

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

BADJI MOKHTAR UNIVERSITY-ANNABA-

UNIVERSITE BADJI MOKHTAR-ANNABA



جامعة باجي مختار – عنابة

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

أطروحة دكتوراه

مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث

التمويل بالسندات وأثره على الأداء المالي للمؤسسة

دراسة حالة سونلغاز – الجزائر –

الشعبة

اقتصاد، تنمية ومالية

للطلاب

قحايرية سيف الدين

مدير أطروحة التخرج: د. حمداوي الطاوس أستاذ محاضر. أ. جامعة باجي مختار عنابة

أمام أعضاء اللجنة

أ.د. ربحان الشريف	أستاذ التعليم العالي	رئيسا	جامعة باجي مختار	عنابة
د. حمداوي الطاوس	أستاذ محاضر أ	مقررا	جامعة باجي مختار	عنابة
د. بوريش هشام	أستاذ محاضر أ	عضوا	جامعة باجي مختار	عنابة
أ.د. قادري محمد الطاهر	أستاذ التعليم العالي	عضوا	جامعة زيان عاشور	الجلفة
د. عيمر عبد الحفيظ	أستاذ محاضر أ	عضوا	جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل	

السنة الجامعية: 2015 / 2016

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



جامعة باجي مختار - عنابة -

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

التخصص: اقتصاد، تنمية ومالية

تصريح

أنا الباحث قحايرية سيف الدين، أصرح بأن هذا العمل البحثي المتمثل في أطروحة دكتوراه بعنوان: "التمويل بالسندات وأثره على الأداء المالي للمؤسسة - دراسة حالة سونلغاز - الجزائر-"، والمقدم لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث، تحت مسؤوليتي الكاملة وهو عمل غير مقدم لمؤسسات علمية أخرى لنيل شهادة أكاديمية.

قحايرية سيف الدين

الامضاء:

الملخص

يعتبر التمويل بالسندات واحدا من مصادر الأموال المغرية للمؤسسات الاقتصادية خصوصا بعد استنفاد القدرات الذاتية، لما يمنحه هذا المصدر من امتيازات وخصائص جعلت منه الأقل تكلفة بين مصادر التمويل الخارجية بالرغم من ارتفاع احتمالات التعرض الى المخاطر، إضافة لتأثيره الواضح على التوازن والوضعية المالية وكذا كل من السيولة واليسر المالي، من هنا تتضح أكثر أهمية إصدار السندات ارتباطا بأهمية كفاءة النشاط المالي، حيث تهدف هذه الدراسة الى تبيان مدى تأثير إصدار القروض السندية على الأداء المالي للمؤسسة.

وبإسقاط الدراسة على مجمع سونلغاز من خلال نتائج تقييم الأداء المالي في الفترة (2001-2013) اعتمادا على مؤشرات ونسب التحليل المالي، تم التوصل الى أن تأثير الإصدارات السندية للمجمع على أدائه المالي كان تأثيرا موجبا الى حد بعيد أي تحسن واضح لكفاءة الأداء الى غاية سنة 2008، ثم شهد فيما بعد تراجعاً لمؤشرات ونسب النشاط المالي أي أن التأثير الإيجابي للقرض السندي كان في تراجع من سنة الى أخرى ابتداء من سنة 2009. في حين أن نتائج الدراسة القياسية بينت أنه بالفعل توجد علاقة تأثير وسببية للتمويل بالسندات على الأداء المالي لمجمع سونلغاز طوال فترة الدراسة.

الكلمات المفتاحية: التمويل، الوضعية المالية، القرض السندي، الأداء المالي، النسب المالية، التوازن المالي.

Résumé

Le financement obligataire est l'une des sources du fonds les plus attrayants pour les entreprises économiques en particulier après avoir épuisé l'auto-capacité, en raison des privilèges et caractéristiques de cette source qui lui rend la source de financement externe la plus faible coût malgré la forte possibilité d'exposition aux risques, en plus de ses impacts sur la situation financière et de l'équilibre ainsi que sur la liquidité et la solvabilité financière, de là vient l'importance de l'émission d'obligations en vue de l'importance d'efficacité de l'activité financière. Cette étude vise à démontrer l'impact de financement par des obligations sur la performance financière de l'entreprise.

En étudiant le groupe Sonelgaz à travers l'évaluation de sa performance financière pour la période (2001-2013) par l'analyse des indicateurs et les ratios financiers, nous avons constaté que l'impact de l'émission d'obligations par le groupe sur sa performance financière était un impact positif dans une large mesure, ce qui a amélioré sensiblement l'efficacité de la performance jusqu'en 2008, puis le groupe a connu le déclin des indicateurs et ratios de l'activité financière, ce qui diminue l'impact positif de l'emprunt obligataire d'année en année, à partir de l'année 2009. Alors que les résultats de l'étude ont montré qu'il existait déjà une relation d'effet et causalité du financement obligataire sur la performance financière du groupe Sonelgaz.

Mots clés: Le Financement, Situation Financière, L'emprunt Obligataire, La Performance Financière, Les Ratios Financiers, L'équilibre Financier.

Abstract

Funding by bonds is one of the most attractive funds sources for economic firms, in particular after exhausting self-capacity, because of privileges and characteristics of this source, made him the lowest-cost source of external funding despite the high possibility of exposure to risks, in addition to its impacts on the balance and financial situation, as well as on both of liquidity and Financial solvency, From here it illustrated the importance of issuing bonds in view of the importance of financial activity efficiency. this study aims to determine to which extent funding by bonds affects the firm's financial performance.

By studying Sonelgaz complex, and through the evaluation of its financial performance in the period (2001-2013) by indicators and ratios of financial analysis, we found that the impact of the issuance of bonds by the complex on its financial performance was a positive impact to a large extent, which improved clearly the efficiency of the performance until 2008, then the complex knew decline of indicators and ratios of financial activity, which decreased the positive impact of the bond loan from year to year, starting from the year 2009. The study results had shown that already there is a relationship of effect and causality of funding by bonds on the financial performance of Sonelgaz Complex.

Key words: Funding, Financial Situation, Bond Loan, Financial Performance, Financial Ratios, Financial balance.

الإهداء

إلى كل من وقف إلى جانبي منذ بداية الدرب

أخص والدتي الحبيبة ووالدي العزيز..... فاليكم برا وإحسانا

إلى زوجتي الغالية..... حبا وامتنانا

إلى إخوتي وأخواتي وفاء وعرفانا

إلى أصدقائي وزملائياحتراما وتقديرا

لكم مني تحية حب واحترام وشكر وتقدير

أهدي لكم خلاصة وثمره جهدي هذا

قحايرية سيف الدين

الشكر والتقدير

أشكر الله جل وعلا على ما قدمه لي من الاعانة وحسن المنتهى

والصلاة والسلام على نبينا محمد صلى الله عليه وسلم

أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى كل من قدم لي يد العون من قريب أو من بعيد

وأخص بالذكر في هذا المقام الدكتورة حمداوي الطاوس

التي منحني شرف الاشراف على كل نصائحها وتوجيهاتها فلها الشكر والجزاء من الله

كما أشكر الأساتذة الكرام أعضاء لجنة المشاركة على تفضلهم بقبول مناقشة هذه الأطروحة

كما أتقدم بجزيل الشكر والاحترام لكل أساتذتنا وأشكر كل من ساعدني في انجاز هذا العمل

في الأخير آمل أن يكون هذا العمل نافذة علم واطلاع لكل باحث

قحايرية سيف الدين

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
110	اهتلاك القروض السندي عبر سلاسل متساوية	1-2
111	اهتلاك القروض السندي عبر أقساط ثابتة	2-2
132	تأثير الاقتراض السندي على المؤسسة في ظل تكلفة الضرائب والإفلاس	3-2
134	تأثير الاقتراض السندي على المؤسسة في ظل تكلفة الضرائب والإفلاس والوكالة	4-2
175	العوامل المحددة لقيمة المؤسسة	1-3
184	الحالات الممكنة للخزينة الصافية الاجمالية	2-3
186	البنية الأساسية لجدول التمويل	3-3
236	تطور الإصدار السندي في سوق قيم الخزينة	1-4
238	تطور الإصدارات السندي في سوق سندات الشركات	2-4
243	تطور معدلات فائدة القروض السندي المسعرة للفترة 2006-2014	3-4
247	تطور أصول مجمع سونلغاز في الفترة 2001-2013	4-4
248	تطور خصوم مجمع سونلغاز في الفترة 2001-2013	5-4
250	تطور نسب رأس المال العامل لسونلغاز 2001-2013	6-4
252	تطور نسب احتياج رأس المال العامل والخزينة لسونلغاز 2001-2013	7-4
254	تطور نسب السيولة المالية والربحية لمجمع سونلغاز 2001-2013	8-4
257	تطور نسب التمويل الخاصة بمجمع سونلغاز 2001-2013	9-4
263	تطور نسب قابلية السداد والوفاء لمجمع سونلغاز 2001-2013	10-4
266	تطور نسب المردودية الخاصة بمجمع سونلغاز 2001-2013	11-4

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
171	تقسيم الميزانية	1-3
188	الجزء الأول من جدول التمويل (تمويل طويل ومتوسط الأجل)	2-3
189	الجزء الثاني من جدول التمويل (التمويل قصير الأجل)	3-3
198	جدول تدفقات الخزينة	4-3
239	الإصدار السندي الأول لشركة سونلغاز 2004	1-4
240	الإصدار السندي الثاني لشركة سونلغاز 2005	2-4
240	الإصدار السندي الثالث لسونلغاز 2006	3-4
241	الإصدار السندي الرابع لسونلغاز 2008	4-4
242	تطور القروض السنديّة خلال سنوات الإصدار	5-4
245	الميزانيات المالية لشركة سونلغاز 2001-2013	6-4
249	نسب رأس المال العامل لشركة سونلغاز 2001-2013	7-4
251	احتياج رأس المال العامل والخزينة لشركة سونلغاز 2001-2013	8-4
254	نسب السيولة المالية لمجمع سونلغاز 2001-2013	9-4
257	نسب التمويل والهيكل المالي لمجمع سونلغاز 2001-2013	10-4
260	نسب المديونية والرفع المالي لشركة سونلغاز 2001-2013	11-4
263	نسبة قابلية التسديد والوفاء لمجمع سونلغاز 2001-2013	12-4
266	نسب المردودية الخاصة بمجمع سونلغاز 2001-2013	13-4
271	نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF)	14-4
272	نتائج تحديد درجات التأخر	15-4
273	نتائج اختبار غرانجر للسببية	16-4

قائمة المختصرات

الاختصار	أصل الاختصار	معناه باللغة العربية
B.C.G	Boston Consulting Group	المكاتب الأمريكية المتخصصة في استشارة التسيير
EGA	Electricité et Gaz d'Algérie	المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز
CEEG	La Compagnie de l'Engineering de l'Electricité et du Gaz	شركة هندسة الكهرباء والغاز
MEI	Maintenance des Equipements Industriels	شركة أعمال الصيانة للتجهيزات الصناعية
SAT Info	Société Algérienne des Techniques d'Information	الشركة الجزائرية لتقنيات الإعلام
MPV	Maintenance Prestations Véhicules	صيانة وخدمات السيارات
SPE	Sonelgaz Production Electricité	سونلغاز انتاج الكهرباء
GRTE	Gestionnaire du Réseau de Transport de l'Electricité	مسير شبكة نقل الكهرباء
GRTG	Gestionnaire du Réseau de Transport de Gaz	مسير شبكة نقل الغاز
OS	Opérateur Système Electriques	سونلغاز مشغل المنظومة الكهربائية
SKTM	Société d'Electricité et de l'Energie Renouvelable	شركة الكهرباء والطاقت المتجددة
SDA	Sonelgaz Distribution Alger	سونلغاز توزيع الجزائر
SDC	Sonelgaz Distribution Centre	سونلغاز توزيع الوسط
SDO	Sonelgaz Distribution Ouest	سونلغاز توزيع الغرب
SDE	Sonelgaz Distribution Est	سونلغاز توزيع الشرق
CREDEG	Centre de Recherche et de Développement de l'Electricité et du Gaz	مركز البحث والتنمية في الكهرباء والغاز
CAMEG	Comptoir Algérien des Matérielles Electriques et Gaz	المصرف الجزائري للمعدات الكهربائية والغازية
IFEG	Institut de Formation en Electricité et Gaz	معهد التكوين في مجال الكهرباء والغاز
HMP	Hôtel le Mas des Planteurs	فندق نزر الغارسين
SKMK	Sharikat Khadamet Mouhaouilet Kahrabaia	شركة خدمات المحولات الكهربائية
SPAS	Société de Prévention et d'Action en Sécurité	شركة الوقاية والعمل بأمان

سونلغاز طب العمل	Sonelgaz Médecine du Travaux	SMT
شركة النقل والصيانة الاستثنائيتين للتجهيزات الصناعية والكهربائية	Transport et Manutention Exceptionnels des Equipements Industriels et Electriques	TRANSMEX
شركة الممتلكات العقارية للصناعات الكهربائية والغازية	Société du Patrimoine Immobilier des Industries Electriques et Gazières	SOPIEG
الجزائر للمعلومات التكنولوجية	EL Djazair Information Technology	ELIT
المؤسسة الوطنية لأجهزة القياس والمراقبة	L'Entreprise Nationale des Appareils de Mesure et de Contrôle	AMC
شركة الأعمال الاجتماعية والثقافية لعمال الصناعية الكهربائية والغازية	Le Fonds des Œuvres Sociales et Culturelles des Travailleurs des Industries Electriques et Gazières	FOSC
لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة	Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse	COSOB
شركة تسيير بورصة القيم المنقولة	Société de Gestion de la Bourse des Valeurs	SGBV
صندوق النقد الدولي	International Monetary Fund	IMF
النظام المحاسبي المالي	Système Comptable Financier	SCF
جدول حسابات النتائج	Tableau des Comptes de Résultats	TCR
اختبار ديكي - فولر الموسع	Augmented Dickey-Fuller Test	ADF

قائمة الملاحق

رقم الملحق	عنوان الملحق	الصفحة
1	المؤشرات الممثلة للتمويل بالسندات في مجمع سونلغاز 2001-2013	292
2	المؤشرات الممثلة للأداء المالي في مجمع سونلغاز 2001-2013	293
3	الميزانية المحاسبية لمجمع سونلغاز للسنة 2003	294
4	الميزانية المحاسبية لمجمع سونلغاز للسنة 2004	295
5	جدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز للسنة 2004	296
6	الميزانية المحاسبية لمجمع سونلغاز للسنة 2006	297
7	الميزانية المحاسبية لمجمع سونلغاز للسنة 2007	298
8	الميزانية المحاسبية لمجمع سونلغاز 2008-2009	299
9	جدول حسابات النتائج الخاص بمجمع سونلغاز للفترة 2004-2009	300
10	الميزانية المحاسبية لمجمع سونلغاز 2010-2011	301
11	جدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز للسنوات 2010-2011	302
12	الميزانيات المحاسبية لمجمع سونلغاز للسنوات 2012-2013	303
13	جدول حسابات النتائج الخاص بمجمع سونلغاز 2012-2013	304
14	جدول تطور المؤشرات الأساسية للتسيير في مجمع سونلغاز 2004-2010	305
15	جدول تطور المؤشرات الأساسية للتسيير في مجمع سونلغاز 2007-2013	306
16	المنشورة الدعائية للقرض السندي لسونلغاز 2008	307
17	تقرير مفصل لنشاط سوق السندات للفترة 2011-2013	308

جدول المواد

الصفحة	المكونات
أ	التصريح
ب	ملخص باللغة العربية
ت	ملخص باللغة الفرنسية
ث	ملخص باللغة الإنجليزية
ج	الإهداء
ح	الشكر والتقدير
خ	قائمة الأشكال
د	قائمة الجداول
ذ	قائمة المختصرات
ز	قائمة الملاحق
س	جدول المواد
01	المقدمة
14	الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية
16	المبحث الأول: الوظيفة المالية والتمويل في المؤسسة
16	المطلب الأول: المؤسسة الاقتصادية واحتياجاتها المالية
16	الفرع الأول: المؤسسة الاقتصادية
21	الفرع الثاني: الاحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية
24	المطلب الثاني: الوظيفة المالية في المؤسسة
24	الفرع الأول: طبيعة الوظيفة المالية وتطورها
27	الفرع الثاني: منهج ومهام الوظيفة المالية
30	الفرع الثالث: أهداف الوظيفة المالية
33	المطلب الثالث: التمويل في المؤسسة
33	الفرع الأول: تطور مفهوم وأهمية التمويل
36	الفرع الثاني: طرق وأشكال التمويل

37	الفرع الثالث: دور التمويل في المؤسسة
39	المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسة
39	المطلب الأول: التمويل عن طريق حقوق الملكية
39	الفرع الأول: التمويل الداخلي للمؤسسة
43	الفرع الثاني: التمويل الخارجي للمؤسسة
46	المطلب الثاني: التمويل عن طريق الاستدانة
46	الفرع الأول: التمويل بالقروض البنكية
52	الفرع الثاني: التمويل بالقروض السندية
54	المطلب الثالث: التمويل عن طريق المصادر المتخصصة
54	الفرع الأول: التمويل التأجيري
57	الفرع الثاني: التمويل عن طريق تحويل عقد الفاتورة
61	المبحث الثالث: الهيكل التمويلي في المؤسسة
61	المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة
61	الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي وأهميته
63	الفرع الثاني: بناء الهيكل المالي
66	المطلب الثاني: القرارات المالية والهيكل المالي المناسب
66	الفرع الأول: استراتيجية المؤسسة وسياستها المالية
68	الفرع الثاني: طبيعة القرارات المالية
69	الفرع الثالث: خصائص الهيكل المالي المناسب
70	المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي للمؤسسة
71	الفرع الأول: محددات مرتبطة بمصادر التمويل
72	الفرع الثاني: عوامل مرتبطة بالمؤسسة
76	الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية
78	المبحث الأول: السندات كأداة في سوق الأوراق المالية
78	المطلب الأول: سوق الأوراق المالية
78	الفرع الأول: ماهية ومفهوم سوق الأوراق المالية
80	الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية

83	المطلب الثاني: ماهية و هيكل سوق السندات
83	الفرع الأول: مفهوم وأهمية سوق السندات
86	الفرع الثاني: أطراف السوق السندي
89	المطلب الثالث: ماهية و تقييم السندات داخل المؤسسة
89	الفرع الأول: ماهية السندات
96	الفرع الثاني: تحليل وتقييم السندات
103	المبحث الثاني: الاقتراض السندي و تمويل المؤسسة
103	المطلب الأول: إصدار القرض السندي
103	الفرع الأول: شروط ومراحل الإصدار السندي
106	الفرع الثاني: طرق إصدار السندات والمخاطر المرتبطة بالإصدار
109	الفرع الثالث: إنهاء القرض السندي
113	المطلب الثاني: محددات وضوابط التمويل بالسندات
113	الفرع الأول: تكلفة الأموال
118	الفرع الثاني: محددات الاقتراض السندي كمصدر تمويلي للمؤسسة
122	المطلب الثالث: الرافعة و قرار التمويل بالقرض السندي
122	الفرع الأول: ماهية وتحليل الرفع
125	الفرع الثاني: أثر الرافعة على التمويل بالسندات
127	المبحث الثالث: أثر قرار التمويل بالسندات على المؤسسة الاقتصادية
127	المطلب الأول: تأثير التمويل بالسندات على قيمة المؤسسة
127	الفرع الأول: ماهية قيمة المؤسسة
130	الفرع الثاني: القرض السندي وقيمة المؤسسة مع وجود الضرائب وتكلفة الافلاس
133	الفرع الثالث: القرض السندي وقيمة المؤسسة مع وجود تكلفة الوكالة
135	المطلب الثاني: المداخل المكملة لتأثير الاقتراض السندي على المؤسسة
135	الفرع الأول: المداخل الأساسية المفسرة لعلاقة التأثير
137	الفرع الثاني: المداخل المعاصرة لتفسير تأثير المديونية على قيمة المؤسسة
139	المطلب الثالث: تأثير التمويل بالسندات على أهداف المؤسسة
139	الفرع الأول: أثر القرض السندي على عائد السهم

141	الفرع الثاني: أثر الاقتراض السندي على تطور واستمرار المؤسسة
143	الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية
145	المبحث الأول: ماهية الأداء العام في المؤسسة
145	المطلب الأول: مفاهيم أداء المؤسسة
145	الفرع الأول : ماهية ومفهوم الأداء
148	الفرع الثاني: أنواع الأداء المختلفة في المؤسسة
151	المطلب الثاني: عملية تقييم أداء المؤسسة
151	الفرع الأول: ماهية تقييم الأداء
154	الفرع الثاني: أنواع تقييم الأداء ومستوياته
157	المطلب الثالث: القياس والتقييم الجيد لأداء المؤسسة
157	الفرع الأول: سير عملية قياس وتقييم الأداء
161	الفرع الثاني: المتطلبات الأساسية لنجاح عملية تقييم الأداء
164	المبحث الثاني: : الإطار العام للأداء المالي
164	المطلب الأول: ماهية الأداء المالي
164	الفرع الأول: مفهوم وأهمية الأداء المالي داخل المؤسسة
166	الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على الأداء المالي
168	المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي
168	الفرع الأول: ماهية تقييم الأداء المالي
170	الفرع الثاني: معلومات نظام تقييم الأداء المالي
172	المطلب الثالث: أهداف تقييم الأداء المالي
172	الفرع الأول: أهداف التوازن المالي والسيولة
174	الفرع الثاني: أهداف المردودية والقيمة
176	المبحث الثالث: عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة
176	المطلب الأول: تحليل المؤشرات المالية لتقييم التوازن المالي
176	الفرع الأول: الميزانية المالية
179	الفرع الثاني: التحليل الكلاسيكي الثابت للمؤشرات المالية
184	الفرع الثالث: التحليل المتحرك للمؤشرات المالية

192	المطلب الثاني: التحليل بواسطة النسب المالية لتقييم السيولة
192	الفرع الأول: التحليل الساكن لليسر والسيولة
194	الفرع الثاني: التحليل الحركي لليسر والسيولة المالية
199	المطلب الثالث: تحليل نسب المردودية وتحديد القيمة
199	الفرع الأول: نسب قياس ودراسة المردودية
202	الفرع الثاني: تحليل وقياس القيمة
206	الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -
208	المبحث الأول: تقديم عام لشركة سونلغاز - الجزائر -
208	المطلب الأول: نشأة وتطور شركة سونلغاز
208	الفرع الأول: لمحة تاريخية عن المؤسسة وتطورها
211	الفرع الثاني: أهمية انشاء الشركة وأهدافها
213	المطلب الثاني: تنظيم مجمع سونلغاز
214	الفرع الأول: الهيئات المسيرة للشركة
216	الفرع الثاني: رئاسة سونلغاز ومديريات الشركة
218	المطلب الثالث: فروع شركة سونلغاز ووظائفها
218	الفرع الأول: الفروع المهنية
219	الفرع الثاني: الفروع المحيطة
220	الفرع الثالث: فروع الأشغال
222	المبحث الثاني: سوق السندات في الجزائر وقرض سونلغاز السندي
222	المطلب الأول: الاطار العام لبورصة الجزائر
222	الفرع الأول: نشأة بورصة الجزائر وتطورها
224	الفرع الثاني: الهياكل التنظيمية والمتدخلون في بورصة الجزائر
229	المطلب الثاني: آلية العمل والإدراج في البورصة
229	الفرع الأول: إجراءات وشروط الإدراج في البورصة
232	الفرع الثاني: تسعير وتداول الأوراق المالية في بورصة الجزائر
234	المطلب الثالث: سوق السندات في الجزائر وإصدار سونلغاز
234	الفرع الأول: سوق قيم الخزينة وسوق سندات الشركات
238	الفرع الثاني: القرض السندي لشركة سونلغاز
244	المبحث الثالث: تأثير القرض السندي على الأداء المالي لسونلغاز

244	المطلب الأول: تقييم الأداء المالي لسونلغاز من خلال التوازن المالي
244	الفرع الأول: الميزانيات المالية لمجمع سونلغاز
248	الفرع الثاني: حساب وتحليل مؤشرات التوازن المالي لسونلغاز
252	المطلب الثاني: تقييم السيولة واليسر المالي لسونلغاز
253	الفرع الأول: نسب السيولة، الربحية، الهيكل والرفع المالي
261	الفرع الثاني: نسبة القدرة على الوفاء والمردودية
268	المطلب الثالث: الدراسة القياسية ودراسة تأثير القرض السندي على الأداء المالي لسونلغاز
268	الفرع الأول: معطيات ومنهجية الدراسة
270	الفرع الثاني: الدراسة واختبار السببية باستخدام برنامج (EViews)
275	الخاتمة
280	المراجع
291	الملاحق

المقدمة

المقدمة

تعتبر المؤسسة الاقتصادية بمثابة النواة للنشاط الاقتصادي وتمثل الوحدة الأساسية الهامة لأي اقتصاد، لذا وجب الاهتمام الدائم بوظائفها المختلفة التي تضمن استمرار نشاطها وتحقيق أهدافها. إن أحد أهم هذه الوظائف هي الإدارة المالية التي تعتبر نشاطا فاعلا في أية مؤسسة مهما كان حجمها أو طبيعتها أعمالها وهذا نظرا للدور الكبير الذي يلعبه النشاط المالي في الترجمة الكمية للخطط الموضوعية، حيث تواجه المؤسسة وإدارتها المالية العديد من القرارات الاستراتيجية التي تحدد قيمتها وذلك بما يتوافق والأهداف المرسومة، لعل من أبرز هذه القرارات قرار التمويل الذي يعتبر عصب المؤسسة والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأنشطة.

في ظل التطور الكبير الذي تشهده السوق التمويلية برزت مجموعة متنوعة من البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة وتباينت خصائصها لتختلف بذلك تكاليفها وشروط الحصول عليها، لذا تحرص المؤسسة من خلال الوظيفة المالية على تحديد البدائل التمويلية المتاحة لها بغية المفاضلة بينها واختيار الأنسب منها وفقا لمعايير محددة، بالتالي الوصول الى تشكيل هيكل تمويلي مناسب يوفق بين الأموال الخاصة وأموال الاستدانة من جهة وبين عنصرى العائد والمخاطرة من جهة أخرى. هنا فإن الحديث عن مصادر التمويل يستدعي التطرق الى سوق الأوراق المالية كمصدر مهم من خلال إصدار وبيع أوراق مالية (أسهم وسندات ومشتقاتهما)، لذا فإن اللجوء الى السوق السندي يعتبر بديلا تمويليا مغريا نظرا لما يمتاز به هذا النمط من خصائص وتكاليف، إضافة الى ما يمنحه للمساهمين من صافي ربح وكذا للمؤسسة من خلال الوفورات الضريبية.

وبالنظر الى أن التمويل بالسندات وكغيره من المصادر الأخرى له تأثير على المؤسسة وبالأخص على وضعيتها وأداء نشاطها المالي، فإنها تحرص على الاستفادة من هذا التمويل في تحسين مختلف الأنشطة داخلها، بالتالي فالمؤسسة بحاجة الى قياس وتقييم نتائجها أو بالأحرى تقييم أثر التمويل بإصدار السندات على أداءها المالي ومدى استفادتها وتأثرها بالهيكل المالي عامة والقرض السندي خاصة.

نظرا للتطورات والاصلاحات التي عرفتها الجزائر في السابق ومحاولة الانتقال الى اقتصاد السوق ظهرت حتمية ايجاد بدائل تمويلية جديدة من أجل تمويل الاقتصاد ومختلف وحداته، ومع إنشاء بورصة الجزائر للقيم المنقولة توجهت بعض المؤسسات الجزائرية وخاصة العمومية منها الى هذا المصدر التمويلي، كما شكل التمويل بالسندات بديلا تمويليا للعديد من الشركات الوطنية الأمر الذي ينطبق على مجمع "سونلغاز" محل الدراسة، حيث قام بمجموعة من الاصدارات السندية المسعرة وغير المسعرة في البورصة وهو

المقدمة

ما يحتم على المجمع أن يهتم بتأثير التمويل بالسندات والأخذ بعين الاعتبار الاحتياجات الفعلية من هذا المورد المالي، إضافة الى استخدامه بشكل يؤدي الى زيادة فعالية عمليات المجمع وتحسين أدائه.

1- إشكالية الدراسة

من خلال هذه الدراسة سيتم معالجة مدى إمكانية لجوء المؤسسة الى القرض السندي كمصدر تمويلي لمختلف أنشطتها واستثماراتها والاستفادة من مزاياه في تحسين وضعيتها وأدائها المالي، من خلال عرض دراسة حالة لمجمع سونلغاز في الجزائر.

وانطلاقا من هذا الانشغال والذي سنحاول الإحاطة بمختلف جوانبه وتحليل أبعاده، من خلال الإجابة على الإشكالية الرئيسية التي يطرحها البحث والتي تتمحور حول التساؤل التالي:

هل يساهم التمويل بالسندات في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؟ وما هي طبيعة واقع هذا التأثير في مجمع سونلغاز؟

للتمكن من الإجابة عن هذه الإشكالية، تم تدعيمها بالأسئلة الفرعية التي يمكن صياغتها كالاتي:

- ما هي الأسباب التي تدفع بالمؤسسة للقيام بإصدار القروض السندية؟ وما مدى مساهمة هذا المصدر في توفير الأموال اللازمة لسد احتياجاتها؟
- هل يساهم التمويل بالسندات في تحقيق التوازن المالي للمؤسسة موضوع الدراسة؟ وما مدى تأثير ذلك على وضعيتها المالية؟
- الى أي مدى يمكن أن تؤثر الاصدارات السندية التي قامت بها سونلغاز على مؤشرات ونسب الأداء المالي للمجمع؟
- هل توجد علاقة سببية بين التمويل بالسندات والأداء المالي في مجمع سونلغاز خلال الفترة الممتدة بين 2001-2013؟

2- فرضيات الدراسة

من أجل معالجة إشكالية البحث الرئيسية المطروحة، تم الاعتماد على الفرضية الرئيسية التي يمكن صياغتها كالاتي:

التمويل بالسندات يؤثر ويسبب تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، وهذا التأثير محقق في مجمع سونلغاز.

المقدمة

ومن خلال الفرضية الرئيسية للدراسة تمت صياغة مجموعة من الفرضيات الفرعية والتي تشمل جميع جوانب الموضوع وهي كالآتي:

- يعتبر القرض السندي مصدرا تمويليا هاما في حدود استعماله ومساهمته في تغطية احتياجات المؤسسة، ما يغريها ويدفعها للجوء اليه.
- يساهم التمويل بالسندات في تحسين الوضعية المالية للمؤسسة موضوع الدراسة، هذا من خلال المساهمة في تحقيق توازنها المالي.
- اللجوء الى السندات كمصدر تمويلي يساهم في تمويل احتياجات سونلغاز وبرامجها الاستثمارية، نتيجة تحسن كل من السيولة، المردودية واليسر المالي للمجمع.
- توجد علاقة تأثير وسببية من التمويل بالسندات باتجاه الأداء المالي لمجمع سونلغاز وهذا خلال فترة الدراسة.

3- أسباب اختيار الموضوع

إن اختيار هذا الموضوع كان بالتأكيد نتيجة أسباب وعوامل مختلفة موضوعية وذاتية، التي نذكر منها ما يلي:

- الاهتمام الدائم الذي تحظى به وظيفة التمويل في المؤسسة وما ينوط بها من اختيار الهيكل المالي المناسب من ضمن المصادر المتاحة.
- أهمية الجانب المالي في المؤسسة الاقتصادية وبالتالي أهمية تقييم النشاط والأداء المالي بشكل دائم.
- ضرورة اهتمام الجزائر بتفعيل دور سوق الأوراق المالية كمصدر مهم لتمويل اقتصاد البلد والقرض السندي جزء من هذه السوق.
- قلة الدراسات والأبحاث التي ربطت بين الأداء المالي وتأثره بما تستخدمه المؤسسة من مصادر تمويل في هيكلها المالي.
- إثراء الفكر واكتساب رصيد من المعلومات حول أهمية لجوء المؤسسة الى السوق المالي كمصدر تمويلي، من خلال إصدار السندات والأسهم ومدى تأثيرها باستخدام هذه المصادر.
- إمكانية دراسة جوانب هذا الموضوع والإحاطة به نظرا للتوفر النسبي للمادة العلمية.

4- أهداف الدراسة

هنالك عدة أهداف تسعى الدراسة الى تحقيقها ويمكن تلخيص أهمها في النقاط التالية:

- الوقوف على مختلف البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة الاقتصادية، مع التعرف على أهمية تكوين الهيكل المالي المناسب؛
- ابراز مدى أهمية اللجوء الى القرض السندي كبديل تمويلي خارجي متاح للمؤسسة الاقتصادية؛
- تسليط الضوء على أحد أهم الأنشطة في المؤسسة ألا وهو النشاط المالي والتطرق لمختلف معايير تقييم الأداء المالي؛
- التعرف على مدى تأثير إصدار السندات على الوضعية المالية للمؤسسة ككل وأدائها المالي بشكل خاص، بالتطبيق على شركة سونلغاز قبل وبعد الإصدار؛
- معرفة ما اذا كانت هناك علاقة تأثير وسببية بين كل من التمويل بالسندات والأداء المالي لمجمع سونلغاز من خلال القياس التجريبي خلال الفترة 2001-2013.
- لفت انتباه الباحثين وأصحاب القرار على حد سواء إلى ضرورة الاهتمام بجانب التمويل في المؤسسة الجزائرية، اضافة الى تطوير سوق الأوراق المالية والاستفادة منه في تحسين وظائف المؤسسة المختلفة.

5- أهمية الدراسة

ان تنوع واختلاف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة من جهة وتوسعها وبحثها عن النمو الدائم والاستمرارية وزيادة أعبائها وحاجتها الى الأموال من جهة أخرى، جعلت عملية الحصول على التمويل اللازم تحظى بأهمية بالغة من طرف الوحدات الاقتصادية وحتم على الإدارة المالية الاهتمام أكثر بعملية المفاضلة بين البدائل المتاحة أمامها واختيار الأمثل منها لهيكلها المالي، من هنا تتضح جليا أهمية موضوع الدراسة من خلال محاولة التطرق للتمويل بالسندات كواحد من المصادر الخارجية المهمة للمؤسسة وكذا تحليله وقياس مدى تأثيره على المؤسسة الاقتصادية ووضعيتها المالية.

كما تتبع أهمية الموضوع أيضا من خلال أهمية الجانب المالي في المؤسسات مهما كان حجمها وطبيعة نشاطها، هذا ما تهتم به الدراسة من خلال تسليط الضوء على تقييم الأداء المالي لمجمع سونلغاز في الجزائر ومدى تأثيره بالقرض السندي، إضافة الى أهمية دراسة العلاقة السببية بين هاذين المتغيرين خلال الفترة المحددة.

6- حدود الدراسة

تقتضي منهجية البحث العلمي ضرورة التحكم في إطار التحليل المتعلق بطبيعة هذه الدراسة وتحري الموضوعية بضبط الإطار الذي يسمح بالفهم الصحيح لمسار الموضوع المراد تحليله واختبار فرضياته والوصول إلى استنتاجات منطقية، بالتالي فإن الدراسة كانت في حدود التأثير الناجم عن التمويل بالسندات على الأداء المالي للمؤسسة ووضعيتها المالية من خلال مؤشرات التوازن المالي ومختلف النسب المالية. أما الحدود المكانية فقد وقعت الدراسة على حالة الجزائر من خلال دراسة وإسقاط أبعاد الموضوع على الشركة الوطنية للكهرباء والغاز - سونلغاز - باعتبار تجربتها في إصدار القروض السندية وتمويل مختلف مشاريعها الاستثمارية من خلال أربع إصدارات سنديّة طول فترة الدراسة. تمثلت الحدود الزمنية لدراسة الموضوع في الفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2013 أي ثلاثة عشر (13) سنة، وذلك تبعاً لما توفر من بيانات ومعطيات متعلقة بموضوع الدراسة.

7- منهج الدراسة

حتى نتمكن من الإجابة عن إشكالية الموضوع والإلمام بمختلف جوانبه وصولاً إلى تحقيق أهداف الدراسة، اقتضى الأمر الاعتماد على عدة مناهج حسب مرحلة ومتطلبات البحث، فقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي فيما يتعلق بعرض الإطار والأسس النظرية للتمويل عامة والإصدار السندي خاصة، إضافة إلى خلفية الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية وأهم معايير ومؤشرات تقييمه. كما تم الاعتماد على منهج دراسة الحالة عند عرض واقع سوق الأوراق المالية في الجزائر وكذا تقديم مجمع سونلغاز، إضافة إلى استخدام التحليل المالي من أجل تشخيص الوضعية المالية للمجمع ومؤشرات أدائه خلال فترة الدراسة. ومن أجل إضفاء دقة أكبر على الجانب التطبيقي لدراسة الحالة تم الاعتماد على منهج التحليل الكمي عند القيام بالدراسة القياسية من أجل قياس واختبار العلاقة السببية بين التمويل بالسندات والأداء المالي في الشركة محل الدراسة خلال الفترة (2001-2013).

كما تجدر الإشارة إلى أهم الأدوات المستخدمة إضافة إلى ما تم ذكره من مناهج في هذه الدراسة والتي هي:

- المراجع والمصادر المختلفة المتعلقة بموضوع التمويل والإدارة المالية، إضافة إلى المتعلقة بموضوع الأسواق المالية وخاصة القروض السندية وكذا التسيير المالي عامة والأداء المالي خاصة، فضلاً عن الاعتماد على الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع، مع استخدام بعض المجالات والمقالات المنشورة ذات الصلة بموضوع الدراسة.

المقدمة

- تقنيات التحليل المالي من خلال قياس وتحليل مختلف المؤشرات والنسب المالية لأجل تقييم الوضعية والأداء المالي لمجمع سونلغاز.
- أدوات المنهج القياسي باستخدام منهجية غرانجر للسببية مرورا باختبار استقرار السلاسل الممثلة لمتغيرات الدراسة ودرجات التأخر، وصولاً لمعرفة مدى تحقق السببية واتجاهها.

8- الدراسات السابقة

نظراً لقلّة الدراسات التي تطرقت إلى موضوع الدراسة بشكل دقيق، فإنه تم اعتماد أو اختيار الدراسات التي عالجت جوانب الموضوع أو اقتربت إلى مبعثي دراستنا من حيث المضمون أو الفرضيات أي أنها الأقرب صلة بموضوع رسالتنا، حيث يمكن أن نلخص أهمها:

أ- الدراسات باللغة العربية

• الدراسة الأولى: محمد أحمد شعلان الأغبيري (2002)

"أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية"

هذه الدراسة هي مذكرة ماجستير غير منشورة، حيث هدفت إلى قياس أثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية وأجريت على عشر شركات عاملة بالقطاع الصناعي الغذائي باليمن، حيث ركزت على مدى تأثير الاستخدام المتزايد للرافعة المالية أو الديون الخارجية على ربحية الشركات ومن ثم على قيمة المؤسسة وكذا أدائها المالي، إضافة إلى امتداد هذا التأثير على السيولة قصيرة الأجل في هذه الشركات مقاسة بدرجة كفاية رأس المال العامل.

من خلال ما تم عرضه في هذه الدراسة توصلت إلى النتائج التي نلخص أهمها كما يلي:

- أثبتت الدراسة وجود تأثير جوهري للرافعة المالية وخصوصاً الناجمة عن القروض والسندات طويلة الأجل على معدل العائد على الاستثمار والذي يعتبر من أهم مؤشرات الأداء المالي للمؤسسة.
- وجود تأثير واضح للرافعة المالية على قيمة المؤسسة على مستوى جميع الشركات محل الدراسة.
- وجود تأثير للرافعة المالية الناجمة عن الاستدانة على السيولة قصيرة الأجل على مستوى الشركات التي شملتها العينة.

• الدراسة الثانية: بوظلالة عادل (2006)

تمويل المنشآت الاقتصادية بين نظامي الاستدانة والبورصة

"دراسة لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة"

مذكرة ماجستير غير منشورة، حيث تطرقت الى مختلف المصادر المتاحة للمؤسسة ولكنها هدفت الى ابراز مدى تأثير التمويل المباشر (الأسهم والسندات) على المؤسسة والذي يعتبر طريقة مهمة للتمويل من خلال توفيره لمصادر مميزة ومختلفة من حيث الخصائص والتكاليف. وقد توصلت هذه الدراسة الى نتائج نذكر منها ما يلي:

- وجود علاقة قوية بين مصادر التمويل وقيمة المؤسسة، حيث يوجد أثر كبير للاقتراض وسياسة توزيع الأرباح على قيمتها.
- التمويل بالسندات يوفر للمؤسسة أموالا بتكلفة أقل مما يساعد بالتأثير ايجابا عليها، غير أن ارتفاع نسبة القروض الى حد كبير يؤدي الى زيادة المخاطر وارتفاع العائد المطلوب من الملاك وهنا يبدأ التأثير السلبي للقرض السندي.
- التمويل عن طريق الأسهم يوفر للمؤسسة أموالا بتكلفة مرتفعة تؤثر سلبا على قيمتها ولكنه يخفض من المخاطر ويزيد من القدرة الائتمانية.

• الدراسة الثالثة: مريم باي (2008)

السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية

"دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز"

مذكرة ماجستير غير منشورة، حيث عرضت الدراسة بأن المؤسسة أمام بديلين تمويليين لدى لجوئها الى أسواق الأوراق المالية وهما الأسهم التي تمثل حق ملكية والسندات التي تمثل مستند دين ويبقى على عاتقها المفاضلة بينهما، ذلك من خلال معيار العائد/مخاطرة وكذا معيار مدى تأثير كل مصدر على قيمة المؤسسة وكفاءة أدائها.

توصلت الباحثة من خلال هذه الدراسة الى مجموعة من النتائج نلخصها كالآتي:

- يتمتع التمويل بالسندات بأولوية عن باقي المصادر الخارجية لما يتمتع به من خصوصيات باعتباره البديل التمويلي الأقل كلفة، كما أنه يزيد من مردودية المؤسسة من خلال الأثر الايجابي للرفع المالي غير أنه يزيد من مخاطر المؤسسة وينقص من استقلاليتها.

- رغم اختلاف المداخل الاقتصادية في مبررات استخدام وترتيب التمويل السندي، إلا أنها اتفقت حول كونه يعتبر البديل التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية من بين مصادر التمويل الخارجية.
- نظرا للطاقة الإقتراضية التي تتمتع بها "سونلغاز"، شكل السوق السندي البديل التمويلي الأمثل للشركة بعد استنفاد التمويل الذاتي، حيث يعتبر البديل الأقل تكلفة والأكثر مردودية خلال الدراسة.

• الدراسة الرابعة: صيودة ايناس (2009)

أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية

"دراسة حالة القرض السندي لمؤسسة سوناطراك"

مذكرة ماجستير غير منشورة، حيث تطرقت هذه الدراسة الى التوجهات الجديدة والميكانيزمات الحديثة التي أصبحت تعتمد عليها المؤسسات في تمويل احتياجاتها المختلفة والتي من بين أهمها سوق الأوراق المالية لما يوفره من مصادر ومميزات، كما هو الحال في الاقتصاد الجزائري الذي ونتيجة لضغوطات داخلية وخارجية تبنى اتجاهات جديدة منها فتح سوق الأوراق المالية للبحث عن مصادر تمويل جديدة للمؤسسات والاقتصاد.

من بين النتائج التي توصلت اليها الدراسة نذكر ما يلي:

- تعتبر القروض السندية من أهم وسائل التمويل التي تعتمد عليها المؤسسات الكبرى في تمويل مشاريعها لأنه يتم اللجوء إليها لتمويل الاستثمارات عالية التكاليف والتي لا تستطيع البنوك تمويلها.
- يعتبر القرض السندي أقل تكلفة من الأسهم نتيجة الوفورات الضريبية التي يحققها للمؤسسة، كما أنه يمنح للمؤسسة فرصة تحويل الديون القصيرة والمتوسطة الى ديون طويلة الأجل.
- لجوء شركة سوناطراك الى السوق السندي لم يكن له تأثير على الشركة نتيجة أنها قامت بالإصدار من أجل إحياء بداية البورصة وليس من أجل تمويل احتياجاتها.

ب-الدراسات باللغة الأجنبية

• الدراسة الأولى: (1963) Modigliani and Miller

"Corporate Income Taxes and the Cost of Capital"

مقال منشور في المجلة الأمريكية للاقتصاد في سنة 1963 فهي تعتبر الى جانب دراسة الباحثين الأولى اتجاها فلسفيا غاية في الأهمية في النظرية المالية المعاصرة رغم أنها جاءت في منتصف القرن الماضي الا أنها مازال يدور حولها جدل كبير، حيث تركز إشكالية هذه الدراسة على أثر سياسات التوزيع

المقدمة

وكذا الاستدانة على قيمة المؤسسة، فالدراسة قامت على افتراض وجود الضرائب في تمويل المؤسسة من مختلف المصادر وبالأخص الاستدانة طويلة الأجل ومدى تأثيرها على المؤسسة.

ومن خلال ما قامت به هذه الدراسة والأبحاث التي قام بها الباحثان فقد توصلت إلى عدة نتائج يمكن أن نلخص أهمها:

- ثروة الملاك أو قيمة المؤسسة تتأثر أساساً بقرارات الاستثمار وما يترتب عليها من عوائد وما يتعرض له العائد من مخاطر، أما مقدار التوزيعات المختلفة ليس لها تأثير وهذا يعني أن سياسة التوزيع لا تهم المستثمر وعلى المؤسسة أن تتبع سياسة التوزيعات التي تلائمها.
- القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من قروض وحقوق ملكية تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مثيلة يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط.
- قيمة المؤسسة المقترضة وخصوصاً من المصادر طويلة الأجل كالسندات سوف ترتفع قيمتها بمقدار الوفورات الضريبية الناتجة عن الاقتراض.

• الدراسة الثانية: (1971) William Sihler

"Framework For Financial Decisions"

مقال منشور في مجلة هارفارد للتجارة في الولايات المتحدة الأمريكية، هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر العلاقة بين نسب المديونية (الاقتراض) وتكلفة رأس المال، على كل من العائد على الاستثمار وحقوق الملكية. وأجريت هذه الدراسة على مجموعة من الشركات بالولايات المتحدة الأمريكية، حيث اعتمدت الدراسة على مجموعة من المؤشرات المالية في بناء الهيكل المالي مثل: (الحسابات الدائنة، مقدار القروض طويلة وقصيرة الأجل، حجم الاستثمارات، سياسة توزيع الأرباح ونسب المخاطرة).

وقد توصلت دراسة هذا الباحث إلى عدة نتائج نذكر الأهم منها:

- استخلصت هذه الدراسة نموذجاً لحقيبة الاستثمار التي تحتوي على نوعين من الاستثمارات القصيرة والطويلة الأجل في الموجودات الرأسمالية.
- أن الأسهم والسندات تمثل مصدراً مهماً لشركات الأعمال يؤثر بشكل معتدل في تنظيم القيمة السوقية للمؤسسة ويقلل من نسبة المخاطرة.
- من الضروري الاعتماد على مصادر التمويل المقترضة من أجل تقليل العبء الضريبي والاستفادة من نسبة الإيرادات المستقطعة كضريبة في مجال تمويل الاستثمارات وتحسين أداء المؤسسة.

• الدراسة الثالثة: Kane, et.al, (1989)

"The Impact of Financial Leverage & The Cost Of capital On Return Of Investment"

دراسة منشورة في مجلة المالية والتحليل الكمي لجامعة كامبريدج في إنجلترا، هدفت هذه الدراسة لإيجاد العلاقة بين تكلفة التمويل من المصادر المملوكة والمقترضة خصوصا والرافعة المالية الناجمة عن ذلك من جهة، وبين نسبة العائد على الاستثمار الخاص بالمؤسسة من جهة أخرى.

وقد أظهرت هذه الدراسة عدة نتائج مهمة والتي تلخصها فيما يلي:

- هناك منافع كثيرة تحققها المؤسسات عندما يزداد اعتمادها على القروض في تمويل استثماراتها إذ يزداد العائد.
- توجد علاقة إيجابية بين تكلفة التمويل المستخدم وكذلك الرافعة المالية مع معدل العائد على الاستثمار الذي تحققه المؤسسة.
- الاعتماد على الديون الطويلة الأجل كالسندات والتي ينجم عنها رفع مالي ورغم أنها مفيدة للمؤسسة إلا أنها تزيد من درجة مخاطر التعرض للتصفية والإفلاس.

• الدراسة الرابعة: Akssil Kayssa (2011)

Le Financement des Investissements par L'emprunt Obligataire Cas d'Air Algerie

مذكرة ماجستير غير منشورة وهي دراسة قامت بتحليل مدى كفاءة السوق المالية الجزائرية وإمكانية منحها للتمويل اللازم لاستثمارات مؤسسات قطاع الأعمال في هذا البلد، حيث ركزت بالأخص على التمويل بالقرض السندي وما يمكن أن يقدمه للمؤسسة من أموال لازمة لتمويل استثماراتها وتحسين مستويات أدائها. استخلصت هذه الدراسة جملة من النتائج التي نذكر أهمها في النقاط التالية:

- أهمية سياسة التمويل بالسندات بالنسبة للمؤسسة والاقتصاد ككل وهذا من خلال انخفاض تكلفته واعتماده على جمع المدخرات وكذا مرونته ومساهمته في تمويل الاستثمارات.
- إن العمل على تطوير السوق المالي الجزائري وتوسيع الثقافة البورصية من شأنه أن يمنح بدائل تمويلية إضافية للمؤسسة، هذا ما يساهم في تفعيل سياسة التمويل بالسندات خاصة والاستفادة منها في تحسين أداء المؤسسات الجزائرية ومن ثم الاقتصاد.

• بعد أن تم عرض أهم الدراسات من المهم معرفة أن لموضوع دراستنا خصوصية تميزه عنها، حيث تتبع من تطرق البحث للتأثير الناجم عن استخدام القروض السندية على جانب مهم ألا وهو النشاط والأداء المالي، من خلال العلاقة بين عدة مؤشرات تفسر جانبي الموضوع، على خلاف الدراسات السابقة التي

تطرق لتأثير جانب من جوانب التمويل الخارجي كالرافعة المالية على مؤشر من مؤشرات الأداء المالي كالعائد على الاستثمار.

9- خطة وهيكل الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة وفقا للإشكالية المطروحة ومنهجية البحث، تم تقسيم الدراسة الى أربعة فصول تشمل جوانب الموضوع وهذا كما يلي:

- **الفصل الأول:** جاء بعنوان "الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية"، تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث رئيسية في المبحث الأول تم التطرق الى الوظيفة المالية من خلال منهجها وأهدافها التي تسعى لتحقيقها، إضافة الى عرض ماهية التمويل ودوره في المؤسسة ومختلف طرقه وأشكاله. أما المبحث الثاني فركز على مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة والتي قسمها الى مصادر حقوق الملكية، التمويل عن طريق الاستدانة من قروض بنكية وسندية، إضافة الى المصادر المتخصصة والمستحدثة. في المبحث الثالث تم التعرض إلى الهيكل التمويلي للمؤسسة والذي تتطرق فيه الى ماهية هذا الهيكل وبناءه، القرارات المالية وخصائص الهيكل المالي المناسب وأخيرا محددات اختيار وتكوين الهيكل المالي وقسمت الى محددات مرتبطة بجانب التمويل وكذا جانب المؤسسة.
- **الفصل الثاني:** تحت عنوان "التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية"، حيث تم تقسيم هذا الفصل الى ثلاثة مباحث تم في الأول عرض كل ما يتعلق بالسندات كأداة في سوق الأوراق المالية، هذا بالتطرق الى ماهية وأهمية سوق الأوراق المالية ثم تفصيل هيكل السوق السندي وماهية السندات. أما المبحث الثاني فتم فيه وضع الإطار العام للاقتراض السندي وتمويل المؤسسة وركزنا فيه على شروط ومراحل الاصدار، ثم قرار التمويل بالسندات وتكلفة الأموال وكذا محددات اللجوء اليه اضافة الى تأثير الرافعة المالية والمخاطر على التمويل بالسندات كمصدر تمويلي. في المبحث الثالث تم تناول أثر قرار التمويل بالسندات على المؤسسة وهذا من خلال ثلاثة مداخل الأولى هي التأثير على قيمة المؤسسة، الثانية المداخل الأساسية والمعاصرة لجوانب التأثير أما الثالثة فهي التأثير على أهداف المؤسسة ونموها.
- **الفصل الثالث:** والذي جاء بعنوان "الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية"، كغيره من الفصول تم تقسيمه الى ثلاثة مباحث، شمل المبحث الأول ماهية الأداء العام في المؤسسة بالتطرق الى مفاهيم أداء المؤسسة، مروراً بعملية تقييم أداء الشركة ومستوياتها وصولاً الى التعرف على التقييم والقياس الجيد للأداء داخل المؤسسة ومتطلبات الوصول الى ذلك. في المبحث الثاني تعرفنا على الإطار العام للأداء المالي من خلال ماهية هذا الأداء والعوامل المؤثرة فيه، إضافة الى أهداف تقييم الأداء المالي

ومعلومات نظام هذا التقييم. أما المبحث الثالث فتناول عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة بعرض وتحليل مؤشرات التوازن المالي من خلال تحليل ساكن وكذا متحرك، بالإضافة الى التعرف على وسائل التحليل بواسطة النسب المالية، المردودية وكذا القيمة.

- **الفصل الرابع: تحت عنوان " تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -"**، حيث قسم الى ثلاثة مباحث تم في الأول منها تقديم عام لمجمع سونلغاز بدءا بالنشأة والتطور مروراً بتنظيم المجمع وهيكله، وصولاً الى فروع الشركة ووظائفها. المبحث الثاني تطرق الى السوق السندي الجزائري من خلال عرض للإطار العام لبورصة الجزائر وكذا آلية العمل والادراج في سوق الأوراق المالية في هذا البلد، ثم أخيراً التطرق الى سوق قيم الخزينة وسوق سندات الشركات وكذا عرض مختلف الإصدارات السنديّة التي قامت بها شركة سونلغاز. أما المبحث الأخير فهو دراسة لتأثير القرض السندي على الأداء المالي لسونلغاز حيث تم القيام بتقييم الأداء المالي من خلال مؤشرات التوازن المالي وكذا تقييم السيولة واليسر المالي، ثم أخيراً الدراسة القياسية للعلاقة السببية بين التمويل بالسندات والأداء المالي في الشركة محل الدراسة.

10- صعوبات الدراسة

- ان الدراسة والبحث العلمي دائماً ما يصادف بعض العوائق والصعوبات التي من شأنها أن تشكل تحدياً للباحث للمواصلة وبلوغ الأهداف. ومن أهم صعوبات هذه الدراسة ما يلي:
- قلة المراجع التي عالجت موضوع الدراسة بدقة، أي التي ربطت بين جانبي الدراسة وهما التمويل بالسندات والأداء المالي في المؤسسة.
 - ضعف وقلة فاعلية سوق الأوراق المالية في الجزائر ما يصعب عملية تقييم مدى نجاح لجوء المؤسسات لهذه المصادر ومدى تأثيرها عليها.
 - صعوبة الحصول على المعلومات والمعطيات المتعلقة بالشركة محل الدراسة سونلغاز، مع وجود تضارب واختلاف من مصدر الى آخر وكذا تأخر تحديث البيانات السنوية للمجمع.

الفصل الأول:

الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة
الاقتصادية

تمهيد

ان المؤسسة الاقتصادية وباعتبارها من أهم الوحدات الاقتصادية فمن الضروري التعرف والتدقيق في احدى أهم الوظائف داخلها ألا وهي وظيفة التمويل، حيث أن هذا الأمر يتطلب منا التعمق أكثر في الوظيفة المالية بشكل عام وهذا من خلال التعرف على كل ما يتعلق بها من مهام وأهمية، كذا دورها في مختلف مراحل نمو المؤسسة والأهداف التي ترجوا الوصول اليها، بما أن تطبيق الخطط ورسمها على الواقع يتطلب توفر الأدوات اللازمة للتمويل أحد أهم هذه الأدوات لذا وجب التعرف على طرق القيام به وأشكاله المختلفة، كل هذا من خلال المبحث الأول. هنا فان المؤسسة وادارتها المالية أمام رحلة البحث عن التمويل المناسب وهنا سنتطرق الى مختلف مصادر التمويل سواءا كانت خاصة داخلية أم خارجية، كذلك سيتم التعرف على مختلف وسائل التمويل بالاستدانة وكذا بعض المصادر المتخصصة في التمويل، هذا ما سنتعرض اليه من خلال المبحث الثاني.

نظرا لتعدد المصادر المتاحة أمام المؤسسة الاقتصادية فلا بد لها من الاختيارات المناسبة لهيكلها المالي وهو الذي يشمل مختلف وسائل ومصادر التمويل التي تستعملها المؤسسة لتمويل احتياجاتها من بين المصادر المالية المتاحة، كما سيتم كذلك التطرق الى مختلف الطرق والمحددات التي يتم من خلالها تكوين الهيكل التمويلي الذي يناسب المؤسسة ويؤدي بها الى تحقيق أهدافها، من خلال المبحث الأخير.

المبحث الأول: الوظيفة المالية والتمويل في المؤسسة

يعتبر النشاط المالي إحدى الأنشطة الأساسية في أية مؤسسة مهما كان حجمها أو طبيعة أعمالها، هذا نظرا للدور الكبير الذي يلعبه رأس المال للشروع في الأنشطة الاستغلالية والاستثمارية للمؤسسة، ما يجعل مسألة التمويل من أعقد المسائل التي تواجه المسير المالي والإدارة المالية، حيث أن تدبير الموارد المالية وتوظيفها لسد مختلف الاحتياجات المالية التي تواجهها المؤسسة تعود إلى الوظيفة المالية. وهنا تبرز أهمية دراسة التمويل والوظيفة المالية.

المطلب الأول: المؤسسة الاقتصادية واحتياجاتها المالية

تعد المؤسسة النواة الأساسية لبناء الصرح الاقتصادي لأي بلد، لذلك اهتم علم الاقتصاد بدراساتها والبحث في خصائصها، وظائفها وأساليب تطويرها⁽¹⁾، فمن بين أهمها الإدارة المالية التي تعتبر من أهم الوظائف في المؤسسة، هذا ما جعلها في تطور مستمر في نشاطها وحجمها واحتياجاتها المالية المتزايدة التي يجب البحث والعمل على تلبيتها للوصول إلى تحقيق أهداف المؤسسة.

الفرع الأول: المؤسسة الاقتصادية

1- مفهوم المؤسسة الاقتصادية

عرف مفهوم المؤسسة الاقتصادية تطورا كبيرا منذ القرن السابع عشر بين رجال الإدارة والاقتصاد، بدءا من اعتبارها مجرد آلية ميكانيكية للإنتاج تتجاهل العوامل النفسية للفرد، وصولا إلى اعتبارها منظومة مركبة من أشخاص تجمع بينهم روابط إنسانية لتحقيق أهداف اقتصادية واجتماعية⁽²⁾.

فالمؤسسة تعرف على أنها: "تنظيم إنتاجي معين، الهدف منه إيجاد قيمة سوقية لتحقيق ربح"، أو أنها: "متعامل اقتصادي ينتج سلعا وخدمات لمتعاملين آخرين محققا نتيجة ذلك ربح معين"⁽³⁾.

ومن هذين التعريفين البسيطين، يتبين لنا أن المؤسسة هي نشاط معين يتمثل أساسا في إنتاج السلع والخدمات تقدم إلى السوق من أجل تصريفها، الهدف من وراء ذلك هو تحقيق الربح.

كما تعرف المؤسسة على أنها: "وحدة منظمة تتطافر فيها جميع الامكانيات المالية والمادية والبشرية من أجل استخراج، تحويل، نقل وتوزيع الثروات والسلع والخدمات من أجل بلوغ الأهداف المسطرة"⁽⁴⁾.

(1) أحمد بوراس، (2008): تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع: عنابة، الجزائر، ص9.

(2) أحمد بوراس، المصدر نفسه، ص10.

(3) Jean-Luc charron et Sabine Sépari, (2001): Organisation et Gestion de l'Entreprise, 2^{ème} Edition, Dunod: Paris, France, p1.

(4) Bouyacoub Farouk, (2000): L'entreprise et le Financement Bancaire, Casbah Edition: Alger, Algérie, p37.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

وهذا التعريف يعتبر شاملا باعتباره حدد الامكانيات المستعملة وأهداف المؤسسة بداية من نشاطها في تلبية الرغبات وتعظيم الارباح وصولا الى تحقيق الاهداف وهي النمو والاستمرارية. وبالتعمق أكثر في تعريف المؤسسة نجد انها: " نظام مركب يتكون من مجموعة من الأشخاص والتقنيات، الذي يستطيع من أجل إشباع حاجات ومتطلبات الأفراد القيام بإنتاج ثروات تتمثل في السلع والخدمات، الانسجام مع المحيط الخارجي والنمو والاستمرار، التمتع بالسلطة والاستقلالية"⁽¹⁾.
اما بالرجوع الى القانون التجاري الجزائري فنجد أن المشرع عرف المؤسسة على انها: " عقد رسمي بين طرفين أو أكثر معلن ومشهر يحدد شكلها، موضوعها ومدتها التي لا تتجاوز 99 سنة وكذلك عنوانها، اسمها ومركزها ومبلغ رأسمالها في قانونها الأساسي، تنطلق في نشاطها بعد قيدها في السجل التجاري أين تخضع الشركات التي تمارس نشاطها في الجزائر للتشريع الجزائري".

وبعد التطرق الى مختلف التعريفات والمفاهيم التي تنسب الى المؤسسة الاقتصادية سواء اقتصاديا أو قانونيا يمكننا اجمالها في التعريف التالي: "هي اندماج عدة عوامل بهدف انتاج أو تبادل سلع أو خدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين، هذا في اطار قانوني واجتماعي معين وضمن شروط اقتصادية مختلفة، زمنيا ومكانيا، تبعا لمكان وجود المؤسسة وحجم ونوع النشاط الذي تقوم به، حيث يتم هذا الاندماج لعوامل الانتاج بواسطة تدفقات نقدية وحقيقية"⁽²⁾.

2- تصنيفات وأنواع المؤسسات الاقتصادية

تتخذ المؤسسات الاقتصادية أشكالا مختلفة تبعا لتصنيفاتها، حيث يتم هذا التصنيف على أساس عدة معايير سوف نقوم بذكر أهمها:

أ- التصنيف على أساس الملكية

تنقسم المؤسسات حسب هذا المعيار الى⁽³⁾:

• المؤسسات الخاصة

هي التي يرجع رأس مالها للخواص، أي أن ملكيتها تعود لشخص أو مجموعة من الأشخاص تكون في مجموعها ما يسمى بالقطاع الخاص.

⁽¹⁾ Gelinier Octave, (1986): Stratégie de l'Entreprise et Motivation des Hommes, Edition hommes et techniques: Paris, France, p18.

⁽²⁾ ناصر دادي عدون، (1998): اقتصاد المؤسسة، الطبعة الاولى، دار المحمدية للطباعة: الجزائر، ص ص14-15.

⁽³⁾ أحمد بوراس، مصدر سبق ذكره، ص14.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

• المؤسسات العمومية

يعود رأس مالها للدولة أو الجماعات المحلية وهي تكون في مجملها ما يسمى بالقطاع الحكومي والدولة أو ما ينبو عنها من جماعات محلية هي التي تتكفل بتوفير الأموال اللازمة لنشاطها.

• المؤسسات المختلطة

يتكون هذا النوع من منشآت تكون الملكية فيها مختلطة بين كل من القطاع العام ممثلاً في الدولة وقطاعاتها من جهة وبعض الأشخاص الخواص من جهة أخرى.

ب- التصنيف على أساس النشاط الاقتصادي

تكون مجموعة المؤسسات التي لها نفس النشاط الرئيسي أو ما يسمى بالقطاع الاقتصادي حيث نجد ثلاثة أنواع على المستوى الكلي:

• القطاع الأولي

يشتمل على جميع النشاطات التي لها علاقة مباشرة مع الطبيعة كالأنشطة الزراعية والصيد البحري، إنتاج المواد الأولية الزراعية.

• القطاع الثانوي

يضم الأنشطة المتعلقة بعملية التحويل والتصنيع وكذا التدويل، بالإضافة إلى مؤسسات البناء والأشغال العمومية والمحروقات.

• القطاع الثالث

يضم كل المنشآت الخدمائية كالبنوك والمؤسسات المالية، مؤسسات النقل والتوزيع، بالإضافة إلى مختلف المؤسسات التجارية.

ت- التصنيف على أساس الشكل القانوني

حسب هذا المعيار يمكن التمييز بين المؤسسات حسب عدد الأشخاص الذين يوظفون أموالهم وعلى درجة الخطر الناجم عن هذا التوظيف، عليه يمكن التمييز بين المنشآت الفردية التي تأخذ شكل الشركة⁽¹⁾.

• المؤسسة الفردية

تعرف بأنها كل مشروع اقتصادي يملكه شخص واحد ويكون مسؤولاً مسؤولية غير محدودة عن كل التزاماته، فهو بذلك يتحمل كامل الأخطار التي يتعرض لها المشروع، كما أنه يتحصل على جميع العوائد التي يحققها المشروع وهي من أقدم الأشكال القانونية للملكية وأبسطها.

(1) ناصر دادى عدون، مصدر سبق ذكره، ص 61-62.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

• الشركات

هي المؤسسات التي يتم تكوينها بين مجموعة من الأشخاص يساهم كل منهم في رأس مال المؤسسة حسب قدرته ورغبته واتفاق الباقيين، لا يشترط في المساهمات أن تكون متساوية أو من نوع واحد ويمكن تمييز نوعين أساسيين:

- شركات الأشخاص

وهي التي تقوم على الاعتبار الشخصي بين الشركاء، بمعنى أنها تعتمد على شخصية الشركاء والثقة المتبادلة بينهم وليس على ما يقدم من مساهمات عينية أو نقدية وهي تأخذ الأشكال التالية:

شركات التضامن: وهي التي تتكون من شركاء يكونوا مسؤولين شخصيا وبالتضامن عن كل الالتزامات الناشئة عن هذا التعاقد، لا تتحدد مسؤولية الشريك بقدر حصته في الشركة وإنما تتعدها الى أمواله الخاصة والشركاء في هذا النوع يكتسبون صفة التاجر⁽¹⁾.

شركات التوصية البسيطة: يتكون هذا النوع من الشركات من نوعين من الشركاء هم شركاء متضامنون يكونوا مسؤولين تضامنيا في كل أموالهم عن كل ديون الشركة، شركاء موصون لا تتجاوز مسؤوليتهم مقدار الحصة التي ساهموا بها، تسري على هذا النوع نفس القوانين التي تطبق على شركة التضامن مع بعض الأحكام الخاصة.

شركات المحاصة: وهي الشركة التي تستتر على الغير، فهي تقوم على الاعتبار الشخصي بين مجموعة من الأشخاص وتخضع للشروط التي يتفقون عليها ولكن لا وجود لها بالنسبة للغير لأنها لا تخضع الى اجراءات تحرير العقد وأشهاره.

- شركات الأموال

هي الشركات التي تقوم على الاعتبار المالي، حيث لا تولى فيها أهمية للاعتبار الشخصي ولا تكون مسؤولية الشريك فيها الا بمقدار ما يملكه في الشركة ونميز فيها ما يلي:

شركات المساهمة: وهي أكثر الشركات انتشارا ويقسم رأس مالها الى أسهم متساوية القيمة وقابلة للتداول، وتكون مسؤولية الشركاء فيها محددة بمقدار أسهمهم ولا يمكن أن يقل فيها عدد الشركاء عن تسعة (9)، كما أن رأس مالها لا يجب ان يقل عن 300.000 دج وذلك حسب المادة 594 ت.ج.

(1) أحمد بوراس، مصدر سبق ذكره، ص 16.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

شركات التوصية بالأسهم: وهنا أيضا نوعين من الشركاء فالنوع الأول شركاء متضامنون كل شريك منهم في جميع أمواله عن كل ديون الشركة، أما النوع الثاني فهم شركاء موصون أو مساهمين لا يقل عددهم عن أربعة ولا يسألون عن ديون الشركة الا بمقدار أسهمهم.

الشركات ذات المسؤولية المحدودة: هي الشركة التي يتحمل فيها الشركاء الخسائر الا بمقدار حصصهم، ينقسم رأسمالها الى حصص متساوية القيمة وغير قابلة للتداول، كما لا يمكن أن تقل قيمة كل حصة عن 1000 دج، وأن لا يقل اجمالي هذه الحصص في راس مال الشركة عن 100.000 دج، اذا كانت تضم شخص واحد تصبح تحت مسمى مؤسسة ذات الشخص الوحيد والمسؤولية المحدودة.

ث- التصنيف على أساس الحجم

يعتبر حجم المؤسسة المعيار الأكثر استعمالا في المؤسسات، يمكن قياس هذا الحجم وفق مؤشرات متعددة وتصنف المؤسسات وفق هذا المعيار الى⁽¹⁾:

• مؤسسات مصغرة

يتراوح عدد الأجراء في هذه المؤسسات بين 1 و 9 عمال ويعد هذا الصنف الأكثر انتشارا في أغلب اقتصاديات الدول المتطورة.

• المؤسسات الصغيرة

وهي أكبر نوعا ما من المؤسسات المصغرة وقد حددت في القانون بأنها المؤسسات التي تضم عددا من العمال يتراوح بين 10 و 49 عاملا.

• المؤسسات المتوسطة

يعتبر هذا النوع وكذا المؤسسات الصغيرة من المؤسسات الأكثر انتشارا في معظم الدول، هي التي ينحصر عملها في ما بين 50 إلى 499 عاملا.

• المؤسسات الكبيرة

هي تلك المؤسسات التي توظف 500 عامل فأكثر، ورغم قلة عددها مقارنة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا المؤسسات المصغرة، إلا أنها تستوعب نسبة معتبرة من التعداد الإجمالي للأجراء، كما أنها تساهم بقسط كبير فيما يخص رقم الأعمال المحقق. تضم مؤسسات كبيرة وأخرى كبيرة جدا يفوق عملها 1000 عامل وغالبا ما تشمل المجمعات والمؤسسات المتعددة الجنسيات.

⁽¹⁾ Lasary, (2001): Economie de l'Entreprise, Edition Es-salem: Chéraga, Algérie, p9.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

الفرع الثاني: الاحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية

1- الاحتياجات المالية في مرحلة الانشاء

تبدأ هذه المرحلة منذ استقرار فكرة المشروع في ذهن أصحابها الى غاية تجسيدها على أرض الواقع بل تمتد الى غاية نموها حيث يحتاج صاحب المشروع الى رأس مال، قد نميز خلالها الاحتياجات التالية:

أ- رأس المال الأولي

خلال الفترة التأسيسية يحتاج المشروع لتمويل يسبق انطلاقه ويهدف الى اثبات جدواه في ميدان الأعمال، حيث تسمى مرحلة انشاء المؤسسة أو بداية نشاطها بمرحلة الصفر. عادة ما تكون هناك صعوبة في الحصول على الأموال من المصادر الخارجية، نظرا لحدثة المشروع وعدم تأكد الممولين أو المستثمرين من قدرة المشروع أو صاحبه على مواجهة الطوارئ أو التغيرات التي قد تحدث.

لذا يسعى صاحب المشروع لإعداد كل ما هو مطلوب من خطط ونماذج تطوير المؤسسة وتمويلها من أجل اقناع المستثمرين والممولين بتمويل المشروع، خلال هذه المرحلة يتعين على صاحب الفكرة بذل جزء من رأس ماله لبداية تطوير الفكرة ومن ثم الحصول على التمويل اللازم لمواجهة الاحتياجات المالية لهذه المرحلة من مختلف المصادر المتاحة.

ب- تمويل الانطلاق الفعلي للمشروع

وهو التمويل المتعلق بالسنوات الأولى من حياة المؤسسة والتي تكون فيها قد أنهت تصميم وتخطيط المنتج أو الخدمة، لكن تكون بحاجة الى أموال للانطلاق في التجسيد والبيع وبالتالي تتطلب هذه المرحلة كذلك توفر الأموال الخاصة التي ستمكن من مواجهة جزء من المصاريف الأولية مثل المصاريف الاعدادية ومصاريف حيازة المعدات، اضافة الى مصاريف التشغيل أي الأموال الضرورية لبداً نشاط المؤسسة وما يكفي لاستمراره الى أن تتمكن العوائد المتأتية عن تصريف المنتجات من تغطية المصاريف الادارية المتكررة. تكون نتائج المؤسسة خلال هذه المرحلة في أغلب الأحيان سالبة نظرا للتكاليف الثابتة التي تتحملها المؤسسة وبالتالي تحميلها على حجم ضيق من الانتاج، عليه لا يمكن الاعتماد لا على الأموال الخاصة ولا على النتائج المتوقعة من أجل تكوين مصدر تمويل داخلي بل تضطر الى اللجوء الى مصادر تمويل خارجية والتي عادة ما تكون في ظروف غير مواتية بسبب ضعف شهرتها ونتائجها السيئة وحالات عدم التأكد المحيطة بتطورها المستقبلي.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

وهنا تكمن حساسية هذه المرحلة التي غالبا ما تؤدي الى فشل العديد من المؤسسات الاقتصادية في مختلف المجالات والقطاعات الاقتصادية، خاصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁽¹⁾.

ت- الاحتياجات المالية في مرحلة النمو

وهي المرحلة التي تصلها المؤسسة بعد أن تكون قد تجاوزت مرحلة الانشاء والانطلاق وما يميزها من حالات عدم التأكد راجعة الى أن مرحلة النمو تتسم بالنمو السريع لمستوى الانتاج والمبيعات، كذلك الأرباح نظرا لقبول منتجاتها وخدماتها من طرف المستهلكين ومع زيادة المبيعات تبدأ معها التدفقات النقدية الموجبة. من الناحية المالية سوف ينعكس هذا النمو الذي تعرفه المؤسسة في ارتفاع وزيادة احتياجاتها المالية المرتبطة بالاستثمارات التي يتطلبها التوسع في القدرات الانتاجية للمؤسسة وكذا الاحتياجات في رأس المال العامل.

ولذلك تحتاج المؤسسة في هذه المرحلة الى رأس مال النمو الذي سوف يدعم الأموال الخاصة التي تملكها هذه المؤسسة لتمويل نموها وتوسعها لاجتياز مرحلة جديدة، كتدعيم وتعزيز سياستها التجارية، الرفع من مستوى الانتاج وكذا بعث منتجات جديدة أو اللجوء الى أسواق جديدة⁽²⁾.

2- الاحتياجات المالية في مرحلة التوسع

بالنسبة للمؤسسات التي لديها فرصة للتوسع فإنها تبدأ في تقييم عملية تغيير أسلوبها في التسيير من حيث الاستعانة بالأساليب المالية المتطورة كالتخطيط، الرقابة المالية واعتماد التحليل المالي، هذه الأساليب التي تسمح لها بإنجاز أو تحقيق توسعات جديدة في القدرات الانتاجية للمؤسسة أو في شبكتها التجارية، حيث تحقق في هذه الحالة مردودية عالية أو تكون في طريق تحقيقها ويحدث نمو متزايد في رقم أعمالها بسبب الرواج الذي تلقاه منتوجاتها في السوق.

نتيجة الاخلاص والوفاء الذي تلمسه من زبائنها فان المؤسسة تتمتع بميزة تنافسية واضحة، ومنه تحتاج المؤسسة في هذه المرحلة الى موارد مالية لتوسيع قدراتها الانتاجية بهدف تطوير وتمويل مختلف المنتوجات والحيازات الجديدة الراغبة في الحصول عليها.

3- الاحتياجات المالية في مرحلة النضج

بعد مرحلة توسع ناجحة تكون المؤسسة قد ضمنت حصة سوقية معتبرة وتكون قد بلغت اعلى مستوى مردودية ممكنة، بذلك تصل الى مرحلة تتسم بالنضج من حيث استقرار ونمو المبيعات والأرباح وكذلك

(1) محمد هيكل، (2003): مهارات ادارة المشروعات الصغيرة، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية: القاهرة، مصر، ص56.

(2) عيد الحميد ابو ناعم، (2002): ادارة المشروعات الصغيرة، دار الفجر للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر، ص234.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

استقرار ونمو التدفقات النقدية، في هذه المرحلة تحاول المؤسسات الاقتصادية وخاصة الصغيرة والمتوسطة منها الحفاظ على حصتها من المبيعات، هذا ما يجعلها في احتياج مستمر ولكن بنسبة أقل للتمويل قصير الأجل وذلك من أجل تلبية احتياجات الدورة الاستغلالية وما تتطلبه من سياسات بيعية لأجل، قليل من التمويل طويل الأجل لتمويل منتجات بديلة أو تطوير المنتجات الحالية إذا ما استدعى الأمر ذلك لمواجهة متطلبات المنافسة.

تعرف الاحتياجات التمويلية الاضافية للمؤسسة انخفاضاً كبيراً لأنها ملزمة فقط بالإبقاء على مستوى رأس المال الثابت ورأس المال العامل وليست ملزمة بالرفع والزيادة فيهما، من جهة أخرى يسمح مستوى الانتاج الذي بلغته المؤسسة من امتصاص وتغطية جميع التكاليف والاعباء الثابتة وبالتالي امكانية توفير مصادر تمويل ذاتية⁽¹⁾.

4- الاحتياجات المالية في مرحلة الانحدار والتراجع

في هذه المرحلة تبدأ مبيعات المؤسسة في التراجع، بسبب انخفاض الطلب على منتجاتها لفقدانها تنافسيتها في السوق مما يزيد من احتياجاتها الى تمويل اضافي لا سيما عند محاولة طرح منتج جديد في السوق وما يرافق هذه العملية من تمويلات معتبرة، هنا يبرز دور المؤسسات التمويلية مثل البنوك وغيرها في دعم هذه المشروعات ومساندتها ليس بالتمويل اللازم فقط بل ببرامج متكاملة كعمليات اعادة التأهيل الخاصة بجميع وظائف المؤسسة.

وهنا يتبين لنا أن المؤسسة مهما كان نوعها وحجم نشاطها فان احتياجاتها التمويلية متعددة ومختلفة وفي تطور مستمر، تبعا لمرحل التطور التي تمر بها المؤسسات طيلة مدة حياتها منذ استقرار فكرة الاستثمار لدى صاحب المشروع الى غاية بلوغها مرحلة النضج ثم الانحدار والتراجع.

