازمة لإتمام الإنتاجية والتي تشكل في مجموعها أوجه الإنفاق الجاري.

3-2- تمويل الاستثمار: يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الحالية للمشروع كإقتناء الآلات والتجهيزات وما إليها من العمليات التي يترتب القيام بها زيادة التكوين الرأس المالي للمشروع ومن وجهة نظر المخطط الجزائري الاستثمار هو حصيلة ثلاث نشاطات هي:

- اقتناء أو خلق سلعة معمرة بهدف زيادة طاقة الإنتاج أو إنشاء مجموعات إنتاجية كاملة.
- تجديد التجهيز الموجود المتعلق باستبدال سلعة معمرة بسلعة أخرى معمرة للمحافظة على طاقات الإنتاج.
- نفقات الصيانة والإصلاحات الكبيرة للعتاد المخصصة لإطالة الحياة الاقتصادية للتجهيزات الموجودة، بمعنى المدة العادية للاستغلال.

المطلب الثالث: مخاطر التمويل

قد تواجه المؤسسات أثناء عملية تمويل مشاريعها عدة مخاطر تكون سببا في تعطيلها أو سببا في زيادة تكاليف الانجاز، والتي تتبناها المؤسسة من قبل، وتنقسم هذه المخاطر عموما إلى ثلاثة أنواع¹:

1- من ناحية السلع الموجودة في المخازن أو المواد الأولية، فهي معرضة بطبيعة الحال إلى الاختلاس أو الإتلاف بسبب وقوع حريق داخل المخزن،.... كل هذا يعتبر بمثابة أخطار مادية تؤثر بشكل كبير على الإيرادات المالية للمؤسسة، بحيث تتخفف هذه الإيرادات جراء هذه الأخطار المذكورة؛

2- إن التسيير الجيد للمؤسسات يسمح بتحقيق الأهداف المتوقعة مستقبلا أو حتى الوصول إلى نتائج أفضل ومن ثم فإن سوء التسيير بمثابة الأخطار الفنية من طرف مسيري المشروع يتسبب في تعطيل مدة إنجازه وتحصل المؤسسة تكاليف إضافية غير مرغوب فيها، وتعتبر أخطار التسيير بمثابة الأخطاء الفنية؛

3- النوع الثالث من المخاطر هو المخاطر الاقتصادية التي تنقسم إلى نوعين أساسيين هما:

- خطر عدم كفاية الموارد اللازمة لإتمام المشروع والتي تتسبب في توقف العمل، وفي نفس الوقت ارتفاع تكاليف الإنجاز، ويمكن أن نذكر على سبيل المثال تسديد أجور العمال المتوقفين عن العمل...
- خطر تدهور حجم الطلب على المنتج النهائي أي انخفاض رقم الطلبات على الإنتاج التام الصنع للمؤسسة من (س) وحدة إلى (س-ن)، حيث ن : تمثل عدد الوحدات التي انخفض بها الطلب، ويعود ذلك إلى عدة أسباب منها:

✓ سوء التقدير لرغبات واحتياجات المستهلكين بسبب نقص الخبرة وقلة المعلومات.

¹ طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002، ص 22-23.

✓ وجود نقص في السلعة المنتجة، أي السلعة المنتجة لا تعمل أو لا تكون صالحة إلا بوجود سلعة مكملتها.

وبالمقابل هناك عدة طرق تسمح للمؤسسة بتقادي أو تخفيض هذه المخاطر منها:

- 1- وضع احتياطات ومخصصات من الميزانية لمواجهة أي خطر محتمل .
- 2- فيما يخص سوء التقدير لرغبات ومتطلبات المستهلكين، فإنه بالإمكان مواجهته عن طريق الإنفاق على بحوث ودراسات التسويق .
- 3- التأمين ضد أخطار السرقة والحريق وغيرها من المخاطر، وذلك لدى مؤسسات التأمين.

المبحث الثالث: مصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية

يعتمد أسلوب التمويل على مصادر التمويل المتاحة، وتتعدد مصادر التمويل أمام المؤسسات من أجل تمويل مختلف استثماراتها أو عملياتها الاستغلالية وقد تكون مصادر التمويل داخلية أو خارجية، وعلى هذا الأساس فإن تحديد مصادر تمويل المؤسسات يعتمد على المصادر المتاحة في الأسواق والبيئة المالية التي يتواجد فيها.

وفي هذا المبحث سنتطرق إلى مصادر التمويل الداخلية، مصادر التمويل الخارجية، وأخيرا محددات اختيار مصادر التمويل.

المطلب الأول: مصادر التمويل الداخلية

يقصد بالتمويل الداخلي الأموال المتولدة عن العمليات الجارية للشركة أو من مصادر ثانوية دون اللجوء إلى مصادر خارجية وتتمثل أساس في التمويل الذاتي.

1- مفهوم التمويل الذاتي:

يعتبر التمويل الذاتي المحور الأساسي للتمويل خصوصا في مرحلة النمو، حيث يساهم بشكل مباشر في التقليل من المصادر الخارجية للتمويل، ويمكن تعريف التمويل الذاتي على أنه تلك الموارد الجديدة المتكونة بواسطة النشاط الأساسي للمؤسسة والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية¹.

ويحسب التمويل الذاتي بإحدى العلاقتين التاليتين:²

* إجمالي التمويل الذاتي: النتيجة الصافية + الاهتلاكات + المؤونات والخسائر والأعباء طويلة الأجل.

* صافي التمويل الذاتي: النتيجة غير الموزعة + الاهتلاك + مؤونات الخسائر والأعباء طويلة الأجل.

2- أنواع التمويل الذاتي:

قد فرق بين نوعين من التمويل الذاتي:³

¹ - إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي الإدارة المالية، ط1، دار وائل للنشر، عمان - الأردن، 2006، ص 240.

² - مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر 2004، ص 36.

³ - عبد العقار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتحاد القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007، ص 417.

النوع الأول: التمويل الذاتي الذي يهدف للمحافظة على الطاقة الإنتاجية والإيرادية للشركة، حيث تخصص أمواله لتحقيق هذه الغاية ويشمل أموال الاهتلاك واحتياطي ارتفاع أسعار الأصول الرأسمالية.

-النوع الثاني: التمويل الذاتي الذي يهدف إلى التوسع وتنمية الشركة ، وتخصص أمواله لتحقيق هذا الهدف، والذي يشتمل الأرباح المحتجزة والاحتياطات المعلنة.

3- مكونات التمويل الذاتي:

يتكون التمويل الذاتي أساسا من :

3-1- الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمؤسسة وتمثل الأرباح المحتجزة هذا الجزء من الأرباح الذي يتم الاحتفاظ بها داخل المؤسسة لغرض إعادة استثماره¹.

وتعتبر الأرباح المحتجزة من أهم مصادر عمليات النمو والتوسع، كما تستخدم الأرباح المحتجزة في حالة المؤسسات التي تعاني من المشاكل المالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها أو المؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، وفي مثل هذه الظروف تتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة.

وتفضل المؤسسات تمويل احتياجاتها طويلة الأجل باستخدام الأرباح المحتجزة وذلك لتجنب زيادة حقوق التصويت ودخول مساهمين جدد (في حالة إصدار أسهم) أو لتجنب تكاليف الإصدار التي تترتب على بيع الأوراق المالية (في حالة إصدار السندات)².

3-2- مخصصات الاهتلاك:

يقصد بالاهتلاك بأنه عملية تناقص القيمة المحاسبية لأصل من الأصول ناتج عن استعماله أو عن الزمن، أو عن تطور التكنولوجيا، أو آثار أخرى، ولصعوبة قياس هذا التناقص فإن الاهتلاك يتعلق عادة بتوزيعه على مدة حياة قيمة الأشياء القابلة للاهتلاك، وهذا التوزيع يأخذ شكل مخطط اهتلاكي، ويمكن حسابه بطرق مختلفة، وفي الجزائر يطبق طريقة الاهتلاك الثابت أو الخطي، ويقدر بقسمة قيمة الاستثمار على عدد السنوات التي يمكن أن تستعمل فيها هذا الاستثمار³.

إن للمخصصات الاهتلاكية وظيفتين أساسيتين⁴ :

- استرداد الأموال التي استثمرت بقصد تجديد القدرة الإنتاجية للمؤسسة، أي أن الغاية الأساسية هي عدم فقدان رأس المال المستخدم .

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 350.

² - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية التحليل المالي لمشروعات الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 250.

³ - ناصر دادي عدون، التحليل المالي تقنيات مراقبة التسيير، ج1، دار المحمية العامة ، الجزائر، 1999، ص 26.

⁴ - رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية ، ط1، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 1997، ص 218.

- إن إعادة استثمار مخصصات الاهتلاك يساهم مساهمة فعالة في زيادة قدرة المؤسسة الإنتاجية، ومن خلال الوظيفيتين المذكورتين نستطيع القول بأن مخصصات الاهتلاك تحافظ على رأس مال المؤسسة من جهة، وتزيد من قدرة المؤسسة من جهة أخرى.

ويتميز الاهتلاك بميزتين:¹

- يسجل تناقص بعض الأصول الثابتة.

- غير قابل للاسترجاع.

3-3- مخصصات المؤونات:

تعرف المؤونات على أنها مكون مالي من أموال المؤسسة يحتجز لغرض 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 فميزتين عدة أنواع منها، والتي تشكلها المؤسسة لأغراض السابقة الذكر، حيث نجد أنواع التالية:²

- المؤونة القانونية : هي ذات طابع ضريبي لهذا لا يتوقع من ورائها خسائر حيث ألزم المشرع تكوينها وهي لا تؤدي إلى فرض ضريبة مستقبلية، أي أنها 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، إضافة إلى مؤونة الديون المشتركة فيها والتي تسترجع في حالة زوال خطر عدم تحصيلها....

- 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، وأهم هذه المؤونات نجد مؤونة الضمانات المقدمة للزبائن، مؤونة المنازعات، مؤونة التكاليف الموزعة على عدة سنوات، مؤونة من أجل الإصلاحات الكبرى.

3-4- الاحتياطات:

تمثل الاحتياطات مبالغ يتم تجنبها من الأرباح المحققة لتدعيم المركز المالي للمؤسسة أو لمواجهة خسائر محتملة الوقوع، ويتوقف تكوين الاحتياطات على نتيجة أعمال المؤسسات وتحقيقها لأرباح، ذلك أن الاحتياطي يشكل جزء من الأرباح القابلة للتوزيع - تقابله زيادة في الأموال - يدخل ضمن حقوق ملاك المؤسسة. ويتم حجز الاحتياطات إما بمقتضى القانون أو النظام الأساسي للشركة كالاختياطي القانوني واحتياطي شراء سندات حكومية أو قد يكون تكوين الاحتياطات بقرارات صادرة من مجلس الإدارة وبموافقة الجمعية

¹ - ناصر دادي عدون، التحليل المالي، المرجع سبق ذكره، ص 26.

² - أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الحجار، عنابة، 2008، ص ص 30 - 31.

العمومية للشركة كاحتياطات التوسعات والتجديدات، وبصفة عامة تتمتع الاحتياطات بذات المزايا التي تتمتع بها الأرباح المحتجزة¹.

3-5 التنازل عن الأصول:

قد تقوم المؤسسة بالتنازل عن بعض أصولها لأسباب متعددة أهمها²:

- في حالة مواجهة المؤسسة لظروف اقتصادية تصبح معها بعض أصولها ليست ذات قيمة جوهرية بالنسبة لها؛

- في حالة اتجاه المؤسسة نحو تركيز نشاطاتها والتخلي عن التنوع مما يعني إغلاق بعض الخطوط الإنتاجية والتنازل عن الموجودات التي تخصها؛

- في حالة كون بعض الأصول أصبحت خردة ومن الضروري تجديدها ينبغي التنازل عنها.

هذه العمليات والمتمثلة في قيام المؤسسة بالتنازل عن أصولها تدر دخلاً خاضعاً للضريبة على أرباح الشركات يستعمل هذا العائد في تمويل المؤسسة.

4- تقييم التمويل الذاتي:

تحقق المؤسسة من التمويل بواسطة التمويل الذاتي مجموعة من المزايا كما ينتج عنه عيوب سننتظر إليها فيما يلي:

4-1 مزايا التمويل الذاتي:

المؤسسة بلجوتها إلى التمويل من مصادرها الداخلية تكون قد تحصلت على عدة مزايا نذكر منها³:

- أهم مورد في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يصعب عليها الحصول على أموال من مصادر أخرى؛
- استخدام الأرباح المتحققة في تمويل المؤسسات يمنحها الاستقلالية النسبية وحرية الحركة، فاستخدام جزء من الأرباح المحتجزة في شكل احتياطي غير معلن يعفي المؤسسة من اللجوء إلى أعباء القروض الخارجية وما يتبعها من شروط تسديد وفوائد، ويصبح لدى المؤسسة رصيد نقدي مناسب لمواجهة الاحتياجات المتعددة والمتغيرة من الأموال، ويتحسن إيراد المؤسسة بانخفاض الفوائد المدفوعة (فهي تحصل عليها مجاناً)، مع الأخذ بعين الاعتبار حسن استخدام الاستثمار حيث لا يقل الإيراد فيه عن تكلفة الفرصة البديلة؛
- مخصصات الاهتلاك تمثل حصة كبيرة من التمويل الداخلي، فهي أموال معفية من الضريبة؛
- زيادة مقدار الربح المحتجز في المؤسسة يعطيها قدرة كبيرة على زيادة حق الملكية فيمكنها من رفع مقدار الاستثمارات؛

- الاستقلالية اتجاه البنوك والمؤسسات المالية؛

- السرعة في اتخاذ قرار الاستثمار، فهي تحتاج إلى مفاوضات في عقود ولا شروط أخرى؛

¹ - عاطف وليم أندوراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 380.

² - قيرة عمر، مرجع سبق ذكره، ص 45.

³ - مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 178.

- لا يصاحبه زيادة في أسهم المؤسسة، وبالتالي تتقادم زيادة الأصوات في مجلس الإدارة؛
- يعطي للمؤسسة حرية أكبر في اختيار الاستثمارات دون قيد أو شرط أو ضمانات (رهون).

4-2- عيوب التمويل الذاتي:

- 1- خلافا لما يجوبه التمويل الذاتي من مزايا، يمكن أن يكون محل مجموعة من العيوب نذكرها فيما يلي:
- عدم رضا المساهمين بسبب تدني أقساط الأرباح الموزعة عليهم؛
- يؤدي التمويل الذاتي المرتفع إلى ضعف مردودية الاستثمارات الأقل استعمالا؛
- يتسبب التمويل الذاتي في رفع الأسعار، مما يقلل من المكانة التنافسية للمؤسسة.

المطلب الثاني: مصادر التمويل الخارجية

يتضمن التمويل الخارجي كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية، والتي تلجأ إليها المؤسسة لتغطية حجزها المالي وضمن استمرار حياتها، وهذا عندما تكون مواردها المالية غير كافية، وسنتناول في هذا المطلب التمويل عن طريق رفع رأس المال، التمويل عن طريق الاقتراض، والتمويل عن طريق البدائل المستحدثة.

1- التمويل عن طريق رفع رأس المال:

فتح رأس المال للمساهمة يمثل مصدر تمويل خارجي تلجأ إليه المؤسسة عند استحالة تغطية الاحتياجات المالية عن طريق الموارد الداخلية كالتمويل الذاتي، وهو عملية تؤدي إلى زيادة مستوى رأس المال بواسطة الشراكة الخارجية².

1-1- أشكال رفع رأس المال:

تلجأ المؤسسة لزيادة رأسمالها بطرق مختلفة، وهذا حسب الهدف من هذه العملية. ويمكن أن تدخل هذه العملية الأشكال التالية³:

1-1-1- رفع رأس المال نقدا و/ أو عينا:

- تكون المساهمة الخارجية في رأس المال عند إنشاء المؤسسة، حيث تتحدد المساهمة بوضع رأس مال أولي لتكوين رأس المال ، أو وضع أموال إضافية بمناسبة الرفع في رأس المال، وتتحدد في شكلين أساسيين:
- **وضع رأس مال بطبيعته:** وذلك بوضع استثمار مادي أو معنوي تحت تصرف المؤسسة.
- **رفع رأس المال نقدا:** يكون في شكل نقود سائلة، وفي هذه الحالة يتحسن الهيكل المالي والذي يظهر في ارتفاع الأموال الخاصة والسيولة المالية، حيث يتغير الهيكل المالي الجديد، إثر استخدام السيولة في حياة أصول جديدة، وتتجنب المؤسسة مشاكل الاستحقاق.

1-1-2- رفع رأس المال بضم الاحتياطات:

¹ - خميسي شيخة، التسيير والمالية (التسيير المالي للمؤسسة)، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2013، ص 108.

² - إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سبق ذكره، ص 245.

³ - المرجع نفسه، ص ص 245-246.

يتمثل هذا النوع من التمويل في ضم الاحتياطات الموضوعة في شكل أرباح موزعة إلى أموال الخاصة وهذا لا يحدث أي تغيير على الهيكل المالي، فهو مجرد إعادة ترتيب عمودي لموارد المؤسسة لكنه يحسن من صورتها أمام الساهمين.