بالتالي يمكن أن القول أن المؤسسة تعتبر مجموعة من الوظائف التي تتكامل فيما بينها من أجل تحقيق الاهداف المسطرة، حيث لكل قرار داخل المؤسسة بعده المالي من أجل توفير التمويل اللازم وهذا هو صميم اهتمامات الوظيفة المالية.

⁽¹⁾ سعاد نايف البرنوطي، (2005): ادارة المشروعات الصغيرة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص56.

المطلب الثاني: الوظيفة المالية في المؤسسة

تتنوع وتتعدد الوظائف الرئيسية في المؤسسات الاقتصادية منها ما يتعلق بالإنتاج، التسويق والبحوث والتطوير مروراً الى وظيفة الجودة وغيرها من الوظائف التي رغم اختلافها الى أن لكل واحدة منها دوراً في سير النشاط، من بين أهم هذه الوظائف الرئيسية نجد الوظيفة المالية حيث تحتل مكانة هامة في المؤسسة نظراً لارتباطها بجميع الوظائف الأخرى ولأن أي قرار يتخذ له بعد مالي يجب أخذه بعين الاعتبار.

الفرع الأول: طبيعة الوظيفة المالية وتطورها

1- طبيعة الوظيفة المالية

عندما نتحدث عن الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية فنحن بالتأكيد نتحدث عن الوظيفة التي تقوم بها الإدارة المالية داخلها، فهذه الوظيفة تسعى دائماً وأبداً الى التوفيق بين وظيفتين أساسيتين هما وظيفة التمويل من جهة وجوانب الاستثمار المختلفة من جهة أخرى.

وينظر للإدارة المالية بصفة عامة والوظيفة المالية بصفة خاصة بأنها إدارة أي مشروع من منظور مالي، لكن من الناحية الفنية للمعنى الاصطلاحي فهي تعني عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالحصول على الأموال بالشكل الأمثل واستثمار هذه الأموال بفاعلية وكفاءة، بما يكفل تنظيم القيمة السوقية للمؤسسة ويساعد هذا الهدف في حد ذاته في هدف أكبر وأسمى وهو هدف البقاء والنمو والاستقرار.

ومن هنا يمكننا إبراز طبيعة الوظيفة المالية التي تعتبر ذات أهمية قصوى داخل أي مؤسسة بالنظر الى الدور الذي تقوم به من خلال اختيار هيكل ومستوى استثمارات مناسب للمؤسسة يمكنها من تحديد مستوى الأرباح المستقبلية المتوقعة والنتائج من هذه الاستثمارات، يحدد أيضاً الخطر المرتبط بهذه الأرباح أي درجة التقلب في الأرباح الناتج من تغير الظروف الاقتصادية.

وعلى الوجه الآخر المقابل لقرار الاستثمار وهو قرار التمويل فإنه يتعلق باختيار هيكل التمويل في المؤسسة أي تحديد نسبة التمويل من مصادر التمويل المختلفة، بناءً عليه يتم تحديد المزيج التمويلي المناسب من مصدري الدين والملكية، الاختيار السليم لهذه المصادر وما له من أهمية من ناحية أنه يحدد تكلفة الأموال والخطر التمويلي المرتبط بهذا الاختيار⁽¹⁾.

(1) عاطف جابر طه عبد الرحيم، (2008): أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية: الاسكندرية، مصر، ص 23-28.

2- مفهوم وتطور الوظيفة المالية

اختلف مفهوم الوظيفة المالية باختلاف تطور مفهومها عبر الزمن، ففي بداية تطورها كان المحور الأساسي لها يتلخص في توفير الأموال اللازمة للمؤسسات، لكن مع التطورات الكثيرة التي ظهرت بعد ذلك بدأت الوظيفة المالية تأخذ مفهوماً أكثر شمولاً.

أ- تطور الوظيفة المالية

لم يظهر علم الإدارة المالية والوظيفة المالية داخل المؤسسة بالصور الحالية إلا بعد أن اجتاز مراحل عديدة من التطور بدءاً من القرن العشرين، فقد واكبت الوظيفة المالية التطور الفكري في مجال الإدارة المالية، فحتى منتصف الخمسينات كان الدور والهدف الرئيسي للوظيفة المالية هو تدبير التمويل والأموال للمؤسسة، ثم تطورت بعد ذلك فلم تعد تلك الوظيفة قاصرة على القيام بالخطوات الإجرائية لتدبير الاحتياجات المالية الإلزامية، بل امتدت لتشمل اتخاذ القرارات المتعلقة بنوعية الأموال المطلوب تدبيرها، فتحدد هذه القرارات الاتجاه والمدى الذي ستذهب إليه المؤسسة في الاعتماد على مختلف مصادر التمويل المتاحة وبالتالي تحديد مدى الاعتماد على كل مصدر من هذه المصادر، أصبحت كذلك الوظيفة المالية تعنى بمجالات أخرى تتعلق باتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمارات المستقبلية في كل عنصر من عناصر الأصول الثابتة والأصول المتداولة، ما يضمن توفير الأموال الإلزامية للاستثمار في كل أصل.

بالتالي يمكن القول أن الوظيفة المالية عرفت تطوراً كبيراً وانتقلت من الدور الاستشاري الذي كان محور عملها في السابق إلى دور المشارك في اتخاذ وصنع القرارات داخل المؤسسات الاقتصادية. أصبح عملها أكثر اتساعاً ليشمل الحصول على الأموال من مصادر مختلفة والتوفيق بينها للوصول إلى أقل تكلفة ممكنة أي أنها أصبحت تحظى بأهمية قصوى وكبيرة داخل المؤسسة وأصبحت من أهم الوظائف داخلها⁽¹⁾.

ب- مفهوم الوظيفة المالية

اختلف مفهوم الوظيفة المالية مع مرور الزمن وهذا بالنظر إلى التطور الكبير الذي عرفته هذه الوظيفة بين فترة وأخرى نظراً لتوسع مهامها وتعاضم دورها في المؤسسة من خلال ارتباطها بجميع الوظائف الأخرى داخل جميع أنواع المؤسسات، هذا ما جعل مفهوم الوظيفة المالية يأخذ أبعاداً كثيرة ومختلفة جعلتها أحد أهم الوظائف داخل المؤسسة.

الوظيفة المالية تشمل جميع الوسائل التي وضعت داخل المؤسسة لتنظيم عملية اتخاذ القرارات المالية، فهي تقدم وظائف متعددة وفقاً لنوع العمل وأيضا نوع المؤسسة سواء كانت صغيرة ومتوسطة أو مؤسسات

(1) منير إبراهيم هندي، (1999): الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث: الإسكندرية، مصر، ص7.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

كبيرة، فهي تمنح للمؤسسة البعد التنظيمي اللازم لقرارتها المالية من ناحية وترتبط بين مختلف الوظائف من خلال البعد المالي الذي تمنحه لكل واحدة منها من ناحية أخرى⁽¹⁾. بالرجوع الى المنظور التقليدي نجد أن الوظيفة المالية هي تلك الوظيفة التي تهتم بالحصول على الأموال، تركز على اختيار أفضل الطرق من بين خليط المصادر المتاحة للمؤسسة، أي أنها مرادف لمفهوم التمويل الذي يعمل على الجمع والحصول على الأموال اللازمة لمختلف عمليات وقرارات المؤسسة.

نجد أن هذا المفهوم يقلل من نشاطات الإدارة المالية ككل ويحاول الفصل بين الاستثمار والتمويل مع أن هذين القرارين مرتبطين، كما أنه تتطرق للوظيفة المالية من وجهة نظر الاستثمار الخارجي في حين يجب أن ينظر لمالية المؤسسة من الداخل إلى الخارج وليس العكس، إضافة إلى أنه اهتم بوسائل التمويل في الأجل الطويل، هذا ما يؤدي إلى إهمال مشاكل التمويل في الأجل القصير أي الاحتياجات من رأس المال العامل.

أما من المنظور الحديث فقد أصبح اهتمام الوظيفة المالية أكثر شمولاً أين انتقلت إلى التركيز على عملية اتخاذ القرارات المرتبطة بالاختيار بين الأصول والخصوم بصورة تعظم من قيمة المؤسسة، بالتالي أخذت شكلاً أكثر عمقا واتضحت الأهمية الكبيرة والمتزايدة لهذه الوظيفة فأصبحت تعرف على أنها: "مجموعة من القرارات المالية المتفاعلة فيما بينها والمؤثرة والمتأثرة بشكل الأدوات التحليلية الكمية المستخدمة في حل المشاكل المالية"⁽²⁾.

في الأخير وباختلاف مفهوم الوظيفة المالية وتطورها مع تزايد مهامها وتوسع نطاقها الى القرارات المالية ودراسة مختلف جوانب هذه القرارات، يمكننا اجمال مفهوم الوظيفة المالية في التعريف التالي: "هي عبارة عن اتخاذ مجموعة من القرارات المالية، بعد القيام بإجراءات تحليلية للمشاكل المالية لتحقيق الاهداف الموضوعية من طرف ادارة المؤسسة، عليه فإنها تهتم بثلاث عمليات أساسية هي التمويل من خلال توفير الأموال اللازمة، الاستثمار من خلال استثمارها الجيد وفي الأخير توزيع عوائد عوامل الإنتاج أو أرباح المؤسسة على المساهمين (أرباح، أسهم)، أو المقرضين (الفوائد) أو على المؤسسة نفسها (التمويل الذاتي)، كما أصبحت تهتم الوظيفة المالية أيضا بناحيته التخطيط والرقابة من خلال ارتباطها بمختلف الوظائف الأخرى داخل المؤسسة".

⁽¹⁾ Eric Stephany, (1999): Gestion Financière, Collection Entreprise 1^{er} cycle, Economica: Paris, France, p5.

⁽²⁾ حمزة الشمخي وابراهيم الجزراوي، (1998): الإدارة المالية الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار الصفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص13.

3- خصائص الوظيفة المالية

تمتاز الوظيفة المالية على غيرها من الوظائف داخل المؤسسة وتكتسي أهمية كبيرة ما جعلها تحظى باهتمام كبير لما تمتاز به من خصائص⁽¹⁾:

- أنها تتداخل وتغلغل في جميع أوجه نشاط المؤسسة، فلا يمكن تصور أي نشاط تقوم به أي إدارة في المؤسسة دون أن يكون لها بعد مالي أو ناحية مالية.
 - ان القرارات المالية تعتبر قرارات ملزمة للمؤسسة في أغلب الحالات لذا وجب دائما الحذر الشديد عند اتخاذ هذه القرارات⁽²⁾.
 - بعض القرارات المالية قرارات مصيرية فعندما تقرر المؤسسة مثلا شراء خط انتاج جديد ذو تكلفة عالية ومولت هذا الخط أو جزءا منه بالديون ولم تستطع في الأخير الوفاء بديونها (عن طريق دفع الفوائد و الأقساط المستحقة)، فان هذا سيعرض بقاءها واستمراريتها للخطر أو الفناء.
 - ان نتائج القرارات المالية لا تظهر مباشرة بل قد تستغرق وقتا طويلا مما قد يؤدي الى صعوبة اكتشاف الأخطاء واصلاحها ويعرض الشركة للخطر في حالة وجود الخطأ.
- اي أن الوظيفة المالية تتميز بخصائص عديدة وهامة وفي بعض الأحيان تكون حساسة وتتميز بدرجة خطورة عالية مما يجعلها من أهم الوظائف في المؤسسة ويجب على الادارة المالية اتخاذ كل الاجراءات والتدابير اللازمة من أجل تجنب هذه الأخطار.

الفرع الثاني: منهج ومهام الوظيفة المالية

ان مهام الوظيفة المالية التي تسعى الى تحقيقها الادارة المالية تعتبر جزءا من المهام الكبرى للمؤسسة ولا تختلف من حيث المنهج والماهية الا فيما يتعلق بالمجال، فهي تعتبر مهام مالية فاذا تحدثنا عن القرارات فنقول انها مالية وكذا التخطيط فهو تخطيط مالي، هنا سوف نقوم بعرض هذه المهام ومنهجها الحديث:

1- القرارات المالية

ان القرارات المالية هي لب المنهج الحديث للإدارة المالية ويمكن تقسيم هذه القرارات إلى:

أ- قرارات الاستثمار

القرار الاستثماري هو: "قرار تخصيص موارد مالية لاستثمارات طويلة الأجل خاصة في صورة الحصول على رأس مال إنتاجي ثابت"⁽³⁾، يعد من أصعب وأخطر القرارات داخل المؤسسة لأنه يكلف مبالغ

(1) عاطف جابر طه عبد الرحيم، مصدر سبق ذكره، ص 51.

(2) زياد سليم رمضان، (1996): أساسيات في الادارة المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص 12.

(3) الأرقم عبد الحفيظ، (1999): التحليل المالي (تحليل ربحية المقترحات الاستثمارية)، مطبوعات جامعة قسنطينة: الجزائر، ص 2.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

مالية كبيرة خلال فترة زمنية قصيرة، كما يعتبر من القرارات التي لا يمكن الرجوع فيها أو العدول عنها وهو ما يجعل ارتكاب أي أخطاء لا يمكن في معظم الأحوال معالجتها، بالتالي تتحمل المؤسسة نتيجة لذلك خسائر مالية كبيرة على خلاف بعض القرارات الأخرى التي يمكن تدارك الخطأ فيها.

ب- قرارات التمويل

من أهم القرارات بالنسبة للإدارة المالية والمؤسسة ككل نظرا لدورها الكبير في توفير الأموال اللازمة لمختلف النشاطات داخلها، كذا اهتمامها بتحديد مصادر التمويل المناسبة من بين مختلف المصادر المتاحة من أجل تحقيق المزيج التمويلي الأمثل داخل المؤسسة والاهتمام بالعناصر المتعلقة بالعائد والتكلفة بالإضافة الى الخطر، حيث أن قرار التمويل يكتسي أهمية خاصة بالنظر الى كونه يرتبط بقرار الاستثمار، فعلى المؤسسة ولتحقيق العائد المتوقع على استثماراتها أن تبحث عن البدائل التمويلية الأقل تكلفة وكذا دراسة المخاطر المتعلقة بهذه المصادر.

ت- قرارات التوزيع

من أجل استكمال القرارات المالية والتي لا يمكن فصل أي منها عن الآخر إذ أنها تكمل بعضها البعض، يجب التطرق الى قرار التوزيع والذي يتمثل في تحديد حجم ومقدار الأرباح التي سوف يتم توزيعها على المساهمين أصحاب الأسهم العادية، الأسهم الممتازة وكذلك التواريخ المناسبة للتوزيع، في المقابل تحديد حجم الأرباح المحتجزة التي يتم الاحتفاظ بها في شكل احتياطات والتي تعبر عن الأموال التي يمكن للمؤسسة استثمارها في المجالات التي تسمح لها بالنمو والتطور وتحقيق الأهداف المسطرة.

2- التخطيط والتنظيم المالي

من أجل التحديد الدقيق للقرارات المالية والذي يسمح بتحقيق أهداف الإدارة المالية تظهر عملية التخطيط والتنظيم كوظيفة من وظائف الإدارة المالية التي تسمح بالجمع بين هذه القرارات، فالتخطيط المالي يهدف الى تحقيق الاستخدام الأفضل لرأس المال (الأصول) والتكوين الأمثل للهيكل المالي (الخصوم)، حيث يتوجب على المدير المالي من خلال عملية التخطيط القيام بالمهام التالية⁽¹⁾:

- تحديد الأهداف المالية في المدى القصير والمدى الطويل.
- القيام بالتحليل الاقتصادي الذي يختص بطرق اختبار القوائم المالية والكشوفات الملحقة بها والتي تقود إلى قياس وتقييم النشاط المالي للمؤسسة.

⁽¹⁾ رضوان وليد العمار، (1997): أساسيات في الإدارة المالية مدخل الى قرارات الاستثمار وقرارات التمويل، دار الميسرة للنشر والتوزيع: الأردن، ص17.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

- تحديد أهداف وتوجهات المؤسسة باتخاذ القرارات المستقبلية التي تتعلق بالمفاضلة بين الفرص التي تتاح للمؤسسة.
 - رسم السياسات والقواعد المتعلقة بالشؤون المالية كسياسات مصادر التمويل المختلفة وكذا سياسة الاستثمار وتوزيع الأرباح والاحتياطات.
 - التنبؤ المالي في المدى القصير والطويل ووضع الخطط الخاصة بالربحية والتدفقات النقدية والمصروفات المالية و خطة المركز المالي.
- أما فيما يخص التنظيم المالي فهو يتضمن تصميم الهيكل التنظيمي وتنمية الهيئة الادارية وتحديد التخصصات والمسؤوليات والسلطات المتعلقة بإدارة الشؤون المالية من أجل ضمان تنسيق الجهد الجماعي.

3- الرقابة المالية

واحدة من أهم المهام والوظائف التي تقوم بها الادارة المالية بالنظر الى دورها في عملية مراقبة مختلف الوظائف الأخرى، اضافة الى تحديد المعايير المناسبة لذلك من أجل المتابعة والتقييم الدائم للأداء بشكل عام والاداء المالي بشكل خاص وبالتالي فان وظيفة الرقابة المالية تنجر عنها الوظائف التالية⁽¹⁾:

- تحديد معايير الرقابة المالية على الأداء والنسب المالية من خلال التحليل المالي ودراسة الميزانيات ونسب قياس كفاءة التشغيل ومعدلات التكاليف، بالإضافة الى مقاييس الرقابة على الائتمان والمخزون السلعي.
 - تحديد أساليب وأدوات الرقابة المالية على الأداء العام والتي من بعضها التقارير المكتوبة داخل المؤسسة.
 - قياس انحرافات التنفيذ عن التخطيط وايجاد التغيير أو التعديل المناسب لمعالجة هذه الانحرافات من أجل التأكد من التنفيذ الجيد والسليم للخطط الموسوعة.
- يمكن القول أن الوصول الى تحقيق الأهداف بكفاءة وفعالية يمر عبر تقدير الأموال اللازمة وهو النشاط الذي يتصل بالتخطيط، لكن ذلك لا يتم إلا من خلال إيجاد التركيبة المناسبة من قرارات التمويل والاستثمار وكذا التوزيع، استخدامها استخداما اقتصاديا الأمر الذي يتطلب الرقابة على استخدام هذه الأموال لضمان الوصول الى الاستخدام الأمثل في مجمل المكونات.

⁽¹⁾ رضوان وليد العمار، مصدر سبق ذكره، ص18.

الفرع الثالث: أهداف الوظيفة المالية

عند الحديث عن أهداف الوظيفة المالية في المؤسسة فنحن نتحدث عن أهداف عامة والتي تبحث عن تحقيق الثنائية من تعظيم الربح نحو القيمة الاجمالية للمؤسسة⁽¹⁾، كذلك نتحدث عن أهداف خاصة تبحث عنها من خلال توفير السيولة اللازمة وكذا المردودية وبالتالي فنحن أمام الأهداف التالية:

1- الأهداف العامة

تشمل هدفين أساسيين هما هدف تعظيم الربح وهدف تعظيم قيمة المؤسسة وهما المنطلق الذي تنطلق منه الوظيفة المالية من أجل القيام بوظائفها واتخاذ قراراتها:

أ- هدف تعظيم الربح

يعتبر من الأهداف الاستراتيجية داخل المؤسسة وهو يعتبر الهدف الأول والرئيسي للمؤسسة والذي يسمح لها بالبقاء والاستمرار، باعتباره محور أهداف المؤسسة ككل فانه القاعدة التي ستبنى عليها كل القرارات سواء كانت قرارات مالية أو قرارات أخرى والمعيار الذي سوف يتم من خلاله قياس أداء المؤسسة الاقتصادي والمالي، بالإضافة الى كونه مصدرا من مصادر التمويل الذاتي وكذلك مقياسا لمدى فاعلية القرارات المالية التي تتخذها الادارة المالية بشكل عام، بالتالي فان هذا الهدف ذو أهمية قصوى داخل المؤسسات الاقتصادية والتي يمكن ايجازها في ما يلي⁽²⁾:

- غموض هدف تحديد الربح لأنه غير واضح ومحدد ما هو الربح الذي يجب تعظيمه، سواء كان الربح على المدى القصير أو المدى الطويل، معدل الربح أو مبلغ إجمالي الربح، بالتالي يجب أن يأخذ مفهوما أكثر دقة وتحديد.
- اهمال عامل الزمن أي القيمة الزمنية للنقود أي أنه لا يحدد توقيت المكاسب المتوقعة.
- لا يدخل في الاعتبار المخاطر في تدفقات الأرباح المتوقعة، فقد نجد بعض الاستثمارات أكثر مخاطرة من الاستثمارات الأخرى وكذلك الهياكل المالية تختلف درجة المخاطرة فيها.

ب- هدف تعظيم قيمة المؤسسة

يعتبر هدف الادارة المالية المعاصر هو تعظيم قيمة المؤسسة وهو محور اهتمامها، كذا مقياسا حقيقيا لما يجب أن تكون عليه قراراتها المالية، من خلال تعظيم ثروة الملاك والأخذ بعين الاعتبار العائد المتوقع وكذا درجة المخاطرة، حيث ان تعظيم قيمة المؤسسة أو تعظيم ثروة الملاك يعتبر هدف واستراتيجية مثلى

⁽¹⁾ Eric Stephany, op.cit, p6.

⁽²⁾ حمزة الشمخي وابراهيم الجزراوي، مصدر سبق ذكره، ص28.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

مقارنة بهدف تعظيم الربح وذلك نظرا لشموليته وقلة انتقاده من طرف الاقتصاديين والماليين، كذلك بالنظر الى عدة أسباب⁽¹⁾:

- سياسة واستراتيجية طويلة الأجل تعمل على تعظيم القيمة لاستثمارات الملاك واختيار المقترحات الاستثمارية التي تزيد من القيمة السوقية للأوراق المالية، إضافة الى مقارنة العوائد المتوقعة مع المخاطر المصاحبة وبالتالي بناء الاستراتيجيات التي تعظم قيمة المؤسسة .
- تأخذ بعين الاعتبار أن الملاك يعطون أهمية خاصة للتوزيعات النقدية المنتظمة التي يحصلون عليها بصرف النظر عن حجمها، لذلك تعمل المؤسسات في ظل افتراض أن سياسة التوزيعات لها تأثير في جذب المستثمرين وبالتالي فان المؤسسة التي تسعى الى تحقيق هدف تعظيم قيمة المؤسسة ستسعى الى تحقيق ثروة الملاك من خلال اعتماد سياسة التوزيعات المنتظمة، هذا على خلاف هدف تعظيم الربح الذي يأخذ بسياسة عدم توزيع الأرباح.

2- الأهداف الخاصة

بالإضافة الى أهداف تعظيم الربح وكذا تعظيم الثروة فان للوظيفة المالية أهداف أخرى تعتبر قصيرة الأجل تسعى لتحقيقها ومنها هدف السيولة وكذا المردودية، فهي تعكس كفاءة الأداء في الإدارة المالية ويمكن طرحها كآتي:

أ- هدف السيولة والملاءة

عندما نتحدث عن السيولة والملاءة فنحن نتحدث عن قدرة المؤسسة على مواجهة مصاريفها والتزاماتها رغم اختلاف معنى كل منهما، فالسيولة هي قدرة المؤسسة على مواجهة مصاريفها أو ديونها قصيرة الأجل، أما الملاءة فتعني قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها من ديون متوسطة وطويلة الأجل، لهذا يعتبر هذا الهدف من أهم الأهداف الخاصة للوظيفة المالية بالنظر لدورها في المساهمة في تحقيق الأهداف العامة السابقة.

بالتالي على المؤسسة تكييف خزينتها مع طبيعة ومستوى نشاطها وذلك من أجل ضمان توفير السيولة لمواجهة المصاريف المتولدة عن النشاط الاستغلالي، وتقاس السيولة بالسرعة التي يمكن أن تحول بها الأصول إلى نقدية دون خسارة في القيمة، لذلك فإن السيولة تتوقف أولا على المدة اللازمة لتحويل الأصول إلى نقدية وكذا التكلفة المترتبة عن عملية التحويل⁽²⁾. فعدم قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها القصيرة قد

⁽¹⁾ عبد الغفار حنفي، (2000): أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات استثمار، رسمية قرياقص، الدار الجامعية: القاهرة، مصر، ص ص16-17.

⁽²⁾ Hervé Hutin, (1998): La Gestion Financière, Editions d'Organisation: Paris, France, p39.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

يعرضها للإفلاس ويؤثر على قيمتها، بالمقابل البحث على زيادة السيولة بالاحتفاظ بأكبر قدر من النقدية سوف يضيع عليها فرص استثمارية عديدة وبالتالي انخفاض الأرباح، عليه فإنه لا بد من إيجاد معايير وأسس لتحديد الحجم الأمثل من السيولة.

أما بالنسبة للملاءة تعتبر من أهم القيود التي تأخذها الوظيفة المالية بعين الاعتبار، حتى أنها تسمى أحيانا "بقيد أو قاعدة التوازن" لأهميتها باعتبارها قد تؤدي إلى تصفية المؤسسة في حال عدم القدرة على تسديد الديون في تواريخ استحقاقها، التي تعبر عنها الأصول الأقل سيولة التي تعتبر الضمان لسداد الالتزامات الآجلة كما أن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها يعد مؤشرا لصالحها يمكنها من الاستدانة مستقبلا¹.

ب- هدف تحقيق المردودية

هدف المردودية هو الذي تسعى إليه أي وحدة اقتصادية من أجل ضمان بقاءها واستمرارها باعتبارها مقياسا لفعالية الوسائل المستعملة داخلها، حيث تمثل المردودية مقارنة النتائج المحققة داخلها بالوسائل المسخرة. تتعدد أنواع المردودية بحسب طبيعة الفائض المعتمد وكذا الوسيلة المراد قياس فعاليتها ولعل أهم أنواع المردودية المستعملة ما يلي:

• المردودية الاقتصادية

وهي المردودية من وجهة الوسائل المستعملة من طرف المؤسسة لممارسة نشاطها الإنتاجي والاستغلالي والتي يصطلح على تسميتها برأس المال الاقتصادي، أو كما تعرف محاسبيا بالموجودات أو الأصول، تحسب بقسمة نتيجة الدورة الصافية على مجموع الاصول وتعني نتيجة هذه النسبة درجة فعالية الوسائل المستعملة من طرف المؤسسة².

• المردودية المالية

هي المردودية من وجهة نظر الموارد المالية الخاصة بمالك أو ملاك المؤسسة، وتعتبر المردودية المالية المقياس أو المؤشر للمردودية العامة للمؤسسة، تقاس بقسمة نتيجة الدورة الصافية على الأموال الخاصة، تعبر عن مساهمة الأموال الخاصة المستثمرة لأصحاب المؤسسة في الأرباح الصافية التي حققتها مؤسستهم، بالتالي كلما كانت هذه النسبة عالية كلما ساعدت المؤسسة في الحصول على الأموال اللازمة لتمويل نموها⁽³⁾.

(1) André Boyer, Gérard Hirigoyen et Jacques Thépot, (1997): Panorama de la Gestion, Editions d'Organisation: Paris, France, p145.

(2) Josette Peyrard, (1999): Analyse Financière, 8ème Edition, Librairie Vuibert: Paris, France, p179.

(3) Josette Peyrard, op.cit, p181.

• المردودية التجارية

هي المردودية التي تكون من وجهة نظر النشاط الاستغلالي المعبر عنه بالنسبة لرقم الأعمال أو المبيعات، تحسب بقسمة نتيجة الدورة الصافية على رقم الأعمال خارج الرسم وهي تعبر عن ما تحققه المبيعات الصافية أو رقم الأعمال من أرباح، أي ما تبقى للمؤسسة من رقم الأعمال بعد تسديد كل التكاليف.

ت- هدف النمو

إن بقاء المؤسسة واستمرارها يحتم عليها تحقيق حد أدنى من الأرباح يضمن لها إمكانية رفع رأس مالها، بالتالي توسيع نشاطها عن طريق توسيع وتجديد استثماراتها، الأمر الذي يحتم على المؤسسة التجديد والاستخدام الكفاء لكل طاقاتها وكذلك تجديد وتطوير وسائل الإنتاج من أجل تحسين الإنتاجية، تحسين جودة منتوجاتها حتى تكون قادرة على مواجهة المنافسة من أجل ضمان حصة كبيرة من السوق، بالتالي تحقيق الحجم المناسب من الأرباح التي تسمح لها بزيادة رأس مالها وتحقيق النمو.

المطلب الثالث: التمويل في المؤسسة

تعتبر وظيفة التمويل عامة وقرارات التمويل خاصة من أهم القرارات المتخذة من طرف الإدارة المالية وكذا من أهم قرارات تسيير المؤسسة، فهي تلعب دورا كبيرا في تحقيق الأهداف المسطرة من إدارة المؤسسة ولها أثر كبير على تحقيق الربحية، لذا فهي تحظى بعناية كبيرة من طرف الوظيفة المالية داخل المؤسسة وتعتبر محور أهدافها.

الفرع الأول: تطور مفهوم وأهمية التمويل

1- تطور مفهوم التمويل

يعتبر التمويل من أقدم فروع علم الاقتصاد وأقدم الوظائف في المؤسسة، إلا أن دراسته لم تحظى بالاهتمام إلا منذ عهد قريب عندما تولدت ضرورة وضع المبادئ الأساسية لنظرية التمويل بعد تطور الاقتصاد وثوراة النظرية الاقتصادية، ما أسفرت عنه الدراسات التحليلية في هذا المجال من نتائج تمثلت في مجموعة من المبادئ أصبح من السهل تكييفها وبلورتها في نظرية التمويل.

ولقد حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على سير المؤسسة ومختلف نشاطاتها ومشاريعها وتفاوت درجة فعالية طرق التمويل وأساليبه إلا أنهم أجمعوا على أن التمويل يعني: " توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع تطوير مشروع عام أو خاص"، أو بمفهوم آخر التمويل هو: "عملية تجميع المبالغ المالية

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما يعرف برأس المال الاجتماعي⁽¹⁾.

لكن اعتبار التمويل هو الحصول على الأموال واستخدامها للتشغيل أو تطوير المشروع، يمثل النظرية التقليدية للوظيفة التمويلية وهي نظرة تركز أساسا على تحديد أفضل مصدر للحصول على الأموال من عدة مصادر متاحة، لذا لكي يكون هذا التعريف متماشيا مع النظرة الحديثة لمفهوم التمويل، فيمكن اعتباره على أنه يتضمن جميع القرارات التي تتخذها الإدارة المالية لجعل استخدام الأموال استخداما اقتصاديا بما ذلك الاستخدامات البديلة ودراسة تكلفة المصادر المتاحة والنظر إلى القضايا المالية على أنها غير منفصلة عن أعمال كثيرة أخرى في المؤسسة كالإنتاج والتسويق. في الاقتصاديات المعاصرة يشكل التمويل أحد الأنشطة الرئيسية لتطوير القوى المنتجة وبالتالي الإنتاج، فهو يحدد مسار رأس المال نفسه فالحاجة إلى رأس المال من أجل التمويل تتبع من كل القطاعات من المؤسسات العامة أو الخاصة، من العائلات أو الخواص، من الدولة وكذا من الخارج، ذلك لتسهيل القيام بجملة من الأنشطة حسب الدور الذي يلعبه كل متعامل اقتصادي من المتعاملين السابقين.

2- تعريف التمويل

لقد تطور مفهوم التمويل خلال العقود الأخيرة تطورا ملحوظا مما جعلنا نلاحظ تباينا بين مختلف التعاريف عند الاقتصاديين، فالتمويل يعرف على أنه الإمداد بالأموال في اوقات الحاجة إليها ويتكون من العناصر التالية⁽²⁾:

- تحديد دقيق لوقت الحاجة له.
- البحث عن مصادر للأموال.
- المخاطر التي تعترض أي نشاط يزاوله الانسان.

أي أن التمويل يعرف على أنه "الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة فقط وهو جزء من الإدارة المالية".

كما يعرف على أنه "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 والحكومات".

(1) مبارك لسوس، (2004): التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية: الجزائر، ص ص18-19.

(2) طارق الحاج، (2002): مبادئ التمويل، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص21.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

ويعرف التمويل أيضا بأنه البحث عن الطرائق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرائق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة. ومن خلال التعاريف السابقة يمكننا اجمال تعريف التمويل في ما يلي: "عملية تجميع المبالغ المالية الضرورية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة، أي تدبير الموارد للمؤسسة في أي وقت تكون هناك حاجة إليه"⁽¹⁾.

3- أهمية التمويل

إن المؤسسات لها استخدام دائم لجميع مواردها المالية، فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد الالتزامات المختلفة، من هذا المنطلق يمكن القول أن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في⁽²⁾:

- تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها.
 - يساعد على انجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني .
 - يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من اجل اقتناء أو استبدال المعدات.
 - يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي.
 - يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية والتمويل الدولي.
 - المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية، يقصد بالسيولة توفير الأموال السائلة الكافية لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها، أو هي القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة.
- نظرا لأهمية التمويل فقراره يعتبر من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة ذلك أنها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها، واستخدامها استخداما أمثلا لما يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة، حيث أن قرار اختيار طرق التمويل يعتبر أساس السياسة المالية حيث يرتبط بهيكل رأس المال وتكلفته إذ يختار البديل الذي يكلف المؤسسة أقل ما يمكن.

(1) مبارك لسوس، مصدر سبق ذكره، ص20.

(2) منير إبراهيم هندي، (1996): الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مؤسسة المعارف: الإسكندرية، مصر، ص32.

الفرع الثاني: طرق وأشكال التمويل

1- أشكال التمويل من حيث المدة

يمكن النظر إلى طرق وأشكال التمويل من خلال عدة جوانب، بموجب معيار المدة التي يستغرقها التمويل تنقسم أشكال التمويل إلى (1):

أ- التمويل 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 مثل التمويل التجاري.

ب- التمويل متوسط الأجل

يستخدم التمويل المتوسط الأجل لتمويل حاجة دائمة للمشروع كتغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق مدة معتبرة، تكون مدته ما بين سنة وعشر سنوات مثل القروض المصرفية.

ت- التمويل طويل الأجل

وينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لحيازة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل وتوجه أيضا إلى مشاريع إنتاجية تفوق مدتها عشر سنوات مثل القروض البنكية والسندات.

2- أشكال التمويل من حيث مصدر الحصول عليه

يمكننا حسب هذا المعيار والذي يعتمد على مصدر الأموال المحصل عليها في عملية التمويل أن نقسم التمويل إلى:

أ- تمويل ذاتي أو داخلي

ويقصد به مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الاستغلالي والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة، وعليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية، تختلف قدرة المشروعات في الاعتماد على هذا المصدر لتمويل احتياجاتها.

(1) طارق الحاج، مصدر سبق ذكره، ص 26.

ب- تمويل خارجي

يتمثل في لجوء المؤسسة 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. يمكن التمييز هنا بين التمويل الخاص الذي يأتي من مدخرات القطاع الخاص (أفراد أو مؤسسات والذي يكون في شكل أسهم أو سندات) وبين التمويل العام الذي يكون مصدره موارد الدولة ومؤسساتها (قروض بنكية وسندات خزينة).

3- أشكال التمويل حسب الغرض الذي يستخدم لأجله

في هذا المعيار يأخذ بعين الاعتبار الغرض الذي سوف يستخدم من أجله التمويل، هنا سوف نجد ما يلي:

أ- تمويل الاستغلال

يتمثل في ذلك القدر من الموارد المالية التي يتم استخدامها في فترة معينة من أجل الحصول على عائد في نفس فترة الاستغلال، من هنا فان تمويل الاستغلال هو تلك الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساسا بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمؤسسة قصد الاستفادة منها كنفقات شراء المواد الخام ودفع أجور العمال وغيرها من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية.

ب- تمويل الاستثمار

يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الحالية للمؤسسة كإقتناء الآلات والتجهيزات وما إليها من العمليات التي يترتب على القيام بها زيادة تكوين رأس مالي للمشروع أو المؤسسة.

الفرع الثالث: دور التمويل في المؤسسة

1- المساهمة في تحقيق أهداف المؤسسة

التمويل عصب المؤسسة والطاقة المحركة لجميع الوظائف والأعمال، فبدونه تتوقف الأعمال ونقصه يؤدي الى تأخير المشروعات وضياع الفرص وبالتالي انخفاض الإيرادات والتدفقات النقدية الداخلة، كما أن استخدام أموال أكثر من الحاجة يؤدي الى تعطيلها وتكاليف أكبر.

التمويل يؤثر في تحريك عجلة الانتاج للمنتجات والخدمات لذا وجب التحقق من الاختيار السليم لمصادر التمويل من حيث التكلفة والمخاطر واختيار قرار الاستثمار المناسب الذي يمنح العائد المناسب مع مخاطر محسوبة، كما أن التمويل يساعد وظائف التسويق والبيع في تمويل المبيعات الآجلة عن طريق

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

الائتمان الذي يقدم للعملاء وكذلك الحصول على الائتمان لتمويل المشتريات، فالتمويل له تأثير على تكلفة التخزين، التسويق والنقل وغيرها، بالتالي يمكن القول أن التمويل هو المسؤول عن ضخ الأموال بدقة في القنوات المختلفة حتى تتحقق الأهداف التشغيلية والاستراتيجية⁽¹⁾.

2- التأثير على أرباح المؤسسة

تتأثر أرباح المؤسسة تأثراً مباشراً بطريقة التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة، إذ أنها تحدد نسبة الدائنية إلى حق الملكية سواء اعتمدت المؤسسة لتمويل مشاريعها على المصادر الداخلية المتمثلة في حقوق الملكية أو اعتمدت على المصادر الخارجية، حيث لكل مصدر من هذه المصادر تأثيره على العائد وبالتالي على ربحية المؤسسة.

حيث أن هذه المصادر سواء كانت داخلية أم خارجية فهي تشترك في مجموعة من الخصائص يكون لها دور في اتخاذ القرار المالي وتتمثل هذه الخصائص في:

- الدخل المتوقع تحقيقه حيث أنه يتأثر حسب اختلاف نوع التمويل المستخدم من طرف المؤسسة.
- الاستحقاق أي أجل تسديد الديون الناجمة عن الاقتراض بين المؤسسة والدائنين والذي يؤثر هو الآخر على قرار التمويل وبالتالي على أرباح المؤسسة، حيث سوف يتم التطرق إلى الهيكل التمويلي للمؤسسة بالتفصيل في المباحث القادمة.

⁽¹⁾ فريد النجار، (1999): البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة: الإسكندرية، مصر، ص16.

المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسة

يعتبر التمويل من المواضيع التي تحظى بحيز كبير من الاهتمام لذا فان البحث عن مصادره يعتبر من أهم وظائف الادارة المالية داخل المؤسسة، حيث أن هناك مجموعة من المصادر التي تعتمد عليها المؤسسة منها ما هو خاص بها وداخلي، منها ما هو عن طريق الاستدانة أي مصادر خارجية وأيضا هناك مصادر متخصصة تلجأ اليها المؤسسة حسب الحاجة.

المطلب الأول: التمويل عن طريق حقوق الملكية

نقصد بحقوق الملكية الأموال الخاصة التي تشكل مجموعة مصادر التمويل التي تعود ملكيتها لأصحاب المؤسسة، هي المصدر الأول والرئيسي في تأسيس وانطلاق أي مؤسسة وكذلك اثناء مزاوله نشاطها، فهي تتكون من أموال خاصة داخلية تتمتع بها المؤسسة وأخرى خارجية عن طريق اصدار أوراق مالية تعطي حق ملكية في رأس مال المؤسسة لصاحبها.

الفرع الأول: التمويل الداخلي للمؤسسة

1- التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل الداخلية التي تلعب دورا هاما في تنمية المؤسسة وتطويرها، حيث انه يعمل على زيادة الأصول الاقتصادية دون اللجوء الى مصادر خارجية للحصول على الموارد المالية لاقتنائها، بالتالي تجنب تحمل أعباء مالية ناجمة عن الفوائد ودفع الاقساط وهذا ما سيؤدي الى زيادة القدرة الاقتراضية للمؤسسة وكذا زيادة عملياتها التوسعية وكذا استثماراتها.

أ- مفهوم التمويل الذاتي

يعرف على أنه: "الفائض النقدي الناتج عن مجال النشاط العادي للمؤسسة والذي يحتفظ به لأجل تمويل نشاطها المستقبلي" (1).

يقصد بالتمويل الذاتي الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء الى مصادر خارجية، فهو يمكن المؤسسة من تغطية الاحتياجات المالية اللازمة لسداد الديون وتنفيذ الاستثمارات وزيادة رأس المال العامل.

بالتالي يمكننا اجمال مفهوم التمويل الذاتي في أنه: "التمويل المتولد عن مجموع النشاط الاستغلالي والمالي وكذا الاستثنائي للمؤسسة خلال الدورة الانتاجية والمعبر عنه بقدرة التمويل الذاتي" (2).

(1) Alain Capiez, (1995): Eléments de Gestion Financière, 4^{ème} Edition, Masson: Paris, France, p221.

(2) أحمد بوراس، مصدر سبق ذكره، ص 27.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

عند تعريف التمويل الذاتي فإننا لابد أن نفرق بينه وبين قدرة التمويل الذاتي، فنحن نقصد بالقدرة هنا في الفائض النقدي الصافي الذي تحققه المؤسسة بعد طرح توزيع أرباح الشركاء واقتطاع جميع المصاريف المالية و الجبائية، يمكننا التعبير عنها بالعلاقة التالية:

قدرة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة الصافية + حصص الاهتلاكات + حصص المخصصات والمؤونات ذات الطابع الاحتياطي.

أما التمويل الذاتي فهو المبلغ المتبقي لدى المؤسسة من قدرة التمويل الذاتي بعد توزيع الأرباح على أصحاب هذه المؤسسة، أي أن التمويل الذاتي هو قدرة التمويل الذاتي منزوعاً منه الأرباح الموزعة.

ب- مكونات التمويل الذاتي

يمكننا حصر مكونات التمويل الذاتي داخل أي مؤسسة في العناصر الأساسية التالية:

• الاهتلاكات

يعرف الاهتلاك على أنه الأموال السنوية المخصصة لتعويض النقص التدريجي الذي يحدث بصورة فعلية أو معنوية على عناصر الاستثمارات التي تتدهور قيمتها مع مرور الزمن نتيجة الاستعمال أو التلف أو التقادم التكنولوجي، بعبارة أخرى الاهتلاك يمثل طريقة لتجديد الاستثمارات عند نهاية عمرها الانتاجي أو الاقتصادي، حيث يمكن أن نقول أن الاهتلاك هو⁽¹⁾:

اقتصادياً: هو عبارة عن توزيع تكلفة شراء الأصل الثابت، أو الفرق بين تكلفة الشراء والإيرادات المتوقعة لبيع هذا الأصل في نهاية عمره الانتاجي مقسمة على عدد السنوات التقديري لاستخدام هذا الأصل.

محاسبياً: يهدف الاهتلاك الى قياس قيمة الأصل الثابت في أي مرحلة من مراحل حياته، ذلك من أجل قياس الربح الذي ينتج عن استخدام ذلك الأصل الثابت خلال مرحلة معينة ويعتبر كجزء من تكلفة هذا الأصل.

مالياً: الاهتلاك هو عملية تمكن المؤسسة من استبدال وتجديد أصولها الثابتة، لذلك تعتبر مصدراً من مصادر التمويل الذاتي للمؤسسة.

الاهتلاك له أهمية كبيرة من حيث المحافظة على رأس المال عن طريق استرداد كل ما ينفقه المشروع من أموال، بالإضافة الى تحديد تكاليف الانتاج وكذا قياس الأرباح الناجمة عن نشاط المؤسسة واستثماراتها.

(1) أحمد بوراس، مصدر سبق ذكره، ص28.

• المؤونات والمخصصات

تعرف على أنها مكون مالي من أموال المؤسسة يحتجز لغرض مواجهة خسائر محتملة أو أعباء ممكنة الحدوث في المستقبل، حيث تبقى مجمدة داخل المؤسسة الى حين تحقق الخطر أو العبء الذي كونت من أجله هذه المؤونات أو زوال الخطر المحتمل، لذلك نجد أن هناك ما يلي:

المؤونة القانونية: هي ذات طابع ضريبي لهذا لا يتوقع من ورائها خسائر حيث ألزم المشرع تكوينها وهي لا تتحمل عنها المؤسسة ضرائب خلال مدة تكوينها ويجب أن تأخذ حدود ومدى لتكوين هذه المؤونة. **مؤونة الأخطار والتكاليف:** وهي مكونة لتغطية أخطار أو أعباء محتملة عند نهاية الدورة الاستغلالية دون أن تكون هناك امكانية تخصيصها كغطاء لعامل خاص بالأموال وهي لا تعتبر فقط محتملة وإنما أكيدة.

• الأرباح المحتجزة

هي مصدر التمويل الداخلي بالملكية الوحيد داخل المؤسسات الاقتصادية وخاصة الصغيرة والمتوسطة والتي لا يمكن لها أن تتوجه الى السوق المالي من أجل التمويل، حيث تتمثل الأرباح المحتجزة في النتيجة الصافية التي تحققها المؤسسة من نشاطها الجاري والاستثماري، لكن بشرط أنها لم تتوزع ويحتفظ بها سواء كاحتياطات تبقى تحت تصرفها، أو كذلك في صورة نتائج رهن التخصيص وهذا بهدف تلبية احتياجات المؤسسة الدائمة والتي تتجم عن التوسع والنمو وكذا لمواجهة الطوارئ، يعتبر هذا المصدر من مصادر التمويل الذاتي الأقل تكلفة من بين المصادر الأخرى، حيث نجد أن هناك احتياطات قانونية وأخرى تنظيمية وكذا احتياطات اختيارية وكلها تتحكم بها ادارة المؤسسة (1).

2- التنازل عن الاستثمارات

رغم أن اللجوء اليه قليل وفي حالات خاصة ورغم اعتباره مصدر تمويل سلبي وخطير الا أن التدفق النقدي الناتج عن عملية تنازل المؤسسة عن أصل من أصولها يعتبر بمثابة مورد داخلي يشكل إلى جانب التمويل الذاتي مجموعة الموارد الداخلية للمؤسسة، حيث تسمى عملية تنازل المؤسسة عن أصل أو مجموعة من أصولها بعملية الاستثمار السلبي الذي يتخذ أشكالا متعددة، كما أن المؤسسة لا تلجأ إليه إلا في بعض المواضع الخاصة (2).

(1) KuchhalK, S.C, (1994): Financial Management: An Analytical and Conceptual Approach, Chaitanya Publishing House: India, p27.

(2) مريم باي، (2008): السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، ص ص43-44.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

أ- أسباب التنازل عن الاستثمارات

باعتبارها عملية خاصة داخل المؤسسة وكذا ذات مواصفات خاصة، لا تلجأ إليها المؤسسة الا في بعض الحالات الخاصة والنادرة والتي يمكننا أن نوجزها في حالتين:

- التنازل عن أصول قديمة من أجل استبدالها بأصول أكثر تطوراً وهذا ما يدخل في عملية التحديث التي تقوم بها المؤسسة.
- التنازل عن الأصول التي لم تعد بحاجة لها بعد تغيير نشاط المؤسسة أو التخلي عن وظيفة معينة من وظائفها.

ب- أشكال التنازل عن الاستثمارات

تأخذ هذه العملية عدة أشكال وذلك حسب المعيارين التاليين:

- أشكال التنازل بحسب طبيعة الأصل المتنازل عنه: نجد فيها ما يلي:
 - التنازل الخاص بالعمليات المادية: ومنها عملية سحب المنتجات التي تعني وضع حد للاستثمار في منتج معين أو نوع فقط منه، كما يخص هذا النوع من العمليات بيع المعدات.
 - التنازل الخاص بالأوراق المالية: تعني هذه العملية بشكل خاص التنازلات عن الأسهم التي تملكها المؤسسة والخاصة بالمساهمة في رأسمال مؤسسات أو شركات أخرى.
 - التنازل الخاص بالوظائف: يحدث هذا النوع عندما تقرر المؤسسة التخلي عن وظائف معينة لصالح الغير لتختص هي في وظائف أخرى، ومثال ذلك تخلي المؤسسة عن وظيفة التسويق لتكتفي بالإنتاج فقط أو الإبقاء على وظيفة تسويق المنتجات التي ينتجها الغير، في كلتا الحالتين فإن التخلي عن وظيفة معينة يصاحبه الاستغناء عن الأصول المرتبطة بشكل أساسي بهذه الوظيفة وبالتالي فإن من صالح المؤسسة التنازل عن هذه الأصول.
- أشكال التنازل بحسب درجة حرية المؤسسة في اللجوء إليه: نجد فيها ما يلي:
 - التنازل الجبري: عادة ما يكون هذا النوع نتيجة قرار متخذ من خارج المؤسسة فهو لا يمثل خياراً تلجأ إليه المؤسسة بل حتمية مفروضة عليها من قبل أطراف خارجية.
 - التنازل الإداري: حيث يتم اتخاذ القرار بشأنه من داخل المؤسسة من دون أية ضغوطات خارجية.
 - التنازل التشاوري: يخص هذا النوع الحالات التي يطلب فيها المشتري التنازل عن الاستثمار دون ممارسة أية ضغوطات، أي مجرد اقتراح على مسؤول عملية التنازل الذي يكون بدوره مستعداً للقيام بهذه العملية.

الفرع الثاني: التمويل الخارجي للمؤسسة

1- التمويل عن طريق الأسهم العادية

تأتي الأسهم العادية في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق رأس المال، إذ تمثل هذه الأخيرة الملكية الأصلية في المؤسسة وهي تعد مصدر التمويل الأول للمؤسسات الجديدة كما أنها تشكل المصدر الأساسي للمؤسسات القائمة لاسيما شركات المساهمة.

الأسهم العادية حصص متساوية القيمة تمثل رأس مال المشروع وهي وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل الطويل الأجل، حيث يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية بالإضافة الى قيمة سوقية، تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، أخيرا تتمثل القيمة السوقية في قيمة السهم في سوق رأس المال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية، حيث أن⁽¹⁾:

- **القيمة الاسمية:** هي القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقانونها الأساسي والتي تظهر بوضوح على قسيمة السهم وقد يكون هناك مبلغ معين يحدده القانون يمثل الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم.
- **القيمة الدفترية:** هي القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر الشركة وتمثل تكلفة شراء هذا الأصل ناقص الاهتلاكات المتراكمة، قد تصل القيمة الدفترية للأصل إلى الصفر عند اهتلاكه بالكامل ولكن لا تزال له قيمة اقتصادية لأنه مازال منتجا.
- **القيمة السوقية:** هي السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق، بالنسبة إلى السهم العادي فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من القيم الدفترية للسهم وذلك في ضوء ربحية الشركة. في بداية أعمال الشركة من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للشركة يدل على مدى تحقيق الشركة للأرباح، حين تحقق الشركة أرباحا عالية ومتنامية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم. بالتالي فان القيمة السوقية للسهم هي عبارة عن قيمة توازنية بين العرض والطلب في السوق وبالتالي فإنها تمثل إجماع السوق على قيمة السهم.

(1) طارق الحاج، مصدر سبق ذكره، ص ص128-129.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

أ- مزايا التمويل بالأسهم العادية

إن الأسهم العادية تمثل من وجهة نظر المؤسسة وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل، تتمثل مزاياها في⁽¹⁾:

- يعطي للمؤسسة مصادرًا متنوعة من التمويل مما يمكنها من مواجهة التغير في الظروف الاقتصادية.
- ليس للسهم العادي أجل محدد للتسديد ولا يحتم على المؤسسة رد قيمة السهم في موعد محدد.
- المؤسسة غير ملزمة بدفع الأرباح إلا إذا تحققت وتم اتخاذ قرار بتوزيعها كلها أو جزء منها .
- رفع حجم الأموال من الأسهم العادية يدني نسبة حجم الأموال من القروض ضمن الأموال الدائمة وهذا يكون بمثابة ثقة و ضمان في مقدرة المؤسسة على زيادة الموارد المالية من الاقتراض فتشجع الدائنين على مدها بالمزيد من القروض.
- تعد الأسهم العادية من مصادر التمويل المرغوبة من وجهة النظر الاجتماعية لأنها تجعل المؤسسات أقل عرضة للضرر الناجم عن الانخفاض في المبيعات والمكاسب.
- تعتبر الأسهم العادية من القيم المنقولة التي يسهل تسويتها مقارنة بالسندات والأسهم الممتازة لأنها تجذب فئات معينة من المستثمرين.

ب- عيوب التمويل بالأسهم العادية

يتسم التمويل بالأسهم العادية ببعض العيوب والمساوئ التي تتجر عن اللجوء إلى هذا النوع من التمويل نذكر منها⁽²⁾:

- ارتفاع التكلفة من أموال الأسهم العادية، فإقبال الأفراد على الأسهم العادية يكون بعد توقعهم الحصول على معدلات أعلى من معدلات فوائد السندات ومعدلات أرباح الأسهم الممتازة، فارتفاع التكلفة يعود إلى عنصر المخاطرة وتكلفة الإصدار وباقي المصاريف المرتبطة بالاكنتاب.
- على عكس السندات والقروض فالأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية تخضع للضريبة قبل التوزيع مما يؤدي إلى كبر الوعاء الضريبي للمؤسسة.
- اتساع حجم الأموال من الأسهم العادية وتزايد المساهمين وبما يحق لهم من المشاركة في مجلس الإدارة، يحد من حرية استقلالية القرار الإداري خاصة في أمور قد تكون الإدارة هي أدرى من غيرها بها.

(1) سمير محمد عبد العزيز، (1997): التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع: الاسكندرية، مصر، ص 24-25.

(2) سمير محمد عبد العزيز، المصدر نفسه، ص26.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

- إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول لمساهمين جدد، مما يعني تشتتاً أكبر للأصوات في الجمعية العمومية وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أن العيب قد يكون التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية.

2- التمويل عن طريق الأسهم الممتازة

تعد الأسهم الممتازة وسيلة هامة للتمويل بالنظر إلى الخصائص التي تتصف بها، للأسهم الممتازة أنواع عديدة تمنح كل منها ميزات مختلفة للمؤسسة التي تلجأ إلى إصدارها، كما أن لهذه الأسهم بمختلف أنواعها بعض العيوب إذا ما تمت مقارنتها بمصادر أخرى للتمويل.

السند الممتاز سند ملكية لحامله ويتمتع حامل السهم الممتاز بنفس المزايا والحقوق التي يتمتع بها حامل السهم العادي (ما لم يكن هناك نص مخالف لذلك). للسهم الممتاز أيضاً قيمة اسمية وقيمة دفترية أو محاسبية (حقوق الملكية الممتازة ÷ عدد الأسهم الممتازة)، قيمة إصدار قد تفوق القيمة الاسمية (الحصول على علاوة الإصدار) أو تقل عنها (تتحمل المؤسسة خصم الإصدار)، لحملة هذا النوع من الأسهم حق الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على نصيبهم من الأرباح التي حققتها المؤسسة وقررت الإدارة توزيعها ويتحدد نصيبهم من الأرباح الموزعة بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، كما أن لأصحاب هذه الأسهم الأولوية في الحصول على حقهم من أموال التصفية.

أ- مزايا التمويل بالأسهم الممتازة

- من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم الممتازة ما يلي⁽¹⁾:
- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة ولا حق الاشتراك في التسيير الإداري، إلا في حالات منصوص عليها في عقد إصدار هذا الأسهم.
- ليس للسهم الممتازة تاريخ تسديد إلا إذا نص على ذلك في عقد الإصدار، هذا يمنح للمؤسسة ميزة استبدالها بسندات إذا انخفضت معدلات الفوائد في السوق المالية.
- زيادة حجم أموال الأسهم الممتازة ضمن الأموال الدائمة للمؤسسة يخفض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة مما يدعم مركز المؤسسة في قدرتها على الاقتراض.
- تمتاز الأسهم الممتازة عن السندات والقروض في حالات العسر المالي إذ المؤسسة ليست ملزمة بدفع نسب محددة من الربح وأن توقفها عن الدفع لا يؤدي إلى الإفلاس.

(1) حسين عطا غنيم، (1999): دراسات في التمويل، الطبعة الأولى، المكتبة الأكاديمية: القاهرة، مصر، ص 517.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

- لا يترتب على إصدار الأسهم الممتازة نفقات ثابتة، فالمؤسسة غير ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات للأرباح في كل سنة تحقق فيها أرباحاً.

ب- عيوب التمويل بالأسهم الممتازة

- ان إصدار الأسهم الممتازة كغيره من التمويلات لا يخلو من بعض العيوب، نذكر منها:
 - تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض.
 - يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجرى فيها التوزيع وذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أية توزيعات.
 - ان معدل عائد التمويل بالأسهم الممتازة أعلى من العائد الخاص بالسندات والقروض عموماً.
 - ان التقلب في سعر السهم الممتاز أكبر من التقلب في سعر السند، لكن معدل العائد غالباً ما يكون أقل.
 - معدل العائد في معظم الأحيان محدد مسبقاً وهذا بصرف النظر عن صافي الدخل.

المطلب الثاني: التمويل عن طريق الاستدانة

التمويل بالاستدانة أو التمويل بالاقتراض هو التمويل الذي يتم الحصول عليه من مستثمرين ليس لهم الحق في الملكية في أغلب الأحيان، إذ يقتصر دورهم فقط في اقراض رأس المال مقابل عائد معين، حيث تتعدد أشكال التمويل عن طريق الاستدانة حيث يمكن للمؤسسة في هذه الحالة تدبير الموارد المالية عن طريق طلب مدخرات الأفراد والمؤسسات الأخرى مباشرة وذلك عبر إصدار أوراق مالية تثبت ديناً مستحقاً عليها، كما تستطيع المؤسسة كذلك الحصول على الأموال الضرورية عن طريق اللجوء إلى البنوك وذلك بطلب قروض مصرفية تختلف أنواعها واستحقاقاتها.

الفرع الأول: التمويل بالقروض البنكية

1- ماهية القروض البنكية

يمثل الشكل التقليدي لتمويل استثمارات المؤسسات أو حاجاتها لرأس المال العامل، وتتوقف درجة الاعتماد على هذا المصدر على درجة المركز الائتماني للمؤسسة وكذا على شروط الاقتراض للبنك المانح للقروض، فعندما نتحدث عن التمويل بالقروض البنكية كأداة للتمويل بالاستدانة، فنحن نتحدث عن عملية الائتمان المصرفي التي تمنحها البنوك والمؤسسات المالية للمؤسسات الاقتصادية، حيث يعتبر الائتمان المصرفي الذي تمنحه البنوك التجارية مصدراً هاماً من مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسات في

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

تمويل عملياتها واستثماراتها القصيرة الأجل، كذلك نتحدث عن القروض المتوسطة الأجل والطويلة التي تمنحها البنوك للمؤسسات الاقتصادية من أجل تمويل استثماراتها وكذلك التوسع في نشاطاتها أو شراء وسائل الانتاج⁽¹⁾.

تلعب القروض البنكية دورا هاما في تمويل حاجة المؤسسات باختلاف أنشطتها وأشكالها، حيث تمثل هذه القروض نسبة معتبرة من مصادر تمويل المؤسسة الخارجية لا سيما تلك التي لا تتوفر فيها الشروط التي تمكنها من اللجوء إلى السوق المالي، حيث يحتل التمويل بالقروض البنكية في غالبية المؤسسات الاقتصادية المرتبة الثانية بعد التمويل الذاتي نظرا للخصائص التي تتميز بها هذه القروض وكذا الامتيازات التي تمنحها البنوك والمؤسسات المالية للمؤسسات الطالبة للقروض.

ويمكن أن نعرف القروض المصرفية على أنها تلك الخدمات المقدمة للعملاء والتي يتم بمقتضاها تزويد الأفراد والمؤسسات بالأموال اللازمة، على أن يتعهد المدين بسداد الأموال وفوائدها.

القروض البنكية هي: "مبلغ مالي مدفوع من طرف الجهاز المصرفي لأفراد ومؤسسات بهدف تمويل نشاط اقتصادي في فترة زمنية محددة، وذلك بمعدل فائدة محدد مسبقا"⁽²⁾.

بالتالي يمكننا اجمال مفهوم القروض البنكية في التعريف التالي: "أن القروض هي من أفعال الثقة بين الأفراد، يتجسد القرض في ذلك الفعل الذي يقوم بواسطته شخص ما هو الدائن (هذا الشخص في حالة القروض البنكية هو البنك ذاته) بمنح أموال (بضاعة، نقود...) إلى شخص آخر هو المدين (المؤسسة الاقتصادية) أو يعده بمنحها إياه أو يلتزم بضمانها أمام الآخرين وذلك مقابل ثمن أو تعويض هو الفائدة، ذلك خلال فترة زمنية تكون محددة أساسا لدفع الأموال والفوائد المترتبة عنها"⁽³⁾.

2- خصائص القروض البنكية

ان عقد القرض المبرم الذي يكون بين البنوك والمؤسسات الاقتصادية يتميز بعدد من الخصائص أهمها:

أ- قيمة القرض

إذا ما تعلق الأمر بتمويل اكتساب أصول معينة فإن مبلغ القرض الممنوح للمؤسسة عادة ما يمثل نسبة مئوية من تكلفة الأصل المراد اكتسابه وتتراوح هذه النسبة في الغالب بين 40% إلى 70%، بالتالي فهو يمثل قيمة القرض أو الأموال التي تمنح أو يتضمنها القرض⁽⁴⁾.

⁽¹⁾ Patrice Vizzavona, (2004): Gestion Financière, 9^{ème} Edition, Editions Attol: Paris, France, p379.

⁽²⁾ مصطفى رشدي شيحة، (1985): الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة العربية: الاسكندرية، مصر، ص 213.

⁽³⁾ الطاهر لطرش، (2003): تقنيات البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية: الجزائر، ص 55.

⁽⁴⁾ Jean Bateau et Jacqueline Delahaye, (1999): Gestion Financière, Dunod: Paris, France, p356.

ب- مدة القرض

هي الأجل أو الفترة التي يمنحها البنك للمقترض حتى يفي بالالتزام الذي عليه، يكون بعد نهايتها المستفيد من القرض ملزما بالتسديد وهي تصنف إلى ثلاثة أقسام:

- **المدة القصيرة:** تتراوح بين ثمانية عشر شهرا وستين حسب القانون الجزائري.
- **المدة المتوسطة:** تتراوح بين ثمانية عشر شهرا وسبع سنوات.
- **المدة الطويلة:** تتراوح بين سبع سنوات على الأقل وعشرين سنة على الأكثر.

ت- سعر الفائدة

ان سعر الفائدة هو أجرة المال المقترض أو ثمن استخدام الأموال أو العائد على رأس المال المستثمر وهو عائد الزمن عند اقتراض الأموال مقابل تفضيل السيولة، كما يعرف أيضا على أنه: "أجر كراء النقود يلتزم المقترض بدفعه إلى البنك، مقابل التنازل المؤقت له على السيولة"⁽¹⁾.

و تدخل اعتبارات كثيرة في تحديد معدل الفائدة، فمن وجهة نظر البنك أو المصرف كمؤسسة تجارية، هناك اعتباران أساسيان يدخلان في تحديد مستوى معدل الفائدة على القروض الممنوحة:

- **الاعتبار الأول** هو تكلفة الحصول على الأموال المستعملة في القروض مثل الفوائد الدائنة المدفوعة لأصحاب الودائع، أو معدل إعادة الخصم لدى البنك المركزي في حالة كون الأموال المستعملة متأتية من اللجوء إلى البنك المركزي لإعادة التمويل، أو معدل الفائدة المطبق في السوق النقدية إذا كانت هذه الأخيرة هي مصدر الأموال المستعملة في الإقراض.
- **يتمثل الاعتبار الثاني** في تحديد معدل الفائدة في كل ما يرتبط بطبيعة القرض ومبلغه ومدته وكذلك شخصية المقترض.

ث- الضمانات المطلوبة

عند لجوء المؤسسة إلى طلب القروض البنكية فإنه يتوجب عليها تقديم ضمانات معينة للجهة المقرضة لأجل تخفيض حجم المخاطر المرتبطة بمنح القرض، بالتالي فالضمانات تتمثل في القيم المادية والمعنوية التي يقدمها العميل على شكل رهن في حالة عدم قدرة العميل على التسديد فالمؤسسة المقرضة تأخذ تلك القيم، يمكن تصنيف الضمانات إلى صنفين رئيسيين هما الضمانات الشخصية وهي التعهد الشخصي التي تتمثل في الكفالة والضمان الاحتياطي وكذا الضمانات الحقيقية التي تكون مادية وخاضعة للرهن، عادة ما

(1) الطاهر لطرش، مصدر سبق ذكره، ص 70.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

تكون قيمة الضمانات أكبر من قيمة القرض حيث يبرر الهامش باحتمال انخفاض قيمة الضمان إذا ما اضطر البنك إلى بيعه.

3- أنواع القروض البنكية

تعددت القروض والتسهيلات الائتمانية الممنوحة من قبل البنوك وذلك بسبب تعدد وتنوع حاجات الناس ورغباتهم وتعدد الأنشطة الاقتصادية واتساع حجمها، فأصبحت هذه التسهيلات والقروض تحوي العديد من الأنواع والتقسيمات ذلك حسب معايير مختلفة ومن أهم التصنيفات ما يلي:

أ- تصنيف القروض حسب الآجال

يمكننا تقسيم القروض حسب المدة أو الآجال الممنوحة للمقترضين أو المؤسسات من أجل تسديد الالتزامات التي عليها كما يلي:

• القروض قصيرة الأجل

هي القروض التي لا تتجاوز مدة استحقاقها في الغالب السنة الواحدة، ويتم استخدامها في تمويل النشاط الاستغلالي للمؤسسة وتمثل النسبة الأكبر من القروض التي تمنحها البنوك التجارية، أي أن القرض قصير الأجل هو القرض الذي يقدم إلى المؤسسات من أجل تمويل نشاطها الاستغلالي لكي يعطي للدورة الإنتاجية المرونة اللازمة، كما يطلب للمساهمة في سد العجز في الصندوق (عجز في السيولة)، أو الرغبة في اقتناء أو استبدال تجهيزات أو معدات⁽¹⁾.

• القروض المتوسطة الأجل

توجه القروض متوسطة الأجل لتمويل الاستثمارات التي لا يتجاوز عمر استعمالها سبع (07) سنوات مثل الآلات، المعدات، وسائل النقل وتجهيزات الإنتاج بصفة عامة، ونظرا لطول هذه المدة فإن البنك يكون معرضا لخطر تجميد الأموال ناهيك عن المخاطر الأخرى المتعلقة باحتمالات عدم السداد والتي يمكن أن تحدث تبعا للتغيرات التي يمكن أن تطرأ على مستوى المركز المالي للمقترض⁽²⁾.

• القروض طويلة الأجل

تلجأ المؤسسات في حالة الاستثمارات الطويلة إلى البنوك لتمويل هذه العمليات نظرا للمبالغ الكبيرة التي لا يمكن أن تعبئها لوحدها، كذلك نظرا لمدة الاستثمار وفترات الانتظار الطويلة قبل البدء في الحصول على عوائد، فالقروض طويلة الأجل الموجهة لهذا النوع من الاستثمارات تفوق في الغالب سبع (7) سنوات

⁽¹⁾ Pierre Pissect, (1985): Economie Monétaire et Bancaire, Edition Revue Banque: Paris, France, p17.

⁽²⁾ الطاهر لطرش، مصدر سبق ذكره، ص 74.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

ويمكن أن تمتد أحيانا إلى غاية عشرين (20) سنة وهي توجه لتمويل نوع خاص من الاستثمارات مثل الحصول على عقارات (أراضي، مباني..).

ب- تصنيف القروض بحسب النشاط الممول

يمثل هذا المعيار أنواع القروض الموجهة لتمويل نشاط محدد وتقسّم إلى ما يلي⁽¹⁾:

• القروض الاستهلاكية

مثلا تدل التسمية فإن هذا النوع من القروض يوجه لتمويل الحصول على سلع الاستهلاك الشخصي كتمويل اقتناء السيارات السياحية مثلا، بما أن هذا النوع من القروض موجه أساسا للأفراد فإن تسديده يتم من دخل المقترض.

• القروض الانتاجية

هي عبارة عن مبالغ مالية توجه نحو القطاعات الاقتصادية المختلفة والتي تتمثل في قطاع الصناعة الذي يحتاج إلى مواد أولية وآلات وغيرها من الوسائل الضرورية وكذلك القطاع الزراعي الذي يهدف إلى إشباع رغبات الأفراد عن طريق زيادة الإنتاج، إذ تلجأ المؤسسة إلى طلب المساعدة من البنك بطلب قرض لتمويل محصولها الزراعي وزيادة عوائده، أو لتمويل قطاع التجارة الذي يقتصر مجال تعاملته على التصدير والاستيراد.

• القروض الاستثمارية

يقصد به القرض الممنوح لتحويل المشاريع الاستثمارية وهذا قصد تكوين رأس مال ثابت والذي يبقى في المؤسسة لفترة زمنية طويلة مثل العقارات، الأراضي، المباني... الخ، تمنح القروض الاستثمارية لبنوك الاستثمار وشركات الاستثمار لتمويل اكتتابها في سندات وأسهم جديدة، وتمنح هذه القروض في شكل قروض مستحقة عند الطلب أو لأجل سماسة الأوراق المالية وتمنح أيضا للأفراد لتمويل جزء من مشترياتهم للأوراق المالية.

• القروض التجارية

هي قروض ذات أجل قصير تستخدم في تمويل العمليات التجارية وكذا العمليات الإنتاجية ذات الطابع الموسمي خاصة، حيث تتلاءم هذه القروض مع طبيعة البنوك التجارية كون أن الودائع تحت الطلب تمثل نسبة كبيرة من الموارد المالية لهذه البنوك.

(1) عبد المطلب عبد الحميد، (2000): البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية للنشر: الاسكندرية، مصر، ص ص 113-115.

ت- تصنيف القروض حسب الضمان

• قروض مضمونة

هي القروض التي يقدم مقابل منحها من قبل البنوك ضمانات عينية أو شخصية وبالتالي فهي تنقسم إلى:

- قروض بضمان شخصي: هو ما يعرف كذلك بالكفالة وتمنح دون ضمان عيني بل يعتمد البنك على مكانة المركز المالي للعميل في منحه هذا النوع من القروض.
- قروض بضمان عيني: قد تكون قروض بضمان بضائع أو قروض بضمان أوراق مالية أو أسهم وسندات يشترط فيها أن تكون جيدة وسهلة التداول، أو قروض بضمان كمبيالات وهناك قروض بضمان مستخلصات المقاولين وقروض بضمان وثائق التأمين، تودع لدى البنك لضمان القرض.

• قروض غير مضمونة

يكتفي فيها بوعده المقترض بالدفع إذ لا يقدم عنها أي أصل عيني أو ضمان شخصي للرجوع إليه في حالة عدم الوفاء بالقرض، يمنح هذا النوع من القروض بعد التحقق من المركز الائتماني للعميل ومن قدرته على الوفاء في الوقت المحدد وهذا يتطلب مصادر الوفاء وتحليل قوائم التشغيل والقوائم المالية⁽¹⁾.

ث- تصنيف القروض حسب المقترض

وتنقسم القروض طبقاً لهذا المعيار إلى:

- قروض للأفراد وقروض للشركات والبنوك الأخرى.
- قروض للقطاع الخاص وقروض للحكومة والقطاع العام.
- قروض المستهلكين وقروض للمنتجين وأصحاب الأعمال.
- قروض للعملاء وقروض للآخرين.

يدخل تحت كل نوع تقسيمات فرعية وتقوم التقسيمات أساساً على نوعية ومهنة المقترضين، يفيد في وضع سياسات الإقراض الملائمة التي تحبذ نوعية دون الأخرى بناءً على البيانات التي تتجمع بهذا الخصوص.

⁽¹⁾ محمد صالح حناوي ونهال فريد مصطفى، (2001): أساسيات الإدارة المالية، رسمية قرياقص: الدار الجامعية، الإسكندرية، ص332.

الفرع الثاني: التمويل بالقروض السندية

1- ماهية القروض السندية

يعتبر القرض السندي وسيلة من وسائل التمويل المباشرة، تصدره المؤسسة وتقرحه على الجمهور بواسطة مؤسسات مصرفية مختصة تدعى بنوك الاستثمار، ويقسم القرض السندي إلى أجزاء متساوية القيمة تسمى سندات.

فالسند هو مستند مديونية طويل الأجل تصدره المؤسسات ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق أيضا في معدل فائدة دوري يتمثل في نسبة من القيمة الاسمية، كما للسند أرباحا رأسمالية ويتحمل خسائر وتحدد قيمته الاسمية حسب درجة المخاطرة التي يواجهها حامله، حيث تعتمد هي أيضا على الوضعية المالية للمؤسسة وعلى الظروف الاقتصادية المحيطة وكذلك مستوى أسعار الفائدة في السوق⁽¹⁾.

عند إصدار سندات قد تشترط المؤسسة المصدرة أحقية استدعاء السندات أي إعادة شرائها ويحصل حامل السند في العادة مقابل ذلك على قيمة تفوق القيمة الاسمية، فالفرق يسمى علاوة الاستدعاء (والعكس خصم الاستدعاء) وتلجأ المؤسسات إلى ذلك حتى تستفيد من فرصة انخفاض أسعار الفائدة في السوق فتصدر سندات جديدة بمعدل فائدة أقل تعويضا للسندات السابقة ذات معدل الفائدة المرتفع.

بالتالي فإصدار السندات من طرف المؤسسة الاقتصادية يكون من أجل الحصول على التمويل الازم ويعتبر من أهم أشكال القروض، اذا فهو مصدر تمويلي مهم للمؤسسات الاقتصادية وذلك من خلال المزايا التي يتمتع بها القرض السندي ويختلف بها عن غيره من التمويلات.

2- مزايا وعيوب القروض السندية

تشكل القروض السندية مصدرا تمويليا هاما للمؤسسات الاقتصادية وبالأخص المؤسسات التي لديها قدرة كبيرة على الاقتراض وذلك من خلال المزايا التي تتمتع بها، فالسندات تتميز بخصائص عديدة جعلت منها الوجهة الأولى للتمويل الخارجي للعديد من المؤسسات الاقتصادية، فهي تتميز بأنها أموال اقترض ويوجد لها موعد استحقاق، كما أن الفوائد المترتبة عنها تنزل من الدخل قبل حساب الضريبة وهذا ما منحها العديد من المزايا والايجابيات⁽²⁾. الا أنها وكباقي مصادر التمويل لا تخلو من العيوب التي سوف يتم ذكرها.

(1) منير ابراهيم هندي، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف: الاسكندرية، مصر، ص 25.

(2) طارق الحاج، مصدر سبق ذكره، ص 118.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

أ- مزايا التمويل بالقروض السندية

يتميز الاقتراض الطويل الأجل عن طريق السندات ببعض المزايا التي تشجع المؤسسات على استخدامه، يمكن أن نذكر ما يلي⁽¹⁾:

- يعتبر التمويل بالسندات أقل تكلفة من التمويل بالأسهم، بسبب الوفورات الضريبية التي تنتج عنه وكذلك بسبب تعرض المقترضين لمخاطر أقل نسبياً من حملة الأسهم.
- في أغلب الأحيان لا يحق لحملة السندات المشاركة في الإدارة، هذا ما يعطي مرونة أكبر لعمل الإدارة والمسيرين.
- إن تكلفة السندات محددة مسبقاً وبالتالي فحاملوها لا يشاركون أصحاب المؤسسة في الأرباح العالية التي من الممكن أن تحققها.
- ضخامة المبالغ التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها عن طريق القروض السندية والتي يصعب على الجهاز المصرفي توفيرها.
- تمثل تكلفة السندات عبئاً فتخصص مثل باقي الأعباء قبل تحديد الربح الإجمالي الخاضع للضريبة مما يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي.
- السندات محددة المدة، القيمة والفائدة لذا فالمؤسسة عليها توقع الاحتياطي لاهلاكها مما يجعلها من مصادر التمويل المرنة التأثير على هيكل التمويل.
- إمكانية الاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي.

ب- عيوب التمويل بالقروض السندية

- عدم تمكن المؤسسة من تسديد قيمة السند أو حتى الفوائد قد يعرضها للإفلاس.
- إن ثبات تكلفة السندات قد يشكل خطراً على المؤسسة عند تذبذب الأرباح وتصبح المؤسسة غير قادرة على دفع هذه التكلفة.
- طالما أن السندات طويلة الأجل هي التزام لفترة طويلة، بالتالي فهي تتضمن مخاطرة نتيجة إمكانية تغيير التوقعات والخطط التي أصدرت من أجلها القروض السندية.
- إذا تعرضت المؤسسة إلى ضائقة مالية فإن دفع المؤسسة لمستحققاتها اتجاه حملة السندات يقلل من إيرادات حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم في السوق المالية.

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي، (1998): الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف: الإسكندرية، مصر، ص 26.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

- التشريعات المالية في الكثير من الأنظمة الاقتصادية تفرض نسبة معينة بين إجمالي الأموال الخاصة (حق الملكية) وكذا إجمالي الديون، بالتالي تحد من مقدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض عن طريق اصدار السندات حماية لأموال المساهمين.

المطلب الثالث: التمويل عن طريق المصادر المتخصصة

بعد التطرق إلى مصادر التمويل التقليدي فإنه قد ظهرت في الفترة الأخيرة من القرن العشرين بعض أوجه التمويل التي أصبحت تعتمد عليها المؤسسات بغرض الحد من بعض المخاطر التي كانت تواجهها كمخاطر التقادم التكنولوجي ومخاطر التخلف، سوف يتم التطرق الى الاستئجار التمويلي وكذا الفاكترينغ.

الفرع الأول: التمويل التأجيري

بإمكان المؤسسات أن تحصل على الخدمات التي يقدمها أصل ثابت من دون أن تشتري هذا الأصل، حيث يكون ذلك عن طريق استئجار هذا الأصل لفترة زمنية محددة مقابل دفعات إيجار ثابتة تدفع دورياً، حيث أنه أصبح من الممكن استئجار أنواع مختلفة من الآليات، الآلات والتجهيزات وتشمل في مجال النقل الطائرات، السفن، القاطرات، الشاحنات والسيارات. وكذلك في مجال الآلات الصناعية يمكن استئجار تجهيزات لمعامل توليد الطاقة وتجهيزات التنقيب والتعدين، أو حتى تجهيزات الاعلام الآلي والكمبيوتر.

1- التأجير التشغيلي

يتمثل عقد الاستئجار التشغيلي في تقديم التجهيزات وضمان خدمات الصيانة الى المستأجر، لذلك فإنه أحياناً يدعى بعقد استئجار الخدمات وتعتبر السيارات والشاحنات والكمبيوتر في عداد التجهيزات التي يمكن الحصول على خدماتها بهذا العقد من الاستئجار. تستدعي مثل هذه العقود أن يقوم المؤجر بتقديم خدمات الصيانة للتجهيزات والتي تكون تكلفتها اما محسوبة في الدفعات الدورية، أو يتم التعاقد عليها بشكل منفصل⁽¹⁾.

يتميز الاستئجار التشغيلي بالعديد من الخصائص التي تجعل منه مصدراً تمويلياً جيداً للمؤسسات، نذكر من هذه الخصائص ما يلي:

- تمنح عقود الاستئجار التشغيلي عادة المؤسسة المستأجرة الحق في إلغاء العقد وإرجاع الأصل إلى المؤجر قبل نهاية مدة العقد الأساسية، من الواضح أن هذه الميزة مهمة جداً للمؤسسة المستأجرة لأنها تستطيع إعادة الأصل إلى المؤجر في حالة ظهور أصل آخر له ميزة تكنولوجية أكثر تقدماً، أو عندما لم تعد بحاجة إلى الأصل.

(1) أحمد بوراس، مصدر سبق ذكره، ص ص 102-103.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

- يستمر هذا النوع من الاستئجار لفترة زمنية قصيرة نسبيا تكون عادة أقل من الحياة الإنتاجية للأصول، بالتالي فإن قيمة الاستئجار لا تغطي تكلفة الأصل ومن ثم يتوقع مالك الأصل استعادة قيمة الاستثمارات الموظفة في هذا الأصل من خلال تكرار عمليات التأجير إما لنفس المؤسسة أو لمؤسسات أخرى.

2- التأجير التمويلي

الاستئجار التمويلي هو عقد الاستئجار الذي لا يتضمن خدمات الصيانة ولا يمكن إلغاؤه من قبل المستأجر، كما أنه يتطلب اطفاء كامل لقيمة الأصل خلال فترة العقد لذلك يسمى أيضا باستئجار رأسمالي، أي أن مجموع دفعات الإيجار يجب أن تغطي كامل تكلفة الأصل على المؤجر وتحقق له عائد مناسب على رأس ماله المستثمر، فيكون هذا التمويل كالاتي⁽¹⁾:

- تختار المؤسسة الأصل التي هي بحاجة إلى استخدامه وتتفاوض مع صانع أو مورد هذا الأصل على قيمة شرائه وشروط تسليمه.
- تتصل المؤسسة ببنك (أو شركة مؤجرة) وتتفق معه بعقد على أن يشتري البنك هذا الأصل من المورد وأن يؤجره للشركة مباشرة وبهذا الشكل تحصل الشركة على الأصل وتقوم بدفع الإيجار إلى البنك على دفعات متساوية وفي فترات متتالية تساوي في مجموعها قيمة شراء الأصل بكامله بالإضافة إلى عائد معين لاستثمار البنك كمؤجر، كما أن للشركة المستأجرة حق الخيار في تجديد عقد الاستئجار ثانية (بعد انتهاء مدة الاستئجار الأساسية) بإيجار منخفض، لكن لا يحق للشركة إلغاء العقد الأساسي قبل دفع مجمل التزامها (أي مجمل قيمة شراء الأصل بالإضافة إلى عائد للبنك). بالتالي يمكننا اجمال الأشكال التي يتخذها هذا النوع من عقود التمويل التأجيري في ما يلي:

أ- البيع وإعادة الاستئجار

يعتبر من أهم أنواع التأجير التمويلي وهو يتطلب اطفاء كامل لقيمة الأصل ويكون هذا العقد عندما تملك مؤسسة أرضا أو عقارا أو تجهيزات معينة وتقوم ببيعها الى مؤسسة تمويلية، في نفس الوقت يتم الاتفاق على استئجار هذا الأصل لفترة زمنية معينة وبشروط محددة وقد تكون المؤسسة التمويلية بنكا تجاريا أو شركة تأجير. تدفع المؤسسة التمويلية الى الشركة البائعة (المستأجرة) القيمة السوقية للأصل المتفق عليه، أما المدفوعات التي يتضمنها اتفاق الاستئجار فيجب أن تكفي لتعويض المؤسسة المؤجرة عن قيمة الأصل بالكامل مضافا إليها عائد مناسب.

⁽¹⁾ Richard A.Brealy et Stewart C.Myers, (1997): Principes de Gestion Financière des Entreprises, 5^{ème} Edition, Éditions International: Paris, France, p792.

ب- الاستئجار المباشر

يمنح هذا النوع من الاستئجار المؤسسة فرصة الحصول على أصل جديد لا تملكه وكذا على التمويل الازم للحصول على هذا الأصل، حيث تقوم المؤسسة باستئجار أصل جديد يتم الحصول عليه عادة من الشركة المنتجة أو الصانعة أو من بعض الوسطاء كالشركات المتخصصة في عمليات تأجير الأصول، التي تقوم بشراء الأصل من الشركة الصانعة ثم تقوم بتأجيره للمؤسسة (المستأجرة) مقابل اطفاء كامل قيمة الأصل في الفترة المتفق عليها وكذا تحقيق عائد مناسب للمؤسسة التمويلية.

ت- الاستئجار المقرون برافعة تمويل

يمثل النوع الثالث من أنواع الاستئجار التمويلي وهو يستخدم في حالة الأصول ذات القيمة الرأسمالية الكبيرة، هذا النوع من الاستئجار لا يختلف عن أي نوع آخر من أنواع الاستئجار التمويلي وذلك من وجهة نظر المستأجر، أما من وجهة نظر المؤجر فإنه يقوم بتمويل عملية شراء الأصل الذي سوف يتم تأجيره للغير من مصدرين هما، المصدر الأول يتمثل في أموال الملكية الخاصة به والمصدر الثاني يتمثل في الحصول على قرض مصرفي طويل الأجل مرهون بضمان الأصل محل الاتفاق.

3- أسباب اللجوء الى الاستئجار

هناك عدة عوامل وظروف تدفع المؤسسة وتساعد على اللجوء الى الاستئجار كبديل تمويلي من أهمها⁽¹⁾:

- مقابلة الاحتياجات المؤقتة حيث تحتاج المؤسسات أحيانا إلى معدات وأصول معنية لأجل نشاط عرضي مثل آلة الحفر أو السيارة، فبدل الشراء تؤجرها لأنها لن تحتاجها مرة أخرى.
- إمكانية إنهاء الاستئجار حيث تزداد أهمية هذا الشرط في حالة المعدات التي تتميز بالتطور السريع كالحسابات الآلية حيث يتم نقل مخاطر التقادم من المستأجر إلى المؤجر.
- المزايا الضريبية حيث يحقق كل من المستأجر والمؤجر مزايا الضريبة كنتيجة لعملية الاستئجار حيث أن أقساط الإيجار تعتبر مثلها مثل الفائدة على القروض من التكاليف التي تخصم من الإيراد قبل سداد الضريبة.
- الاحتفاظ برأس المال حيث أن الاستئجار يمكن المؤسسة من الاحتفاظ بأموالها واستخدامها في استثمارات بديلة طالما أنها تحصل على خدمات الأصل الذي تحتاج إليها دون الحاجة إلى شرائه.

⁽¹⁾ بالمقدم مصطفى، بن عاتق حنان وصاري زهيرة، (2005): التمويل عن طريق الإيجار كاستراتيجية لتغيير العمل المصرفي، المؤتمر العلمي الرابع الريادة والابداع: استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، المنعقد يومي 15-16 مارس، كلية العلوم الادارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن، ص7-12.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

- هذا بالإضافة الى أنه باعتبار القرض الإيجاري وسيلة لتمويل المشروعات الإنتاجية في مختلف الأنشطة الاقتصادية، فإنه يحقق مزايا كبيرة بالنسبة للمؤسسة المستأجرة نذكر منها:
- يمكن المؤسسة المستأجرة من حيافة الأصول اللازمة لنشاطها دون الحاجة إلى تجميد جزء كبير من أموالها إن هي قامت بشرائها، مما يتيح لها سيولة أكبر تستخدمها في أوجه أخرى.
 - عدم تأثر المؤسسة المستأجرة التي تلجأ إليه بعوامل التضخم قصيرة الأجل، حيث يتم الاتفاق بشروط محددة ثابتة لمدة طويلة.
 - التمويل الكلي للاستثمار ونقصد به ضمان تمويل هذا الاستثمار بنسبة 100% دون مساهمة المؤسسة المستأجرة بأموالها الخاصة، هذا لا يوجد عادة في أساليب التمويل الأخرى.
 - سرعة وسهولة الحصول على هذا التمويل بحيث يستغرق مدة لا تفوق 15 يوما للإجابة على الطلب وتحقيق العقد، أما في حالة قرض كلاسيكي فسيستغرق ذلك وقتا طويلا.
 - الأقساط الإيجارية قابلة للخصم بما أنها تدفع من قبل المستأجر إلى المؤسسة مانحة القرض الإيجاري فهي تعتبر كأعباء استغلال، يمكن خصمها كاملة من النتيجة الخاضعة للضريبة.

الفرع الثاني: التمويل عن طريق تحويل عقد الفاتورة

1- ماهية عقد تحويل الفاتورة

تعتبر هذه العملية أداة من أدوات التمويل وهي عبارة عن عملية شراء أو خصم الذمم، حيث تقوم مؤسسة مالية متخصصة أو إحدى البنوك التجارية التي تتوفر لديها هذه الخدمة، بشراء حسابات أوراق القبض والحقوق الموجودة بحسابات المؤسسة التي تتراوح مدتها بين الشهر والأربع شهور، بالتالي فهذه العملية توفر وتتيح للمؤسسة نقدية جاهزة ومستمرة دون الحاجة الى انتظار تواريخ الاستحقاق وتحصيل ديونها من العملاء والمدينين.

أ- تعريف عقد تحويل الفاتورة (الفاكتورينغ)

لقد اختلفت التعاريف وتنوعت الشيء الذي لم يعطي تعريفاً موحد وشاملاً لمفهوم تحويل عقد الفاتورة، حيث عرفته الغرفة التجارية الوطنية للمستشارين الماليين بفرنسا على أنه: "تحويل للحقوق التجارية من مالكيها للوكيل أو الوسيط الذي يتحمل مهمة تحصيلها و ضمان الوفاء النهائي في حالة الاعسار المؤقت أو النهائي للمدين مقابل عمولات هذا التدخل"⁽¹⁾.

(1) أحمد بوراس، مصدر سبق ذكره، ص 111.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

كما عرف على أنه مجموع الخدمات التي تقدمها مؤسسة متخصصة للأشخاص أو المؤسسات الراغبة في توكيلها لإدارة حقوقها والحصول على اعتمادات قصيرة الأجل.

كما يمكن تعريف عقد تحويل الفاتورة على أنه أسلوب تحصيل وضمان خطر عدم الوفاء وتمويل عن طريق عملية تحويل الحقوق.

أما المشرع الجزائري فقد عرفه كالاتي: "عقد تحل بمقتضاه شركة متخصصة تسمى (الوسيط) محل زبونها المسمى (المنتمي) عندما تسدد فوراً لهذا الأخير المبلغ التام لفاتورة لأجل محدد ناتج عن عقد وتتكفل بعبء عدم التسديد وذلك مقابل أجر".

ب- أطراف عقد تحويل الفاتورة

تتطلب عملية تحويل عقد الفاتورة وجود ثلاثة أطراف تنشأ فيما بينها علاقة تجارية ناجمة عن العقد الذي يكون بينهم، حيث لا يمكن أن تنطبق هذه العملية بخلاف هذه القاعدة لأن لكل طرف دوره في العقد فالأول مصنع والثاني مدين والثالث ممول، تتمثل الأطراف فيما يلي:

- **الطرف الأول:** وهو التاجر أو الصانع أو الموزع لسلعة ما وهو الطرف الذي يكون في حوزته حسابات وأوراق القبض والعملاء المدينة التي يبيعها للمؤسسة التمويلية المتخصصة "الفاكتور".
- **الطرف الثاني:** وهو عميل الطرف الأول، أي الشخص الذي اشترى السلع من الطرف الأول ولم يدفع ثمنها فوراً بل تعهد بتسديدها في أجل لاحق.
- **الطرف الثالث:** وهو عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة أو تلك الإدارة المختصة في البنك التجاري التي يعهد لها بهذا النشاط و تسمى الفاكطور.

2- تنفيذ عقد تحويل الفاتورة

ان هذا العقد بالنظر الى خصوصيته يتطلب اجراءات معينة وخطوات يقوم بها كل من العميل والمورد بالإضافة الى الفاكطور، فالعميل يقوم بتقديم طلبية للمورد كأول خطوة والذي يقوم بدوره ببيع المنتج أو السلعة الى العميل، من ثم التوقيع على مستندات المديونية بقيمة هذه المشتريات. وبعدها يكون الاتفاق بين المورد والفاكتور بشأن دفع نسبة معينة من قيمة هذه المستندات مقابل عمولة، في الأخير يدفع العميل قيمة هذه المستندات الى الفاكطور بدل من المورد.

أ- كيفية تنفيذ العقد

يبدأ طلب خدمات الفاكطورينغ بتحرير استمارة من المنتج أو المورد يتقدم بها الى الفاكطور، والتي يبين فيها نشاطه، رقم أعماله ونوع الخدمة التي يطلبها، بالإضافة الى ثلاث تقارير مالية سنوية وكذا قائمة بأسماء

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

العملاء الذين يتعامل معهم. اما الفاكتر فيقوم بالتدقيق والتأكد من صحة المعلومات المقدمة اليه والتي على ضوءها يقرر بقبول أو رفض العقد وكذا نوع الخدمة التي يمكنه تقديمها، فاذا اتضح أن معظم العملاء أو كل العملاء لديهم سجل جيد في التسديد والدفع في الآجال المحددة فانه يقر بمنح كل أو جزء من الخدمات، أو أن يختار عملاء محددين أو قطاع معين أي أن للعميل الحق في اختيار العملاء المناسبين لهذه العملية.

ب- مراحل تنفيذ العقد

تمر عملية التمويل عن طريق الفاكترينغ بمجموعة من المراحل التي يمكن تلخيصها فيما يلي⁽¹⁾:

- بعد أن يتم الاتفاق بين البائع تاجرا كان أو منتجا وبين مشتري السلعة على التفاصيل المتعلقة على الصفقة وقيمتها وموعدها، يقوم البائع بعد تسليم البضاعة للمشتري بإرسال الفواتير الى الفاكتر وليس الى المشتري كما هو معتاد.
- تقوم ادارة الائتمان لدى الفاكتر بفحص حسابات القبض المعروض عليها شرائها فحفا دقيقا قبل قبولها، فاذا ما تمت الموافقة عليها يقوم الفاكتر بشراء فواتير البيع هذه ثم اخطار المدينين بأنه أصبح حائزا على هذه الفواتير وأنه يتعين عليهم سداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق اليه مباشرة.
- يقوم الفاكتر بسداد نسبة من قيمة الفواتير قد تصل الى 80% الى البائع دون انتظار مواعيد استحقاق هذه الفواتير والتي تتراوح مدتها بين 30 و 120 يوما.
- في موعد استحقاق الفاتورة يقوم الفاكتر بتحصيل كامل قيمتها من المدين أو المشتري، بعد ذلك يقوم بتسديد المتبقي من 20% الى البائع بعد خصم المصاريف والعمولات المستحقة للفاكتر بالإضافة الى سعر الفائدة على المبلغ المتمثل في 80% من قيمة الفواتير المقبولة للفترة الممتدة من تاريخ قبول الفاتورة الى تاريخ التحصيل من المشتري مقابل الخدمة التمويلية.

3- خدمات عقد تحويل الفاتورة

ان التمويل عن طريق عقد تحويل الفاتورة يمنح للمؤسسة ويقدم لها عدة خدمات متنوعة نذكر منها:

- توفير التمويل اللازم للمورد أو المصدر الذي باع حسابات القبض والذمم إلى الفاكتر الذي يسمح له بسحب مبلغ نقدي قبل حلول موعد استحقاق هذه الحسابات، ذلك بعد استيفاء نسبة خصم معينة تتمثل في الفائدة التي يتراوح سعرها ما بين 2% و 3% أكبر من سعر الفائدة الأساسي أو التفضيلي، هذا بالإضافة إلى عمولة يتفق عليها لمواجهة المخاطر التجارية.

(1) أحمد بوراس، مصدر سبق ذكره، ص 115.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

- توفير الحماية الائتمانية للمورد عن طريق تحمل عبء المخاطر التجارية الناجمة عن عدم سداد مدينه للفواتير وبذلك يعفيه من عمل مخصصات للديون المشكوك فيها.
- إمساك وإدارة دفاتر المبيعات الآجلة للمورد ومتابعة قيد الفواتير الواردة وإرسالها للمشتريين مع كشف حساباتهم، ثم القيام بأعمال التحصيل لمستحقاته لدى الغير في تواريخ استحقاقها ومتابعة تحصيلها في حالات التأخر عن الوفاء.
- يقوم الفاكتر بعمليات التقييم الائتماني لمديني المورد ومن أجل تحقيق ذلك فهو يتوفر على موظفين ذوي مستوى عال من الخبرة والمؤهلات للقيام بمثل هذه الأعمال، التي تبنى عليها قرارات قبول أو رفض بعض الحسابات المعروضة للبيع في وقت عرضها.
- يقوم الفاكتر كذلك بإعداد البيانات الإحصائية الخاصة بالمبيعات ومديني المورد ونسبة التحصيل وكذا الديون المشكوك فيها، حيث بقيام الفاكتر بهذه الخدمة فإنه يرفع من على كاهل المورد عبء مباشرة هذه الأمور الإدارية والتكلفة المتعلقة بها، الأمر الذي يجعله يركز كل اهتماماته على جوانب أخرى من نشاطه.

المبحث الثالث: الهيكل التمويلي في المؤسسة

ان مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة عديدة ومختلفة الخصائص كما تم التعرض له في المبحث السابق، بالتالي فان المؤسسة وادارتها المالية تبحث عن توفير الموارد المالية اللازمة والضرورية بأقل تكلفة ممكنة وكذلك في الوقت المناسب، لأن التكلفة تتبع طبيعة المصادر المكونة للهيكل المالي للمؤسسة فانه يتوجب عليها الاهتمام أكثر بقرار اختيار هذا الهيكل وكذا التخطيط الجيد.

المطلب الأول: ماهية الهيكل المالي للمؤسسة

الهيكل المالي يعتبر بمثابة الخطة المالية والتي تؤثر بشكل كبير على تحقيق الأهداف ونجاح سياسة المؤسسة، فعملية التعرف على مصادر التمويل المختلفة مهمة بالنسبة للمؤسسة لكن الأمر لا يتوقف عند هذا الحد، فظنرا للتداخل بين مختلف القرارات التمويلية والاستثمارية يترتب على المؤسسة أن تحاول بقدر المستطاع أن تحصل على مختلف المصادر التمويلية لتمويل استثماراتها بأفضل شروط ممكنة، هذا محاولة منها بناء الهيكل المالي الأنسب لها بما يتماشى وأهدافها المسطرة وقدراتها، لذا يعتبر الهيكل المالي أحد التحديات التي تواجه المؤسسة من أجل وضع التوليفة الأمثل من مصادر التمويل طويلة الأجل مثل السندات والقروض وكذا حقوق الملكية من احتياطات وأرباح محتجزة.

الفرع الأول: مفهوم الهيكل المالي وأهميته

1- مفهوم الهيكل المالي

يقصد بالهيكل المالي بصفة عامة أنه مختلف أنواع وأشكال التمويل من أموال الملكية وأموال الاقتراض الدائمة والمؤقتة قصيرة الأجل منها وطويلة الأجل⁽¹⁾.

يعرف الهيكل المالي بأنه: " ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عنه أقل تكلفة ممكنة"⁽²⁾.

كما يمكن تعريفه على أنه: "توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل التي تم اختيارها من قبل المؤسسة لتغطية استثماراتها وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية العمومية"⁽³⁾.

الهيكل المالي يتخذ شكل جدول يتكون من جزئين مركبين، الجزء الأول هو الاحتياجات المالية المختلفة للمؤسسة والتي تنتج عن مختلف عملياتها واستثماراتها، فهي الاحتياجات التي على أساسها يتم

⁽¹⁾ دادن عبد الوهاب، (2006): تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الاسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 4، ورقلة، الجزائر، ص107.

⁽²⁾ عبد العزيز النجار، (2007): أساسيات الادارة المالية، المكتب العربي الحديث: الاسكندرية، مصر، ص393.

⁽³⁾ Eric Stephany, op.cit, p131.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

تكوين الجزء الثاني للجدول والذي يتمثل في الموارد والمصادر المختلفة التي سوف تستخدمها الإدارة المالية من أجل تغطية حاجاتها المالية.

إن يمكننا اجمال تعريف الهيكل المالي في المفهوم التالي: هو عبارة عن الخليط من الأموال التي تستعملها المؤسسة في تمويل مختلف استثماراتها، والتي تتمثل في جميع أشكال وأنواع التمويل من أموال ملكية إلى الديون القصيرة والطويلة الأجل والتي تم الحصول عليها في ظل أفضل الشروط، هذا إضافة إلى تكلفة دنيا ناتجة عن استخدام هذه الأموال لأن تكلفة الأموال تستخدم للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، فالمؤسسة تسعى للوصول إلى هيكل مالي مثالي والذي يمكنها من الوصول إلى تحقيق هدفها المتمثل في تعظيم قيمتها.

عندما نتحدث عن الهيكل المالي للمؤسسة أو الهيكل التمويلي، فنحن بالتأكيد نقصد به المصادر التمويلية المختلفة التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل أصولها المختلفة، لذا يجب أن نفرقه عن مفهوم هيكل رأس المال الذي يعتبر جزء من الهيكل المالي والذي نقصد به التمويل الدائم للمؤسسة. والذي يتكون عادة من مصادر التمويل طويلة الأجل التي تمثل التمويل الدائم للمؤسسة والمكونة أساسا من أموال الملكية إضافة إلى الديون طويلة الأجل.

2- أهمية الهيكل المالي

بالحديث عن أهمية الهيكل المالي فنحن نقصد بالطبع أهمية تحديد الهيكل التمويلي المناسب من مختلف المصادر المتاحة للمؤسسة، فهي تعمل على تحقيق أفضل هيكل مالي بفضل التخطيط السليم ومراعاة كافة العوامل المحددة له والأطراف الفاعلة، حيث يكتسي تحديد الهيكل التمويلي للمؤسسة أهمية كبيرة بالنظر لدوره الفاعل في تعظيم قيمتها وعدم الاضرار بمصالح الملاك، تحقيق مردودية مقبولة ومعتبرة للمؤسسة مع تخفيض التكاليف الناجمة عن مصادر التمويل الممثلة للمزيج التمويلي⁽¹⁾.

فهيكال التمويل الأمثل يخلق التوازن بين العوائد والأرباح وكذا المخاطر الناجمة عن استخدام المصادر التمويلية المختلفة فيه، فهو يمثل الجانب الأيسر من الميزانية العامة للمؤسسة ويعبر عن تركيز أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول المتمثلة في الجانب الأيمن للميزانية من مصادر متعددة داخلية وخارجية⁽²⁾.

(1) مصطفى الشامي، (1996): تحليل الهيكل التمويلي وتحديد القيمة العادلة للمؤسسة لتحقيق أهداف الخصخصة: دراسة نظرية تطبيقية، المجلة

العلمية للتجارة والتمويل، العدد 2، كلية التجارة، جامعة طنطا، ص 7.

(2) Éric Molay, (2005): La Structure Financière du Capital: Tests Empiriques sur le Marché Français, Finance Contrôle Stratégie, Vol 8, n° 4, Université Paris Dauphine, France, p154.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

بالتالي فأهمية الهيكل التمويلي تمر عبر محاولة المؤسسة تقليص تكلفة التمويل الى أدنى مستوى ممكن وفي اطار قدرتها على مواجهة المخاطر الناتجة عن استغلال هذه الأموال، هذا من أجل تعظيم كل من قيمة المؤسسة وحقوق الملاك، حيث أن التخطيط الأمثل للهيكل المالي يمكن المؤسسات من الوصول الى الاستخدام الأمثل لأموالها وهذا ما يمكنها من المواجهة والتكيف بسهولة مع الظروف المتغيرة⁽¹⁾.

يمكننا القول أن تحديد الهيكل المالي المناسب للمؤسسة ليس فقط من أجل معرفة طرق ومصادر الأموال وأين ستوجه فقط، انما يتعداه الى أبعد من ذلك فتخطيط الهيكل المالي يعتبر من العمليات الهامة التي تقوم بها الادارة المالية، بالتالي فهو يدخل في عملية التخطيط الكلية للمؤسسة ويحظى بدرجة كبيرة من الاهتمام، بالنظر الى دوره وأهميته في توجيه أموال المؤسسة والمساهمة في تحقيق الاهداف المسطرة من خلال تحقيق التوازن بين كل العوامل المؤثرة فيه بطريقة مناسبة، كذا الأخذ بعين الاعتبار مصالح جميع الأطراف داخل المؤسسة من ملاك وحملة أسهم وكذا عاملين وموظفين.

وباعتبار المؤسسة مركزا للقرار فإنها تقوم بإرساء جملة من القرارات المالية لغرض المفاضلة بينها، من أجل احداث نوع من المزيج المالي من أجل توجيه مختلف الموارد المالية الى استخدامات ذات مردودية، هنا تبرز كذلك أهمية الهيكل المالي من خلال تحقيقه الربحية والسيولة والمرونة وبالتالي ضمان تحقيق التوازن بين العائد والمخاطر.

الفرع الثاني: بناء الهيكل المالي

ان الهيكل التمويلي يتكون من جزئين أحدهما يتكون من مجموع النفقات المتعلقة بالاستثمارات المخططة، أما الآخر يتكون من وسائل ومصادر التمويل التي يتم وضعها لتغطية النفقات، وهذا في أفق يمتد من 3 الى 5 سنوات، وهو هيكل يعتمد على معلومات ومعطيات سابقة للمؤسسة ويتم بناءه بطريقة تنبئية بالاعتماد على خيارات التمويل وسياسة المؤسسة المالية.

1- الاحتياجات المالية للمؤسسة

نقصد بالاحتياجات المالية كل النفقات الناجمة عن مزاوله المؤسسة لنشاطها سواء ما تعلق بالاستثمارات أو التوسع أو زيادة نشاط المؤسسة وتخصصاتها كما ذكر سابقا، بالتالي فالمؤسسة تسعى الى تغطية هذه النفقات من خلال تكوين هيكل مالي مناسب يمكن من سد احتياجاتها المختلفة والتي يمكن حصرها فيما يلي⁽²⁾:

(1) سمير محمد عبد العزيز، (1997): اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة الاشعاع للطباعة والنشر والتوزيع: الاسكندرية، مصر، ص213.

(2) Eric Stephany, op.cit, pp141-142.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

أ- الأرصدة الغير مسددة من الهياكل السابقة

ان تكوين هيكل تمويلي جديد لا يجب أن يقطع استمرارية حياة المؤسسة، أي أن الهيكل يجب أن يأخذ على عاتقه بالضرورة نفقات معينة ناجمة عن القرارات السابقة أي في الهياكل المكونة في السابق.

ب- احتياجات الاستثمار

تتعلق بمبلغ تقريبي لجميع النفقات المتعلقة بالاستثمارات واختياراتها، فتقييم المبلغ الاجمالي يجب أن يكون بدقة كبيرة تجنباً لتجاوز الميزانية التي تحط من النقدية الحالية للمؤسسة، هذا لأن عادة في الواقع ما تكون الاستثمارات متزايدة وقد تفوق المتوقع والمخطط له.

ت- احتياجات ثانوية لتمويل دورة الاستغلال

لأجل انتاج وبيع المزيد فالمؤسسة مطالبة بزيادة نمو المخزونات بالإضافة الى الحجم الاجمالي للائتمان الممنوح للعملاء حتى ولو لم يتم تنفيذ تواريخ الدفع، بالتالي تظهر الاحتياجات الثانوية للتمويل والتي تعوض جزئياً فقط عن طريق زيادة حجم مقدمي الائتمان، بالتالي يجب أن تغطي بمصادر تمويل. ويتم تقييمها عادة اما بطريقة الخبراء المحاسبية أو عن طريق نسب الاحتياج لرأس المال العامل.

ث- احتياجات تسديد القروض

بالنسبة للحصول على القروض قبل البدء في تكوين هيكل التمويل، يجب الرجوع الى جدول الاهتلاكات واطفاء العقود لأن الفوائد لا تظهر في هذه الحالة. فتسجيل القروض الجديدة يمكن أن تتغير أثناء وضع خطط تمويل تقوم على الافتراضات وخيارات التمويل وكذا التوظيف، بالتالي فهي احتياجات تؤثر على مصادر التمويل التي سيتم اعتمادها.

ج- التوزيعات النقدية

لا تتعلق أساساً بالاستثمار وانما هي تتعلق بتخصيص موارد التمويل الذاتي للمؤسسة، من خلال دفع التوزيعات النقدية للمساهمين وكذلك تشمل دفع أرباح الأسهم لملاكها، فهي تعتبر احتياجات مالية دائمة للمؤسسة.

2- الموارد التمويلية للمؤسسة

وهي التي تمثل الجزء الثاني من الجدول المكون لهيكل تمويل المؤسسة، فهي الموارد التي سوف تستخدمها المؤسسة وتمكنها من تغطية وسد الاحتياجات المالية السابقة الذكر، بالتالي تكوين هيكل مالي أمثل وقد تم التعرض اليها بالتفصيل سابقاً ويمكن حصرها فيما يلي:

أ- مصادر داخلية

نقصد بالتمويل الداخلي الموارد التي تحصل عليها المؤسسة بطريقة ذاتية وآلية دون اللجوء الى الخارج، أي أن مصدرها ناتج عن دورة استغلال المؤسسة، تتمثل أساسا في جزئين رئيسيين وهما التمويل الذاتي من جهة أولى وكذا استبعادات الأصول الثابتة من جهة أخرى.

ب- مصادر خارجية

نقصد بها الموارد التي يكون مصدرها خارجي سواء كان بنكا أو مؤسسة مالية أو مساهمين على شكل أسهم، فهي المصادر التي تتوجه اليها المؤسسة لتغطية وسد النقص في تغطية الاحتياجات المالية التي لم تكفي المصادر الداخلية أو التمويل الداخلي من تغطيتها، تتمثل هذه المصادر في القروض المختلفة سواء بنكية أو سندية، وكذا الأسهم واعانات الدولة.

3- خطوات بناء الهيكل المالي

بعد أن تطرقنا الى مفهوم ومكونات الهيكل المالي يجب أن نتطرق الى خطوات تكوين أو بناء هذا الهيكل من طرف المؤسسة من أجل الوصول الى تحقيق التوازن بين احتياجات المؤسسة والمواد المتاحة لها من جهة أولى، كذا التوازن بين المصادر التمويلية المختلفة واستخدامها في الهيكل من جهة أخرى. فالهيكل التمويلي يتكون ويبنى في الغالب في ثلاث مراحل متتالية تأتي كما يلي⁽¹⁾:

أ- الخطوة الأولى

كمرحلة بداية تقوم الادارة المالية داخل المؤسسة بعملية التوقع فيما يخص الاستثمارات وأنشطة المؤسسة المختلفة بالتالي تحديد التوقعات والتنبؤات المستقبلية، من خلال التوقعات التي وضعت يتم تحديد وبدقة كبيرة الى أبعد حد الاحتياجات المالية المختلفة للمؤسسة التي سوف يتم تمويلها، بعد ذلك يتم وضع وتحديد الموارد أو المصادر التمويلية التي سوف تستخدم لسد وتغطية تلك الاحتياجات.

ب- الخطوة الثانية

في غالب الأحيان وبعد بداية تكوين الهيكل التمويلي وتحديد كل من الاحتياجات والموارد، تكون هناك حالة من عدم التوازن ولذلك وكخطوة ثانية يتم البحث ومحاولة تحقيق التوازن وذلك من خلال توفير موارد جديدة من أجل تغطية النقص الموجود في تغطية الاحتياجات المحددة في الهيكل المالي. وبالتالي يتم حشد كل الموارد المالية والقدرات التمويلية وقد تلجأ حتى عن التنازل عن بعض الاستثمارات خاصة اذا كان الهيكل مليء بالاستثمارات المتوقعة.

⁽¹⁾ Eric Stephany, op.cit, p143.

ت- الخطوة الثالثة

كمرحلة أخيرة تحاول الإدارة المالية أن تأقلم الهيكل التمويلي مع الآثار المترتبة عن إضافة موارد مالية جديدة والتي تمت اضافتها من أجل تحقيق التوازن، بالتالي انشاء هيكل تمويلي جيد ومرن بما فيه الكفاية للتأقلم مع المتغيرات المختلفة.

المطلب الثاني: القرارات المالية والهيكل المالي المناسب

ترتكز السياسة المالية للمؤسسة على القرارات المالية التي تتخذها ادارتها المالية وهذا طبعاً بالتوافق مع سياستها العامة المتبعة وهذا بتدرج الأولويات وانتقاء القرارات وكذا تحديد الأهداف، من بين أهم هذه القرارات هو اختيار الهيكل التمويلي المناسب وجعله قابل للتغيير المستمر وبالتالي تنوع الوسائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، من جهة أخرى فان هناك مجموعة من المتعاملين الاقتصاديين وكذا مساهمين ودائنين الذين يؤثرون بقراراتهم على قرار التمويل بشكل مباشر أو غير مباشر، لذا وجب تحديد الهيكل الأنسب لضمان تحقيق العائد المناسب مقابل المخاطر المحتملة.

الفرع الأول: استراتيجية المؤسسة وسياستها المالية

تمثل الاستراتيجية على أنها العمل على تحقيق الاهداف الاستراتيجية بعيدة المدى وتخصيص الموارد لتحقيقها، أما السياسة المالية فتتحدد على أساس توجيهات السياسة العامة والمرتكزة على مخطط بعيد المدى، فالسياسة المالية هي القرارات التي تهدف الى تخصيص الموارد الضرورية لتحقيق الأهداف الاستراتيجية ضمن قيود مالية معينة من أجل تجنب الاختلالات المالية وكذا ضمان تحقيق المردودية المالية.

1- استراتيجية المؤسسة الصناعية والتجارية

تعمل المؤسسات عند وضع أي سياسة استراتيجية أولاً الى تحليل كل ما يتعلق بمحيطها الاقتصادي والتجاري والصناعي الذي يشكل منافسة، هذا من أجل اتاحة الفرصة للمؤسسة من تحقيق عائد بهامش ربح مناسب ومردودية أعلى. فتطبيق أي سياسة صناعية يجب فيه مراعاة تأثيرها على عتبة المردودية المالية وعدم الافراط في رفعها على حساب زيادة النشاط⁽¹⁾.

2- وضعية المساهمين

يمكن أن نميز عدة حالات لوضعية ومكانة المساهمين في المؤسسة كما يلي:

- المساهم يملك جل وأغلبية أسهم الشركة والذي يكون عادة في مثل هذه الحالة هو المسير.
- المساهم هو المسير رغم امتلاكه لأسهم قليلة داخل المؤسسة.

⁽¹⁾ Pierre Vernimmen, (1989): Politique Financiers de l'Entreprise, Encyclopédie de Gestion, Tome 3, Edition Economica: Paris, p2131.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

- لا يرغب أي مساهم سواء كانت أسهمه كبيرة أو صغيرة في تسيير المؤسسة ويكون المسير من خارج المؤسسة.

وهنا تختلف سياسة المؤسسة وكذا قرارات المسير من حالة الى أخرى ففي الحالة الأولى تكون مزيج بين الذمة الشخصية وكذا ذمة المؤسسة وبالتالي تكون المؤسسة وسيلة لتحقيق أهداف المساهم، أما في الحالة الثانية فان المساهم يهدف الى المحافظة على مراقبة المؤسسة ومكانته كمسير بالاستعانة بالسياسة المالية كتوزيع الأرباح. أما الحالة الثالثة فينتهج المسير سياسة مختلفة قد تتخالف مع اتجاهات المساهمين.

3- أولويات السياسة العامة للمؤسسة

وهي الأولويات التي تعطىها المؤسسة على حساب معطيات أخرى وهذا في سياستها المالية وكذا أثناء تطبيق استراتيجيتها ومزاولة أنشطتها، فسياسة المؤسسة المالية تعتمد على متغيرات أساسية كالمردودية، الاستقلالية والنمو، فهي تحدد اطارا عاما للسياسة المالية من خلال معايير الربحية، الأمان والنمو. ومن خلال اندماج هذه المعايير مع متغيرات السياسة العامة للمؤسسة يمكن أن نستخرج 6 حالات أو سياسات⁽¹⁾:

- سياسة المردودية-استقلالية-نمو: تطبق على المدى القصير وتركز فيها المؤسسة على تحقيق أرباح في المدى القصير، والبحث على أعلى مستويات المردودية واستدانة منخفضة وكذا أعلى استقلالية مالية.

- سياسة المردودية-النمو- استقلالية: تعتبر أكثر انسجاما حيث تسعى الى تحقيق مردودية عالية ما يحقق لها نموا كبيرا، ما يؤثر سلبا على الاستقلالية المالية لذا تسعى المؤسسة الى البحث عن موارد ذات أجل سداد طويل مما يمكنها من تحسين وضعية الخزينة وتمويل النمو.

- سياسة استقلالية-مردودية-نمو: اعطاء أولوية للاستقلالية المالية على حساب النمو، ما يتطلب تحسين دائم ومستمر للمردودية من أجل ضمان تمويل احتياجاتها من مصادر داخلية والتقليل من الاستدانة.

- سياسة استقلالية-نمو-مردودية: أولوية الاستقلالية والاهتمام بالتنافسية على المدى الطويل وبالتالي التخلي عن هدف الربح الحالي، فالنمو يكون في المرتبة الثانية لكن صعوبة توفير التمويل الذاتي في ظل محدودية مصادر الاستدانة، هذا ما يخفف من المردودية في ظل التخلي عن هدف الربح.

⁽¹⁾ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، (2006): التسيير المالي دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص 238.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

- سياسة النمو-مردودية-استقلالية: ان اعطاء الأولوية للنمو تفرض على المؤسسة تخصيص المصادر التمويلية اللازمة، ما يرفع من نسبة الاستدانة مع ارتفاع المردودية في المرتبة الثانية، لكن المؤسسة هنا تتخلى عن هدف الاستقلالية من أجل الحصول على التمويل الازم لعملية النمو.
- سياسة النمو-استقلالية-مردودية: هذه السياسة للنمو مؤمنة ضد المخاطر بسبب تفضيل الاستقلالية المالية على المردودية، لكن مع ضياع العديد من التمويلات الهامة على المؤسسة خصوصا التي تخفض من المردودية.

الفرع الثاني: طبيعة القرارات المالية

تهدف القرارات المالية الى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، فالتوليف الجيد بين قرارات الاستثمار والتمويل وكذا توزيع الأرباح يساهم في تحقيق أهداف الوظيفة المالية. وهذا ما يزيد من تكامل القرارات السابقة ببعضها ويجعلها مترابطة.

فالقرارات الاستثمارية تشمل جميع القرارات الخاصة باستثمار الأموال في مختلف أنواع موجودات المؤسسة وقرارات تصنيفها، فالخطوة الثانية بعد تحديد الاحتياجات المتوقعة والحصول على الأموال اللازمة لتلبيةها، تكون دائما بتأكد المؤسسة من أن الموارد المتاحة لها قد وجهت لأفضل استخداماتها الممكنة أي استخدام اقتصادي تحقق منه أكبر الفوائد والمنافع. وبالتالي يمكن القول أن قرار الاستثمار يهدف دائما الى تحديد حجم الأموال التي ستستثمر، اضافة الى اختيار نوع الأصول التي تكون موضوع هذه الاستثمارات، بالتالي يترتب عنه أخطار للمؤسسة بسبب ظروف عدم التأكد التي تشوب الوضع المستقبلي⁽¹⁾.

أما القرارات التمويلية فتشمل جميع القرارات المتعلقة بتقييم أثر استعمال مختلف مصادر التمويل القصيرة أو الطويلة على قيمة المؤسسة وربحياتها. فبعد التعرف على الاحتياجات المالية تبدأ عملية البحث عن مصادر التمويل اللازمة لمواجهة هذه الاحتياجات وعندها يتم تحديد المصادر التي ستلجأ اليها الإدارة المالية مع الحرص على مراعاة ملاءمة طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام، وأن تهتم أيضا بالتكلفة والزمن والتركيبية الملاءمة للجانب الأيسر للميزانية في اطار الهدف العام لتعظيم قيمة المؤسسة.

أما فيما يخص سياسة توزيع الأرباح فإنه يتم تحديد النسبة التي سيتم دفعها نقدا للمساهمين وكذا الأرباح التي سيتم توزيعها على شكل أسهم مجانية، كما تتضمن العمل على استقرار معدلات التوزيع على المدى الزمني. كما أن قرارات التوزيع ترتبط ارتباطا كبيرا بالقرارات التمويلية لأن الأرباح غير الموزعة تعتبر من أهم مصادر التمويل بالإضافة الى الاقتراض وكذا ميزتها في زيادة قدرة المؤسسة على الاقتراض.

⁽¹⁾ A. Lamontagne et J. Guillaume, (2007): La Fonction Finance, 2^{ème} Edition, Chenelière MC Graw-Hill: Montréal, Canada, pp7-8.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

كما أن لهذه السياسة الخاصة بتوزيع الأرباح أثر على ثروة المساهمين وقيمة المؤسسة وهذا راجع الى أن مستوى الأرباح الموزعة يعتبر وسيلة لمسيرى المؤسسة للاستعلام عن حالة المؤسسة في السوق، بحيث أن المؤسسة لا تقوم بزيادة الأرباح الموزعة الا اذا تأكدت من امكانية المحافظة على هذه النسبة للتوزيع في المستقبل والعكس صحيح، بالتالي يعتبر تغير أو استقرار مستوى توزيع الأرباح مؤشرا على الآفاق المستقبلية للمؤسسة.

ومنه يمكننا القول أن القرارات المالية تكتسي أهمية كبيرة بالنسبة للإدارة المالية في اطار قيامها بالوظيفة المالية، فهي مهمة أيضا بالنسبة للمؤسسة ككل من خلال ايجاد التوليفة المناسبة من مصادر التمويل المتاحة من مصادر خارجية لتغطية نقص المصادر الداخلية والذاتان يكملان بعضهما من أجل توفير مساحة اختيار للمؤسسة فيما يخص التمويل والتوظيف، ما يسمح للمؤسسة من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة لها وعدم تضييعها وهذا في أي وقت تحتاج المؤسسة للاستثمار وكذا تمويل هذه الاستثمارات، هذا ما يؤثر أيضا على سياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسة حسب ما تتطلبه سياسة المؤسسة واستثماراتها ومصادر تمويلها المتاحة.

الفرع الثالث: خصائص الهيكل المالي المناسب

ان عمل الادارة المالية لا يقتصر على مجرد التعرف على الاحتياجات المالية وتغطيتها بالمصادر الازمة، انما تتعداه الى العمل على الحصول على هذه المصادر بأفضل الشروط وبالتالي تحديد المزيج الملائم الذي يحقق أكبر عائد ممكن وأقل تكلفة ممكنة، من أجل تحقيق ذلك يجب تحديد الهيكل التمويلي المناسب والذي يمكن المؤسسة من تحقيق:

- تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف.
 - تخفيض حجم المخاطر المالية المتعرض لها.
 - تحقيق معدلات عائد متزايدة على حجم الأموال المستثمرة.
- ومن هنا يمكننا تحديد أهم خصائص الهيكل التمويلي المناسب والتي يجب أن يتسم بها كالتالي⁽¹⁾:

1- الربحية

بمعنى أن يكون هيكل التمويل من العوامل المساعدة على تحقيق المزيد من الأرباح من خلال التوسع في استخدام الديون، على أن يكون ذلك بأقل تكلفة ممكنة للحد من الآثار السلبية للمخاطر المالية.

(1) محمد صالح الحناوي وجمال ابراهيم العبد، (2002): الإدارة المالية "مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الدار الجامعية: الاسكندرية، مصر، ص355.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

2- القدرة على الوفاء بالدين (السيولة)

يجب ألا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالالتزامات الخاصة بهذه القروض، في نفس الوقت يجنب الملاك وحملة الأسهم أي مخاطر مالية إضافية.

3- المرونة

نقصد بالمرونة هنا عدم اتصاف الهيكل المالي بالجمود وانما يتعين عليه أن يتميز بالمقدرة على تعديل مصادر الأموال بأنواعها، سواء كانت أموال ملكية أو قروض تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة الى الأموال وبأقل تكلفة ممكنة.

4- الرقابة

بمعنى أن يحتوي هيكل التمويل على أفضل الشروط المالية التي تحد من المخاطر المالية ومن درجة الرقابة التي يفرضها المقرضون على أعمال المؤسسة، أي خطر فقدان السيطرة على ادارة المؤسسة.

5- التحفظ

أي المحافظة على المؤسسة من الانهيار أو الاختلال المالي، ذلك بتنويع المصادر المكونة للهيكل المالي وعدم الاعتماد على الاقتراض فحسب، بل يجب العمل على توليد التدفقات النقدية اللازمة للوفاء بالالتزامات.

وفي الأخير فان عملية التفضيل لأحد العناصر أو الخصائص السابقة تبقى نسبية وتختلف من مؤسسة الى أخرى، هذا حسب سياسة كل منها وظروفها الخاصة وكذا شروط الحصول على المصادر المختلفة بالإضافة الى تنوع الاحتياجات المالية، لذا فيمكن أن تزداد الأهمية المعطاة لأحد العناصر على الأخرى، هذا ما يجعل لكل مؤسسة هيكل تمويلي خاص بها، يعتمد على محددات خاصة والتي سيتم التعرض لها في المطلب الموالي.

المطلب الثالث: محددات الهيكل المالي للمؤسسة

تعمل الادارة المالية داخل المؤسسة وقبل استخدام معايير المفاضلة بين المصادر المختلفة، على تحديد الأموال اللازمة باستعراض الهيكل المالي الذي ينطوي على كل أنواع التمويل، فقد تكون الاحتياجات مؤقتة وقصيرة كما قد تكون كبيرة وطويلة المدى وبالتالي يجب عليها معرفة الأموال اللازمة وكذا الفترة الزمنية لهذا الاحتياج المالي. يمكن للمؤسسة أن تلجا الى التمويل المباشر بدافع تكاليف التمويل، أي تحقيق عائد مناسب بأقل تكلفة ويمكن أن تلجا الى التمويل غير المباشر أو التمويل بالاقتراض وهذا حسب الحالة والزمن وكذا احتياج التمويل الذي يختلف من مرحلة الى أخرى. وهنا فان هناك بعض المتغيرات التي تتمثل في

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

محددات تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب اليه المؤسسة في استخدام كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة.

الفرع الأول: محددات مرتبطة بمصادر التمويل

نقصد بهذه المحددات العوامل والمؤشرات التي تتعلق بمصادر التمويل، أي أن الإدارة المالية تأخذ بعين الاعتبار هذه العوامل المرتبطة خصائص وسائل التمويل من تكلفة ومدة اقتراض وكذا العائد المتوقع منها، كذا المخاطر المرتبطة بها ويمكننا تلخيص هذه المحددات فيما يلي⁽¹⁾:

1- تكلفة الاقتراض

تعتبر من أهم المحددات المعتمدة في المفاضلة بين وسائل التمويل وتتعلق بطبيعة التمويل وحالة السوق وكذا مدة القرض، فتكلفة الاقتراض لها تأثير مباشر على القروض داخل الهيكل المالي لأنه كلما زادت هذه التكلفة عن عائد الاستثمار المتوقع كلما انخفض الاقتراض، بالإضافة الى أن الدولة يمكن أن تعمل على تشجيع الاستثمار وذلك من خلال تقديم بعض الإعفاءات الضريبية، الأمر الذي من شأنه أن يخفض الاعتماد على القروض أو المصادر الخارجية الأخرى، هذا بالإضافة اذا عمدت المؤسسة الى تكوين المخصصات وعدم توزيع الأرباح ما قد يؤدي الى عدم الاعتماد كلياً على المصادر الخارجية⁽²⁾.

كما يمكن أن ينخفض الاقتراض الى ادنى مستوياته بسبب التكلفة المرتفعة بالأخص اذا كانت المؤسسة تعاني من مشكلات توفر السيولة النقدية، بالإضافة الى أن المؤسسة يمكن في بعض الحالات والمراحل أن تبحث عن استقلاليته المالية وهذا ما يحد قدرتها على الاقتراض وعدم قدرتها على تحمل تكلفته، بالتالي يمكن القول أن هناك عدة عوامل متعلقة بالاستدانة والتي من شأنها أن تحدد قدرة المؤسسة على الاعتماد على الاقتراض واذا تم تجاوزها يمكن أن تجعل الأخطار كبيرة ويهدد التوازن المالي والكلي للمؤسسة، هنا يجب على المؤسسة مراعاة تكلفة الاقتراض من خلال⁽³⁾:

- معدل الفائدة اذا كان يزيد أو يقل عن مردودية الاستثمارات.
- طبيعة الأموال وامكانية تحويلها الى أسهم في حالة السندات مما يخفض من تكاليف الوكالة والاقتراض.
- فترة الاستحقاق وعلاقتها بالمخاطر الناجمة والتكاليف الناجمة عن عملية الاقتراض.

⁽¹⁾ S.Titman and R.Wessels, (1988): The Determinants of Capital Structure Choice, Journal of Finance, Vol 43, Issue1, p8.

⁽²⁾ Lester Chandler, (1979): The Monetary Financial System, 1st Edition, Harper and Row: New York, U.S.A, p49.

⁽³⁾ أحمد بوراس، مصدر سبق ذكره، ص 74.

2- الوفورات الضريبية البديلة

هي المنافع التي تحققها المؤسسة من غير الفوائد، حيث أن المؤسسات ذات الوفورات الضريبية مقارنة مع دخلها تلجا الى الاقتراض بشكل أقل من المؤسسات الأخرى وأن قرار التمويل للمؤسسة يعتمد على مقدار الوفورات الضريبية، حيث أن التمويل بالاقتراض لتمويل استثماراتها له فوائد ضريبية أكثر من الاعتماد على الأسهم لتمويل هذه الاستثمارات، فالاستدانة لها ميزة الوفورات الضريبية التي توفرها.

ومن جهة أخرى فهناك العديد من الدراسات كدراسة (de Angelo et Masulis) كشفت عن احتمال تأثير الوفورات الضريبية الناتجة عن أعباء خارج القروض على نسبة الاقتراض بهيكل التمويل للمؤسسة كالاقتراضات والاعفاءات الضريبية المقدمة لتشجيع الاستثمار، بالتالي يمكن القول أنه كلما توفرت للمؤسسة فرص لتحقيق وفورات ضريبية من غير القروض فإن الاستدانة ستخفض في هيكلها المالي.

الفرع الثاني: عوامل مرتبطة بالمؤسسة

وهي العوامل والمحددات التي تتعلق بالمؤسسة أي بطبيعة نشاطها وحجمها ونوعية الصناعة التي تقوم أو القطاع الذي تنتمي اليه والتي تؤثر بشكل مباشر على مكونات الهيكل التمويلي للمؤسسة.

1- المردودية

ونقصد بها هنا مردودية الأصول والتي يمكن أن نسميها أيضا المردودية الاقتصادية، فهو متغير يعتقد في تأثيره على الهيكل المالي فارتفاع مستوى المردودية في المؤسسة يعطيها قدرا أكبر من المرونة في التزاماتها وكذا تغطية احتياجاتها المالية⁽¹⁾.

فعندما تكون التكاليف الناجمة عن اصدار أسهم جديدة مثلا مرتفعة فالمؤسسة ستعتمد بشكل رئيسي على الأرباح المحتجزة تتبعها في المرتبة الثانية القروض والتي تعتبر أيضا ذات تكاليف لكنها تنتج وفورات ضريبية تستفيد منها المؤسسة، ثم تأتي فيما بعد الأسهم التي تعتبر أعلى تكلفة من سابقتها وبالتالي تقوم المؤسسة التي تتمتع بمردودية اقتصادية ومالية أعلى بالتوجه الى احتجار الأرباح أكثر وبالتالي تخفيض الاعتماد على القروض في هيكلها التمويلي. يمكن القول أن المؤسسات التي تمتلك تمويل ذاتي كبير هي الأقل استدانة والتمويل الذاتي نفسه يكون كبيرا في ظل مردودية عالية والتي هي أيضا ضمان للسلامة المالية وبالتالي فإن حتى التوجه الى الاستدانة عن طريق القروض يكون أسهل في ظل مردودية عالية، كما أن بعض الدراسات كدراسة (MARCH) توصلت الى وجود علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة والاستدانة

⁽¹⁾ Eugene Brigham, (1983): Fundamental Of Financial Management, 3rd Edition, The Dryden Press: Chicago, U.S.A, p427.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

لأن مستوى المردودية العالي عادة ما يرتبط بزيادة مخاطر التشغيل واحتجاز الأرباح وهذا ما يخفض من درجة الاعتماد على القروض في الهيكل التمويلي⁽¹⁾.

بالعودة الى الدراسات التي درست هذه النقطة كدراسة (TITMAN & WESSELS) فان معظمها توصل الى نتائج مفادها أن المردودية في المؤسسة تؤثر بشكل عكسي على اعتماد المؤسسة على القروض أو الاستدانة بشكل عام في هيكلها المالي وبالتالي فهناك علاقة عكسية بين مردودية المؤسسة ونسبة الاستدانة داخل الهيكل المالي لهذه المؤسسات.

2- حجم المؤسسة

ان حجم المؤسسة واختلافه من واحدة الى أخرى سيؤثر على مقدرتها على الاقتراض، فالمؤسسات الكبيرة التي تتسم عادة بنشاط يتميز بالتنوع تتعرض لمخاطر الفشل بدرجة أقل، كما يمكنها التوجه بدرجة أكبر الى الاقتراض وعلى العكس فان المؤسسات الصغيرة يكون نشاطها مركزا على منتج أو منتجين مما قد يحرّمها من الاقتراض وهذا خوفا من التعرض الى مخاطر العجز المالي والافلاس، بهذا فان حجم المؤسسة يلعب دورا هاما وجوهريا في مقدرة المؤسسة على الاقتراض أو الاعتماد على التمويل الذاتي واصدار أسهم جديدة وبالتالي فهو يؤثر بشكل كبير على تحديد وتشكيل الهيكل التمويلي لأي مؤسسة.

فبعض الدراسات تشير الى وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومخاطر الافلاس وهو سبب آخر لوجود العلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض، فالمؤسسات عادة ما يكون نشاطها ذو تنوع كبير مما يجعلها أقل عرضة لتلك المخاطر مما يدفعها في الغالب الى زيادة نسبة الاقتراض في هيكلها المالي. اما دراسات أخرى فهي تشير الى أن المؤسسات الصغيرة تتوجه الى استخدام القروض في هيكلها نظرا لارتفاع تكاليف اصدار الأسهم والسندات، اضافة الى عدم امكانية أو صعوبة الدخول الى السوق المالي نظرا للشروط التي تفرضها هذه السوق على المؤسسات الراغبة في الدخول⁽²⁾.

3- هيكل الأصول

نقصد بها هنا نسبة الأصول الثابتة الى مجموع الأصول، لأن معظم الدراسات أشارت الى وجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول الثابتة الى مجموع الأصول ونسبة الاقتراض في المؤسسة، فكلما زادت نسبة الأصول الثابتة الى اجمالي الأصول زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة، ففي دراسة (MARCH) توصل الى أن تمويل المقرضين للأصول الثابتة سوف يعرضهم الى مخاطر أكبر بسبب الانخفاض الكبير

⁽¹⁾ P.March, (1982): The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study, Journal of Finance, vol 37, p142.

⁽²⁾ منير ابراهيم هندي، (1998)، مصدر سبق ذكره، ص26.

الفصل الأول: الأسس النظرية للتمويل في المؤسسة الاقتصادية

الذي تتعرض له تلك الأصول في حالة التصفية، وبالتالي فإن المؤسسات التي ينخفض فيها نسبة الأصول الثابتة تميل الى الاستدانة أكثر من غيرها⁽¹⁾.

فالمؤسسة التي تحتوي على نسبة مرتفعة من الأصول الثابتة تميل الى استخدام وبشكل كبير القروض طويلة الأجل ضمن هيكلها المالي وذلك لقدرتها على التغطية المالية، لذلك يتوقع ان يتبع ارتفاع نسبة الأصول الثابتة في هيكل الأصول ارتفاع القروض أو الاستدانة وبالتالي فهناك علاقة طردية بينهما أشارت اليها العديد من الدراسات.

4- معدل نمو المؤسسة

يلعب النمو في المؤسسة دورا كبيرا فهو يسمح بتغيير الاستدانة الحالية للمؤسسة والتحكم بها مستقبلا، فمعدل النمو المرتفع هو الذي يفسر في الغالب المستوى المرتفع للديون، فكلما كان النمو مرتفعا كلما زادت احتياجات المؤسسة للتمويل أكبر من أي مرحلة أخرى.

فمعظم الدراسات أشارت الى تأثير معدل نمو المؤسسة على استعمال الاقتراض بالهيكل المالي على اعتبار ان معدل النمو من شأنه أن يزيد من قدرة المؤسسة على الوفاء وتسديد الالتزامات المستقبلية، هذا راجع عادة الى زيادة حجم المبيعات ما يساهم في تحسين قدرة المؤسسة على خدمة الدين، بالتالي زيادة فرص الحصول على المزيد من القروض وكذلك فان زيادة معدل نمو الأرباح يمنح للمؤسسة في الغالب فرصة الحصول على أموال داخلية أكبر.

بالإضافة الى ما تم التعرض اليه من محددات مختلفة للهيكل التمويلي للمؤسسة سواء كانت محددات مرتبطة بخصائص مصادر التمويل، أو محددات مرتبطة بنشاط وحجم المؤسسة ونموها، فان هناك بعض المحددات الأخرى كمخاطر التشغيل والتي تتجم عن توجه نشاط المؤسسة وقطاعها، هذا ما يطلق عليه مخاطر الأعمال التي لها علاقة طردية مع نسبة الاقتراض، أيضا هناك درجة التذبذب في المبيعات والتي نقصد بها التقلب في معدل المبيعات وأثره على نسبة الاقتراض وهذا كلما زاد تذبذبها فإنها تؤثر بالعكس على توجه المؤسسة الى الاقتراض أو الاعتماد على التمويل الخاص الداخلي، هي أيضا من المحددات الهامة في اختيار الهيكل التمويلي المناسب والأمثل لكل مؤسسة⁽²⁾.

⁽¹⁾ M. Ferri and W. Jones, (1979): Determinates of Financial structure: A New Methodological Approach, Journal of Finance, vol 34, p634.

⁽²⁾ J-F. Malecot, (1994): Les Déterminants du Choix d'une Structure Financière des Groupes Industriels et Commerciaux, Economica: Paris, France, p221.

خلاصة الفصل

تعتبر الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية ذات أهمية كبيرة بالنظر الى مجموعة القرارات التي تهتم بها من تخطيط، تنظيم ورقابة، حيث أن التمويل أحد أهم هذه القرارات من خلال عملية البحث عن مصادر الأموال من الموارد المتاحة أمامها، فعملية التمويل هي المحرك الاساسي لنشاط المؤسسة من خلال توفير الأموال اللازمة لتلبية مختلف احتياجاتها ومزاولة نشاطها، حيث يتاح أمامها مصادر حقوق ملكيتها والتي اما أن تكون داخلية أو خارجية كإصدار الأسهم، كذلك هناك مصادر عن طريق الاستدانة سواء من خلال القروض البنكية أو القروض السندية اضافة الى بعض التمويلات المتخصصة.

بالتالي تقوم الادارة المالية ومن خلال قراراتها المالية وبالعودة الى خصائص ومميزات كل مصدر تمويلي متاح باختيار الأنسب منها من أجل تكوين هيكل مالها الذي يسمح لها بتحقيق أهدافها، هذا يتطلب من المؤسسة الاهتمام بعدة عوامل وجوانب متعلقة بها وكذا متعلقة بالمصدر التمويلي المراد استخدامه، حيث تمثل هذه العوامل في مجملها محددات هامة لبناء هيكل التمويل المناسب والذي يتوافق وسياستها المالية وكذا يوفر لها العائد المناسب مقابل أقل المخاطر.

الفصل الثاني:

التمويل بالسندات في المؤسسة

الاقتصادية

تمهيد

ان سوق السندات كجزء من سوق الأوراق المالية عرف اهتماما متزايدا في الآونة الأخيرة بالنظر الى الدور الكبير الذي يلعبه في توفير الأموال اللازمة للمؤسسات والاقتصاد، فالسندات تلعب دورا مهما وحيويا من خلال تواجدها في هيكل مال المؤسسة الاقتصادية وهو ما سنعرضه في المبحث الأول من خلال كل ما يتعلق بالسندات والسوق الخاص بها، في حين أن اتخاذ قرار التمويل بالسندات في المؤسسة تحكمه عدة ضوابط وحدود لمدى امكانية الاعتماد على هذا المصدر، هذا اضافة الى المخاطر ومختلف العوامل التي يمكن أن تؤثر على هذا القرار وهو مضمون المبحث الثاني الذي يعالج كل جوانب الاصدار السندي من شروط ومراحل وكذا محددات ومؤثرات قرار القرض السندي.

ونظرا للتأثير الكبير للمصادر التمويلية المستخدمة على مختلف جوانب أنشطة ووظائف المؤسسة فان لقرار التمويل بالسندات تأثير هو الآخر، الأمر الذي يعالجه المبحث الثالث لهذا الفصل من خلال التطرق الى هذا التأثير على القيمة، التطور وأهداف المؤسسة اضافة الى عدة مداخل مفسرة لمدى امتداد تأثير هذا المصدر التمويلي على المؤسسات الاقتصادية.

المبحث الأول: السندات كأداة في سوق الأوراق المالية

كغيرها من الأسواق فإن لسوق الأوراق المالية أدوات وسلع معينة تعرف بالأوراق المالية من أسهم وسندات ومشتقات مالية، حيث تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة للأسواق المالية، فهي تمثل السلعة الوحيدة تقريبا التي يتم التداول بها في هذه الأسواق. وباعتبار السندات أحد الأدوات المتداولة فيها فإن لها سوقا خاصا ما يعرف بسوق السندات ويمثل مصدرا هاما من مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة الاقتصادية عن طريق تداول هذه الأوراق في السوق من خلال ما يعرف بالافتراض السندي أو الاصدارات.

المطلب الأول: سوق الأوراق المالية

الفرع الأول: ماهية ومفهوم سوق الأوراق المالية

عادة ما ينسب اسم السوق المالي إلى سوق الأوراق المالية أي سوق الأسهم والسندات وهو المفهوم الضيق لسوق المال حيث أنه يعتبر جزءا منه، حيث يلتقي كل من المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية، تنتقل فيه الأموال من الوحدات ذات الفائض الى ذات العجز، لذا فإن الأسواق المالية تلعب دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد والمؤسسات ذات العجز.

1- ماهية سوق الأوراق المالية

كما يوجد لكل بضاعة سوق تباع وتشتري فيها فإن هناك أيضا سوق لبيع وشراء ما يسمى بالأوراق المالية، فقد تستعمل مصطلحات سوق القيم المنقولة أو بورصة القيم المنقولة أو اختصارا البورصة للدلالة على نفس الشيء، كما تستعمل البورصة للإشارة للمكان الذي تتم فيه عمليات بيع وشراء القيم المنقولة سواء تم ذلك تقليديا في قائمة تبادل أو عبر أجهزة حاسوب في التبادل الإلكتروني⁽¹⁾.

لقد عرفت سوق الأوراق أو بورصة الأوراق المالية في القانون التجاري الفرنسي بأنها المكان الذي يلتقي فيه وكلاء الصرف Agent de Change تحت رقابة السلطات العمومية، أو مكان تبادل و لقاء أي هي سوق بين العرض والطلب على رؤوس الأموال طويلة الأجل والمتمثلة في القيم المتداولة خاصة الأسهم والسندات.

ويمكن اعتبار البورصة أو سوق الأوراق المالية ذلك المكان العمومي الذي يلتقي فيه المحتاجون لرؤوس الأموال من أصحاب المؤسسات والجماعات المحلية والدولية والمستثمرون الذين استطاعوا أن يجمعوا ويجندوا الادخار، بقصد توظيفه في شراء الأسهم والسندات. أهم المستثمرين هم الأفراد، المستثمرون

(1) سامية زيطاوي، (2004): ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر، ص12.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

التأسيسيون، البنوك وتجمعات التوظيف المشترك، إضافة إلى المؤسسات التي عادة ما تكون طالبة لرؤوس الأموال المالية بمساعدة هيئات وأشخاص مختصين ومرخصين، وكلاء الصرف أو شركات البورصة وغيرها من الهيئات والمؤسسات التابعة لها.

وعادة ما تفرض السلطات العمومية رقابة على سوق الأوراق المالية في كافة العمليات التي تتم داخلها، كما تخضعها لسلطتها مباشرة ويعين المسؤولون في هذه المؤسسة من قبل السلطات العليا. عليه يمكن القول أن البورصة أو سوق الأوراق المالية في مجملها يخضع نشاطها ويتحدد سعر القيم المنقولة فيها وفقا لهذه القوى وبمساعدة الوسطاء⁽¹⁾.

2- تعريف سوق الأوراق المالية

بعد التعرف على ماهية سوق الأوراق المالية التي تعتبر جزء من السوق المالي يمكن تقديم عدة تعريف وهذا للتدقيق أكثر في مفهومها. فسوق الأوراق المالية نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، لكن مع التطور قلت أهمية تواجد مقر للسوق وبالتالي سمح بالتعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في كافة الدول.

كما يعرف على أنه: "سوق الأوراق المالية هي أماكن اجتماع تجري فيها المعاملات في ساعات محددة من قبل، معلن عنها على الأوراق المالية وذلك عن طريق سمسرة محترفين مؤهلين ومختصين في هذا النوع من المعاملات، على أن يتم التعامل بصورة علنية سواء بالنسبة للأوراق المالية، أو بالنسبة للأسعار المتفق عليها عن كل نوع"⁽²⁾.

ويعرف أيضا بأنه: "سوق الأوراق المالية هو السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات وقد تكون أسواق منظمة أو غير منظمة، ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان منظم جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة ويتكون من عدد من التجار، أما السوق غير المنظم ففيه سمسرة يباشر كل واحد منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو

(1) جبار محفوظ، (2002): البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للطبع: الجزائر، صص 45-47.

(2) محمد أحمد عبد النبي، (2009): الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون: عمان، الأردن، صص 22.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية والثانية تتسع لوجود المستثمرين الأجانب وكذا هيئات ومنشآت ودولية⁽¹⁾.

الفرع الثاني: أهمية سوق الأوراق المالية

تشكل سوق الأوراق المالية ركنا هاما من أركان هيكل النظام التمويلي في النظام الاقتصادي التي تعتمد بالدرجة الأولى على النشاط الفردي والحرية الاقتصادية فهي تسعى إلى تشجيع تجميع المدخرات بكافة أشكالها وأجلها وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. كذلك تكمن أهمية سوق الأوراق المالية باعتبارها سوق تباع فيها وتشتري الحقوق التي ترد على الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى والتي تتيح للأوراق المالية سيولة تشجع المدخر على التوظيف فيها وكذا تشجع على الاستثمار.

1- الأهمية المالية

ان تمويل النشاط الاقتصادي يتطلب توظيف الأموال المحلية والعمل على استقطاب الأموال الأجنبية، من أجل توفير السيولة النقدية اللازمة وكذا جلب الأموال الأجنبية بمنح فوائد مغرية، بهذا فإن الاستثمار في البورصة يعمل على تغذية السوق بالأموال اللازمة، بحيث يستفيد المستثمر من الربح وتستفيد الشركة أو الجهة التي طرحت أسهمها للتداول من تمويل دائم وطويل الأجل وعليه فإن سوق الأوراق المالية تؤدي دورا مزدوجا إذ تفيد المستثمر من جهة والمؤسسات الاقتصادية من جهة أخرى.

أ- بالنسبة للمستثمر

ان المستثمر يسعى من خلال شراء الأوراق المالية إعادة بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها، فالتعامل في البورصة يتم من خلال مدخرات الأفراد الطبيعيين والمعنويين المستثمرة في شكل أسهم وسندات، والمعروف أن دوافع الادخار لدى هؤلاء متنوعة، بصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج إلى أمواله طبقا لظروفه الطارئة والتي لا تحدد في زمن معين كما يرغب أيضا في استرداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة، إذ يمكن للمستثمر أن يسترد أمواله في الوقت اللازم مع احتفاظ صاحب الطلب بالأموال المكتتب فيها لتمويل الاستثمارات المختلفة والاحتياجات الخاصة⁽²⁾.

ب- بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية

تسعى المؤسسة للحصول على ما تحتاجه من سيولة وتمويل طويل الأجل، فالإقبال على شراء الإصدارات الجديدة لمؤسسة مقيدة بالبورصة يكون أكبر مما لو كانت الإصدارات لمؤسسة غير مقيدة بها،

⁽¹⁾ بوكساني رشيد، (2006): معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، ص43.

⁽²⁾ عبد الغفار حنفي، (2003): أسواق المال، رسمية قرياقص، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر، ص9.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

عليه فإن القيد بالبورصة يعتبر اعترافاً بقدرة الشركة وكفاءتها وضمناً لربحيته وهو ما يخلق درجة من الاطمئنان والثقة في نفس المستثمر الأمر الذي يدفعه إلى اقتناء إصداراتها دون غيرها، بهذه الطريقة تتمكن المؤسسات الاقتصادية من الحصول على ما تحتاجه من سيولة لتمويل مشاريعها واحتياجاتها. إلى جانب التمويل الطويل الأجل الذي توفره البورصة للشركات فهي تعمل على تخفيض التكاليف المتعلقة بالقروض الأجنبية المتمثلة في الأسهم التي تلجأ إليها المؤسسات باعتبارها مصدراً للتمويل من جهة ووسيلة لتتبع المخاطر من جهة أخرى.

هذا وتلعب سوق الأوراق المالية دوراً كبيراً في خلق السيولة النقدية وتؤثر على النشاط الاقتصادي حيث تحتاج العديد من الاستثمارات المربحة إلى التزام طويل الأجل بتوفير رأس المال، لكن المستثمرين وخاصة حملة الأسهم لا يخططون للاحتفاظ بالأسهم التي يمتلكونها إلى الأبد، في حين أنهم لا يمكنهم استرداد قيمتها من المؤسسات التي أصدرتها. ولكن وفي ظل سوق الأوراق المالية بإمكان هؤلاء المستثمرين الحصول على السيولة النقدية من خلال بيع تلك الأوراق المالية بسرعة ويسر، إذا ما احتاجوا إلى استرداد مدخراتهم بالتالي يصبح الاستثمار أقل مخاطرة وأكثر ربحية مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات.

2- الأهمية الاقتصادية

إن لهذه الأسواق دور كبير في اقتصاد أي دولة، حيث أن مشاركة رؤوس الأموال الأجنبية في الاستثمارات المحلية، يزيد من مردودية المؤسسات الاقتصادية الخاصة والعامة لما يوفره من تمويل وهذا ما يعود بالإيجاب على الاقتصاد ليووجهه نحو الإنعاش والتسريع من وتيرة التنمية الاقتصادية. هذا الهدف الذي تسعى إليه العديد من البلدان، لهذا فقد أصبحت اليوم تولي اهتماماً أكبر بسوق الأوراق المالية لبلوغ غايتها المرجوة، من هنا يمكن تحديد أهمية هذه السوق في الاقتصاد من خلال ما يلي:

أ- جلب رؤوس الأموال الأجنبية

تعمل سوق الأوراق المالية على جلب الاستثمارات الأجنبية من خلال منح فوائد مرتفعة ومغرية وتبيان مكانة الشركات المقيدة لديها. حيث أن انضمام الشركة إلى هذه السوق يخلق لها مكانة خاصة بين الشركات ويدل على أوضاعها الاقتصادية الجيدة ومركزها المالي المقبول ومنه فإن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تعمل على الرفع من حجم السيولة على مستوى البلد المستقبل، مما يخلق مصدراً مالياً تتمكن من خلاله المؤسسات من تمويل مشاريعها⁽¹⁾.

(1) فريد النجار، مصدر سبق ذكره، ص16.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

ب- زيادة وتوجيه المدخرات

تعبئة الموارد المالية وتحفيز المدخرين إذ تساهم سوق الأوراق المالية في الميل للدخار، من خلال ما توفره من مجموعة كبيرة من الخيارات لوحدة الفائض؛ كتوفيرها لأصول مالية تعتبر أكثر جاذبية من نواحي السيولة والعائد والمخاطرة، من ثم فهي تشجع الوحدات ذات الفائض لتقليل الإنفاق الاستهلاكي لصالح الادخار والتي تصبح الموارد التمويلية للمستثمرين من خلال اكتتاب الأسهم والسندات⁽¹⁾.

ت- التقليل من الديون

ان جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الأسهم المصدرة محليا تساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الإقراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمة الدين. كما تساهم سوق الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية عن طريق توريق الدين أي تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية، إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

ث- تمويل خطط التنمية

وذلك عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق، حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد لجوء الحكومات إلى الاقتراض العام من أفراد الشعب، لسد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية وذلك عن طريق إصدار السندات والأذون التي تصدرها الخزينة العامة ذات الآجال المختلفة، من هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الأموال لا يقل أهمية عن أوجه التوظيف الأخرى⁽²⁾.

ج- تقييم المؤسسات والمشاريع

إن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة لتقويم الشركات والمشروعات وذلك بعد عملية تقييمها، حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع الشركات والمشروعات حيث يتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لمؤسسة ما دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

(1) هوشيار معروف، (2003): الاستثمارات والأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء: عمان، الأردن، ص84.

(2) حسان خضر، (2004): تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، ص8.

ح- تجنب الآثار التضخمية

إذ لو قامت البنوك التجارية بعمليات التمويل لأدى ذلك على زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي، وبالتالي إحداث موجات تضخمية، خاصة أن هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق النتائج، وبالتالي فإن التوجه نحو أسواق الأوراق المالية سيعمل على تخفيض أو التقليل من الآثار التضخمية الناجمة عن العملية التمويلية⁽¹⁾.

المطلب الثاني: ماهية وهيكل سوق السندات

إن تعدد الأدوات المالية التي تتيحها أسواق الأوراق المالية، جعلها تنقسم إلى سوق أسهم وسوق سندات أو ما يعرف بالسوق السندي، فكلاهما يوفر للوحدات ذات العجز المالي من مؤسسات عامة وخاصة أو الدولة تمويل طويل الأجل، لكن على هذه الوحدات المفاضلة بين هذين البديلين لسوق الأوراق المالية وفق ما يتمشى وطبيعتها، احتياجاتها وإمكانياتها المالية. ويشكل السوق السندي بديلا تمويليا مغريا للعديد من المؤسسات، حيث لكي يعمل بطريقة جيدة ينبغي أن يستند إلى عدة هياكل تنظيمية تتوزع بينها مختلف المهام، من خلال الإطار القانوني المناسب للسماح لها بأداء دورها في تسهيل عملية إصدار وتداول السندات.

الفرع الأول: مفهوم وأهمية سوق السندات

1- مفهوم سوق السندات

هي السوق التي تتعامل بالقروض متوسطة وطويلة الأجل من خلال إصدار السندات في السوق الأولية وتداولها في السوق الثانوية⁽²⁾.

سوق السندات هي سوق تؤدي وظائف أساسية داخل الاقتصاد تتمثل أساسا في تجميع المدخرات الفردية وتحريك رؤوس الأموال بين مختلف القطاعات ذات الفائض وذات العجز، فهي بذلك حلقة وصل بين المستثمرين والمنتجين من خلال خلق الفرص للمدخر للاستثمار وكذلك إتاحة مصدر تمويل للمنتج لتمويل نشاطه⁽³⁾.

(1) صلاح الدين السيسي، (2003): دراسات نظرية وتطبيقية: قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع: القاهرة، مصر، ص 90.

(2) محمد الصيرفي، (2006): البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي: الاسكندرية، مصر، ص 23.

(3) Bruno Cabrillac et Emmanuel Rocher, (2009): Les Marchés de Titres de la Dette Publique dans les Pays en Développement, Evolution Récente et Principaux Défis, Bulletin de la Banque de France, p39.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

- فالسوق السندي هو ذلك القسم من السوق المالي الذي يتم فيه إصدار وتداول السندات بيعا وشراء بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين، يمكننا أن نذكر خصائص السوق السندي فيما يلي⁽¹⁾:
- السوق السندي هو سوق تفاوض أين السندات المسعرة في السوق المنظم تشكل نسبة قليلة من إجمالي السندات المصدرة.
 - الأسعار في السوق السندي أقل تقلبا من الأسعار في سوق الأسهم، حيث أن أسعار السندات تتأثر بتطور أسعار الفائدة السائدة في السوق، لذا نلاحظ استقرارا في أسعار السندات.
 - يتميز السوق السندي بأهمية بالغة، وقد شهد تطورا كبيرا مقارنة بسوق الأسهم، نظرا لأن الدولة تعتبر أكبر وأهم متدخل فيه.
 - تعتبر السندات حق دين وتتمثل في انقسام (تجزئة) قرض إلى أقسام متساوية، تصدر من طرف المؤسسات الخاصة والعمومية وكذلك الدولة، تنقسم سوق السندات إلى قسمين متكاملين هما:

أ- السوق الأولية

تعرف بسوق الاصدارات الجديدة وهي سوق محددة بمكان وتعمل على مقابلة المصدر والمكاتب في السندات بشكل مباشر، فهي السوق التي تتحول فيها مختلف المدخرات إلى استثمارات جديدة. ان عملية اصدار السندات في هذا السوق تكون من طرف هيئة مختصة تعرف ببنك الاستثمار كما يمكن أن تكون البنوك التجارية هي المسؤولة عن الاصدار⁽²⁾.

ب- السوق الثانوية

وهي السوق التي تتم فيها تداول الأوراق المالية أو السندات بعد اصدارها، وهي تعمل على ضمان السيولة للمستثمرين وتحديد الأسعار حسب العرض والطلب، بالتالي نقل الملكية بين البائع والمشتري حسب السعر السوقي. والحصيلة الناجمة عن الاصدار تكون بتحرك مستمر بين المستثمرين الماليين دون أن يتأثر المصدر. هناك نوعين في هذا السوق⁽³⁾:

- السوق المنظمة أو البورصة وهي التي تعرف بمكان معين وإطار قانوني محدد ومعلوم، تعتمد بشكل كبير على السماسرة في عملية البيع والشراء.