1-1-3- رفع رأس المال عن طريق تحويل الديون:

تحويل الديون كوسيلة لرفع رأس المال، لا يؤدي إلى زيادة السيولة النقدية حيث تدمج الديون في شكل أموال خاصة دائمة، وتسمى كذلك هذه العملية بتركيز الديون.

1-1-4- رفع رأس المال من خلال إصدار أسهم جديدة:

في هذه الحالة يتم فتح رأس المال لإشراك مساهمين جدد، كما يستخدم هذا الأسلوب ضمن إستراتيجيات التوسع الخارجي وإنشاء المجمعات وتمويل عمليات الاندماج والاستحواذ ويؤدي رفع رأس المال بإصدار أسهم جديدة إلى تغيير في نسب المساهمة في رأس مال المؤسسة، وقد يؤدي إلى تغيير في فريق الإدارة، لكن التأثير الأهم لعملية رفع رأس المال يتمثل في اثر التخفيف (effet de dilution)، من سيطرة المساهمين القدماء على قرارات المؤسسة بالرغم من قرار إصدار أسهم يصدر عن المساهمين أنفسهم (dilution du contrôle) ، وتقليل حصتهم من الأرباح الموزعة نتيجة زيادة عدد الأسهم (dilution du bénéfice paraction) ، والتأثير بانخفاض السعر السوقي للسهم لكون الأسهم الجديدة ستصدر بسعر اقل من السعر السوقي والتوقع بانخفاض حصة النقدية لكل سهم من الأرباح (dilution du prix)¹.

وعموما يعد التمويل بالأسهم من اقل مصادر التمويل استخداما وذلك للأسباب التالية:²

- ارتفاع تكاليف إصدار الأسهم تتمثل في الرسوم و العمولات التي تتحملها المؤسسة؛
- يمثل إصدار أسهم جيدة إشارة بأن السعر الجاري لسهم المؤسسة أعلى من قسمته الفعلية، لذا فان إصدار أسهم جديدة عادة ما يقود إلى انخفاض سعر سهمها؛
- زيادة المعروض من الأسهم قد يولد ضغوطا على سعرها ما قد يجبر المؤسسة على بيع الاسهم الجديدة باقل من السعر السائد قبل الإعلان عن إصدار الأسهم؛
- صعوبة تقدير القيمة السوقية الحقيقية للأسهم خاصة في حالة عدم تداولها في أسواق الأوراق المالية.

1-1-1- مخاطر رفع رأس المال:

نميز بين نوعين من مخاطر رفع رأس المال ويمكن توضيحها كما يلي³:

1-2-1- مخاطر تمييع الرقابة : Risques de dilution de pouvoir

¹ - محمد شكرين، انعكاسات استخدام القرض السندي في الجزائر كأداة تمويل للمؤسسات وأداة تداول في السوق العالمية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير فرع نقود ومالية ، جامعة الجزائر3، 2013-2014، ص ص 50-51.

² - أجين برغام، الإدارة المالية، ج 2، ترجمة محمد فتوح و آخرون، شعاع للنشر، حلب، سوريا، 2010، ص 20.

³ - عمر قيرة، الهندسة المالية وإدارة مخاطر تمييع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس ، سطيف 1، 2017-2018، ص 48.

وهي عبارة عن مخاطر تراجع تمثيل المساهم في الجمعية العمومية للمساهمين ومجلس الإدارة التي يمكن أن يتعرض لها المساهم في رأس مال الشركة ما إذا لم يتم بالاكنتاب في الإصدار الجديد بنفس نسبة ملكيته في رأس مال الشركة قبل الإصدار. بحيث لا تؤثر هذه العملية على دخول وخروج الأموال بالنسبة للمساهم القديم.

1-2-2- مخاطر تميع الأرباح الموزعة: (BPA) Risques de Bénéfices par action : dilution

على الرغم من المبالغ المحصلة في إطار الإصدار الجديد، من المفروض أن توجه للدخول في استثمارات جديدة أو تنمية القائم منها، مما يعني زيادة القدرة الربحية للمؤسسة إلا أنه في المدى القصير يتم تسجيل تراجع في نصيب السهم من الأرباح وذلك بسبب عدد الأسهم الممثلة لحقوق الملكية.

2- التمويل عن طريق الاقتراض:

يتم التمويل عن طريق الاقتراض إما بواسطة الحصول على قروض البنوك أو بواسطة إصدار سندات القرض¹.

1-2- القروض المصرفية (البنكية):

تعتبر القروض المصرفية من المصادر التمويلية الهامة الخاصة في اقتصاديات المديونية، أين تهيمن هذه المؤسسات بصفة شبيه كلية على تمويل الاقتصاد، ويمكن أن تكون هذه القروض قصيرة، متوسطة أو طويلة الأجل، تستحق بعض فترة زمنية، ويترتب عنها فوائد تدفع للجهة الدائنة (حسب الاتفاق و الشروط المبرمة بين الطرفين)².

1-1-2- خصائص القروض المصرفية:

- يتميز عقد القرض المبرم بين البنوك والمؤسسات بعدد من الخصائص أهمها:³
- **قيمة القرض:** إذا ما تعلق الأمر بتمويل اكتساب أصول معينة فإن مبلغ القرض المصرح للمؤسسة عادة ما يمثل نسبة مئوية من تكلفة الأصل المراد اكتسابه، وتتراوح هذه النسبة في الغالب بين 40 % إلى 70 % .
- **مدة القرض:** مدة القرض عبارة عن الأجل المنصوح للمقترض حتى يفي بالالتزام الذي عليه، ونميز بين ثلاثة أجال هي : الأجل القصير الذي لا يتجاوز السنة، والمتوسط والطويل.
- **معدل الفائدة :** هو المعدل الذي تحسب على أساسه الفوائد، وعادة ما يكون هذا المعدل ثابتا، أما إذا تميز القرض بمدة طويلة جدا فيمكن لمعدل الفائدة أن يتغير بحسب الأوضاع الاقتصادية جدا فيمكن لمعدل الفائدة أن يتغير بحسب الأوضاع الاقتصادية ، وهذا حسب ما ينص عليه عقد الاقتراض.
- **الضمانات المطلوبة:** عند لجوء المؤسسة إلى طلب القروض المصرفية فإنه يتوجب عليها في أغلب الأحيان تقديم ضمانات معينة للجهة المقرضة لأجل تخفيض حجم المخاطر المرتبطة بمنح القرض.

2-1-2- أشكال القروض المصرفية:

عموما فإن التمويل عن طريق القروض المصرفية يمكن أن يأخذ أحد الأشكال التالية:

¹ - محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص 29.

² - زغيب مليكة، بوشنيقر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011، ص 197.

³ - مريم باي، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2007-2008، ص 50.

2-1-2-1- القروض المصرفية قصيرة الأجل:

القروض المصرفية قصيرة الأجل من مصادر التمويل المهمة التي قد يلجأ إليها العديد من مؤسسات الأعمال، وهذه القروض لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة وبين المصرف، والقروض المصرفية قصيرة الأجل واجبة السداد خلال فترة زمنية لا تزيد عن سنة¹.
ونميز بين نوعين من التمويلات قصيرة الأجل هما:

- الائتمان التجاري: يقصد بالائتمان التجاري، ذلك القرض الممنوح لشركة معينة نتيجة شراء مواد أولية أو بضاعة دون أن يترتب عليها دفع قيمة هذه المشتريات نقدا، إنما تؤخذ صفة المشتريات الآجلة حيث يسمح لمؤسسة الأعمال دفع قيمة مشترياتها الآجلة خلال فترة زمنية قصيرة لا تتعدى السنة².
- الائتمان المصرفي: يقصد بالائتمان المصرفي تلك القروض قصيرة الأجل، التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، وتلجأ المنظمات إلى هذا الائتمان لتمويل احتياجاتها المؤسسة للأموال التي قد تتمثل في الزيادة الموسمية في المخزون السلعي وحسابات القبض³.

2-2-1-2- القروض المتوسطة الأجل:

هي القروض التي تتراوح مدتها من سنتين إلى سبع سنوات وتوجه لتمويل الأصول الجارية في المؤسسة، مثل الآلات، وسائل النقل، وذلك حفاظا على قدرة المؤسسة على تحقيق المردودية من خلال ضمان استمرارية الاستثمارات في المؤسسة بحيازة استثمارات تجديد القائمة وكذلك تمويل الجزء الدائم من استثماراتها في رأس المال العامل وتمويل إضافات على أصولها الثابتة، حيث تكون هذه القروض مضمونة بأصل معين⁴.
وتقدم المؤسسة طلب القرض إلى البنك الذي يقوم بدراسة حول إمكانية تسديد القرض والضمانات الممكنة وقدرة المؤسسة على تحقيق مردودية من خلال التدفقات التي يستنتجها هذا الاستثمار ودراسة مختلف المؤشرات المالية للمؤسسة.

يتميز هذا النوع من القروض بالمزايا التالية⁵:

- السرعة: نظرا لان عملية التمويل تنتج عن مفاوضات مباشرة مابين المقرض والمقترض فإن الإجراءات الرسمية تكن محدودة للغاية و بالتالي تحصل المؤسسة على احتياجاتها المالية بسرعة.
- المرونة: في حالة حدوث أي تغيرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة يمكن بالاتفاق المباشر مع المقترض تغيير بنود التعاقد، وهو أمر يصعب تحقيقه في حالة الأنواع الأخرى من مصادر التمويل طويل الأجل.

¹ - عدنان تابه النعيمي وزملائه، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد ، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011، ص 197.

² - حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 338.

³ - أحمد محمد غنيم، الإدارة المالية ، المكتبة العصرية، للنشر والتوزيع، مصر ، 2008، ص 106.

⁴ - محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016، ص 153.

⁵ - محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 234.

2-1-2-3- القروض المصرفية طويلة الأجل:

هي قروض تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك والشركات التأمين، وقد يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين عاماً¹.

ومن أهم الخصائص المميزة للقروض أنه يتم الاتفاق على شروطه، (معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهونات،) بالتفاوض بين المقرض والمقترض، وعلى الرغم من أن تكلفة هذا النوع من التمويل تمثل نسبة محدودة من قيمة القرض (سعر الفائدة إلا أن المقرض قد يصر على عدم ثبات هذه النسبة Floating interest rate خاصة إذا كانت معدلات الفائدة في السوق متجهة نحو الارتفاع.

أما بالنسبة لسداد قيمة القرض فقد يتم مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه، أو قد يتم على أقساط متساوية في تواريخ معلومة . Amortization schedule .

2-2- القروض السندية:

يعتبر القرض السندي مصدراً من مصادر التمويل الخارجية التي تلجأ إليها المؤسسات الاقتصادية لتمويل مختلف استثماراتهم التي تتطلب مبالغ ضخمة خلال فترات النمو، خاصة في حالة ضعف التمويل الذاتي لها أو عدم كفايته أو عدم قدرتها على الاقتراض من البنوك أو المؤسسات المالية. هذا ما سيكون محور دراستنا في الفصل الثاني.

3- التمويل بالبدائل المستحدثة:

بالإضافة إلى عناصر التمويل التقليدي التي سبق الإشارة إليها، ظهرت في الفترة الأخيرة من القرن العشرين بعض أوجه التمويل التي أصبحت تعتمد عليها مؤسسات الأعمال بغرض الحد من بعض المخاطر التي كانت تواجهها².

ومن بين هذه التمويلات يمكن تناول ما يلي:

3-1- التمويل بالاستئجار:

يشمل هذا النوع من التمويل على المال على شكل أصل لازم في المؤسسة مقابل دفع قسط استئجار وبموجب هذا النوع من التمويل لا يحتاج المستأجر إلا لدفع قسط شهرياً أو سنوياً يتم الاتفاق عليه في عقد الإيجار، ليتمكن من الحصول على هذا الأصل الذي غالباً ما يكون مرتفع القيمة، قد يصعب على المستأجر وضع هذا المبلغ، وغالباً ما يتم الاتفاق في عقد الاستئجار على التمديد أو الإلغاء³.

3-2- التمويل برأس المال المخاطر:

يعتبر رأس المال المخاطر هو تمويل المشاريع الاستثمارية لكل من المؤسسات الصغيرة والحديثة، في مرحلة ما بعد الإنشاء، من خلال المساهمة برأس المال، وتقديم الخبرة و لتسيير هذه المؤسسات، وليس نوع

¹ - منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 2001، ص 543.

² - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 101.

³ - كنجو عبدو كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، ط1، دار المسيرة، للنشر والتوزيع، عمان ، 2008، ص 58.

المؤسسات التي توظف فيها الأموال هو ما يميز استثمارات رأس المال، المخاطر عن بقية أشكال الاستثمارات التقليدية¹.

3-3- التمويل عن طريق تحويل عقد فاتورة:

تعتبر عملية شراء أو خصم الذمم أداة من أدوات التمويل، والتي تقوم من خلالها مؤسسة مالية متخصصة في هذا النشاط تسمى الفاكتر، أو إحدى البنوك التجارية الذي تتوافر لديه هذه الخدمة المصرفية بشراء حسابات أوراق القبض والعملاء الموجودة بحسابات المؤسسة الصناعية أو التجارية والتي تتراوح مدة استحقاقها بين 20 يوما و120 يوما. ومن هنا فإن هذه العملية تتيح للمؤسسة الحصول على نقدية جاهزة ومستثمرة دون اللجوء إلى انتظار تواريخ الاستحقاق وتحصيل ديونها من العملاء والمدينين².

المطلب الثالث: محددات الاختبار بين مصادر التمويل:

عندما تقرر المؤسسة نوعية الأجور التي ترغب في اقتنائها أو المشاريع التي تهدف إلى إنجازها، فإنه تقييم مختلف مصادر التمويل المتمثلة في ضوء الاعتبارات التالية³:

- 1- حجم الأموال التي يحتاجها المؤسسة والفترة الزمنية التي سيتم توظيف الأموال خلالها.
 - 2- توافق مصادر الأموال لأوجه استخدامات توظيف هذه الأموال؛
 - 3- تكلفة التمويل مقارنة مع معدل التكلفة السائد ومع عائد الاستثمار المتوقع؛
 - 4- آجال التسديد وتزامنها مع التدفقات النقدية المتوقع لتحقيقها من استغلال المشاريع الممولة؛
 - 5- القيود التي يفرضها الممولون على المنشأة المقترضة ك شروط عدم الاقتراض الإضافي، عدم توزيع الأرباح والمحافظة على معدلات محددة من النسب المالية طوال فترة الاقتراض.
- ولأن أحد العوامل المحددة للإستراتيجية المالية هي اختيار الأنسب منها بما فينبغي على المؤسسة المعادلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر ، ولن يتأتى ذلك إلا بالمعرفة المسبقة لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها، وكذا المعايير المعتمدة في اتخاذ القرار التمويلي.

¹ - دبراق محمد، بن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر، ط1، المكتب الجامعي الحديث، الجزائر، 2014، ص 16.

² - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 110.

³ - المرجع نفسه، ص 26.

خلاصة الفصل :

لقد تبين في هذا الفصل أن المؤسسة هي النواة الأساسية و المركز الأساسي الذي يدور حوله أي اقتصاد، ومن اجل ضمان استمرارية نشاطها تحتاج المؤسسة إلى التمويل، وقد لاحظنا انه يوجد أمام المؤسسة العديد من مصادر التمويل والتي قسمت إلى داخلية وخارجية.

وعليه استخلصنا أن مصادر التمويل الداخلية تتمثل أساسا في التمويل الذاتي و الذي يتكون من الأرباح المحتجزة والاحتياطيات، الاهتلاكات، المؤونات، والتنازل عن الأصول، فاعتماد المؤسسة على الذاتي يحقق لها الأمان والاستقلالية في اتخاذ القرارات، لكن ما يعاب عليها هو انه لا يكون كافي في اغلب الأحيان، لذلك فان المؤسسة سوف تضطر إلى اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية من اجل زيادة التمويل لتغطية احتياجات النمو الضرورية لبقاء المؤسسة، ومن أهم مصادر التمويل الخارجية تلك المصادر التي ترفع من رأس مال المؤسسة وزيادة عدد المالكين و المساهمين فيه، والتمويل عن طريق الاقتراض الذي يتمثل في القروض المصرفية و والقروض السندية، إضافة إلى التمويل بالبدائل المستحدثة المتمثلة في الاستئجار وعقد الفاتورة ورأس المال المخاطر، فالمؤسسة بعد دراسة مختلف المصادر التمويلي المتاحة أمامها تسعى للحصول على البديل التمويلي المناسب الذي يكون اقل تكلفة ويحقق أرباح كبيرة كما أنها تفضل أن يكون أجال التسديد بعيد نوعا ما.