(1) Lawrence Gitman et Michael Joehnk, (2005): Investissement et Marchés Financier, 9^{ème} Edition, Pearson Education: Paris, France, p446.

(2) منير ابراهيم هندي، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص25.

(3) Alain Choinel et Gérard Rouyer, (2002): Le Marchés Financiers Structures et Acteurs, 8^{ème} Edition, Revue Banque Edition: Paris, France, p250.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

- السوق الغير منظمة وهي العمليات التي تحدث خارج إطار البورصة وتقوم بها بيوت وساطة وسمسرة وهي تمتاز بسرعة تنفيذ العمليات وكذا بساطة الاجراءات المرتبطة بها.

2- أهمية سوق السندات

تساهم في عملية واستراتيجية التنمية الاقتصادية الدائمة والمتوازنة، حيث تساعد هذه السوق على معالجة العديد من النقائص والاختلالات خاصة في الدول النامية، يمكن أن نلخصها فيما يلي⁽¹⁾:

أ- تحسين الادارة المالية

وهذا من خلال تنوع مصادر تمويل الدولة وكذا تمويل المؤسسات وتعويض التمويل النقدي، أيضا تخفيض الاعتماد على البنوك المركزية وكذا البنوك التجارية والذي مثل لفترة طويلة النمط التمويلي الأمثل للدولة والمؤسسات الاقتصادية، فالسوق السندي يوفر للدولة والمؤسسات العديد من المزايا لإدارة المالية بكفاءة، نذكر منها:

- التحكم في حجم وتوقيت التمويل من خلال اعداد رزنامة الاصدارات وتحديد المبالغ والآجال.
- رفع القدرة على التخطيط المستقبلي نظرا للموارد المتمثلة في رؤوس أموال طويلة الأجل ومن قبل مجموعة كبيرة وواسعة من المستثمرين.
- ترقية حوكمة المالية العامة من خلال اللجوء الى السوق السندي وايجاد الدوافع الاساسية للعمل بشفافية عبر الاعلان عن شروط التمويل ونشر التحاليل والتقارير المستقلة، اضافة الى العمل بصرامة والحفاظ على المصداقية وتجنب مخاطر ارتفاع تكلفة التمويل.

ب- تغطية احتياجات القطاع الخاص

ان نقص الموارد المالية بالنسبة لمؤسسات القطاع الخاص وخصوصا طويلة الأجل الناجم عن التغطية الجزئية للمؤسسات المصرفية، التي تفضل في غالب الأحيان الاستخدامات قصيرة الأجل نظرا للأخطار وطبيعة هيكل خصومها بالخصوص في الدول النامية وكذا غياب الكفاءات اللازمة. أما نشاط أسواق الأسهم فيبقى ضعيفا ورسملة الشركات المحلية صغيرة الحجم وتتميز بقلّة التنوع وكذا عملها داخل المحيط يتأثر كثيرا بالصدمات الخارجية ما لا يشجع المستثمرين.

بالتالي يبقى سوق السندات يسمح بتعبئة المدخرات المحلية متوسطة وطويلة الأجل ويعوض ولو بشكل جزئي النقائص السابقة الذكر، بالإضافة الى أن متطلبات هذا السوق ترفع من مستويات الشفافية والافصاح، ما من شأنه أن يرفع مستوى أداء شركات القطاع الخاص.

⁽¹⁾ Bruno Cabrillac et Emmanuel Rocher, Op.cit., pp39-40.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

ت- رفع كفاءة أداء المؤسسات المصرفية

ان التنافس الذي تخلقه سوق السندات يعمل على تحفيز البنوك وترقية مصادر دخل جديدة لتعويض الفائدة على القروض التي تمت خسارتها لمصلحة السوق، هذه المصادر تشمل مرافقة المصدرين الكبار داخل السوق وكذا توفير عدة خدمات مثل التعهد بالإصدار، التسويق، التداول وحفظ السندات والتي تحقق من ورائها عائدات في شكل عمولات.

بالإضافة الى أن سوق سندات نشط ومتطور يضمن تدفق المعلومات حول مخاطر القروض لأنواع متعددة من المقترضين، تستخدمها البنوك في تسعير القروض وتسيير المخاطر، فتساعد أيضا على تجزئة مخاطر القروض وتحويلها الى المستثمرين، مخفضة بذلك حجم تمرکز المخاطر داخل النظام المصرفي.

ث- تشجيع الادخارات والاستثمارات المحلية

ان سوق السندات وبالإضافة الى ما سبق فانه يعمل على تشجيع الادخار المحلي الذي يعاني من ضعف العائد على المنتجات التقليدية المتمثلة أساسا في الایداع البنكي بسبب نقص المنافسة بين البنوك وغياب أو ندرة منتجات التوظيف طويلة الأجل، وبالتالي تخفيض هروب رؤوس الأموال الى الخارج.

بالإضافة الى أن سوق السندات تعمل على تلبية احتياجات المستثمرين المؤسسين، من شركات تأمين وصناديق تقاعد وشركات استثمار، فهم بحاجة الى أصول مالية طويلة الأجل لمقابلة خصومهم، ففي حالة عدم توفر السوق المحلية على منتجات متوسطة وطويلة الأجل، تجبر هذه المؤسسات على الاستثمار في أصول مالية لا تناسبها وهو ما يعرضها لمخاطر أسعار الفائدة.

الفرع الثاني: أطراف السوق السندي

ان عمليات السوق السندي وضمن السير الحسن لها لا تمر الا من بوابة التنظيم الجيد والذي تقرضه الهيئات المتخصصة في هذا المجال، بالإضافة الى أطراف أخرى متدخلة في سوق السندات والتي يمكن أن نلخصها فيما يلي:

1- هيئة الرقابة والتنظيم

وهي الهيئة التي تصدر رأس الهرم الخاص بمؤسسات سوق الأوراق المالية، تتخذ شكل هيئة أو مؤسسة عامة تتمتع بالشخصية الاعتبارية والاستقلال المالي والاداري من أجل القدرة على أداء دورها بالكامل.

تتكون من مجموعة من الموظفين ذوي الكفاءات العلمية والخبرات الواسعة، كما أنهم في الغالب لا يرتبطون لا من قريب ولا من بعيد بمصالح خاصة داخل السوق السندي، كما أن عضويتهم تكون محددة

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

بمدة زمنية لا يجب تجاوزها. من حيث النطاق الشخصي للهيئة فهي تعنى بالسوق وما يشملها من مؤسسات مدرجة، بالإضافة الى الشركات الاستثمارية وشركات الوساطة. اما من حيث النشاط فهي تتمتع بصلاحيات فرض العقوبات والاجراءات الضرورية لعملية الرقابة، كذا المساهمة في تطوير السوق من خلال القواعد اللازمة للارتقاء به وضمان الشفافية وحسن أداء السوق⁽¹⁾.

2- مصدر السندات

وهي عملية مفتوحة بشكل واسع لجميع المؤسسات العامة والخاصة والهيئات المختلفة والتي يمكن أن تكون كما يلي⁽²⁾:

أ- الدولة والجماعات المحلية

حيث تعتبر الدولة مصدر الأمان بسبب الضمان الخاص بوفائها المرتبط بصفقتها السيادية، حيث هي القروض التي تتمتع بأقل معدل فائدة في السوق، كما أن الجماعات المحلية كذلك تقوم بإصدار السندات بالرغم من أنها أقل درجة من اصدارات الدولة.

ب- الشركات العمومية

ان مؤسسات القطاع العام يجب أن تقدم للمجتمع خدمات عامة متنوعة وهذا الدور الذي تقوم به يؤدي بها الى اصدار سندات لجمع الموارد المالية اللازمة لتمويل مختلف برامجها الاستثمارية والتي تتطلب رؤوس أموال كبيرة في الغالب، عموما تكون هذه القروض ذو ضمان غير صريح من قبل الدولة بما أنها الطرف الأكبر فيها أو هو صاحب أكبر حصة في رأس مال الشركة.

ت- الشركات الخاصة

رغم أن هذا القطاع يعتبر أقل مساهمة في عملية الاصدار نتيجة تفضيله لإصدار الأسهم، الى أنه عرف تطورا خاصة في بعض الأنواع من السندات والتي هي قابلة للتحويل والتي عرفت نشاطا كبيرا. فمشاريع القطاع الخاص تصدر العديد من السندات ذات النماذج المختلفة كالسندات الشبيهة برؤوس الأموال الذاتية، الأوراق المالية التابعة وغيرها.

⁽¹⁾ وليد صافي وأنس البكري، (2009): الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص228-229.
⁽²⁾ Alain Choinel et Gérard Rouyer, Op.cit., pp249-250.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

ث- المؤسسات المالية

يعتبر تدخل هذه المؤسسات في السوق مغاير للجهات الأخرى فهي تقوم بعملية اقتراض من السوق استجابة لعدة شروط تدخل في إطار نشاطها في السوق، كذلك تلجأ إلى إصدار سندات بهدف تصحيح الخلل الذي يكون في آجال الاستحقاق الخاصة بالأصول والخصوم.

3- وسطاء سوق السندات

من أجل ضمان السير الجيد لسوق السندات فإنه يتوجب وجود مؤسسات تتمثل أساساً فيما يلي⁽¹⁾:

أ- السماسرة

وهم الوسطاء في البورصة والسمسار يعتبر بمثابة الوكيل الخاص للمستثمر سواءً عند عملية البيع أو الشراء، يقتصر دوره على المقابلة بين رغبات البائعين والمستثمرين مقابل أن يحصل على عمولة خاصة.

ب- التجار

حيث أن التاجر يقابل البائع بالمشتري من خلال كونه مستعداً لشراء أو بيع السندات عند سعر معين، فالتاجر عادة يحتفظ بمخزون للسندات فقد يكون متخصصاً في نوع معين أو شامل لجميع الأنواع ويتحمل كل المخاطر الناجمة عن تقلبات الأسعار، فيحصل التاجر على الفرق بين سعر الشراء والبيع على عكس السمسار وهو يعتبر صانع السوق.

ت- بنك الاستثمار

على خلاف البنوك الأخرى فإن بنك الاستثمار لا يقبل ودائع ولا يقدم قروض، إنما يقتصر دوره في سوق السندات من خلال تقديم المساعدة للوحدات الاقتصادية والهيئات العامة من أجل تسويق وبيع سنداتها من خلال خبرتها في السوق والبورصة عموماً ويمكن أن تشمل ما يلي:

• تقديم النصيحة للمصدرين بخصوص عملية الإصدار وتقديم دراسة لحالة السوق، التوقيت وسعر الإصدار.

• التعهد بالإصدار وذلك بتغطية الإصدار وتحمل مخاطر عدم تسويقه بالكامل.

• القيام بالإعلانات والاتصال بالمشتريين المحتملين مثل البنوك، شركات التأمين وغيرها من المشتريين.

4- المستثمرون في السندات

حيث يمكن أن نفرق بين ثلاثة أنواع للمستثمرين في السندات، كالتالي⁽²⁾:

(1) صلاح الدين حسني السيبي، (2003): تطوير البورصات العربية، الطبعة الأولى، عالم الكتب: القاهرة، مصر، ص 92-93.

(2) منير إبراهيم هندي، (1999): إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف: الاسكندرية، مصر، ص 137.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

أ- المستثمرون المؤسسون

• شركات التأمين

عادة ما تعطى الأولوية لعامل الأمان أو ما يعرف بتخفيض المخاطر عند استثمار الأقساط، ويقتضي ذلك من الشركة متابعة أدوات الاستثمار ذات العائد المرتفع في السوق وكذا مخاطرها، لذلك فهي تفضل الاستثمار في السندات ذات العائد المرتفع وأقل درجة خطورة كالسندات الحكومية، مع الأخذ بعين الاعتبار أن تتميز السندات بإمكانية تسويقها بالشكل الذي يحقق الأمان.

• صناديق التقاعد

بحكم الموارد المالية الضخمة التي تعبئها هذه الصناديق من خلال المنخرطين الكثر فيها وعلى اختلاف الطرق التي تقوم من خلالها بالإصدار، سواء عن طريق بنك متخصص أو عن طريق شركة تأمين، فإن الجزء الأكبر من هذه الاحتياطات يستثمر في السندات.

ب- البنوك

تعتبر مكتتبا من الدرجة الأولى في السندات بالأخص في الدول المتقدمة، فهي تهدف أساسا الى تحقيق عائد مجز من ورائها، أما الهدف الرئيسي من تخصيص موارد الى الاستثمارات السندية فهم استخدامها عند الحاجة الملحة كخط دفاع للوقاية ضد مخاطر نقص السيولة من خلال عرضها للبيع.

ت- الجمهور

وهي فئة مهمة بالنسبة لأي سوق نظرا لحجمها الكبير والموارد المالية الكبيرة التي تتوفر عليها، هذه الفئة من المستثمرين تحفزها المزايا الضريبية التي تتمتع بها السندات خاصة الحكومية، غير أن دخولها المباشر الى السوق في تراجع مستمر نتيجة اعتمادها على صناديق الاستثمار.

المطلب الثالث: ماهية وتقييم السندات داخل المؤسسة

ان السندات وباعتبارها واحدة من أهم الأدوات داخل أسواق الأوراق المالية، وكذا باعتبارها واحدة من أهم مصادر الأموال، فإنها تحظى بعناية داخل المؤسسات من كيفية الاصدار وجهات الاصدار للاستفادة من مزايا هذه الأداة المهمة ومن ثم القيام بعملية التقييم والتحليل لهذه السندات لمعرفة تأثيرها على المؤسسة.

الفرع الأول: ماهية السندات

السندات هي مصدر أساسي من مصادر التمويل الخارجي، ولها جاذبيتها لكافة المستثمرين والمصدرين على حد سواء لما لها من خصائص تميزها عن باقي الأصول المالية الأخرى، وتتنوع في أشكالها وأصنافها.

1- مفهوم السندات

السندات أداة مديونية ذات دخل ثابت، احتلت مركزا ماليا في السوق المالي منذ سنة 1973 وتطورت أسواقها في بداية الثمانينات، فهي ذو صفة مالية قابلة للتداول ولحامله الحق في الحصول على فوائد دورية محددة بنسب مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند بالإضافة الى قيمة الأصلية⁽¹⁾.

من الجانب القانوني يمكن تعريفها على أنها محررات مكتوبة وفقا لأوضاع وبيانات يحددها القانون، قابلة للتداول بالشروط التجارية وتمثل حقا موضوعه مبلغ من المال يستحق الوفاء بتاريخ معين ويستقر العرف التجاري على قبولها أداة للوفاء كالنقود⁽²⁾.

تعتبر السندات نوع من أنواع القروض الطويلة الأجل يصدرها المشروع بهدف الحصول على أموال لتمويل النفقات الاستثمارية والتشغيلية، فهي عبارة عن التزام مالي على المشروع سداد قيمته في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه.

كما يمكن أن نقدم التعريف التالي للسندات: " السند شهادة التزام يتعهد بموجبه المصدر بدفع قيمة الالتزام لحامله عند تاريخ الاستحقاق المثبت على الشهادة، اضافة الى سعر الفائدة المطروح مسبقا، كما يطرح السند للاكتتاب بقيمة اسمية معينة تدفع مع الفائدة لحامل السند في فترات محددة حتى تاريخ الاستحقاق عادة تكون سنوية أو نصف سنوية⁽³⁾.

وبالتالي يمكن اجمال تعاريف السندات في المفهوم التالي: "السندات هي عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة، قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام أو الخاص، ضمن حدود القانون للحصول على قرض لا تقل مدته عن 5 خمس سنوات، تتعهد الشركة بموجبه سداد القرض وفوائده وفقا لشروط الاصدار"⁽⁴⁾.

2- أنواع السندات

ان السندات تعتبر من أكثر مصادر التمويل تنوعا وتوسعا من حيث أنواعها، حيث يمكن أن نقوم بتصنيف وتقسيم السندات حسب العديد من المعايير والتي يعرف كل معيار منها العديد من الأنواع المختلفة وهو الأمر الذي سوف نقوم بتقديمه كآتي⁽⁵⁾:

(1) أرشد فؤاد التميمي، (2004): الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص86.

(2) Floozat Denise, (1998): Economie Contemporaine, les Phénomène Monétaires, 14^{ème} Edition, P.U.F: Paris, France, p30.

(3) جميل الزيدانين، (1999): أساسيات في الجهاز المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: الأردن، ص224.

(4) وليد صافي وأنس البكري، مصدر سبق ذكره، ص107.

(5) طارق الحاج، مصدر سبق ذكره، ص 114-117.

أ- من حيث الضمان

هنا ومن خلال هذا المعيار يمكننا التمييز بين ما يلي:

• السندات المضمونة

وهي السندات التي تصدرها المؤسسة بضمان أصولها لمصلحة حاملي السندات، توفر الحماية لهم بالموجودات المرهونة حيث تتعهد المؤسسة بدفع قيمة هذه السندات عند موعد الاستحقاق وكذلك الفوائد المستحقة في مواعيدها. تعد السندات المرهونة بعقار أو معدات من أهم صورها وتسمى بسندات الرهن، فيمكن أن تكون هذه السندات مفتوحة النهاية بحيث يجوز للمؤسسة إضافة إصدارات على ذات الرهن أو الضمانات، كما يمكن أن تكون مغلقة النهاية تمنعها من إضافة إصدارات أخرى لحماية قيمة الضمان.

• السندات غير المضمونة

تعتبر سندات عادية وضماناتها لحملتها تنحصر في قدرة المؤسسة المصدرة على دفع الفوائد وأصل المبلغ، أي أن المركز الائتماني هو الضمان الوحيد على هذه السندات، عادة ما تكون الفوائد على هذه السندات أعلى من فوائد السندات المضمونة نظرا الى المخاطر التي تتحملها. تمثل سندات الدخل احدى صورها حيث يرتبط دفع الفائدة بقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح التي تغطي الفوائد الواجب دفعها، كما يمكن هذا النوع من تأجيل دفع الفوائد وفقا لشروط الاصدار.

ب- من حيث سعر الفائدة

أي السندات التي تصنف على أساس معدل الفائدة الخاص والذي تحمله، وعلى هذا المعيار يمكن أن نميز الأنواع التالية:

• السندات بمعدل فائدة ثابت

هي سندات تقليدية تعطي الحق لحاملها في الحصول على دخل ثابت أثناء مدة حياة السند بالإضافة الى استرداد رأس المال المستثمر في تاريخ الاستحقاق، بالتالي فهي سندات تحمل سعر فائدة محدد سلفا ويبقى ثابت دون تغيير حتى انتهاء المدة. وهذا النوع يتأثر كثيرا بتحركات أسعار الفائدة في السوق صعودا ونزولا ويكون ارتفاع سعر فائدة السند بمعدل فائدة ثابت عكس تقلبات أسعار السوق.

• السندات ذات الفائدة المعومة

هي تلك السندات التي لا تحمل سعر فائدة ثابت، بل متغير ومتذبذب بدرجة محدودة ومرتبطة بحالة التضخم ومعدلاته وامكانية تغييره، اذ يتحرك هذا السعر صعودا وهبوطا مع حركات أسعار الفائدة السائدة في

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

السوق. ويتحدد هذا السعر أي سعر الفائدة العائم بربطه بسعر أساسي مثل سعر إعادة الخصم أو بفائدة أدوات الخزينة.

• السندات الصفيرية

أو ما يطلق عليها بسندات الفائدة الدورية الصفيرية وهي تلك السندات التي لا تحمل فائدة، بمعنى أن سعر الفائدة فيها يساوي الصفر طول مدة حياة السند وتصدر بسعر أدنى من القيمة الاسمية، أما الفائدة من اقتنائها بالنسبة للمستثمر هو أن يحصل الحامل لهذا السند على عائد من الفرق المدفوع عند الاكتتاب أو شراء السند والمبلغ المقبوض عند الاستحقاق أو بيع السند. من الأسباب الرئيسية لإصدار مثل هذا النوع من السندات هو تجنب التسديد الغير المنتظم للفوائد.

ت- من حيث الجهة المصدرة

يكتسي هذا المعيار أهمية كبيرة بالنظر الى أنه يفرق بين سندات القطاع العام والقطاع الخاص، من خلاله يمكننا أن نقسم السندات الى:

• السندات الحكومية

السندات المصدرة من طرف الحكومة أو الدولة للاكتتاب العام من أجل تمويل عمليات التنمية الاقتصادية ويمكننا أن نذكر ما يلي⁽¹⁾:

• سندات الحكومة المركزية

هي سندات دولة وتصدر في الغالب من طرف وزارة المالية ويتولى البنك المركزي مسؤولية تسويقها الى الجمهور والمؤسسات المصرفية، الغرض من اصدارها هو تغطية العجز في الانفاق والتأثير في على العرض النقدي وبهذا تعتبر أداة من أدوات الدين العام.

• سندات الحكومة المحلية

يقصد بها المجالس المحلية والبلدية ومجالس المحافظات والأقاليم والولايات، حيث تقوم بالإصدار السندي لتمويل أنشطتها المحلية داخل الحدود الجغرافية.

• سندات القطاع الخاص

وهي تلك السندات التي تصدر من طرف الشركات والمؤسسات التي تنتمي الى القطاع الخاص بجميع أنواعها، تتميز بالتنوع والاختلاف في طريقة استعمالها أو اصدارها، في غالب الأحيان تحمل سندات القطاع الخاص سعر فائدة أعلى من سندات القطاع العام، لأنها تتحمل درجة عالية من المخاطر .

(1) أرشد فؤاد التميمي، مصدر سبق ذكره، ص98.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

ث- من حيث قابلية الاستدعاء

يقصد بهذا المعيار القابلية للاستدعاء قبل حلول موعد استحقاق هذه السندات وحسب هذا المعيار يمكننا ان نقسمها الى:

• سندات قابلة للاستدعاء

هي سندات يتضمن عقد اصدارها شرط استدعاء، يخول هذا الشرط للجهة المصدرة للسند استدعائها لاهلاكها بسعر محدد خلال فترة معينة أي سداد قيمتها قبل موعد استحقاقها، كما يستفيد المصدر من هذا الشرط إذا ما سادت ظروف اقتصادية ترتب عنها انخفاض في مستوى أسعار الفائدة في السوق عما كانت عليه عند اصدار السندات، حينئذ يتم الاستدعاء والاستبدال بسندات بديلة بقسيمة أقل، تتناسب ومستويات الفائدة في السوق. يتم تعويض المستثمر عن مخاطر الاستدعاء بالفرق بين القيمة الاسمية وقيمة الاستدعاء التي تكون أعلى، ما يطلق عليها بعلاوة الاستدعاء⁽¹⁾.

• سندات غير قابلة للاستدعاء

وهي تلك السندات التي لا يحق للجهة المصدرة لها استدعائها قبل موعد أو تاريخ الاستحقاق، كما لا ينص على الاستدعاء في العقد الخاص بها. اما المؤسسات والشركات فهي تفضل السندات القابلة للاستدعاء بالنظر الى المزايا التي توفرها من هبوط لأسعار الفائدة وامكانية الاستدعاء، بالإضافة الى أنها تمكن من التخلص من التكاليف الخاصة بالسندات وكذا فوائدها.

ج- من حيث قابلية التحويل

ونعني بها هنا القابلية للتحويل أو الاستبدال والتي يمكن أن نقسمها الى⁽²⁾:

• السندات القابلة للتحويل الى أسهم

هي تلك السندات التي ينص عقد اصدارها على امكانية تحويلها الى أسهم عادية، وتكون حسب قواعد التحويل وكذا في فترة معينة. يوفر هذا النوع من السندات لحامله عائدا أدنى يتمثل في معدل الفائدة على السند كورقة دين، ويمنحه الفرصة أيضا للاستفادة من ارتفاع سعر سهم المؤسسة أو الشركة، بالإضافة الى أنه يسمح للمصدر بتخفيض تكلفة الاقتراض لأن معدل الفائدة على هذا النوع من السندات يكون منخفضا⁽³⁾.

⁽¹⁾ منير ابراهيم هندي، (1999): أدوات الاستثمار في سوق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث: الاسكندرية، مصر، ص 36.

⁽²⁾ Ginglinger Edith, (2000), Le Point sur le Financement par Obligations Convertibles, Revue Banque, n°44, Groupe Revue Banque, Fédération Bancaire Française, France, p.53-58.

⁽³⁾ Odile Barbe et Laurent Didelot, (2011): La comptabilisation d'un Emprunt Obligataire Convertible en Actions Assorti d'une Prime de Non-Conversion, Revue Française de Comptabilité, N°448, Ordre des Exeperts-Comptable, France, p45.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

• السندات القابلة للاستبدال بأسهم

هي سندات تصدر من قبل شركة ما وتسد عند حلول أجل الاستحقاق بأسهم شركة أخرى يحوز فيها المصدر على مساهمة، بشرط أن يرتفع سعر السهم الضمني بما يكفي ليكون التبدل في صالح حامل السند، أما في حالة العكس فان التسديد يكون نقداً.

• السندات الغير قابلة للتحويل

هي السندات التي تعرف باسم السندات العادية أي أنها تتمتع بخصائص السند العادية دون اضافة أي شرط الى عقود إصدارها، بالتالي فهي سندات غير قابلة الى الاستبدال أو التحويل الى أسهم وهي تعتبر الأكثر شيوعاً.

ح- من حيث التسجيل

أي أن السندات عند اصدارها تتم لها عملية تسجيل وعلى أساس هذا التسجيل يتم تقسيم السندات الى الأنواع التالية:

• سندات بأسماء مالكيها

السندات التي تصدر ويتم تسجيل اسم مالكيها على كويون السند وفي سجل خاص موجود لدى الجهة التي أصدرتها، كما يعطى مالكيها شهادة ملكية باسمه. الفائدة من ذلك أن ضياع السند لا يؤثر على مالكيه، كما يجب ملاحظة أن مالك هذا النوع لا يستطيع بيعها الا بالرجوع الى السجل لشطب اسمه واستبداله باسم المشتري.

• سندات لحاملها

هي تلك السندات التي تصدر دون اسم مالكيها بسجلات الشركة المصدرة، حيث يمكن نقل ملكيتها الى المشتري بكل سهولة ويسر ودون الرجوع الى الجهة المصدرة لها، لكنها معرضة لمخاطر الضياع بشكل سلبي.

3- خصائص وميزات السندات

ان السندات وباعتبارها ذات أهمية كبيرة تتمتع بمجموعة كبيرة من المزايا والخصائص التي تجعلها مصدر تمويل مميّز عن غيره وسوف نذكر الخصائص التالية⁽¹⁾:

(1) Stéphane Ducay, (2012): Emprunts Obligataires, Etude de Recherche Mathématiques Financières, Université de Picardie Jules Verne, UFR des Sciences, France, p2-3.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

أ- التزامات السند

السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، تحدد فيها العوائد الدورية وحتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة وذلك مهما تقلبت الأسعار السوقية ومهما كانت ربحية الجهات المصدرة وظروفها المالية.

ب- مخاطر السندات

تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.

ت- عوائد السندات

تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مستثمري السندات يخصصون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد. هنا فان المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيما حالية أدنى للسندات.

ث- فترة التسديد

كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فان السندات تحمل مخاطر أكبر. ان الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص.

ج- عقود اصدار السندات

ان اصدار أي قرض سندي غالبا ما يتضمن بنود تتمثل فيما يلي⁽¹⁾:

• القيمة الاسمية

وهي المبلغ المراد اصداره مقسوما على عدد السندات المعروضة في السوق أي مبلغ القرض السندي، ما يسمح بتحديد مبلغ السداد في تاريخ الاستحقاق ويستخدم لحساب مبلغ الفائدة.

• القسيمة

تمثل التعويض المدفوع للدائن وهي مبلغ الفائدة المستحقة، سواءا كما جرت العادة بدفع الفوائد كل سنة أو يكون الدفع ثلاثي أو سداسي، يتم حسابها بضرب المعدل الاسمي في القيمة الاسمية.

⁽¹⁾ Erwan le saout, (2008): Introductions aux Marchés Financières, 2^{ème} Edition, Economica, Paris, pp32-34.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

• تاريخ الاكتتاب وتاريخ التمتع

الأول هو التاريخ الذي يدفع فيه المكتتب سعر الاصدار الى المقترض. أما الثاني فهو التاريخ الذي يبدأ فيه حساب الفوائد، في الغالب يكونان متقاربان في المدة.

• سعر وعلاوة الاصدار

هو ذلك السعر الذي يقدم به السند للبيع في السوق الأولية، يختلف عن القيمة الاسمية والفرق بين القيمتين يحدد علاوة الاصدار، كما يمكن أن يتساوى سعر الاصدار والقيمة الاسمية وفي هذه الحالة يقال أن الاصدار "بسعر تعادلي"، أما في الحالة العكسية يعرف الاصدار بـ "تحت سعر التعادل".

• قيمة وعلاوة السداد

هي عبارة عن المبلغ المسدد من المصدر الى المكتتب في تاريخ الاستحقاق، حيث في الغالب يكون المبلغ المسدد مساويا للقيمة الاسمية، أحيانا يكون أكبر منه والفرق بينهما يسمى علاوة السداد.

• نوعية المصدر

تعتبر مؤشر عن قدرته على الوفاء بالتزاماته من سداد للأصل والفوائد في أجال استحقاقها، بالتالي فان تصنيف المؤسسات ومراكزها له أثر بالغ على الفوائد المطلوبة من طرف المستثمرين، فكلما ارتفعت المخاطر كلما زادت الفوائد أي القسيمة.

ح- التسعير في البورصة

تسعر السندات في البورصة بالنسبة المئوية أسفل القسيمة، هذا يعني أن السندات لا تسعر بالعملة وانما بالنسبة المئوية من القيمة الاسمية. فاذا كان سعر السند المعلن في البورصة مثلا 115.00، فانه يعبر عن تسعير بـ 115% من القيمة الاسمية، أي 15، دينار لكل دينار واحد من القيمة الاسمية.

يسعر السند دائما أسفل القسيمة لتسهيل عملية المقارنة بين عدة سندات تختلف من حيث تاريخ استحقاق القسيمة، واذا رغب مستثمر في اقتناء سند ما ينبغي أن يدفع سعر السند في البورصة الذي يعكس وضعية معدلات الفائدة في السوق، اضافة الى القسيمة السارية والتي يتم الاعلان عنها أيضا، فمن الطبيعي تعويض المستثمر الذي يرغب في بيع السند قبل حصوله على الفائدة أو انتزاع القسيمة عن فترة احتفاظه بالسند.

الفرع الثاني: تحليل وتقييم السندات

لنجاح عملية الاصدار السندي التي تقوم بها المؤسسة وكذا تمكنها من تمويل استثماراتها ونشاطاتها المختلفة عن طريق قرضها السندي يجب عليها أن تقوم بتحليل وتقييم السندات المصدرة من خلال تحديد

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

أسعار الفائدة المختلفة وكذا مختلف معدلات العائد على السندات وهذا في طريقها الى الوصول الى تقييم السندات ومعرفة الجدوى من الاصدار.

1- أنواع الفوائد على السندات

ان التعرف على مختلف أسعار الفائدة له دور كبير في عملية تحليل السندات وكذلك تقييمها، يمكن تصنيف أسعار الفائدة وفق تقسيمات متعددة، نركز هنا على عدد منها للتمييز بين أنواع الفوائد المختلفة على السندات⁽¹⁾:

أ- أسعار الفائدة البسيطة وأسعار الفائدة المركبة

تحتسب أسعار الفائدة البسيطة عن طريق تحديد نسبة العائد الفعلي الى المبلغ الأصلي وذلك دون الاهتمام بأي تراكم خلال الفترة التي يستمر فيها الاحتفاظ بالسند حتى وقت التسديد المقرر مسبقا، كما هو موضح في العلاقة التالية:

$$I = (m) \times (r) \times (t) \quad \dots(2-1)$$

حيث أن:

I = الفائدة المحتسبة ؛

m = المبلغ الأصلي؛

r = معدل الكوبون؛

t = الفترة بالسنوات؛

اما بالنسبة لأسعار الفائدة المركبة فإنها تقوم على تراكم المبلغ الأصلي مع العائد السنوي و حتى نهاية وقت الاحتساب ضمن فترة عمر السند، فتحتسب الفوائد الحالية على الفوائد السابقة، وفقا للصيغة الآتية:

$$Y = m (1+r)^t \quad \dots(2-2)$$

Y = المبلغ الأصلي والفوائد؛

ب- أسعار الفائدة الاسمية وأسعار الفائدة التعديلية

ان أسعار الفائدة الاسمية هي الأسعار المحددة ككوبون السند أي بمعدل ثابت وكنسبة مئوية مقررة بشكل منظم أو رسمي. لا شك بأن التعاقدات الائتمانية ترتبط بالأسعار الاسمية للفائدة وذلك مهما تغيرت أسعار السلع والخدمات وهي تأخذ في اعتبارها التغيرات المختلفة للكميات والأسعار. غير أن ذلك لا يتحقق

⁽¹⁾ هوشيار معروف، مصدر سبق ذكره، ص123-131.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

دائماً وبالتالي تأتي الأسعار التعديلية للفائدة كأسعار توازنية مقارنة يتعادل عندها الاستهلاك المستقبلي مع الاستهلاك الجاري، التي تحسب بالصيغة الآتية:

$$r_1 = \frac{V_1}{V_0} \quad \dots(2-3)$$

حيث:

V_1 : قيم السلع والخدمات في الزمن (1)؛

V_0 : قيم السلع والخدمات في الزمن (2)؛

ت- أسعار الفائدة المخصومة والأسعار المضافة

ان غالبية السندات المتداولة في الأسواق المالية تقوم على تحديد مسبق وتسديد لاحق لأسعار فائدتها، أي تضاف مبالغ أخرى الى المبالغ الأصلية في تاريخ الاستحقاق. وهناك قروض أخرى تحتسب فوائدها مسبقاً وتقتطع من أصل المبلغ المقدم.

فمثلاً اذا كان المبلغ الأصلي 1000 دينار وكان سعر الفائدة 10% ولسنة واحدة، فان المبلغ الحقيقي

الذي يستلم بموجب الأسعار المخصومة يكون: $1000 (1-0.1) = 1000 (0.9) = 900$

ويعوجب الأسعار المضافة لاحقاً يكون: $1000 (1+0.1) = 1000 (1.1) = 1100$

ث- أسعار الفائدة الجارية وأسعار الفائدة التحفيزية

أسعار الفائدة الجارية هي الأسعار السائدة في السوق والمؤسسات المصرفية وكذلك بين الأطراف الدائنة والمدينة، بالتالي فان هذه الأسعار تسمى بالأسعار المشاهدة أو الواقعية.

بالنسبة لأسعار الفائدة التحفيزية فإنها تقوم على خصم هذه الأسعار لدفع المستثمرين الى شراء السندات خاصة في ظروف الركود ويحسب سعر الفائدة التحفيزي بقسمة الفائدة السنوية المدفوعة على معدل الخصم التحفيزي، لذلك يجب تحديد معدل الخصم بدقة كبيرة من خلال تحديد درجة حساسية السند للتغيرات في أسعار الفائدة⁽¹⁾.

خ- أسعار الفائدة المتوقعة وأسعار الفائدة المعومة

أسعار الفائدة المتوقعة تعتبر تخمينية أي تنبؤية تقدر من طرف المختصين أو المستثمرين باستخدام اساليب تحليلية كمية واحصائية، هذا بالاعتماد على المعلومات المتاحة حول أسعار السندات وكذا الكفاءة الحدية لأس المال، فقد ساهم تطور النظريات السوقية وخاصة نظرية التوقعات العقلانية في الوصول الى تحديد الأسعار المثلى والفعلية والتي تحقق التوازن العام والكفاءة في السوق السندي.

(1) هوشيار معروف، مصدر سبق ذكره، ص ص 128-129.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

أما بالنسبة لأسعار الفائدة المعومة فإنها تتحدد وفقا لتغيرات العرض والطلب على السندات وكذلك لواقع الظروف السائدة في السوق المالي والاقتصاد، عادة ما يعاد النظر في هذه الأسعار من فترة الى أخرى قد تكون من ستة أشهر الى سنة حسب ظروف الاقتصاد والسوق المعنيين.

2- معدلات العائد على السندات

تعتمد عوائد السندات خلال فترة سدادها على مصدرين رئيسيين وهما⁽¹⁾:

- الفروقات بين أسعار الشراء وأسعار البيع المرتبطة بالسندات.
- أسعار الفائدة المحددة في السندات أصلا بشكل صريح أو بشكل ضمني من خلال الفروقات بين أسعار الاصدار وأسعار السداد.

فالعوائد على السندات من خلال المصدرين السابقين فإنها تتأثر بمجموعة من العوامل والتي في مجملها تتعلق بظروف العرض والطلب السائدة وكذا ظروف المؤسسة المعنية بالسند، بالإضافة الى مخاطر استدعاء السند ومخاطر الاتجاهات المستقبلية للتضخم وظروف الاقتصاد بصفة عامة والتي تؤثر بشكل كبير على الاستثمار، في مجملها فإنها عوامل تؤثر على العوائد المختلفة للسندات والتي يمكن أن نحددها في العوائد التالية:

أ- معدل العائد الاسمي

ان معدلات العائد للسندات مرتبطة أساسا بمعدلات وأسعار الفائدة الخاصة بها وهي التي تحدد قيمة هذا العائد بالنسبة للسندات المصدرة، معدل العائد الاسمي يرتبط بمعدل الفائدة السنوي المتفق عليه في عقد السند، الذي من خلاله يتم حساب قيمة القسيمة و يكون بالعلاقة التالية⁽²⁾:

$$\text{معدل العائد الاسمي} = 100 \times \frac{\text{قيمة القسيمة}}{\text{القيمة الاسمية}} \dots (4-2)$$

ب- معدل العائد الحقيقي

يعتبر ذو أهمية كبيرة بالنظر الى الاهتمام الذي يحظى به من قبل المستثمر والذي يبحث عن معدل العائد الحقيقي من أجل المقارنة مع فرص استثمارية أخرى بديلة، فهو يمثل التقييم الحقيقي للسند وعوائده ويحدد بالعلاقة التالية:

$$\text{معدل العائد الحقيقي} = 100 \times \frac{\text{قيمة القسيمة}}{\text{القيمة الاسمية}} \dots (5-2)$$

⁽¹⁾ هوشيار معروف، مصدر سبق ذكره، ص116.

⁽²⁾ Corynne Jaffeux, op.cit, p196.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

الا أن حساب معدل العائد الحقيقي بهذه الطريقة يمكن أن لا يكون دقيقا نظرا لعدم اهتمامها بالأرباح والخسائر الممكن حصولها من تاريخ الشراء حتى تاريخ التقييم.

ت- معدل العائد المتوقع

أو ما يعرف بمعدل العائد حتى تاريخ الاستحقاق وهو من أهم المؤشرات وأكثرها اهتماما من قبل المصدرين والمستثمرين على حد سواء، فهو مؤشر حقيقي لتقييم السندات حيث يمثل العائد السنوي الذي سيحققه المستثمرون عند شراء السندات بأسعارها الحالية ويتم الاحتفاظ بالسند الى تاريخ الاستحقاق، تتساوى عنده القيمة السوقية للسند في تاريخ التقييم وجميع التدفقات النقدية بالقيمة الحالية المتوقعة والمتمثلة في الفوائد والقيمة المسترجعة. يحسب كما يلي⁽¹⁾:

$$P_m = \sum_{t=1}^n \frac{F_1}{(1+T_{Ri})^t} + \frac{C_n}{(1+T_{Ri})^n} \quad \dots(2-6)$$

حيث:

P_m : سعر السند في السوق؛
 F_1 : القسيمة المستحقة؛
 C_n : القيمة المسترجعة في نهاية المدة؛
 T_{Ri} : معدل العائد المتوقع؛

ث- معدل العائد المحقق

هو العائد الذي تم تحقيقه ويقوم بقياس دخل السند من فوائد محصلة وأرباح أو خسائر رأسمالية التي تحققت أثناء مدة حياة السند أو خلال فترة الاحتفاظ بالسند، العلاقة التالية توضح ذلك:

$$R = \frac{P_2 - P_1 + C}{P_1} \quad \dots(2-7)$$

حيث:

R : معدل العائد المحقق؛
 P_1 : سعر شراء السند؛
 P_2 : سعر بيع السند؛
 C : القسيمة المحصل عليها؛

3- تقييم السندات

ان عملية تقييم السندات تعتبر ذات أهمية كبيرة جدا بالنسبة للمصدر الذي يرغب في تحقيق التمويل الازم لاستثماراته، كذلك بالنسبة للمستثمر الذي يبحث عن عائد مناسب وخطر معقول، لذلك وجب أن تحظى عملية التقييم باهتمام كلا الطرفين من خلال تحليل العلاقة التي تربط قيمة السندات مع مستويات الفائدة والتي تطرقنا الى أنواعها سابقا، بالإضافة الى العوائد المختلفة والتي تطرقنا اليها أيضا.

⁽¹⁾ رياض دهال، (2003): الأدوات المالية، مجلة جسر التنمية، المجلد 2، العدد 15، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، ص3-4.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

وبالتالي يمكن القول أن تقييم السند تمر عبر معرفة ما يلي⁽¹⁾:

- أسعار الفائدة (معدل القسيمة) التي تدفع حتى الاستحقاق أو كسور منها عن المدة الباقية من عمر السند.

- العائد والتغير في القيمة الرأسمالية وتمثل الفرق بين القيمة الاستهلاكية للسند وقيمة الشراء.

وبما أن تقييم السند تجرى حالياً والعائد يكون مستقبلي فلا بد من أخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود بالحسبان عند حساب العوائد، كذلك البحث عن معدل خصم مناسب للوحدة النقدية من العوائد المستقبلية لإرجاعها الى قيمتها الحالية المعبرة عن القيمة الحقيقية للسند (القيمة الشرائية).

أ- تقييم السندات ذات العائد الصفري

ان السندات صفرية القسيمة هي أبسط أنواع السندات، إذ يتم دفع مبلغ ثابت في تاريخ مستقبلي ويسمى بالسند المخصوم لسنة واحدة اذا استحق الدفع بعد سنة، كما يسمى بالسند المخصوم لسنتين اذا استحق بعد سنتين، بالتالي فان العائد على هذه السندات يكون في الفرق بين سعر الاصدار والقيمة المسترجعة في تاريخ الاستحقاق، العلاقة التالية توضح ذلك⁽²⁾:

$$P = \frac{VR}{(1+i)^n} \quad \dots(2-8)$$

P: هو سعر السند بأجل استحقاق n؛

i: معدل الفائدة في السوق؛

VR: القيمة المسترجعة في تاريخ الاستحقاق؛

بالتالي فان تقييم السند بالنسبة للمستثمر يعتمد على العلاقة العكسية بين سعر السند ومستوى سعر الفائدة، ففي حالة ارتفاع سعر الفائدة في السوق فان المستثمرون يبيعون السندات القديمة لشراء سندات جديدة بمعدل أعلى، فعملية البيع تؤدي الى انخفاض أسعارها لكنها تتوقف عندما يتساوى معدل العائد المتوقع مع معدل القسيمة.

ب- تقييم السندات ذات القسائم

لحساب القيمة الحالية للسند فلا بد من تحديد العوائد المتوقعة طوال عمر السند والتي يكون مصدرها القيمة التي يحصل عليها حامل السند عند الاستحقاق (القيمة المستقبلية)، كذا التدفق النقدي للفائدة حتى موعد التخلي عن السند. كل من هذين العائدين يجب حسابهما بقيمتها الحالية من أجل تقييم السند كالاتي:

⁽¹⁾ محمود محمد الداغر، (2007): الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات، الطبعة الثانية، دار الشروق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص151.

⁽²⁾ Erwan le saout, op.cit, p45.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

$$PV = FV \times D + R \times D \quad \dots(2-9)$$

حيث:

PV: القيمة الحالية؛ FV: القيمة الاستهلاكية (المستقبلية)؛

D: معدل الخصم؛ R: حجم الفائدة؛

ولابد من تمييز الحالات التالية عند تقييم السند بعائد ثابت كما يلي:

- إذا كان المستثمر يرغب في شراء السند بعد صرف القسيمة مباشرة فإن القيمة الشرائية تساوي القيمة الحقيقية (الحالية) للقيمة المستقبلية للسند (الاستهلاكية) مضافا إليها القيمة الحالية لدفعة دورية متساوية مع حجم الفائدة كما يلي:

$$PV = FV \times D + R \frac{1-D}{r} \quad \dots(2-10)$$

- إذا رغبت المستثمر شراء السند قبل صرف القسيمة مباشرة، في هذه الحالة سيكون هناك عائد اضافي من القسيمة تضاف الى حساب القيمة الحالية كالآتي:

$$PV = FV \times D + R \times \frac{1-D}{r} + R \quad \dots(2-11)$$

- من خلال ما سبق يتوضح لنا أن تقييم السندات يتأثر بمعدل الفائدة، مبلغ القسيمة والقيمة المستقبلية وكذا معدل الفائدة وكلها عوامل تؤثر على شراء المستثمر للسند أو بيعه⁽¹⁾.

⁽¹⁾ ابراهيم الكراسنة، (2005): ارشادات في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، الامارات، ص10.

المبحث الثاني: الاقتراض السندي وتمويل المؤسسة

ان وظيفة التمويل في المؤسسة الاقتصادية تحظى بأهمية بالغة وما توفره من المصادر التمويلية المختلفة، ما ينطبق على التمويل بالسندات الذي يعتبر واحد من أهم مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة والذي سيتم التطرق اليه في هذا المبحث من بداية اصداره الى غاية انتهاء القرض.

المطلب الأول: إصدار القرض السندي

ان عملية إصدار السندات صناعة خدمية تمويلية سواء في القطاع العام أو الخاص تقوم بتنظيمها مجموعة من القوانين المختلفة محليا وعالميا، حيث من المعروف أن عملية إصدار قرض سندي معين تتم مرة واحدة فقط أما إذا أراد مصدر قرض سندي إصدار قروض سنديّة أخرى تحمل نفس مواصفات القرض السندي الأول فإنه يمكن الجمع بينها في قرض سندي واحد يحمل المبلغ الإجمالي عوض إصدار عدة قروض سنديّة وهذا ما يعرف بمحاكاة القروض أو تجميع القروض.

الفرع الأول: شروط ومراحل الإصدار السندي

1- شروط إصدار السندات

من أجل أن تكون المؤسسة أو الشركة مؤهلة للقيام بالإصدارات السنديّة يجب أن تتوفر على سنتين من الوجود والنشاط الدائم وهذا حسب الشروط القانونية التي تفرضها الدولة والتي تعتبر تقريبا شروط متعارف عليها دوليا رغم وجود اختلافات نوعية من دولة الى أخرى، بالتالي يمكن أن نقول بأن عملية اصدار السندات تخضع الى مجموعة من القيود والشروط التي يمكن أن تكون ناجمة بالدرجة الأولى عن الاطار القانوني للنظام الاقتصادي، أو تكون شروط عامة متعلقة بالإصدار في حد ذاته أي من ناحية اقتصادية، بالتالي يمكن أن نذكر ما يلي من الشروط⁽¹⁾:

• الشروط القانونية للإصدار

نص القانون على مجموعة من الشروط الواجب توافرها حتى تتمكن الشركة من اللجوء إلى زيادة رأس مالها عن طريق إصدار السندات تتمثل فيما يلي:

- صدور قرار صريح من الجمعية العامة للمساهمين على طرح سندات للاكتتاب العام وفي ذلك نص المشرع الجزائري في نص المادة 715 مكرر 84 بقوله "تكون الجمعية العامة للمساهمين مؤهلة وحدها لتقرير إصدار سندات الاستحقاق وتحديد شروطها أو السماح بذلك ويجوز لها أن تفوض سلطاتها إلى مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة، مجلس المديرين".

⁽¹⁾ Corynne Jaffaux, (1994): Bourse et Financement des Entreprises ,Editions Dalloz: Paris, France, p158.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

- القيام بعملية إشهار الإصدار وفي ذلك نصت المادة 715 مكرر 86 "إذا لجأت الشركة إلى الادخار فيتعين عليها قبل الاكتتاب القيام بإجراءات إشهار شروط الإصدار وتحدد إجراءات الإشهار عن طريق التنظيم". وقد حدد المشرع بيانات إلزامية يجب أن يتضمنها إعلان الإصدار من بين هذه البيانات⁽¹⁾: تسمية الشركة - شكلها - مبلغ رأس مالها - عنوان مقرها - رقم تسجيلها في السجل التجاري - مبلغ سندات الاستحقاق....الخ.
 - ضرورة الوفاء بكل رأس المال المصدر من قبل المساهمين قبل اتخاذ قرار طرح السندات للاكتتاب العام ولا يسمح بإصدار سندات الاستحقاق إلا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي أعدت موازنتين صادق عليها المساهمين بصفة منتظمة وفي ذلك نصت المادة 715 مكرر 82 من القانون التجاري الجزائري مع الإشارة إلا عدم تطبيق هذه الشروط على إصدار سندات الاستحقاق التي تستفيد إما ضمانا من الدولة أو من الأشخاص المعنوية الخاضعة للقانون العام أو ضمانا من شركات تستوفي الشروط الأخيرة السابقة، كما لا تطبق على إصدار سندات الاستحقاق المرهونة بموجب سندات دين على ذمة الدولة أو الذمة المعنوية العامة لآحد الأشخاص.
 - يشترط عند إصدار السندات الا تزيد قيمة السندات السابقة التي أصدرتها الشركة والمتداولة في أيدي الجمهور بالإضافة الى الاصدار المقترح للسندات الجديدة، على صافي أصول الشركة وقت الاصدار حسبما يحدده مراقب الحسابات في تقريره المقدم للجمعية العامة بمناسبة الاصدار، فهذا الشرط يضمن لحملة السندات نوعا من الحماية، حيث أن صافي أصول الشركة يمثل الضمان لأموال الدائنين وأصحاب القروض، وهذا في حالة ما اذا لم تستطع المؤسسة الوفاء بالالتزامات التي عليها أو في حالة انقضاء الشركة أو تصفيتها فان صافي الأصول يستخدم لسداد تلك الالتزامات.
- بالإضافة الى الشروط السابقة والتي يجب على المؤسسة مراعاتها والتي لا يمكن اصدار السندات الا بتوفرها في أي مؤسسة اقتصادية، فان هناك أيضا محددات لاستخدام السندات أو التمويل بالقرض السندي في هيكل المؤسسة المالي أو في المؤسسة ككل وهي التي سوف يتم التطرق اليها فيما بعد بالتفصيل، هذا ما يجعل التمويل بالسندات ذو ميزات وخصائص مختلفة عن غيره حتى في الشروط المتعلقة بإصداره.

(1) المرسوم التنفيذي رقم 438/95، (1995): الصادر بتاريخ 23 ديسمبر، المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات.

2- مراحل وخطوات الإصدار السندي

ان عملية اصدار السندات وعلى غرار اصدار الأسهم فإنها تتم عبر مجموعة من المراحل، فأى مؤسسة اذا رغبت في القيام بإصدار سندي فإنها تتوجه الى احدى الشركات الاستشارية لدراسة الأمر وكذا الاحاطة بجميع جوانب هذا الاصدار، بالتالي تكون لهذه الشركة الاستشارية مجموعة من التوصيات والتي تكون كما يلي⁽¹⁾:

• حجم الإصدار

نقصد به المبلغ المراد اصداره بمعنى مقدار المبلغ التي ترغب الشركة في اقتراضه عن طريق اصدار السندات سواءاً للجمهور الواسع أو المؤسسات.

• القيمة الاسمية والفوائد

حيث تقوم المؤسسة بتحديد القيمة التي سيجملها السند أي قيمته الاسمية، بالإضافة الى تحديد كيفية دفع وتسديد الفوائد والتي ستكون اما كل سنة، أو كل ست 6 أشهر.

• تاريخ الاستحقاق

بالإضافة الى القيم والفوائد التي سيجملها السند المصدر فان على المؤسسة أن تقوم بتحديد تواريخ استحقاق مختلف الاصدارات السندية بشكل دقيق.

• أنواع السندات

تعتبر من أهم العوامل في الاصدار السندي فأى مستثمر وقبل اقتناء أي سند فانه يبحث عن نوع السند من أجل تحديد أهدافه وما يناسبه من أنواع السندات، لذا فعلى المؤسسة تحديد نوع الاصدار السندي.

• مدير الإصدار

من بين الأمور التي توصي بها الشركة الاستشارية هو تعيين مدير للإصدار وهو الذي يتولى تنفيذ كل ما ذكر ويقوم أيضا بمخاطبة الجهات المختصة للحصول على الموافقة النهائية للإصدار، بعدها يتم الاعلان عن عملية الاصدار السندي الخاصة بهذه المؤسسة وذلك بوسائل الاعلان المختصة أو المختلفة سواءاً كانت رسمية أو غير رسمية من أجل الاكتتاب والذي يكون عادة في نشرة دعائية خاصة بإصدار المؤسسة.

(1) طارق الحاج، مصدر سبق ذكره، ص ص118-119.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

وبالتالي يمكننا أن نلخص خطوات الاصدار السندي والاجراءات الخاصة به والتي تقوم بها المؤسسة المصدرة فيما يلي⁽¹⁾:

- بعد أن تقوم المؤسسة بتحديد ما تم ذكره سابقا أي كل ما يتعلق بقيم السندات وفوائدها وتواريخ استحقاقها، يتم كخطوة أولى اصدار السندات اما عن طريق الاكتتاب العام أو الاكتتاب غير العام، اذا كانت الحالة الأولى أي الاكتتاب العام فيجب على المؤسسة مراعاة القواعد والاجراءات.
- يتم دعوة الجمهور للاكتتاب العام في السندات المصدرة من خلال نشرة الاكتتاب أو النشرة الدعائية والتي تكون متضمنة وشاملة لجميع جوانب الاصدار من بيانات عن عدد السندات المصدرة، سعر الاصدار سعر الفائدة وموعد رد السندات وفوائدها وأيضا كيفية القيام بذلك ..الخ، كما يتعين على المؤسسة ارفاق بعض المستندات الخاصة بها كالميزانية الأخيرة التي اعتمدها الجمعية العامة، بالإضافة الى تقرير عن نشاطها خلال السنة الحالية والسنة لسابقة للاكتتاب.
- اذا لم يتم تغطية السندات المعروضة للاكتتاب خلال المدة المقررة أو أي مدة أخرى يتقرر اليها الاكتتاب، فانه يجوز لمجلس ادارة المؤسسة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال والظروف التي تواجهها، كخطوة ثالثة الاكتفاء بإصدار القدر من السندات التي تمت تغطيتها والغاء الباقي، مع مراعاة الالتزام المكتتب بالوفاء بقيمة السداد في تواريخ الاستحقاق المتفق عليها سابقا.
- كخطوة رابعة فان للمؤسسة الحق و قد أجاز لها القانون اصدار عدة أنواع من السندات حتى تلك التي هي قابلة للتحويل الى أسهم والتي يكون لمساهمي الشركة أولوية الاكتتاب فيها، أو حتى تلك التي هي مضمونة برهن حيث اشترط أن يكون الرهن لصالح جماعة حملة السندات، بالتالي للمؤسسة الحق في الغاء وتحديد ما تحتاجه من أنواع أسهم وذلك قيل الاصدار أو كذلك بعد الاصدار.

الفرع الثاني: طرق إصدار السندات والمخاطر المرتبطة بالإصدار

1- تقنيات إصدار السندات

بعد أن تعرفنا على مختلف الشروط والقيود التي تفرض من قبل المشرع على عملية اصدار السندات، وكذا المراحل التي تتبعها المؤسسات في عملية الاصدار، سوف نتطرق الى الطرق التي يمكن أن تصدر بها السندات بمختلف أنواعها، والتي سوف نقسمها الى ثلاث طرق كالآتي⁽²⁾:

(1) أرشد فؤاد التميمي، مصدر سبق ذكره، ص91.

(2) Paul-Jacques Lehmann, (2006): Bourse et Marchés Financiers, 3^{ème} Edition, Dunod- Collection "Les Topos": Paris, France, pp25-27.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

أ- الإصدار المفتوح

سميت بالإصدارات المفتوحة لأن المصدر في هذه الحالة لا يحدد المبلغ المزمع إصداره ولا يحدد الموعد النهائي للإصدار، حيث تتم الموافقة على تقديم السندات للإصدار حينما يكون أو يحدث الطلب على هذه السندات. تعتبر هذه الطريقة معتمدة كثيرا خاصة في إصدار سندات الخزينة القابلة للاستبدال من قبل المستهلكين الأفراد والتي يتم إصدارها بهذه الطريقة.

ب- الإصدارات المشتركة أو النقابية

حيث يقوم المصدر في هذه الحالة بمراسلة مؤسسة مالية متخصصة تختلف من نظام ودولة الى أخرى، هذا من أجل ضمان الاطار القانوني والسير الحسن للإصدار السندي، حيث من خلال هذه المؤسسة المالية تقوم بالتنسيق مع مؤسسات أخرى كالوكالات المتخصصة في الإصدارات، مجموع هذه المؤسسات يشكلون فيما بينهم ما يعرف بـ "نقابة" والتي تأخذ على عاتقها مسؤولية السندات التي ستصدرها المؤسسة بمعنى آخر تقوم بضمان انتهاء العملية بنجاح، حيث من مزايا هذه الطريقة أن المصدر يكون ضامنا للحصول على التمويل والأموال اللازمة التي تغطي وتكون مناسبة لحجم الإصدار الذي قام به، سواء لأن السندات سوف تصل الى الجمهور الواسع بطريقة سلسة أو لأن أعضاء النقابة في حد ذاتهم سوف يحتفظون بها لأنفسهم.

من خلال هذه العملية الإصدارية والتي يدخل فيها عدة أطراف من مصدري ومؤسسات مالية وكذا وكالات متخصصة، توضح لنا لماذا يوجد هناك سوق للاتصالات بين البنوك لإعادة التصنيف، التي تظهر بين مرحلة الإصدار والتداول في البورصة وهي تسمى بالسوق الموازية والتي تسمح لأعضاء هذه النقابة عن طريق ما يعرف بالاتفاق المتبادل (gré à gré)، ببيع السندات التي لا يمكن للمؤسسة توجيهها الى أعضاء النقابة من أجل تجنب الوقوع في العسر المالي للخزينة والمحافظة على قيمة السندات قبل عملية ادراجها في البورصة، حيث يتم تحميل أعباء المصدر الى المشتري لهذه السندات. وتبقى عيوب هذه الطريقة في الإصدار هي ارتفاع تكاليفها، لأن عمولات ادارة الإصدار من قبل أعضاء النقابة وكذا عمولات التحويل الى البورصة تبقى عالية.

ت- الإصدار عن طريق المناقصة والاستيعاب

نقصد هنا بعملية المناقصة أن المصدر يقوم بنوع من البيع في المزاد عن طريق التواصل مع وسطاء مرخصين للقيام بمثل هذه العمليات الخاصة بالسندات المصدرة، هذه التقنية في الإصدار تسمح وتمكن المصدر من تخفيض التكاليف بفضل عدم وجود أي عمولة مرسلة.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

أما فيما يخص عملية الاستيعاب أو الادمج فهي تمكن من تخفيض عدد الأسطر أو أجزاء القرض السندي المصدر، هذا يعني أن المصدر غير ملزم في كل عملية مناقصة أن يقوم بإصدار أسطر جديدة أو أنواع أخرى من السندات، لكن يقوم بإكمال قرض سندي موجود سابقا بإصداره لسندات جديدة والتي تتمتع وتستفيد بنفس الخصائص السابقة (القيمة الاسمية، الاقساط، معدل الفائدة...الخ) التي كانت تتميز بها سندات الاصدار السابق، لكن مع تغير فقط قيمة الاصدار والتي تتطور مع معدل الفائدة السائد في السوق بالنظر للقيمة الاسمية.

2- المخاطر المرتبطة بالإصدار السندي

ان عملية اصدار السندات أو القرض السندي ورغم أهميتها بالنسبة للمؤسسة واعتبارها واحدة من أهم وسائل التمويل الا أنها تتعرض لبعض المخاطر التي قد تختلف في طبيعتها عن باقي أنواع الاستثمارات وأهم مصادر الخطر في هذه السندات هي:

أ- مخاطر أسعار الفائدة

وهو من أكثر المخاطر تأثيرا حيث يؤثر مباشرة في القيمة السوقية للسند فهو احتمال الخسارة الناتج من تذبذب سعر الفائدة مع وجود فجوة آجال للبنود الحساسة لسعر الفائدة بين جانبي الميزانية، يمكن تفصيلها الى (1) :

• الخطر الإيرادي لسعر الفائدة

ينشأ عندما تكون حجم الأصول التي سوف يعاد تسعيرها أكبر من الالتزامات التي سوف يعاد تسعيرها خلال فترة الفجوة مع توقع انخفاض أسعار الفائدة، أو في الحالة العكسية أي الالتزامات أكبر من حجم الأصول مع توقع ارتفاع أسعار الفائدة.

• الخطر الرأسمالي لسعر الفائدة

احتمال انخفاض القيمة السوقية للالتزامات في جانب الحصول على القيمة السوقية للالتزامات في جانب الخصوم كنتيجة لتقلب أسعار الفائدة في السوق، وهذا لوجود علاقة عكسية بين الأصول الرأسمالية وأسعار الفائدة.

(1) Eric Stephany, op.cit., p160.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

ب- مخاطر عدم القدرة على السداد

تأتي من جانب الشركة المصدرة للسندات فقد لا تتمكن هذه الشركة من دفع الفوائد الدورية المتفق عليها، أو عدم القدرة على رد القيمة الأصلية للسندات في تواريخ الاستحقاق⁽¹⁾.

ت- مخاطر إعادة الاستثمار

وهي من جانب المستثمر نفسه عند تعظيم العائد على استثماره، أي قيامه بإعادة استثمار ما يحصل عليه من تدفقات نقدية في استثمارات تحقق له عائد أعلى في حالة ارتفاع سعر الفائدة السوقي، لكن إذا فشل في هذه العملية فإنه سيتعرض إلى خطر الخسارة مرتين.

ث- مخاطر المدة حتى الاستحقاق:

حتى التواريخ التي تستحق فيها السندات أي سداد قيمتها والفوائد تؤثر على الاستثمار في السندات وتزيد من المخاطر المتوقعة.

ج- مخاطر السيولة

تأتي من جانب سوق الأوراق المالية ذاته فالسند قد يتميز بدرجة عالية من السيولة إذا أمكن بيعه بسرية وبطرق بسيطة، بالتالي على المستخدم أن يدرك وقت الحاجة إلى النقود. وتتمثل هذه المخاطر في عدم قدرة البنك على سداد الالتزامات المالية.

الفرع الثالث: انتهاء القرض السندي

ان عملية انتهاء القرض السندي من الأمور الأساسية التي يجب أن يتم توضيحها بشكل جيد في نشرة الاكتتاب، فهذه العملية يمكن أن تتم عن طريق اهتلاك القرض بالكامل أو عن طريق الاستدعاء، كذلك عن طريق التحويل بالنسبة للسندات القابلة لذلك.

1- اهتلاك القرض السندي:

حيث يمكننا أن نحدد عدة أنماط لاهتلاك وتسديد السندات المصدرة كما يلي⁽²⁾:

أ- تسديد دفعة واحدة عند الاستحقاق

يعني اختيار المشروع تسديد قيمة السندات في تاريخ الاستحقاق وتلجأ المنظمة إلى تكوين احتياطي ترحل إليه سنويا مبالغ معينة لمقابلة عملية السداد في نهاية مدة القرض، يتم الاحتفاظ بهذا الاحتياطي لدى

(1) حمزة محمود الزبيدي، (2004): الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص237.
(2) بولحبال زويبر، (2011): السوق السندية الجزائرية التحديات أمام تطوير البنية الأساسية للسوق وأثرها على التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار-عنازة، ص ص14-15.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

البنك، كما يمكن هذا النوع المصدر من الاستفادة من كامل القرض طيلة أجله ولا يقوم إلا بتسديد الفوائد في هذه الفترة.

ب- الاهتلاك عبر سلاسل متساوية

حسب هذه الطريقة يسدد المقرض عند كل استحقاق نفس المبلغ من رأس المال، وتختلف فقط قيمة الفوائد المدفوعة لأنها تحسب على أساس رأس المال المتبقي، تتم تجزئة المبلغ على امتداد مدة القرض ويتم السحب بالقرعة لتحديد سلسلة السندات التي تسدد سنويا. والشكل الموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (2-1): اهتلاك القروض السنوية عبر سلاسل متساوية

الفوائد	الفوائد	الفوائد	الفوائد
رأس المال	رأس المال	رأس المال	رأس المال

Source: Guy Gaudamine et Jean Montier, (1998): Banques et Marchés Financiers, 1^{ère} Edition, Economica: Paris, p286.

ت- الاهتلاك عبر أقساط سنوية ثابتة

يسدد المقرض كل سنة نفس المبلغ والذي يتألف من الفائدة على الجزء الذي لم يسدد من السندات والاهتلاك لجزء من رأس المال، تتلقى الشركة في بداية المدة رأس المال وتسدد حتى تاريخ الاستحقاق مبلغا ثابتا، كما يلي:

$$a = C \frac{1}{1-(1+i)^{-n}} \quad \dots(2-12)$$

حيث أن:

a: القسط السنوي الثابت؛ C: رأس المال المقرض؛

i: معدل الفائدة؛ n: مدة القرض؛

والشكل الموالي يوضح ذلك:

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

الشكل رقم (2-2): اهتلاك القروض السندية عبر أقساط ثابتة

رأس المال	رأس المال	رأس المال	رأس المال
الفوائد	الفوائد	الفوائد	الفوائد

Source: Guy Gaudamine et Jean Montier (1998): Banques et Marchés Financiers, 1^{ère} Edition, Economica: Paris, p286.

ث- التسديد عبر أقساط سنوية متصاعدة

قد يفضل المشروع دفع أقساط سنوية مستقبلية أكبر إذا ما توقع أن تدفقاته النقدية المستقبلية سوف تزداد، بمعنى أن المشروع قد يحاول الاستعادة من تسهيلات جزئية عند تسديد القرض، بادئا بالأقساط الأدنى منتهيا بالأقساط الأعلى.

ج- التسديد عبر تأجيل اهتلاك القرض

في هذه الحالة اهتلاك القرض لا يبدأ في السنة الأولى كما يحدث عادة بل في السنوات اللاحقة، أي يستفيد المشروع من فترة سماح أو عفو تمتد لبضعة سنوات تحدد عند اصدار القرض السندي.

2- استدعاء وتحويل السندات

أ- استدعاء السندات

ان تنوع السندات واختلاف خصائصها يجعلها تتمتع بتواريخ استحقاق مختلفة فقد تكون طويلة أو قصيرة أو متوسطة الأجل، فيمكن للمؤسسة المصدرة للسندات أن تشتترط حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق أي إعادة شرائها، كما قد تلجأ المؤسسة المصدرة الى القيام بهذه العملية أي استدعاء السندات المصدرة قبل حلول آجالها إذا ما انخفضت أسعار الفائدة في السوق مقارنة بما كانت عليه عند إصدار السندات، هنا تقوم المؤسسة باستدعاء السندات الأولى وإصدار سندات أخرى بديلة بمعدل أقل يتناسب مع مستويات الفائدة السائدة في السوق⁽¹⁾. وهذه العملية والتي تمت الإشارة إليها وشرحها بالتفصيل في السابق تعتبر من خصائص السندات والتي تمكن المصدر من إنهاء قرضه السندي واستبداله بسندات جديدة، بالتالي فهي تعتبر طريقة من طرق إنهاء القرض السندي المصدر من طرف المؤسسة.

(1) أحمد بوراس، (2003): أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري: قسنطينة، الجزائر، ص19.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

قرار استدعاء السندات وإعادة التمويل بإصدار جديد عملية دقيقة وبالتالي يجب أن تدرس من طرف المؤسسة لمعرفة جدوى هذا الاستدعاء، من خلال تحليل الربحية المحققة من هذه العملية، بالتالي معالجة هذا القرار من منظور الانفاق والتدفقات الداخلة، أي الفرق بين نتيجة الإصدار القديم والجديد، حيث من خلال هذا الفرق ويخصم التدفقات النقدية بتكلفة الاقتراض للمؤسسة وحساب صافي القيمة الحالية يمكن تحديد جدوى عملية الاستدعاء وفوائدها بالنسبة للمؤسسة.

ب- تحويل السندات

ان المؤسسة عند قيامها بعملية إنهاء القرض السندي يمكن أن تواجه صعوبات وعراقيل تعيق هذه العملية وكذا تسديد أقساط القرض السندي كاملة وفي تواريخ استحقاقها، لهذا فان المؤسسة تستفيد من السندات القابلة للتحويل الى أسهم في عملية إنهاء القرض السندي وذلك بالكيفية التي تطرقنا اليها سابقا، بالتالي فان المؤسسة يمكنها الاستفادة من مزايا هذا النوع خاصة اذا تعرضت الى ظروف عسر في التسديد وتعثر قرضها السندي وبالتالي فان عملية إنهاء القرض السندي بالتحويل الى أسهم تمنح للمؤسسة المزايا التالية⁽¹⁾:

- امكانية تحويل القرض السندي الى حصص ملكية إذا كانت المؤسسة المصدرة للقرض السندي تعاونية أو حصص مشاركة.
- الاستفادة من الفوائد التي تعد مصروفا لغاية الضرائب أي تحقق وفرا ضريبيا للمؤسسة، كذلك فان التكلفة الظاهرة والضمنية لإصدار الأسهم مباشرة عن طريق زيادة رأس المال أكبر من تكلفة القرض السندي القابل للتحويل إلى أسهم، حيث يرجع ذلك للناحية القانونية التي تحكم كل نوع من التمويل.
- القرض السندي القابل للتحويل إلى أسهم يمكن المؤسسة فيما بعد من إصدار أسهم بسعر أعلى من السعر الذي تحدده في حالة الزيادة المباشرة لرأس المال، تؤدي هذه الخاصية إلى تخفيض ملموس في التكلفة الظاهرة لأموال الملكية حتى لو حدث التحويل خلال فترة تالية.
- ان التحويل بمعنى استبدال المديونية بحق الملكية، لكن لا يترتب على ذلك أي تدفق نقدي داخلي للمؤسسة، أيضا انخفاض الأعباء التي يمكن أن تواجهها المؤسسة لسداد هذا القرض السندي إذا تم تحويله إلى أسهم عادية.

(1) عبد الغفار حنفي، (2003): بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر: الإسكندرية، مصر، ص306.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

بالتالي فان حاملي السندات يمكنهم الحصول على عدد من الأسهم عند القيام بعملية التحويل من أجل انهاء القرض السندي، هنا فإن المؤسسة تسدد بالكامل القرض السندي مقابل قيمة هذه السندات المقدمة للاستبدال، هذا يعني أن التحويل لا ينفصل عن السند لأنه يمثل حق حامل السند في استرداد قيمته مقابل أسهم المؤسسة وعلى العكس فإن السند المتضمن حق شراء عدد من أسهم المؤسسة يسمح لحامله شراء عدد معين من الأسهم بسعر محدد مسبقا دون أن يفقد وضعه كدائن، هذا الحق قابل للتداول في البورصة وبالتالي تبقى السندات متداولة حتى تاريخ استحقاق القرض السندي، أي أن الممارسة تتم على حق الشراء وليس على السندات، من هنا فان السندات يمكن أن تكون قابلة للتحويل الى أسهم وكذلك يمكن أن تكون سندات ذات الحق في شراء أسهم في المؤسسة الى أن كليهما يبقى من الطرق المستعملة من طرف المؤسسة في عملية انهاء القرض السندي.

المطلب الثاني: محددات وضوابط التمويل بالسندات

ان قرار اختيار المؤسسة لمصادر التمويل المتاحة لها والتي ستكون هيكلها المالي تحكمها مجموعة من العوامل والظروف التي تحددها ومن بين أهم هذه العوامل تكلفة التمويل، هنا تبرز أهمية تقدير تكاليف الأموال باعتبارها تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار. فالمؤسسة تعنى بدراسة تكلفة التمويل لتتمكن من المفاضلة بين مختلف المشاريع الاستثمارية ومن هنا فإننا يمكن أن نقول أن تكلفة الاموال أو التمويل ستؤثر بشكل كبير ومباشر على قرار المؤسسة في الاعتماد على الاقتراض السندي أو التمويل بالسندات في هيكلها المالي بالإضافة الى مجموعة من الحدود والمحددات التي تبرر توجه المؤسسة الى هذا النوع من التمويل.

الفرع الأول: تكلفة الأموال

ان الاقتراض السندي يحظى بأهمية خاصة من طرف الادارة المالية للمؤسسة نظرا لخصائصه التي تميزه عن غيره وكونه يؤثر بشكل مباشر في تكلفة التمويل والعوائد، لذلك وجب على المؤسسة وفي طريق توجيهها للتمويل بالإصدار السندي تقدير تكلفة الأموال الخاصة بكل مصدر من أجل الوصول الى تكلفة الأموال الخاصة بالمؤسسة ككل.

1- العوامل المؤثرة في تكلفة التمويل

ان عملية التمويل وباعتبارها تعتمد على مصادر عديدة فذلك عملية تحديد تكلفة التمويل أو الأموال تخضع لمجموعة من العوامل التي تؤثر عليها، فيمكننا أن نحددها فيما يلي⁽¹⁾:

(1) عاطف وليم أندراوس، (2008): التمويل والادارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي: الاسكندرية، مصر، ص ص425-427.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

أ- عوامل خارج سيطرة المؤسسة

وهي عوامل تؤثر على تكلفة الأموال وخارجة عن سيطرة المؤسسة، إنما تعمل فقط على التخفيف من حدتها وآثارها السلبية وأهمها ما يلي:

• معدلات الفائدة

تعبّر عن أسعار الفائدة المدفوعة لأصحاب القروض أو المستثمرين في السندات سواء سنوياً أو كل 6 أشهر حسب العقد، تؤثر مباشرة على تكلفة التمويل إذا ارتفعت أو انخفضت ويمتد تأثيرها حتى على تكلفة الأسهم.

• معدلات الضرائب

لا تستطيع المؤسسة التحكم فيها أي أنها تعتبر خارج سيطرتها وهي تمثل الضرائب الموضوعة من طرف الحكومة في التشريعات الضريبية، لها تأثير كبير ومباشر على التكلفة الاجمالية أو التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال وبالتالي تحدد حجم ونوع الأموال التي تستخدمها المؤسسة من المصادر التمويلية المتاحة وبالتالي تكلفتها.

ب- عوامل تحت سيطرة المؤسسة

هي عوامل تؤثر على تكلفة التمويل بأشكال مختلفة ولكن المؤسسة تمتاز بإمكانية التدخل في التأثير عليها والتحكم فيها أو على الأقل توجيهها بما يخدم عملية التمويل وهي:

• توزيع الأرباح

ان القيام بعملية توزيع الأرباح التي تقوم بها المؤسسة تؤثر على التكلفة الاجمالية من خلال قيام المؤسسة بالاحتفاظ بجزء من هذه الأرباح وهي ما تعرف بالأرباح المحتجزة، التي لا يجب أن تنخفض عن مستوى معين والذي يضمن للمؤسسة امكانية تمويل استثماراتها ذاتياً، بالتالي فالمؤسسة تعمل على ابقاء الأرباح المحتجزة متوفرة لديها في حدود النسب الواردة في الهيكل المالي المثالي للمؤسسة، ما يؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل بشكل كبير وهذا يكون دون المغالاة في احتجاز الأرباح والذي قد يؤثر بالسلب على المؤسسة.

• استثمارات المؤسسة

تعتبر السياسة الاستثمارية المنتهجة من قبل المؤسسة من أهم العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال في الهيكل المالي، فمعدلات العائد المطلوب على مصادر التمويل هي التي تحدد تكلفة الأموال في الغالب وبالتالي فان توجه المؤسسة الى استثمارات مشابهة لأصولها يختلف عن توجه المؤسسة الى استثمارات

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

مغايرة لأصولها المالية مما يرفع تكلفة التمويل، هنا يمكن القول ان السياسة الاستثمارية للمؤسسة تؤثر بشكل مباشر على تكلفة التمويل لدى المؤسسة⁽¹⁾.

• قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي

ان أي مؤسسة تقوم في الغالب بوضع سياسة محددة ودقيقة للمصادر التمويلية والأموال التي سوف تستخدمها أي المزيج التمويلي الخاص بهيكلها المالي أو التمويلي، فقد تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد على القروض وحقوق الملكية في عملية التمويل للاستثمارات الخاصة بها وبالتالي فهي تستبعد بذلك الأسهم الممتازة، كما قد تقرر استخدام نسبة معينة ومستهدفة لكل عنصر من المصادر التمويلية المكونة للمزيج التمويلي الذي قررت الاعتماد عليه في تمويل استثماراتها، طالما أن تكلفة كل عنصر تختلف باختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر، لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه، بالتالي تبرز أهمية تحديد تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكل المالي المستخدم في عملية التمويل من أجل الوصول الى تقدير تكلفة الأموال اجمالا⁽²⁾.

2- تكلفة التمويل بالسندات

ان الوصول الى تحديد التمويل الملائم للمؤسسة يمر حتما من بوابة التقدير الجيد لتكلفة الأموال أي تقدير تكلفة مختلف مصادر التمويل المستخدمة في الهيكل المالي، لكننا هنا في دراستنا سنركز على تكلفة التمويل بإصدار السندات والتي تعتبر لب وجوه موضوع الدراسة والبحث.

يترتب على اصدار السندات تكلفة تتحملها المؤسسة المصدرة لها وتتضمن تكاليف الاستشارة، رسوم الاصدار ومختلف الأجور وكذا تكاليف متفرقة أخرى، هذا الى جانب التكاليف الثابتة والمتمثلة في الفوائد ومختلف الأقساط المتفق عليها في عقد القرض السندي.

وبالتالي يمكن إجمال تكلفة السندات في الآتي⁽³⁾ :

- الفائدة السنوية على السندات وتكون بمعدل ثابت على قيمة السندات الاسمية.
- مصاريف وعمولة إصدار السندات.
- عمولة توزيع السندات.
- خصم إصدار السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية.

⁽¹⁾ Gordon M.J, (1963): Optimal Investment and Financing Policy, Journal of Finance, vol. 18, issue 2, p267.

⁽²⁾ أحمد بوراس، (2008): مصدر سبق ذكره، ص 87.

⁽³⁾ Aswah Damodaran, (2007): Finance D'entreprise: Théorie et Pratique (Cas Concrets, Exercices Corrigés) , 2^{ème} Edition, Nouveaux Horizons de Boeck: Bruxelles, Belgique, p645.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

ويتم حساب وتقدير تكلفة الاقتراض السندي في المؤسسة قبل فرض الضرائب كما يلي:

$$r_d = \frac{C}{D} \quad \dots(2-13)$$

حيث: r_d : تكلفة التمويل؛

C : الفوائد المدفوعة؛

D : قيمة الدين أو القرض؛

ولكن بعد خصم الفوائد قبل الضريبة والاستفادة من الوفر الضريبي فإن تكلفة التمويل تتأثر بعدها كما يلي:

$$k_d = r_d (1 - T_x) \quad \dots(2-14)$$

حيث: k_d : تكلفة الدين بعد الضريبة؛

T_x : معدل الضريبة؛

هنا يظهر جليا تأثير الضرائب على تخفيض تكلفة التمويل وذلك بالاستفادة من ميزة الوفر الضريبي، فالدين أو الاقتراض السندي يعتبر مصدرا تمويليا أقل تكلفة من غيرها من المصادر وهذا على الأقل نتيجة ما يوفره من ضرائب.

ان عملية تقدير تكلفة القرض السندي ونظرا لأهميته يجب أن تتخذ شكلا دقيقا ومعقفا في دراستها، ولهذا عند تقدير تكلفة التمويل بالسندات هناك حالتين:

أ- تكلفة القروض المستمرة

تمثل دينا طويل الأجل يبقى على المؤسسة بشكل دائم ولا يسدد خلال الحياة الإنتاجية، ومن أمثلتها السندات الدائمة، فهي بذلك تمثل سعر الفائدة الفعلي للدين أو السند الدائم، يتم حسابها وفق المعادلة التالية⁽¹⁾:

$$D = Ca + \sum_{i=0}^n F \left(\frac{1}{1+kd} \right)^i T \quad \dots(2-15)$$

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

Ca : المصاريف المتعلقة بالإصدار والتعاقد على القروض بعد خصم الوفورات الضريبة.

F : عبارة عن التدفقات النقدية الخارجة المتمثلة في الفوائد بعد الضريبة.

⁽¹⁾ منير ابراهيم هندي، مصدر سبق ذكره، ص 527.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

ب- تكلفة القروض المستردة

وهي عبارة عن التزام على المؤسسة يجب تسديده خلال فترة زمنية محددة، كذا الأخذ في الحسبان دفع مبلغ الدين الأصلي، حيث يتم دفع هذا المبلغ إما عن طريق دفعة واحدة عند استحقاق الدين، أو عن طريق أقساط متساوية دورية، كما يلي:

• تسديد على دفعة واحدة

$$D = Ca + \sum_{i=0}^n F \left(\frac{1}{1+K'd} \right)^t + d \left(\frac{1}{1+K} \right)^n \quad \dots(2-16)$$

حيث:

d : اصل المبلغ المقترض المسدد في الزمن n؛

K'd : تكلفة القرض المسترد دفعة واحدة بعد الضريبة؛

• تسديد على دفعات

$$D = Ca + \frac{C1}{1+Kd} + \frac{C2}{1+K'd} + \dots + \frac{Cn}{(1+K'd)^n} \quad \dots(2-17)$$

حيث أن:

C₁, C₂, C₃ : التدفقات النقدية متضمنة الفوائد؛

K'd : تكلفة القرض المسترد على دفعات؛

وفي الأخير يمكننا اجمال تكلفة التمويل لإصدار السندات باستخدام العلاقة بين نسبة كل المصاريف التي تتحملها المؤسسة للحصول على الأموال الخاصة بالسند إلى صافي المبالغ التي يتم تحصيلها من الإصدار أي أن:

$$\dots(2-18) \quad \frac{\text{اجمالي التكلفة السنوية للسند}}{\text{متوسط الاستثمار للسند}} = \text{تكلفة التمويل للسند الواحد}$$

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

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

الفرع الثاني: محددات الاقتراض السندي كمصدر تمويلي للمؤسسة

كما تطرقنا سابقا الى أن المؤسسة تحدد هيكلها المالي على أساس العديد من العوامل، لكننا اجمالا يمكن أن نقول أن التمويل بالسندات يلقي التفضيل عن باقي وسائل التمويل في الكثير من المؤسسات والقطاعات، حيث كوهلة أولى يعتبر الأقل تكلفة من بين المصادر الأخرى، غير أنه لا يمكنها الاستمرار في التمويل عن طريق السوق السندي لأن ذلك يترتب عليه تأثير سلبي على قيمة المؤسسة على المدى البعيد.

1- مبررات تمويل المؤسسة بالسندات (القرض السندي)

عندما نتطرق الى الأسباب والعوامل التي تجعل القرض السندي مفضلا بالنسبة لمعظم المؤسسات أو بالأحرى مبررات استعماله في هيكل مال المؤسسة، بصفة عامة نجد الأسباب التالية⁽¹⁾ :

- انخفاض تكلفة التمويل بالسندات عموما بسبب انخفاض درجة المخاطرة بالنسبة للمستثمر أو مشتري السندات.
 - الوفر الضريبي الذي يترتب على إصدار الشركة للسندات، هذا نتيجة دفع فوائد تعتبر مصاريف خاضعة للضريبة، الأمر الذي من شأنه تخفيض التكلفة المرتبطة بإصدار السندات بالمقارنة مع أدوات التمويل الأخرى كالأسهم العادية أو الممتازة.
 - تجنب توسيع قاعدة المساهمين من خلال فتح رأس المال وما يترتب على ذلك من التخفيض المحتمل لربحية السهم من جهة وإضعاف قوة المساهمين القدامى وتأثيرهم من جهة أخرى، نظرا لأن حملة السندات لا يتمتعون بحق التصويت أو الاشتراك في الإدارة.
 - ان عملية اصدار السندات من طرف المؤسسة يوفر لها نوعا من التنوع في مصادر التمويل طويل الأجل، من جهة أخرى تمثل عملية إصدار هذه الأداة تلبية لحاجة بعض قطاعات المستثمرين الذين يعزفون عن أدوات الاستثمار الأخرى كالأسهم العادية أو الممتازة.
- أما اذا أردنا التعمق أكثر في دراسة المؤسسة للبدائل التمويلية المتاحة لها وتوجهها الى التمويل بالاقتراض السندي فإننا سنكون امام العديد من الحوافز والمبررات، التي تدفع بالمؤسسة الى الاعتماد على هذا المصدر في تمويل مشاريعها الاستثمارية والانتاجية والتي يمكن تلخيصها فيما يلي⁽²⁾ :

أ- البدائل التمويلية المتاحة

ان دراسة المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة تمثل أحد أهم محددات ما ستعتمد عليه في تمويلها، حيث أن المؤسسة التي تتوفر على ربح عالي فإنها ستتمكن من اصدار أسهم جديدة من أجل التمويل، على

⁽¹⁾ Corynne Jaffeux, op.cit, pp178-180.

⁽²⁾ Pierre Vernimmen, op.cit, p761.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

عكس المؤسسات التي لا يمكنها أن تحصل على الأرباح اللازمة لذا تتوجه الى القرض السندي الذي يمكن أن يلقى اقبالا معتبرا عليه خاصة اذا ما تم التعامل بشكل جيد مع أنواع السندات المصدرة من أجل اغراء المستثمر وكذا تخفيض التكاليف.

ب- الرفع من مردودية المؤسسة

حيث أن استخدام التمويل بالسندات بشكل جيد وبطريقة مدروسة في هيكل مال المؤسسة بما يسمح لها بالتكامل مع المصادر الأخرى المتاحة، سيزيد حتما أو يحسن من مردودية المؤسسة وهذا عن طريق الاستفادة من الأثر الايجابي للرفع المالي.

ت- التوجه الاستثماري

يمثل مبررا جيدا للمؤسسة من أجل اعتماد الاصدار السندي، حيث أن نوعية المستثمرين الذين يفضلون استثمار أموالهم في تمويل المؤسسات من خلال اقتناء السندات، التي توفر لهم العائد المناسب مع درجة خطر أقل من غيرها وكذا من أجل ضمان حقوقهم، ما يحفز المؤسسة على اصدار السندات من أجل التمويل.

ث- تغير أرباح السهم

ان المحافظة على قيمة أسهم المؤسسة في السوق تعتبر أولوية قصوى بالنسب للإدارة المالية، بما أنها تتأثر بالأرباح الموزعة فإنها ستتأثر حتما بنوع التمويل أو المصدر التمويلي المستخدم في هيكل مال المؤسسة، لذا فان القرض السندي في هذه الحالة يكون التوجه الأقرب بالنسبة لها من أجل تجنب الوقوع في توزيع أرباح أكبر يؤدي الى تراجع أرباح كل سهم، مما يجعل من قيمة أسهم المؤسسة تنخفض في السوق مما يمس بقيمتها .

ج- الظروف العامة للاقتصاد

ان نسبة التضخم في الاقتصاد ستؤثر حتما على أسعار الفائدة السائدة في السوق، حيث أن ارتفاعها سيخفض من توجه المؤسسة الى السوق السندي عن طريق الاصدار خاصة في حالات ضعف نموها، لكن التوجه سيكون أكبر في الحالة العكسية مما يمنح المؤسسة تمويلا جيدا مع أسعار فائدة أقل تدفعها للمستثمرين، هذا بالإضافة الى أن السوق السندي يوفر أموالا أكبر من التي يوفرها النظام المصرفي نتيجة القيود التي تحكم العملية المصرفية نظرا للظروف التي تحكم كل اقتصاد.

ح- التحكم ومراقبة المؤسسة

إذا قامت المؤسسة بتمويل استثماراتها عن طريق القرض السندي فإنها تكون بذلك ضمنت عدم فتح رأس المال وبالتالي المحافظة على المساهمين الحاليين وعدم أحداث تغيير في تقسيم حقوق التصويت، هذا ما يسمح لها و يسهل لها عملية المراقبة.

2- ضوابط وحدود الاعتماد على التمويل بالسندات

ان التمويل بالسندات ورغم الأهمية البالغة التي يحظى بها في المؤسسة والمزايا التي يمنحها لها في عملية تمويل الاستثمارات، إلا أن استخدامه كمصدر تمويلي تحكمه ضوابط ومحددات تضح حدا أو حاجز معين لا يمكن تجاوزه في الاعتماد على هذا المصدر والتي تختلف من مؤسسة الى أخرى، بالتالي تظهر ضرورة الاعتماد على مصادر تمويل أخرى بجانب اصدار السندات. بما أننا تطرقنا في الفصل الأول الى محددات الهيكل المالي بشكل عام والتي تتقارب مع محددات التمويل بالسندات، فإننا هنا سنقوم بالتركيز على العوامل والمحددات التي تحكم التوجه الى اصدار السندات، أي اننا سنركز على مدى امكانية استخدام المؤسسة للاقتراض عن طريق السندات في هيكلها المالي من خلال الضوابط التالية⁽¹⁾:

أ- الشريحة الضريبية

تعتبر فوائد القرض من بين المصاريف التي تقوم المؤسسة بتحميلها للدورة المالية وتخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، وبالتالي يتولد عنها وفورات ضريبية تؤثر بشكل ايجابي على المؤسسة وبالتالي يمكن أن نقول أن المؤسسة سوف تميل الى التمويل بالسندات والقروض اجمالاً بشكل كبير اذا ما تعرضت الى قيود ضريبية كبيرة.

ب- طبيعة القرض وتاريخ الاستحقاق

فيما يخص طبيعة القرض فان اصدار السندات القابلة للتحويل الى أسهم قبل تاريخ استحقاقها، أو السندات القابلة للاستدعاء يمكن أن يخفض من تكلفة الوكالة وبالتالي تكلفة التمويل بالسندات بشكل عام ما يمكن المؤسسة من الاعتماد على القرض السندي بدرجة أكبر. أما فيما يخص تاريخ الاستحقاق فان القروض ذات أجل استحقاق طويل تتطوي على مخاطر أكبر من مخاطر القروض ذات أجل استحقاق قصير، بما أنه يمكن التحكم في معدلات الفائدة فانه من المتوقع أن ترتفع نسبة الأموال المقترضة والتي تكون في صورة قروض ذات تاريخ استحقاق قصير الأجل.

(1) أحمد بوراس، (2008): مرجع سبق ذكره، ص 95.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

ت- معدل النمو

تميل المؤسسات ذات المالك الواحد أو عدد محدود من الملاك الى الاقتراض عادة عن طريق السندات أو البنوك لتمويل استثماراتها، هذا بدلا من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفتها، فهذا التوجه من شأنه أن يرفع تكلفة الوكالة وهي التي ترتفع أكثر بالنسبة للمؤسسات التي تتسم بمعدل عال من النمو نظرا لتعدد الفرص المتاحة من هذه الاستثمارات. كما يمكن للملاك وبما أن تكلفة الوكالة تؤدي الى ارتفاع تكلفة الاقتراض، فقد يفضل الملاك في النهاية الاعتماد على مواردهم الذاتية، بالتالي فدرجة النمو في المؤسسة تحدد كذلك مدى قدرة المؤسسة على التوجه الى القرض السندي.

ث- درجة تخصص المؤسسة

ان المؤسسة وكلما اتجهت الى التخصص أكثر كلما ارتفعت تكلفة الافلاس، ونقصد بالتخصص هنا اعتماد المؤسسة على منتج واحد أو عدة منتجات في عملياتها ونشاطها، حيث تختلف تكلفة الاقتراض السندي لمؤسسة تعتمد على منتج واحد عن مؤسسة مماثلة تتبع سياسة التنوع، بالتالي فانه يصبح من المتوقع أن تميل المؤسسات التي تعتمد على منتج واحد الى تخفيض نسبة القروض السندية في هيكل رأس مالها ما من شأنه أن يحد من اللجوء الى الاقتراض السندي.

ج- طبيعة الصناعة

تؤثر بشكل واضح على امكانية استخدام السندات في التمويل هذا لأن المؤسسات التي تنتج سلعا متواصلة معها بعد البيع كالمنتجات التي تحتاج الى خدمات ما بعد البيع، تكون تكلفة الافلاس فيها مرتفعة وبالتالي فهي تميل الى التقليل من نسبة القروض السندية والاقتراض اجمالا في هيكلها المالي.

ح- مستوى الربحية

ان ارتفاع تكلفة اصدار الأسهم الجديدة يجعل من الأرباح المحتجزة في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية، ثم تأتي بعد ذلك التمويل بالسندات والقروض البنكية هذا لأنها توفر وفورات ضريبية رغم تكاليفها وبالتالي فان مستوى الربحية سيحدد مدى امكانية لجوء المؤسسة الى السندات، لان المؤسسة التي تملك مستوى أرباح عال وتتاح لها فرصة احتجازها سوف تتجه الى التقليل من الاعتماد على الأموال المقترضة وتعتمد بدرجة أكبر على حقوق الملكية.

خ- تكلفة الوكالة

تعتبر من أهم الآليات للحد من التعارض بين مصالح الملاك والدائنين والادارة، حيث نجد تكلفة الوكالة لحقوق الملكية وتكلفة الوكالة للقروض، فهي ذات تأثير مهم على حدود اللجوء الى التمويل بالسندات هذا

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

لأن تكلفة الوكالة لحقوق الملكية أكبر من تكلفة الوكالة للقروض سيدفع بالمؤسسة الى زيادة نسبة الأموال المقترضة وبالتالي القرض السندي والعكس صحيح.

المطلب الثالث: الرافعة وقرار التمويل بالقرض السندي

من أهم العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة هي هيكل التمويل ومن بينها التمويل بالسندات، بالتالي فان تحليل أثر الرافعة يسمح بإعطاء نظرة أولية لهذه الاشكالية، حيث يمكن أن يكون للقروض أثران مختلفان تحكمهما العلاقة بين تكلفة القروض ومردودية الأصول، حيث يكون التأثير ايجابي اذا غطتها بمردودية أصول كافية ويكون الأثر سلبي في حالة العكس. بالتالي تتبين أهمية أثر الرافعة على التمويل بالسندات وكذا أهمية التعرض الى المخاطر الناجمة عن التمويل والمتعلقة بالمؤسسة لأنها مرتبطة بالرفع المالي.

الفرع الأول: ماهية وتحليل الرفع

ان الرافعة داخل المؤسسة تحظى بأهمية كبيرة بالنظر الى دورها الكبير في تحديد مصادر التمويل المكونة لهيكل مال المؤسسة، ذلك بالنظر الى ارتباط كل من الرفع المالي والتشغيلي بمفهومي العائد والخطر، من هنا تبرز أهمية التطرق الى ماهية الرافعة بنوعيتها⁽¹⁾.

1- الرفع التشغيلي

ان ارتفاع التكاليف الثابتة غير المالية في مؤسسة هو الذي يرفع من درجة الرفع التشغيلي، الذي بدوره يترتب عن تغير ضئيل في حجم المبيعات وتغير أكبر في صافي ربح العمليات، ثبات العوامل الأخرى على حالها.

أ- مفهوم الرفع التشغيلي

ان التكاليف التشغيلية الثابتة لعوامل الانتاج وكذا مصادر التمويل داخل المؤسسة هي أساس وجود الرافعة التشغيلية، التي تكون أساسا ناتجة عن أساليب الإنتاج المنتهجة من طرف المؤسسة، يعبر مفهوم الرفع التشغيلي عن مدى حساسية الربح التشغيلي للتغير في المبيعات.

يمكننا أن نقدم مفهوم الرفع التشغيلي على أنه الاستخدام المتاح للتكلفة التشغيلية الثابتة للمؤسسة من أجل تعظيم ورفع تأثير التغيرات التي تحصل بالمبيعات في الربح التشغيلي، هذا يعني أنه قد يؤدي تغير صغير في المبيعات إلى تغير كبير في الربح⁽²⁾.

⁽¹⁾ Kathryn Dewenter and Paul Malatesta, (1998): State Owned and Privately Owned Firms "An Empirical Analysis of Profitability, leverage, and Labor Intensity", Working Paper, University of Washington, pp16-24.

⁽²⁾ عدنان النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، (2009): الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري: عمان، الأردن، ص 413.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

ويمكننا اعطاء المفهوم التالي للرفع التشغيلي⁽¹⁾: "هو المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في العمليات، أي أن الرافعة التشغيلية توجد بوجود تكاليف ثابتة يتطلب توفير المال اللازم لتغطيتها". فالرافعة التشغيلية توجد في أي موقف به تكاليف ثابتة ومطلوب تغطيتها بصرف النظر عن رقم المبيعات أو حجم الأعمال، على أساس الأمل في زيادة حجم الأعمال مما يؤدي إلى تحقيق إيرادات تفوق التكاليف الكلية مستقبلاً.

ب- قياس درجة الرفع التشغيلي

بما أن رافعة التشغيل تستخدم في غالبية الأحيان لتحليل الاختلافات بين المشروعات الاستثمارية المختلفة، فإن الاهتمام ينصب على التغيير في الأرباح (قبل الفائدة والضريبة) وذلك عند مستوى معين للمبيعات، عليه فعلمية قياس درجة الرفع التشغيلي باعتبارها تمثل معدل التغيير في أرباح التشغيل منسوبة إلى معدل التغيير في المبيعات، بهذا تكون المعادلة المستخدمة هي⁽²⁾:

$$Dol = \frac{\Delta EBIT\%}{\Delta Q\%} \quad \dots(2-19)$$

حيث أن:

$\Delta EBIT\%$: نسبة التغيير في الربح التشغيلي؛

$\Delta Q\%$: نسبة التغيير في المبيعات؛

وهذا ما يثبت ما تم قوله سابقاً من خلال أن كل تغيير في المبيعات يقابله تغيير في الأرباح بعدد مرات الرفع التشغيلي.

ومن الممكن تحديد الرافعة التشغيلية عند نقطة معينة مباشرة وذلك من خلال المعادلة التالية⁽³⁾:

$$Dol = \frac{Q(P-Vc)}{Q(P-Vc)-Fc} \quad \dots(2-20)$$

حيث أن:

Q = عدد الوحدات البيع؛

P = سعر بيع الوحدة؛

Vc = تكلفة الوحدة بالتغيير؛

Fc = التكلفة الثابتة؛

هنا يتبين ما تعكسه الرافعة التشغيلية من حساسية أرباح المؤسسة لتغيرات حجم المبيعات، فإذا كانت في مؤسسة معينة صغيرة كان معنى ذلك أن أرباح هذه الشركة أقل حساسية للتغيرات في حجم المبيعات.

(1) جميل أحمد توفيق، (1987): أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر والتوزيع: بيروت، لبنان، ص 232.

(2) مفلح محمد عقل، (2006): مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، المجتمع العربي للنشر: عمان، الأردن، ص 396.

(3) عدنان النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، مصدر سبق ذكره، ص 417.

2- الرفع المالي

يمكن القول اجمالاً بأن الرفع المالي يعكس مدى استفادة المؤسسة من المديونية المعتمدة في هيكل مالها، هذا من خلال استغلال العلاقة بين تكلفة هذه المديونية ومردودية الأصول الخاصة بها.

أ- مفهوم الرفع المالي

ان الرافعة المالية تعني توظيف الأموال في المشروع مقابل تكاليف ثابتة وذلك على أمل زيادة العائد للملاك في المستقبل، حيث يمكن أن يعرف الرفع المالي على أنه مجموع القروض إلى مجموع الأصول وبالأخص في حالة اعتماد المؤسسة على الاقتراض أو المديونية بشكل عام كأحد مصادر تمويل استثمارها والذي ينتج عنه تكاليف ثابتة.

حيث يعرف الرفع المالي على أنه⁽¹⁾: " التغير في صافي الربح بعد الضريبة من جراء تغيير معين في صافي ربح العمليات، حيث ينشأ الرفع المالي من وجود التكاليف المالية الثابتة والمتمثلة في فوائد القروض وتوزيعات الأسهم الممتازة ".

بالتالي يمكن أن نقدم المفهوم التالي والشامل للرفع المالي حيث يمكن اعتباره بأنه مفهوم مالي مستعمل في قياس درجة مديونية المؤسسة أو مدى اعتماد المؤسسة على الاقتراض في هيكل مالها، وكذا مدى تأثير هذه المديونية على المردودية المالية للمؤسسة سواء كان هذا الأثر ايجابياً بزيادة الأرباح الصافية لصاحب أو أصحاب المؤسسة في حالة تكلفة الديون أقل من عوائدها، أو كان هذا الأثر سلبياً من خلال انخفاض الأرباح الصافية في حالة العكس أي العوائد أقل من تكلفة المديونية.

ب- قياس درجة الرفع المالي

ان درجة الرفع المالي تعرف في مجال الادارة المالية بالنسبة المئوية للتغير في الإيرادات المختلفة لحملة الأسهم العادية والتي تكون في الغالب مرتبطة بنسبة مئوية معينة للتغير في الإيرادات قبل الفائدة والضريبة. بما أن الرفع المالي هو عبارة عن محاولة تعظيم حصة السهم نتيجة التغيرات الحاصلة في الأرباح التشغيلية وذلك عن طريق استعمال القرض السندي أو القروض عموماً، فإننا سنقيس الرفع المالي من خلال العلاقة التالية عند تغيير معين في صافي ربح العمليات⁽²⁾:

$$Dfl = \frac{\Delta EPS\%}{\Delta EBIT\%} \dots(2-21)$$

(1) منير ابراهيم هندي، (2003): الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف: الاسكندرية، مصر، ص 130.

(2) الياس خضير الحمدوني وفائز هليل الصبحي، (2012): العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم: دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 4، العدد 8، الأردن، ص155.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

حيث أن: $\Delta EPS\%$ = نسبة التغير في العائد على السهم.

من خلال العلاقة السابقة يمكننا أيضا استخدام نقطة معينة أو مستوى معين لصافي ربح العمليات من أجل قياس ومعرفة درجة الرفع المالي داخل المؤسسة كآتي:

$$Dfl = \frac{\Delta EBIT\%}{\Delta EBIT\% - i - (Dp/(1-Tx))} \dots(2-22)$$

حيث:

Dp = الأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة؛

Tx = معدل الضريبة؛

بحيث أن حصة السهم من الربح يتم احتسابها بقسمة الأرباح الصافية بعد الفائدة والضريبة على عدد الأسهم العادية المصدرة والمباعة، بالتالي فإن التغير النسبي في حصة أرباح كل سهم نتيجة التغير في الأرباح التشغيلية يجب أن يكون أكبر من التغير النسبي في الربح التشغيلي، هنا يكمن مفهوم الرفع المالي مما يعني أن درجة الرفع المالي تكون أكبر من الواحد الصحيح.

الرفع الثاني: أثر الرافعة على التمويل بالسندات

بعد الحديث عن مفهوم وتعريف الرافعة في المؤسسة بشكل عام وكذا التطرق الى كل من الرفع المالي والتشغيلي، لا بد من الحديث عن تأثير الرافعة بنوعها على قرار لجوء المؤسسة الى الاقتراض السندي في هيكلها المالي. فالرافعة تؤثر بشكل كبير على قرار المؤسسة في اختيار البديل التمويلي الأفضل من بين مجموع البدائل التمويلية المتاحة لها، لاسيما بين التمويل عن طريق الأسهم أو السندات.

1- تأثير الرفع التشغيلي

يعتبر الرفع التشغيلي من أهم العوامل التي تؤثر على اتجاه المؤسسة أو اعتمادها على الاقتراض بشكل عام والتمويل بالسندات بشكل خاص، من خلال تأثير المبيعات والأرباح وبالتالي فهو يمارس تأثيرا على تكلفة التمويل بالسندات⁽¹⁾.

ان درجة الرفع العالية التي يمكن أن تتجم عن اعتماد المؤسسة على الاقتراض تؤدي إلى زيادة المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة، مما يدفع أصحاب الأموال الذين يمكن أن يكونوا ملاكا أو دائنين للمطالبة بعوائد أكبر تعوضهم عن التعرض الى المخاطر الناجمة.

⁽¹⁾ Frank Fabozzi and Pamela Peterson, (2003): Financial Management and Analysis, 2nd Edition, Wiley Finance: United States, p590.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

هنا يتضح تأثير الاقتراض السندي بالرفع التشغيلي حيث أن فوائد وأصل القرض السندي من الالتزامات التي يجب الوفاء بها وتسديدها في آجالها مهما كانت نتيجة المؤسسة، فإنه يصبح من الأفضل للمؤسسة التي تعاني من عدم استقرار في مبيعاتها تجنب السوق السندي كمصدر للتمويل حتى توفر لنفسها هامشا من الأمان لأن تأثير المبيعات سوف يؤثر بشكل مباشر على الرفع التشغيلي من خلال ارتفاعه وزيادة المخاطر، بالتالي فإن القرض السندي يعتبر مصدرا جيدا للتمويل بالنسب للمؤسسات التي تعرف استقرارا في مبيعاتها أو في حالة انتعاش اقتصادي ويسمح لها بالاعتماد على هذا المصدر التمويلي، هذا في حدود وضوابط تجعل منه ذو أثر ايجابي على المؤسسة وتستفيد من الوفورات الضريبية الناتجة عنه.

2- تأثير الرفع المالي

ان اختيار المؤسسة للهيكل المالي الخاص بها أو اعتمادها على القرض السندي كما أنه يتأثر بالرفع التشغيلي فإنه يتأثر بالرفع المالي كذلك، حيث أن هذا التأثير يظهر من خلال العلاقة بين العائد والمخاطر التي تتعرض لها المؤسسة والتي تتأثر بدرجة الرفع المالي سواء كان الأثر الخاص بها ايجابيا أو سلبيا⁽¹⁾. ان قرار التمويل عن طريق القرض السندي يعتمد بشكل كبير على مدى التوازن بين العائد الذي يطلبه حملة الأسهم والمخاطر التي من الممكن أن يتعرض لها هذا العائد، حيث أن التوازن هنا يمثل العائد المتوقع الكاف لتعويض حملة الأسهم العادية عن المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي سيحصلون عليه. فالرفع المالي ينجم عن قرار التمويل عن طريق الاستدانة سواء كانت قروض بنكية أو قروض سنديّة وبالأخص هذه الأخيرة، التي تعتبر من المصادر الأقل تكلفة والأكثر عائدا مع مراعاة عدم التوسع أو المبالغة في استخدامها في الهيكل التمويلي المعتمد، إذ من الممكن أن تزيد من المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة. بالتالي يتضح هنا تأثير الرفع المالي على الثنائية (عائد-خطر) والتي بدورها تحكم الى حد بعيد امكانية لجوء المؤسسة الى الاستدانة أو التمويل بالسندات⁽²⁾.

(1) Frank Fabozzi and Pamela Peterson, op.cit, p591.

(2) Bardsley Peter, (1995): Optimal Leverage for the Utility Maximizing Firm, Journal of Economic Behavior and Organization, Vol. 26, Issue 2, p240-245.

المبحث الثالث: أثر قرار التمويل بالسندات على المؤسسة الاقتصادية

ان تعدد مصادر التمويل المتاحة لدى المؤسسة يضعها أمام حتمية دراسة تأثير كل مصدر منها على حدا من أجل تحديد الهيكل التمويلي الأمثل واتخاذ القرار المناسب، كذلك الأمر بالنسبة لقرار التمويل بالقرض السندي فأثره يمتد الى كامل المؤسسة والى جميع الأطراف داخلها وهو ما يجعل دراسة تأثير هذا المصدر ذات أهمية بالغة.

المطلب الأول: تأثير التمويل بالسندات على قيمة المؤسسة

ان تأثير قرار التمويل بالسندات داخل المؤسسة على قيمتها حتما سيكون من خلال التدفقات النقدية التي تحصل عليها المؤسسة بدرجة أولى، ثم يكون من خلال تكلفة الأموال المستخدمة في عملية التمويل وهما المدخلان الرئيسيان في تقييم أثر الاقتراض السندي على قيمة المؤسسة.

الفرع الأول: ماهية قيمة المؤسسة

تحظى القيمة السوقية للمؤسسة بأهمية بالغة وتعظيمها يعتبر من أهم الأهداف التي تسعى أي مؤسسة لتحقيقها، هذا من أجل التطور والنمو واستمرارية النشاط.

1- مفهوم قيمة المؤسسة

ان تحديد مفهوم دقيق للقيمة في المؤسسة يعتبر أمرا نسبيا نظرا لتعدد المفاهيم وتنوعها، فمن أجل الوصول الى معرفة مفهوم قيمة المؤسسة فانه يتوجب علينا تقديم تعريف للمفاهيم التالية والتي تتعلق بمختلف القيم المرتبطة بالمؤسسة كالاتي⁽¹⁾:

أ- القيمة السوقية

تعبر عن قيمة المؤسسة في السوق وهي التي تسمح من خلالها بانتقال الملكية داخل المؤسسة من المشتري الى البائع، تعتبر من أهم القيم التي تحظى بعناية خاصة داخل المؤسسة لأنها تعبر عن وضعية المؤسسة ووجهها الخارجي في السوق كما أنها تعرف كذلك بأنها القيمة النقدية للمؤسسة.

ب- القيمة الدفترية

هي قيمة يمكن التعبير عنها محاسبيا أي أنها تميل أكثر للجانب المحاسبي وتمثل عموما التكلفة التاريخية، أما داخل المؤسسة فتمثل القيمة الدفترية لمجموع أصولها منقوصا منها القيمة الدفترية لمجموع خصومها، هذا ما يسمى هنا بالقيمة الصافية أو ما يدعى بحقوق الملكية.

(1) طارق عبد العال، (2008): التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة-، الدار الجامعية: الاسكندرية، مصر، ص28.

ت- قيمة التصفية

تعتبر هذه القيمة عن المبلغ الصافي الذي يمكن تحقيقه اذا ما تقرر تصفية المؤسسة أو في حالة الافلاس أي انتهاء أعمال المؤسسة، هذا من خلال بيع كل الأصول والممتلكات وتسديد مختلف الالتزامات، بالتالي فقيمة التصفية تعتبر ظرفاً يتم من خلاله تحديد أو تقييم المؤسسة، كما يمكن أن تكون التصفية اجبارية أو عملية منظمة.

ث- القيمة الاستثمارية

وهي من القيم المهمة داخل المؤسسة وأيضاً من مكونات القيمة الاجمالية للمؤسسة، تعبر عن قيمة الإيرادات المستقبلية الناتجة عن المؤسسة، أو بالأحرى ما تحققه من مختلف الاستثمارات التي تقوم بها وهي أيضاً تعتبر معياراً مهماً لتحديد القيمة.

ج- قيمة الشهرة

هي نوع من الأصول غير المادية حيث لا تظهر في الميزانية وغير قابلة للقياس الى أنها تمثل القيمة الاضافية للمؤسسة والتي تعبر عن الزيادة في القيمة الكلية عن مجموع قيمة الأصول.

2- آليات ومناهج تحديد قيمة المؤسسة

بالنظر الى الأهمية البالغة لقيمة المؤسسة الاقتصادية فان عملية تحديد هذه القيمة تعتبر من أهم العمليات التي تهتم بها المؤسسة وكذا من يحيط بالمؤسسة من سوق ومستثمرين ودائنين، الا أن هذه العملية لا تعرف مدخلاً دقيقاً لتحديدها نظراً لاختلاف الطرق والأساليب ولكن يمكن أن نقدم الآليات التالية والتي من خلالها يمكن تحديد القيمة⁽¹⁾:

• مقارنة المؤسسة

تتم هذه المقارنة بين المؤسسة محل التقييم والمؤسسات المماثلة لها والتي يمكن أن تكون منافسة لها، حيث تكون هذه المؤسسات قد حددت قيمتها سابقاً وعن طريق هذه المقارنة يتم اعطاء وتحديد قيمة المؤسسة محل الدراسة من خلال اعطاء نسبة مقارنة مع صافي أرباح المؤسسة كما يمكن اعطاء نسبة مقارنة مع رقم أعمالها خارج الضريبة.

• التدفقات النقدية المستقبلية

تستخدم هذه التدفقات بعد عملية خصمها للوصول الى القيمة الحالية للمؤسسة محل التقييم، هذا لأن الدائنين أو المقتنين لأوراق المؤسسة المالية دائماً ما ينتظرون عائد مناسب من استثمار المؤسسة

(1) طارق عبد العال، مصدر سبق ذكره، ص 30-31.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

المستقبلي، لذا يتم التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية من خلال تحديد المدة اللازمة لذلك وكذا الكيفية المناسبة التي يتم بها تقدير القيمة المستمرة للمؤسسة بمعدل الخصم الملائم لذلك.

• القيم السوقية للأوراق المالية

حيث يتم جمع مختلف القيم التي تتمتع بها الأوراق المالية للمؤسسة محل التقييم والتي تتداول في السوق المالي، حيث أن قيم هذه الأوراق المتداولة سوف تعكس بدقة القيمة الحقيقية للمؤسسة خاصة ما اذا كان السوق كفؤاً.

• الاعتماد على ميزانية المؤسسة

ترتكز هذه الآلية على القيام بمعادلة قيم الأصول والخصوم الخاصة بالمؤسسة محل التقييم، حيث يأخذ بعين الاعتبار الاختلاف بين القيمة الدفترية لها والقيمة السوقية والقيام ببعض التعديلات الدقيقة والتي تمكن وتسمح للمقيم بإعطاء القيمة الحقيقية والدقيقة للمؤسسة.

ان هذه الآليات السابقة الذكر والتي يتم من خلالها تحديد قيمة المؤسسة عند استخدامها فان للمقيم سواء كان مستثمر أو دائن أو غير ذلك عدة مناهج متبعة لتطبيق ذلك على المؤسسة وسوف نذكر أهمها كما يلي:

• **منهج أصول المؤسسة:** ان أساس هذا المنهج هو الأصول الصافية الخاصة بالمؤسسة حيث يتم تحديد قيمة المؤسسة بحساب هذه الأصول بعد خصم الالتزامات التي على المؤسسة، بالتالي فان المقيم سيعتمد على الميزانية العامة للمؤسسة من أجل الوصول الى القيمة الحقيقية للأصول وكذلك القيمة الحقيقية للالتزامات وبالتالي التحديد الدقيق لقيمة المؤسسة.

• **منهج السوق:** يتم تحديد قيمة المؤسسة وفقاً لهذا المنهج من خلال مقارنتها بمؤسسات معيارية ومماثلة لها وذات قيم معلومة عن طريق تداول أوراقها المالية في البورصة، تعتبر المعلومات المالية المستخدمة أهم مؤثر في القيمة التي يتم الحصول عليها من خلال هذا المدخل هذا بالإضافة الى الجوانب المختلفة للمؤسسة، من ادارة ونمو وخدمات المنتج من أجل الوصول الى تحديد دقيق للقيمة⁽¹⁾.

• **منهج الدخل:** حيث يبني هذا المنهج قيمة المؤسسة على أساس حصص الملكية التي تعتبر استثماراً بالنسبة لها، هذا يتم من خلال تقدير النسبة بين المنافع الاقتصادية المستقبلية ومعدل العائد

(1) طارق عبد العال، مرجع سبق ذكره، ص 486.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

المطلوب لحصص الملكية وتكلفة رأس المال، بالتالي فهو يقدر القيمة على افتراض أن قيمة حصة ملكية ما تساوي مجموع القيم الحالية للمنافع الاقتصادية المتوقعة لامتلاك تلك الحصة.

الفرع الثاني: القرض السندي وقيمة المؤسسة مع وجود الضرائب وتكلفة الافلاس

في بعض الدراسات السابقة تم التعرض الى تأثير مختلف مصادر الهيكل المالي على المؤسسة في ظل السوق الكامل، لكن ارتأينا في هذه الدراسة أن نتطرق الى التأثير في ظل الظروف الحقيقية التي تسود الاقتصاد عامة، أي وجود ضرائب وكذا وجود مختلف التكاليف الأخرى.

1- التأثير على قيمة المؤسسة في وجود الضرائب

ان كلمة تصحيح التي جاءت بعد عنوان البحث المنشور لمديجلياني وميلر في 1963م جاءت للدلالة على تصحيح ما توصل اليه الباحثان سابقا في افتراض السوق الكامل حيث توصلنا من القيام بالدراسة بافتراض وجود الضرائب في تمويل المؤسسة من مختلف المصادر وبالأخص التمويل بالسندات ومدى تأثيره على قيمة المؤسسة⁽¹⁾.

ان التمويل بالسندات وبالنظر الى أن المصاريف المالية قابلة للتخفيض الضريبي، على عكس التوزيعات أو العوائد التي يتحصل عليها الملاك والتي تأتي بعد فرض الضريبة، فانه من الأفضل استخدام الديون على الأموال المملوكة في تكوين الهيكل المالي للمؤسسة، حيث تعتبر الوفورات الضريبية الناجمة عن هذا المصدر التمويلي بقيمة الفوائد مضروبة في معدل الضريبة، بالتالي فان نظرية مديجلياني وميلر توصلت الى أن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من قروض وحقوق ملكية تزيد عن القيمة السوقية لمؤسسة مثيلة يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط.

بالتالي يمكننا التمييز بين المؤسسات التي تعتمد في تمويلها أو في هيكلها المالي على السندات وكذا مؤسسات لا تعتمد على السندات في تمويلها كالاتي:

• المؤسسة التي لا تعتمد على التمويل بالسندات حيث تكون قيمتها بدلالة العوائد الصافية المتوقعة من

المساهمين، يمكننا أن نعبر عن هذا النوع من خلال المعادلة التالية:

$$Ve_1 = \frac{R(1-t)(1-Te)}{Ke_1} \dots(2-23)$$

حيث أن:

Ve_1 : القيمة السوقية لمؤسسة ممولة بحقوق ملكية؛

⁽¹⁾ Franco Modigliani and M. Miller, (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction ,The American Economic Review, Vol 53, pp433-441.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

R': الربح قبل الفائدة والضريبة Ke': معدل العائد للملاك

t: معدل الضريبة Te: معدل الضريبة على حملة الأسهم

- المؤسسة التي تعتمد على التمويل بالسندات في هيكلها المالي والتي تحدد قيمتها بحسب ما يتوقعه المستثمرون من عوائد صافية سواء كانوا حملة أسهم أو حملة سندات، يمكن التعبير عن ذلك من خلال المعادلة التالية:

$$Ve_2 = Ve_2 + \left(\frac{(1-t)(1-Te)}{1-Td} \right) D \quad \dots(2-24)$$

حيث أن:

Ve₂: القيمة السوقية لمؤسسة تعتمد على الديون؛

Td: معدل الضريبة على حملة السندات؛

D: قيمة السندات؛

من هنا يمكن القول أن تأثير التمويل بالسندات بشكل خاص والاستدانة بشكل عام في ظل وجود الضرائب يظهر جليا على المؤسسة من خلال خصم المصاريف المالية قبل اقتطاع الضريبة، التي تنتج عنها وفورات ضريبية تكون ميزة إيجابية بالتالي فإن ازدياد اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي سيؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال بفعل الخصم المتزايد للأعباء المالية الناتجة عنها، مما يؤثر ويرفع من قيمة المؤسسة على عكس المؤسسة التي تعتمد على أموال الملكية فقط وهذا راجع الى أثر الرافعة المالية.

2- التأثير على قيمة المؤسسة في وجود تكلفة الافلاس

ان خطر الإفلاس يعتبر من المخاطر المصاحبة للمؤسسة التي تعتمد في هيكلها المالي على القروض كأحد مصادرها التمويلية، فلجوء المؤسسة الى القرض السندي لتمويل عملياتها الانتاجية والاستثمارية ينجر عنه التزامها بدفع الاقساط والفوائد في تواريخ استحقاق معينة وهي ما تعرف بخطر الافلاس، ففشل المؤسسة في مواجهة هذه الالتزامات وكذا تسديدها في آجالها يعرضها الى تحمل تكاليف اضافية تعرف بتكاليف الافلاس، قد تعرض المؤسسة الى الافلاس والاجراءات القانونية التي تتخذ ضدها من طرف أصحاب الحقوق.

وقد بينت العديد من الدراسات أن هذه التكاليف تؤثر بشكل مباشر وكبير على الهيكل المالي للمؤسسة، بالتالي فان التمويل بالسندات سوف يؤثر على تكلفة الأموال من خلال ارتفاع أو انخفاض تكلفة الافلاس وهو ما يؤدي الى التأثير على قيمة المؤسسة، هذه التكاليف الخاصة بالإفلاس يمكن أن تكون تكاليف مباشرة تتمثل في المصاريف الإدارية والقانونية وكذا الخسائر الناتجة عن التنازل الإجباري عن أصول المؤسسة

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

بقيمة غالباً ما تكون أقل من قيمتها الدفترية، كما يمكن أن تكون تكاليف غير مباشرة تتمثل في التراجع الذي قد يسجل في نشاط المؤسسة نتيجة لتراجع ثقة الموردين والزبائن⁽¹⁾.

ومنه فإن زيادة نسبة السندات في هيكل رأس مال المؤسسة تتولد عنها زيادة في الوفورات الضريبية مما يخفض من التكلفة الفعلية للاقتراض السندي من جهة، أما من جهة أخرى فإن هذه الزيادة تتولد عنها مخاطر إفلاس تؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال، يمكننا توضيح ذلك من خلال العلاقة التالية:

$$Ve_2 = Ve_1 + D.t - H \quad \dots(2-25)$$

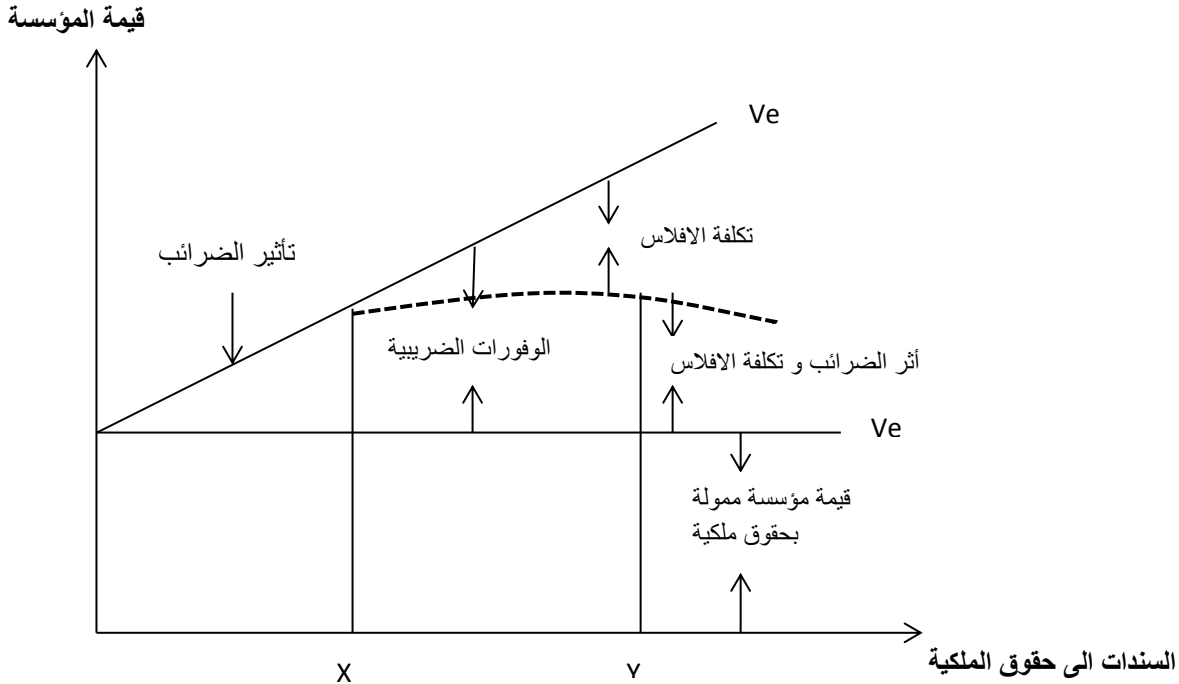
حيث:

H: القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس؛

D: قيمة السندات؛

وفي الأخير يمكن القول أن لوجود الضرائب وتكلفة الإفلاس الناتج عن اعتماد المؤسسة على التمويل بالسندات في هيكلها، تأثير مزدوج على قيمة المؤسسة فالزيادة في القروض تؤدي إلى ظهور تكلفة الإفلاس ما ينعكس بالسلب على تكلفة التمويل ومن ثم قيمة المؤسسة، كون تكلفة التمويل تتوقف على الموازنة بين كل من الوفورات الضريبية وتكلفة الإفلاس الناتجة عن عملية الاقتراض وهذا ما يوضحه الشكل الآتي:

الشكل رقم (2-3): تأثير الاقتراض السندي على المؤسسة في ظل تكلفة الضرائب والإفلاس



المصدر: منير ابراهيم هندي (1998): الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف: الاسكندرية، مصر، ص 255.

(1) منير ابراهيم هندي، (1998): مصدر سبق ذكره، ص 246-250.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

الفرع الثالث: القرض السندي وقيمة المؤسسة مع وجود تكلفة الوكالة

ان تكاليف الوكالة التي تظهر في المؤسسة والتي تتحملها نتيجة تضارب المصالح لمختلف الأطراف داخل المؤسسة ناجمة أساسا عن عقد الوكالة، أي أن المقرض أو حامل السند يوكل شخص آخر من أجل أداء بعض المهام نيابة عنه وباسمه في المؤسسة، بهذا تعتبر المؤسسة مجموعة من العقود بين أطرافها يسعى كل عضو الى تحقيق مصالحه الخاصة.

1- علاقة الوكالة ملاك-مسيرين

ان تعارض المصالح بين الملاك والمسيرين في المؤسسة ينجر عنه ما يعرف بتكاليف الوكالة لحقوق الملكية وترجع أسباب هذا التضارب الى ما يلي⁽¹⁾:

- المحاولة الدائمة للوكيل للاستفادة أكثر ما يمكن من الثروة المالية نتيجة المسؤولية التي يتحملها في المؤسسة.
- العمل على المحافظة على المناصب الدائمة يدفع بالمسيرين الى التوجه الى مشاريع ذات عوائد متدنية ومخاطر منخفضة، وهذا ما يتعارض مع مصالح المساهمين.
- رغبة المسيرين دائما في اظهار كفاءة الادارة يدفع بهم الى الاعتماد على المشاريع ذات الأجل القصير وبالتالي الحرص على تحقيق ثروتهم الخاصة على حساب ثروة الملاك.

2- علاقة الوكالة ملاك-ادارة-دائنين

وهي علاقة سائدة في المؤسسة قد تتعارض فيها المصالح بين ملاك المؤسسة ودائنيها وينجر عنها تكاليف الوكالة للقروض، اضافة الى التضارب بين ملاك المؤسسة والدائنين وقد يعود سبب هذا التضارب الى الأسباب التالية⁽²⁾:

- رفع قيمة القسائم الموزعة التي تمول بإصدار قروض جديدة أو تخفيض الأموال المستثمرة في المشاريع المختلفة، الأمر الذي يضر بمصالح الدائنين.
- اتجاه الملاك الى مشاريع استثمارية ذات درجة خطر عالية نتيجة ارتفاع حجم اقتراض المؤسسة وكذا زيادة مخاطرها.
- التوقع الدائم من طرف الدائنين الى توجه المؤسسة الى قروض ذات امتياز وأولوية على القروض الحالية.

(1) منير ابراهيم هندي، (2007): الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف: الاسكندرية، مصر، ص 18.

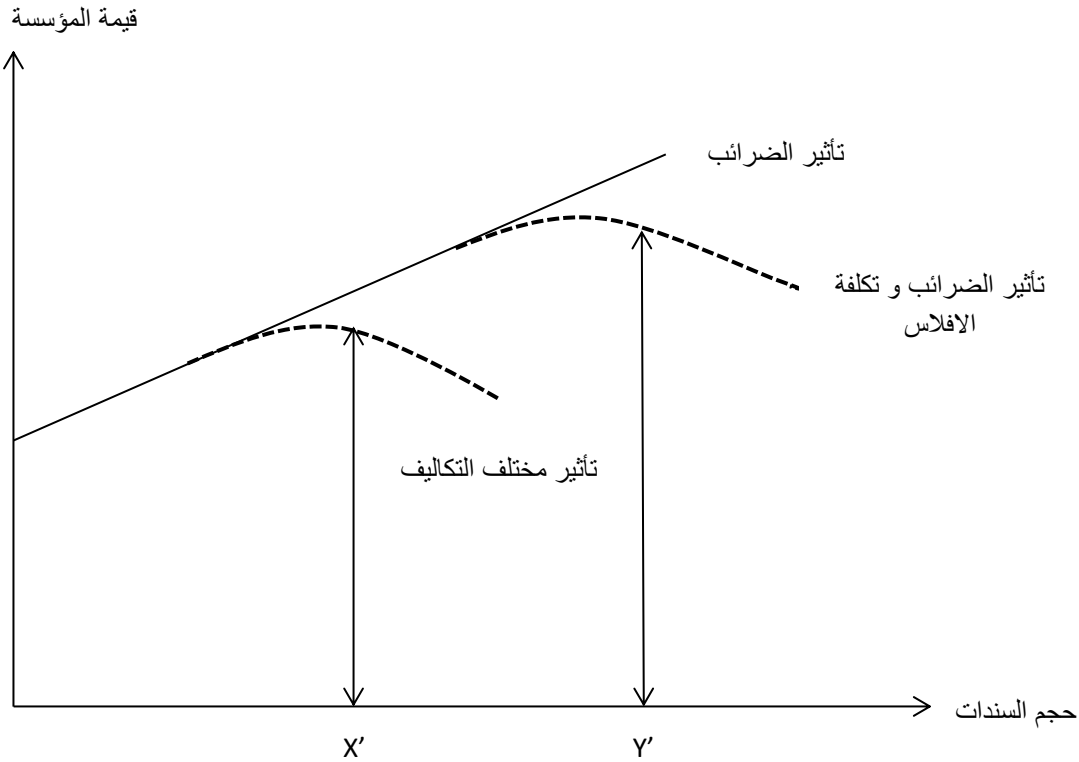
(2) كمال عبد السلام علي حسن، (1991): نظرية الوكالة كمدخل لتطوير المراجعة الخارجية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المجلد 15، العدد 3، كلية التجارة، جامعة المنصورة، مصر، ص 5-6.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

بعد التعرف على مختلف أشكال تكاليف الوكالة وأسباب ظهورها داخل المؤسسة يمكن أن نتعرف على تأثير هذه التكاليف على توجه المؤسسة الى التمويل بالسندات بالنظر الى تأثيرها على قيمة المؤسسة، فالتكاليف التي يتحملها حملة السندات جراء متابعتهم لنشاط المؤسسة والتي تعرف بتكاليف الوكالة، بالتالي فان المقرضين سينقلون تكلفة الوكالة الى الملاك وهذا ما يؤدي غالبا إلى ارتفاع معدلات الفائدة التي يطالب بها حملة السندات من جهة ومن جهة أخرى يعمل الملاك على رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، في الأخير فان النتيجة هي ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

❖ من هنا نجد أن قيمة المؤسسة تتأثر بدرجة كبيرة بتوجه المؤسسة الى التمويل عن طريق الاقتراض السندي نتيجة تواجد العديد من العوامل التي بدورها تؤثر على تكلفة الأموال الخاصة بهذا النوع من التمويل والتي ذكرناها سابقا متمثلة في مختلف التكاليف من ضرائب وافلاس وتكلفة الوكالة، الأمر الذي سوف يؤثر على توجه المؤسسة الى مثل هذا النوع من التمويل، كما يوضحه الشكل الآتي:

الشكل (2-4): تأثير الاقتراض السندي على المؤسسة في ظل تكلفة الضرائب والافلاس والوكالة



المصدر: منير ابراهيم هندي (1998): الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف: الاسكندرية، مصر، ص 260.

المطلب الثاني: المداخل المكملة لتأثير الاقتراض السندي على المؤسسة

الفرع الأول: المداخل الأساسية المفسرة لعلاقة التأثير

بالرغم من أن هذه المداخل في معظمها قديمة ونتائجها أهملت العديد من العوامل المؤثرة على مصادر التمويل وبالتالي تأثر المؤسسة، إلا أنها لها دور مهم في تفسير هذه العلاقة والوصول الى تحقيق الموازنة بين العائد والخطر وبالتالي الحصول على هيكل مالي أمثل للمؤسسة يساهم في نموها وزيادة قيمتها، نذكر أهمها من خلال ما يلي:

1- المدخل التقليدي

لقد ركز على الاستعمال الرشيد للأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة أي عدم التفريط في استخدام القروض البنكية والسندات، فالتوفيق بين الأموال المقترضة والمملوكة يعمل على تخفيض تكلفة الأموال إلى أدنى مستوياتها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة معدل العائد على حقوق الملكية. فهذا المدخل يقرب وجود هيكل مالي أمثل في ظل حدود معينة لاستخدام الاستدانة وبالتالي تخفيض التكلفة والوصول الى حد أقصى من قيمة المؤسسة السوقية.

تكون في مرحلة أولى تكلفة الأموال الكلية ثابتة نسبياً إضافة إلى ثبات تكلفة الاقتراض، حيث تكون المزايا المحصلة من الاقتراض أكبر من التكاليف، بالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة من خلال زيادة نسبة الرفع المالي. أما في مرحلة ثانية ومع زيادة درجة الرفع المالي فإنه لا يصبح هناك أي تأثير للاقتراض نتيجة زيادة تكاليف أموال الملكية والتي تلغي مزايا الاقتراض، بالتالي لا يكون هناك تأثير للتمويل بالسندات على المؤسسة ولا لهيكلها المالي عموماً. أما في المرحلة الثالثة ومع ازدياد الاقتراض بدرجة مفرط فيها يفقد مزاياه بزيادة العوائد المطلوبة وارتفاع تكاليف الأموال، الأمر الذي يخفض من قيمة المؤسسة وينعكس سلباً عليها⁽¹⁾.

2- مدخل صافي الربح

يعتبر هذا المدخل من أهم النظريات التي درست تأثير الاقتراض على المؤسسة وقيمتها وبالتالي يمكن معرفة تأثير التمويل بالسندات على المؤسسة وهيكلها المالي، فمن خلال افتراضه لثبات تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية واستقلالهما عن الهيكل فإن تأثير زيادة أو نقصان الاقتراض في الهيكل المالي لا

(1) محمد صالح الحناوي، (2003): الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية: مصر، ص 356-358.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

يأثر بشكل مباشر على معدل العائد المطلوب من الدائنين والملاك، هذا راجع الى عدم ادراك هؤلاء للخطورة الناجمة عن ارتفاع الاقتراض في الهيكل المالي⁽¹⁾.

ويمكن أن يتبين تأثير التمويل بالسندات على قيمة المؤسسة من خلال تحليل كل من تكلفة الاقتراض التي تكون عموماً أقل من تكلفة الأسهم العادية، بالتالي فإن المؤسسة تعمل على محاولة الرفع من حصة المصدر الأقل تكلفة وهذا عن طريق زيادة استخدام القروض، الذي يؤدي بالضرورة إلى تخفيض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي الوصول الى تحقيق رفع قيمة المؤسسة، فأثر الهيكل المالي والاستدانة خاصة حسب هذا المدخل واضح على قيمة المؤسسة وهذا عندما تكون تكلفة الأموال فيه عند أدنى حد لها، الا أن هذا المدخل أهمل تكلفة الإفلاس وتغاضى عن المخاطر المالية الناتجة عن الرفع المالي والتي من المفروض أن تؤدي إلى رفع تكلفة حقوق الملكية.

3- نموذج ميلر

بعد أعماله مع مذكلياني عاد ميلر من خلال مقاله المنشور في سنة 1977 من جديد الى التحدث عن استقلالية الهيكل المالي وقيمة المؤسسة حتى في وجود وفورات ضريبية، نظراً لوجود عامل آخر مؤثر وهو الضرائب الشخصية للمستثمر والتي تدفع على الأرباح والتي من شأنها أن تلغي الوفورات الضريبية المحصل عليها من الاستدانة، كما أن ميلر أهمل في تحليله كل من تكلفة الوكالة والإفلاس والتي اعتبرها تكاليف ذو تأثير ضعيف وبالتالي يمكن تجاهلها وعدم اعطاءها أي تأثير على الهيكل المالي، بالتالي فإن ميلر توصل الى حيادية واستقلالية أثر القروض على قيمة المؤسسة الاقتصادية، حسب هذا المدخل وبإدخال مختلف الضرائب المفروضة على المؤسسة والمستثمر يمكن أن نميز ما يلي⁽²⁾:

- في ظل عدم اجراء توزيع للأرباح وبقاء نفس المستثمرين وعدم بيعهم للأسهم فإن الضريبة على الدخل تكون معدومة مما ينعكس على قيمة المؤسسة وبالتالي ضرورة الاعتماد على الأموال الخاصة.
- تساوي الضرائب الشخصية لعوائد الأسهم والسندات فإن التأثير على قيمة المؤسسة يكون كما في حالة وجود الضرائب على المؤسسة، أما في حالة ان الضريبة المفروضة على عوائد الأسهم أقل من السندات فإن على المؤسسة تعمل على رفع عوائد حاملي السندات لتعويضهم على الضرائب المرتفعة مما يؤثر سلباً على قيمة المؤسسة في ظل انعدام الوفورات الضريبية.

(1) عبد الغفار حنفي، (2002): مدخل معاصر في الادارة المالية، رسمية قرياقص، الدار الجامعية: الاسكندرية، مصر، ص 182.

(2) Merton MILLER, (1977) : Debt and Taxes, Journal of Finance, Vol 32, Issue 2, pp262-272.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

الفرع الثاني: المداخل المعاصرة لتفسير تأثير المديونية على قيمة المؤسسة

بعد الفترة التي تركزت فيها مختلف التفسيرات لتأثير المديونية والقرض السندي على المؤسسة حول نظريات مدجلياني وميلر أنتت فيما بعد بعض النظريات التي حاولت تفسير هذا التأثير بطرق مختلفة.

1- نظرية عدم تماثل المعلومات

لقد حاولت هذه النظرية أن تكمل النقائص التي جاءت في غيرها من النظريات والتي ركزت على الاستفادة من مزايا الرفع المالي وكذا الوفورات الضريبية، فهذه النظرية جاءت ونفت ما توصلت إليه بعض النظريات السابقة حول تماثل المعلومات التي تتوفر لدى المالكين والمستثمرين حول التوقعات المستقبلية وتوجهات المؤسسة ككل.

فقد بني هذا المدخل على أساس أن المسيرين يملكون معلومات أفضل عن المؤسسة، من باقي الأطراف الأخرى في المؤسسة وهو ما يعرف بعدم تماثل المعلومات، حيث أن هذا الوضع من عدم التماثل في المعلومات يؤثر على قيمة المؤسسة من خلال التأثير الذي تحدثه في الهيكل المالي وتشكيله، حيث أن قرارات التمويل باستعمال الديون تعتمد بشكل كبير على عدم تماثل المعلومات وتوزيعها الزمني وترتبط به نسبة الاقتراض المثلى.

2- نظرية التبادل

تقوم هذه النظرية على وجود التوازن أو التبادل بين التكلفة ومنفعة التمويل بالاقتراض فقد قامت هذه النظرية بإدخال مختلف التكاليف المختلفة المحيطة بعملية التمويل بالاقتراض، هذا من خلال عملية التوازن بين الوفورات الضريبية للدين وتكاليف الإفلاس، فهي تصف الهيكل المالي من خلال التبادل بين تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة والوفورات الضريبية كما أنها أيضا لم تهمل حالات العسر المالي التي تتعرض لها المؤسسة أثناء القيام بمختلف عملياتها⁽¹⁾.

ان هذه النظرية وعلى خلاف الدراسات والنظريات السابقة لا توصي باستخدام القروض في الهيكل الى أعلى حد للاستفادة من الرفع والوفورات الضريبية، لكنها ترى ضرورة بحث المؤسسة عن التوازن بين الوفورات الضريبية والتكلفة الإضافية للتمويل بالسندات وهذا للوصول إلى الهيكل المالي المثالي الذي يرفع من قيمة المؤسسة، عليه فان هذه النظرية تزود المؤسسة بمؤشرات تضمن لها السلامة في اتخاذ قرار الهيكل المالي،

⁽¹⁾ Louis Gapenski, (2005): An Introduction To Accounting And Financial Management, 3rd Edition, Aupha-Hap: Virginia, United States, p362.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

سواءً بتخفيض الأموال المقترضة عند ارتفاع أو الاعتماد على أصول مختلفة وطرق استثمارية وإنتاجية مركزة ومدروسة ترفع من القدرة الإقتراضية للمؤسسة.

بالتالي يمكن القول أن هذه النظرية من أهم النظريات المعاصرة والتي تمكنت من معاشة واقع المؤسسة الى أبعد حد من خلال محاولة ادماج مختلف العوامل المؤثرة فيها، فهي تمكن المؤسسة من رفع قيمتها ودرجات معقولة من توزيع الأرباح من خلال المبادلة بين التكاليف والمنافع دون المساس باستقرارها وخططها الاستثمارية.

3- نظرية الأفضلية في ترتيب مصادر التمويل

لقد جاءت هذه النظرية والتي تعرف أيضا بأنها نظرية الالتقاط بأفكار مهمة بحيث ركزت على وجود ترتيب أمثل للمصادر التمويلية المتاحة للمؤسسة رغم تفاوت الاختلافات بينها، من خلال الأخذ بعين الاعتبار للمزايا التي يتمتع بها كل مصدر من هذه المصادر وهذا من تحليل لمختلف الجوانب المحيطة بهم من تكلفة ومدة وكذا العائد المتوقع والمخاطر المحتملة، من أهم نتائجها يمكن ذكر ما يلي:

- التمويل الداخلي هو المفضل ويأتي في المرتبة الأولى على حساب التمويل الخارجي، كما أن المؤسسات تفضل في المقام الأول التمويل الذاتي على التوجه الى القروض البنكية أو التمويل بالسندات.

- بعد التوجه الى مصادرها المالية الغير كافية تضطر المؤسسة إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي وفي هذه الحالة فإنها تفضل أولاً إصدار السندات والقروض البنكية، ثم إصدار الأوراق المالية الهجينة ليأتي في الأخير دور إصدار الأسهم.

حسب هذه النظرية فان التمويل الداخلي كونه يتمتع بمزايا كبيرة وتكلفة تكاد تكون منعدمة وكذا فانه ينقص الضغط على الادارة المالية من السعي للاتصال بالمستثمرين المحتملين من مقرضين وملاك، كما يبعد المؤسسة عن المخاطر المختلفة ومنطق السوق في حالة إصدار الأسهم فانه يأتي في المرتبة الأولى. أما اذا توجهت المؤسسة الى المصادر الخارجية فانه يأتي القرض السندي والذي ينطوي على معارضة أقل، كما أن تكلفة الإصدار المصاحبة لهذا التمويل عادة ما تكون أيضا أقل وذلك مقارنة بإصدار الأسهم العادية.

4- نظرية الإشارة

لقد حاولت هذه النظرية اعطاء بعد أكثر دقة للمعلومات المتوفرة والتي تؤثر على المصادر المستخدمة من طرف المؤسسة، فعلى غرار عدم تماثل هذه المعلومات فهذا المدخل أضاف أن هذه المعلومات ليست بالضرورة صحيحة وحقيقية، بالتالي فان الادارة المالية الأحسن أداء هي التي ترسل اشارات فعالة تميزها عن

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

غيرها من المؤسسات، حيث تختلف نوعية الإشارة فيمكن أن تكون وصف لتكلفة رأس المال أو توزيعات الأرباح أو إصدار سندات الأمر الذي يعتبر دليل على قدرة المؤسسة على توليد السيولة، لكن يبقى فقط اشكالية صدق هذه المعلومات⁽¹⁾.

هذه النظرية بنيت على أساس توفر معلومات للمستثمرين عن توقعات الإدارة بشأن مستقبل المؤسسة وقيمتها وكذا تكوين هيكلها المالي، فحسب هذا المدخل فان نسبة المديونية تمثل إشارة تعكس حالة المؤسسة وبالتالي فهي إشارات إلى السوق تعكس التدفقات النقدية المتوقعة للمؤسسة.

بالتالي فان المؤسسة حسب هذا المدخل فإنها تحاول أن تعبر عن حالتها من خلال تكوين هيكلها المالي فغالبا ما يكون اعتماد المؤسسة على إصدار أسهم جديدة في تمويل استثماراتها كإشارة على أن التوقعات الخاصة بمستقبل المؤسسة تكون سلبية، هذا لتقلص سعر السهم وبالتالي التأثير على قيمة المؤسسة بالسلب، نظرا لبحث المؤسسة عن مشاركة الخسائر المتوقعة مع المستثمرين الجدد.

أما في الحالة العكسية فيمكن للمؤسسة أن تتوجه الى التمويل بالسندات في مشاريعها المستقبلية وهذا ما يعطي اشارات ايجابية بحالة المؤسسة وتوقعاتها المبشرة، ما يسمح للمؤسسة بالتوسع أكثر وجلب المستثمرين وبالتالي التأثير الجيد على قيمة المؤسسة.

المطلب الثالث: تأثير التمويل بالسندات على أهداف المؤسسة

تتحدد السياسة المالية للمؤسسة في إطار سياستها العامة التي يجب أن تدرج العقبات المالية مثل مستوى القروض السندية في هيكل رأسمالها، حيث أن لجوء المؤسسة إلى القرض السندي يمتد تأثيره إلى المؤسسة كلها وهذا ما يتجلى في نمو المؤسسة والأهداف المسطرة، حيث يمارس القرض السندي تأثيرا على أهداف جميع الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة، سواء كانوا ملاكا أو مسيرين أو دائنين لذا فمن الضروري على المؤسسة مراعاة مختلف هذه الأطراف عند اختيار هذا المصدر التمويلي والتوفيق بين أهدافهم.

الفرع الأول: أثر القرض السندي على عائد السهم

المعروف أن استخدام التمويل بالسندات أو القروض عموما يمثل نوعا من الرفع المالي، لذلك يعتبر تحليل ربح الأسهم والأرباح قبل الفائدة والضريبة واحد من أهم العوامل في تحديد المصادر التمويلية المناسبة للمشاريع.

⁽¹⁾ Paul Asquith and David Mullins, (1986): Signalling With Dividends, Stock Repurchases and Equity Issues, Financial Management, Vol 15, No 3, pp29-40.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

يتمثل العائد المتوقع لحملة الأسهم في صافي الربح المتبقي بعد سداد الفوائد والضريبة، هذا بعد حصول حملة الأسهم على التوزيعات المخصصة لهم. ويعمل تأثير الرفع المالي على العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية في الوفر الذي تحققه القروض السنديّة خاصة، حيث تعامل فوائد القروض محاسبياً على أنها مصروفات وبالتالي يتم خصمها من الربح المعرض للضريبة، أي أن مقدار الضريبة سينخفض عما لو كانت المبالغ من مصادر أخرى لا تتحمل فوائد وتكاليف ثابتة⁽¹⁾.

والمعادلة التالية توضح :

$$\text{معدل العائد على السهم EPS} = \frac{\text{(صافي الربح للعمليات- الفوائد) (1- الضريبة)}}{\text{عدد الاسهم العادية}} \dots (2-26)$$

ومن جهة ثانية فلو أن الشركة مولت جزءاً من احتياجاتها المالية من خلال القروض وفي نفس الوقت حققت معدلاً للأرباح يفوق تكاليفها، فإن ذلك سيعود بالنفع الكبير على حملة الأسهم، حيث أن الفرق بين معدل الأرباح المحققة وتكلفة القروض السنديّة سيعود على أصحاب الأسهم العادية مما يزيد معدل العائد، وبالتالي يمكن أن نبين تأثير التمويل بالسندات على عائد السهم وأهداف المؤسسة من خلال العلاقة التالية:

$$X = \frac{Y - iD}{N} (1 - T) \dots (2-27)$$

حيث:

X: عائد السهم؛ Y: صافي ربح العمليات؛

D: مبلغ القرض السندي؛ N: سعر السهم الوحدوي؛

حيث في هذه الحالة يتبين أن عائد السهم يتأثر بصافي ربح العمليات ومبلغ القرض بافتراض ثبات العوامل الأخرى، من أجل تبيان هذا التأثير فإننا نفترض ثبات صافي الربح حيث نجد أن القرض السندي لا يمارس أي تأثير على عائد السهم في حالة أن التغيير في العائد إلى التغيير في صافي الربح يساوي إلى الصفر، وبالتالي يمكن أن نقول أنه إذا كان عائد الاستثمار يساوي إلى المصاريف المالية فإن المؤسسة تستمر في الاستثمار إلى أن يتعادل معدل العائد مع معدل الفائدة وهي الحالة التي لا يمارس فيها الرفع المالي أي تأثير على عائد السهم، أما في حالة أن صافي ربح العمليات لا يغطي المصاريف المالية للاقتراض فإن عائد السهم سيتأثر بالتراجع في حالة ارتفاع السندات في هيكل مال المؤسسة.

⁽¹⁾ مدحت إبراهيم الطراونة، (2004): أثر الرفع المالي في ربحية الشركات المساهمة، مجلة البحوث الاقتصادية، المجلد 15، العدد 1، مركز بحوث العمليات الاقتصادية بنغازي، ليبيا، ص 62-72.

الفصل الثاني: التمويل بالسندات في المؤسسة الاقتصادية

الفرع الثاني: أثر الاقتراض السندي على تطور واستمرار المؤسسة

1- القرض السندي ونمو المؤسسة

يؤثر القرض السندي تأثير غير مباشر على معدل نمو المؤسسة من خلال تأثيره على مردودية الأموال الخاصة فيها، حيث أن معدل النمو هو حاصل ضرب هذه المردودية في نسبة الأرباح المحتجزة q وفق

$$g = RF \cdot q \quad \dots(2-28) \quad \text{المعادلة التالية}^{(1)}$$

حيث أن المردودية المالية تكتب وفق الصيغة التالية:

$$RF = Re + \frac{D}{CP} (Re - i) \quad \dots(2-29)$$

ومنه نجد أن:

$$g = Re \cdot q + \frac{D}{CP} (Re - i) \cdot q \quad \dots(2-30)$$

g : معدل النمو؛ Re : معدل المردودية الاقتصادية؛

q : معدل احتجاز الأرباح؛ $\frac{D}{CP}$: الرفع المالي؛

وهذه المعادلة تسمح بتحديد مدى تأثير التمويل بالسندات على نمو المؤسسة والذي يكون في الغالب غير مباشر من خلال رفع مردودية الأموال الخاصة في المؤسسة وزيادة أرباحها.

2- أثر القرض السندي على أمن وسلامة المؤسسة

إذا كان لسياسة الاقتراض دور فعال في زيادة ربحية السهم وتسريع وتيرة نمو المؤسسة فإنها في المقابل ترفع الخطر المالي للمؤسسة وتخفض من مرونتها، فالقرض السندي يمثل بالنسبة للمؤسسة عقدا قانونيا يجبرها على دفع مبالغ نقدية ثابتة في تواريخ محددة مسبقا وهذا مهما كانت الوضعية المالية للمؤسسة. حيث أن ارتفاع النفقات المالية بسبب القرض السندي سينقص من تدفق السيولة داخل المؤسسة الأمر الذي يسبب تراجعاً في مستوى الإنفاق الأخرى بما في ذلك التي تتدرج ضمن برامج المؤسسة التنموية، التي كانت ستوجه لمكافحة رأس المال الاجتماعي في شكل قسائم موزعة. الأخطر من ذلك هو احتمال عجز المؤسسة عن تسديد هذه المصاريف المالية في تواريخ استحقاقها مما قد يؤدي بالمؤسسة إلى التوقف عن الدفع وإشهار إفلاسها. كما يؤثر التمويل بالسندات بشكل مباشر على مرونة المؤسسة من خلال تقليص قدرة المؤسسة على توفير المبالغ المالية الضرورية لمواجهة النفقات غير المتوقعة أو اغتنام فرص الربح المتاحة وهذا بعد أن استنفدت المؤسسة كل طاقتها الافتراضية بالإضافة إلى انخفاض مرونة المؤسسة في اجتياز مصادر التمويل.

⁽¹⁾ P.Gourlaouen, (1998): Les Nouveaux Instrument Financières, Libraire Vuibert: Paris, France, p182.

خلاصة الفصل

ان المؤسسة اذا ما أرادت اللجوء الى مصادر التمويل الخارجية فان السوق السندي يحظى بدرجة اهتمام كبيرة، نظرا لما يوفره من مزايا وخصائص من تنوع في السندات والميزة الضريبية الى التأثير على عائد المؤسسة ومردودية أموالها. غير أن قرار تمويل المؤسسة عن طريق السوق السندي تتحكم فيه مجموعة من العوامل والمحددات كالتكلفة، الرفع والمخاطرة، لذا على المؤسسة التوفيق بين العائد والمخاطرة عند اللجوء الى هذا المصدر، فالتمويل بالسندات ورغم انخفاض تكلفته مقارنة بمصادر التمويل الخارجية الأخرى، غير أنه يرفع نسب المخاطرة مما يؤدي إلى زيادة العائد الذي يطلبه المستثمرون حملة الأسهم وحملة السندات على حد سواء، كما أن له تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة ونموها وتحقيق أهدافها. نتيجة لذلك تنوعت المداخل التي قامت بتحليل وتفسير تأثير القرض السندي وكذا مبررات استخدامه من مجمل مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة، إلا أنها اتفقت حول كونه يعتبر مصدرا تمويليا مغريا وهاما بالنسبة لها.

الفصل الثالث:

الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

تمهيد

ان تقييم نشاط المؤسسة الاقتصادية يمر حتما من بوابة تقييم كفاءة الأداء بشكل عام وما يرتبط بها من مراحل، هذا من خلال التطرق الى ماهية هذه العملية وكيفية سيرها اضافة الى متطلبات انجاحها والمستويات المختلفة لهذا التقييم وهذا ما سوف يعرض في المبحث الأول. بالنظر لأهمية الوظيفة المالية والنشاط المالي داخل المؤسسة، يعتبر وصول المؤسسة لمستويات جيدة من الأداء المالي من أهم الخطوات نحو النجاح وتحقيق الأهداف وكذا انجاح الخطط المسطرة، ما يحتم عليها تحديد مؤشرات ومعايير لتقييم أدائها المالي المستمر والدائم من خلال نظام محدد وواضح يسمح لها بالوصول الى المبتغى من عملية التقييم وهذا ما سيتم التطرق اليه من خلال المبحث الثاني.

أما التقييم الجيد للأداء المالي فيتطلب معلومات لهذا النظام لتتمكن المؤسسة من تحقيق التوازن المالي المطلوب وكذا السيولة واليسر الماليين اضافة الى المردودية الجيدة ورفع القيمة، فتقوم الادارة المالية بتحديد مؤشرات كمية تسهل عملية حسابها وهي في مجملها مؤشرات مالية أو نقدية نظرا لطبيعة المعلومات المعتمد عليها في التقييم، هذا ما سيتم التطرق اليه وتفصيله من خلال المبحث الأخير لهذا الفصل.

المبحث الأول: ماهية الأداء العام في المؤسسة

ان الوصول الى التعرف الدقيق على الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية يمر حتما عبر بوابة المعرفة الكلية والشاملة لمختلف المفاهيم المرتبطة بالأداء بشكل عام، اضافة الى ما تسعى الى تحقيقه من خلال مستويات عالية للأداء ومن ضمنها الأداء المالي وهو ما سيتم التطرق اليه من خلال هذا المبحث أي محاولة تمهيد الأرضية المناسبة لتحليل مختلف جوانب الأداء في المؤسسة.

المطلب الأول: مفاهيم أداء المؤسسة

الفرع الأول: ماهية ومفهوم الأداء

ان الأداء العام في المؤسسة يعتبر من أهم المقاييس لمعرفة مدى كفاءة أي مؤسسة اقتصادية كانت وكذا قياس أداء مختلف الأنشطة في المؤسسة، لذا وجب التعرف على ماهية هذا المصطلح ومعرفة أهم التعاريف والمفاهيم المقدمة عنه والتي تسمح بتوضيح معناه والاحاطة بجميع حيثياته.

1- ماهية الأداء

ان اعطاء حدود ومجال دقيق للأداء بصفة عامة يعتبر أمرا صعبا بالنظر الى اختلاف المفاهيم والتعريفات التي قدمت لهذا المصطلح، سواء داخل المؤسسة وذلك بالنسبة للإدارة المالية أو اقتصاديا وهو الأداء الكلي للمؤسسة لكننا يمكن أن نعطي الاطار العام للأداء.