الفصل الثاني: القرض السندي ودوره في التمويل

المبحث الأول: عموميات حول السندات

المبحث الثاني: سيرورة عملية القرض السندي

المبحث الثالث: تنفيذ عملية القرض السندي

تمهيد:

إن تطور المؤسسات الاقتصادية وزيادة حجم معاملاتها واتساع نشاطها يدفعها للتوجه إلى بدائل تمويل خارجية إما عن طريق البنوك والمؤسسات المالية، أو اللجوء إلى السوق المالي من خلال بيع وإصدار الأوراق المالية، وهذا ما يوفره التمويل بالقروض السندية الذي يعد أداة مهمة توفر تمويلا مستقرا طويل الأجل للمؤسسات وأقل تكلفة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى.

لذلك تفضل المؤسسات سواء عامة أو خاصة اللجوء إلى القرض السندي من أجل تمويل احتياجاتها الاستثمارية الكبرى.

وعليه سوف نتطرق من خلال هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: عموميات حول السندات

المبحث الثاني: سيرورة عملية القرض السندي .

المبحث الثالث: تنفيذ عملية القرض السندي

المبحث الأول: عموميات حول السندات

تلجأ المؤسسات التي تنشط في محيط يتميز بكفاءة ونشاط للأسواق المالية إلى السندات من أجل تمويل مختلف استثماراتها واحتياجاتها المالية، وسنتطرق في بحثنا هذا إلى مفهوم السندات، أنواع السندات ومخاطر السندات إضافة إلى مزايا وعيوب السندات.

المطلب الأول: مفهوم السندات

يعتبر السند مصدر تمويل تلجأ إليه المؤسسات للحصول على احتياجاتها من خلال الاكتتاب العام عن طريق سوق رأس المال، كما تتميز السندات بمجموعة من الخصائص.

1- تعريف السندات:

توجد عدة تعريفات خاصة بالسندات نذكر منها:

يعرف السند بأنه: " صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة وتصدر الشركات السندات في شكل سندات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات في ذلك الإصدار حقوق متساوية لحاملها في مواجهة الشركة¹.

كما عرفت أيضا على أنها: " جزء من المديونية بمعنى أن من يشتري سند فهو دائن للشركة يحصل على القيم الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يحصل أصحاب السندات على فوائد دورية محددة مسبقا بغض النظر عن أداء الشركة، لذا فإن حملة السندات يحصلون على عائد بسيط ومخاطرة بسيطة " ².

كما يعرف أيضا بأنه: " قرض طويل الأجل، يحمل سعر فائدة ثابت توافق بموجبه الشركة التي أصدرته بدفع الفائدة المستحقة عليه لملك السند في تواريخ محددة بالإضافة إلى التزاماتها بدفع قيمة السند في تاريخ استحقاقه " ³.

من خلال التعاريف السابقة يمكننا استخلاص تعريف السند بأنه: "ورقة مالية تصدرها الشركات المساهمة أو الهيئات الحكومية وتعبّر عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت أو متغير، وتلتزم المؤسسة التي أصدرت السند، بدفع قيمة عند الاستحقاق بالإضافة إلى دفع الفوائد"⁴.

2- القيم المختلفة للسندات :

يتخذ السند القيم التالية⁵:

-**القيمة الاسمية:** وهو سعر الإصدار الذي يكون موحداً، وعادة تصدر السندات بقيمة اسمية عشرة دنانير أو مضاعفتها.

¹ - محمد وحيد حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن ، 2008، ص 60.

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2005، ص 201.

³ - علي عباس ، الإدارة المالية، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 271.

⁴ - أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، ط1، دار وائل للنشر ، الأردن ، 2010، ص 255.

⁵ - علي عباس ، مرجع سبق ذكره، ص ص 271 - 272.

- القيمة السوقية: تتغير قيمة السند أثناء التداول في السوق المالي ارتفاعا أو هبوطا بحسب التغير في أسعار الفائدة المصرفية والأسهم.

ولذلك يتوجب التفريق بين القيمة السوقية التي تظل ثابتة و تلتزم الشركة بدفعها لحامل السند عند موعد الاستحقاق بالإضافة إلى الفائدة السنوية المستحقة، والقيمة السوقية المتغيرة بحسب الظروف السائدة كما ذكرنا، والتي لا تلتزم في هذه الحالة بدفع الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية.

3- خصائص السندات :

- تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر أهمها فيما يلي¹:
- السند صك مديونية على الجهة التي أصدرته؛
- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء حققت ربحا أو خسارة؛
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق؛
- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق (البورصة) اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجاري في السوق النقدية؛
- لا يحق المطالبة قيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية؛
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له؛
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح، أي أنها لا تخضع للضريبة؛
- كما تتصف السندات بمجموعة من الخصائص هي²:
- **الخاصية القانونية:** حيث يمكن لحامل السند التنازل عنه في أي وقت ولا يشترط موافقة المدين، بالإضافة إلى أن الشروط موحدة لللكوك، ويعتبر هذا الأساس القانوني لتنظيم العلاقة بين الدائن والمدين؛
- **خاصية التداول ببورصة الأوراق المالية:** لنجاح عملية الاكتتاب لابد أن تتضمن شروط الإصدار نصوصا بموجبها يتم قيد الإصدار بالبورصة؛
- **الخاصية المالية:** تعتبر السندات بمثابة قرض طويل الأجل بمعدل فائدة اسمي ثابت محدد مسبقا- لذلك يعتبر إصدار القرض في حد ذاته قرار مالي حيث يتطلب دراسة متأنية قبل إصداره.

المطلب الثاني: أنواع السندات

قسمت السندات حسب عدة معايير نذكر أهمها فيما يلي:

1- من حيث الضمان:

نميز بين نوعين من السندات:

¹ - ضياء مجيد، البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية، 2008، ص 35.

² - عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، دار الجامعة للنشر ، الإسكندرية، 2002، ص 280.

1-1- السندات المضمونة: أي مرهونة بأصول معينة كالأراضي والمباني والتجهيزات، فعند تصفية الشركة المصدرة أو عدم وفائها بالتزاماتها تجاه أصحاب السندات فإنهم نظرياً يستطيعون التصرف بهذه الأصول واستيفاء حقوقهم¹.

1-2- السندات غير المضمونة: هي سندات تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد الشركة المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة وقدرتها على مواجهة التزاماتها اتجاه الدائنين².

2- من حيث الجهة المصدرة:

ويمكن تقسيمها كما يلي:

1-2- السندات الحكومية: يقصد بالسندات الحكومية صكوك المدينة متوسطة وطويلة الأجل التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارده إضافية لتغطية العجز في موازنتها أو بهدف مواجهة التضخم³.

2-2- سندات الشركات المساهمة: والتي تصدر عن القطاع الخاص بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محدودة وبضمان أموال الشركة المعنية وبالتالي فإن هذه السندات لا تحظى بضمانات حكومية، فتكون أكثر خطورة من السندات الصادرة عن الخزينة المركزية أو المصالح الإقليمية⁴.

2-3- السندات الأجنبية: وهي تلك السندات التي يتم إصدارها بواسطة الحكومات الأجنبية أو بواسطة الشركات الأجنبية، ويتم تداولها في السوق المحلي للأوراق المالية- إذا كانت مسجلة بهذا السوق- أو يمكن الحصول عليها من الأسواق العالمية⁵.

3- من حيث الأجل:

تنقسم السندات حسب طول أجلها إلى⁶:

1-3- سندات قصيرة الأجل: وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاماً واحداً، ويعتبر هذا النوع من السندات أداة تمويلية قصيرة الأجل ومن الأمثلة عليه سندات الخزينة. وتتمتع السندات قصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها. لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً.

2-3- سندات طويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن سنة واحدة وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل، ومن الأمثلة عليها السندات العقارية.

4- من حيث سعر الفائدة:

وتقسم إلى ما يلي⁷:

¹ - ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص 33.

² - عمر مصطفى جبر إسماعيل، سندات المقارضة وأحكامها في الشريعة الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2006، ص 43.

³ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة الهارف، الإسكندرية، 1999، ص 29.

⁴ - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 215.

⁵ - محمد صالح الحناوي، طارق مصطفى الشهاوي، مبادئ وأساسيات الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2013، ص 82.

⁶ - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007، ص 108.

⁷ - محمد بوشوشة، مرجع سبق ذكره، ص 160.

4-1- السندات ذات سعر فائدة ثابت: وهي السندات التي يحدد لها سعر فائدة معروف ويبقى ثابت حتى موعد الاستحقاق .

4-2- السندات ذات سعر فائدة معوم: وهي السندات التي لها سعر فائدة متغير تبعاً لحركات أسعار الفائدة في السوق، بأن يتم ربط سعر الفائدة للسند بسعر إعادة الخصم أو بفائدة أذونات الخزينة.

4-3- السندات الصفيرية: وهي السندات التي يكون سعر فائدة صفراً، ولكن تباع بأقل من القيمة الاسمية أي مع خصم الإصدار ، وعند استحقاقها يأخذ قيمتها كاملة والفرق يمثل الربح.

5- من حيث القابلية للتحويل:

تقسم من حيث قابلية للتحويل إلى :

5-1- سندات قابلة للتحويل : هي سندات قابلة للتحويل إلى أسهم بحيث تكون هذه السندات ذات أسعار فائدة محدودة وأجال معلومة وتعطي لحاملها الخيار بتحويلها إلى أسهم في رأس مال الشركة المقترضة على أساس تحويل يحدد في الفائدة عند إصدار السندات¹.

5-2- سندات غير قابلة للتحويل: الأصل أن يكون السندات غير قابلة للتحويل إذا نص على خلاف ذلك، وتصدر هذه السندات عادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل².

6- من حيث قابلية الاستدعاء:

وتقسم إلى :

6-1- سندات قابلة للاستدعاء : تشترط بعض جهات الإصدار الاحتفاظ بحق الاستدعاء (cau) لسنداتها قبل تاريخ الاستحقاق، يترتب وجود مثل هذا الشرط في السند حقوقاً لحامله والتزامات لمصدره، لا بد من أخذها بالحساب عند تقدم السند، ويجب تعويض حامل السند عن خسارته جراء من العائد المتوقع عند استدعاء³.

6-2- سندات غير قابلة للاستدعاء: وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب⁴.

7- من حيث الملكية:

وتقسم إلى⁵:

7-1- سندات اسمية: سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقتها، وإثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقاً لقواعد قانونية لنقل الملكية.

¹ - طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان ، 2009، ص 112.

² - محمد مطر، إدارة الاستثمارات ، مؤسسة الورق للنشر، عمان ، 1999، ص 225.

³ - محمود محمد الداغز، الأسواق المالية: مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، 2007، ص 150.

⁴ - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 226.

⁵ - عمر مصطفى جبر إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 43.

7-2- سندات لحاملها: سندات تخلو من اسم حاملها، يتم تداولها بالتسليم ولا يجتاح التنازل عنها موافقة الشركة المصدرة أو إثباته في سجلاتها، تحصل فوائدها مباشرة ومن الجهة المختصة عند الاستحقاق.

المطلب الثالث: مخاطر السندات

بالرغم من أن السندات لها ميزة الثبات والاستمرار بالدخل والأمان في استرداد المبلغ، إلا أن المستثمرون في السندات يتعرضون إلى مخاطر متعددة منها ما يتعلق بالبيئة الاقتصادية، ومنها ما يتعلق بالمؤسسة المصدرة نفسها، ومن بين هذه المخاطر نذكر ما يلي¹:

1- **مخاطر السيولة**: تفتقد السندات طويلة الأجل إلى خاصية السيولة، مما يعرض حامل السند إلى مخاطر انخفاض القدرة الشرائية للنقود بسبب التضخم الاقتصادي، فترتفع درجة الخطر كلما طالت فترة الاستحقاق.

2- **مخاطر تقلب أسعار الفائدة**: تتحرك أسعار السندات هبوطاً وصعوداً عكس حركة معدل الفائدة السائدة في السوق فعند ارتفاع سعر الفائدة في السوق يؤدي إلى انخفاض سعر السند.

3- **مخاطر استدعاء السند**: إذا كان من ضمن شروط الإصدار شرط الاستدعاء ستستغل الشركة المصدرة الفرصة المناسبة لاستدعاء السندات، ولحماية المستثمر يتم منحه علاوة الاستدعاء ورفع الفائدة على السند لتغطية خسارته.

4- **مخاطر الرفع المالي**: إن دراسة مخاطر الرفع المالي للشركة المصدرة يعد من الأمور المهمة، وهناك معايير لنسبة الرفع المالي يأخذها المستثمرون بعين الاعتبار لأن المقرضين الآخرين هم منافسين إضافيين لهم الحق في موجودات الشركة في حالة تعرضها للتصفية.

5- **مخاطر عدم السداد**: تتمثل في مخاطر عجز الجهات المصدرة للسندات عن سداد قيمتها عند تاريخ استحقاقها، أي عجزها عن خدمة الدين الذي تمثله هذه السندات حيث أن الشركات المتعثرة تكون قدرتها على السداد أقل، ومن ثم ترتفع درجة المخاطرة عند الاستثمار في سنداتها، لذلك يجب أن تكون التدفقات النقدية التي تتحقق للشركة من عملها كافية لسداد السندات وفوائدها².

المطلب الرابع: مزايا وعيوب التمويل بالسندات:

إن لجوء المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل بالسندات له العديد من المزايا، كما له عيوب أيضاً، ويمكن إبرازها فيما يلي:

1- مزايا التمويل بالسندات:

من مزايا السندات ما يلي:

- ليس لحملة السندات الحق في التدخل في شؤون المؤسسة أو الرقابة عليها عن طريق التصويت؛
- ثبات تكلفة السندات على المؤسسة بسبب ثبات الفوائد المدفوعة على السندات وعدم مشاركة السندات في أرباح المؤسسة؛

¹ - دريد كمال آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 271.

² - فليح حسين خلف، الأسواق المالية، والنقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، 2006، ص 246.

- في العادة يكون العائد المتوقع الذي يحصل عليه المستثمر من السندات أقل من تكلفة الأسهم العادية؛
- حصول المؤسسة على وفد ضريبي من الفوائد المدفوعة على السندات لأن الفوائد تخصم من أرباح المؤسسة لغرض احتساب ضريبة الدخل؛
- تمنح السندات للمؤسسة مرونة أكبر في تشكيل هيكلها المالي من خلال إصدار سندات قابلة للإستدعاء¹؛
- يعتبر السند أقل أنواع الاستثمارات خطورة²؛
- يحصل حامل السند على دخل مضمون ومؤكد وثابت.

9- عيوب التمويل بالسندات:

- تتمثل عيوب التمويل بالسندات فيما يلي:³
- تمثل السندات التزاما ثابتا وبالتالي فهذا الالتزام يشكل عبء على الشركة خصوصا إذا لم تحقق الشركة الأرباح، كما أن هذا الالتزام يشكل مخاطر خصوصا إذا كانت هناك تقلبات كبيرة في إيرادات الشركة.
- عند قيام الشركة برهن موجوداتها لحملة السندات فإن ذلك يعتبر تقييدا لحركة الشركة في التصرف بموجوداتها.
- تخصيص مبالغ كبيرة سنويا لدفع الفوائد لحملة السندات وتخصيص مبالغ كذلك لإطفاء هذه السندات.
- مدة الاستحقاق عادة تكون طويلة وبالتالي تزيد المخاطر على الشركة فقد تمر الشركة بظروف سيئة لا يمكن التنبؤ بها للاحتفاظ لها.

المبحث الثاني: سيرورة عملية القرض السندي

يعد القرض السندي أحد بدائل التمويل المتاحة التي تلجأ إليها المؤسسات، وسنتناول في بحثنا هذا مفهوم القرض السندي، في إصدار القرض السندي، إضافة إلى الخطوات العملية ل طرح القرض السند وطرق تسديده.

المطلب الأول: مفهوم القرض السندي

سنتناول في هذا المطلب تعريف القرض السندي إضافة إلى خصائصه.

1-تعريف القرض السندي:

للقرض السندي تعاريف عديدة، نذكر أهمها فيما يلي:

القرض السندي هو : " عقد دين يبرم بين المؤسسة المصدرة للسندات وعدة مقرضين مؤهلين يقومون بإقراض المؤسسة من خلال الاكتتاب في السندات التي تصدرها، ولهم الحق في إسترجاع ديونهم إضافة إلى الفوائد⁴.

¹- فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، ط3، إثراء للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2013، ص 122.

²- علي عباس ، مرجع سبق ذكره، ص 275.

³- شقيري نوري موسى وزملائه، إدارة الاستثمار، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 74.

⁴ - Arnaud Thauvron, Annaick Guyvar v'h, DSCG2 Finance Manuel, 4^e Edition, Edition Foucher, paris, 2010,p214.

كما يعرف أيضا بأنه: " عبارة عن قرض تصدره المؤسسات الاقتصادية ويتعلق بمبالغ جد ضخمة، حيث يقسم إلى أوراق مالية ذات مبالغ صغيرة ومتساوية تسمى السندات " ¹.