ان مجموعة من الدراسات والباحثين يركزون على الأداء من جانب أنه يمثل الفعالية والانتاجية وذلك من خلال التحديد الدقيق للأهداف المسطرة وكذا مستوى الوصول الى هذه الأهداف، من جهة أخرى تحليل مدى كفاءة النتائج التي توصل اليها والوسائل المستخدمة في ذلك⁽¹⁾، من هذا المنطلق فانه يمكننا اعطاء اطار الأداء من خلال أولا درجة تحقيق الأهداف وذلك بمقارنة الاهداف الموضوعة والمسطر لها بالأهداف المحققة أو التي تم انجازها، أما ثانيا فمن خلال تحليل الانتاجية وذلك بمقارنة النتائج المتوصل اليها حقيقة والوسائل المستخدمة في ذلك.

من جهة اخرى هناك مجموعة من الباحثين يقدمون الأداء على أنه الفعالية أي أنه مستوى تحقيق الأهداف المسطرة من قبل المؤسسة حيث ان هذا المفهوم يحصر الأداء في مستوى أو نسبة الوصول الى تحقيق وانجاز الأهداف، بالتالي حسب هذا المنطلق فانه سوف يتم الحكم على أداء المؤسسة من خلال تحقيقها للأهداف الموضوعة مهما كانت الأدوات والوسائل المستخدمة للوصول الى هذا المستوى من النجاح في تطبيق الخطط المسطرة.

⁽¹⁾ Abdellatif Khemakhem, (1976): La Dynamique du Contrôle de Gestion, 2^{ème} Edition, Dunod: Paris, France, p310.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

من ناحية أخرى يمكن أن نقدم ماهية الأداء داخل المؤسسة وننظر إليه على أنه علاقة الموارد المتاحة والمخصصة بمستوى النتائج المحققة، أي أن الأداء هو علاقة نتائج المؤسسة بالموارد المستخدمة في تحقيقها، فمن هذا المنطلق تم حصر الأداء في جانب الاستخدام الأمثل للتكاليف وتخفيضها إلى أدنى المستويات.

هناك من الباحثين من جمع ماهية ومفهوم الأداء في عدة جوانب داخل المؤسسة تتمثل في عمل المؤسسة ومحاولتها ارضاء عملائها من خلال تقديم أفضل السلع والخدمات، من جانب آخر عمل المسيرين على تحقيق أهداف ومخططات المؤسسة بأقل التكاليف الممكنة من أجل استمرار المؤسسة، أما ثالثاً فهم العاملين داخل المؤسسة والذين يبحثون عن الاستمرارية والظروف الملائمة للقيام بالعمل، كذا من جانب آخر الهيئات الحكومية التي تعمل على تحقيق المؤسسة لأعلى المستويات من أجل النفع العام للاقتصاد. وبالتالي فإن هذا المنطلق يربط الأداء العام للمؤسسة بمجموع هذه العناصر أو النقاط السابقة الذكر، كما يمكننا كذلك أن ندرس الأداء المؤسسي من خلال الربط بين الأهداف الوسائل والنتائج أي أن المؤسسة التي تتوصل إلى تحقيق أهدافها بالوسائل المتاحة وتتوصل إلى نتائج جيدة يمكن أن نقول عنها أنها مؤسسة ذات أداء عال أو جيد، بالتالي فماهية الأداء مرتبطة بعنصرين هامين وهما الكفاءة والفعالية من أجل بلوغ الأهداف المسطرة والحصول على نتائج جيدة⁽¹⁾.

2- مفهوم الأداء

ان مفهوم الأداء يعتبر مفهوماً واسعاً ومتطوراً بالنظر إلى تميز محتوياته بالديناميكية وتغير حالات وظروف المؤسسات المستمرة، كذا تغير العوامل المحيطة ببيئتها الخارجية والداخلية وبالتالي نتج عن هذا التغير اختلاف كبير وتنوع في المفاهيم المقدمة فيما يخص المحتوى التعريفي لمفهوم الأداء وكثرت الدراسات التي تناولت هذا المفهوم، فهذا الاختلاف يعود دائماً إلى تنوع المعايير والمقاييس المعتمدة في دراسة هذا المفهوم وقياسه وكذا من أي ناحية تمت فيها دراسة الموضوع.

إذا أردنا أن نقدم مفهوماً شاملاً للأداء وملماً بجميع جوانبه حيث يعتبر لغوياً أو الاشتقاق اللغوي لهذا المصطلح مستمد من الكلمة الانجليزية (to perform) والتي أخذت هي الأخرى من اللاتينية (Performer) والتي تعني تنفيذ مهمة أو تأدية عمل، وجب علينا التطرق لعدة مفاهيم مختلفة.

⁽¹⁾ Robert le Duff, (1999): Encyclopédie de la Gestion et du Management, Dalloz Editions: Paris, France. p 897.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

يمكن أن نعرف الأداء على أنه: "تأدية عمل أو انجاز نشاط أو تنفيذ مهمة بمعنى القيام بفعل يساعد على الوصول الى الأهداف المسطرة"⁽¹⁾.

كما يمكن أن يعرف الأداء على أنه: "الفرق بين القيمة المقدمة للسوق V ومجموع القيم المستهلكة C_i وهي تكاليف مختلف الأنشطة، فبعض الوحدات (مراكز تكلفة) تعتبر مستهلكة للموارد وتسهم سلبيا في الأداء الكلي عن طريق تكاليفها، أما الأخرى تعتبر مراكز ربح وهي في الوقت نفسه مستهلكة للموارد ومصدر عوائد وتسهم بهامش في الأداء الكلي للمؤسسة"⁽²⁾.

كما يعرف الأداء في المؤسسة على أنه انعكاس لكيفية استخدام المؤسسة للموارد المالية والبشرية واستغلالها بكفاءة وفعالية بصورة تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها⁽³⁾، بالتالي فالأداء هو حاصل تفاعل عنصرين أساسيين هما الطريقة في استعمال موارد المؤسسة ونقص ذلك عامل الكفاءة والنتائج (الأهداف) المحققة من ذلك الاستخدام ونعني بذلك عامل الفعالية.

اما اذا نظرنا الى الأداء من ناحية اجتماعية يمكننا ان نقول ان الأداء هو اصدار حكم على الشرعية الاجتماعية لنشاط معين، أي أن الأداء مرتبط بفعل ومعرفة اجتماعية ما يؤدي ويقود إلى الحصول على قبول اجتماعي عام للأنشطة التي تقوم بها المؤسسة إلى جانب الشرعية الاقتصادية التي اكتسبتها من نشاطها الاقتصادي.

من مختلف التعاريف يتضح أن الأداء هو هدف العملية التسييرية داخل أي مؤسسة، التي تهدف من خلالها إلى بلوغ أهدافها المسطرة بطريقة صحيحة، هذا عن طريق الاستخدام الأمثل للموارد المختلفة المتاحة للمؤسسة.

في الأخير يمكننا ومن خلال ما تم التطرق اليه أن نقدم تعريفا شاملا للأداء العام في المؤسسة، محاولين من خلاله أن نحيط بجميع مفاهيمه فنقول أنه:

الأداء عامة هو الفعل الذي يقود إلى إنجاز الأعمال كما يجب أن تنجز ويتصف بالشمولية والاستمرار وهو المعيار المحدد لنجاح المؤسسة وبقائها والتكيف مع بيئتها، فأداء المؤسسة يتمثل في قدرتها على الوصول الى النتائج التي تحقق الخطط والأهداف المسطرة بالاستغلال الأمثل للموارد الموضوعة تحت تصرفها، إذن فمفهوم الأداء يقترن بمصطلحين هاميين هما الكفاءة والفعالية.

(1) Amblard H, Bernoux Ph, Herreros G et Livian Y, (1996): Les Nouvelles Approches Sociologique des Organisations, Edition Seuil: Paris, France, p50.

(2) Claudette Lafaye, (1996): La Sociologie des Organisations, Colin Num 98, Edition Nathan: Paris, France, p43.

(3) عبد الغفار حنفي، (1997): أساسيات إدارة المنظمات، المكتب العربي الحديث: الإسكندرية: مصر، ص 291.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

الفرع الثاني: أنواع الأداء المختلفة في المؤسسة

ان الأداء ومع اختلاف المفاهيم والتعاريف المقدمة له وعدم حصرها في نقطة معينة ودقيقة، فنفس الشيء ينطبق على أنواع الاداء داخل المؤسسة والتي تختلف أيضا حسب المعيار المعتمد في عملية التقسيم والتي سنقوم بتقسيمها الى مجموعتين حسب معيارين تكون كالآتي:

1- معيار التكوين

نقصد هنا بالتكوين أي مدى شمولية الأداء لعناصر ووحدات المؤسسة وكذا أنظمتها المختلفة المكونة له، اما بالشمولية الكاملة أو الجزئية وبالتالي يكون هناك:

أ- الأداء الكلي

عند الحديث عن الأداء الكلي للمؤسسة فنحن بالطبع نقصد الأداء الشامل لجميع الوظائف والعناصر المكونة لهذه المؤسسة، بالتالي فالأداء هنا هو الانجازات التي ساهمت في تحقيقها كل الوحدات والأنظمة التابعة للمؤسسة داخليا وخارجيا وبالتالي لا يمكننا ان نميل الى جهة أو وحدة أو وظيفة داخل المؤسسة على حساب أخرى في هذه الفعالية والكفاءة في تحقيق الاهداف والنتائج المطلوبة، هنا فان الأداء الكلي هو الحديث عن تحقيق الأهداف الشاملة للمؤسسة من أرباح ونمو وغيرها⁽¹⁾. ويمكن أن نضع الأنواع التالية للأداء تحت ظل هذا النوع كما يلي:

• الأداء الداخلي للمؤسسة

نقصد به هنا كل ما يتعلق بأداء الوحدات والأنظمة داخل المؤسسة والتي تشكل في مجملها أداء المؤسسة الداخلي ورغم اختلاف مكونات المؤسسات من وحدة الى أخرى الا أننا يمكن أن نكون الأداء الداخلي من ما يلي:

- اليد العاملة أو ما يعرف بالأداء البشري للعمال الذين ينتمون الى المؤسسة ويعملون داخلها ودور هؤلاء في زيادة قدرة المؤسسة وتنافسيتها وبالتالي الرفع من قيمتها.
- سياسة المؤسسة واستثماراتها وهو ما يعرف بالأداء التقني أي كفاءة ادارة المؤسسة ومسيرتها في الاستخدام الامثل والمناسب للموارد والقدرات المتاحة لها من أجل استثمارات ومشاريع فعالة تعود بالنفع على المؤسسة.

⁽¹⁾ Bernard Martory, (1999): Contrôle de Gestion Sociale, 2^{ème} Edition ,Vuibert: Paris, France, pp236-237.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

- السياسة المالية وكفاءة الإدارة المالية للمؤسسة وما يحظى به من أهمية بالغة في أي مؤسسة وهو يعبر عن مدى كفاءة استغلال الموارد المالية للمؤسسة بمختلف أنواعها وتوظيفها واستخدامها بشكل فعال يخدم المؤسسة.

• الأداء الخارجي للمؤسسة

يمكن اعتبار هذا الأداء خارجا عن سيطرة المؤسسة وتحكمها على خلاف النوع السابق، هذا لأنه ينتج عن عوامل وظروف خارج المؤسسة ولا تخضع لتحكمها المطلق والتي يمكن أن تتعلق بالمنافسين المباشرين أو تتعلق بأسعار بيع المنتجات التي قد تتخفف ما يساهم في رفع رقم أعمال المؤسسة، كما يمكن أن تكون متعلقة بأسعار المواد وغيرها والتي يمكن ان ترفع أو تخفف من أداء المؤسسة وبالتالي فهي ذات تأثير يمكن أن يكون سالبا أو موجبا⁽¹⁾.

ب- الأداء الجزئي

ان هذا النوع من الأداء وعلى خلاف النوع الأول فانه يكون جزئيا اي أنه يتحقق على مستوى الوحدات أو الأقسام والأنظمة المختلفة داخل المؤسسة كل واحد على حدة، بالتالي يمكن أن نقسم الأداء في هذه الحالة حسب الوظائف الموجودة داخل المؤسسة كما يلي⁽²⁾:

• الأداء الفردي

نقصد بهذا النوع من الأداء أداء أفراد المؤسسة وعمالها وبالتالي فهي تمثل أداء وظيفة الأفراد ومدى أهميتها في تحريك باقي الوظائف وتوجيه استخدام الموارد بطريقة مثلى تمكن من تحقيق أهدافها، فهناك مجموعة من المؤشرات والمعايير التي تحكم هذه الوظيفة وتضمن لها تحقيق الفعالية والوصول الى أداء جيد، هنا يمكن التحدث عن عائد الأفراد وكذا مدى انضباطهم وغياب الاجراءات التأديبية والحوادث وهذا ما يزيد من الفعالية في الاداء. وغيرها من المعايير التي تحدد فعالية هذا النوع من الأداء كعدد ساعات الغياب وكذا نقابة العمال ومدى جودة العلاقة بينها وبين الأفراد والعمال⁽³⁾.

كلها عوامل تضمن استخدام موارد المؤسسة بفعالية عن طريق سلوك الأفراد الذين يعملون في المؤسسة، كما تضمن للمؤسسة بقاؤها من خلال توظيف الأكفاء ونوي المهارات العالية وتسييرهم وتوجيههم بشكل فعال ومدروس.

(1) أحمد بن حماد الحمودة، (1994): تقييم الأداء الوظيفي، دورية معهد الإدارة العامة، المجلد 34، العدد 2، الرياض، السعودية، ص337.

(2) عبد الملك مزهود، (2001): الأداء بين الكفاءة والفعالية: مفهوم وتقييم، مجلة العلوم الانسانية، العدد الأول، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، ص337.

(3) George Terry et Stéphan Franclin, (1985): Les Principes du Management, 8^{ème} Edition, Economica: Paris, France, p32.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

• الاداء الانتاجي

يمثل هذا النوع من الأداء ما يعرف بأداء وظيفة الانتاج داخل المؤسسة والذي يكون فعالا من خلال تحقيقها لمستويات جيدة من الانتاج بالإضافة الى جودة عالية لهذه المنتجات وبتكاليف أقل، هذا كله يكون بالمقارنة مع المؤسسات الاخرى والقطاع الذي تنتمي اليه.

• الاداء المالي

وهو بالطبع قدرة المؤسسة على تحقيق أهدافها ذات الطابع المالي أي أنها تعبر عن أداء الوظيفة المالية داخلها، فهو يتمثل في قدرة الادارة المالية على تحقيق التوازن المالي وتوفير الأموال اللازمة لتسديد ما عليها وتحقيق معدل مردودية عال وبأقل التكاليف الممكنة.

• أداء التمويين

أي مدى كفاءة أداء وظيفة التمويين في المؤسسة والذي يمكن التعبير عنه بقدرة المؤسسة على الاستقلال عن الموردين وكل ما يمكن تحقيقه من فعالية في هذه الوظيفة، من الحصول على المواد بجودة عالية وآجال معقولة تمنح للمؤسسة القدرة على الوفاء بالالتزامات وغيرها من مؤشرات كفاءة التمويين⁽¹⁾.

• الاداء التسويقي

يتمثل في كفاءة وفعالية وظيفة التسويق في المؤسسة والذي تصل اليه من خلال تحقيق العديد من الأهداف والمؤشرات التي تدل على الأداء الجيد، كالوصول الى حصة سوق جيدة سواء بحجم هذه الحصة وكذا قيمتها في السوق أو في القطاع المعني، كما يتمثل أيضا في القدرة على ارضاء العملاء من خلال الشكاوى المقدمة والمبيعات المردودة، أيضا من خلال سمعة المنتج أو العلامة لدى الأفراد.

2- معيار الطبيعة

حيث يقسم هذا المعيار أنواع الأداء المختلفة للمؤسسة من خلال تقسيم الأهداف المسطرة من طرف ادارتها وبالتالي تكون الانواع كالاتي:

أ- الاداء الاجتماعي

حيث يرتبط بالأهداف الاجتماعية التي سطرته المؤسسة والتي ترتبط بمجلس ادارتها وأفرادها وكذا المحيط الخارجي المحيط بها من عملاء وموردين، حيث كل هذه العلاقات تعتبر كفاءة تسييرها مؤشرا على الأداء الاجتماعي الجيد.

⁽¹⁾ Marcel Laflame, (1981): Le Management Approche Systémique, 3^{ème} Edition, Gaetan Morin éditeur: Canada, p356.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

ب- الأداء الاقتصادي

من أهم أنواع الأداء التي تسعى المؤسسة الى تحقيقها نظرا الى أنها تمثل الهدف الرئيسي الذي تحاول أي مؤسسة اقتصادية بلوغه، هو الوصول الى تعظيم عوائدها المختلفة من رقم أعمال، أرباح ونتائج وغيرها بأقل التكاليف والموارد الممكنة⁽¹⁾.

ت- الأداء السياسي

رغم الأهمية القليلة التي تكون في الظاهر لهذا النوع من الأداء الا أنه يكتسي أهمية بالغة في الوصول الى تحقيق مختلف الأداءات الاخرى للمؤسسة، فالوصول الى تحقيق الاهداف السياسية لها يمكنها من الحصول على العديد من المزايا التي يمكن ان تستفيد منها في تحقيق مصالحها الخاصة المختلفة، مثل مساندة الحملات الانتخابية.

ث- الأداء التكنولوجي

يعبر عن مدى كفاءة المؤسسة في الوصول الى أهداف تكنولوجية تكون قد حددت أثناء عملية التخطيط كالسيطرة على مجال تكنولوجي معين، تمثل في أغلب الأحيان أهدافا استراتيجية تحققت عن طريق التطور التكنولوجي أو استخدام الاداء التكنولوجي.

المطلب الثاني: عملية تقييم أداء المؤسسة

الفرع الأول: ماهية تقييم الأداء

ان استمرار نشاط أي مؤسسة وتطورها يجب أن يكون مرادفا لعملية التقييم المتعلقة بأدائها والتي تمكن هذه المؤسسة من التعرف على مدى تحقق الأهداف المسطرة وكذا الكفاءة اللازمة في تطبيق الخطط الموضوعة من طرف ادارتها، هنا تكمن الأهمية البالغة لهذه العملية والتي سنتطرق الى أهم عناصرها.

1- مفهوم ومعنى تقييم الأداء

يراد بتقييم الأداء قياس أداء أنشطة الوحدة الاقتصادية مجتمعة بالاستناد على النتائج التي حققتها في نهاية الفترة المحاسبية التي عادة ما تكون سنة تقويمية واحدة، بالإضافة الى معرفة الأسباب التي أدت الى النتائج أعلاه واقتراح الحلول المناسبة للتغلب على هذه النتائج السلبية بهدف الوصول الى أداء جيد في المستقبل⁽²⁾.

⁽¹⁾ P. Charles, (1982): La Performance Sociale Interne de La Firme, Revue Française de Gestion, No 38, Paris, France, p73.

⁽²⁾ مجيد الكرخي، (2007): تقويم الأداء باستخدام النسب المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص31.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

كما ينظر الى تقييم الأداء كونه جميع العمليات والدراسات التي ترمي لتحديد مستوى العلاقة التي تربط الموارد المتاحة وكفاءة استخدامها من قبل الوحدة الاقتصادية مع دراسة تطور العلاقة المذكورة خلال فترات زمنية متتابعة أو محددة من أجل اجراء المقارنات بين الأهداف والنتائج باستخدام مقاييس ومعايير معينة⁽¹⁾. ومن خلال التعرف على معنى التقييم الأدائي للمؤسسة يمكن أن نقدم مجموعة من التعاريف المختلفة لهذا المصطلح الذي عرف تناقضا كبيرا في المفاهيم المعطاة له، فيمكن أن نقول أنه الأداة التي تستخدم للتعرف على نشاط المشروع بهدف قياس النتائج المحققة ومقارنتها بالأهداف المرسومة بغية الوقوف على الانحرافات وتشخيص أسبابها، كذا اتخاذ الخطوات اللازمة لتجاوز الانحرافات حيث غالبا تكون المقارنة بين ما تحقق فعلا وما هو مستهدف في نهاية فترة زمنية معينة هي سنة في الغالب.

كما يمكن أن نعرف تقييم الأداء على أنه: "تقييم الأداء يعني تقديم حكما ذو قيمة على إدارة مختلف موارد المؤسسة، أو بتعبير آخر يتمثل تقييم الأداء في قياس نتائج المنظمة في ضوء معايير محددة سلفا"⁽²⁾. كما ينظر إلى هذه العملية على أنها تقييم نشاط الوحدة الاقتصادية أو المؤسسة في ضوء ما تم تحقيقه من نتائج في نهاية فترة مالية معينة وهي تهتم أولا بالتحقق من بلوغ الأهداف المخططة والمسطرة، ثانيا تعنى بقياس كفاءة هذه الوحدة في استخدام مختلف الموارد المتاحة لها سواء كانت موارد بشرية أو رأسمالية. ويمكن في الأخير مما تقدم وتم ذكره أن نلخص مفهوم تقييم الأداء فيما يلي:

هو مجموعة الدراسات التي ترمي الى التعرف على مدى قدرة الوحدة الاقتصادية من ادارة نشاطها وتسييره في مختلف جوانبه الادارية والانتاجية والفنية والتسويقية والمالية وكذا التخطيطية خلال فترة زمنية محددة، اضافة الى مدى مهارتها في تحويل المدخلات أو الموارد الى مخرجات بالتنوع والكمية والجودة المطلوبة وبيان مدى قدراتها في تطوير كفاءتها سنة بعد أخرى، اضافة الى تحسين درجة نجاحها في التقدم على المؤسسات المنافسة عن طريق التغلب على الصعوبات التي تعترضها وابتداع الأساليب الأكثر انتاجا وتطورا في مجالها.

2- أهداف ومزايا تقييم الأداء:

ان القيام بعملية تقييم الأداء تكون من أجل الوصول الى تحقيق أغراض معينة حيث تستهدف هذه العملية تحقيق عدة أهداف ولها عدة مزايا⁽³⁾.

(1) A. Bourguignon, (1995): Peut-On Définir la Performance, Revue Française de Comptabilité, N 269, Paris, France, p61.

(2) السعيد فرحات جمعة، (2000): الأداء المالي لمنظمات الأعمال (التحديات الراهنة). دار المريخ للنشر: الرياض، السعودية، ص30.

(3) مجيد الكرخي، مصدر سبق ذكره، ص 32.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

أ- أهداف تقييم الأداء

إن لنظام تقييم الأداء في المؤسسات العمومية والخاصة أهمية بالغة وفوائد كثيرة، سواء على المستوى المؤسسي أو الأفراد كما يلي:

- استخلاص معلومات واقعية وعاكسة لسلوك وأداء الأفراد داخل المؤسسة باعتبارها نظاما مفتوحا يتأثر ويؤثر بعوامل متعددة منها عوامل أو محددات شخصية خارجية وداخلية.
 - الوقوف على مستوى انجاز الوحدة الاقتصادية مقارنة بالأهداف المدرجة في خطتها الانتاجية.
 - الكشف عن مواطن الخلل والضعف في نشاط الوحدة الاقتصادية واجراء تحليل شامل لها وبيان مسبباتها وذلك بهدف وضع الحلول اللازمة لها وتصحيحها وكذا تقاؤها مستقبلا.
 - تحديد مسؤولية كل قسم ومركز في الوحدة الاقتصادية عن مواطن الخلل والضعف في النشاط الذي يضطلع به وذلك من خلال قياس انتاجية كل قسم من أقسام العملية الانتاجية وتحديد انجازاته سلبا أو ايجابا من أجل خلق المنافسة ورفع مستوى الأداء.
 - الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة بطريقة رشيدة تحقق عائدا أكبر بتكاليف أقل وبنوعية جيدة.
 - تسهيل تحقيق تقييم شامل للأداء على المستوى الوطني ذلك بالاعتماد على نتائج التقييم الأدائي لكل مشروع فصناعة فقطاع وصولا للتقييم الشامل.
 - تصحيح الموازنات التخطيطية ووضع مؤشراتنا في المسار الصحيح بما يوازن بين الطموح والامكانيات المتاحة حيث تشكل نتائج تقييم الأداء قاعدة معلوماتية كبيرة في رسم السياسات والخطط البعيدة عن المزاجية والتقدير غير الواقعية.
- بالتالي فان لعملية التقييم فوائد ومزايا كثيرة تكمل الأهداف المرجوة من هذه العملية البالغة الأهمية⁽¹⁾:
- يعتبر تقييم الأداء أهم الركائز والأعمدة التي تبنى عليها عملية المراقبة.
 - تفيد عملية تقييم الأداء بصورة مباشرة في تشخيص المشكلات وحلها ومعرفة مواطن القوة والضعف في المؤسسة.
 - تزويد الإدارة بالمعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات العامة سواء للتطوير والاستثمارات أو عند إجراء تغييرات جوهرية مثل شراء الأصول أو المعدات أو الدخول الى أسواق جديدة.

⁽¹⁾ مليكة زغيب، (2004): مشاكل تقييم المؤسسة الصناعية مع دراسة حالة مؤسسة الصيانة الصناعية، الملتقى الدولي اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة المنعقد يومي 03-07 أكتوبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، ص2.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

- يعتبر من أهم دعائم رسم السياسات العامة سواء على مستوى المؤسسة أو على مستوى الصناعة أو حتى على مستوى الاقتصاد والنظام ككل.

الفرع الثاني: أنواع تقييم الأداء ومستوياته

بالنظر الى أهمية هذه العملية والمتعلقة بتقييم الأداء ومحاولة تقويمه فان هناك عدة طرق أو أنواع مختلفة للقيام بها، هذا كونها تدخل ضمن اطار العملية الشاملة للنشاط في المؤسسة كما أن لديها عدة مستويات تمر بها هذه العملية لتكون ذات كفاءة ونتائج فعالة.

1- أنواع تقييم الأداء

يمكن أن يتم تحديد الأنواع التالية لعملية تقييم الأداء بالمؤسسة الاقتصادية كالآتي⁽¹⁾:

• تقييم الأداء المخطط

يراد به تقييم أداء الوحدة في مدى تحقيقها للأهداف المخططة وذلك عن طريق مقارنة المؤشرات الواردة بالمخطط والسياسات الموضوعة مع المؤشرات الفعلية ووفق فترات زمنية متتالية ودورية يمكن أن تكون قصيرة أو متوسطة المدى، حيث تظهر هذه المقارنات مدى التطور الحاصل في الأداء لمختلف أنشطة المؤسسة وتوضح الانحرافات والأخطاء التي حدثت مع تقديم تفسير لأسباب حدوثها وكيفية معالجتها.

كما يتطلب هذا النوع من التقييم الأخذ بعين الاعتبار الظروف المختلفة التي كانت تحيط بالمؤسسة في الفترة المعنية بهذه العملية، من ارتفاع أسعار مواد أولية وظهور سلع منافسة في السوق وغيرها من الظروف الغير متوقعة، كل هذه الظروف سواء كان ما يدخل ضمن مسؤولية ادارة المؤسسة أو ما يخرج عن ارادتها يجب أن يؤخذ بعين الاعتبار من أجل التدقيق والتعمق في عملية التقييم.

• تقييم الأداء الفعلي

يقصد به تقييم كفاءة الموارد المتاحة المادية منها والبشرية وذلك بمقارنة الأرقام الفعلية ببعضها البعض لأجل التعرف على الاختلالات التي حدثت وتأشير درجة ومستوى الأداء في توظيف هذه الموارد في العملية الانتاجية، هذا يتطلب تحليل المؤشرات الفعلية للسنة المالية المعنية ودراسة تطورها عبر فترات محددة خلال السنة كأن تكون عبر فصول السنة المذكورة وفي ضوء ما تكشفه المعايير والنسب التحليلية المعتمدة، كما تتطلب مقارنة المؤشرات مع الأرقام الفعلية للسنوات السابقة في نفس المؤسسة اضافة الى مقارنتها مع ما حققته المؤسسات المماثلة في القطاع.

(1) مجيد الكرخي، مصدر سبق ذكره. ص ص43-45.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

• تقييم الأداء المعياري

هو مقارنة النتائج الفعلية مع القيم المعيارية ويأخذ ذلك نوعين من المقارنة اما عن طريق مقارنة النتائج التي حققتها المؤسسة لمختلف فعاليتها كالإنتاج والمبيعات والأرباح والقيمة المضافة مع نتائج معيارية كانت قد وضعت لتكون مقياسا للحكم فيما اذا كانت النتائج الفعلية مرضية أم لا، عادة ما توضع الأرقام المعيارية المذكورة في ضوء مجموعة من الاعتبارات منها الامكانيات والقدرات الانتاجية للمؤسسة والمؤسسات المنافسة سواء في الداخل أو في الخارج. أما المستوى الآخر للمقارنة فيتم عن طريق مقارنة النسب والمعدلات الفعلية مع النسب والمعدلات المعيارية أو القياسية كنسب السيولة والاستثمار وانتاجية الأجر ومعدلات البيع وغيرها.

• تقييم الأداء العام

يقضي هذا النوع بالقيام بتقييم الأداء من كل جوانب النشاط الخاص بالمؤسسة الاقتصادية واستخدام جميع المؤشرات المخططة والفعلية والمعيارية في عملية القياس والتقييم والتميز بين أهمية نشاط وآخر وذلك عن طريق اعطاء أوزان لأنشطة الوحدة، حيث أن كل وزن يشير الى مستوى الأرجحية الذي تراه الادارة لكل نوع من أنواع النشاط كأن يعطى حجم الانتاج أرجحية على بقية الأنشطة أو أن يعطى الربحية هذه الأرجحية أو كذلك عائد الاستثمار، باستخدام هذه الأولويات ومؤشرات النتائج المخططة والفعلية والمعيارية يتم التوصل والحصول على درجة التقييم الشامل لأداء المؤسسة الاقتصادية والتي ترغب فيها الادارة العليا.

2- مستويات تقييم الأداء

يأخذ تقييم الأداء مستويات مختلفة تدرج عادة حسب الهيكل التنظيمي للإدارة الاقتصادية فهو يبدأ بأصغر وحدة صعودا الى مستوى الوحدة الاقتصادية وأخيرا يمكن اعداد تقييم شامل للأداء لجميع الوحدات الاقتصادية في القطاع أو الاقتصاد ككل، حيث تختلف الاجراءات والمعايير التي يجب أن تعمل بها كل وحدة من وحدات التقييم رغم الترابط الموجود بينهم⁽¹⁾.

أ- تقييم الأداء على مستوى وحدات المؤسسة (مركز المسؤولية)

يقوم المشرف على مركز المسؤولية ضمن الوحدة الاقتصادية بإعداد تقييم للأداء في قسمه مسترشدا بالخطة الانتاجية للقسم وذلك عن طريق:

- متابعة تنفيذ الأهداف المخططة لقسمه يوميا واتخاذ القرارات اللازمة لتصحيح الانحرافات ضمن صلاحياته الممكنة.

(1) مجيد الكرخي، مصدر سبق ذكره. ص ص 40-41.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

- اخطار الادارة العليا للمؤسسة بالانحرافات والمقترحات التي يراها مناسبة لتصحيحها اذا كان ذلك خارج صلاحياته.
- اعداد تقارير دورية عن أداء القسم ترفع الى الادارة المسؤولة في المؤسسة يوضح فيها مقارنة المنجز بالمخطط والعقبات التي واجهت العملية الانتاجية في القسم والاختلالات التي حدثت وكيفية مواجهتها وتصحيحها، كذا سبل ترقية أداء القسم نحو الأفضل.
- اعداد تقرير سنوي عن تقييم الأداء للقسم يتضمن جميع الاجراءات والتعليمات والأساليب الخاصة بعملية التقييم والتي نصت عليها اللوائح المتعلقة بفعاليات القسم ويرفع هذا التقرير الى الادارة المسؤولة في المؤسسة الاقتصادية.

ب- تقييم الأداء على مستوى المؤسسة

حيث تقوم الادارة المختصة داخلها بمجموعة من الأعمال التقييمية للمؤسسة ككل وهذا كما يلي:

- دراسة التقارير الدورية المختلفة والمرفوعة من ادارات الأقسام فيها واعطاء الرأي والتوجيه بشأنها كتدعيم جوانب القوة وتفادي جوانب الضعف، اضافة الى اعطاء المقترحات اللازمة لمعالجة حالات الاخفاق الناشئة في هذا القسم أو ذاك.
- اعداد تقرير دوري عن تقييم الأداء على مستوى المؤسسة بالاستناد الى التقارير المرفوعة من الأقسام ويتضمن هذا التقرير جميع جوانب النشاط كما يحتوي على جميع المؤشرات التقييمية الواردة في خطوات التقييم، على أن يناقش هذا التقرير من قبل ادارة المؤسسة من مديرين ومالكين ثم تعقد ندوة للعاملين لشرح محتويات هذا التقرير من جوانب اخفاق وكذا سبل النجاح والصعوبات التي واجهت كل قسم على حدا من أجل التوصل الى انجاح الخطة الانتاجية وتحقيق الأهداف الموضوعية.
- اعداد تقرير سنوي يتضمن تقييما عن نتائج النشاط في المؤسسة يتضمن جداول ومؤشرات تحدد مستوى الأداء خلال السنة المالية في كافة المجالات الانتاجية، التسويقية، المالية والاستثمارية وكذا شؤون العاملين، اضافة الى الميزانية العامة، الانتاج، الخسائر والأرباح والتي تغطي مصادر البيانات المالية والانتاجية التي اعتمدت في عملية تقييم أداء المؤسسة، من ثم يتم مناقشته من قبل المستويات السابقة ومن بعد هذا يصادق عليه مجلس الادارة.

ت- تقييم الأداء على مستوى الاقتصاد الوطني

رغم أن توجهننا في هذه الدراسة كان ويكون حول المؤسسة الى أن التطرق الى الاقتصاد الوطني كتقييم له اهمية بالغة، حيث أن اعداد التقييم الكامل للاقتصاد الوطني يعتمد كليا على التقييمات التي أنجزت على

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

مستوى الوحدات الاقتصادية أي المؤسسات الوطنية، حيث يبدأ التقييم على مستوى القطاع المشابه أي تقييم للمؤسسات التي تنتمي الى نفس القطاع أو الصناعة بهدف اعداد تقرير عن مستوى هذا القطاع ثم الوصول الى تقييم شامل للأداء على مستوى الاقتصاد الوطني يحتوي بشكل رئيسي على ما حققته القطاعات المختلفة من قيمة مضافة صافية للدخل القومي وما حققته من أرباح أو خسارة وما هي نسبة العائد التي بلغت وما مقدار الموارد التي تحققها للخرينة العامة، بالتالي الحصول على مجموعة من المؤشرات التي تساعد المخططين ومتخذي القرار على المستوى الوطني الوقوف على درجة الاداء التي بلغت الاقطاعات ومختلف الانحرافات من أجل وضع الخطط المناسبة للرفع من أداء الاقتصاد الوطني سواء اقتصادا أو اجتماعيا.

المطلب الثالث: القياس والتقييم الجيد لأداء المؤسسة

الفرع الأول: سير عملية قياس وتقييم الأداء

ان الوصول الى تشخيص حالة المؤسسة والتعرف الدقيق والجيد على مدى كفاءة الأداء فيها ومحاولة قياس هذا الأداء ومن ثم تقييمه ومقارنته مع ما سبق وكذلك مع الخطط والاهداف الموضوعية، يتطلب التسلسل عبر مجموعة من المراحل وتحكمه عدة قواعد وأسس يجب على ادارة المؤسسة الحرص عليها من أجل اتمام العملية بنجاح.

1- القواعد الأساسية لتقييم الأداء وقياسه

تستند عملية التقييم على عدة قواعد أساسية تمكن كذلك وتسهل من عملية قياس الأداء ويمكن أن نلخصها فيما يلي⁽¹⁾:

أ- تحديد ووضع الأهداف

ان اجراء تقييم لأداء أي مؤسسة يقتضي التعرف على الأهداف التي تريد تحقيقها والتي يتعين تحديدها بشكل واضح ودقيق، بالاستعانة بالأرقام والنسب والوصف الملائم كالربحية والقيمة المضافة المطلوب تحقيقها وحجم ونوع السلع والخدمات التي تنتجها وغير ذلك، فالمؤسسة لا يتوقف دورها على رسم السياسات التي تحقق الهدف العام لنشاطها بل يجب أن تتوسع لتشمل جميع الأهداف التفصيلية لها.

يمكن تصنيفها الى أهداف قصيرة الأمد وبعيدة الأمد وكذا أهداف رئيسية وأهداف فرعية لتغطي كل قسم أو معمل أو خط انتاجي، يجب الاشارة هنا الى ضرورة أن تكون هذه الأهداف معروفة ومفهومة للعاملين في الوحدة الاقتصادية.

⁽¹⁾ مجيد الكرخي، مصدر سبق ذكره. ص ص 37-38.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

ب- وضع الخطة الانتاجية

بعد استكمال تحديد أهداف المؤسسة لا بد من وضع خطة متكاملة لإنجاز تلك الأهداف توضح فيها كل ما يتعلق بالموارد المالية والبشرية المتاحة للمؤسسة وتحديد مصادرها وكيفية الحصول عليها، كذا الأساليب الفنية والادارية والتنظيمية التي تتبعها في ادارة واستخدام هذه الموارد وطبيعة الانتاج وكيفية التسويق بالإضافة الى التقنيات المتبعة وأساليب اعداد القوى العاملة.

قد يتطلب هذا وضع خطط مساندة للخطة العامة كل منها تمثل نشاط فرعي في المؤسسة على أن يجري اعدادها في ضوء الاهداف العامة مع مراعاة درجة عالية من التنسيق والتكامل بينها وأن يسهم العاملون في وضعها وأن تكون مفهومة لهم لكونهم المكلفون بإنجازها، كما أن جهدهم خاضع للمتابعة والرقابة والقياس بالإضافة الى وجود خطة عمل سواء على مستوى المؤسسة أو أقسامها المختلفة وتكون منسجمة مع الهيكل التنظيمي والاهداف المرسومة.

ت- تحديد مراكز المسؤولية

نقصد هنا بمركز المسؤولية أي كل وحدة تنظيمية مختصة بأداء عمل معين ولها سلطة اتخاذ القرارات التي من شأنها ادارة جزء من نشاط وسير المؤسسة ككل، بالإضافة الى تحديد النتائج التي سوف تحصل عليها، على هذا الأساس يجب أن تقوم الادارة العليا داخل المؤسسة بتحديد مسؤولية كل مركز من العملية الانتاجية لأجل الوقوف على مستوى الأداء في كل مركز وعائدية الانحرافات التي وقعت خلال عملية التنفيذ سواء كانت في مركز معين أو مراكز عدة.

ث- تحديد معايير الأداء

تتطلب اجراءات تقييم الأداء أيضا وضع معايير لهذا الغرض وهي مجموعة من المقاييس والنسب والأسس التي تقاس بها الانجازات التي حققتها المؤسسة، فتوسع المؤسسة يفرض عليها مثل هذا النوع من المعايير بعد أن كانت قليلة مرتبطة الا بالإدارة العليا نتيجة اشرافها ومتابعتها المباشرة وتقييم المنجز من الاعمال، أما في الحاضر فقد أصبح لزاما على الادارة العليا تقسيم المسؤوليات والصلاحيات على الادارات في الفروع والأقسام ومع تشعب تلك المسؤوليات تشعبت المعايير التي يقاس بها الاداء وتنوع مما أدى بالمختصين الى وضع العديد من هذه المعايير والنسب لهذا الغرض، لكن في جميع الأحوال من الضروري على أية مؤسسة الأخذ بما يلي عند اختيار المعايير:

- اختيار المعايير الأكثر تناسبا مع طبيعة النشاط والأكثر انسجاما مع الاهداف الموضوعية

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

- اختيار المعايير الأكثر وضوحا وفهما بالنسبة للعاملين، بحيث يكون في مقدورهم تطبيقها ببساطة والخروج بنتائج واقعية ومعبرة عن طبيعة الانحرافات وسبل معالجتها.
- ترتيب النسب المختارة وفق أهميتها وهذا نابع من كون أهداف كل مؤسسة تختلف عن الأخرى تبعا لطبيعة نشاطها والظروف الاقتصادية والاجتماعية المحيطة بها، هذا يتطلب انتقاء الأوزان الحقيقية لكل هدف من الأهداف وبما يتلاءم مع دوره وموقعه بين الأهداف الأخرى للوحدة.

2- المراحل التي تمر بها عملية تقييم الأداء

تمر عملية تقييم الأداء في المؤسسة بمراحل عدة يمكن حصرها في أربع أساسية مكملة لبعضها البعض، غياب واحدة منها تعرقل العملية ككل وحتى الترتيب في هذه المراحل يعتبر هاما من أجل اتمام التقييم وهي بالترتيب كما يلي:

أ- جمع البيانات والمعلومات الضرورية

تعتبر المعلومات والبيانات والتقارير والمؤشرات اللازمة موردا أساسيا في عملية التسيير بمختلف مستوياته، فلا يمكن أن يوجد تخطيط دون معلومات ولا يمكن أن يكون اتخاذ القرار دون توفر معلومات ولا يمكن أن تكون رقابة دون معلومات، التي يمكن الحصول عليها من حسابات الانتاج، الأرباح والخسائر والميزانية العامة وكل ما يتعلق بالمؤسسة من عدد عمال ورأس مال وغيرها وكذا المعلومات المتعلقة بالسنوات السابقة والبيانات عن أنشطة المؤسسات المشابهة والمنافسة، حيث يكون مصدر هذه المعلومات في الغالب ما يلي⁽¹⁾:

- المراقبة الشخصية والتي تنتج عن مجموعة الملاحظات الشخصية للوحدات المختلفة داخل المؤسسة.
- التقارير المختلفة والتي يمكن أن تكون تقارير شفاهية والتي تنتج عن اللقاءات المباشرة بين الإدارة ومختلف المرؤوسين، كما يمكن أن تكون تقارير كتابية والتي تعتبر أكثر أهمية ودقة وتستعمل في مختلف المؤسسات خاصة الكبيرة منها وتكون عادة شاملة لكل وحدات المؤسسة ومختلف أنشطتها ومجالات الانتاج داخلها.

لكن توفر المعلومات ليس بالشيء الكافي بل يجب الحصول عليها أيضا بالجودة العالية وفي الأوقات المناسبة، فهي وبالإضافة الى أهميتها البالغة في تقييم الأداء للمؤسسة تعد بمختلف أنواعها من الوسائل التي تلجأ إليها المؤسسة لتحسين أدائها الاقتصادي والحصول على مزايا تنافسية.

⁽¹⁾ Humbert Hesca et Elisabeth Lessa, (1995): Gestion de L'information, Edition Litec: Paris, France, p20.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

ب- تحليل ودراسة البيانات والمعلومات

هي مرحلة مهمة في هذه العملية لأنها تسمح لإدارة المؤسسة في التدقيق والتعمق أكثر في المعلومات التي تم الحصول عليها للوقوف على مدى دقتها وصلاحياتها لحساب المعايير والنسب والمؤشرات اللازمة لتقييم الأداء، حيث يتعين توفير مستوى من الموثوقية والاعتمادية في هذه البيانات وقد يتم الاستعانة ببعض الطرق الإحصائية المعروفة لتحديد مدى الصحة والدقة والموثوقية، فهي أيضا مرحلة مهمة جدا للتمهيد للمرحلة التي تليها لأنها تمكن المؤسسة أيضا من تحديد واختيار المعايير والمؤشرات اللازمة والتي تخدم عملية التقييم الخاصة بها⁽¹⁾.

ت- قياس الأداء الفعلي

ان عملية قياس الأداء وتقييمه مرهونة دائما باختيار المعايير والمؤشرات التي تعكس فعلا الأداء المراد تقييمه وهو عادة ما تقوم به المؤسسة في المرحلة السابقة الذكر، فمرحلة القياس الفعلي للأداء تتمكن من خلالها المؤسسة من قياس كفاءتها وفعاليتها بشكل أكثر دقة باستخدام المعايير والمؤشرات التي تم اختيارها واللجوء إليها والموافقة لطبيعة الأداء المراد قياسه.

يتمثل قياس الأداء في العملية التي تزود مسؤولي المؤسسة بتعابير وقيم رقمية فيما يخص أداؤها بناء على معايير الفعالية والكفاءة التي حددتها الإدارة العليا والتي يجب أن تشمل النشاط العام للمؤسسة أي جميع أنشطة مراكز المسؤولية فيها بهدف التوصل الى حكم موضوعي ودقيق، مما سبق يتضح أن عملية القياس لا يمكن أن تتم إلا بتوفر مجموعة من المعايير التي هي الأخرى تفسر من خلال مجموعة من المؤشرات، اللذان بدورهما يؤديان الى قياس وتقييم دقيق للأداء المؤسسة الاقتصادية يمكنها من مقارنة النتائج المحققة بما تم التخطيط له مسبقا.

ث- مقارنة الأداء الفعلي بالمراد تحقيقه

بعد أن يتم الانتهاء من قياس الأداء المحقق تبرز أمام إدارة المؤسسة مرحلة بالغة الأهمية تتمثل في مقارنة ما توصل اليه من أداء بالأداء المرغوب في تحقيقه، بعد أن تكون المؤسسة قد انتهت من مرحلة قياس الأداء الفعلي تشرع في المرحلة الموالية والمتمثلة في مقارنة أدائها المحقق بالأداء المرغوب استنادا على العناصر التي حددتها المؤسسة كمراجع لمقارنة الأداء من زمن، أهداف ومعايير.

فالإدارة المسؤولة تقوم بمقارنة الاداء المقاس بنفس مؤشرات الأداء الخاص بفترات سابقة كما يأخذ أيضا أداء المؤسسات الأخرى المماثلة كمرجع للمقارنة، بالإضافة الى التدقيق في مدى تحقيق الاداء

(1) مجيد الكرخي، مصدر سبق ذكره، ص 32.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

المتوصل اليه للأهداف المسطرة وكذا المعايير التي استخدمت كمراجع لعملية التقييم وكلها عناصر تساهم على عملية المقارنة والتعرف على الانحرافات وتحليلها.

ج- تحديد المسؤوليات والانحرافات واتخاذ القرارات

بعد الانتهاء من مرحلة المقارنة تتضح للمؤسسة مجموعة من المعطيات التي يمكن أن تكون في صالحها كارتفاع النتائج عما كان متوقعا كما يمكن ان تكون انحرافات عكسية أي في غير صالح المؤسسة كانهض المبيعات، بالتالي الحكم على الأداء والخطة الانتاجية والاهداف ككل وتحديد مصدر الاداء الفعلي سواء كان داخليا أو خارجيا أو من طرف وحدات بعينها، كذا الوقوف على الأسباب الفعلية للانحراف من أجل دعم الأشياء التي حققت النتائج الايجابية ومحاولة معالجة ما أدى الى النتائج السلبية.

كمرحلة أخيرة تقوم الادارة داخل المؤسسة باتخاذ جملة من القرارات وتغذية نظام الحوافز بنتائج التقييم وتزويد مختلف الادارات والجهات المسؤولة بالمعلومات والبيانات التي تمخضت عن العملية للاستفادة منها في رسم الخطط القادمة وزيادة فعالية المتابعة والرقابة.

الفرع الثاني: المتطلبات الأساسية لنجاح عملية تقييم الأداء

تتطلب عملية تقييم الاداء بعض المتطلبات والشروط الأساسية التي من شأنها أن ترقى بدرجة التقييم الى مستوى من الدقة الموثوقة وتمنح التقييم مجموعة من الخصائص التي تساعد على اتخاذ القرارات السليمة في تصحيح الانحرافات وتحديد المسؤوليات والارتقاء بالنتائج الى المستويات المرغوبة.

1- شروط نجاح عملية التقييم

ان توافر وتحقق مجموعة من الشروط والمعايير في عملية تقييم الأهداف يجعلها عملية ناجحة ومحقة للأهداف التي قامت من أجلها⁽¹⁾:

• توفر المعلومات اللازمة

ان المؤسسة هنا أمام حتمية الحصول على أكبر قدر ممكن من المعلومات بمختلف الطرق المتاحة لديها ومعالجة جميع المعطيات المتوفرة لديها من أجل أن تكون هذه المعلومات كافية لتتبع الأداء وتطوره، يجب أن تمس جميع أنشطة المؤسسة عن طريق نظام معلومات كفي.

(1) علي السلمي، (1978): التخطيط والمتابعة، الطبعة الأولى، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع: القاهرة، مصر، ص328.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

• تحديد الأداء المرغوب

ان عملية المقارنة تتطلب تحديد معدلات مرجعية للأداء من أجل التعرف الدقيق على نسبة الانجاز وتطورات الأداء وكذا مسؤولية مختلف الانحرافات، هذا لا يكون الا بمشاركة العاملين والمسيرين من أجل توفر الحوافز اللازمة.

• الاستمرارية

أي أن تمتد عملية التقييم طوال فترة حياة المؤسسة من أجل التوصل الى نتائج وأداء أفضل ولا تقتصر على فترات زمنية محددة ثم تتوقف، هذا يتطلب تقسيم لأنواع الأداء الذي يجب تقييمه حسب كل وحدة لمعرفة الزمن الذي تتطلبه كل مرحلة تقييم.

بالإضافة الى هذه الشروط هناك مجموعة من المتطلبات المكملة التي يجب أن تتوافر عليها المؤسسة والتي سوف نذكرها كالاتي⁽¹⁾:

- أن يكون الهيكل التنظيمي للمؤسسة واضحا تتحدد فيه المسؤوليات والصلاحيات لكل مدير ومشرف بدون تداخل بينها.
- أن تكون أهداف الخطة الانتاجية بينة وواقعية قابلة للتنفيذ وهذا لا يتم دون دراسة هذه الاهداف دراسة كافية ومناقشتها على كل المستويات داخل المؤسسة من اجل تحديد أهداف متوازنة.
- أن تكون الاجراءات والآلية الموضوعية لمسار عمليات التقييم بين الادارات المسؤولة عن تقييم الأداء في الهيكل التنظيمي منظمة ومتناسقة ابتداء من الادارة في مركز المسؤولية صعودا الى الادارة العليا من أجل الحرص على عدم عرقلة سير العملية.
- وجود نظام حوافز فعال سواء كانت هذه الحوافز مادية أو معنوية أو كانت ايجابية أو سلبية بحيث يحقق هذا النظام ربطا متينا بين الأهداف المنجزة فعلا وبين المخطط منها، حيث أن غياب هذا النظام يضعف من النتائج المتوصل اليها وكذا تصحيح مسار العملية الانتاجية.

2- خصائص التقييم الناجح للأداء

ان لعملية تقييم الأداء بعض المزايا وكذا مجموعة من الخصائص التي تجعل منها عملية ناجحة في جميع المجالات وبجميع المعايير كما أنها تمنحها صفة النجاح في تحقيق الأهداف المسطرة والأداء المرغوب فيه، هذه الخصائص تظهر في الغالب عند الانتهاء من القيام بهذه العملية والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي:

⁽¹⁾ مجيد الكرخي، مصدر سبق ذكره ص ص 42-43.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

• شمولية وكفاية التقييم

أي يشمل جميع الجوانب ذات الصلة المباشرة وغير المباشرة بمجال تقييم الأداء داخل المؤسسة فيتناول العملية الانتاجية بجميع مكوناتها وأبعادها، كما أنها تتمثل في القدرة على تقييم جميع جوانب الأداء من الأداء المالي الى التجاري مروراً بالأداء الاجتماعي وكذا الأداء الإنتاجي. ان توفر هذه النتيجة المتعلقة بشمولية التقييم في نهاية العملية يعتبر من الدلائل والخصائص التي تعبر عن النجاح النسبي لتقييم الأداء داخل هذه المؤسسة.

• الاستمرارية والوفاء

ونقصد بهذه الخاصية أن نتائج عملية التقييم عند نهايتها تكون متسمة بالثبات وتقدم نفس النتائج حتى وان استخدمت لعدة فترات وهذا في حالة قياس وتقييم نفس الشيء ويتحقق هذا الأمر عند استخدام المعايير الكمية في عملية القياس لا المعايير النوعية، التي قد تعطي اختلافاً في النتائج من فترة الى أخرى. أما عندما نتحدث عن الوفاء فنحن نتحدث عن التكافؤ الذي يتحقق عند استخدام نفس معيار القياس مثلاً الاستمارة لقياس أداء نفس المجموعة من المستخدمين في فترة محددة ويتم الوصول إلى نفس النتائج، كذلك التجانس كأن تكون مجموعة أسئلة هي وسيلة القياس لنفس الشيء تعطي فعلياً نفس النتائج المتوصل إليها.

• الصدق والموضوعية

ان هذه الخاصية وعند توفرها في عملية التقييم فهي تعبر عن سلامة أداة القياس وقدرتها على إعطاء الحقيقة وتقديم تقييم سليم وصحيح لأداء المؤسسة، أما الموضوعية فتتمثل في مجموعة المؤشرات الموضوعية التي هي أدوات قياس صادقة عكس المؤشرات الذاتية، التي تتحقق في معظم الأوقات في مجالات التقييم البشرية والموارد لأن أداة التقييم هي الأفراد، إذن فان توفر خاصية الصدق أو السلامة يتطلب توافر أدوات قياس موضوعية من أجل الحصول على التقييم الجيد الذي ترغب فيه المؤسسة وادارتها العامة.

• التأقلم والحساسية

أي قدرة نظام التقييم وكذا المعايير المستخدمة في عملية القياس على التفريق بين الاختلافات الموجودة بين النتائج المتحصل عليها سواء بين فترة وأخرى أو بين نتيجة وأخرى، نقصد بها هنا القدرة على تمييز عدة درجات من الأداء أي إن وجد اختلاف بين أدعين فإن المؤشرات والمعايير المستخدمة يمكنها أن تدارك ذلك.

المبحث الثاني: الإطار العام للأداء المالي

ان الوظيفة المالية وكغيرها من الوظائف الأخرى داخل المؤسسة تحظى بعناية بالغة من طرف المؤسسة الاقتصادية، لهذا فان التعرف على ماهية الأداء المالي ذو أهمية كبيرة من أجل تسهيل عملية التخطيط والرقابة لهذا الأداء، بالتالي الوصول الى تقييمه وكذا دراسة العوامل المؤثرة في تحقيق مستوى عال من الكفاءة وكذا مساعدة المؤسسة على اتخاذ القرارات والخطط اللازمة من أجل تطويرها واستمراريتها.

المطلب الأول: ماهية الأداء المالي

الفرع الأول: مفهوم وأهمية الأداء المالي داخل المؤسسة

من أجل الوصول الى تقييم جيد للأداء المالي في المؤسسة والحصول على مستويات مقبولة من خلال المقارنة مع الأهداف المالية والمؤشرات والمعايير المحددة من طرف الادارة المالية، وجب علينا أولا التدقيق في مفهوم ومعنى هذا المصطلح وكذا التطرق الى أهميته بالنسبة للمؤسسة.

1- تعريف ومفهوم الأداء المالي

ان تحديد مفهوم دقيق للأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية يعرف تباينا كبيرا بين الباحثين والمختصين في المالية الاقتصادية نظرا الى عدة أسباب وعدة اختلافات تحكم المعايير والمؤشرات التي يبني عليها هذا المفهوم، فمن بين أهمها اختلاف تحديد مفهوم دقيق للوظيفة المالية التي يرتبط بها مفهوم الأداء المالي، حيث ذهب البعض الى أنها القرارات المالية المتخذة وكذا الخطط والأهداف والسياسات المالية ومحاولة تجاوز المصاعب والعقبات المالية، الأمر الذي يجعلها غامضة وعاجزة عن تحديد هوية الوظيفة المالية. فهناك التوجه النقدي الذي ينسب الوظيفة المالية الى العمليات النقدية الخارجة والداخلية في حين أن التوجه التشغيلي يحددها في محاولة تجاوز ومواجهة المصاعب المالية، كدعم التوازن المالي والحد الأدنى للربحية واليسر المالي وبالتالي فإنها تتعلق بكيفية الحصول على الأموال وحسن استخدامها⁽¹⁾.

كذلك نجد أن من أسباب تباين مفاهيم الأداء المالي تطور النظرية المالية من كلاسيكية الى معاصرة في ظل تغير عدة معطيات منها التدخل الحكومي في النشاط الاقتصادي وحدة المنافسة والتطور التكنولوجي وكذا ندرة الأموال وتكلفتها العالية، كلها ساهمت في اعطاء مفهوم جديد للمالية داخل المؤسسة ومنحتها صفة جديدة هي البحث عن مصادر تمويل الأقل تكلفة ومنه تم الفصل بين رأس المال الاقتصادي ورأس المال المالي في المؤسسة. هذا ونجد أيضا عوامل أخرى أدت الى وجود هذا التباين في مفاهيم الأداء المالي

⁽¹⁾ Mark A. Cohen, Scott A. Fenn et Shameek Konar, (1997): Environmental and Financial Performance: Are They Related ?, Working Paper, Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University, Tennessee, U.S.A, p10.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

المقدمة من طرف الباحثين، كالمؤشرات الأخوذة في تحديد كفاءة الأداء المالي فقد كانت تعتمد على مؤشرات محاسبية وتطورت فيما بعد الى أن أصبحت تهتم بمؤشرات متعلقة بالمرودية داخل المؤسسة، بالتالي فإنها مزجت بين البعد المحاسبي دون إهمال للبعد المستقبلي كأسلوب لقياس الأداء المالي وذلك بالاعتماد على مؤشرات مالية واقتصادية⁽¹⁾.

ان الوظيفة المالية تبحث دائما عن أساس وطريقة منهجية سليمة لتقويم استخدام الأموال بفعالية وبأعلى كفاءة في المؤسسة، كي تتمكن المؤسسة وادارتها المالية من تحقيق الأهداف المالية المنشودة في الأجل الطويل من خلال قاعدة معلومات ملائمة وطريقة تحليل علمية وعملية في بناء المؤشرات والمعايير.

مما سبق يمكن أن نقول أن الأداء المالي هو إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتحدة من إدارة المؤسسة ومدى إشباع منافع ورغبات أطرافها المختلفة من أجل تحقيق النتائج المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفا وكذا أهداف موضوعة مسبقا، بالتالي فهو مدى تحقيق القدرة الإيرادية في المؤسسة حيث أن لها معنيان الأول هو قدرة المؤسسة على توليد إيرادات من الانشطة الجارية وكذا الرأسمالية، أما المعنى الثاني فهو تحقيق فائض من مختلف الأنشطة داخلها من أجل معادلة عوامل الانتاج ومكافئتها.

كما يمكن أن نعرف الأداء المالي على أنه مدى تحقيق وتمتع المؤسسة الاقتصادية بهامش أمان والذي يمكنه أن يزيل عنها حالات العسر المالي أي أنه يعبر عن مدى قدرة المؤسسة على التصدي للمخاطر والصعاب المالية التي تتعرض لها، لذا فإنه يجب التطرق الى العوامل المؤثرة في المردودية المالية؛ أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المؤسسة وكذا مردودية الأموال الخاصة ومساهمة معدل النمو في انجاح أهداف وسياسات المؤسسة⁽²⁾.

كما يمكن ان نعرف الأداء المالي على أنه: "مدى قدرة المؤسسة على الاستغلال الأمثل لمواردها ومصادرهما في الاستخدامات ذات الأجل الطويل وذات الأجل القصير من أجل تشكيل ثروة"⁽³⁾.

يمكن اجمال تعريف شامل للأداء المالي من خلال ما تم التعرض اليه بالقول أنه يمثل تشخيص للصحة المالية للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على تحقيق القيمة والاستمرارية ومواجهة تحديات المستقبل والبيئة المحيطة بها، كذا المفاضلة الجيدة بين مصادر التمويل المتاحة والأخذ بكل الظروف المتعلقة بالنشاط والقطاع من خلال تحليل المردودية المالية والاقتصادية ومعدل نمو الأرباح.

(1) محمد محمود الخطيب، (2010): العوامل المؤثرة على الأداء المالي (الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات)، الطبعة الأولى، دار الحامد: عمان، الأردن، ص48.

(2) Serge Evraert, (1992): Analyse et Diagnostic Financiers, Méthodes et Cas, Eyrolles: Paris, France. p33.

(3) دادن عبد الغني وكماسي محمد الأمين، (2005): الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، المنعقد يومي 08-09 مارس، جامعة ورقلة، الجزائر. ص 304.

2- أهمية الأداء المالي

ان وصول المؤسسة الاقتصادية لمستويات جيدة من الأداء المالي يعتبر من أهم الخطوات نحو نجاحها وتحقيقها لأهدافها وانجاح خططها الموضوعة عند بداية النشاط، بالتالي فان عملية تقييم هذا الأداء لها أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسات وكذلك تحديد وصياغة مؤشرات ذات مغزى ودلالة في تشخيص سمات ومتغيرات الأداء دوريا.

وعليه يمكننا أن نقدم أهمية تقييم الأداء المالي في المؤسسة من أجل الوصول الى المستويات المرغوبة من طرف الادارة فيما يلي⁽¹⁾:

- يعتبر أداة رئيسية لازمة للإجراء الرقابي داخل المؤسسة الاقتصادية عن طريق تصحيح وتعديل الاستراتيجية والخطة الموضوعة وترشيد استخدام مختلف الموارد والمصادر التمويلية والاستثمارية المتاحة وهذا ما يساعد على بقاء المؤسسة في مجال التنافس.
- الاستخدام الأمثل للسيولة لتحقيق فوائض ايجابية من الأرباح من أجل تكوين الثروة ومن ثم تعظيم القيمة السوقية وبالتالي تعظيم عائد حملة الأسهم داخل المؤسسة وتحقيق أقصى الإيرادات.
- التقييم الدقيق لما توصل اليه من نسب أداء ومقارنته بما كان متوقعا من أجل التنبؤ والتوقع المستقبلي والوصول الى هامش أمان معتبر.
- تحقيق مستوى جيد من الأداء المالي خلال فترة محددة يرفع من مستوى أداء الوظيفة المالية للمؤسسة وهذا ما ينعكس على باقي الوظائف داخلها.
- ان تطور مستوى الأداء المالي في المؤسسة يعني وصولها الى تحقيق مردودية مالية واقتصادية جيدة ما يسمح بتوفير الأموال اللازمة لتحريك باقي الوظائف والانشطة داخلها.

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على الأداء المالي

قد تواجه المؤسسة خلال سعيها لتحقيق أهدافها والوصول الى مستوى معتبر من الأداء المالي الى عدة عراقيل وصعوبات قد تعيق تقدمها وأداء وظائفها والوصول الى مبتغاها، لذا توجب على الادارة المالية والمسيرين البحث عن مصادر هذه العقبات وتحليلها وتصحيحها وهذا في طريق الوصول الى تحقيق عملية تقييم مالي ناجحة، ما يتطلب التعرف على أهم العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة والتي يمكن أن نقسمها الى:

(1) السعيد فرحات جمعة، مصدر سبق ذكره، ص41.

1- العوامل الداخلية

تواجه المؤسسة الاقتصادية مجموعة من العوامل التي تؤثر على مستوى أدائها المالي والتي يمكن أن تصنف على أنها داخلية أي أن للمؤسسة القدرة والامكانية في التحكم فيها وتوجيهها والسيطرة عليها بالشكل الذي يخدمها ويخدم أدائها المالي، كما يعظم العائد ويخفض التكاليف ومن أهم هذه العوامل المؤثرة نجد ما يلي⁽¹⁾:

- التحكم ومراقبة عملية الحصول على الأموال داخل المؤسسة وما تكتسبه من صعوبة وضرورة التدقيق في مختلف المصادر التي يمكن الحصول عليها والذي يؤثر بشكل مباشر على امكانية تحقيق مستويات الأداء المالي المرغوبة.
- الرقابة على استخدام الموارد والمصادر المالية المتوفرة لإدارة المؤسسة وهذا في طريقها الى تكوين هيكل مالي مناسب وهذا ما يؤثر في الكثير من الأحيان في الأداء المالي للمؤسسات.
- التحكم في التكاليف التي تعترض نشاط المؤسسة واستثماراتها وهو الأمر الذي يحد من قدرة المؤسسة على استغلال الفرص المتاحة لها أكمل استغلال وهو ما يحد من تحقيق مستويات جيدة للأداء المالي.
- التحكم في السيولة ومراقبتها من أجل المحافظة على قدرة المؤسسة ويسرها المالي وهو أيضا من العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة.
- تأثير المؤشرات الخاصة بالرقابة على اتجاهات المصروفات خلال الفترات المختلفة وتحليل مدى أهميتها النسبية على الاداء المالي ونجد:
 - نسبة الفوائد المدفوعة للأصول المنتجة والتي يمكن حسابها بجمع إجمالي الفوائد وإجمالي الأصول المنتجة والتي تبرز قدرة المؤسسة على رقابة سلوك هذه الفوائد المدفوعة وقدرتها على زيادة الأصول المنتجة.
 - نسبة الفوائد المدفوعة على الودائع والتي تحسب بجمع اجمال الفوائد المدفوعة واجمالي الودائع والمستحقات، التي تسمح بمعرفة أهمية الفوائد المدفوعة إلى جملة الأموال التي تحصلت عليها المؤسسة من المصادر الخارجية ويعبر تقص هذه النسبة عن ربحية المؤسسة.

(1) السعيد فرحات جمعة، مصدر سبق ذكره، ص.42

2- العوامل الخارجية

يعترض المؤسسة الاقتصادية مجموعة من المعطيات والتغيرات الخارجية التي من شأنها أن تؤثر على أدائها المالي والتي تكون في أغلب الأحيان خارجة عن سيطرتها، فالأمر الوحيد المتوفر لديها هو امكانية التوقع والتنبؤ بالنتائج المستقبلية لهذه التغيرات والعراقيل ومحاولة إعطاء خطط لمواجهةها والتقليل من تأثيرها والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي:

- القوانين والتعليمات المفروضة من قبل السلطات والتي تفرض على المؤسسة التقيد بها والتي يمكن أن تؤثر على القدرات المالية للمؤسسة وتقلل من الامكانيات المالية والموارد المتاحة وتزيد من اعبائها وهذا ما يؤثر بشكل مباشر على مستوى الأداء المالي.
- السياسات المالية والتوجهات الاقتصادية للدولة والتي قد يكون لها تأثير قوي على قطاع معين وبالتالي ينتقل التأثير أليا الى المؤسسة الاقتصادية وأدائها المالي.
- التغيرات العلمية والتكنولوجية المؤثرة على نوعية الخدمات والتي تفرض على المؤسسة مواكبتها ويكون لها في بعض الأحيان تأثير على أداء الوظيفة المالية والأداء المالي.
- قوانين السوق ومنافسة المؤسسات الأخرى في نفس القطاع وما لها من تأثير وكبت لقدرة المؤسسة على تحقيق ما ترغب فيه من مستوى الأداء المالي.

المطلب الثاني: تقييم الأداء المالي

الفرع الأول: ماهية تقييم الأداء المالي

ان الحكم على معدلات ومستويات الأداء المالي في أي مؤسسة اقتصادية يتطلب القيام بتحليل ومقارنة النتائج مع ما تم التخطيط له وهذا ما يعرف بعملية تقييم الأداء المالي، التي تعتبر عملية هامة يجب أن تقوم بها أي مؤسسة لمعرفة مسار توجهها ومدى نجاحها في تطبيق خططها والوصول الى أهدافها الموضوعة.

1- مفهوم تقييم الأداء المالي

من أجل وقوف إدارة المؤسسة على نقاط القوة والضعف وعلى الفرص المتاحة والعراقيل التي يمكن أن تواجهها كان لا بد لها من تقييم أداءها وبالأخص الأداء المالي، باعتباره يمنح لها معلومات ومعطيات تسمح باتخاذ القرارات وسد الثغرات والمشاكل التي قد تظهر مستقبلا، فعملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة تعني تقديم حكم على كفاءة إدارة الموارد المختلفة سواءا طبيعية بشرية أو مالية التي تتاح للمؤسسة وذلك لخدمة كل الأطراف داخلها، أي أن تقييم الأداء المالي للمؤسسة يعتبر قياسا للنتائج المحققة أو المنتظرة وفقا

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

لمؤشرات ومعايير محددة مسبقا لمعرفة مستوى الفعالية في الأداء ومن ثم تحديد الفوارق النسبية بين الموارد المستخدمة والنتائج المتوصل اليها من أجل الحكم على درجة الكفاءة⁽¹⁾.

ان عملية تقييم الأداء المالي عملية دقيقة يمكن أن نعرفها على أنها كل تحليل ودراسة مالية تهدف الى قياس أداء المؤسسة وتطوره خلال فترة زمنية محددة مع ما تحققه المؤسسات المنافسة والمثيلة في النشاط، حيث يتم قياس الفعالية وفقا للفروق المتوصل اليها على أساس معايير يكون قد تم تحديدها سلفا، اذا فهذه العملية قائمة أساسا على اجراءات الرقابة الدائمة المستمرة والدقيقة والتي تكون شديدة وعلى مختلف أنشطتها وكذا على الميزانية المعتمدة، حتى تسمح لإدارة المؤسسة باتخاذ الاجراءات التصحيحية المناسبة لحالة المؤسسة على ضوء النتائج المتحصل عليها⁽²⁾.

2- أهمية وأسباب تقييم الأداء المالي

من المعروف أن الهدف من انشاء أي مؤسسة واستمرارها في النشاط يتمحور أولا حول تحقيق الربح ومن ثم الوصول الى محاولة التسيير الأمثل لمختلف نشاطاتها ومواردها المالية رغبة في تعظيم العوائد والفوائض وكذا القيمة السوقية، هذا ما تساعد عليه عملية تقييم الأداء داخلها وبالأخص عملية تقييم الأداء المالي التي تعتبر من أهم عمليات التقييم داخل المؤسسة الاقتصادية. لذا فان تقييم الأداء المالي يعتبر آلية هامة ولازمة للرقابة وترشيد الاستخدامات ومن ثم تصحيح المسار ومن بين عناصر أهمية التقييم المالي نذكر ما يلي⁽³⁾:

- مساعدة ادارة المؤسسة على اتخاذ مختلف قرارات التخطيط والرقابة في الجوانب المالية لمهام التنظيم ونشاط المؤسسة.
- السعي والعمل على الوصول الى تحقيق مستوى عال من الأداء المالي والإداري للمؤسسة ومحاولة المحافظة على هذا المستوى والاستمرارية في المستقبل.
- تقديم تقييم جيد وقائم على معايير للأداء الفعلي للمؤسسة وتطوير هيكل ومحتوى التقارير المالية الداخلية للتنظيم.
- النظر الى الأداء المستقبلي من خلال التنبؤ القائم على الدورات السابقة للتقييم من القيام بالمقارنة المفيدة لنشاط المؤسسة ووظيفتها المالية.

⁽¹⁾ سليمة طبيايية، (2010): تقييم الأداء المالي لشركات التأمين باستعمال النسب المالية: دراسة حالة في الشركة الجزائرية للتأمين، ورقة بحثية، جامعة 8 ماي 1945 قالمه، الجزائر، صص 76-77.

⁽²⁾ السعيد فرحات جمعة، مصدر سبق ذكره، صص 38.

⁽³⁾ Lee cheng F, (1985): Financial Analysis and Planing: Theory and Application, Addison-Wesley Publishing Company: Boston, U.S.A, pp1-7.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

وبالتالي ونظرا لأهمية هذه العملية فان هناك عدة أسباب تدفع بالمؤسسة الى الاستمرارية في تقييم أدائها المالي بشكل دوري يضمن لها تحقيق ما تصبو اليه ويمكن أن نذكر ما يلي من أسباب⁽¹⁾:

- وجوب التعرف على مدى تمتع المؤسسة بهامش أمان في حالات العسر المالي ومواجهة خطورة الإفلاس وبالتالي الوقوف على قدرة المؤسسة على التصدي للمخاطر والصعاب المالية.
- حتمية دراسة وتحليل أثر السياسات المالية المتبعة من طرف المؤسسة على المردودية المالية والاقتصادية والأموال الخاصة.
- ضرورة تغطية مستوى النشاط داخل المؤسسة للمصاريف العامة لها والذي يمكن التعرف عليه من خلال التقييم المناسب.
- أهمية مراقبة مدى كفاءة الادارة المالية للمؤسسة في استخدام واستغلال الاموال المتاحة لها أي مدى قدرتها على التوظيف الكفاء للموارد.

الفرع الثاني: معلومات نظام تقييم الأداء المالي

بعد أن تعرفنا على ماهية تقييم الأداء المالي في المؤسسة ومدى أهمية هذه العملية لابد الآن من التطرق الى أول خطوة في طريق القيام بها، ألا وهي جمع المعلومات الخاصة بها والتي يجب أن تضمن ادارة المؤسسة جودتها والحصول عليها في الوقت المناسب وبالكيفية اللازمة وسنقسم هذه المعلومات الى مجموعتين تحتوي كل مجموعة على عدد من المصادر كما يلي:

1- المعلومات الداخلية

يتمثل هذا المصدر في مختلف المعلومات المتعلقة بالنشاط الداخلي للمؤسسة وتقدمها في أغلب الأحيان مصلحة المحاسبة والتدقيق، نذكر منها ما يلي⁽²⁾:

أ- الميزانية

هي عبارة عن وثيقة تقدمها المصلحة المختصة بها وهي مصلحة المحاسبة الى الادارة المالية للمؤسسة وبالضبط الى المكلفين بعملية تقييم الأداء المالي، كما تشمل الميزانية المحاسبية والتي تكون ختامية لفترة معينة بالإضافة الى مجموعة من المعطيات والتي تستخدم من أجل الحصول على الميزانية المالية، حيث أن قيمة الميزانية المحاسبية باعتبارها وسيلة كمية وقانونية تظهر التزامات المؤسسة نحو الغير من جهة واستعمالات مواردها المالية وحقوقها على الغير من جهة أخرى يجعلها من أهم المعلومات الداخلية

(1) Serge Evraert, op.cit, p162.

(2) Eric Stephany, op.cit, p63.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

للقيام بالتقييم اللازم للأداء المالي بالنظر الى التقسيمات التي تقرأ الميزانية وتمنح المعلومات اللازمة حيث يمكن أن نقسمها الى ما يلي حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (3-1): تقسيم الميزانية

أموال خاصة + ديون	استثمارات المؤسسة	التقسيم المالي
الموارد	الاستعمالات	التقسيم الاقتصادي
التزامات المؤسسة للمساهمين والغير	الممتلكات وحقوق الملكية	التقسيم القانوني

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

- Eric Stephany, (1999): Gestion Financière, Collection Entreprise 1^{er} cycle, Economica: Paris, France, p63.

ب- جدول حسابات النتائج

يحظى بأهمية كبيرة من طرف المكلفين بعملية التقييم بالنظر الى كمية المعلومات التي يقدمها لهم باعتباره وثيقة محاسبية تكون نهائية لنشاط المؤسسة خلال فترة زمنية معينة أي نتائج الدورة بالنسبة لها، فهو يظهر عدة مستويات من النتائج ويشمل حسابات التسيير وحسابات النتائج ويمكن أن نقسم عناصره الى:

• الهامش الاجمالي

يتمثل في مجمل الفرق بين المبيعات من السلع والبضائع وتكاليف هذه البضائع.

• القيمة المضافة

وهي تمثل الفرق بين الانتاج والخدمات والاستهلاكات المستعملة خلال الدورة أو العملية الانتاجية.

• نتيجة الاستغلال

وهي الفرق بين القيمة المضافة والنتائج الأخرى للمؤسسة عند انتهاء الدورة الانتاجية.

• نتيجة خارج الاستغلال

تمثل الفرق بين التكاليف والمنتجات والتي لا ترتبط بالسنة المالية الجارية أي النواتج والمصاريف خارج الاستغلال.

• النتيجة الاجمالية للدورة

وهي تمثل مجموع النتائج المختلفة المتحصل عليها من نتائج الاستغلال وكذا النتائج خارج الاستغلال.

• النتيجة الصافية

وهي أيضا تعتبر معلومة مهمة للقيام بالتقييم لأنها تعبر عن النتيجة الاجمالية بعد حسم الضرائب أي أنها صافية ونهائية.

2- المعلومات الخارجية

يمكن اعتبارها مصادر معلومات مكملة للمعلومات الداخلية وهي أيضا مهمة في طريق التقييم الكفاء وتحصل عليها المؤسسة من محيطها الخارجي والقطاع الذي تنتمي اليه ويمكن أن تكون⁽¹⁾:

أ- معلومات مختلفة من المحيط الخارجي

وهي معلومات معبرة عن وضع الاقتصاد الذي تنتمي اليه المؤسسة في فترة معينة وكذا توجهات الدولة والسياسة المالية وكذا اللوائح والقوانين والتي يمكن أن تتغير باستمرار، حيث أن نتائجها تتأثر بطبيعة الحالة الاقتصادية للمحيط كالتضخم والتدهور.

ب- معلومات القطاع

وهي معلومات مرتبطة بنشاط القطاع الذي تنتمي اليه المؤسسة والتي يمكن أن تستفيد منها المؤسسة في تحليل نشاطها الخاص من أجل القيام بعملية التقييم، مثل هذه المعلومات تقوم بها منظمات مختصة بالاعتماد على النتائج والبيانات التي تنشرها المؤسسات المنتمية الى هذا القطاع والمؤسسة يمكن لها أن تحصل على مثل هذه المعلومات من عدة مصادر، قد تكون نقابات مهنية أو مجالات اقتصادية متخصصة وكذا النشرات الاقتصادية.

المطلب الثالث: أهداف تقييم الأداء المالي

الفرع الأول: أهداف التوازن المالي والسيولة

ان المؤسسة الاقتصادية في طريقها الى تقييم الأداء المالي الخاص بها تقوم بتحديد المعايير والمؤشرات التي على أساسها تقارن النتائج والتقييم، من أجل هذا وجب عليها تحديد الأهداف المالية المراد الوصول لها من خلال هذه العملية والتي تتعلق أساسا بجانب التوازن والسيولة المالية للمؤسسة والتي سنذكرها في عدة نقاط.

1- تحقيق التوازن المالي

هو هدف مالي بحت يعتبر من أهم الأهداف التي تسعى الإدارة المالية لتحقيقها نظرا لدوره في ايصال المؤسسة الى استقرارها المالي، حيث يمكن التعبير عن التوازن المالي في فترة زمنية بين رأس مال والأموال الدائمة التي تعطي للمؤسسة القدرة على الاحتفاظ بهذا التوازن خلال الدورة المالية، فهو أمر يفرض وجوب توفر التوازن والتعادل بين ما تخرجه المؤسسة من مدفوعات وما تحصل عليه والذي يمكن أن نلخصه في التوازن بين الموارد والاستخدامات.

⁽¹⁾ Josette Peyrard, op.cit, pp10-11.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

إذا أردنا الوصول الى تحقيق التوازن المالي الدائم وكما تطرقنا له فان على ادارة المؤسسة أن تحرص على تمويل كل جزء بما يقابله فرأس المال الثابت وغالبا ما يكون الاستثمارات يكون تمويلها عن طريق الأموال الدائمة، ما يوفر اليسر المالي وعدم اللجوء إلى تحويل جزء منه إلى سيولة لمواجهة الالتزامات والوصول الى التغطية اللازمة من خلال تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة.