2- خصائص القرض السندي:

بتميز القرض السندي بالعديد من الخصائص من بينها ²:

- **مبلغ الإصدار:** هو عبارة عن المبلغ الذي تحتاجه المؤسسة، ويقسم على عدد معين من السندات حسب القيمة الاسمية التي تتضمنها.
 - **سعر الإصدار:** هو السعر الذي يتوجب على المكتتب دفعه للحصول على السندات، ويمكن أن يكون سعر الإصدار إما أكبر من القيمة الاسمية أو يساوي القيمة الاسمية أو أقل من القيمة الاسمية.
 - **علاوة الإصدار:** هي الفرق بين سعر الإصدار والقيمة الاسمية للسند .
 - **القيمة الاسمية :** هي القيمة التي تثبت على السند عند إصداره، وعلى أساسها يحسب سعر الفائدة الدوري المدفوع لحاملي السندات.
 - **القيمة السوقية :** تدعى أيضا بالقيمة الشرائية، وهي تمثل سعر السند بعد الإصدار وخلال عمليات التداول، وتعتبر القيمة الحقيقية للسند، كما أنها تكون عرضة للتقلبات باستمرار.
 - **مدة الاكتتاب:** يتم الاكتتاب في السندات المصدرة وفق مدة محددة تسمى مدة الاكتتاب.
 - **معدل الفائدة الاسمي:** هو عبارة عن معدل الإيراد الذي يحصل عليه مالك السند من المؤسسة المصدرة، وغالبا ما يكون ثابت دون تغيير.
 - **تاريخ الاستحقاق:** لكل سند تاريخ استحقاق محدد، أي تقوم فيه المؤسسة المصدرة لسداد القيمة الاسمية والفائدة المستحقة إلى مالكي السندات.
 - **شكل القرض السندي:** يتخذ القرض السندي شكلين، إما أن يكون مجسد أو غير مجسد.
- المطلب الثاني: إصدار القرض السندي:**

يتم إصدار القرض السندي مشاركة بموجب اتفاقية بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية، والتي تتولى شراء السندات، وذلك بناء على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها.

1- الأطراف المشاركة في إصدار القرض السندي:

تتطلب عملية إصدار القرض السندي مشاركة العديد من الأطراف والتي تتعدد كالتالي ³:

- 1-1- المستثمر: Investor :** هو الجهة التي تقوم بشراء السندات، وتحمل مخاطر الإصدار مباشرة وتتمثل في المؤسسات الاستثمارية- شركات التأمين- صناديق المعاشات - الصناديق المتخصصة- البنوك التجارية والمركزية- الأفراد.

¹ - حشماوي محمد، الأغا تغريد، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية، مجلة علمية، جامعة الجزائر 3، 2012، ص 38.

² - المرجع نفسه، ص 38.

³ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003 - 2004، ص 439.

- 1-2- المصدر **Issuer** : وهو المقترض الذي يجب أن يتمتع بموقف مالي جديد يطمئن إليه المستثمر لتوقيع اتفاقية شراء السندات، إلى جانب تمتعه بشخصية سيادية اعتبارية مستقلة.
- 1-3- **صانع السوق: Market Marker** : 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.
- 1-4- **السمسار Broker** : فرد أو مؤسسة يعد بمثابة وكيل ينوب عن صانع السوق في بيع وشراء السندات ويعد المستثمر بالآلية التي تمكنه من الدفع مباشرة للمقترض (المصدر).
- 1-5- **المضارب أو المتعامل Dealer** : فرد أو مؤسسة تلعب دورا رئيسيا في بيع وشراء السندات.
- 1-6- **المنظم: Arranger** : وهو المسؤول عن تنظيم و ضمان اكتتاب إصدار السندات مقابل أتعاب يحصل عليها.
- 1-7- **مؤسسات بالتقييم: Rating Agencies** : وهي الجهة المختصة بتقييم السندات مثل مؤسسة ستاندرد أندبورز ومودز للخدمات الاستثمارية وذلك استناد إلى تقييم المخاطر الائتمانية الخاصة بالمصدر، وتعد التقييمات الصادرة عن تلك المؤسسات بمثابة دليل معترف به في أسواق الائتمان.
- 2- **تقنيات إصدار القرض السندي:**

يتم إصدار القروض السندية إما عن طريق النقابة، أو عن طريق المزايدة، وسوف نتطرق إليهم فيما يلي:¹

2-1- تقنية النقابة **La syndication** :

تعتمد تقنية النقابة على قيام المؤسسة المصدرة للسندات بالاتفاق مع أحد البنوك الذي يدعي " 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 وكلائها الموجودة عبر كافة الشركات الوطنية التي تضمن النهاية الجيدة لعملية الإصدار، وبالتالي تمكن المؤسسة المصدرة من تحصيل القيمة الإجمالية للقرض السندي.

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

- نقابة التوظيف **Syndicate placement** : يتمثل دور هذه النقابة في تأمين توظيف السندات من قبل الجمهور باعتبارها وسيط في عملية الإصدار.
- نقابة الاكتتاب **Syndicat de prise Ferme** : تقوم هذه النقابة بالاكتتاب في مختلف السندات المصدرة من قبل المؤسسة (أو بنسبة معينة منها)، ثم تعيد بيعها للراغبين في الاكتتاب فيها، 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 الوساطة.

¹ - محمد حشماوي، تغريد الأغا، مرجع سبق ذكره، ص ص ، 44-45.

2-2- تقنية المزيدة L'Adjudication :

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

- **المزيدة على الطريقة الفرنسية : L'adjudication à Lafrançaise** : تسمى أيضا " المزيدة بالسعر المحدود "، حيث بعد فرز أوامر الشراء المتقدمة من قبل المزايدون تقوم المؤسسة المصدرة بوضع الحد الأدنى للسعر الذي يحدد قبول الأوامر من عدمها، وبالتالي كل الأوامر التي يكون تحت ذلك الحد يتم رفضها، ويتم وضع سعر ثابت يطبق على كل المستثمرين .

- **المزيدة على الطريقة الهولندية: L'adjudication à la hollandaise** تسمى " المزيدة بالسعر المطلوب "، تبدأ بقبول الأوامر التي تقدم أعلى سعر لتتنزل إلى السعر الأدنى منه وهكذا إلى غاية الوصول المبلغ الإجمالي للقرض السندي ليتوقف قبول الأوامر، وتختلف هذه الطريقة عن الطريقة الفرنسية في أن السعر المدفوع من قبل المستثمرون ليس نفسه وكل مستثمر يدعه بالسعر الذي حدده مسبقا من خلال الأمر المقدم .

3- قيود إصدار القرض السندي:

هناك مجموعتان من قيود إصدار القرض السندي هما ¹:

3-1- المجموعة الأولى: القيود الاقتصادية:

تمثل هذه القيود مجموعة من الاعتبارات يتوجب على الجهة التي تصدر السندات أن تدخلها في حسابها عند قيامها بإصدار السندات من أهمها:

- إن إصدار السندات يترتب على الشركة المصدرة جملة من الالتزامات يتوجب عليها الوفاء بها في جميع الأحوال والظروف، وإلا تسبب ذلك انهيار مركزها المالي، لذلك لا بد من توخي الدقة في تقدير كل الظروف والاعتبارات قبل الإقدام على إصدار السندات.

- إن الإفراط في إصدار السندات (إذا كان ذلك ممكنا) قد يضعف الثقة بها- ومن ثم تضطر الشركة المصدرة إلى رفع أسعار الفائدة لتشجيع المستثمرين على شرائها، مما ينتج عنه تحميل هذه الشركة لأعباء إضافية غالبا ما تكون غير مخططة.

- كلما بالغت الشركة في إصدار السندات كلما انخفضت نسبة ضماناتها، مما يؤدي إلى انخفاض الإقبال عليها، وبالتالي تدهور قيمتها في الأسواق المالية.

3-2- المجموعة الثانية: القيود القانونية:

هنا يتدخل القانون في تنظيم عملية الإصدار بهدف توفير الضمانات اللازمة للمتعاملين بها (حملتها):

¹ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ج1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008، ص ص 67-

- إن القوانين التي تنظم نشاطات الشركات المساهمة غالباً ما تضع قيوداً على إصدار السندات - كأن ينص القانون على عدم تجاوز قيمة السندات المصدرة لنسبة معينة من الأسهم .
- عندما تقتض الشركة من جهة معينة، كالبنوك مثلاً- فإنها قد تلتزم تجاهها بعدم إصدار سندات جديدة، وذلك بهدف عدم إضعاف الضمانات مقابل القروض التي قدمتها البنوك، لأن في إصدار السندات زيادة في التزامات الشركة تجاه الغير مما يؤدي إلى انخفاض الضمانات مقابل هذه الالتزامات.

المطلب الثالث: الخطوات العملية لطرح القرض السندي

بعد استكمال دراسة إصدار القرض السندي تأتي مرحلة الطرح، هناك طريقتان¹:

1- الطرح العام:

يقصد به طرح السندات للاكتتاب من الجمهور الواسع. والميزة الأساسية لهذا الأسلوب، أن السند سيتم تداوله ويحدد سعره في السوق ويتم توزيع القرض على شريحة واسعة من المكتتبين.

يتم الطرح العام من قبل مصرف يتولى تقديم المشورة للمؤسسة ويتولى الإشراف على العملية، بتكوين لجنة من عدد من المصارف يتولون مسؤولية توزيع السندات في السوق الأولية في مقابل عمولة، وهذا لما تملكه المصارف من جهاز إداري ومحاسبي خبير ومتمرس للقيام بمثل هذه الأعمال وإمكاناتها المالية. ويمكن لهذه اللجنة أن تقوم بضمان توظيف كل الأوراق المالية وتسدد كامل مبلغ القرض للمؤسسة المصدرة في تاريخ محدد في حال لم يتم الاكتتاب في كامل السندات من قبل المستثمرين، كما تتولى هذه اللجنة الترتيب مع الوسطاء الماليين لعمليات تداول السندات. كما تساهم المصارف في تقديم الاستشارة للمؤسسات المصدرة للسندات من خلال :

وتلجأ المؤسسات إلى هذا الأسلوب إذا كانت ظروف السوق لا تناسبه الطرح العام من حيث انخفاض السيولة أو محدودية شهرة المؤسسة لدى الجمهور مما يهدد بفشل عملية الاكتتاب، كما يمكن اللجوء إلى هذا الأسلوب لانخفاض تكلفته أو التقاضي متطلبات الإفصاح التي تفرضها هيئات أسواق الإشراف على أسواق الأوراق المالية أو لتجنب تقدد إجراءاته وطول مدة التحضير له.

وهناك عدة تقنيات يتم من خلالها طرح السندات للمكتتبين:

- عرض البيع بسعر ثابت: حيث يتم الإعلان عن سعر البيع في نشرة الاكتتاب، سواء كان هذا السعر مساوياً أو يختلف عن القيمة الاسمية للسند. وتكمن المشكلة الأساسية في هذا الأسلوب أن تحديد سعر معين قد لا يوافق ظروف السوق إذا كانت تتميز بعدم الاستقرار، فإذا تغير معدل الفائدة في السوق فسيؤثر على إقبال المستثمرين على الاكتتاب.

- عرض البيع عن طريق مناقصة: وفقاً لهذا الأسلوب يتم تصنيف المناقصات بترتيب تنازلي للأسعار المعروضة، ويتم تخصيص السندات للمزايدين الذين جاءت عروضهم متوافقة مع السعر الأدنى المحدد مسبقاً أو

¹ - محمد شكرين، مرجع سبق ذكره، ص ص 82-83.

أعلى منه، بعد ذلك يتم تخصيص السندات كلها بالحد الأدنى المقبول للسعر بغض النظر عن الأسعار المعروضة في المناقصة .

- عن طريق مزايده: يمكن إصدار السندات في المزاد، حيث لا يتم تحديد سعر أدنى، وتخصص السندات وفقا لعروض الشراء المقدمة حتى يتم بيع كل السندات. وقد تسمح هذه التقنية بجمع مبالغ تفوق القيمة الإسمية للإصدار.

- دراسة القيمة الإجمالية للإصدار وسعر الإصدار وعملته والفائدة المقررة.

- التوقيت الزمني للإصدار والآجال وطريقة التسديد المناسبة.

- الوقوف بالمشاكل القانونية والإدارية التي قد تحيط بكل إصدار عند تسويقه.

- تحليل المركز المالي للمؤسسة طالبة القرض، فكلما كانت سمعتها ممتازة ساعد ذلك على سرعة تسويق الإصدارات.

- الوقوف على حال السوق المالية ومدى استيعابه لهذه الإصدارات .

يتطلب الطرح العام مخاطبة الجمهور من خلال حملة إعلانية للترويج للسندات لفترة من الزمن. تهدف هذه الحملة إلى توضيح الخصائص المتعلقة بالسندات المعروضة للإكتتاب، وأماكن بيعها والغرض الذي ستستخدم فيه الأموال والضمانات المقدمة، إضافة إلى كل المعلومات التي تتعلق بالوضعية المالية للمؤسسة، حتى يتمكن المكتتبون المحتملون من تكوين صورة حول الجدارة الائتمانية للمؤسسة. وعلى المؤسسة استخدام كل الوسائل التي تحقق هذا الهدف، هذا ما يتطلب تكاليف لتحقيقه.

2- الطرح الخاص:

ويقصد به تخصيص بيع السندات إلى المؤسسات المالية، وهو يقع بين التمويل المصرفي والتمويل المباشر من السوق المالية، حيث تتم دعوة عدد محدود ومعروف من المستثمرين المؤسساتيين لتقديم عروض.

المطلب الرابع: تسديد القرض السندي

تكتسي طريقة تسديد القرض السندي أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة كونها ترتبط بتسيير مديونتها وتسيير خزينتها، ويوجد عدة طرق لتسديد القرض السندي من بينها:

1- التسديد عند الاستحقاق:

يعتمد التسديد عند الاستحقاق على قيام المؤسسة المصدرة بسداد القيمة الإجمالية للقرض السندي عند حلول أجل الاستحقاق إلى كل حاملي السندات بينما يتم سداد الفوائد المترتبة على هذه السندات سنويا، وميزة هذه الطريقة أنها تتيح للمؤسسة المصدرة استثمار المبلغ الكلي للقرض طيلة أجله¹.

¹ - Jonthan Berk, peter Demarzo, Gunther capelle- Blancard, Finance d'entreprise, pearson Education, paris, 2008, p 149.

2- التسديد بواسطة الاستهلاك:

إن استهلاك القرض السندي هو أن تقوم الجهة المصدرة للسندات برد قيمة السندات إلى حاملها وفقا لشروط السداد المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب عن الإصدار¹.
ويوجد عدة طرق لاستهلاك القرض السندي تتعدى كالتالي:

2-1- **التسديد بدفعات ثابتة:** هو أن تقوم المؤسسة بتسديد دفعات متساوية (سنوية، سداسية أو ثلاثية) ابتدائية من تاريخ أول دفعة إلى غاية انقضاء العقد (دفعات نهاية المدة)، تتكون هذه الدفعات من جزء يمثل أصل القرض وجزء يمثل الفائدة، وفي هذه الحالة تكون الفوائد المدفوعة مرتفعة في السنوات الأولى وتتضاءل تدريجيا لكونها تحسب على أساس قيمة القرض المتبقي.

ويعبر الدفعات الثابتة رياضيا بالعلاقة التالية:²

$$a = c \frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}}$$

حيث :

a: قيمة الدفعة والتي تتشكل من قسط القرض D والفائدة السنوية (a = D+ i)؛

V₀ : القيمة الاسمية للقرض؛

i : معدل الفائدة؛

n : مدة القرض.

2-2- **التسديد عبر أقساط ثابتة :** في هذه الحالة تتغير قيمة الدفعة من فترة لأخرى إذ تحتوي على قيمة ثابتة تمثل أصل القروض وتحسب بقسمة أصل القرض على عدد الدفعات، وجزء متغير يمثل الفوائد التي تحسب على أساس قيمة القرض المتبقي، وبذلك تتناقص أصل القرض من فترة لأخرى .
ويعبر عنه رياضيا بالعلاقة التالية:

$$D = \frac{c}{n}$$

حيث:

D : قيمة القسط ؛

C : القيمة الاسمية للقرض؛

N : مدة القرض

2-3 - **التسديد عبر أقساط سنوية متقاعدة:** قد يفضل المشروع دفع أقساط متساوية سنوية مستقبلية أكثر ارتفاعا إذا ما توقع أن تدفقاته النقدية المستقبلية سوف تزداد³.

¹ - مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص 89.

² - محمد شكرين، مرجع سبق ذكره، ص 79.

³ - وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، ج1، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2003، ص 293.

2-4- التسديد عبر أقساط سنوية متناقصة : في هذه الحالة يتم البدء بتسديد الأقساط السنوية الأعلى حتى يصار إلى الانتهاء بالأقساط الأدنى. ما يجدر ذكره أن هذه التقنية هي نادرة الاستخدام نظرا لتعارضها المبدئي مع مصالح المشروع.

3- التسديد المسبق :

يقصد بالتسديد المسبق أن تقوم المؤسسة المصدرة بتسديد السندات قبل تاريخ إستحقاقها، غير أنه لا بد من إدراج النصوص الخاصة به في متن عقد الإصدار، وتقوم المؤسسة بالتسديد المسبق في اغلب الأحيان من خلال إعادة سنداتنا عندما تسعر في البورصة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، والهدف من ذلك هو التقليل من عدد السندات التي تلتزم بسدادها¹.