بالتالي فان لتحقيق التوازن المالي داخل المؤسسة أهمية بالغة ويعتبر هدفا لا بد من توفره والسعي الى تحقيقه نظرا الى أنه يأمّن تمويل احتياجات الاستثمارات بأموال دائمة وكذا فهو ضمان تسديد جزء من الديون وفي بعض الأحيان كلها في آجالها وتحقيق اليسر المالي، كما يمكن التحدث عن توفيره للاستقلال المالي للمؤسسة اتجاه الغير بالإضافة الى تخفيض المخاطر المالية التي يمكن أن تواجه المؤسسة⁽¹⁾.

2- توفر السيولة المالية

يعتبر العسر المالي من أكبر المخاطر التي قد تواجهها المؤسسة وبالتالي فإنها تقوم بمجهودات مالية ترتكز على جانب أساسي يتمثل في تحقيق التوازن المالي اعتمادا على التسيير الفعال للخرينة، هذا ما يوفر الحد الأدنى من السيولة النقدية التي تعتبر هامش أمان يمكنها من مواجهة التزاماتها اتجاه الأطراف والمتعاملين الماليين والحد من المخاطر المختلفة⁽²⁾.

ان توفر السيولة بالنسبة للمؤسسة تعني قدرتها على الوفاء بكافة ما عليها اتجاه الأطراف المتعامل معها، بصورة أخرى تعني قدرتها على تحويل الأصول المتداولة الى أموال متاحة وبالسرية الكافية والوقت المناسب لاحتواء هذه المدفوعات والوفاء بها، بالتالي فان عجز المؤسسة أو عدم قدرتها على توفير السيولة اللازمة يعني أنها ستواجه عراقيل كثيرة تضر بمختلف الأطراف.

من ناحية المؤسسة فان النقص في السيولة يحد من قدرتها على التطور والنمو فلا يوقفها ولا يسمح لها من استغلال الفرص التي تتاح لها في محيطها، من شراء مواد أولية بأسعار منخفضة عن الأسعار المعروفة أو الاستفادة من فرص استثمارية ممكنة أو حتى استغلال فرص التخفيضات والحالات الظرفية النادرة وكلها في غير صالح المؤسسة وتضر بمصالحها.

أما من ناحية الدائنين فان غياب السيولة يخلق للمؤسسة مشاكل وصعوبات اتجاههم من حيث امكانية حدوث تأخيرات في تسديد الديون التي عليها أو حتى التأخر في دفع الفوائد وكذا مستحقات الأجراء وتسديد ديون الموردين وكلها أمور لا تخدم لا المؤسسة ولا أصحاب الحقوق.

(1) السعيد فرحات جمعة، مصدر سبق ذكره، ص 247.

(2) الياس بن ساسي ويوسف قرشي، مصدر سبق ذكره، ص 41.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

كما يوجد متضرر آخر من عدم توفر السيولة ألا وهو العميل حيث قد تؤدي هذه الصعوبات إلى تغيير شروط تسديد العملاء وبالتالي انتقالها من حالة اليسر إلى حالة العسر المالي، مما ينتج عنه تدهور العلاقة التي لا يجب أن تدوم وعلى المؤسسة معالجتها، لذا يجب على المؤسسة الاهتمام بتسيير السيولة ومحاولة البقاء على مستوى جيد من اليسر المالي وقدرتها على مواجهة تواريخ استحقاق ديونها الطويلة والمتوسطة الأجل.

الفرع الثاني: أهداف المردودية والقيمة

من بين الأهداف التي ترسمها ادارة المؤسسة المالية والتي تحاول تحقيقها من خلال عملية التقييم الدائمة لأدائها المالي نجد تحقيق المردودية وكل ما يرتبط بها سواءا ماليا أو اقتصاديا وكذلك نجد تعظيم قيمة المؤسسة والذي يعتبر من أسمى الأهداف.

1- المردودية الخاصة بالمؤسسة

يعتبر هدفا غاية في الأهمية بالنسبة لأي مؤسسة اقتصادية تسعى الى التطور والنمو وكذا استمرارية نشاطها وتنافسيتها، حيث تعتبر من الأهداف الأساسية التي تضعها المؤسسة وتوجه لها مواردها المختلفة وتسعى الى تحقيقها بالنظر الى أنها تعد هدفا كليا لأدارتها، حيث يرى فيها الكثير من الخبراء والباحثين أنها من بين المجالات المهمة التي يجب على كل مؤسسة أن تحدد ما تسعى الى تحقيقه من خلال هذه المردودية⁽¹⁾.

المردودية تعبر في غالب الأحيان عن مفهوم عام يتمثل في قدرة الوسائل والموارد أي كل ما تتوفر عليه المؤسسة على الوصول الى تحقيق النتيجة المحددة من طرف ادارتها، اذا نظرنا الى ما تملكه المؤسسة وما تقوم بتوظيفه في نشاطها فإننا نجد الرأسمال الاقتصادي وبالتالي سيقابله ما يعرف بالمردودية الاقتصادية للمؤسسة أما اذا أخذنا الرأسمال المالي فسيقابله ما يعرف بالمردودية المالية، هما يمثلان المردودية التي تسعى المؤسسة الى الوصول الى تحقيقها من خلال المنظور المالي والاقتصادي⁽²⁾.

2- تحقيق وتعظيم القيمة

تزداد قيمة المؤسسة كلما توصلت الى تحقيق نتائج محاسبية بشكل مستمر بحيث تتراكم النتائج المحققة وتصبح بشكل فوائض مالية موجبة وهو الذي يوصل الى ثروة المؤسسة، حيث يجب عند تعظيم القيمة أن يتم تجاوز تحقيق المؤسسة للنتائج الموجبة حاليا بل يجب أن تسعى الى تحقيق نتائج في المستقبل

⁽¹⁾ Mark Amblard, (2008): La Mesure Comptable de la Performance Financière: Evolution de Normes, Stabilité des Principes, 29^{ème} Congres de l'AFC, Paris, France, p7-8.

⁽²⁾ دادن عبد الغني، (2006): قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث، العدد 4، ورقلة، الجزائر، ص45.

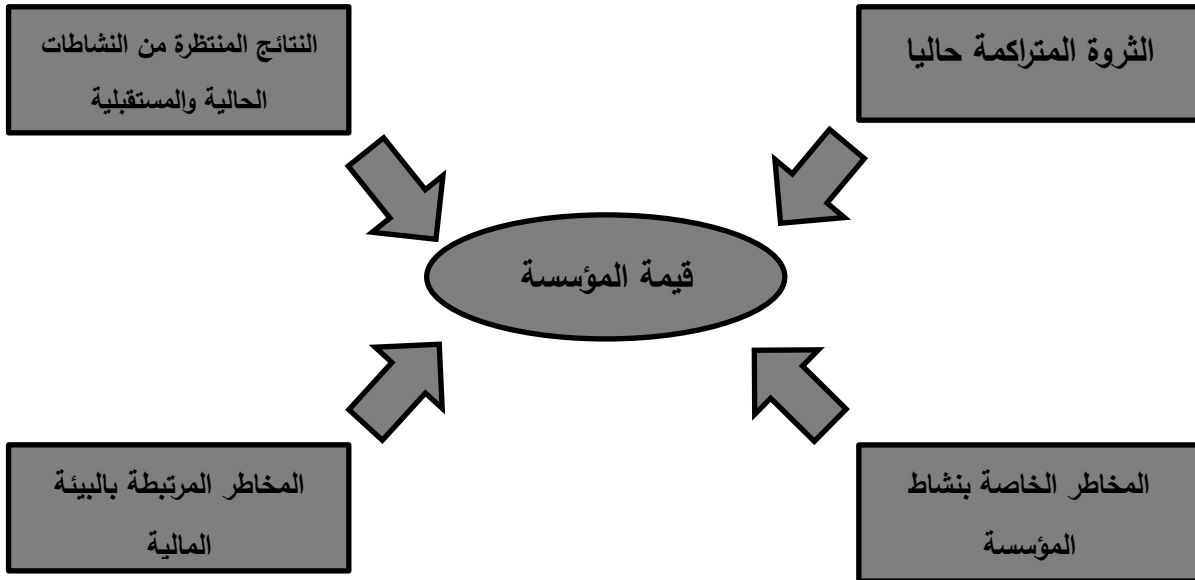
الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

من خلال دراسة وتحليل المردودية المستقبلية الممكن تحقيقها، بالإضافة الى تحديد الجدوى الاقتصادية من المشاريع الاستثمارية المستقبلية ومن ثم يمكن توقع حجم الثروة من خلال النتائج المحققة في الماضي والحاضر، من خلال ما يعرف بالقيمة الحالية للمؤسسة⁽¹⁾.

يمكن القول أن إنشاء القيمة للمساهمين تعني القدرة على تحقيق مردودية مستقبلية كافية من الأموال المستثمرة حالياً، فهذه المردودية لا تقل عن المردودية التي يمكن أن يحصل عليها المساهمين في استثمارات أخرى مماثلة من حيث الخطر، لذا على ادارة المؤسسة إنشاء القيمة اللازمة من أجل المحافظة على المستثمرين الحاليين.

الا أن هناك العديد من العوامل التي تؤثر بشكل عكسي وتؤدي الى التقليل والحد من قيمة المؤسسة وهي عوامل يمكن أن تكون متعلقة بالنشاط كتوقف العملية الانتاجية بالإضافة الى مشاكل النوعية والجودة في الانتاج أو ارتفاع التكاليف أو غيرها من المؤثرات، كما يمكن أن تكون هذه المخاطر متعلقة بالمحيط المالي كارتفاع أسعار الفائدة والصراف، التطور التكنولوجي للمنافسين أو انخفاض الحصة السوقية ويمكن توضيح مختلف العوامل من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (3-1): العوامل المحددة لقيمة المؤسسة



المصدر: الياس بن ساسي ويوسف قريشي، (2006): التسيير المالي (الادارة المالية دروس وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص40.

(1) الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مصدر سبق ذكره. ص 39.

المبحث الثالث: عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة

ان عملية تقييم الأداء المالي لأي مؤسسة وكما تم التطرق اليه سابقا لديها أهداف مختلفة تبحث عن تحقيقها ومن أجل نجاحها يجب أن يشمل التقييم الأهداف المالية المختلفة للمؤسسة الاقتصادية من سيولة مالية وتقييم للتوازن المالي وكذا المردودية، فهذا يكون بالاعتماد على عدة مؤشرات مالية أو نقدية وكذا نسب مالية معينة يسهل قياسها ومن ثم تحليلها للتمكن من اعطاء نتائج التقييم المنتظرة من ادارة المؤسسة ومختلف الأطراف فيها.

المطلب الأول: تحليل المؤشرات المالية لتقييم التوازن المالي

الفرع الأول: الميزانية المالية

بما أن المؤسسة بصدد القيام بعملية تقييم للأداء المالي أي أنها تقوم بتقييم مالي لأدائها فإنها بحاجة الى مؤشرات ومعطيات مالية أي بشكلها المالي وهذا ما لا توفره الميزانية المحاسبية في النظام المحاسبي القديم، بالتالي وجب عليها الحصول على ميزانية مالية عن طريق تطبيق بعض المبادئ والطرق من أجل عملية التعديل والتحويل.

1- مفهوم الميزانية المالية

ان الميزانية تعبر عادة عن عملية جرد لعناصر الأصول والخصوم كما أنها تعبر عن مختلف الآجال التي يتم من خلالها ترتيب العناصر المكونة لها أي عن طريق مبدأ سيولة-استحقاق، حيث يتم هذا الترتيب والتقسيم بالاعتماد على جملة من المبادئ، فيتم تصنيف أصول الميزانية حسب درجة السيولة الخاصة بها وهذا يكون من الأعلى نحو الأسفل أي نزولا أما فيما يخص تصنيف الخصوم فهو يكون حسب درجة الاستحقاق الخاصة بها وذلك بصفة متزايدة من الأعلى الى الأسفل، لتسهيل عملية التصنيف وكذا عملية الترتيب حسب معيار السيولة والاستحقاق فانه يتم الاعتماد على معيار السنة الواحدة في الترتيب والتقييم⁽¹⁾.

رغم وجود هذه المعايير والمبادئ المصاحبة لتكوين الميزانية المالية الا أنه قد ترد بعض التحفظات على مبدأ السيولة-استحقاق لأنه قد نجد حسب معيار السيولة بعض الاستثمارات سهلة البيع أي أنها أكثر قابلية لتحويلها الى سيولة، بينما قد نجد بعض عناصر المخزون أقل قابلية للتحويل الى سيولة.

كذلك يمكن القول أن التحفظات والسلبيات موجودة أيضا في مبدأ الاستحقاق حيث يمكن ايجاد مثلا الاعتمادات البنكية الجارية أكثر استقرارا من العناصر الأخرى.

(1) الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مصدر سبق ذكره، ص 66.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

في الأخير يمكن أن نجمل مفهوم الميزانية المالية في أنها إجراء تعديلات على الميزانية المحاسبية وهذا بالاستناد إلى مبدئين أساسيين هما درجة سيولة الأصول ودرجة استحقاقية الخصوم آخذين بعين الاعتبار المدة كمؤشر بين العناصر الثابتة والمتداولة القصيرة والطويلة الأجل.

2- بناء واعداد الميزانية المالية

كما تم التطرق اليه باختصار في العنصر السابق الذي يخص مفهوم الميزانية المالية فإنه يجب الأخذ بمجموعة من المعايير من أجل بناء هذه الميزانية، من ثم يتم تحويل الميزانية المحاسبية من أجل الحصول على الميزانية المالية المطلوبة.

أ- معايير البناء

وهي مجموعة من المبادئ والشروط التي يجب تطبيقها من أجل البناء الصحيح والسليم للميزانية المالية ونذكر من أهمها الثلاثة التالية⁽¹⁾:

• معيار سيولة الأصول

حيث يتم حسب هذا المعيار تصنيف الأصول الخاصة بالميزانية حسب درجة السيولة تصاعديا وهذا ابتداء من أعلى الميزانية، ويكون هذا القياس حسب قدرة كل أصل على التحول الى سيولة في أقصر وقت ممكن وبأقل خسائر ممكنة.

• معيار استحقاق الخصوم

والذي من خلاله يتم تصنيف عناصر الخصوم وفقا لدرجة استحقاقها المتزايدة وذلك من أعلى الميزانية نزولا، أي أن الترتيب يكون من الأقل استحقاقا الى الأكثر.

• معيار السنة الواحدة

يقصد بهذا المبدأ أن يكون تحديد المعيارين السابقين أي السيولة والاستحقاق بشكل سنوي أي يكون تصنيف التي تفوق السنة والتي تكون أقل من أجل تسهيل عملية البناء، ثم الاعداد للميزانية المالية وكذا تحديد الموارد والاستخدامات.

ب- اعداد الميزانية المالية

من أجل اعداد الميزانية المالية يقوم المحلل المالي بإجراء تعديلات على الميزانية المحاسبية للوصول والانتقال إلى الميزانية المطلوبة، هذا بالاستناد إلى المبادئ والمعايير المذكورة سابقا كآلاتي:

(1) ناصر عدون ونواصر محمد فتحي، (1991): دراسة الحالات المالية، دار الآفاق للنشر: الجزائر، ص12.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

• تعديل عناصر الأصول

يمثل جانب الأصول مختلف الاستعمالات الاقتصادية التي امتلكتها المؤسسة وترتب حسب درجة السيولة المتزايدة والسنوية، حسب هذا التقسيم فان الأصول تحتوي على قسمين أساسيين هما أعلى الميزانية والتي تشمل العناصر التي تستعملها المؤسسة لأكثر من دورة استغلالية وأسفل الميزانية والتي تشمل العناصر التي تستعملها المؤسسة في دورة استغلالية واحدة، إذا التعديلات التي تظهر على مختلف عناصر الأصول هي كما يلي⁽¹⁾:

- **الاستثمارات:** تظهر الاستثمارات في المجموعة الثانية وتشمل مجموع الممتلكات التي تساهم في النشاط الاستغلالي للمؤسسة باستثناء المصاريف الإعدادية، بل تعد استثمارات وهمية لأنها لا تعبر عن القيمة المالية لحقيقة المؤسسة لذا حذفت من الميزانية المالية وتضم الاستثمارات في الأصول الثابتة.
- **المخزونات:** يتم تحديد مخزون الأمان أو العمل الذي يعبر عن الحد الأدنى من المخزونات الذي يضمن استمرار النشاط العادي للمؤسسة والذي يبقى في حوزتها إلى عدة سنوات، حيث تقوم المؤسسة بتجميد جزء من المواد الأولية التي بحوزتها لمواجهة التغيرات التي تحدث في الإنتاج بسبب تأخير أو زيادة في الطلبات، أما بالنسبة للإنتاج التام فيخصص له جزء من الأموال المستغلة في دورة الاستغلال، لذا تضم هذه المخزونات إلى الأصول الثابتة والباقي مع الأصول المتداولة.
- **الحقوق:** تمثل المجموعة الرابعة لممتلكات المؤسسة فالتغيرات التي تطرأ تكون متمثلة في سندات المساهمة التي تبقى لديها لمدة تفوق السنة لذا تضم إلى القيم الثابتة، الكفالات التي تعتبر ضمانا مقدما من طرف المؤسسة للغير والمدة تفوق السنة لذا تضم إلى القيم الثابتة، كذا ديون مشكوك فيها ناتجة عن عدم دفع بعض الزبائن لمستحقاتهم في الآجال المحددة مما يجعل عملية تحصيلها تفوق السنة وبالتالي تضم إلى الاستثمارات، إضافة الى مبالغ محجوزة لدى البنك التي هي عبارة عن أرصدة ومبالغ تملكها المؤسسة إلا أنها مجمدة لدى البنك فتضم إلى القيم الثابتة.
- **الأصول الثابتة المعدلة:** هي النفقات والمصاريف الأولية وهي تحتل عناصر المجموعة الثانية مع إضافة سندات المساهمة والسندات أو القروض التي تفوق السنة بالإضافة إلى مخزون الأمان الخاص بالدورة الاستغلالية.

⁽¹⁾ محمد سامي محمد، (1964): تطبيقات عملية في التحليل المالي، دار وائل للنشر: بيروت، لبنان، ص ص 17-18.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

- الأصول المتداولة المعدلة: يمكن أن نحصرها في ثلاثة عناصر هي قيم الاستغلال التي تحتوي على قيم الاستغلال المعدلة وعلى جميع أنواع المخزون مع حذف مخزون الأمان المشكل من طرف المؤسسة، قيم قابلة للتحقيق وهي تعبر عن عناصر المجموعة الرابعة باستثناء الكفالات المدفوعة، سندات المساهمة والقيم المعدومة نهائيا التي تشمل خسارة المؤسسة. القيم الجاهزة وهي تمثل حساب البنك والصندوق بالإضافة الى الحساب الجاري البريدي للمؤسسة الاقتصادية.

• تعديل عناصر الخصوم

ان عناصر خصوم الميزانية تعبر عادة عن عناصر المجموعة الأولى المتمثلة في الأموال الخاصة وعناصر المجموعة الخامسة وهي الديون وهي تكون مرتبة حسب مبدأ الاستحقاقية والسنوية ويمكن أن تكون كما يلي:

- **الأموال الدائمة:** تضم كل الأموال التي تبقى تحت تصرف المؤسسة لفترة تفوق السنة مهما كان مصدرها فهي تمثل مجموع العناصر التي تعتبر هيكل خاص للمؤسسة ويعبر عنها برأس المال الخاص بالإضافة إلى الاحتياطات، نتائج رهن التخصيص ومؤونة الأعباء والخسائر.

- **الديون:** الديون الطويلة الأجل وهي الديون التي تفوق السنة لدى المؤسسة والتي من خلالها يمكن اعتبار ديون الاستثمارات ديون طويلة الأجل أما الديون الأخرى فتختلف باختلاف آجال استحقاقها، بالإضافة الى الديون القصيرة الأجل والتي تعبر عن كل الديون التي لا تتجاوز سنة من تاريخ استحقاقها.

- **معالجة النتيجة:** تخضع النتيجة للضريبة على الأرباح والتي يتم دفعها خلال ثلاثة أشهر، فهي الديون القصيرة الأجل والجزء الباقي من النتيجة إما يوزع على العمال في المدى القصير أو يكون إلى الاحتياطات.

الفرع الثاني: التحليل الكلاسيكي الثابت للمؤشرات المالية

يدعى كذلك بالتحليل الذمي وهو طريقة تقليدية تهتم بدراسة وتحليل المؤشرات المالية التي تعنى بالتوازن المالي للمؤسسة الاقتصادية، تقضي قاعدة هذا التحليل بضرورة تمويل الاستخدامات الأكثر من سنة بموارد مستقرة لأكثر من سنة وتمويل الاستخدامات الأقل من سنة بموارد مدتها أقل من سنة، لهذا يجب على المؤسسة توفير هامش اضافي لمواجهة المخاطر الطارئة وهو ما يعرف برأس المال العامل.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

1- رأس المال العامل

يعتبر من أهم المؤشرات المالية المعبرة عن حالة التوازن المالي في أي مؤسسة اقتصادية لأنه أفضل مؤشر يبين مدى تطبيق واحترام قاعدة التوازن ومن ثم تحديد مستوى وحالة التوازن المالي.

أ- مفهوم رأس المال العامل

رأس المال العامل هو جزء من رؤوس الأموال التي تصلح لتمويل الاحتياجات ناقص عناصر الأصول الناتجة عن دورة الاستغلال، حيث لتحقيق السير العادي لنشاط المؤسسة فعلى رؤوس الأموال أن تمول الأصول الثابتة والأصول المتداولة، بالتالي يمكن القول بأن رأس المال العامل هو جزء من الأموال الدائمة أي التي تاريخ استحقاقها يتجاوز السنة، الذي يمول بعض عناصر الأصول المتداولة التي يمكن أن تصبح سائلة في فترة تقل عن السنة⁽¹⁾.

كما يعرفه البعض الآخر على أنه فائض الأموال الدائمة التي تمول جزء من الأصول المتداولة الأقل من سنة ويقصد بفائض الأموال الدائمة أي الأموال الدائمة المتبقية بعد تمويل كل الأصول الثابتة، لهذا فالمؤسسة تحقق رأس مال عامل إذا كانت الأموال الدائمة تفوق الأصول الثابتة.

بالتالي يمكن أن نقدم التعريف التالي: "رأس المال العامل يعبر عن جزء من الأموال المتميز بدرجة استحقاقية ضعيفة والذي يستخدم لتمويل عناصر الأصول التي تمتاز بدرجة سيولة مرتفعة"⁽²⁾.

في الأخير يمكن أن نجمل مفهوم رأس المال العامل في المبالغ التي تستثمرها المؤسسة في الأصول قصيرة الأجل (النقد، الأوراق المالية قصيرة الأجل، حسابات مدينة، المخزون السلعي) ويعرف رأس المال بأنه قيمة الأصول المتداولة ناقصاً قيمة الخصوم المتداولة، فهو رأس المال المستخدم في أثناء الفترة الزمنية القصيرة والذي يتم دورانه في أثناء سنة واحدة.

ب- حساب رأس المال العامل

نظراً لأهمية هذا المؤشر المالي فلا بد من تحري الدقة في حسابه وبالتالي فإنه يمكن حساب رأس المال العامل تبعاً لمنظورين مختلفين، المنظور الأول هو من أعلى الميزانية أما المنظور الثاني فهو أسفل الميزانية، عليه يحسب رأس المال العامل كما يلي⁽³⁾:

⁽¹⁾ J . Pitverdier Latreite, (1993): Finance d' Entreprise, 6^{ème} Edition, Economica: Paris, France, p77.

⁽²⁾ Pierre Conso et Robert Lavaud, (1982): Fonds de Roulement et Politique Financière, Dunod: Paris, France, p08.

⁽³⁾ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مصدر سبق ذكره، ص ص 67-68.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

• من أعلى الميزانية

حسب هذا المنظور فإن رأس المال العامل يساوي إلى الفرق بين الأموال الدائمة والأصول الثابتة في الميزانية المالية، هذا حسب العلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأموال الدائمة} - \text{الأصول الثابتة}$$

ان هذا المنظور الأول يعتمد في تحليله وقياسه على تحديد أصل رأس المال العامل والمتغيرات المحددة له.

• من أسفل الميزانية

حسب هذا المنظور فان رأس المال العامل يساوي إلى الفرق بين الأصول المتداولة والديون قصيرة الأجل في الميزانية، حسب هذه العلاقة:

$$\text{رأس المال العامل} = \text{الأصول المتداولة} - \text{القروض قصيرة الأجل}$$

ان هذا المنظور يعتمد في حسابه على هدف رأس المال العامل وهو تمويل جزء من دورة الاستغلال في المؤسسة.

2- احتياج رأس المال العامل والخزينة

لكي تكون عملية التحليل الكلاسيكي كاملة وتخدم عملية التقييم الشاملة للأداء المالي، فان هناك مؤشرين هامين مكملين لرأس المال العامل ويساعدانه على الحكم على التوازن المالي للمؤسسة الاقتصادية.

أ- الاحتياج لرأس المال العامل

ينتج عن الأنشطة المباشرة للمؤسسة مجموعة من الاحتياجات المالية بسبب التفاعل مع مجموعة من العناصر أهمها المخزونات، حقوق الموردين وحقوق العملاء، الرسم على القيمة المضافة والديون الاجتماعية والجبائية.

• مفهوم الاحتياج لرأس المال العامل

يتولد الاحتياج المالي للاستغلال عندما لا تستطيع المؤسسة مواجهة ديونها المترتبة عن النشاط بواسطة حقوقها لدى المتعاملين ومخزوناتهما، من هنا يتوجب عليها أن تبحث عن مصادر أخرى لتمويل هذا العجز المحتمل، وهذا ما يعرف بالاحتياج لرأس المال العامل. بالتالي يمكننا أن نقول بأن الاحتياج هو جزء من الاحتياجات الضرورية المرتبطة مباشرة بدورة الاستغلال التي لم تغطي من طرف الموارد الدورية، كما

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

يمكن القول بأن احتياجات رأس المال العامل في تاريخ معين هو رأس المال العامل الذي تحتاجه المؤسسة لمواجهة ديونها المستحقة في هذا التاريخ⁽¹⁾.

يمكن مما سبق اجمال مفهوم احتياج رأس المال العامل في أنه الجزء من احتياج التمويل الناجم عن الأصول المتداولة باستثناء القيم الجاهزة من مخزون وقيم محققة حيث يكون غير مغطى بالديون قصيرة الأجل، يضم هذا الاحتياج عنصرين أساسيين هما احتياج رأس المال العامل للاستغلال (BFRE) واحتياج رأس المال العامل خارج الاستغلال (BFRHE)، فالنوع الأول مرتبط بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة الاقتصادية أي يرتبط مباشرة بالنشاط العادي أما النوع الثاني فهو استثنائي وخاص لا يتكرر ولا يرتبط بالنشاط العادي للمؤسسة. بالتالي ومما تم التعرض إليه فإنه يمكننا أن نعطي العلاقة التالية والتي من خلالها نحسب هذا الاحتياج:

$$\text{الاحتياج لرأس المال العامل BFR} = \text{قيم الاستغلال} + \text{القيم الغير جاهزة} - (\text{د.ق.أ} - \text{تسبيقات})$$

من خلال هذه العلاقة فإن النتيجة الموجبة تعني أن احتياجات التمويل لم تغط كلية بموارد الدورة ومنه فالمؤسسة بحاجة إلى رأس مال عامل لتمويل احتياجاتها، أما النتيجة السالبة تعني أن جميع احتياجات التمويل مغطاة بموارد الدورة وبالتالي فالمؤسسة ليست بحاجة إلى موارد للتمويل وإنما على المؤسسة أن تفكر في حسن استغلال الفائض ورفع المردودية.

ب- الخزينة الاجمالية

• مفهوم الخزينة الصافية

ان الخزينة في المؤسسة تعبر عن ذلك الفرق بين الأصول التي تتمتع بالسيولة الفورية والديون ذات الاستحقاقية الحالية، أي أن الأصول التي تتمتع بقابلية للتحويل الى سيولة ستكون في الجانب الايجابي للخزينة، أما عناصر الديون التي بلغت تواريخ استحقاقها فهي تمثل الجانب السلبي لها⁽²⁾.

تتشكل الخزينة الصافية الاجمالية عندما يستخدم رأس المال العامل الصافي الاجمالي في تمويل أي عجز يحدث في تمويل احتياجات الاستغلال وهو ما يمثل الاحتياج الاجمالي من رأس المال، بالتالي يمكن أن نقول أن نجاح المؤسسة في تغطية هذا الاحتياج يمنحها خزينة موجبة وهي حالة الفائض، أما الحالة المعاكسة تكون الخزينة سالبة أي حالة العجز.

(1) الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مصدر سبق ذكره، ص 84.

(2) المصدر نفسه، ص 85.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

• حساب الخزينة الصافية

تحسب الخزينة الصافية الاجمالية انطلاقا من الميزانية الوظيفية بإجراء الفرق بين استخدامات وموارد الخزينة، أما من منطلق السيولة والديون فان السيولة الفورية في الميزانية تتمثل في القيم الجاهزة أما الديون ذات الاستحقاقية الحالية فتتمثل في السلفات المصرفية، إذن فالخزينة هي الفرق بين القيم الجاهزة والسلفات المصرفية.

وانطلاقا من هذه العلاقة وبتعويض قيمة كل من القيم الجاهزة والسلفات المصرفية نصل الى العلاقة الآتية:

الخزينة = [الأصول - (القيم الثابتة + قيم الاستغلال + قيم محققة)] - [الخصوم - (الأموال الدائمة + الديون القصيرة الأجل)]

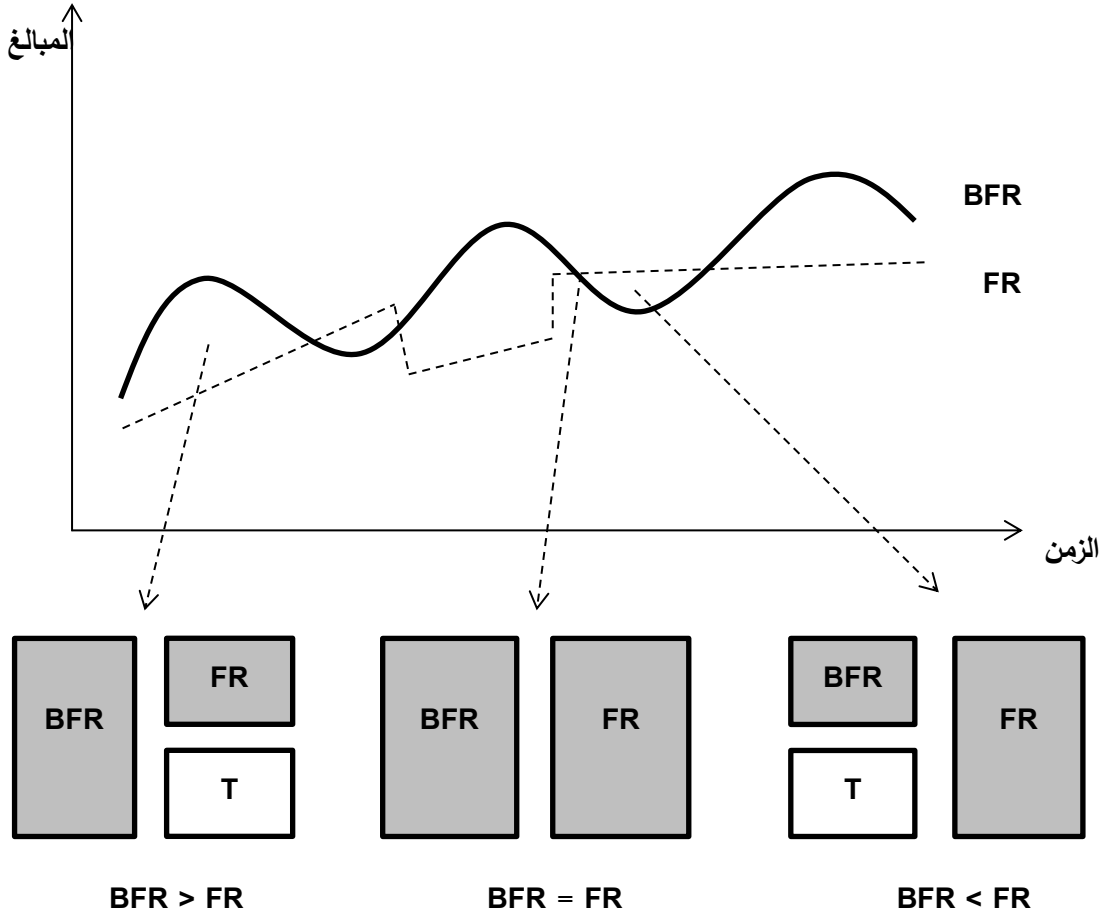
وهذا ما يوصلنا الى استخراج العلاقة النهائية لحساب الخزينة الاجمالية للمؤسسة كما يلي:

$$\text{الخزينة الاجمالية } T_{ng} = \text{رأس المال العامل } FR_{ng} - \text{احتياج رأس المال العامل } BFR_g$$

ومن خلال العلاقة السابقة وما تم التطرق اليه يتبين أن الخزينة الاجمالية الصافية تمثل أهمية كبيرة بالنسبة للمؤسسة وهي عامل هام في التعبير عن التوازن المالي للمؤسسة، اضافة الى سيولتها المالية والشكل الموالي يبين الحالات الممكنة للخزينة تبعا للعلاقة السابقة:

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

الشكل رقم (3-2): الحالات الممكنة للخزينة الصافية الاجمالية



المصدر: الياس بن ساسي ويوسف قريشي، (2006): التسيير المالي (الادارة المالية دروس وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص 86.

الفرع الثالث: التحليل المتحرك للمؤشرات المالية

ان الوصول الى تحقيق هدفنا وهو الحصول على تقييم جيد للأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية يجب أن يتجاوز التحليل الساكن الذي يقدمه رأس المال العامل والاحتياج منه وكذا الخزينة في لحظة معينة، مما يؤدي الى اعطاء صورة غير واضحة عن مختلف الحركات المالية خلال دورة معينة، من هنا كان الاعتماد على جدول التمويل الذي يوفر تحليل ديناميكي متحرك.

1- جدول التمويل مفهوم وبناء

وهو جدول يمكن من الانتقال الى دراسة حركية وديناميكية ويعرف تحت عدة مسميات حيث يطلق عليه بجدول التمويل في الغالب أو جدول الاستخدامات والموارد أو التدفقات¹.

¹ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مصدر سبق ذكره، ص 85.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

أ- المفهوم

هو جدول يتضمن الموارد المالية للمؤسسة واستخداماتها في فترة زمنية محددة، كما انه يبين التغييرات الحاصلة في ثروة المؤسسة خلال تلك الفترة، من هنا جاء جدول التمويل ليتجاوز التحليل الثابت غير المتحرك وهذا من خلال تحديد التدفقات المالية بين كل من الموارد والاستخدامات، اعتمادا على تحديد الفرق بين ميزانيتين وظيفيتين لسنتين على التوالي والتي ينتج عنها التغييرات في معادلة الخزينة كما يلي:

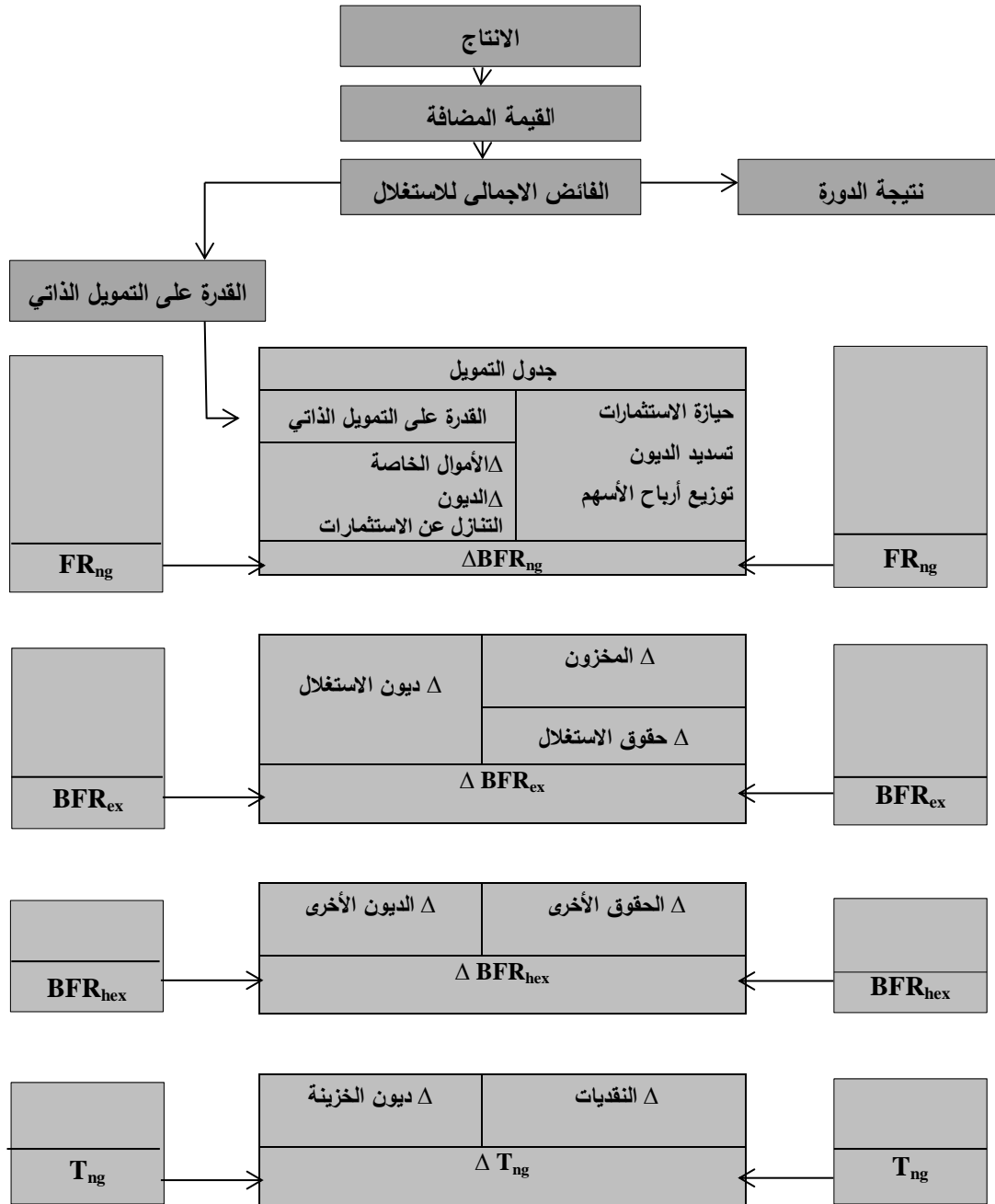
$$\Delta FR_{NG} = \Delta BFR_G + \Delta T_{ng}$$

جدول التمويل يفسر كيفية حدوث التغييرات على الزمة المالية للمؤسسة خلال فترة من الزمن، فهو يوضح بدقة كيفية انتقال الميزانية الافتتاحية للمؤسسة إلى الميزانية الختامية، فهو يركز على فكرة قدرة التمويل الذاتي التي تحسب انطلاقا من جدول حسابات النتائج وكذلك يميز بين ما هو تابع للاستغلال وما هو خارج عن الاستغلال.

والشكل الموالي يوضح بنية جدول التمويل:

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

الشكل رقم (3-3): البنية الأساسية لجدول التمويل



المصدر: الياس بن ساسي ويوسف قريشي، (2006): التسيير المالي (الإدارة المالية دروس وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص 86.

ب- بناء جدول التمويل

يقوم جدول التمويل على الفرق بين التدفقات المستقرة والتدفقات القصيرة الأجل، فالجزء الأول من الجدول يبين الاستخدامات المستقرة والموارد الدائمة والفرق بينهما يمثل التغير في رأس المال العامل. أما الجزء الثاني من الجدول فيبين التدفقات القصيرة الأجل وذلك من خلال الفرق بين موارد الاستغلال وخارج الاستغلال والخزينة وبين استخدامات كل منهم على حدى والفرق هو التغير في رأس المال العامل الصافي الإجمالي⁽¹⁾.

• الجزء الأول من جدول التمويل

يحتوي الجزء الأول من جدول التمويل على موارد واستخدامات وهي الموارد الدائمة التي جلبتها المؤسسة خلال الدورة المالية، والاستخدامات المستقرة التي كونتها المؤسسة لنفس الدورة، حيث تتمثل الموارد الدائمة في التغير في الموارد الدائمة بين نهاية الدورة السابقة ونهاية الدورة الحالية، أما الاستخدامات المستقرة فتتمثل في التغير في الموارد المستقرة لدورتين متتاليتين، وبالتالي فالجزء الأول من الجدول يتضمن التغير في رأس المال العامل⁽²⁾.

- **الاستخدامات المستقرة:** هي الجهة اليمنى لجدول التمويل وتشمل على حيازة استثمارات جديدة، مصاريف موزعة على عدة سنوات، تسديد الديون البنكية والمالية، كذا التخفيض في الأموال الخاصة وتسديد مكافأة رأس المال، هذا ما يمثل التغير في الاستخدامات المستقرة.
- **الموارد الدائمة:** هي الجهة اليسرى لجدول التمويل وتشمل القدرة على التمويل الذاتي، التنازل عن الاستثمارات، بالإضافة الى الرفع في الأموال الخاصة والحصول على قروض جديدة. تمثل في مجموعها التغير في الموارد المستقرة.

وعند بناء جدول التمويل بمبدأ الاستخدامات والموارد فان الفرق الناتج عن التغير في هاذين العنصرين هو الذي يمثل التغير في رأس المال العامل بطريقة ديناميكية. والجدول التالي يبين مضمون الجزء الأول من جدول التمويل:

⁽¹⁾ Eli Cohen, (1991): Gestion Financière de L'entreprise et de Développement Financière, Edition Edicéf: Canada, p190.

⁽²⁾ الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مصدر سبق ذكره، ص 110-111.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

الجدول رقم (3-2): الجزء الأول من جدول التمويل (تمويل طويل ومتوسط الأجل)

الموارد المستقرة	الاستخدامات المستقرة
القدرة على التمويل الذاتي	حيازة استثمارات جديدة
التنازل عن الاستثمارات	مصاريف موزعة على سنوات
الرفع من الاموال الخاصة	تسديد الديون البنكية والمالية
الحصول على قروض جديدة	التخفيض في الأموال الخاصة
	تسديد مكافأة رأس المال
التغير في الموارد المستقرة (+)	التغير في الاستخدامات المستقرة (-)
+ ←	→ -
ΔFR_{NG}	

المصدر: الياس بن ساسي ويوسف قريشي، (2006): التسيير المالي (الادارة المالية دروس وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص111.

• الجزء الثاني من جدول التمويل

باعتبار الجزء الأول من جدول التمويل يتناول التغير في رأس المال العامل الصافي من أعلى الميزانية فإن الجزء الثاني منه يتناول التغير في رأس المال العامل ولكن من أسفل الميزانية، والعناصر المكونة له هي:

- التغير في عناصر الاستغلال: نقصد بها الاحتياجات المالية لدورة الاستغلال وتشمل التغير في استخدامات الاستغلال من مخزون وحقوق، وكذا التغير في موارد الاستغلال والتي تتمثل في الديون.
- التغير في العناصر خارج الاستغلال: تتمثل في الاحتياجات المالية الناتجة عن النشاطات غير الأساسية، وتشمل التغير في الاستخدامات خارج الاستغلال، وكذا التغير في الموارد خارج الاستغلال غير المدرجة في الدورة الاستغلالية.
- التغير في الخزينة الصافية الاجمالية: هي تعتبر محصلة كل التغيرات السابقة وتشمل أساسا التغير في موارد الخزينة من اعتمادات بنكية جارية خلال الدورة، بالإضافة الى التغير في استخداماتها وهي السيولة النقدية التي هي في شكل متاحات.

وبناء على التغيرات في العناصر الثلاث السابقة يمكن حساب التغير في رأس المال العامل من أسفل الميزانية، كما يوضحه الجدول التالي:

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

الجدول رقم (3-3): الجزء الثاني من جدول التمويل (التمويل قصير الأجل)

التغيرات في رأس المال العامل الصافي الاجمالي ΔFR_{NG}			
الرصيد	الموارد	الاحتياجات	التغير في عناصر الاستغلال:
			- التغير في أصول الاستغلال - التغير في ديون الاستغلال
			ΔBFR_{ex} (A)
			التغير في عناصر خارج الاستغلال - التغير في المدينون الآخرون - التغير في الدائنون الآخرون
			ΔBFR_{Hex} (B)
			ΔBFR_G (C=A+B)
			تغيرات الخزينة: - التغير في المتاحات - التغير في ديون الخزينة
			T_{ng} (D)
			ΔFR_{NG} (C+D)

المصدر: الياس بن ساسي ويوسف قريشي، (2006): التسيير المالي (الادارة المالية دروس وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص115.

2- تحليل التدفقات المالية:

نظرا للتطور السريع في النظرية المالية وأساليب التحليل المالي لم تستطع جداول التمويل كفاية عملية التقييم والتحليل الكامل لذا ظهر جدول تدفقات الخزينة أو جدول التدفقات المالية في خطوة مهمة لتطوير جدول التمويل من خلال الاعتماد على كلا الجدولين، حيث أن جدول التدفقات المالية يتم اعداده لمجموعة من السنوات المتتالية والتي تفوق أو تساوي الأربع.

أ- مكونات وهيكل جدول التدفقات المالية

من أجل اعداد جدول التدفقات المالية يتم تقسيم هيكله الى ثلاثة اقسام تمثل النشاطات الرئيسية في المؤسسة والتي يمكن ارجاع أي عملية مالية الى احداها وهي:⁽¹⁾

• دورة الاستغلال

وهي الدورة التي تمثل النشاط الرئيسي للمؤسسة وتشمل عمليات الانتاج والبيع.

(1) الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مصدر سبق ذكره، ص110-111.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

• دورة الاستثمار

وهي الدورة المسؤولة على توفير مختلف اللوازم والآلات الخاصة بالإنتاج ويميزها نشاطين رئيسيين هما حيازة الاستثمارات والتنازل عنها.

• دورة التمويل

وهي الدورة المسؤولة عن توفير التمويل اللازم للمؤسسة أي تمويل الدوريتين السابقتين، وتتقسم بدورها الى دورتين:

- دورة رأس المال: وهي الدورة التي من خلالها يتم تدوير الموارد المالية اللازمة من خلال رفع رأس مال المؤسسة وينجم عنها مكافأة رأس المال.

- دورة الاستدانة: وفيها يتم توفير الموارد اللازمة من خلال الاستدانة من البنوك أو السوق المالي وينتج عن هذه العملية تسديد تكلفة الدين.

ان الهدف من تقسيم جدول سيولة الخزينة وفق التقسيم الفارط يتمثل في:

❖ معرفة الدورة المسببة لحالة الخزينة ان كان فائض أو عجز وبالتالي سهولة اصلاح النقائص والخلل في حالة وجوده.

❖ تقسيم العمليات وفق الدورات يساهم في تسهيل تشكيل هيكل هذا الجدول واستخراج المؤشرات الخاصة بكل دورة.

ب- تفسير وتشكيل جدول التدفقات المالية

يقدم جدول التدفقات المالية مجموعة من المجاميع والأرصدة ذات الأهمية في تفسير أداء وسلوك المؤسسة، هذه الأرصدة أو التدفقات موزعة كما يلي:

• تدفقات النتيجة

تعبر عن القيمة المضافة التي تحسب بالفرق بين إنتاج الدورة والاستهلاك الوسيط وتعد عنصر مهم في حساب النتيجة الإجمالية للاستغلال وحساب نموها.

النتيجة الإجمالية للاستغلال = القيمة المضافة - مصاريف المستخدمين

وتعتبر هذه النتيجة كمصدر رئيسي لتمويل المؤسسة وكمؤشر على الأداء الاقتصادي للمؤسسة.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

• تدفقات الاستغلال

نجد في هذا الصنف تدفقين هاميين في دراسة التوازن المالي والسيولة هما⁽¹⁾:

فائض خزينة الاستغلال (E.T.E) = النتيجة الإجمالية للاستغلال – تغير احتياج رأس المال العامل

يسمح هذا الفائض للمؤسسة بتمويل الاستثمارات التي تم حيازتها على الحساب، فهو مقياس لليسر المالي، فإذا كان هذا الرصيد سالب فإن المؤسسة ستمر بمواقف صعبة اتجاه دائئها يمكن أن تؤدي بها إلى خطر العجز المالي.

رصيد الاستغلال (D.A.F.I.C) = فائض خزينة الاستغلال – استثمارات القيم الثابتة

فهذا الرصيد يجب أن يكون موجب أي أن الأرباح المحققة في دورة الاستغلال يجب أن تمول مبلغ الاستثمارات المحققة أثناء دورة الاستغلال.

• تدفقات الاقتراض

ضمن هذه التدفقات نجد التدفق أو الرصيد المالي ويحسب كما يلي:

الرصيد المالي = التغير الصافي في الديون – المصاريف المالية – ضرائب على الأرباح – مساهمات المستخدمين – توزيع الأرباح.

الديون في هذه الحالة تضم الديون الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل بالإضافة إلى السلفات المصرفية.

• تدفقات مالية أخرى

- **الرصيد الجاري:** يتمثل هذا الرصيد في حاصل جمع المتاح بعد التمويل الداخلي للنمو والرصيد المالي، بالتالي فإن قيمة هذا الرصيد يجب أن تقترب من الصفر، لأن الفائض الطفيف الذي يحققه المتاح بعد التمويل الداخلي للنمو يعوض العجز الخفيف الذي يظهر في الرصيد المالي.

- **تغير القيم المتاحة:** يحسب هذا التغير بالعلاقة الآتية:

تغير القيم المتاحة = الرصيد الجاري + نواتج مالية + نواتج التنازل + إصدار رأس المال ± نواتج أخرى ونواتج استثنائية – قيم ثابتة أخرى مقتناة.

⁽¹⁾ Alain capiez, op.cit, p67.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

المطلب الثاني: التحليل بواسطة النسب المالية لتقييم السيولة

الفرع الأول: التحليل الساكن لليسر والسيولة

ان تقييم أداء المؤسسة ككل وخاصة أدائها المالي يمر حتما بتحديد مستوى السيولة وكذا اليسر المالي فيها من خلال عملية التحليل نظرا لأهمية هاذين العنصرين في تحديد مدى قدرة المؤسسة على مواجهة مختلف التزاماتها، حيث هناك عدد كبير من النسب المالية التي يمكن حسابها والتي عادة ما تقسم الى نسب هيكلية وتمويل وكذا نسب سيولة.

1- نسب السيولة المالية والتمويل

ما يهمنا هو النسب المالية التي تساعد على تقييم الأداء المالي للمؤسسة من خلال التطرق الى نسب السيولة المالية كتحليل ساكن وكذا أهم نسب التمويل، والتي يمكن أن نختار منها⁽¹⁾:

أ- نسبة سيولة الأصول

$$\text{نسب سيولة الأصول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{مجموع الأصول}}$$

إذا كانت نسبة هذه الأصول أكبر من 0.5 فإن قيمة الأصول المتداولة أكبر من قيمة الأصول الثابتة وهذا مؤشر إيجابي للمؤسسة، أما إذا كانت النسبة أقل من 0.5 فهذا يعني أن قيمة الأصول المتداولة أقل من قيمة الأصول الثابتة وهذا مؤشر سلبي.

ب- نسبة السيولة العامة

وهي تعرف أيضا بنسبة رأس المال العامل ويمكن اعطائها بالعلاقة التالية:

$$\text{نسب السيولة العامة} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{ديون قصيرة الأجل}}$$

تعبر هذه النسبة عن درجة تغطية الأصول المتداولة للديون قصيرة الأجل وبالتالي فإنها تعمل على قياس التوازن المالي أي تحقيق التناسق بين الاستخدامات قصيرة الأجل والمصادر المالية قصيرة الأجل، بمعنى أن يكون للمؤسسة القدرة على سداد الالتزامات مع ضمان استمرار النشاط.

⁽¹⁾ منير شاكر محمد، اسماعيل اسماعيل وعبد الناصر نور، (2005): التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر: عمان، الأردن، ص71.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

ت- نسبة التمويل الدائم:

$$\text{نسبة التمويل الدائم} = \frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

تستمد هذه النسبة أهميتها من كونها أموال دائمة وتعتبر ضمان للمؤسسة وجميع الأطراف ذات الصلة بها، وحتى تعمل المؤسسة بارتياح وتزاول نشاطاتها المختلفة فلا بد لها من نسبة تمويل دائم أكبر أو يساوي الواحد ≤ 1 .

ث- نسبة هيكل رأس المال:

$$\text{نسبة هيكل رأس المال} = \frac{\text{الأموال الأجنبية}}{\text{الأموال الدائمة}}$$

تعبّر هذه النسبة على حجم أو نسبة الديون الطويلة الأجل في تركيبة الأموال الدائمة للمؤسسة وهي ذات دلالة هامة في تحليل الهيكل المالي.

2- مؤشرات اليسر المالي

تعتبر هذه المؤشرات مكملة لعملية تقييم قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها وديونها المختلفة من خلال التعرف على قدرتها لمواجهة الالتزامات في المدى الطويل. والتي ستواجه المؤسسة والتي يمكن أن نلخصها في ثلاث مؤشرات مهمة كالتالي⁽¹⁾:

أ- نسبة تغطية خدمة الديون الطويلة الأجل

تعبّر هذه النسبة عن مدى قدرة التدفقات النقدية العادية للمؤسسة على تسديد التزامات القروض الطويلة الأجل التي حان موعد استحقاقها، وتحسب هذه النسبة بالعلاقة:

$$\text{نسبة خدمة الدين الطويل الأجل} = \frac{\text{صافي الربح} + \text{الاهتلاكات والمؤنات}}{\text{القسط الواجب تسديده}}$$

⁽¹⁾ محمود جلال أحمد وطلال الكسار، (2009): استخدام مؤشرات النسب المالية في تقييم الأداء المالي والتنبؤ بالأزمات المالية للشركات، المؤتمر الدولي السابع حول تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الاعمال المنعقد يومي 10-11 نوفمبر، كلية الاقتصاد جامعة الزرقاء الخاصة، ص ص7-12.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

يجب أن تكون هذه النسبة أكبر من الواحد وكلما زادت عن ذلك دلت على قدرة المؤسسة أكثر على مواجهة التزاماتها الطويلة.

ب- نسبة تغطية الفوائد

وهي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على دفع فوائد قروضها من الأرباح التي تحققها في دورة الاستغلال الخاصة بها وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة تغطية الفوائد} = \frac{\text{النتيجة قبل الفوائد والضرائب}}{\text{مصرف الفائدة}}$$

إذا تجاوزت الواحد فإنها دليل على قدرة المؤسسة أما إذا كانت أقل من الواحد دل ذلك على عجز المؤسسة عن تسديد فوائد قروضها، بالتالي فهذه النسبة مؤشر لمدى الأمان الموجود لأصحاب القروض في الحصول على فوائد قروضهم.

ت- نسبة التغطية الشاملة

بعد التطرق الى مؤشرات خاصة فانه يجب أن يكون هناك تقييم شامل لمدى التزام المؤسسة بدفع أقساط الديون الطويلة الأجل وبعض العناصر، هذا المؤشر يحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التغطية الشاملة} = \frac{\text{الدخل النقدي المتاح}}{\text{الالتزامات الثابتة}}$$

وهي نسبة معبرة بشكل واضح عن القدرة الاجمالية للمؤسسة على مواجهة وتسديد الالتزامات الطويلة الأجل التي تواجهها.

الفرع الثاني: التحليل الحركي لليسر والسيولة المالية

في طريق تحليل وتقييم الأداء المالي للمؤسسة تقوم ادارتها المالية بدراسة اليسر والسيولة باستخدام جدول تدفقات الخزينة والذي يعتبر تحليلا ديناميكيا أو حركيا مكملًا للتحليل المذكور سابقا والذي يرتبط بالنسب والمؤشرات الساكنة.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

1- عناصر ومكونات جدول تدفقات الخزينة

يعبر جدول تدفقات الخزينة عن مجموعة من التغيرات الخاصة بالخزينة والتي تنتج من أنشطة مختلفة، هذه التغيرات تعتبر هامة جدا لدراسة السيولة واليسر المالي، بالتالي تعبر عن أدائها المالي ككل، وعناصر هذا الجدول هي التدفقات النقدية التي تقسم إلى ما يلي⁽¹⁾:

أ- تدفقات الأنشطة الاستغلالية

حيث أن نشاط المؤسسة العادي تتجم عنه تدفقات نقدية مختلفة تتمثل في تدفقات داخلية من نواتج الاستغلال وتدفقات خارجة من مدفوعات اعباء الاستغلال.

• تدفقات نواتج الاستغلال

والتي تتمثل في جميع الإيرادات الناتجة من بيع السلع والخدمات بالإضافة الى فوائد وأرباح القروض والأوراق المالية وبقية الإيرادات الأخرى الغير مرتبطة بالاستثمار والتمويل.

• تدفقات مدفوعات الاستغلال

وهي مجموعة المصاريف النقدية والمتعلقة بمبالغ شراء البضائع والمواد واللوازم اضافة الى المبالغ المدفوعة لقاء الخدمات التي تلقتها المؤسسة، تسديد مصاريف المستخدمين وكذا الضرائب والرسوم وبقية المصاريف النقدية.

ب- تدفقات الأنشطة الاستثمارية

تدفقات بيع وشراء الأصول الثابتة المستخرجة من عناصر الميزانية أي في جانب الأصول والتي لم يتم تحليلها مع التدفقات النقدية من أنشطة الاستغلال، هي كما يلي⁽²⁾:

• التدفقات النقدية الداخلة للأنشطة الاستثمارية

وتتمثل في المحصلات النقدية من بيع القيم الثابتة للمؤسسة من بيع عقارات وكذا بيع الاستثمارات المالية الخاصة بها.

• التدفقات النقدية الخارجة للأنشطة الاستثمارية

وهي تمثل المبالغ النقدية المدفوعة في سبيل اقتناء المعدات والأدوات أو شراء الأوراق المالية طويلة الأجل، بالإضافة الى استثمارات أخرى مختلفة وطويلة الأجل.

⁽¹⁾ Josette Peyrard, op.cit, p168.

⁽²⁾ مفلح محمد عقل، مصدر سبق ذكره، ص 328.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

ت- تدفقات الأنشطة التمويلية

مجموع العمليات التي تسمح للمؤسسة الحصول على الموارد اللازمة وكذا دفع الأرباح والحصول على القروض وتسديدها وهي كالاتي:

• تدفقات مقبوضات التمويل

وهي ممثلة في المبالغ النقدية المحصل عليها من إصدار سندات طويلة الأجل وكذا إصدار أسهم جديدة أو الزيادة في رأس المال، بالإضافة الى النقد المحصل من القروض البنكية.

• تدفقات مدفوعات الاستغلال

وهي المبالغ المدفوعة أي الخارجة والتي تكون اما لدفع توزيعات الأرباح أو شراء سندات الخزينة، أو ما يتعلق بدفع الديون وتسديد القروض المختلفة.

2- بناء جدول تدفقات الخزينة

ان إعداد جدول تدفقات الخزينة يستلزم توفر ميزانيتين متتاليتين لبداية المدة ونهايتها، اضافة إلى جدول حسابات النتائج الخاص بتلك الفترة وكذا بعض المعلومات الأخرى المستخرجة من التقارير والسجلات المالية للمؤسسة.

أ- جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة المباشرة

تعتبر الطريقة المباشرة حتمية منصوص على تطبيقها قانونيا وبالتالي فان المؤسسة تكون مجبرة على اعداد جدول تدفقات الخزينة وفق هاته الصيغة، حيث أن هذه الطريقة تقوم على إعداد الجدول عند أي لحظة زمنية وعند أي مستوي من النشاط وذلك من خلال حصر التدفقات المالية الداخلة والخارجة من خزينة المؤسسة كل في دورة النشاط التابع لها.

يتم تحديد صافي التدفق النقدي بموجب هذه الطريقة أولاً بطرح المشتريات النقدية والمصاريف التشغيلية النقدية من المبيعات النقدية للوصول إلى صافي التدفق النقدي من عمليات التشغيل، بعدها يضاف صافي التدفق النقدي من عمليات الاستثمار للوصول إلى صافي التدفق النقدي خلال السنة، ثم يضاف إلى رصيد النقدية في بداية السنة، ومن هنا يمكن القول أن هذا النموذج يركز على دورتي الاستغلال والاستثمار في توليد الفوائض ويعتبر دورتي الاستدانة والتمويل ملجأ استثنائي يتم اللجوء اليه فقط في حال استنفاد التمويل الذاتي⁽¹⁾.

(1) منير شاكر محمد، اسماعيل اسماعيل وعبد الناصر نور، مصدر سبق ذكره، ص 147-149.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

ب- جدول تدفقات الخزينة حسب الطريقة غير المباشرة

يتم اعداد جدول تدفق الخزينة وفق هاته الطريقة اختياريا وبالتالي فان الغرض من اعداده يكون بهدف استخدام مؤشرات في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة وأدائها المالي، حيث أن اعداده لا يكون الا في حالة انتهاء السنة المالية المراد حساب وضعية خزنتها.

وعلى خلاف الطريقة المباشرة فان اعداد هذا الجدول يتم بالاعتماد على النشاطات الرئيسية الثلاث في المؤسسة والتي يمكن ارجاع أي عملية مالية الى احداها:

• تشكيل خزينة دورة الاستغلال

هي التي تمثل النشاط الرئيسي للمؤسسة وذلك أولا بتحديد التدفق النقدي الصافي ثم يضاف إليه تغيرات عناصر الأصول والخصوم المتداولة عدا الخزينة.

• تشكيل خزينة دورة الاستثمار

تحديد هذا التدفق يعتمد على طبيعة عناصر الاستثمارات لتحديد النقد المدفوع أو المتحصل عليه وذلك بين دورتين متتاليتين.

• تشكيل خزينة دورة التمويل

وهي الدورة المسؤولة عن توفير التمويل اللازم للدورتين السابقتين والتي تشمل دورة رأس المال وهي الدورة التي من خلالها يتم توفير الموارد المالية اللازمة من خلال رفع رأس مال المؤسسة، حيث ينجم عنها مكافأة رأس المال وكذا دورة الاستدانة والتي يتم فيها توفير الموارد اللازمة من البنوك أو السوق المالي وينتج عن هذه العملية تسديد تكلفة الدين.

بعد التعرف على طرق بناء جدول تدفقات الخزينة سوف نقدم الجدول التالي:

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

الجدول رقم (3-4): جدول تدفقات الخزينة

N+1	N	البيان
.....	أنشطة الاستغلال
.....	قدرة التمويل الذاتي
.....	تغير المخزون ±
.....	تغير العملاء والحقوق الأخرى ±
.....	تغير الموردين والديون الأخرى ±
.....	النقد من أنشطة الاستغلال
.....	الأنشطة الاستثمارية
.....	اقتناء استثمارات مادية
.....	الاستثمار في الأوراق المالية
.....	التنازل عن الاستثمارات المادية
.....	بيع الأوراق المالية
.....	النقد من الأنشطة الاستثمارية
.....	الأنشطة التمويلية
.....	الزيادة الصافية في رأس المال
.....	توزيع الأرباح
.....	قروض مالية جديدة
.....	تسديد الديون الطويلة
.....	النقد من الأنشطة التمويلية
.....	تغير الخزينة
.....	خزينة بداية المدة
.....	خزينة نهاية المدة

Source: Josette Peyrard, (1999): Analyse financière, 8^{eme} Edition, librairie Vuibert: Paris, France, p167.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

المطلب الثالث: تحليل نسب المردودية وتحديد القيمة

الفرع الأول: نسب قياس ودراسة المردودية

إن قياس المردودية والتعرف على محدداتها يحتم على المؤسسة معرفة النتائج المختلفة وكذا وسائل تحقيقها والتي تم التطرق اليهما سابقا، فالمردودية هي قدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح نتيجة استخدام رأس المال في النشاط الاستغلالي وبالتالي هي بذلك تعطي إجابات نهائية عن الكفاءة العامة وكذا الأداء المالي للمؤسسة وإدارتها.

1- نسب ومؤشرات المردودية

تعتبر المردودية معيارا هاما وأفضل من الربح أو النتائج للحكم على أداء المؤسسة الاقتصادية وذلك من خلال تحليلها وقياسها وهذا بالتطرق الى ثلاثة معايير مختلفة وهي:

أ- المردودية المالية

ويطلق عليها أيضا بعائد أو مردودية الأموال الخاصة أي أنها تتمثل في علاقة النتيجة المحققة بالأموال الخاصة للمؤسسة، فهي تقيس العائد المالي الناتج عن استثمار أموال المؤسسة وتعطى بالعلاقة⁽¹⁾:

$$\text{نسبة المردودية المالية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

كلما زادت هذه النسبة كلما دل على وجود تسيير أمثل من طرف المؤسسة لمواردها المالية وكلما قلت أو انعدمت كلما لزم ذلك على المؤسسة إعادة النظر في سياسة استثمارها للموارد المالية مع الأخذ بعين الاعتبار البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة.

الحكم على هذه النسبة يتم بالمقارنة مع مؤسسات نفس القطاع أو المقارنة مع أسعار الفائدة، حيث أن ايجابية هذه النسبة دليل على كفاءة المؤسسة، إلا في حالات تعبر عن مستوى عال من الديون ومستوى منخفض من الأموال الخاصة يصحبها مستوى عال من الخطورة.

ب- المردودية الاقتصادية

تعتبر النسبة الأفضل لقياس ربحية العمليات خاصة عند المقارنة بين مؤسستين، حيث أن الأرباح المحققة من العمليات يجب أن تكون كافية وتسمح بالحصول على معدل عائد مناسب على الأصول المستخدمة وتقدم بالعلاقة التالية:

⁽¹⁾ Josette Peyrard, op.cit, p181.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

$$\text{نسبة المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{مجموع الأصول}}$$

يسمح هذا المؤشر للمؤسسة بمعرفة قدرتها على تحقيق الأرباح الاقتصادية وقدرة أصولها على دعم خزينة الاستغلال، لأن الفائض الإجمالي هو أصل حساب فائض خزينة الاستغلال.

ت- المردودية التجارية

يطلق عليها أيضا مردودية النشاط لأنها تدرس وتسمح بتقييم الأداء التجاري أو البيعي للمؤسسة، حيث تقيس هذه النسبة مدى كفاءة الأصول الثابتة فكل دينار مستثمر من الأصول الثابتة يعطي مبلغ معين من المبيعات وهذا يوجب التخلص من الأصول غير مستغلة لأنها تشكل عبئا، وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة المردودية التجارية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

تعتبر النتيجة المحصلة معيار هام لتقييم أداء المؤسسات فهي تعبر عن قدرة المؤسسة على استخلاص فائض من التشغيل أو هامش تجاري، بالتالي تمنح للإدارة معلومات تساعد على إصدار حكم ذو قيمة حول فعالية وكفاءة النشاط التجاري والصناعي في المؤسسة⁽¹⁾.

2- الدراسة الديناميكية للمردودية المالية

ان دراسة المردودية المالية من جانب تحليل المؤشرات والنسب يعتبر ساكنا ولا بد من تحليل ودراسة مكملة تمثل الجانب الحركي لتقييم أداء النشاط الاستغلالي للمؤسسة، وهذا بالتطرق الى محددات المردودية المختلفة وكذا دراسة تأثير الرفع، اللذان يمنحان تقييم الأداء المالي من ناحية المردودية الديناميكية اللازمة.

أ- محددات المردودية المالية

ان اهتمامنا هنا سيكون منصبا على مجموعة من المحددات الخاصة بأداء المؤسسة انطلاقا من مجموعة مؤشرات للمردودية الخاصة بها وتحليلها ودراستها بطريقة ديناميكية.

- اذا أخذنا بالاعتبار أن المردودية الاقتصادية هي النتيجة الصافية على مجموع الأصول فإنه يمكن التعبير عنها كما يلي⁽²⁾:

(1) السعيد فرحات جمعة، مصدر سبق ذكره، ص30.

(2) مفلح محمد عقل، مصدر سبق ذكره. ص 34-35.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

$$\text{المردودية الاقتصادية} = (\text{نتيجة استغلال/المبيعات}) \times (\text{المبيعات/الأصول}) \\ = (\text{هامش الربح}) \times (\text{معدل دوران الأصول})$$

إذا فالمردودية الاقتصادية لا تعبر فقط عن السياسة التجارية للمؤسسة ولكنها على دوران أصولها أيضا وبالتالي فإن نفس المردودية الاقتصادية يمكن أن تأخذ بطريقتين مختلفتين:

- سياسة أسعار منخفضة (بالتالي هامش ربح منخفض)، لكن برقم أعمال يسمح للمؤسسة بدوران أكبر وأقوى لأصولها.

- سياسة دفع بأسعار مرتفعة كثيرا (بالتالي ربح مرتفع)، ولكن قدرة أقل على دوران الأصول وهذا راجع أساسا الى رقم أعمال المؤسسة.

• فيما يخص المردودية المالية وبنفس المبدأ السابق وبتطبيق ذلك على مؤشر المردودية المالية للمؤسسة أي النتيجة الصافية على الأموال الخاصة فإن:

$$\text{المردودية المالية} = (\text{نتيجة استغلال/المبيعات}) \times (\text{المبيعات/الأموال الخاصة}) \\ = (\text{هامش الربح}) \times (\text{معدل دوران الأموال الخاصة})$$

وانطلاقا من هذه العلاقة يمكن ان نصل الى التعبير التالي عن مردودية المؤسسة:

$$\text{المردودية المالية} = (\text{نتيجة استغلال/المبيعات}) \times (\text{المبيعات/الأصول}) \times (\text{الأصول/الأموال الخاصة}) \\ = \text{المردودية الاقتصادية} \times \text{معامل الاقتراض}$$

هنا وبأخذ معدل معين من المردودية الاقتصادية فإن المردودية المالية تكون أكثر ارتفاعا بالمقارنة مع التمويل بالأموال الخاصة المنخفض (بالتالي الاقتراض عال)، حيث يجب الإشارة الى أن المردودية المالية لا ترتبط ارتباطا وثيقا مع معدل الاقتراض في المؤسسة وهذا عكس المردودية الاقتصادية التي يمكن اعتبارها ذات ارتباط أكبر بارتفاع معدل الاقتراض وكذا الأعباء المالية، هذا ما يساعد في عملية تقييم الأداء المالي والوضعية المالية ككل.

ب- أثر الرفع

ان أثر الرفع يعتبر أحد أهم النتائج والآثار الناجمة عن القروض أو ديون المؤسسة وكذا التمويل بالسندات، هذا من خلال التأثير على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، بالتالي سوف نقدم المعطيات التالية من أجل اعطاء صيغة مناسبة:

$$\text{النتيجة الصافية} = ((\text{معدل المردودية} \times \text{الأموال المستثمرة}) - (\text{معدل الفائدة} \times \text{الديون المالية})) \times (1 - \text{معدل الضريبة}).$$

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

وبالتالي يمكن أن نكتب نسبة المردودية المالية كما يلي:

$$\frac{\text{النتيجة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}} = \text{معدل المردودية} + (\text{معدل الفائدة} - \text{معدل الضريبة}) \frac{\text{الديون المالية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

من العلاقة السابقة فإن أثر الرفع يتمثل في نسبة الديون المالية الى الأموال الخاصة، بالتالي فإن المردودية المالية تتحدد من خلال المردودية الاقتصادية، تكلفة الدين وهيكل التمويل وهنا تبرز أهمية أثر الرفع كدراسة ديناميكية لتحديد مردودية المؤسسة في طريقها لتقييم أدائها المالي.

الفرع الثاني: تحليل وقياس القيمة

بالنظر الى أنه تم التطرق بالتفصيل لقيمة المؤسسة وتحديدها في الفصل الثاني للدراسة، فإننا سنركز على جانب تحليل القيمة من أجل اتمام عملية تقييم الأداء المالي للمؤسسة وذلك من خلال التطرق الى القياسات المختلفة للتعرف على القيمة.

1- القياس المحاسبي لإنشاء القيمة

يعتبر الجانب المحاسبي من أهم الجوانب القياسية في أي مؤسسة اقتصادية وهذا ما ينطبق على قياس القيمة والذي يمكن أن يكون بطريقتين مختلفتين بالاعتماد على مجموعة مؤشرات سنذكر أهمها⁽¹⁾:

أ- القيمة الاقتصادية المضافة

القيمة الاقتصادية المضافة تمثل الفرق بين العائد المحقق والعائد المنتظر تحقيقه والذي يأخذ في الحسبان الخطر الناجم، حيث يقابل العائد المحقق النتيجة قبل الفائدة وبعد الضريبة أما العائد المنتظر فتقابله المكافأة التي يفترض أن تقدم لأصحاب الأموال وتتمثل في ناتج رأسمال اقتصادي، الأموال الخاصة والديون، التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، يمكن اعطاء العلاقة التالية لحسابها⁽²⁾:

$$\text{القيمة الاقتصادية المضافة} = \text{النتيجة قبل الفوائد} (1 - \text{معدل الضريبة}) - (\text{التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال} \times \text{رأس المال الاقتصادي})$$

القيمة الاقتصادية المضافة = النتيجة قبل الفوائد وبعد الضريبة - مكافأة الأموال

⁽¹⁾Farid Latreche, (2002): La création de Valeur comme Mesure de la Performance Financière, Journée d'Etude sur la Productivité et Rationalisation des Ressources Humaines, 19 octobre, Université de Biskra, p52.

⁽²⁾ محمد صالح حناوي ونهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص394.

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

ان القيمة الاقتصادية المضافة (TVA) تعتبر مقياس معبر عن مدى قدرة المؤسسة وإدارتها على إنشاء القيمة لأصحاب رأس المال، فإذا كانت موجبة فهي تدل على إنشاء القيمة للمساهمين، اما سلبا فهي دلالة على نقص أو تدهور في القيمة.

ب- عائد تدفقات الاستثمار

وهو نتاج اقتراح جماعة الاستشارة ببوسطن (B.C.G) التي تعتبر من أهم المكاتب الأمريكية المتخصصة في استشارة التسيير، يعبر عنه بالمعدل الذي يساوي بين قيمة الأصول وقيمة التدفقات النقدية المتوقعة في حياة المؤسسة الاقتصادية، أي أنه يتمثل في أسلوب معدل ودقيق للمردودية الداخلية حيث أن حساب هذا المعدل تتطلب القيمة الإجمالية للأصول والتدفقات النقدية الإجمالية كذلك، بالتالي فوصول المؤسسة الى إنشاء القيمة يتحقق إذا كان عائد تدفقات الاستثمار يفوق تكلفة رأس المال وكذلك يكون في حالة العكس.

2- القياس السوقي للقيمة

ان قياس قيمة المؤسسة من الناحية السوقية يتطلب التعرف على المردودية الاقتصادية السنوية التي تساعد على المقارنة بين القيمة السوقية لرأس المال في نهاية المدة وبدايتها، مع الأخذ بالاعتبار توزيع الأرباح وزيادة رأس المال.

$$\text{القيمة السوقية المضافة} = \text{القيمة السوقية للمؤسسة} - \text{الأموال المستثمرة}$$

بالتالي فان نتيجة العلاقة السابقة هي التي تحدد القيمة السوقية المنشأة بالإيجاب يدل على تمكن المؤسسة من إضافة قيمة جديدة، أي أن ثروة أصحاب المؤسسة قد زادت، أما السلب يدل على العكس.

3- القياسات المتنوعة لإنشاء القيمة السوقية المضافة

يمكن اعتبارها طريقة جامعة للطريقتين السابقتين فهي تستعمل في نفس الوقت معلومات محاسبية ومعلومات مالية لسوق المال، هذا ما يعمل عليه مقياس القيمة السوقية المضافة والتي يمكن أن نعبر عنها بالعلاقة التالية:

$$\text{القيمة السوقية للمؤسسة} = \text{القيمة السوقية لرأس المال} + \text{القيمة السوقية للديون}.$$

وبما أن الأموال المستثمرة = الأموال الخاصة بالقيمة المحاسبية + الديون بالقيمة المحاسبية، فان العلاقة تصبح بالشكل الآتي:

الفصل الثالث: الأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية

$$\text{المردودية الاقتصادية السنوية} = \left[\frac{\text{القيمة السوقية لرأس المال للسنة ن} + \text{الأرباح الموزعة} - \text{زيادة رأس المال}}{\text{القيمة السوقية لرأس المال للسنة ن} - 1} \right] - 1$$

هنا تكون المؤسسة في حالة انشاء للقيمة السوقية اذا كان هذا المؤشر موجب أما في حالة العكس فالمؤسسة تكون عاجزة عن انشاء القيمة.

وهنا فإننا نجد بأن مقياس المردودية سواء كانت مالية أو اقتصادية بالإضافة الى مقياس القيمة بأنواعها المختلفة، يمكننا من اعطاء تقييم جيد للأداء المالي للمؤسسة ووضعيتها المالية ويعتبر مكملاً لتقييم الأداء بالاعتماد على المؤشرات المالية ونسب السيولة واليسر بالتحليل الساكن والمتحرك.

خلاصة الفصل

يعتبر الأداء المالي من أهم جوانب كفاءة الأداء العام في المؤسسة الاقتصادية ومستوياته الجيدة دليل واضح على قدرتها على تحقيق الأهداف والبرامج المسطرة، كما تسمح لها بالتعرف على مدى القدرة على التصدي للمخاطر والصعاب المالية التي تتعرض لها. لذا فان عملية تقييم هذا الأداء ضرورة حتمية على الادارة المالية، هذا من خلال استخدام واختيار أفضل وأهم المعايير والمؤشرات التي يعتمد عليها في عملية التقييم والتي اما أن تكون ساكنة أو ديناميكية، هنا فان التوازن المالي يكون المرحلة الأولى اعتمادا على مجموعة من المؤشرات من رأس المال العامل، الاحتياج لرأس المال العامل والخزينة وكذا جداول التمويل، مروراً بتقييم السيولة واليسر المالي للمؤسسة باستخدام عدة نسب تمثل التمويل والقدرة على الوفاء وجدول التدفقات، وصولاً الى المردودية وتحقيق القيمة من خلال المردودية التجارية، الاقتصادية والمالية وكذا القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية. هذا ما يمكن الادارة المالية من القيام بالتقييم اللازم والناجح لأدائها المالي وهو ما يمنح المؤسسة نظرة واضحة عن مدى نجاح خططها المسطرة وخصوصاً سياستها المالية والتمويلية المتبعة.