المبحث الثالث: تقييم التمويل بالقرض السندي

يتم تقييم تمويل عملية القرض السندي من حيث التكلفة والعوائد وتسعيه، وهذا ما سنتطرق إليه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: تكلفة القرض السندي

تتضمن تكلفة القرض السندي الفائدة السنوية أو النصف سنوية التي سوف تتحملها المؤسسة خلال مدة القرض، تحسب هذه التكلفة بضرب معدل الفائدة الاسمي في القيمة الاسمية للقرض².

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

يحدد معدل الفائدة الاسمية في نشرة الإصدار وتشكل العنصر الأساسي في التكلفة، ولكن من الخطأ اعتبارها عنصر التكلفة الوحيد الذي يجب أخذه في الحسبان عند تقرير التكلفة.

تتوقف التكلفة الضمنية للقرض السندي (الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب) على عديد من

العوامل نذكر منها:

- الظروف الاقتصادية العامة، وحالة السوق المالية: حيث يتأثر معدل الفائدة أو العائد في السوق بالتوقعات التي يحتمل أن تحدث في هذه العوامل .
- المركز القانوني للمدين: فمثلا التكلفة الضمنية للسندات التي تصدرها الشركات تكون عادة أعلى من التكلفة الضمنية للسندات الحكومية أو تلك التي تصدرها المحليات.
- جنسية الشركة المدينة: فالتكلفة الضمنية للسندات التي تصدرها الشركات الأجنبية أعلى تكلفة القروض التي تصدرها الشركات الوطنية المماثلة .
- حجم وسمعة المؤسسة المصدرة للسندات: ترتبط السمعة بالجديفة في العمل وسمات وخصائص الإدارة وكذلك مجال النشاط الاقتصادي الذي تنتمي إليه المنظمة.
- الضمانات المقدمة: سواء كانت شخصية أو عينية.

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

² - عبد الغفار حنفي، البورصات (أسهم - سندات - وثائق - استثمار - خيارات)، الدار الجامعية ، الإسكندرية، 2004-2005، ص 263.

- قياس تكلفة القرض السندي: تعني قياس معدل الفائدة السائدة في السوق في لحظات معينة، والخطوة الأولى في معرفة تكلفة القرض هي معرفة معدل الفائدة السائد في السوق، حيث يمكن معرفة معدل الفائدة السوقي مباشرة من قسم المعلومات والإحصاء بالبورصة، كما يمكن معرفة من خلال المعادلة التالية:

$$P_n = \frac{R}{(1+c)^n} + \frac{In}{(1+c)^n}$$

حيث:

$$P_n = \text{السعر في السند} ;$$

$$I_n = \text{الفائدة السنوية للقرض} ;$$

$$R_n = \text{القيمة عند الاستحقاق للسند} ;$$

$$n = \text{المدة المتبقية حتى تاريخ الاستحقاق} ;$$

$$C = \text{التكلفة الضمنية للقرض السندي} .$$

المطلب الثاني: عوائد القرض السندي

يمكن أن نميز بين عدة مقاييس لعائد القرض السندي، نتناولها فيما يلي:

1- العائد الجاري (Carrent Yield)

في الغالب تصدر السندات بمعدل كوبون، ويشكل هذا المعدل كنسبة مئوية من القيمة الاسمية، لذلك يسمى في بعض الأحيان بالكوبون الاسمي Nominal coupon . ويختلف الكوبون الاسمي عن الناتج الجاري في كون الأخير بشكل نسبة من سعر السند في السوق. لذلك فهو الناتج الفعلي المحقق من السند ويحسب على وفق الآتي¹:

$$\text{العائد الجاري} = 100 \times \frac{\text{مبلغ الفائدة السنوية}}{\text{السعر السوقي للسند}}$$

2- العائد حتى فترة الاستحقاق: yield to Moturity :

يعرف عائد فترة الاستحقاق بأنه متوسط العائد الذي يحصل عليه المستثمر إذا اشترى السند في تاريخ معين، واحتفظ به حتى نهاية فترة استحقاقه².

$$YTM = I + \frac{\left[\frac{P-M}{N} \right]}{\left[\frac{2P+M}{3} \right]} : \text{ ويحسب باستخدام المعادلة التالية} :$$

حيث أن:

$$I : \text{الفائدة على السند} ;$$

$$P : \text{القيمة الاسمية للسند} ;$$

$$M : \text{القيمة السوقية للسند} ;$$

¹ - عدنان تاية النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، أرشد الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر، 2009، ص 188.

² - فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، ط3، إثراء للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2013، ص 121.

N : فترة الاستحقاق.

3- العائد حتى تاريخ الاحتفاظ (Holding period yield) :

هو ذلك العائد المتوقع من احتفاظ المشتري بالسند لفترة محددة من تاريخ الاستحقاق، أي العائد المتوقع بين تاريخين محددين، وهو يضم العائد الجاري والعوائد الرأسمالية المتحققة من فروقات سعر البيع والشراء، ويحسب وفق المعادلة التالية¹:

$$\frac{\text{العائد حتى فترة الاحتفاظ}}{\text{سعر الشراء}} = \frac{\text{الفائدة}}{\text{سعر الشراء}} + \frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء} \times \text{فترة الاحتفاظ}}$$

4- العائد حتى موعد الاستدعاء : (yield To COLL)

يمكن حساب العائد على السندات التي تصدر بشرط قبول المستثمر لقيام الجهة المصدرة باستدعائها بالمعادلة التالية مع العلم بأن أكثر السندات التي تصدر بشرط الاستدعاء تمنح علاوة استدعاء تضاف إلى قيمة السند عند قرار الاستدعاء الذي يرتبط بالجهة المصدرة².

$$\frac{\text{العائد حتى موعد الاستدعاء}}{\text{سعر الشراء}} = \frac{\text{مبلغ الفائدة} + \frac{\text{سعر الاستدعاء} - \text{سعر الشراء}}{\text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستدعاء}}}{\frac{\text{سعر الاستدعاء} + \text{سعر الشراء}}{2}}$$

المطلب الثالث: تسعير القرض السندي

يتم تسعير السندات في السوق الأولية والسوق الثانوي، وهو ما سوف يتم توضيحه فيما سيأتي:

1- تسعير السندات في السوق الأولية:

- يتضمن الإصدار الجديد سعر السند بالإضافة إلى قيمة الكوبون وأجل الاستحقاق، ومعدل الربحية التي يحصل عليها المستثمر، وهناك العديد من الاعتبارات تؤخذ عند تحديد ربحية السند أهمها³:
- تحديد الجهة المسؤولة عن إدارة السندات، هامش الربح المطلوب للمستثمر 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 منسوبا لمعدل الربحية المطلوب للمستثمر .

¹ - محمد شكرين، مرجع سبق ذكره، ص 108.

² - دريد كمال آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص 274.

³ - عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 304.

2- تسعير السندات في السوق الثانوي:

يتم التعبير عن سعر السند في السوق الثانوي كنسبة مئوية من القيمة الاسمية، إذ يتم إرجاع قيمة السند إلى الأساس 100 % ، ومن ثمة إذا أردنا الحصول على قيمة السند يتم ضرب النسبة في القيمة الاسمية¹.

إن التعبير عن قيمة السندات بهذه الطريقة يسهل المقارنة بين مختلف السندات، وحتى تتم هذه المقارنة بشكل صحيح لابد من عدم إدماج قيمة الكوبون 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 تناسباً مع المدة . وفي الأخير يمكن الإشارة إلى أنه لا يمكن إنجاز قرار تداول السندات سواء في السوق الأولي أو الثانوي إلا بمراعاة عاملين أساسيين هما:

- **معدل العائد الحقيقي:** هو المعدل الذي يعبر في لحظة معينة عن عائد الاستثمار في هذا السند اعتماداً على سعر الفائدة المركبة .

ويمكن الحصول عليه من خلال مساواة القيمة الحالية للسند، مع القيمة الحالية للفوائد المستقبلية.

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

حيث:

N : القيمة الاسمية للسند؛

R : القيمة السوقية أو الحالية للسند؛

n : مدة حياة السند؛

C : معدل المردود الحقيقي.

- **هامش الربح المطلوب على الاستثمار:** 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، نظراً لخلوها تماماً من المخاطر.

¹ - مريم باي، مرجع سابق، ص 88.

خلاصة الفصل:

تبين لنا في هذا الفصل التمويل بالقرض السندي يعتبر أحد بدائل التمويل الخارجية طويلة الأجل المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية لتغطية مختلف نشاطاتها الاستثمارية الضخمة، فالقرض السندي عبارة عن عقد دين يبرم بين المؤسسة المصدرة للسند و عدة مقرضين مؤهلين يقومون بإقراض المؤسسة من خلال الاكتتاب في السندات التي تصدرها ولهم الحق في استرجاع ديونهم إضافة إلى الفوائد.

وتتطلب عملية إصدار القرض السندي مشاركة العديد من الأطراف والتقنيات والقيود وللمؤسسة المصدرة للقرض السندي إمكانية توجيه إصداراتها إما للمؤسسات أو للجمهور، فعلى المؤسسة الراغبة في إصدار قرض سندي ان تكون ملمة بمتطلبات هذا النمط من التمويل، حتى يمكنها طرح قرض سندي في الوقت المناسب وبالجم المناسب، حتى يلقى الراج المناسب عند طرحه للاكتتاب.

وقبل اتخاذ قرار التمويل عن طريق القرض السندي لا بد على المؤسسة أن تعتمد مجموعة من المعايير المتمثلة أساسا في التكلفة والعائد، حيث يعتبر التمويل عن طريق القرض السندي اقل تكلفة مقارنة بمصادر التمويل الخارجية، إلا انه يزيد من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة العائد الذي يطلبه المستثمرون.

الفصل الثالث: واقع التمويل بالقروض السندي في مؤسسة

سونلغاز

المبحث الأول: تقديم مؤسسة سونلغاز

المبحث الثاني: القروض السندية ودراسة المؤشرات المالية لمؤسسة

سونلغاز

تمهيد:

نتيجة لأهمية موضوع هذه الدراسة، وبعد الانتهاء من الجانب النظري لها، كان لابد من ربط هذا الجانب بالجانب التطبيقي ، لهذا قمنا بعرض تجربة إحدى المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في مجال التمويل بالقروض السندي، وهي مؤسسة سونلغاز باعتبارها مؤسسة وطنية اعتمدت على تقنية التمويل بالقروض السندية. وسوف نحاول توضيح موضوع دراستنا بداية من تقديم المؤسسة، إضافة إلى إصدارات القروض السندية التي قامت بها ودراسة المؤشرات المالية لمؤسسة سونلغاز..

وقد قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى:

المبحث الأول: تقديم مؤسسة سونلغاز

المبحث الثاني: القروض السندية ودراسة المؤشرات المالية لمؤسسة سونلغاز

المبحث الأول: تقديم مؤسسة سونلغاز

تعتبر شركة سونلغاز من أقدم المؤسسات التي عرفتها الجزائر، فهي مؤسسة عمومية تنشط في مجال الكهرباء والغاز، حيث تقوم بالمساهمة الفعالة في التنمية الاقتصادية والصناعية. وللتعرف أكثر على هذه الشركة سوف نتطرق في بحثنا هذا إلى تقديم معلومات حول مؤسسة سونلغاز في المطلب الأول، وفي المطلب الثاني أنشطة ومهام المؤسسة، إضافة في المطلب الثالث الذي يعني تنظيم مؤسسة سونلغاز.

المطلب الأول: معلومات حول مؤسسة سونلغاز

نتناول في هذا المطلب تعريف مؤسسة سونلغاز، إضافة إلى مراحل تطورها، و الغرض منها.

1- التعريف بمؤسسة سونلغاز:

مؤسسة سونلغاز هي شركة عمومية جزائرية مجال نشاطها إنتاج ونقل الطاقة وتوزيعها. تم إنشائها في العهد الاستعماري سنة 1947 وقانونها الأساسي يسمح لها بإمكانية التدخل في قطاعات أخرى من قطاعات الأنشطة ذات الأهمية بالنسبة لها ولاسيما في تسويق الكهرباء والغاز نحو الخارج.

وفيما يلي معلومات خاصة حول مؤسسة سونلغاز:

- رأس المال الاجتماعي: قدر رأس مال مؤسسة سونلغاز في سنة 2008 مائة وخمسين مليار دينار (1500000000000 دج) مقسمة إلى مائة وخمسين ألف سهم (150000) بقيمة مليون دينار للسهم الواحد، تكتتب وتدفعها الدولة بالكامل وحصريا.

- رقم القيد في السجل التجاري: تم تسجيل سونلغاز في المركز الوطني للسجل التجاري (CNRC) تحت الرقم 99 ب 0010282 بتاريخ 2003/06/23.

- المقر الاجتماعي: يقع المقر الرئيسي لشركة سونلغاز في الجزائر العاصمة.

- الهيئات الاجتماعية: لدى سونلغاز الأجهزة التالية: الجمعية العمومية، مجلس الإدارة، اللجنة التنفيذية.

- تاريخ البدء ونهاية النشاط: تبدأ السنة المالية في 10 جانفي وتنتهي في 31 ديسمبر من كل سنة.

2- مراحل تطور شركة سونلغاز:

مرت الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز في تطورها بعدة مراحل تتمثل فيما يلي:

- مرحلة إنشاء الشركة العمومية "كهرباء وغاز الجزائر":

تم في سنة 1947 إنشاء الشركة العمومية "كهرباء وغاز الجزائر" المعروفة اختصارا بالحروف الرامزة EGA، لتحكّر نشاط إنتاج، نقل، توزيع الطاقة الكهربائية والغازية في الجزائر.

- مرحلة إنشاء "الشركة الوطنية للكهرباء والغاز":

تكلّفت الدولة الجزائرية بعد الاستقلال بالمؤسسة العمومية للكهرباء وغاز الجزائر إلى حين صدور الأمر رقم 59-69 المؤرخ في 26 جوان 1969 والمتعلق بتسيير الكهرباء والغاز، حيث تم تحويل المؤسسة العمومية

لكهرباء وغاز الجزائر إلى الشركة الوطنية للكهرباء والغاز، التي تحتكر نشاط الإنتاج، نقل، توزيع واستيراد الكهرباء إضافة إلى احتكار النشاط التجاري للغاز الطبيعي داخل التراب الوطني.

- مرحلة إعادة هيكلة "الشركة الوطنية للكهرباء والغاز".

في سنة 1983 تمت إعادة هيكلة الشركة الوطنية للكهرباء و الغاز، حيث أصبحت سونلغاز في هذه السنة ذات خدمات عمومية فاكتسبت خمس (05) مؤسسات فرعية للأشغال المتخصصة:

- كهريف (KAHRIF) : الأشكال الكهربائية.

- كهركيب (KAHRAKIB) : تركيب البنى التحتية والإنشاءات الكهربائية.

- كناغاز (KANAGAZ) : أشغال الهندسة المدنية.

- التركيب (TARKIB): التركيب الصناعي.

AMC : صناعة المعدات ومختلف التجهيزات المستعملة في المراقبة.

- تغيير الشكل القانوني "للشركة الوطنية للكهرباء والغاز":

في سنة 1991، وبموجب المرسوم التنفيذي رقم 91-475 المؤرخ في 14 ديسمبر 1991، تم تحويل الشكل القانوني "للشركة الوطنية للكهرباء والغاز داخل التراب الوطني إلى المؤسسة العمومية ذات الطابع الصناعي والتجاري، التي تسهر على أداء الخدمة العمومية في مجال الكهرباء الوطني الجزائري.

أما في سنة 1995 وبصدر المرسوم التنفيذي رقم 95-280 المؤرخ في 17 سبتمبر 1995، فقد أكد الشكل القانوني "السونلغاز" على أنها مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري، تابعة لوزارة الطاقة والمناجم، لها شخصية معنوية، وتتمتع بالاستقلالية المالية.

- تغيير الشكل القانوني للمؤسسة العمومية للكهرباء والغاز:

في سنة 2002، وبموجب المرسوم الرئاسي رقم 02-280 المؤرخ في 01 جوان 2002 تم تحويل المؤسسة العمومية للكهرباء و الغاز إلى شركة قابضة ذات أسهم، دون إنشاء شخصية معنوية جيدة لها، تنشط بواسطة فروعها لنشاطات الإنتاج، نقل و توزيع الكهرباء، نقل وتوزيع الغاز. وحسب المادة 165 من القانون 02-01 المؤرخ في 5 فيفري فإن الدولة لها حق امتلاك أغلبية الأسهم فيها.

وفي سنة 2004 أصبحت سونلغاز عبارة عن مجمع (**HOLDING**) خلال السنوات 2004 - 2006 و أصبحت مجمع أو مجموعة مؤسسات تم إعادة هيكلة الفروع المكلفة بالنشاطات الرئيسية بها.

- شركة إنتاج الكهرباء SPE ؛

- شركة نقل وتوزيع الكهرباء SDE ؛

- شركة نقل وتوزيع الغاز G R T G .

وفي سنة 2006 تم هيكلة وظيفة التوزيع وقسمت إلى أربع فروع وهي:

- سونلغاز للتوزيع (الجزائر العاصمة) SPA ؛

- سونلغاز الجهة الشرقية SDE ؛

- سونلغاز الجهة الوسطى SDC ؛

- سونلغاز الجهة الغربية SDO .

3- غرض مؤسسة سونلغاز:

تسعى شركة سونلغاز من خلال الوظائف التي تمارسها إلى تحقيق مجموعة من الأهداف والنتائج وهي

كمايلي:

- التحكم مع الاستعمال الأمثل للوسائل والتقنيات بهدف الترقية والتحسن الدائم لصورة علامتها؛

- توصيل التكامل الوطني بتقوية الدعم للقواعد الصناعية وتنويع منتجاتها ؛

- المشاركة في الإنجازات الصناعية والتجارية في الخارج حتى تكون بأقرب من الزبون النهائي؛

- استقلالية التسيير وإدخال قواعد ذات طابع تجاري؛

- الحصول على حصة السوق العالمي.

وعموما فإن هدفها هو أن تصبح أكبر تنافسية والتمكن من مواجهة المنافسة المحتملة في المستقبل

حيث تعتبر شركة سونلغاز من أحسن خمس مؤسسات الكهرباء والغاز في حوض البحر الأبيض المتوسط ومن

أهداف شركة سونلغاز ذات أسهم هي:

- إنتاج الكهرباء سواء في الجزائر أو في الخارج وتسويقه؛

- نقل الغاز لتلبية حاجيات السوق الوطنية؛

- توزيع الغاز عن طريق القنوات سواء في الجزائر أو في الخارج وتسويقه؛

- تطوير وتقديم الخدمات الطاقوية بكل أنواعها؛

-دراسة كل شكل و مصدر للطاقة وترقيته وتثمينه؛

- إنشاء فروع وأخذ مساهمات وحيازة كل حقيبة أسهم وغيرها من القيم المنقولة في كل شركة موجودة أو سيتم

إنشائها في الجزائر أو في الخارج؛

- تطوير كل نشاط له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالصناعات الكهربائية والغازية وكل نشاط يمكن أن تترتب

عنه فائدة سونلغاز .

وبصفة عامة كل عملية مهما كانت طبيعتها ترتبط بصفة مباشرة أو غير مباشرة تهدف الشركة. لا سيما البحث

عن المحروقات واكتشافها وإنتاجها وتوزيعها.

المطلب الثاني: مهام وأنشطة مؤسسة سونلغاز

من خلال التطورات التي عرفتتها شركة سونلغاز أصبحت تقوم بمجموعة من المهام و الأنشطة، وفيما يلي نبز المهام التي تقوم بها إضافة إلى أنشطتها.

1-مهام مؤسسة سونلغاز:

من خلال المادة 06 من الجريدة الرسمية 54 وفي ديسمبر 1995 في إطار الأهداف المسطرة والخدمات العمومية تقوم المؤسسة بمجموعة من الوظائف والمهام، ومن أبرز مهام الشركة نذكر ما يلي:

- ضمان نوعية إنتاج ونقل وتوزيع الطاقة الكهربائية وكذا ضمان توزيع الغاز في إطار احترام شروط الحماية والأمن بأقل التكاليف؛

- تركيب وتصليح وصيانة وإعادة تجديد مراكز الإنتاج ونقل وتوزيع الطاقة الكهربائية بالإضافة إلى مراكز التوزيع العمومي والغاز؛

- التخطيط ووضع البرامج السنوية وكذا المراكز المعدة لسنوات ؛

- ضمان التمويل اللازم لتحقيق وتنفيذ البرامج المسطرة ؛

- توفير المنشآت الضرورية (التجهيزات - الهياكل البيانية) لضمان سير مهمتها؛

- التجديد والتعريف بالمكتسبات والإمكانيات المتعلقة بتطبيق التجهيزات والتركيبات الكهربائية الغازية وكذا المتعلقة بأجهزة القياس والحساب؛

- ضمان التحكم في السير الحسن للبرامج؛

- تساهم في السياسة المنتهجة من طرف المديرية العامة فيما يخص الأدوات المقدمة للعملاء؛

- تطبيق السياسة التجارية للمؤسسة ومراقبته؛

- ضمان تطبيق القيمة فيما يخص البناء والإصلاح واستغلال الموارد؛

- ضمان التسيير الحسن للموارد البشرية والعتاد اللازم للعمل؛

- ضمان أمن الأشخاص والمواد التي لها علاقة مع نشاط العمل والتوزيع ؛

- ضمان تمثيل سونلغاز على المستوى المحلي أحسن تمثيل.

2- أنشطة مؤسسة سونلغاز:

تتمثل أنشطة مؤسسة سونلغاز في ثلاث أنشطة أساسية نتناولها فيما يلي:

2-1- نشاط الإنتاج:

تتطلب عملية الإنتاج دمج جميع مراحل نشاط الشركة بشكل كامل وتوفيرها للمستهلك النهائي. والإنتاج

هو عملية تحويل الطاقة الحرارية أو الطاقة المائية إلى طاقة ميكانيكية ثم إلى طاقة كهربائية، تضم منطقة الإنتاج التي تم تصميم هياكلها وحجمها لتلبية الحد الأقصى من الطلب أربعة قطاعات:

- قطاع الذيزال: يتكون من 183 مولد بطاقة تتراوح بين 0,35 ميغواط و 8 ميغواط للمولد الواحد.

- القطاع المائي: يتكون من 34 مولد بطاقة تتراوح بين 0,35 ميغواط إلى 5 ميغواط للمولد الواحد.

- القطاع الحراري الغازي، يتكون من 36 مولد، حيث طاقة كل مولد تتراوح من 20 ميغواط و 210 ميغواط.
 - القطاع الحراري التجاري، يتكون من 20 مولد بطاقة تتراوح من 50 ميغواط و 196 ميغواط.
- 2-2- نشاط النقل:**

فيها نشاط النقل من نقل الكهرباء ونقل الغاز، فنقل الكهرباء يتم عبر خطوط ذات الجهد العالي (60 كيلوفولت، 220 كيلوفولت ، 400 كيلو فولت) ويتيح الاقتراب من المستهلكين النهائيين. أما فيما يخص نقل الغاز فتقوم مؤسسة سونلغاز بتزويد السوق بالكميات اللازمة من غاز مؤسسة سوناطراك، حيث أنشأت سونلغاز شبكة هامة لنقل الغاز سواء كان الضغط العالي الموجه للمستهلكين الصناعيين، أو المتوسط أو المنخفض.

2-3- نشاط التوزيع:

تقوم مؤسسة سونلغاز بتوزيع كل من الكهرباء والغاز بخطوط 9 كابلات ذات ضغط منخفض ومتوسط تلبية لاحتياجات زبائننا الصغار بالطاقة الكهربائية والغازية. تزود سونلغاز فيما يخص توزيع الكهرباء شركائها الصناعيين بشبكات ذات ضغط مرتفع في حين أن الزبائن الصناعيين ذوي الأهمية المتوسطة تزودهم بشبكات الضغط المتوسط، أما العائلات والحرفيين فتزودهم بضغط منخفض. في حين تلبى سونلغاز عند توزيع الغاز احتياجات ثلاثة أنواع من زبائننا تتمثل في الزبائن الصناعيين الذين يتم تغذيتهم بشبكات الضغط المرتفع، الزبائن الصناعيين ذوي الأهمية المتوسطة والذين تتم تزويدهم بشبكات الضغط المتوسط، العائلات والحرفيين الذين تتم تغذيتهم بضغط منخفض.

المطلب الثالث: تنظيم مؤسسة سونلغاز

كلفّت سونلغاز تنظيمها وفق لأحكام ومبادئ القانون رقم 02 - 195 الصادر في 1 جوان 2002، ويشرف على تسيير مؤسسة سونلغاز الهيئات التالية:

- الجمعية العامة
- مجلس الإدارة
- الرئيس المدير العام.

1- الجمعية العامة:

- تتكون الجمعية العامة من ممثلي الدولة وهم :
- الوزير المكلف بالطاقة؛
- الوزير المكلف بالمالية ؛
- الوزير المكلف بمساهمات الدولة؛
- ممثل رئاسة الجمهورية؛

- المسؤول عن المؤسسة المكلفة بالتخطيط؛
 - ويترأسها الوزير المكلف بالطاقة.
 - يحضر الرئيس المدير العام لسونلغاز الجمعية العامة، كما تتولى المؤسسة أمانة الجمعية.
 - * تتولى الجمعية العامة معالجة المسائل التالية:
 - البرامج العامة للنشاطات؛
 - تقارير المراجعين الماليين القانونيين؛
 - حصيلة الشركة وحسابات النتائج المحققة؛
 - تخصيص الأرباح؛
 - فتح رأس مال الشركة وزيادته وتخفيضه؛
 - ويتم تعيين هؤلاء الأعضاء من طرف الوزير المكلف بالطاقة، وتدوم مدة عضويتهم أربع سنوات.
 - * يدرس مجلس الإدارة ويوافق على وجه الخصوص على ما يأتي:
 - مشاريع البرامج العامة للنشاطات؛
 - الميزانية؛
 - مشاريع حصيلة الشركة وحسابات النتائج المحققة؛
 - مشاريع عقود الشركة؛
 - المساهمات المصرفية والمالية؛
 - مشاريع إنشاء الشركات والمساهمة في رأسمال الشركة في الجزائر وفي الخارج؛
 - التنظيم العام للمؤسسة و اتفاقيتها الجماعية ونظامها الداخلي؛
 - نظام أجور الإطارات القيادية.
- 3- الرئيس المدير العام:**

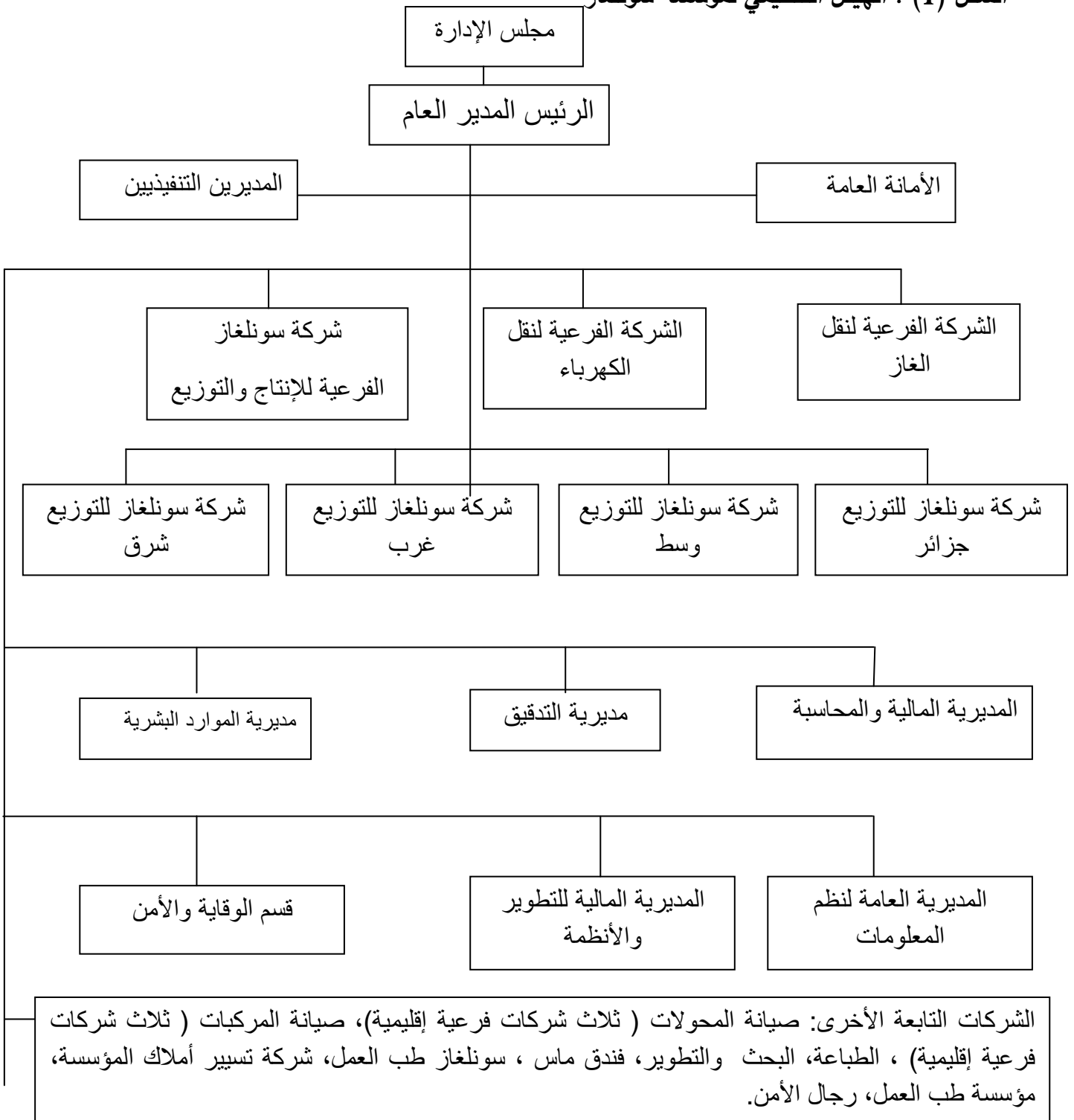
- بناء على اقتراح الوزير المكلف بالطاقة، يتم تعيين بمرسوم رئاسي الرئيس المدير العام لمؤسسة سونلغاز، الذي تخول له الصلاحيات التالية:
- يخول له مجلس الإدارة أوسع السلطات ليتولى تسيير وإدارة المؤسسة ويمكنه الاستعانة بنواب ومساعدين يكلفهم بكل أو جزء من صلاحياته ويعد مسؤولا عن السير العام للشركة، كما يمثل سونلغاز في كل الأعمال ويمارس السلطة السلمية على مستخدمي الشركة .
 - إنشاء الشركات وأخذ المساهمات في الجزائر وفي الخارج؛
 - تعيين المدققين الماليين القانونيين؛
 - اقتراح تعديل القانون الأساسي؛
 - تغيير مقر السونلغاز.

1- مجلس الإدارة:

يتكون مجلس الإدارة من الأعضاء التاليين:

- ممثل عن الوزارة المكلفة بالطاقة؛
 - ممثل عن الوزارة المكلفة بالمالية؛
 - ممثل عن الوزارة المكلفة بالتجارة؛
 - ممثل عن الوزارة المكلفة بمساهمات الدولة؛
 - ممثل عن الوزارة المكلفة بالجماعات المحلية؛
 - ممثل عن الوزارة المكلفة بالبيئة ؛
 - ممثلان عن العمال؛
 - الرئيس المدير العام لسونلغاز؛
 - الرئيس العام لفروع نقل الكهرباء التابع لسونلغاز؛
 - الرئيس العام التابع لفروع الإنتاج التابعة لسونلغاز؛
 - رئيس مدير عام لأحد فروع التوزيع التابعة لسونلغاز؛
- ويتألف مجلس الإدارة الرئيس المدير العام لسونلغاز .
- وفيما يلي سوف نقدم الهيكل التنظيمي والوظيفي لمؤسسة سونلغاز:

الشكل (1) : الهيكل التنظيمي لمؤسسة سونلغاز



Source :Sonalgaz, notice d'information,mai 2006,Alger,p 26.

المبحث الثاني: القروض السندية ودراسة المؤشرات المالية لمؤسسة سونلغاز

سنتناول بالتحليل القروض السندية التي أصدرتها مؤسسة سونلغاز لتمويل استثماراتها باعتبارها أكبر متعامل في السوق السندي الجزائري من حيث عدد الإصدارات و كذلك حجم الأموال، فسننظر في هذا المبحث

إلى أهم القروض السنديّة التي أصدرتها مؤسسة سونلغاز سواء إلى المؤسسات أو الجمهور، والمعلومات الخاصة بعملية إصدار القرض السندي لسنة 2008، إضافة إلى دراسة المؤشرات المالية للسنوات التي سبقت عملية إصدار القرض السندي لسنة 2008 التي اعتمدها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في إتخاذ قرار منح تأشيرة الولوج الى السوق السندي.

المطلب الأول: القروض السنديّة لمؤسسة سونلغاز

تعد مؤسسة سونلغاز من أكبر المؤسسات الوطنية في الجزائر في مجال توزيع الكهرباء والغاز، ومن أجل تطورها والمحافظة على حسن أدائها وكفاءتها جندت سونلغاز طاقة مهمة من أجل تطوير المنشآت الكهربائيّة و الغازية، حيث وضعت برنامجا استثماريا طموحا موضع التنفيذ، هذا ما تطلب احتياجات مالية كبرى، وهو ما دفعها إلى السوق السندي لذلك قامت المؤسسة بمجموعة من الاصدارات السنديّة بداية من سنة 2004.

- القرض السندي الأول لمؤسسة سونلغاز:

تم إصدار هذا القرض في ديسمبر 2004، وكان هذا الاصدار هو الأول بالنسبة للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز وأول توجه إلى البورصة، وهو قرض موجه للمؤسسات المالية و المصرفية فقط بمبلغ 20 مليار دينار جزائري، و تاريخ استحقاقه ديسمبر 2011.

- القرض السندي الثاني لمؤسسة سونلغاز:

في مارس 2005 قامت المؤسسة بإصدار قرضين آخرين، خصصتهما المؤسسة للمستثمرين من المؤسسات والجمهور، ففي 29 مارس 2005 تم إطلاق قرض سندي مؤسّساتي بقيمة 10 مليار دينار جزائري وتاريخ استحقاقه ماي 2016، لتقوم في 22 ماي 2005 بإطلاق ثاني قرض سندي في نفس السنة للجمهور بقيمة 15,5 مليار دينار جزائري وتاريخ استحقاقه ماي 2011، وهذا قصد جمع أكبر عدد من المكتتبين ونشر ثقافة البورصة في المجتمع ويعتبر أول قرض سندي مسعر في البورصة، غير أن العملية حققت نجاحا كبيرا.

- القرض السندي الثالث لمؤسسة سونلغاز:

في بداية 2006، أصدرت سونلغاز قرض سندي جديد موجه للمستثمرين من المؤسسات وذلك لتوفير الغلاف المالي لجزء من الاستثمارات المخطط لها في مجال نقل الطاقة الكهربائيّة، حيث تلقت قيمة القرض 11,65 مليار دينار جزائري وتاريخ استحقاقه ماي 2017، وهو أطول استحقاق من القروض المصدرة.

- القرض السندي الرابع لمؤسسة سونلغاز:

في ماي 2008 قامت المؤسسة بإصدار سندي رابع، موجه للمؤسسات و الجمهور، يعتبر أكبر قرض سندي في تاريخها بقيمة 25 مليار دينار جزائري وتاريخ استحقاقه جوان 2014 ، حيث بلغت إجمالي حصيلته إصدار 30 مليار دينار جزائري.

وفي مايلي سوف نقوم بتقديم إصدارات القروض السنديّة التي قامت بها المؤسسة وما يميزها من خصائص.

الجدول رقم (01): إصدارات القروض السنديّة لمؤسسة سونلغاز

العائد الحقيقي (%)	معدل الفائدة (%)	مدة الاستحقاق	قيمة الشرائح (مليار دج)	مبلغ الإصدارات (مليار دج)	تاريخ الإصدارات
2,40	03	05 سنوات	08	20	23 ديسمبر 2004
2,45	3,25	06 سنوات	04		
2,85	3,50	07 سنوات	08		
3,09	3,50	06 سنوات	1,80	10	29 مارس 2005
4,11	04	09 سنوات	3,30		
	4,20	11 سنة	4,90		
4,51	3,50 للسنة الأولى 3,75 للسنة الثانية 04 للسنة الثالثة 4,25 للسنة الرابعة 05 للسنة الخامسة 07 للسنة السادسة	06 سنوات	-	15,90	22 ماي 2005
4,65	4,65	09 سنوات	06	11,65	14 ماي 2006
4,85	4,85	10 سنوات	5,65		
05	3,75 للسنة الأولى 04 للسنة الثانية 04,5 للسنة الثالثة 05 للسنة الرابعة 5,5 للسنة الخامسة 6,5 للسنة السادسة	06 سنوات	-	25	01 جوان 2008

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على وثائق المؤسسة

نلاحظ من خلال الجدول أن مؤسسة سونلغاز قامت بإصدار خمس قروض سندية في السنوات 2004 و2005، 2006، 2008 منها ما هو موجه للمؤسسات ومنها ما هو موجه للجمهور، حيث بلغت قيمة الإصدارات 82,55 مليار دينار جزائري، وبمعدلات فائدة تتراوح بين 03 % و 4,85 % .

واتبعت المؤسسة طريقة التسديد عند الاستحقاق لكل القروض السندية.

المطلب الثاني: عملية إصدار مؤسسة سونلغاز القرض السندي لسنة 2008

فيما يلي سوف نقدم المعلومات الخاصة بعملية إصدار القرض السندس لمؤسسة سونلغاز لسنة 2008:

1- قرار إصدار القرض السندي:

وافق مجلس إدارة سونلغاز، خلال اجتماعه المنعقد في 23 ديسمبر 2007، في قراره رقم 35-200، إطلاق إصدارات سندية جديدة (مؤسسة و/أو عامة) خلال السنة المالية 2008، والتي يمكن أن يكون الحد الأقصى لمبلغها بين 50 و 60 مليار دينار جزائري، وكلف الرئيس التنفيذي بتنفيذها.

2- خصائص عملية إصدار القرض السندي:

تتميز عملية إصدار القرض السندي بالخصائص التالية:

- مبلغ القرض: 25 مليار دينار جزائري، ويمكن زيادة هذا القرض إلى 30 مليار دج.
- القيمة الإسمية: بلغت قيمة السند الواحد 5 آلاف دينار جزائري.
- نوع السندات: سندات عادية.
- شكل السندات: السندات لحاملها وغير مادية، يتم تسجيل الأوراق المالية لدى أصحاب حسابات لحفظ الأوراق المالية المرخص لهم من قبل COSO.
- سعر الإصدار: أصدرت السندات بقيمة إسمية خمسة آلاف دينار جزائري 5000 لكل سند. تم تحريره بالكامل عند الاكتتاب.
- مدة القرض: مدة القرض 06 سنوات من تاريخ الاستحقاق.
- تاريخ الإصدار: 1 جوان 2018
- إجمالي المتحصلات وتقدير صافي حصيلته الإصدار: بلغ إجمالي حصيلته إصدار سندات سونلغاز 30 مليار دينار جزائري. وبعد خصم جميع تكاليف العملية من إجمالي حصيلته الإصدار، بلغ صافي حصيلته الإصدار تسعة وعشرون مليار وأربعمائة وثلاثة ملايين وسبعة مائة وتسعة وتسعون ألف وأربعة عشر دينار جزائري وأربعة سنتيم (29.403.799.014,04 دج)
- الشروط والمواعيد النهائية لإصدار القرض: يتم قبول هذه السندات في عمليات المقاصة الجزائرية، يقدم الأخير ضمان المعالجة السريعة والأمانة لمعاملات الأوراق المالية.
- استحقاق القرض: تم تحديد تاريخ استحقاق السندات في تاريخ الاكتتاب في 01 جوان 2008.

- معدل الفائدة: 3,75% (السنة الأولى)، 04% (السنة الثانية)، 05% (السنة الرابعة) 5,50 (السنة الخامسة)، 6,50 (السنة السادسة). الفائدة السنوية تدفع في تاريخ التمتع بكل عام لمدة 06 سنوات ولأول مرة في تاريخ 01 جوان 2009، وعندما يصادف تاريخ دفع القسيمة يوم عطلة عامة سيتم الدفع في يوم العمل الثاني .

- تاريخ التسوية: سيتم تسوية الالتزامات بالكامل عند الاكتتاب.

- معدل العائد المتوسط: متوسط العائد هو 05% في تاريخ فتح الاشتراك في 01 جوان 2008، ولا يكون معدل العائد هذا ذا مغزى إلا إذا احتفظ المشترك بأمانه.

- المستثمرون: المؤسسات المالية و الجمهور.

- اهتلاك القرض : تم اهتلاك القرض السندي على أساس القيمة الاسمية في تاريخ توزيع الأرباح في 01 جوان 2004.

- جباية القرض: تخضع الفائدة والمكاسب الرأسمالية من بيع السندات للضريبة على الدخل الإجمالي (IRG) والضريبة على أرباح الشركات (IBS) وفقا للوائح المعمول بها.

- ضمان القرض: هذا القرض ليس مدعوم بضمان محدد.

- ترتيب القرض: السندات الصادرة بموجب هذا الإشهار الإعلامي ستكون متساوية مع الديون المتعاقد عليها بالفعل من قبل المصدر مع المؤسسات الوطنية.

- كتلة حاملي السندات: يتحد حملة السندات بحق كتلة حاملي السندات، وتجتمع الجمعية العمومية لحملة السندات في غضون ستة أشهر بعد انتهاء فترة الاكتتاب في العملية من انتخاب الممثل القانوني لمجموعة حاملي السندات. ستقوم سونلغاز أو البنك الرائد عند الاقتضاء بعقد اجتماع كتلة حاملي السندات.

- قائمة البورصة: ستكون السندات موضوع طلب للقبول في البورصة بعد 30 يوم من رفع القرض.

- المؤسسة المسؤولة عن الخدمة المالية للقرض: يقدم البنك الوطني الجزائري الخدمة المالية لقرض السندات هذا.

- البنوك المعفاة من النقابة المصدرة:

* بنك الجزائر الخارج BEA.

* البنك الوطني الجزائري BNA.

* بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR.

* بنك التنمية المحلية BDL.

* الصندوق المحلي الوطني للتوفير والاحتياط CNEP.

* القرض الشعبي الوطني CPA.

* المصرف الوطني بباريس.

* الجمعية العامة الجزائرية.

3- الغرض من القرض السندي:

يتمثل غرض مؤسسة سونلغاز من إصدار القرض السندي لعام 2008 في تمويل جزئي للبرنامج الاستثماري والذي يتكون بشكل خاص من إنشاء أعمال إنتاج الكهرباء ونقل الكهرباء (خطوط النقل ومحطات المحولات)، ونقل الغاز (الهوائيات) وتوزيع الكهرباء والغاز (توصيلات) وإعادة تأهيل مرافق إنتاج ونقل الكهرباء.

المطلب الثالث: دراسة وضعية المؤسسة قبل إصدار القرض السندي لسنة 2008

قبل التوجه إلى إصدار القرض السندي لسنة 2008 قامت المؤسسة بتشخيص الوضعية المالية للفترة 2004-2007، وهذا من أجل معرفة أثر التمويل بالقروض السنديّة على المؤسسة التي قامت بإصدارهم في السنوات 2004-2005-2006. وفيما يلي سوف نقوم بتشخيص وضعية المؤسسة بواسطة مؤشرات التوازن المالي والنسب المالية.

1- البيانات المالية لمؤسسة سونلغاز خلال الفترة 2004-2007 :

فيما يلي سوف نقدم البيانات المالية لمؤسسة سونلغاز خلال الفترة 2004-2007 بعد في الجدول

التالي :

الوحدة : مليون دينار جزائري

الجدول رقم (2): الميزانيات المالية لمؤسسة سونلغاز خلال الفترة 2004-2007

2007	2006	2005	2004	السنوات البيان
				الأصول:
607480	53 9042	48 3917	432178	أصول ثابتة
224996	170268	136143	147609	الأصول المتداولة
1623	2673	3252	1613	المخزونات
161534	142757	121879	109569	الحقوق
61839	24838	11012	36427	قيم جاهزة
832476	709310	620060	579787	مجموع الأصول
				الخصوم:
520483	469088	440888	418111	أموال خاصة

229241	140081	115072	89740	ديون متوسطة وطويلة الأجل
749742	609169	555960	507851	أموال دائمة
82752	100141	64100	71936	ديون قصيرة الأجل
832,476	709310	620060	579787	مجموع الخصوم

Source : Sonalgaz, notice d'information, juin 2008, page 42.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن:

- من جانب الأصول:

الأصول الثابتة في تطور مستمر لمؤسسة سونلغاز حيث تزيد قيمتها من سنة لأخرى، وهذا راجع إلى السياسة المالية التي تتبعها المؤسسة في زيادة حجم استثماراتها والتوسع في مشاريعها. أما الأصول المتداولة في تطور مستمر ما عدا سنة 2005، ويعود ذلك إلى الزيادة في الحقوق المدينة التي عرفت ارتفاعا في كل السنوات .

- من جانب الأصول:

الأموال الدائمة في تطور مستمر طيلة السنوات ويعود ذلك إلى الزيادة في الأموال الخاصة التي عرفت تطور من سنة لأخرى كذلك الديون متوسطة وطويلة الأجل عرفت ارتفاعا في كل السنوات . أما الديون قصيرة الأجل شهدت تذبذب في مستوياتها، حيث نلاحظ انخفاض في قيمتها في سنة 2005، لتعرف ارتفاعا في سنة 2006 ثم تنخفض في سنة 2007.

2- التحليل باستخدام مؤشرات التوازن المالي:

تقيس المؤسسة بعد توازنها المالي مجموعة من المؤشرات نبرزها فيما يلي:

* رأس المال العامل : ويحسب بالعلاقة التالية :

رأس المال العامل = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة

* احتياج رأس المال العامل: ويتم حسابه حسب العلاقة التالية :

احتياج رأس المال العامل = (الأصول المتداولة - خزينة الأصول) - (الخصوم المتداولة - خزينة الخصوم)

* الخزينة الصافية: وتحسب الخزينة الصافية حسب العلاقة التالية:

الخزينة الصافية = رأس المال العامل - احتياج رأس المال العامل

وبتطبيق هذه المؤشرات على الميزانية المالية لمؤسسة سونلغاز خلال فترة 2004 - 2007 نحصل

على النتائج التالية:

الجدول رقم (3): مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة سونلغاز خلال فترة 2004-2007

الوحدة: مليون دينار جزائري

السنوات	2004	2005	2006	2007
رأس المال العامل	75674	72043	70126	142245
احتياج رأس المال العامل	39247	61031	45289	80405
الخزينة الصافية	36427	11012	24838	61839

Source : Sonalgaz, notice d'information, juin 2008, p 42.

من خلال الجدول يمكن ملاحظة ما يلي:

- رأس المال العامل موجب على مدار السنوات الأربع، مما يدل على أن الأموال الدائمة كانت كافية لتغطية جميع أصولها الثابتة وتحقيق فائض مالي يعتبر بمثابة هامش أمان للمؤسسة لمواجهة مختلف ظروفها.
 - الاحتياجات من رأس المال العامل موجبة ومنتدبة، وهذا يدل على أن احتياجات التمويل لم تغطي كلية وذلك بسبب ارتفاع الأصول المتداولة، ومنه فالمؤسسة بحاجة إلى رأس مال عام لتمويل احتياجاتها.
 - كانت الخزينة الصافية موجبة خلال السنوات الأربع، وذلك بسبب كون المؤسسة استطاعت تمويل احتياجاتها المالية من خلال رأس المال العامل وتحقيق فائض يعتبر هامش أمان للمؤسسة.
- تتبع الزيادة الصافية المسجلة في السنوات 2004-2006-2007 من استلام الأموال بشكل أساسي من القروض السنديّة ذات الصلة البالغة 20 مليار دينار في ديسمبر 2004 ، و 11,6 مليار دينار في ماي 2006، ومنح حكومية لتمويل برامج كهربية الريف العامة والتوزيع العام في عام 2007.

3- التحليل باستخدام النسب المالية:

هناك العديد من النسب المالية التي تستخدم في تشخيص نشاط المؤسسة إلا أن في هذه الدراسة تم التطرق إلى النسب التي تركز على تحليل الوضعية المالية فقط، أي من ناحية التمويل والمردودية بشكل خاص. ويوضح الجدول التالي تطبيق هذه النسب على الميزانيات المالية لمؤسسة سونلغاز خلال الفترة 2004-

:2007

جدول رقم (4): النسب المالية لمؤسسة سونلغاز خلال الفترة 2004-2007

السنوات	2004	2005	2006	2007	البيان
	1,17	1,15	1,13	1,23	نسبة التمويل الدائم = $\frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$
	0,21	0,31	0,39	0,51	نسبة الاستقلالية المالية = $\frac{\text{ديون الإستثمار}}{\text{الأموال الخاصة}}$
	0,51	0,17	0,25	0,75	نسبة السيولة الجاهزة = $\frac{\text{قيم جاهزة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$
	0,10	0,10	0,10	0,16	نسبة الاستدانة = $\frac{\text{خدمة الدين}}{\text{رقم الأعمال}}$
	0,03	0,04	0,04	0,02	المردودية المالية = $\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$

Source : Sonalgaz, notice d'information, juin 2008, p 43.

من خلال الجدول السابق يتبين أن:

- نسب التمويل الدائم كانت موجبة خلال كل السنوات، وهذا يدل على مدى قدرة المؤسسة على تغطية أصولها الثابتة باعتمادها على أموالها الدائمة، مما يؤكد أن المؤسسة تمتلك رأس مال عامل موجب.
- نلاحظ أن نسبة الاستقلالية المالية من خلال النسب المعروضة في الجدول أن اغلب الأصول الثابتة ممولة بالأموال الخاصة، حيث ديون الاستثمار شكلت خمس الأموال الخاصة في سنة 2004، وثلاث الأموال الخاصة في سنتي 2005 و 2006، ونصف الأموال الخاصة في سنة 2007.
- فيما يخص نسب السيولة الجاهزة تبين أن للمؤسسة قدرة على الوفاء بالديون قصيرة الأجل، وبالتالي لا يوجد خطر الإفلاس.
- بالنسبة لنسبة الاستدانة نلاحظ أن رقم الأعمال يغطي خدمة الدين 10 مرات في السنوات 2004، 2005، 2006، و تراجع هذه التغطية إلى 6,25 مرة في سنة 2007.
- المردودية المالية كانت نسبتها موجبة طيلة السنوات، لكنها كانت ضعيفة، وهذا راجع لارتفاع الأموال الخاصة.

خلاصة الفصل:

لقد قمنا في هذا الفصل بعرض إحدى التجارب الرائدة في مجال الإصدارات السائدة، إلا وهو الإصدار السندي لمؤسسة سونلغاز الذي قامت به في سنة 2008، حيث قمنا بالتعرف على مختلف كفاءات الإصدارات السندية و سيرورة العملية من بدايتها إلى نهايتها، كما قمنا بتحليل الموازنات المالية للمؤسسة والتي اعتمدت عليها الهيئة المالية المنظمة للبورصة في اتخاذ قرار تأشير الإصدار السندي. حيث استخلصنا من الدراسة التي أجريناها على مؤسسة سونلغاز إلى إنه رغم اعتماد المؤسسة على القروض السندية إلا أنها تعتمد بشكل كبير على الأموال الخاصة. كما القرض السندي يعتبر القرض السندي البديل التمويلي الأمثل بعد استنفاد التمويل الذاتي لتمتعها بطاقة اقتراضية عالية.

الخاتمة

يعتبر التمويل المحرك الأساسي لأنشطة المؤسسة الاقتصادية، ودافعا قويا لنموها وازدهارها، ولتحقيق أهدافها من الحصول على أعلى عائد إلى تخفيض التكاليف ينبغي المفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية المتاحة الداخلية والخارجية. ومن بين مصادر التمويل الخارجية نجد القرض السندي، حيث يعد بديلا تمويليا أمثلا للمؤسسات الاقتصادية، إذ يعتبر التمويل عن طريق القرض السندي الأقل تكلفة من بين مصادر التمويل الخارجية.

وتعد الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز أكبر متدخل ومتعامل في السوق السندي، نظرا لتوافق هذا التمويل مع السياسة العامة لمؤسسة سونلغاز من جهة والسياسة المالية من جهة أخرى.

انطلاقا مما سبق يمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها في النقاط التالية:

نتائج الدراسة التطبيقية:

- يعتبر التمويل عملية البحث عن الموارد المالية اللازمة، من أجل توظيفها في مختلف المشاريع الاستثمارية بهدف ضمان استمرار نشاط المؤسسة؛
- تنقسم مصادر التمويل المتاحة للمشروع إلى مصادر داخلية ومصادر خارجية، والتي على أساسها تقوم المؤسسة باختيار البديل التمويلي المناسب لتغطية احتياجاتها المالية؛
- يعتبر التمويل الذاتي أول مصدر تمويلي تلجأ إليه المؤسسة من أجل تمويل نشاطاتها، لأنه يعطي حرية أكثر للمؤسسة في اختيار الاستثمار المناسب؛
- يعتبر التمويل بالقرض السندي أحد أهم البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسات الاقتصادية لتغطية استثماراتها التي تتطلب مبالغ مالية كبيرة؛
- يتيح القرض السندي للمؤسسة فرصة المحافظة على الاستقلالية في التسيير لأن هذا النوع من التمويل لا يمنح الحق لأصحاب السندات بالتدخل في إدارة الشركة؛
- إصدار القروض السندية تشارك فيه مجموعة من الأطراف، تخضع لقيود وشروط من طرف الشركة المصدرة.
- تمتاز القروض السندية بخاصية التداول بالبورصة.

نتائج الدراسة التطبيقية:

- تعتبر مؤسسة سونلغاز شركة وطنية كبيرة في الجزائر في مجال توزيع الكهرباء والغاز، وقد مرت بعدة مراحل في تطورها أهمها بعد الإصدارات السندية ودخولها للسوق المالي الجزائري من أجل تمويل مشاريعها؛
- قامت مؤسسة سونلغاز بمجموعة من الإصدارات السندية، وهي تعد أكبر متعامل في السوق السندية، أول اصدار سندي في سنة 2004 وبعد النجاح الذي حققته عقبها عدة اصدارات في سنة 2005، 2006، و2008؛
- تعتبر القروض السندية من أهم وسائل التمويل التي اعتمدت عليها مؤسسة سونلغاز، كما أنها لعبت دورا كبيرا في تمويل استثماراتها الضخمة التي قامت بها؛

- نظرا للطاقة الإقتراضية التي تتمتع بها مؤسسة سونلغاز، يشكل القرض السندي البديل التمويلي الأمثل للمؤسسة بعد استنفاد التمويل الذاتي، حيث يعتبر البديل الأقل تكلفة والأكثر مردودية؛
 - هناك تزايد مستمر في أصول مؤسسة سونلغاز خلال سنوات الدراسة، ويعود سبب هذا الارتفاع لتوسعها الكبير في حجم استثماراتها،
 - تعتمد مؤسسة سونلغاز في تمويل أصولها على الأموال الخاصة بنسبة كبيرة؛
 - تتمتع مؤسسة سونلغاز بوضعية جيدة من ناحية السيولة، وهذا ما يفسر تسجيلها لرأس مال عامل موجب طوال فترات الدراسة، إضافة إلى كون خزيتها الصافية موجبة خلال جميع السنوات وهذا ما يدل على قدرة رأس المال العامل على تغطية احتياجاتها؛
 - المردودية المالية للمؤسسة كانت موجبة طيلة فترة الدراسة، رغم ضعفها بسبب ارتفاع الأموال الخاصة. في الأخير، ومن نتائج الدراسة وللإجابة على التساؤل الرئيسي يمكننا القول أن القرض السندي يمثل بديلا ومصدرا تمويليا مهما وجيدا للمؤسسة ومن خلال مقارنته بالمصادر الخارجية يعد الأقل كلفة بينها.
- الإقتراحات:**

- من خلال ما توصلنا إليه والدراسة التي قمنا بها يمكننا أن نقدم الإقتراحات التالية:
- استهلاك كل القروض السنديّة لمؤسسة سونلغاز في نهاية المدة، لذا ننصح المؤسسة بتكوين احتياطي مستثمر لمواجهة التدفق النقدي الخارجي للسنة الأخيرة؛
- تقليل اعتماد مؤسسة سونلغاز على أموالها الخاصة لتمويل مختلف استثماراتها، والبحث عن مصادر تمويلية أخرى، وتوجيه جزء من أموالها الخاصة على استثمارات جديدة؛
- على المؤسسة استغلال الفائض في الخزينة الصافية في استثمارات جديدة من أجل تعظيم عواديها؛
- ننصح المؤسسة بالبحث عن أساليب تمويلية إضافية لتغطية احتياجاتها المالية وتخدمها على المدى الطويل
- يجب على المؤسسة المحافظة على جودة مؤشراتها المالية بما يسمح لها من الحصول على تأشيرة للقيام بقروض سنديّة في المستقبل.

أفاق الدراسة:

خلال فترة الدراسة تبين لنا عدة مواضيع لها صلة بموضوع الدراسة وتحتاج إلى دراسات خاصة بها أهمها:

- أثر التمويل بالقرض السندي على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية؛
- تأثير القرض السندي على المردودية المالية للمؤسسة الاقتصادية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع :

أولاً: المراجع باللغة العربية:

* الكتب:

- 1- إسماعيل عمر مصطفى جبر ، سندات المقارضة وأحكامها في الشريعة الإسلامية، دار النفائس، الأردن، 2006، ص 43.
- 2- آل سليمان مبارك بن سليمان بن محمد ، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2005.
- 3- آل شيب دريد كمال ، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009
- 4- أندوراس عاطف وليم ، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات ، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007
- 5- برغام أجين ، الإدارة المالية، ج 2، ترجمة محمد فتوح و آخرون، شعاع للنشر، حلب، سوريا، 2010
- 6- بن حبيب عبد الرزاق ، اقتصاد وتسيير المؤسسة، ط4، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2009
- 7- بن ساسي إلياس ، يوسف قريشي ، التسيير المالي الإدارة المالية ، ط1، دار وائل للنشر، عمان - الأردن، 2006.
- 8- بوراس أحمد ، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الحجار، عنابة، 2008
- 9- تيم فايز ، مبادئ الإدارة المالية، ط3، إثراء للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2013
- 10- الحاج طارق ، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002
- 11- الحجازي عبيد على أحمد ، مصادر التمويل مع شرح المصادر القروض وبيان كيفية معاملته ضريبيا، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001
- 12- حردان طاهر ، أساسيات الاستثمار، ط1، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان ، 2009.
- 13- الحناوي محمد صالح ، طارق مصطفى الشهاوي، مبادئ وأساسيات الاستثمار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2013.
- 14- الحناوي محمد صالح ، نهال فريد مصطفة، الادارة المالية التحليل المالي لمشروعات الأعمال، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 15- الحناوي محمد صالح وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 16- حنفي عبد العقار ، الإدارة المالية مدخل اتحاد القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2007
- 17- حنفي عبد الغفار ، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.

- 18- حنفي عبد الغفار ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003 - 2004
- 19- حنفي عبد الغفار ، البورصات (أسهم - سندات - وثائق - استثمار - خيارات)، الدار الجامعية الإسكندرية، 2004-2005.
- 20- حنفي عبد الغفار ، بورصات الأوراق المالية، دار الجامعة للنشر ، الإسكندرية، 2002
- 21- حنيني محمد وحيد ، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكا الشريعة الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن ، 2008.
- 22- خالص صافي صالح ، رقابة تسيير في المؤسسة في ظل اقتصاد السوق، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر، 2006 - 2007
- 23- خلف فليح حسين ، الأسواق المالية، والنقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، 2006.
- 24- خوني رابع ، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، ط1، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع ، القاهرة، 2008
- 25- الداغر محمود محمد ، الأسواق المالية: مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، 2007
- 26- رمضان زياد ، مروان شموط ، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2007
- 27- الزبيدي حمزة محمود ، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
- 28- الزغبى هيثم محمد ، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، 2000
- 29- شيخة خميسي ، التسيير والمالية (التسيير المالي للمؤسسة)، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع،الجزائر، 2013
- 30- صخري عمر ، اقتصاد المؤسسة، ط6، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية، بن عكنون، الجزائر، 2008
- 31- عباس علي ، الإدارة المالية، ط1، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 32- عبد الرحيم محمد إبراهيم ، اقتصاديات الاستثمار والتحليل المالي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
- 33- عدنان تاية النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، أرشد الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر، 2009.
- 34- عدون ناصر دادبي ، اقتصاد المؤسسة ، ط2، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998

- 35- عدون ناصر دادي ، التحليل المالي تقنيات مراقبة التسيير، ج1، دار المحمدية العامة ، الجزائر، 1999.
- 36- عرياجي إسماعيل ، اقتصاد المؤسسة، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1996.
- 37- عطون مروان ، الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ج1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2008
- 38- العلي أسعد حميد ، الإدارة المالية، ط1، دار وائل للنشر ، الأردن ، 2010
- 39- العمار رضوان وليد ، أساسيات في الإدارة المالية ، ط1، دار المسيرة للطباعة والنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، 1997
- 40- غنيم أحمد محمد ، الإدارة المالية ، المكتبة العصرية، للنشر والتوزيع، مصر ، 2008
- 41- فرحات غول ، الوجيز في اقتصاد المؤسسة، ط1، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008
- 42- كنجو عبدو كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، ط1، دار المسيرة، للنشر والتوزيع، عمان ، 2008
- 43- لسوس مبارك ، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية، بن عكنون ، الجزائر 2004.
- 44- مجيد ضياء ، البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية، 2008.
- 45- محمد براق د، بن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر، ط1، المكتب الجامعي الحديث، الجزائر، 2014
- 46- مطر محمد ، إدارة الاستثمارات ، مؤسسة الورق للنشر، عمان ، 1999
- 47- ملاك وسام ، البورصات والأسواق المالية العالمية، ج1، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2003
- 48- مليكة زغيب ، بوشنيقر ميلود، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011
- 49- موسى شقيري نوري وزملائه، إدارة الاستثمار، ط1، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2012
- 50- النعيمي عدنان تايه وزملائه، التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد ، ط2، ديوان المطبوعات الجامعية، 2011.
- 51- هندي منير إبراهيم ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة الهارف، الإسكندرية ، 1999، ص 29.

52- هندي منير إبراهيم ، الادارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2001

53- هوشيار معروف ، الاستثمارات والأسواق المالية، ط1، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان ، 2003

54- ويستون فرد ، يوجين برجام، التمويل الإداري ، الجزء 2، دار المريخ للنشر والتوزيع ، الرياض، السعودية، 1993.

المقالات :

1- حشماوي محمد، الآغا تغريد، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسات الاقتصادية، مجلة علمية، جامعة الجزائر 3، 2012.

الرسائل الجامعية:

1- محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلة الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015-2016.

2- عمر قيرة، الهندسة المالية وإدارة مخاطر تمييع رأس المال في المؤسسات الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس ، سطيف 1، 2017-2018.

3- عامر حبيبة، مذكرة مكملة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، دور المؤسسات الاقتصادية في تحقيق التنمية المستدامة في ظل التكتلات الاقتصادية العالمية، تخصص علوم التسيير، جامعة محمد بوضياف مسيلة، 2016-2017.

4- محمد شكرين، انعكاسات استخدام القرض السندي في الجزائر كأداة تمويل للمؤسسات وأداة تداول في السوق العالمية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير فرع نقود ومالية ، جامعة الجزائر 3، 2013-2014.

5- مريم باي، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة منتوري ، قسنطينة ، 2007-2008

6- أمين كعواش، تقييم آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل برنامج الدعم الاقتصادي، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص، إدارة مالية ، جامعة جيجل، 2013-2014.

7- سمير هريان، صيغ وأساليب التمويل بالمشاركة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتحقيق التنمية المستدامة، أطروحة لنيل شهادة الماجستير، علوم التسيير، تخصص اختصاص دولي، 2014-2015

8- قيرة عمر، إدارة المخاطر المالية في المؤسسات الاقتصادية، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير اختصاص إدارة أعمال المؤسسات، كلية علوم التسيير ، جامعة جيجل ، 2006-2007

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

ثانيا : المراجع باللغة الفرنسية:

1-Jonthan Berk, peter Demarzo, Gunther capelle- Blancard, Finance d'entreprise, pearson Education, paris, 2008.

2- Arnaud Thauvron,Annaick Guyvar v'h, DSCG2 Finance Manuel, 4^e Edition, Edition Foucher, paris, 2010.

3- ELicohen, Gestion Financière de l'entreprise et de développement Financier, Édition Edicef, canada, 1991.

4- Jean-luc-charron,sabine sépai, organisation et gestion de l'enterprise, manuel et applications, 2^eédition,dunod , Paris, 2001.

* المواقع الالكترونية:

1- الموقع الرسمي لمؤسسة سونلغاز . [www. sonalgaz.dz](http://www.sonalgaz.dz)

2- الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة www.cosob.dz

3-Sonalgaz, notice d'information, mai 2006, Alger.

4-Sonalgaz, notice d'information, juin 2008, Alger.

الملخص :

يعتبر التمويل من الوظائف الحساسة داخل المؤسسة الاقتصادية، ونظرا لأهميته البالغة في تحريك مختلف الأنشطة و سد الاحتياجات المالية للمؤسسة ، لذا يتوجب على الإدارة المالية اختيار الهيكل التمويلي المناسب بين مصادر التمويل المتاحة، ففي ظل تعدد المشاريع الاستثمارية للمؤسسات و تكاليفها الباهظة لجأت المؤسسات إلى الاستثمار في القروض السندية باعتباره بديل تمويلي طويل الأجل وأقل تكلفة من بين مصادر التمويل الخارجية.

و لتحقيق أهداف الدراسة قمنا بدراسة حالة المؤسسة الجزائرية للكهرباء والغاز ، والتي من خلالها تطرقنا للإصدارات السندية التي قامت بها المؤسسة ، و دراسة المؤشرات المالية قبل الإصدار السندي التي قامت بها المؤسسة سنة 2008 واستخلاص النتائج التي توصلنا إليها.

وقد خلصنا فيها إلى أن المؤسسة مجال الدراسة تستخدم القروض السندية، وقد ساهمة هذا المصدر التمويلي في تحقيق أثر إيجابي و تحسين المردودية المالية.

الكلمات المفتاحية:

القرض السندي، التمويل ، المؤسسة الاقتصادية ، مصادر التمويل ، المردودية المالية ، الإصدار السندي.

Study summary

Funding is one of the sensitive functions within the economic institution, and given its great importance in moving various activities and filling the financial needs of the institution, so the financial management must choose the appropriate financing structure among the available sources of financing, in light of the multiplicity of investment projects for institutions and their high costs, institutions resorted to investing in bond loans as an alternative long-term financing and lowest cost among the external sources of financing.

To achieve the objectives of the study, we studied the case of the Algerian corporation for Electricity and Gas, through which we touched on the bond investments made by the corporation, studying the financial indicators before the bond issue that the corporation carried out in 2008 and extract the conclusions we reached.

We concluded that the peer institution in the field of study uses bond loans, and this funding source has contributed to achieve a positive improving financial profitability.

Keywords:

Bond loan, financing, economic institution, sources of financing, financial profitability, bond issuance.