الفصل الرابع:

تأثير القرض السندي على الأداء المالي

في مجمع سونلغاز - الجزائر -

تمهيد

تعتبر شركة الكهرباء والغاز "سونلغاز" من أكبر المؤسسات على الصعيد الوطني والافريقي نظرا لكبر حجمها وكذا حساسية وأهمية القطاع الذي تنتمي اليه، على هذا الأساس وباعتبار سونلغاز محل دراسة الحالة سوف يتم عرض اطار عام لهذا المجمع وأهميته وكذا تنظيمه ومختلف فروع و وحداته وهذا من خلال المبحث الأول.

وباعتبار سوق الأوراق المالية يوفر للمؤسسة الاقتصادية البدائل التمويلية اللازمة لتغطية احتياجاتها وتكوين هيكل مالها، اضافة الى الدور الذي يلعبه هذا السوق في تحريك عجلة الاقتصاد والتنمية، في هذا السياق فان الجزائر قامت بإنشاء بورصة القيم المنقولة ووضعت لها كل الأطر القانونية والتنظيمية من أجل سيرها الحسن وكذا هيكل السوق السندي باعتباره جزء من البورصة، لذا فقد توجهت عدة مؤسسات وطنية وخاصة العمومية منها الى هذا المصدر التمويلي ومجمع سونلغاز من أبرزها، من خلال اصداره مجموعة من القروض السنديّة نظرا لبرنامج استثمارته الضخم واحتياجاته المالية وهذا ما سيتم عرضه في المبحث الثاني.

أما في المبحث الثالث فسيتم دراسة وتحليل جوانب تأثير لجوء مجمع سونلغاز الى التمويل بالسندات على أدائه المالي، من خلال تحليل وتشخيص وضعيتها المالية خلال الفترة 2001-2013 والتي تشمل على مرحلة الاصدارات السنديّة لمعرفة مدى وعمق هذا التأثير في مرحلة أولى، ثم في مرحلة ثانية التحقق من مدى تأثير الأداء المالي بالقروض المصدرة من خلال دراسة قياسية للعلاقة السببية بينهما من خلال اختبار ومنهجية غرانجر للسببية.

المبحث الأول: تقديم عام لشركة سونلغاز - الجزائر -

ان شركة سونلغاز ومنذ نشأتها وعبر جميع مراحل تطورها التنظيمية والقانونية مثلت واحدة من أهم وأكبر المؤسسات والشركات في الجزائر، بالتالي فهي تعتبر من المؤسسات العمومية الاستراتيجية الكبيرة التي تسعى الى التكيف مع مختلف التطورات المحيطة بها، فمن خلال هذا المبحث سوف نتطرق الى التعريف بهذه الشركة وكذا كيفية تنظيمها بالإضافة الى الفروع التي تدير نشاطها ووظائفها.

المطلب الأول: نشأة وتطور شركة سونلغاز

الفرع الأول: لمحة تاريخية عن المؤسسة وتطورها

لقد مرت شركة سونلغاز منذ الاستقلال بعدد المراحل التي تمت فيها تغييرات مختلفة متعلقة بالشكل القانوني، الأهداف وكذا الوسائل، حيث برزت هذه المراحل وأثرت على النشاط وحجمه وكذا أثرت على نمط التسيير وأهمية الشركة في الاقتصاد الوطني.

1- مرحلة انشاء شركة سونلغاز

في سنة 1947 تم انشاء المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز المعروفة اختصارا ب EGA، التي أسند إليها احتكار انتاج ونقل وتوزيع الكهرباء وكذلك توزيع الغاز، حيث كان انشائها تحت مفعول قانون التأميم الذي أصدرته الدولة الفرنسية سنة 1946.

استمر الأمر كما عليه الى ما بعد الاستقلال وبالضبط في سنة 1969 حيث تحولت (EGA) إلى سونلغاز الشركة الوطنية للكهرباء والغاز⁽¹⁾. أصبحت بموجب هذا التغيير مؤسسة ذات أهمية بالغة وازداد عدد العمال الى نحو 6000 عامل، فقد سمح تحويل الشركة من اعطائها قدرات تنظيمية وتسييرية لكي يكون في مقدورها مواكبة ومساندة التنمية الاقتصادية للبلاد، فالمقصود بوجه خاص في تلك الفترة هو التنمية الصناعية، بالإضافة الى تمكين عدد كبير من السكان الحصول على الطاقة الكهربائية (الإنارة الريفية) وهو مشروع يندرج في مخطط التنمية الذي أعدته السلطات العمومية، هنا فقد أوكل لمؤسسة سونلغاز مجموعة من المهام المنوط بها تحقيقها في اطار هذا المخطط:

- احتكار استغلال الغاز والكهرباء من انتاج، نقل وتوزيع.
- نقل الغاز الطبيعي لمختلف المناطق في التراب الوطني في قنوات خاصة.
- توزيع الغاز والكهرباء للاستعمال المنزلي والصناعي عبر كافة الوطن.

(1) المرسوم رقم 69-59، (1969): المؤرخ في 26 جويلية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 63، 01 أوت 1969، المتعلق بإنشاء المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز.

2- اعادة هيكلة الشركة وشكلها القانوني

بعد أن تم تغيير اسم الشركة بعد الاستقلال الى سونلغاز الشركة الوطنية للكهرباء والغاز ونظرا لتعاظم دورها في الاقتصاد والتنمية وتطوير البلاد وكذا تزويدها بالطاقة اللازمة، لاحت في الأفق ضرورة تصحيح شكل الشركة سواء من حيث الهيكل أو الشكل القانوني.

أ- مراحل اعادة هيكلة الشركة

من أهم المراحل وهي واحدة من مجموعة من المراحل التغييرية والهيكلية التي مرت بها شركة سونلغاز منذ نشأتها كانت في سنة 1983، حيث عرفت اعادة هيكلة أولى والتي أدت الى تشكيل ست شركات فرعية مقسمة بين الأشغال والتصنيع والتي كان لها دورا كبيرا في تطوير الشركة وتجهيزاتها وكذا المساهمة في التنمية، وهي كالتالي⁽¹⁾:

- **كهريف (Kahrif):** وهو الفرع المسؤول عن الكهرباء وكل ما يتعلق بها أي الكهرباء.
- **كهركيب (Kahrakib):** ويختص بالهياكل والمنشآت الكهربائية الجديدة والمكاملة لاستثمارات الشركة.
- **التركيب (Etterkib):** وهو ما يعرف بفرع التركيب الصناعي.
- **كاناغاز (Kanaghaz):** فرع انجاز مشاريع وشبكات نقل الغاز الى كافة أنحاء الوطن.
- **اينيرجا (Inerga):** وهو الفرع المتخصص في الهندسة المدنية لكل مشاريع الشركة.
- **CEEG:** فرع صناعة كل ما يتعلق باستهلاك الكهرباء والغاز في الوطن من خلال العدادات وأجهزة القياس والمراقبة.

أما في سنة 1998 فتعتبر مرحلة هيكلية مكاملة بالنظر الى أنها عرفت ظهور ما يقارب الأربع فروع جديدة نتيجة لظروف المنافسة السائدة في ذلك الوقت، هي فروع يمكن اعتبارها ملحقة وتتمركز حول نشاط المؤسسة القاعدي، وكانت كالاتي:

- فرع الصيانة والمكلف بصيانة التجهيزات الصناعية الخاصة بكل احتياجات الشركة (MEI).
- فرع التوصيل والمكلف بتوصيل المحولات Transfo وهو بدوره مقسم الى ثلاثة فروع جهوية شرق، وسط وغرب.
- فرع الطباعة والمكلف بكل أشغال الطباعة SAT Info.

⁽¹⁾ www.sonelgaz.dz Consulté le: 22/11/2014.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

- فرع مكلف بأشغال الصيانة وخدمات العربات MPV وهو مقسم الى أربع فروع في المدن الكبرى الجزائر، وهران وقسنطينة وورقلة.

ب- مراحل تغيير الشكل القانوني لسونلغاز

لقد عمدت الدولة ونظرا لظروف تلك المرحلة وفي سنة 1991 الى تعديل أو بالأحرى تغيير الشكل القانوني للشركة الى مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري⁽¹⁾. أما في سنة 1995 وفي طريق ترسيم هذا التوجه تم التأكيد على الطبيعة القانونية للشركة وشكلها العمومي ذو الطبيعة التجارية والصناعية، وكذا جعلها تحت وصاية وزارة الطاقة والمناجم مع تمتعها بشخصية معنوية وكذا استقلالية مالية، هذا بالإضافة الى طابعها الاقتصادي ما يجعلها تؤدي المهام المنوطة بها وتلعب دورها كمحرك لتطوير الاقتصاد الوطني والتنمية الاقتصادية⁽²⁾.

أما في سنة 2002 فكان تغيير مهم في مسار الشركة القانوني وذلك بتحويل سونلغاز من مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري الى شركة مساهمة تحوز الدولة على رأسمالها، حيث قدر أنداك ب 150 مليار دينار جزائري مقسمة على 150000 سهم تكتتبها وتحررها الدولة فقط⁽³⁾.

في عام 2004، أصبحت سونلغاز شركة قابضة حيث أن المسؤول عن جزء من أعمال الفروع التابعة للشركة هي شركات اقيمت لتنفيذ هذه الأنشطة:

- الشركة الجزائرية لإنتاج الكهرباء.
- الشركة الجزائرية لتسيير نظام نقل لإدارة للكهرباء.
- الشركة الجزائرية لإدارة نظام نقل الغاز.

أما في سنة 2011 فقد قام المجلس الوزاري بتأكيد ومراجعة الشكل القانوني لسونلغاز وهذا في الجريدة الرسمية ل 8 جوان من هذه السنة، بالتالي تم الموافقة عليه وهذا بشأن نقل الكهرباء والغاز عبر الأنابيب والقنوات.

(1) المرسوم التنفيذي رقم 91-475، (1991): المؤرخ في 14 ديسمبر، المتعلق بتحويل الصفة القانونية لسونلغاز من شركة قانونية الى شركة ذات طابع صناعي وتجاري.

(2) المرسوم التنفيذي رقم 95-280، (1995): المؤرخ في 17 سبتمبر، المتعلق بتحويل شركة سونلغاز من شركة خدماتية الى شركة ذات طابع تجاري.

(3) المرسوم التنفيذي رقم 195-02، (2002): المؤرخ في 01 ماي، المتضمن القانون الأساسي لشركة سونلغاز كشركة ذات أسهم.

الفرع الثاني: أهمية انشاء الشركة وأهدافها

1- تقديم الشركة وأهدافها

بعد أن قمنا بالتعرف على مراحل انشاء الشركة أي لمحة تاريخية عن ظهورها والظروف التي كانت تحيط بها آنذاك، سنقوم في هذا العنصر بتقديم عام لشركة سونلغاز وكذا أهداف انشاءها.

أ- تقديم المؤسسة

تعتبر سونلغاز المتعامل التاريخي في مجال امداد الطاقة في الجزائر من خلال انتاج ونقل الكهرباء والغاز في التراب الوطني، هذا ويمكن أن يمتد نشاطها الى حد نشاطات أخرى والتي يمكن أن تكون لها علاقة بنشاطها داخل الوطن أو خارجه، بموجب مجموعة من المراحل التي مرت بها الشركة فقد أصبحت اليوم مجمعا صناعيا يتألف من أكثر من 39 فرع تابع لها وكذلك أكثر من 74000 عامل.

هنا يمكننا القول أن سونلغاز قامت دائما بلعب دور مهم جدا وراجح في التنمية الاقتصادية والاجتماعية للبلاد وهذا من خلال نجاحها في هذا المجال وتوصلها الى امداد الوطن الى ما يقارب 98% في الكهرباء وكذلك الى ما يقارب 58% في الغاز الطبيعي⁽¹⁾.

نظرا لأن سونلغاز فاعل رئيسي في الاقتصاد الوطني فهي تسعى دائما الى تطوير فروعها وزيادة حجم نشاطها وكذا نموها، فهو ما فعلته على مدار سنوات طوال وبالأخص السنوات الأخيرة حيث كان أكبر برنامج استثماري هو برنامج 2005-2010 من أجل رفع قدرتها الانتاجية وتكثيف شبكاتنا الناقلة للكهرباء والغاز على حد سواء، كذلك رفع جودة خدماتها الموجهة لزيائنها.

وأخيرا وفي سبيل تقديمنا للشركة ورغم كونها عمومية فيمكن اعتبارها أحد أكبر الشركات الناشطة في مجال الأعمال والاقتصاد الوطني ان لم نقل أحد أهمها في حوض البحر الأبيض المتوسط.

ب- أهداف شركة سونلغاز

سواء مع انشاء شركة سونلغاز أو مع تطور نشاطها واتساع حجم نموها فقد صاحبها دائما مجموعة من الأهداف التي كانت تسعى لتحقيقها للمصلحة العامة أو الخاصة ومن بين أهم الاهداف يمكننا ان نذكر ما يلي:

- انتاج الكهرباء في داخل الوطن أو في الخارج وكذلك نقلها وتوزيعها وتسويقها.
- نقل الغاز بكافة السبل الممكنة من أجل الوصول الى تلبية حاجات السوق الوطنية.
- توزيع الغاز عبر القنوات في الجزائر وخارجها وكذلك تسويقه بالصورة الحسنة.

⁽¹⁾ www.sonelgaz.dz Consulté le: 23/11/2014.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

- تقديم كل الخدمات الطاقوية الممكنة للزبائن بكل أنواعها والعمل على تطويرها الدائم.
- البحث ودراسة كل مصدر طاقي متاح والعمل على تطويره وترقيته.
- تطوير كل نشاط له علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالطاقة الكهربائية أو الغازية والذي يمكن أن يفيد الشركة، بصفة عامة العمل في كل مجال له علاقة بالطاقة واكتشافها وتطويرها.
- البحث عن علاقات عمل شراكة في الوطن أو خارجه مع الشركات التابعة للنشاط.

2- أهمية وخصائص شركة الكهرباء والغاز سونلغاز

تعتبر شركة سونلغاز من أهم المؤسسات في الجزائر وهذا نظرا للمجال الذي تنتمي اليه وتعمل فيه حيث يكتسي أهمية بالغة في أي اقتصاد كان، فنشاط سونلغاز يمتد الى كافة التراب الوطني ويشمل أغلب السكان ويمكن أن نذكر النقاط الآتية:

• أحد أهم المؤسسات الوطنية والقارية

تعتبر سونلغاز من بين أهم المؤسسات على المستوى الوطني والقاري بالنظر الى حساسية ميدان النشاط وكذا تغطيتها لكامل التراب الوطني وأغلبية المواطنين بالإضافة الى أهمية رقم الأعمال الذي تحققه في كل عام والذي جعلها في المراتب الأولى وطنيا خلف سوناطراك، أما افريقيا فهي من الأعضاء المؤسسين للجنة المغاربية للكهرباء، اضافة الى اتحاد منتجي وناقلي الطاقة بإفريقيا وكذلك عربيا فهي تعتبر من الأعضاء العرب في اتحاد منتجي وناقلي وموزعي الطاقة الكهربائية.

• اتساع دائرة التغطية

تعتبر نقطة هامة جدا سواء بالنسبة لإنجازات الشركة أو بالنسبة للاقتصاد الوطني فخدمات سونلغاز تصل الى نسبة كبيرة من السكان والمساحة، فعدد زبائن سونلغاز يبلغ أرقام عالية حيث يبلغ حوالي 8 ملايين زبون بالنسبة للكهرباء ما جعل سونلغاز تصل الى نسبة 98% في تغطيتها لاستهلاك الكهرباء، أما فيما يخص الغاز فقد بلغ عدد زبائنها الى ما يفوق 4 ملايين زبون ما سمح لها بالوصول الى نسبة تغطية بلغت 58% وهي أرقام مهمة في سبيل تطوير هذا المجال وكذا التنمية الاقتصادية.

• أهمية التحول الى مجمع

كانت شركة سونلغاز تحتكر انتاج، نقل وتوزيع وكذا استيراد وتصدير الطاقة الكهربائية هذا بالإضافة الى الغاز الطبيعي في الجزائر نتيجة منحها كل الصلاحيات القانونية للقيام بذلك، فرغم استمرارها في ذلك نسبيا الى أنها ونتيجة التحول الى مجمع متكون من عدة مؤسسات مستقلة عن بعضها سيتمنحها صفة

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

الخصوصية على المدى البعيد وذلك على مستوى هذه الفروع، مما يفتح احتمالات المنافسة وانشاء سوق داخلية للطاقة.

• التوجه نحو اللامركزية

- ان مجموعة التغيرات المختلفة التي عرفتھا سونلغاز منذ الاستقلال الى غاية يومنا هذا وذلك سواء على مستوى النشاط أو قانونيا، خصوصا تحولها الى شركة ذات أسهم والذي أصبحت بموجبه مجمعا كبيرا، أدى بإدارة المجمع الى البحث عن السبل التي تسمح لها بتحقيق الفعالية والمردودية اللازمة لاستثماراتها:
- التوجه نحو الزبون والاهتمام أكثر بهم من خلال برامج خاصة ودراسة السوق ومعدلات الرضا.
 - العمل أكثر بالتكنولوجيات الحديثة لمواجهة الطلب المتزايد من الكهرباء والغاز.
 - الاهتمام أكثر بالعمال واعطائهم الأولوية في جميع البرامج، وكذلك الاهتمام بالتسيير الجيد للمجمع وتخفيض التكاليف.
 - العمل على مواكبة برامج الدولة والاقتصاد ككل من أجل المساهمة في عملية التنمية الوطنية.

المطلب الثاني: تنظيم مجمع سونلغاز

نظرا للتطور والتغير الكبير الذي عرفه مجمع سونلغاز خلال العشرية الأخيرة وذلك في جميع المجالات فان الادارة عملت على وضع هيكل تنظيمي مرن يتماشى مع المتغيرات المستمرة للمحيط، فدائما ما كان يخضع للتعديل اللازم إذا اقتضت الحاجة، حيث سنقوم بتقسيم هذا المطلب الى الجمعية العامة ومجلس الادارة، والرئيس المدير العام والمديريات التنفيذية.

الفرع الأول: الهيئات المسيرة للشركة

يشرف على تسيير مجمع سونلغاز كل من مجلس الادارة والجمعية العامة والرئيس المدير العام، فسوف نقوم أولا بذكر الهيئات المسيرة على شكل جمعية والتي تتكون من مجموعة من الأعضاء.

1- الجمعية العامة

تعتبر الجمعية العامة في الشركة الوطنية للكهرباء والغاز سونلغاز أعلى هرم في تسيير الشركة بالإضافة الى مجلس الادارة وهذا ما يخوله لها الصلاحيات الممنوحة وكذا قيمة الممثلين المنتمين اليها.

أ- ممثلي الجمعية العامة

يعين أعضاء الجمعيات العامة العادية والاستثنائية للمؤسسات العمومية الاقتصادية والذين هم صناديق المساهمة إذا كانت الدولة هي المساهم الوحيد وهذا في أغلب الأحيان.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

في سونلغاز تتكون الجمعية العامة من مجموعة من ممثلي الدولة وهذا باعتبارها المساهم الوحيد وهذا في المادة 9 من القانون الأساسي الخاص بها وسوف نذكرهم كما يأتي⁽¹⁾:

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

ويترأس اجتماع الجمعية العامة الخاصة بالشركة الوزير المكلف بالطاقة، كما أنه يحضر الرئيس المدير العام لسونلغاز أشغال هذه الجمعية، كما يتم اعتبار شركة سونلغاز أمانة الجمعية.

ب- صلاحيات الجمعية العامة

أما المسؤوليات الخاصة والتي يخول للجمعية العامة البحث فيها ودراستها خلال الاجتماعات العادية أو الخاصة، فقد جاءت في الجزء الثاني من نفس المادة للقانون الأساسي للشركة كالتالي:

- البرامج العامة للنشاطات المختلفة للمجمع.
- تعيين مناصب محافظي الحسابات.
- كل تقارير محافظي الحسابات.
- حصيلة الشركة وحسابات النتائج المحققة.
- تخصيص الأرباح.
- فتح رأسمال الشركة وزيادته أو تخفيضه.
- تغيير المقر الخاص بشركة سونلغاز.
- إنشاء الشركات الفرعية أو الخاصة وأخذ المساهمات في الجزائر وفي الخارج.
- اقتراحات تعديل القانون الأساسي.

أما فيما يخص اجتماعات الجمعية فقد ورد في الجزء الثالث لنفس المادة أنها تجتمع مرة واحدة على الأقل كل سنة في دورة عادية ودورة غير عادية كلما اقتضى الأمر، وهذا من صلاحيات الرئيس أو بمبادرة

(1) المرسوم رقم 02-195، (2002): المؤرخ في 01 جوان، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 39، الصادرة في 2 جوان 2002، يتضمن القانون الاساسي للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز المسماة "سونلغاز ش.ذ.أ".

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

أو طلب من اثنين من أعضائها على الأقل أو من محافظي الحسابات أو الرئيس المدير العام. ويحدد جدول أعمال الجمعية العادية من قبل رئيسها.

2- مجلس الإدارة

تأتي في المرتبة الثانية بعد الجمعية العامة من حيث صنع القرار وإدارة الشركة وفي الغالب تتكون من سبعة (7) أعضاء كحد أدنى واثنى عشر (12) عضوا كحد أقصى، من بينهم ممثلان (2) بقوة القانون (منتخبين من طرف العمال) خمسة ممثلين كحد أدنى وعشرة كحد أقصى تعينهم أو تجدد وظائفهم الجمعية العامة.

أ - أعضاء مجلس الإدارة

حسب المادة 10 من القانون الأساسي لشركة سونلغاز، يتكون مجلس الإدارة من مجموعة أعضاء والذين هم⁽¹⁾:

- ممثل عن الوزارة المكلفة بالطاقة.
 - ممثل عن الوزارة المكلفة بالمالية.
 - ممثل عن الوزارة المكلفة بالتجارة.
 - ممثل عن الوزارة المكلفة بمساهمات الدولة.
 - ممثل عن الوزارة المكلفة بالجماعات المحلية.
 - ممثل عن الوزارة المكلفة بالبيئة.
- أما الأعضاء الممثلين لسونلغاز كشركة مساهمة فهم:
- ممثلين اثنين (2) عن العمال.
 - المدير العام الرئيس لشركة سونلغاز.
 - الرئيس المدير العام لفرع نقل الكهرباء التابع للشركة.
 - الرئيس المدير العام لفرع نقل الغاز التابع للشركة.
 - رئيس مدير عام لأحد فروع الإنتاج التابعة لسونلغاز.
 - رئيس مدير عام لأحد فروع التوزيع التابعة لشركة سونلغاز.
- ويتأثر مجلس الإدارة الرئيس المدير العام لشركة سونلغاز، ويتم تعيين هؤلاء الأعضاء من طرف الوزير المكلف بالطاقة، كما تدوم مدة عضويتهم أربع سنوات.

(1) المرسوم رقم 02-195، مصدر سبق ذكره.

ب- مهام وصلاحيات مجلس الإدارة

فيما يخص صلاحيات ومهام المجلس فقد حددت في الجزء الرابع من المادة التاسعة والخاصة بالقانون الأساسي للشركة، حيث يدرس المجلس ويوافق على وجه الخصوص على ما يلي:

- الميزانية العامة لشركة سونلغاز والميزانيات المختلفة.
- مشاريع مختلف البرامج العامة للنشاطات.
- مشاريع حصيلة وحسابات النتائج المحققة.
- مشاريع عقود الشراكة الوطنية والأجنبية.
- المساهمات المصرفية والمالية.
- مشاريع إنشاء الشركات والمساهمة في رأسمال الشركة في الجزائر وفي الخارج.
- مشاريع فتح رأس المال.
- نظام أجور الإطارات القيادية.
- التنظيم العام للمؤسسة واتفاقيتها الجماعية ونظامها الداخلي.

وأخيرا فانه يبقى هناك ارتباط بين هرمي القيادة في سونلغاز في مختلف النشاطات والقرارات، فالمشاريع التي تعد للموافقة النهائية عليها من اختصاص الجمعية العامة يتم تبليغها إلى هذه الأخيرة من طرف مجلس الإدارة بعد الموافقة عليها ودراستها، كما يبلغ هذا الأخير إلى الجمعية العامة تقريرا عن التسيير مرة في السنة، بالإضافة إلى ذلك يسهر مجلس الإدارة على أن تمارس شركة سونلغاز الأنشطة التي تساهم في تحقيق هدفها في إطار الاحترام الصارم للقوانين والتنظيمات المعمول بها.

الفرع الثاني: رئاسة سونلغاز ومديريات الشركة

يعتبر الرئيس المدير العام في قمة هرم القيادة في سونلغاز بعد الجمعية العامة ومجلس الإدارة، حيث يعمل في نطاق رئاسة كاملة لهذا المجمع تضم العديد من الأجهزة التي تسهر على تسيير شؤون الشركة، إضافة إلى عدة مديريات فرعية تنفيذية.

1- الرئيس المدير العام ورئاسة سونلغاز

أ- الرئيس المدير العام

يتم تعيين الرئيس المدير العام لشركة سونلغاز بموجب مرسوم رئاسي وبناء على اقتراح الوزير المكلف بالطاقة، حيث يخول له مجلس الإدارة سلطات واسعة ليتولى سير شركة الكهرباء والغاز "سونلغاز" وتسييرها وإدارتها، كما يمكن له أن يفوض على مسؤوليته نواب أو مساعدين يقومون بكل أو جزء من صلاحياته،

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

بالإضافة الى أنه يعد مسؤولاً عن السير العام للشركة ويمثلها في كل أعمال الحياة المدنية ويمارس السلطة السلمية على مستخدمي الشركة⁽¹⁾.

ب- رئاسة سونلغاز

تنتمي رئاسة مجمع سونلغاز الى هرم القيادة والتسيير في مجمع سونلغاز بجانب الرئيس المدير العام وكذا الجمعية العامة ومجلس الادارة، فهي تقوم وتحرص على الأمور والشؤون الادارية والتنظيمية للمجمع وذلك من خلال الأجهزة المزودة بها والتي تتألف من:

- اللجنة التنفيذية والتي تتكلف بتنفيذ الخطط والسياسات الخاصة بمجمع سونلغاز.
- لجنة التنسيق والخاصة بتنسيق مختلف العمليات والعلاقات في المجمع والتي تربط بين كل الفاعلين داخل وخارج شركة سونلغاز.
- اللجان المتخصصة وعددها ثمانية وهي مكلفة بالتشاور وذلك من أجل اتخاذ القرارات اللازمة والخاصة بالمجمع.

2- مديريات شركة سونلغاز

بما أن شركة سونلغاز تعتبر مجمعا تجاريا وصناعيا فإنها تعتمد على هيكل تنظيمي متشعب ومتفرع لذا فهي تمتلك مديرية عامة وكذا مديريات فرعية وتنفيذية مسؤولة عن تأدية الوظائف المختلفة للشركة الأم.

أ- المديرية العامة

وهي المديرية الأكبر التابعة للشركة الأم لمجمع سونلغاز ومقرها الاجتماعي هو الجزائر العاصمة فهي المسؤولة عن نشاط مختلف المديريات الفرعية، والتي يتم على مستواها تنفيذ الاستراتيجية الصناعية والمالية التي وضعت من طرف هرم السلطة في المجمع أي مجلس الادارة والجمعية العامة.

ب- المديريات التنفيذية

وهي مديريات فرعية تابعة للشركة الأم لسونلغاز وهي مسؤولة بجانب المديرية العامة على القيام بما يعرف بوظائف المجمع المختلفة كل مديرية حسب ما يخصها من مهام، فهي تخضع للتوجيه من طرف الهيئات والأجهزة الاجتماعية للمجمع.

تؤدي كل من المديرية العامة والمديريات التنفيذية للشركة الأم سونلغاز مجموعة من الوظائف وهي

كالآتي:

- وظائف خاصة بالتنمية والاستراتيجية وكذا منظومات الإعلام.

⁽¹⁾ المرسوم رقم 02-195، مصدر سبق ذكره.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

- الدراسات الهندسية ووظائف المالية والمحاسبة في المجمع.
- الموارد البشرية والجانب القانوني والعلاقات الدولية، إضافة الى وظيفة المعاينة التقنية والتسيير.

المطلب الثالث: فروع شركة سونلغاز ووظائفها

يضم مجمع سونلغاز 39 شركة فرعية تم انشائها على مدار سنوات تطور هيكله المجمع القانونية والتنظيمية، حيث تقوم بمجموعة من الوظائف وتنفذ الاستراتيجيات المحددة وفقا استقلالية ممنوحة كل حسب مهامه.

الفرع الأول: الفروع المهنية

تضم فروع إنتاج، نقل وتوزيع الكهرباء وكذا نقل وتوزيع الغاز في مختلف أنحاء الوطن وهي⁽¹⁾:

• سونلغاز انتاج الكهرباء، (SPE) (Sonelgaz Production Electricité)

تتلخص وظائفها في إنتاج الطاقة الكهربائية انطلاقا من مصادر حرارية ومائية مع مراعاة متطلبات الجاهزية والموثوقية والسلامة والحفاظ على البيئة، مكلفة كذلك بتسويق الكهرباء المنتجة انطلاقا من سنة 2004، تتألف من أربع شعب ذات أنماط ومستويات مختلفة من حيث القوة، كما تستخدم هذه الشركة ما يقارب 4000 عونا.

• مسير شبكة نقل الكهرباء، (GRTE) (Gestionnaire du Réseau de Transport de l'Electricité)

شركة مساهمة مهمتها استغلال، صيانة وتطوير شبكة نقل الطاقة الكهربائية في أنسب الظروف التي تكفل نوعية الخدمة وبأقل تكلفة، تشغل الشركة ما يفوق 1900 عونا.

• مشغل المنظومة الكهربائية، (OS) (Opérateur Système Electriques)

تتكفل هذه الشركة بتسيير وتنسيق منظومة الإنتاج والنقل للكهرباء قصد تأمين التوازن الدائم بين إنتاج الكهرباء واستهلاكها، حيث منذ نشأتها في 2006 تعتمد على مركز وطني لإدارة الشبكة المترابطة من أجل تسيير منظومة إنتاج الكهرباء ونقلها وضمان تنسيقها وسلامتها على المستوى الوطني، كما تتم إدارة الشبكة المترابطة بالاشتراك مع المراكز الجهوية للإدارة التابعة لمسير شبكة نقل الكهرباء. كما يتكفل أيضا بوضع التقديرات من حيث الطلب على الكهرباء في السوق الوطنية وبرمجة حظيرة الإنتاج وتسيير شؤون المبادلات الدولية للكهرباء، حيث يوظف متعامل المنظومة الكهربائية 71 عونا.

⁽¹⁾ www.sonelgaz.dz Consulté le: 11/11/2014.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

- شركة الكهرباء والطاقات المتجددة، (Société d'Electricité et de l'Energie Renouvelable) (SKTM)
يعتبر من الفروع المهنية الجديدة النشأة بالنظر الى أن وظيفته تتمثل في البحث والتطوير في كل ما يتعلق بالطاقة الكهربائية ومصادر الطاقات المتجددة، هذا من أجل تميمتها واستحداث بدائل طاغوية دائمة ومتجددة.
- مسير شبكة نقل الغاز، (Gestionnaire du Réseau de Transport de Gaz) (GRTG)
تتمثل مهمتها في نقل المادة الطاقوية عبر القنوات وتطوير الشبكة لضمان الحصول على قدرة مناسبة في مجال القدر المنقول والاحتياطي من الطاقة قصد احتواء الطلب.
- سونلغاز توزيع الجزائر، (Sonelgaz Distribution Alger) (SDA)
تغطي نواحي الجزائر العاصمة، بومرداس وتيبازة وتتمثل مهمة هذه الشركة في الاستغلال والتسويق والتطوير والصيانة لشبكة توزيع الكهرباء والغاز بحيث يتسنى ربط الزبائن والمنتجين الراغبين في ذلك، مع الأخذ بعين الاعتبار احترام النظم التقنية والصحية والأمنية وحماية البيئة.
- سونلغاز توزيع الوسط، (Sonelgaz Distribution Centre) (SDC)
تتكفل كسابقها بكل ما يتعلق بتوزيع الكهرباء والغاز، تغطي التوزيع في الوسط وتشمل مناطق البويرة، المدية، تيزي وزو، الجلفة، ورقلة، بسكرة، الأغواط، غرداية، إليزي وتمنراست.
- سونلغاز توزيع الغرب، (Sonelgaz Distribution Ouest) (SDO)
كغيرها من فروع التوزيع في شركة سونلغاز فهي شركة مساهمة متفرعة منذ 2006 تتكفل بالتوزيع، فتغطي هذه الشركة عمليا جميع أنحاء الغرب الجزائري.
- سونلغاز توزيع الشرق، (Sonelgaz Distribution Est) (SDE)
تعتبر أيضا شركة مساهمة تهتم بعملية التوزيع للكهرباء والغاز ويغطي نشاطها كافة مناطق الشرق الجزائري.

الفرع الثاني: الفروع المحيطة

- مركز البحث والتنمية في الكهرباء، Centre de Recherche et de Développement de l'Electricité et du Gaz (CREDEG)
- المصرف الجزائري للمعدات الكهربائية والغازية، Comptoir Algérien des Matérielles Electriques et Gaz (CAMEG)
- معهد التكوين في مجال الكهرباء والغاز، Institut de Formation en Electricité et Gaz (IFEG)

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

- فندق نزر الغارسين، (HMP) Hôtel le Mas des Planteurs
- الشركة الجزائرية لتقنيات الإعلام، (SAT.INFO) Société Algérienne des Techniques d'Information
- شركة خدمات المحولات الكهربائية، (SKMK) Sharikat Khadamet Mouhaouilet Kahrabaia
- شركة أعمال الصيانة للتجهيزات الصناعية، (MEI) Maintenance des Equipements industriels
- شركة الوقاية والعمل بأمان، (SPAS) Société de Prévention et d'Action en Sécurité
- سونلغاز طب العمل، (SMT) Sonelgaz Médecine du Travaux
- شركة النقل والصيانة الاستثنائيتين للتجهيزات الصناعية والكهربائية، (TRANSMEX) Transport et Manutention Exceptionnels des Equipements Industriels et Electriques
- شركة الممتلكات العقارية للصناعات الكهربائية والغازية، (SOPIEG) société du patrimoine immobilier des industries électriques et gazières
- الجزائر للمعلومات التكنولوجية، (ELIT) EL Djazair Information technology
- المؤسسة الوطنية لأجهزة القياس والمراقبة، (AMC) L'Entreprise Nationale des Appareils de Mesure et de Contrôle
- صيانة وخدمات السيارات، (MPV) Maintenance Prestations véhicules
- شركة روبية لمعدات الإضاءة، (Rouïba Eclairage S.p.a) Rouïba Eclairage S.p.a
- شركة الأعمال الاجتماعية والثقافية لعمال الصناعية الكهربائية والغازية (FOSC) Le Fonds des Œuvres Sociales et Culturelles des Travailleurs des Industries Electriques et Gazières

الفرع الثالث: فروع الأشغال

وهي الفروع التابعة للشركة الأم وتضم شركات التجهيز وإنشاء المنشآت الطاقوية وهي تضم 6 فروع وهي كالآتي⁽¹⁾:

- مؤسسة الأشغال والتركيبات الكهربائية كهركيب (Société de travaux et montage) (Electrique)
هي شركة مساهمة وفرع من فروع سونلغاز، تتمثل مهمتها في إنجاز المنشآت الكهربائية عالية التردد إنجازا كاملا مثل الخطوط الناقلة للطاقة الجوية منها والجوفية، كذلك المراكز التحويلية للطاقة الكهربائية.
- شركة الأشغال الكهربائية كهريف (La Société de Travaux d'Electrification)
شركة مساهمة وفرع من سونلغاز، مهمتها هي الدراسات وإنجاز المنشآت الطاقوية، الخطوط والمراكز التحويلية باختلاف القوى، والشبكات الجوفية الناقلة للكهرباء والغاز والألياف البصرية والمياه.

⁽¹⁾ www.sonelgaz.dz Consulté le 15/12/2014.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

- شركة انجاز القنوات كاناغاز (Société de Réalisation de Canalisations)
هي شركة مساهمة وفرع من فروع سونلغاز، مهمتها دراسة وإنجاز قنوات نقل الغاز وتوزيعه كما تتولى إنجاز المنشآت التابعة ذات الصلة بالقنوات مثل محطات الضغط والضخ، ومراكز التقسيم والتسليم.
- شركة هياكل الطاقة الكهربائية والغازية (La compagnie de l'Énergie de l'Électricité et du Gaz)
وهي فرع من سونلغاز مسؤول عن فتح وإنجاز مشاريع البنية التحتية للطاقة وهذا بأفضل الشروط الفنية والتكاليف وكذا الجودة والمهلة الزمنية للإنجاز.
- مؤسسة انجاز المنشآت الأساسية انرجا (Société de réalisation des infrastructures)
شركة مساهمة متفرعة عن سونلغاز منذ 2006، مهمتها دراسة وإنجاز المنشآت ذات الصيغة الطاقوية والصناعية والعقارية.
- شركة التركيب الصناعي التركيب (Société de Montage Industriel)
هي شركة مساهمة متفرعة عن سونلغاز، تتولى مهمة تركيب المنشآت وصيانتها وتتواجد بصورة عملية في جميع القطاعات الاقتصادية الطاقوية والبتروكيميا، الزراعة الغذائية، الحديد والصلب والمنسوجات.

المبحث الثاني: سوق السندات في الجزائر وقرض سونلغاز السندي

لقد فرضت رغبة الجزائر في التحول الى اقتصاد السوق ضرورة انشاء سوق للأوراق المالية من أجل احداث تغييرات على نظام تمويل الاقتصاد والتحول من تمويل بنكي وجباية بترولية الى نظام تمويل يعتمد على السوق المالي من أجل الاندماج في الاقتصاد العالمي، هذا في إطار الإصلاحات الاقتصادية التي انتهجتها الجزائر في ذلك الحين فظهرت الى الوجود بورصة الجزائر بشكل رسمي سنة 1998.

المطلب الأول: الإطار العام لبورصة الجزائر

الفرع الأول: نشأة بورصة الجزائر وتطورها

تعتبر بورصة الجزائر حديثة النشأة بالمقارنة مع البورصات العالمية المختلفة والتي كان ظهورها نتيجة ضرورة حتمية وكذا املاءات ظرفية، لذا فإننا سنتطرق الى نشأتها ومراحل تطورها وكذا بالتعريف بمختلف هيكلها التنظيمية والقانونية والتي تسيّر نشاطها وتقوم بمراقبة مختلف العمليات فيها.

1- ظروف نشأة بورصة الجزائر

لقد كانت نشأة بورصة الجزائر في ظروف خاصة ونتيجة عدة أسباب وعوامل، فقد عرفت تلك الفترة صدور قوانين اقتصادية تدعم استقلالية المؤسسات العمومية وصناديق المساهمة وذلك في طريق انتقال الجزائر إلى اقتصاد السوق، هذا ما جعل رأسمال المؤسسات العمومية والذي يمثل حق الملكية مقسما إلى عدد من الأسهم توزع ما بين صناديق المساهمة، على هذا الأساس تحولت الشركات العامة الجزائرية إلى شركات ذات أسهم (SPA) والتي يحكم تسييرها القانون التجاري المكمل لقوانين عام 1988، حيث في ظل هذه الظروف برزت البورصة كأداة ووسيلة مهمة وضرورية للمساهمة في تمويل المؤسسات والاقتصاد ككل، فهي تعتبر وسيلة جديدة من وسائل تمويل الاقتصاد الجزائري وبذلك تدعم نظام التمويل بصفة عامة وهذا بالإضافة الى أهمية التمويل المصرفي.

في ظل هذه الظروف والتطورات التي طرأت على عدة قوانين تنظم قطاع الأعمال والاقتصاد في الجزائر والتحول لاقتصاد السوق، فمن غير المنطقي تصور نظام لشركات المساهمة دون إنشاء سوق مالية يتم فيها تبادل هذه الأسهم، هذا بالإضافة الى الدولة والجماعات المحلية والتي هي الأخرى يمكنها اللجوء إلى هذه الوسيلة من أجل تمويل احتياجاتها⁽¹⁾. وهكذا وفي إطار تبني الجزائر لهذه السياسة والإصلاحات الاقتصادية المختلفة التي بدأ تطبيقها سنة 1988، تم انشاء بورصة الجزائر في سنة 1990 وهو تاريخ ميلاد ما يعرف ببورصة القيم المنقولة في الجزائر على الورق.

(1) أحمد بوراس، (2008)، مصدر سبق ذكره، ص 135.

2- مراحل تطور بورصة الجزائر

منذ نشأة بورصة الجزائر أو بالأحرى فكرة سوق الأوراق المالية في سنة 1988 عرفت عدة تطورات وتغييرات من خلال مجموعة من المراسيم والتشريعات فابتداء من سنة 1990 تم اتخاذ قرار انشاء هيئة خاصة تعرف بالجمعية العامة لصناديق المساهمة وأعطى لها اسم "شركة القيم المتداولة" برأسمال 320 000 دج يديرها مجلس ادارة مكون من ثمانية أعضاء ممثلين للصناديق الثمانية.

في سنة 1991 كان التجهيز من أجل تشغيل البورصة من جانب مادي وذلك من خلال اصدار ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي وهي كالآتي⁽¹⁾:

- المرسوم التنفيذي رقم 91-169 والمتضمن كيفية تنظيم المعاملات الخاصة بالأوراق المالية وإلزام شركات المساهمة بإصدارها، كما حدد الشكل القانوني لبورصة الجزائر حيث اعتبرها شركة ذات أسهم.

- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 الذي حدد وشرح أنواع الأوراق المالية (10 أنواع مختلفة)، كما حدد شروط إصدارها وطرق تداولها وكيفية تحويلها.

- المرسوم التنفيذي رقم 69-171 والمتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة حيث حدد مهامها والتمثلة في تنظيم السوق، قبول المتعاملين، التدقيق في المعلومات المنشورة وكذا ممارسة الرقابة وغيرها من المهام، بالإضافة لكيفية تكوين البورصة وعقد اجتماعاتها واتخاذ القرارات فيها وكذا الصلاحيات التي أعطيت لها.

أما في سنة 1992 فقد تم في شهر فيفري اتخاذ قرار رفع رأسمال البورصة وبالتالي وصل الى 9320 000 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية خاصة ما يتعلق بالتسمية والموضع بصفتها بورصة للقيم وهنا أصبحت تسمى ببورصة القيم المنقولة.

في عام 1993 و1994 تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المنقولة في الجزائر من خلال مجموعة من المراسيم كالتالي⁽²⁾:

- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المعدل والمتمم للقانون التجاري، الذي بموجبه تخضع المؤسسات العمومية لقواعد القانون التجاري، بما في ذلك إمكانية إشهار إفلاسها إذا ما أخلت بالتزاماتها كما تضمن هذا المرسوم شرحا مفصلا للأحكام المتعلقة بشركات المساهمة.

(1) الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، (1991): العدد 26، الصادرة في 28 ماي.

(2) أحمد بوراس، (2008)، مصدر سبق ذكره، ص 138.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

- المرسوم التشريعي رقم 93-10 ويتعلق ببورصة القيم التي عرفت فيما بعد ببورصة الجزائر، وقد أقر هذا المرسوم إنشاء بورصة القيم المنقولة ومقرها العاصمة، كما اعتبرها المكان الوحيد الذي يتم فيه عقد الصفقات على الأسهم والسندات الصادرة من طرف الحكومة وشركات المساهمة، كذا انشاء لجنة تنظيم عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم.

- المرسوم التشريعي رقم 94-176 الذي حدد فئات الأشخاص المعنوية أو المؤسسات التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم البورصة كوسيط، هم البنوك وشركات التأمين إضافة إلى صناديق المساهمة التي عوضت في سبتمبر 1995 بالشركات القابضة.

بالرغم من كل هذه المراحل والاجراءات والمراسيم الا أن البورصة لم تشتغل فعليا وهذا راجع لعدة عراقيل وصعوبات ناجمة عن المحيط الاقتصادي، الاطار القانوني والوضع المالي الصعب للمؤسسات، هنا وفي سنة 1996 كانت مرحلة مهمة أين بدأت لجنة تنظيم ومراقبة البورصة عملها وكذا شركة القيم المنقولة سنة 1997 وهذا ما مهد ووفر الشروط والظروف اللازمة للافتتاح الرسمي سنة 1997، الا أن الانطلاق الفعلي لعمل البورصة بقي مؤجلا نتيجة تعثر بعض المؤسسات المنتظر دخولها وهذا ما تم فعلا في 13 سبتمبر 1999 أين فتحت بورصة الجزائر أبوابها رسميا.

الفرع الثاني: الهياكل التنظيمية والمتدخلون في بورصة الجزائر

ان انشاء مثل هذه الهيئات والهياكل في أي بورصة الهدف من وراءه هو ضمان السير الحسن لنشاطها وكذا تنظيمها لتمكين كل الأطراف من تأدية وظائفها وحماية كافة المستثمرين، الأمر الذي عملت عليه الجزائر من خلال انشاء ثلاث هيئات ذات وظائف مختلفة، بالإضافة الى تحديد الأطراف التي يمكن أن تدخل الى البورصة سواءا كوسطاء أو متعاملين.

1- الهياكل التنظيمية والرقابية لبورصة الجزائر

أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة

تم تأسيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) بموجب مرسوم تشريعي في 23 ماي 1993⁽¹⁾، فرغم تأسيسها في هذه السنة إلا أنه لم يتم تعيين أعضائها إلا في 27 ديسمبر 1995 ولم تبدأ في ممارسة نشاطها الا في سنة 1996.

تتمتع لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالاستقلالية التامة سواءا اداريا أو ماليا وهي مكونة من رئيس يعين لمدة أربع (4) سنوات وست أعضاء يعينون لنفس المدة وهم كالاتي:

(1) المرسوم التشريعي رقم 10/93، (1993): الصادر في 23 ماي، المتعلق ببورصة القيم المنقولة.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

- قاض يقترحه وزير العدل.
 - عضو يقترحه الوزير المكلف بالمالية.
 - أستاذ جامعي يقترحه وزير التعليم العالي.
 - عضو يقترحه محافظ بنك الجزائر.
 - عضو يمثل الأشخاص المعنويين المصدرين للقيم المنقولة.
 - عضو في مجال المحاسبة يقترح من قبل المصف الوطني للخبراء المحاسبين ومحافظي الحسابات⁽¹⁾.
- يخول للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة القيام بمجموعة من المهام التي تشمل الجانب التنظيمي والرقابي وحتى التأديبي ان وجب الأمر، سنذكر أهمها كما يلي:

• الوظيفة التنظيمية

تقوم هذه اللجنة وفقا للقانون 03-04 بتنظيم سير سوق القيم المنقولة من خلال مجموعة من الوظائف التي تقوم بها، ذلك انطلاقا من تحديد رؤوس الأموال المستثمرة وحماية المدخرات المستثمرة في القيم والمنتجات المالية وكذا الحرص على تقديم التقارير السنوية الى الحكومة، مروراً بشروط اعتماد الوسطاء في البورصة والقواعد المطبقة عليهم وكذا المهام المنوطة بهم ونطاق مسؤولياتهم، وصولاً الى تنظيم الشروط والقواعد التي تحكم العلاقة بين مؤتمن السندات والمستفيدين من خدماته وكذا كل ما يتعلق بالسندات من نظام التسوية، ادارة الحسابات وشروط التأهيل وادارة السندات.

• الوظيفة الرقابية

تكمن هذه الوظيفة في الرقابة على تطبيق واحترام الاجراءات القانونية من قبل الوسطاء المتدخلون في البورصة، كذا الشركات التي يجب عليها أن تقوم بالإعلام العلني للادخار للجمهور الواسع بإصدار مذكرة تعبر عن وضعيتها المالية وسير نشاطها وتؤشر عليها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

• الوظيفة التأديبية

تقوم لجنة فرعية مكونة من رئيس اللجنة الأم وأربعة أعضاء آخرين بوظيفتين، فمن الناحية التحكيمية تقوم بدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تفسير القوانين والأنظمة السارية على سير عمل البورصة وتتدخل في ما بين الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم، أو بين الوسطاء في عمليات البورصة والشركات المصدرة للقيم المنقولة وكذا بين الوسطاء في عمليات البورصة وعملاتهم.

(1) القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم رقم 93-10، (2003): الصادر بتاريخ 19 فيفري، المتعلق بتنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

أما من الناحية التأديبية فإن الغرفة مؤهلة لدراسة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من طرف الوسطاء في عمليات البورصة وكذا كل مخالفة للأحكام التشريعية والقانونية المطبقة عليهم، حيث يقوم بالوظيفة التأديبية والتحكيمية عضو مختص ينشأ على مستوى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، فهي تقوم بإصدار توبيخ أو انذارات وكذا حظر جزئي أو كلي للنشاط⁽¹⁾.

ب- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV) وهي شركة ذات أسهم تأسست في 05 ماي 1997 وهي مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة، يسيروها مجلس ادارة مكون من أعضاء مسيرين يرأسهم مدير عام وتعين من طرف الوزير المكلف بالمالية، كما يتضمن سوق المال في الجزائر حالياً سبعة وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، بنك التنمية المحلية BDL، بنك الجزائر الخارجي BEA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP-Banque، القرض الشعبي الجزائري CPA والبنك الخاص بي ان بي باريبا الجزائر BNP Paribas El dajazair⁽²⁾.

لقد أسست هذه الشركة لأجل ترقية التجارة في الأوراق المالية عن طريق تطوير السوق وذلك من خلال بعث الثقة في وسط الجمهور، بالتالي تعتبر هذه الشركة الإطار العام والمنظم لخدمة الوسطاء في عمليات البورصة، كما تمارس شركة بورصة القيم المنقولة مجموعة من المهام والوظائف ولكنها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة البورصة COSOB ونذكر أهمها:

- التنظيم العملي والمادي لإدخال القيم المنقولة في معاملات البورصة واجتماعاتها.
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة.
- تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة وكذا تسيير نظام للتفاوض في الأسعار وتحديداتها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة بالإضافة الى إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة تحت مراقبة اللجنة.

ت- المؤتمر المركزي للسندات

تأسس المؤتمر المركزي بموجب القانون 04/03 الصادر بتاريخ 17 فيفري 2003، يمارس وظائفه من طرف هيئة تؤسس في شكل شركة ذات أسهم ويتكون رأسمال المؤتمر المركزي والمقدر بخمسة وستون

(1) www.cosob.org Consulté le: 24/01/2015.

(2) www.sgbv.dz Consulté le: 04/03/2015.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

مليون (65 مليون دينار جزائري)، من مساهمات مؤسسيه وهم البنك الخارجي الجزائري، القرض الشعبي الوطني، البنك الوطني الجزائري، بنك الفلاحة والتنمية الريفية، مجمع صيدال، مؤسسة تسيير فندق الأوراسي، مؤسسة الرياض سطيف آنذاك، اضافة الى الخزينة العمومية وبنك الجزائر باعتبارهم مساهمين، كما يخضع أي طلب جديد للمساهمة في رأس المال الى موافقة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة. في سنة 2003 تم تحديد دور المؤتمن المركزي بموجب القانون 03-04، حيث يعنى المؤتمن المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية⁽¹⁾:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات (TCC) المتدخلين.
 - مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين.
 - إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المصدرة (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال).
 - الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقا للمعايير الدولية (ISIN الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية).
 - نشر مختلف المعلومات المتعلقة بسوق الأوراق المالية.
- يساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وآجال عمليات (التسوية/ التسليم) وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق..).

2- المتدخلون في بورصة الجزائر

أ- الوسطاء في عمليات البورصة

ينص المرسوم رقم 93-10 على أن الصفقات في البورصة تقوم على أساس الاحتكار المباح للأشخاص الطبيعيين والمعنويين المتمثلة في شركات المساهمة المخصصة لهذا الغرض، كما يمارس نشاط الوساطة في العمليات بعد اعتماد من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وذلك من طرف الشركات التجارية وكذا البنوك والمؤسسات المالية والتي انحصرت نشاط الوساطة في الجزائر بينها⁽²⁾، فابتداء من سنة 1998 أسست خمس شركات وساطة مكونة من مجموعة من البنوك الجزائرية المذكورة سابقا وكذا شركات التأمين (CAAT, CAAR, CCR). تقوم شركات الوساطة بالمهام التالية⁽³⁾:

- التفاوض لحساب الغير والحساب الشخصي وتقديم الاستشارات في مجال التوظيف.

⁽¹⁾ القانون 04-03 المعدل والمتمم للمرسوم رقم 93-10، مصدر سبق ذكره.

⁽²⁾ أحمد بوراس، (2002)، مصدر سبق ذكره، ص 144.

⁽³⁾ القانون 04-03 المعدل والمتمم للمرسوم رقم 93-10، مصدر سبق ذكره.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

- التسيير الفردي لمحفظه الأوراق المالية وكذا تسيير محفظة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- السهر على انجاح عمليات الاكتتاب في مختلف الأوراق المالية وكذا حفظها وإدارتها.

ب- المستثمرون في البورصة

لقد أتاح القانون لكل الأشخاص بصفة عامة استثمار أموالهم، حيث يوجد بشكل عام نوعان من المستثمرين في سوق القيم المنقولة وهما المستثمرون ذو الشخصية الطبيعية أي الأفراد الذين يستثمرون أموالهم إما بتكوين محافظ مالية شخصية مسيرة بشكل مباشر من قبل صاحبها أو مسيرة من طرف وسيط في عمليات البورصة بموجب توكيل، أو المستثمرون ذوي الشخصية المعنوية وهم على وجه الخصوص البنوك، شركات التأمين وهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة والتي تعتبر أهم المستثمرين في سوق القيم المنقولة والتي تأسست بموجب المرسوم رقم 96-10 والمؤرخ في 10/01/1996 والتي ميز المشرع الجزائري بين نوعين رئيسيين من هذه الهيئات هما:

- شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير

شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV)، هي شركة ذات أسهم هدفها هو تسيير محفظة الأوراق المالية، تدار هذه الشركة حسب أحكام القانون التجاري ولا يمكن لهذه الشركة أن تنشأ إلا إذا اعتمدت قوانينها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

- الصناديق المشتركة للتوظيف

يعرف الصندوق المشترك للتوظيف بأنه ملكية مشتركة لقيم منقولة، وتديرها مؤسسة تسيير لصالح حملة حصص الصندوق والتي هي مصدرة وتشتري بطلب من حملتها وذلك حسب القيمة التصفوية زائداً أو ناقصاً، تأخذ هذه الحصص الشكل الاسمي وهي ممثلة بشهادات اسمية تعطى من طرف المسير⁽¹⁾.

ت- المصدرون

تتمثل هذه الفئة في الأشخاص المعنويين الذين يقومون بعرض الأوراق المالية في السوق وذلك من خلال عمليات اللجوء العلني للادخار أو عمليات العرض العمومي للبيع، يتمثل هؤلاء المتدخلون خاصة في الدولة والجماعات المحلية والشركات ذات الأسهم بما فيها المؤسسات العمومية، البنوك التجارية العمومية إضافة إلى المؤسسات الخاصة، حيث سمح القانون الاستثمارات لهذه الأخيرة بإصدار أسهم في السوق شريطة أن تفتح رأسمالها للمساهمة الخاصة وذلك بعد تغيير طابعها القانوني.

(1) المرسوم التنفيذي رقم 96-474، (1996): المؤرخ في 28 ديسمبر، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 84، الصادر في 29 ديسمبر 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

المطلب الثاني: آلية العمل والادراج في البورصة

الفرع الأول: اجراءات وشروط الادراج في البورصة

لتنتمك المؤسسة من تسعير قيمها المنقولة في بورصة الجزائر لابد أن تستوفي مجموعة من الشروط وأن تكون هذه القيم موضوع قرار قبول من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وأن تتبع إجراءات معينة للدخول بهدف إدراج قيمها في السوق.

1- شروط وكيفية الادراج

أ- شروط الادراج

لقبول الأوراق المالية الخاصة بالشركة وقيدها في البورصة يجب أن تتوفر على مجموعة من الشروط العامة التي تتعلق بالشركة في حد ذاتها، اضافة الى شروط خاصة بالأوراق المالية:

• الشروط العامة

- تتمثل في مجموعة الشروط التي يجب توفرها في الشركة التي تريد ادراج أوراقها المالية كما يلي⁽¹⁾:
- أن تكون الشركة المصدرة شركة ذات أسهم وأن تنشر على الأقل 20% من رأسمالها على الجمهور.
- نشر الوضعية المالية لسنتين سابقتين وللسنة الجارية، كذا تقديم مذكرة إعلامية مصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، كما يجب أن تكون الشركة قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول.
- إعلام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في حالة التوقف أو التخلي عن بعض الأصول قبل الدخول إلى البورصة، أن تتولى الشركة عملية تحويل الأوراق المالية.
- تقديم تقرير لتقييم أصولها معد من طرف خبير محاسبي مستقل عن الشركة، مع تيرير وجود هيئة للمراقبة الداخلية للشركة.

• الشروط الخاصة بالأوراق المالية

- تتمثل في مجموعة الشروط الخاصة بالأوراق المالية أي تخص الأسهم وكذا السندات كما يلي:
- أن تكون القيم المنقولة مصدرة من طرف شركة ذات أسهم مع مراعاة تحرير كل الأسهم.
- أن توزع الأسهم على الأقل على 300 مساهم يوم الدخول.
- القيم التي تمس رأس المال لا يمكن قبولها في السوق السندي إلا إذا كانت أوراق رأس المال المتعلقة بها (الأسهم) مقبولة في البورصة.

⁽¹⁾ لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، (1995): حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، ص 22-23.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

- أن تعادل قيمة الإصدار السندي على الأقل مئة مليون دينار جزائري وأن توزع أوراق الاقتراض السندي على 100 مكتتب على الأقل يوم الدخول.
- لا تخضع أوراق القرض التي تصدرها الدولة لشروط حد أدنى لا بالنسبة لقيمة الإصدار ولا بالنسبة لعدد الحائزين والمساهمين.

ب- كيفية الادراج

من أجل قبول ادراج الشركة في بورصة الجزائر عليها أن تقوم ببعض الخطوات الواجبة والتي سوف نلخصها في النقاط التالية:

- اتخاذ القرار وهذا باقتراح من مجلس الادارة في الشركة والموافقة عليه من الجمعية العامة والمساهمين.
- التقييم الاقتصادي للمؤسسة والمطابقة مع متطلبات السوق من خلال الخبرة المحاسبية والمراجعة الداخلية.
- اختيار الهيئة الاستشارية لعملية التحضير للدخول الى البورصة والتي يجب أن تتكون من الوسيط، بنك الادخال من بين البنوك التجارية الجزائرية ومكتب خبرة محاسبية وكذا محافظ حسابات.
- التسليم الرسمي للملف لدى اللجنة المعنية والذي يتكون من طلب قبول مرفق بمجموعة من الوثائق القانونية والمالية والاقتصادية الخاصة بالشركة، كذا المذكرة الاعلامية للتأشير عليها من قبل لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، اضافة الى تقديم طلب القبول من طرف الوسيط الى اللجنة المذكورة.
- استلام تأشيرة قبول قيد الشركة في البورصة من قبل لجنة التنظيم والمراقبة وبالتالي القيام بإمضاء الاتفاقيات اللازمة بين كل من الشركة، الوسيط والبنوك وكذا أجهزة البورصة.
- انطلاق الحملة الإعلامية وذلك من خلال تحديد استراتيجية الإعلان بالوسائل المختلفة المرئية، المسموعة والمكتوبة لتقديم المعلومات حول (الشركة، الوسيط، عدد الأوراق المالية وطبيعتها، ابراز السعر المقرر ومختلف التوضيحات)، مع امكانية الالتقاء بالمستثمرين والتعريف بالمؤسسة من كل الجوانب وكذا الإجابة عن أسئلة المستثمرين.

2- اجراءات الدخول الى البورصة

من أجل الدخول الى بورصة الجزائر وعرض الأوراق المالية فيها يجيز القانون الخاص بها اجراءات معينة لهذه العملية وهي كالاتي:

أ- العرض العام للشراء

هي طريقة تسمح بالقيام بمراقبة شركة ما عن طريق شراء فئة معينة من الأوراق المالية تشتمل على حق التصويت بكيفية تسمح برفع مستوى المساهمة في رأسمال الشركة المعنية، حيث يهدف هذا العرض بالدرجة الأولى إلى تحقيق الأرباح والقيام بالمضاربة وإعادة تنظيم الشركة المساهمة بإدخال مساهمين جدد في رأسمالها، يتضمن مبدأين أساسيين يتمثل الأول في تطبيق قاعدة التناسب في اكتتاب السندات في حالة ما إذا كانت عملية العرض العمومي للشراء تتضمن نسبة من رأسمال الشركة المعنية، أما المبدأ الثاني فيتمثل في الشفافية إذ يتعين على صاحب المبادرة تحضير وتسليم كل المساهمين في الشركة بيان معلومات يحدد شروط العرض وكذا عدد ونسبة الأوراق المالية التي هي بحوزته.

ب- العرض العام للبيع

• الاجراء العادي

هو إجراء تقوم به شركة تسيير بورصة القيم عندما يكون رأسمال الشركة المصدرة موزعا بشكل مرضي بين الجمهور، حيث تسجل القيم في جدول التسعيرة مباشرة للتداول عليها ضمن شروط التسعيرة المطبقة في السوق، ذلك انطلاقا من سعر إدخال مصادق عليه من طرف شركة تسيير بورصة القيم، كما يجب أن يحدد الإعلان بأن الاجراء هو عادي بالإضافة الى تاريخ التسعير وسعر الادخال⁽¹⁾.

• العرض العمومي للبيع بسعر ثابت

يسمح هذا الإجراء بوضع عدد معين من الأوراق المالية تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال بسعر محدد مسبقا، لتحقيق هذا الغرض تقوم شركة تسيير بورصة القيم بتجميع كل أوامر الشراء المرسلّة إليها من طرف الوسطاء في عمليات البورصة وتتولى فرزها، حيث لا تقبل سوى الأوامر الموافقة لسعر العرض، أما في حالة عملية العرض يكون سعر الإدخال هو سعر العرض (سعر العرض = سعر الشراء).

• العرض العمومي للبيع بسعر أدنى

يسمح هذا الإجراء بوضع عدد معين من الأوراق المالية بسعر أدنى يقبل به المصدرون للتنازل عنها وهذا تحت تصرف الجمهور يوم الإدخال، وتتولى شركة تسيير بورصة القيم تجميع وفرز أوامر الشراء الواردة إليها من الوسطاء في عمليات البورصة ولا تقبل إلا الأوامر المحددة للسعر، في حالة نجاح عملية العرض فإن سعر الإدخال يكون مطابقا لحد آخر مدفوع ووحيد.

(1) أحمد بوراس، (2002)، مصدر سبق ذكره، ص 152.

الفرع الثاني: تسعير وتداول الأوراق المالية في بورصة الجزائر

يتم تداول الأوراق المالية في بورصة الجزائر وكذا تسعيرها وفق آلية محددة والعديد من أنواع الأوامر ونظام التسعير وهو ما سنتطرق اليه في هذا العنصر .

1- أسلوب التداول وأوامر البورصة

أ- أسلوب التداول

تعتبر سوق القيم المنقولة أو بورصة الجزائر سوق مركزي مسير عن طريق مجموعة من الأوامر، وطوال فترة عمل هذه السوق ومنذ نشأتها لم تكن مقسمة بل كانت كل الأوراق المالية المطروحة تتداول في سوق رسمي وحيد والمتمثل في جناح محدد لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة، فهو مكان النقاء الوسيط لتنفيذ أوامره وكذا هو مكان للتفاوض على الأوراق المالية وهذا يوم الاثنين من كل أسبوع من خلال جلسات بورصية كما هو متعارف عالميا والتي تسجل من طرف ممثل ادارة البورصة⁽¹⁾.

وعلى غرار مختلف البورصات والأسواق المالية العالمية فان بورصة القيم المنقولة في الجزائر تعمل بنظام آلي يشمل على أنظمة متكاملة للتداول، كما يعتمد على المقاصة والتسوية والافصاح والشفافية فيما يتعلق بالمعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة.

ب- أوامر البورصة

أوامر البورصة هي التعليمات التي يعطيها العميل الذي يرغب في شراء أو بيع الأوراق المالية المدرجة في البورصة للوسيط، أو تكون هذه المعلومات مقدمة من طرف هذا الأخير في إطار التسيير بوكالة أو نشاط صناعة السوق، فلكي يقبل الأمر يجب أن يتضمن ويوضح ما يلي:

- اتجاه العملية شراء أو بيع.
- اسم الورقة المالية، نوعها وكميتها.
- سعر العملية ومدة صلاحية الأمر وفق الأربع نماذج المحددة من قبل شركة تسيير بورصة القيم.
- تتقل أوامر البورصة إلى الوسيط إما كتابيا عن طريق استمارة يضعها الوسيط تحت تصرف زبونه، أو بواسطة الهاتف وفي هذه الحالة فإن نقل الأمر يجب أن يكون محددًا بالتاريخ وساعة الاستقبال من طرف الوسيط، وفقا للقانون العام لبورصة الجزائر فان الأوامر تكون على غرار البورصات الكلاسيكية وذلك من أجل تفادي أي غموض أو التباس بين أصحاب الأوامر ولهذا فهناك ثلاثة أشكال للأوامر وهي:
- الأمر بسعر السوق والذي يخضع فيه صاحب الأمر الى تسعيرة السوق.

(1) أحمد بوراس، (2002)، مصدر سبق ذكره، ص 147

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

- الأمر بسعر أحسن وفيه يتترك صاحب الأمر تحديد السعر للوسيط.
- الأمر بالسعر المحدد وفيه يحدد العميل للوسيط السعر الذي يجب أن يشتري أو يبيع به وهو يضمن الحد الأقصى فيما إذا كان سعر الشراء أو الحد الأدنى إذا كان سعر البيع.

2- نظام التسعير، المقاصة والتسوية

أ- نظام التسعير

يعتمد نظام التسعير في بورصة الجزائر على نوعين هما المستمر والثابت أين يتم تحديد السعر يدويا أو آليا، على أن يتم تحديد نوع أو طريقة التسعير من طرف شركة تسيير بورصة القيم، وهو الأمر الذي بدأ يدويا نظرا لانخفاض حجم الصفقات وحادثة السوق، حيث ينتظر أن يتحول الى نظام تحديد الأسعار مدعم بأنظمة الحواسيب والإعلام الآلي. يأخذ النظام العام لبورصة الجزائر بنظام التسعير الثابت حيث تنفذ الصفقات بسعر موحد بالنسبة لكل ورقة خلال حصة التداول الواحدة ويحدد هذا السعر لكل ورقة بمقابلة أوامر البيع وأوامر الشراء بواسطة الحاسوب بحيث يسمح هذا السعر بتداول أكبر كمية ممكنة من الأوراق المالية.

ب- المقاصة والتسوية

يهدف هذا النظام إلى تسوية المعاملات التي ينجزها الوسطاء في عمليات البورصة أثناء حصص التداول وتحت إشراف شركة تسيير بورصة القيم، حيث يتم نقل الأوراق المالية المباعة الى مشتريها بعد دفع المستحقات الى البائع، ويعمل هذا النظام وفق المبادئ التالية:

- تنظيم ومراقبة عمليات المقاصة من مسؤولية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.
 - تقوم شركة التسيير بإعلام الوسيط عن قواعد تطبيق التسليم وكذا تاريخ تنفيذ العملية.
 - تسليم المستحقات والأوراق المالية يتم في وقت واحد.
 - تنتقل الملكية من البائع الى المشتري فور تنفيذ العملية.
- ووفقا لقانون بورصة الجزائر للقيم المنقولة فان مشتري الورقة المالية لا يحصل عليها الا بعد أكثر من أسبوع، نفس الأمر بالنسبة لاستلام المستحقات من طرف البائع وهو الأمر الذي من شأنه أن يبطئ المعاملات ويؤثر على سيولة البورصة ويعكر المناخ وبالتالي يخفض من كفاءة السوق.

المطلب الثالث: سوق السندات في الجزائر وإصدار سونلغاز

الفرع الأول: سوق قيم الخزينة وسوق سندات الشركات

يهيمن على السوق السندي في الجزائر الدولة ممثلة في الخزينة العمومية ومؤسسات القطاع العام حيث تنقسم الى قسمين هما سوق قيم الخزينة وسوق سندات الشركات سواء العامة أو الخاصة منها.

1- سوق قيم الخزينة

سوق قيم الخزينة هي السوق الخاصة بالأوراق المالية (السندات) التي تصدرها الدولة ممثلة في الخزينة لتمويل العجز في موازنتها العامة وتنقسم هذه السوق كغيرها من الأسواق إلى سوق أولية وسوق ثانوية، حيث يتم في الأولى بيع قيم الخزينة لأول مرة للمختصين في قيم الخزينة، أما السوق الثانوية فيتم على مستواها تداول تلك القيم بالتراضي بين مختلف المتعاملين من مختصين في قيم الخزينة، أشخاص معنويين عموميين أو خواص وأشخاص طبيعيين، حيث تتم في فترات منتظمة ويستخدم فيها أسلوب المزايمة أو ما يعرف بالمزايمة الهولندية*.

أ- هيئات سوق قيم الخزينة

باعتباره جزء من السوق السندي فهناك هيئات متدخلة في سوق قيم الخزينة والتي تتمثل في:

• المديرية العامة للخزينة

تعتبر هي سلطة السوق حيث تقوم بإعداد رزنامة المزايمة وكذا تقوم بإعلام البنك المركزي بها بصفته وكيلًا للخزينة، إضافة إلى المتخصصين في هذه القيم بالرزنامة والمبلغ المزمع رفعه من السوق ويتم هذا عبر نظام الكتروني، أما عملية التسوية فتكون عبر نظام التسليم مقابل الدفع والقيمة الاجمالية⁽¹⁾. فيما يخص المزايمة يمكن لأي شخص طبيعي أو معنوي مقيم في الجزائر أو خارجها أن يقوم بها لكن العروض مفتوحة فقط للمتخصصين سواء تعلق الأمر بالتدخل لحسابهم الخاص أو للزبائن، بعد انتهاء العملية تقوم المديرية بنشر بيان يتضمن المبالغ المقبولة وكذا السعر الأدنى والسعر المتوسط للمزايمة وكذا معدلات المرود الموافقة لها.

• المتخصصون في قيم الخزينة

يتمثل المتخصصون في البنوك العامة وبنك أجنبي ومؤسسات مالية غير مصرفية والذين يتم اعتمادهم بقرار من مدير الخزينة، يوكل اليهم دور صانع السوق من خلال لعب دور الطرف المقابل والاعلان عن

* المزايمة الهولندية: عرض عام لإصدار قيم الخزينة يقترح فيها المستثمرون المحتملون على المصدر أسعارا لشراء السندات.

(1) International Monetary Fund, (2008): Algeria, Selected Issues, IMF Country N° 08/104, Washington, United States. p09.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

أسعار الشراء والبيع اضافة الى الحرص على مطابقة العمليات للقواعد المنصوص عليها والابقاء على خصوصية الزبائن، كما أن المتخصصين يسهرون على توفير السندات والمبالغ المقابلة للأوامر وكذا تزويد الخزينة بمعلومات شهرية تتعلق بتنفيذ العمليات وتطورات السوق.

• بنك الجزائر (البنك المركزي)

هو أحد المتدخلين في سوق قيم الخزينة باعتباره يؤدي دور هيئة الضبط وكذلك حافظ حسابات الخزينة العمومية هذا بالإضافة الى حفظ السندات، حيث يقوم البنك المركزي ويحرص على عملية تسوية الصفقات انطلاقا من الدفع والتسديد الى غاية التسليم النهائي.

ب- أنواع قيم الخزينة

يتم تقسيم الأوراق المالية المتداولة في هذا السوق حسب عدة معايير أهمها درجة الاستحقاق وطبيعة المكتتب، لكن سنركز على الأنواع التي يتم اصدارها والتي هي ثلاثة أنواع توفر للدولة امكانية الحصول على موارد مالية قصيرة وطويلة الأجل:

• السندات الشبيهة للخزينة

تعتبر سندات عادية شبيهة بسندات أصدرت من قبل وهي تبدأ بإصدار قرض سندي أولي يتبعه اصدار سندات أخرى شبيهة لشروط القرض الأول وهذا بعد أشهر ليتم الاختلاط بين الاصدارين، حيث يكون الاصدار الجديد داخل بسعر يعبر عن حالة السوق وقت الاصدار مضاف اليه قيمة القسيمة وهذا ما يسمح بتقليل الخطوط المسعرة ويزيد من سيولتها.

تعتبر السندات الشبيهة للخزينة طويلة الأجل وتتراوح أجالها بين 7، 10 و 15 سنة وهي توفر فوائد سنوية ثابتة وتسدد بالقيمة الاسمية، فهي تمكن الدولة من سد الاحتياجات التمويلية الخاصة بعملية التجهيز.

• أدون الخزينة الشبيهة

هي أدون خزينة تملك نفس خصائص السندات الشبيهة للخزينة كما أنها توفر فوائد سنوية بمعدلات ثابتة وتسدد أيضا بالقيمة الاسمية في تواريخ الاستحقاق، الا أنها تختلف عن الأولى في آجال استحقاقها حيث أنها تصدر بآجال متوسطة تتراوح بين 1 الى 5 سنوات.

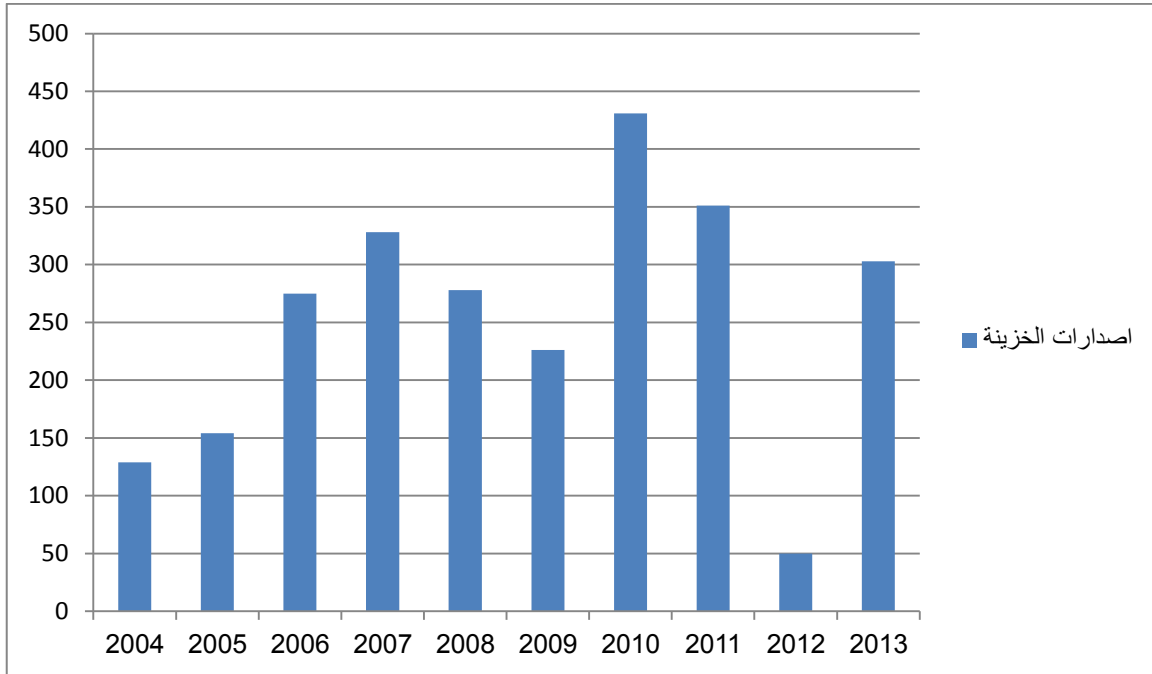
• أدون الخزينة القابلة للتنازل

تعتبر أيضا أدون خزينة لكنها قصيرة الأجل وتصدر لتغطية العجز الظرفي في الميزانية العامة للدولة، كما تتميز بسهولة التداول في السوق الثانوية ولا تحتوي على أي خطر محتمل، تدفع فوائد محسوبة مسبقا وبآجال استحقاق قصيرة تتراوح بين 3 الى 6 أشهر.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

بعد أن تم التطرق الى أهم المتدخلين في سوق قيم الخزينة وكيفية عمله وأنواع السندات المتداولة سنعرض من خلال الشكل الموالي تطور نشاط الإصدار السندي في هذا السوق:

الشكل رقم (4-1): تطور الإصدار السندي في سوق قيم الخزينة



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 2004-2013).

من خلال الشكل البياني السابق ورغم وجود اصدارات معتبرة خلال بعض السنوات الا أنه يتبين وجود تذبذب في حجم الاصدار في سوق قيم الخزينة خلال هذه الفترة، هذا بالرغم من أن الدولة هي المسؤولة عن هذه الاصدارات، ما يعكس ولو نسبيا صورة السوق السندي وبورصة الجزائر بشكل عام.

2- سوق سندات الشركات

هي القسم الثاني من السوق السندي الجزائري حيث تشمل السندات المصدرة من طرف شركات القطاع العام والخاص والتي عادة ما تكون مقرونة بضمان بنكي وتكتب فيها البنوك بالدرجة الأولى، فقد عرف سوق سندات المؤسسات منذ نشأته سنة 1999 تطورات كثيرة في حجم النشاط والاصدارات لكن بشكل متذبذب، حيث شهد مجموعة من الإصدارات السنوية لمؤسسات عامة وخاصة توجهت الى السوق السندي للبحث عن بديل تمويلي غير البنوك.

أ - أقسام سوق سندات الشركات

يعرف أن السوق السندي وعلى غرار سوق الأسهم يحتوي على سوق أولية وسوق ثانوية، إلا أننا هنا بصدد الحديث عن الأقسام التي توجه لها السندات المصدرة من قبل الشركات العامة والخاصة وهي⁽¹⁾:

• سوق المؤسسات المستثمرة

هي سوق خاصة بإصدار القروض السندية الموجهة للمؤسسات المالية وبالأخص البنوك وشركات التأمين الجزائرية، حيث أن غالبية الشركات تكون إصدارتها موجهة إلى هؤلاء المستثمرين لعدة أسباب أهمها توفرها على موارد مالية كبيرة تسمح لها بالاستثمار في هذه الإصدارات. تتم عملية الإصدار داخل هذا القسم من السوق السندي كما أشرنا إليه سابقا بطريقة المزايدة الهولندية أو التوظيف الخاص، أما فيما يخص التداول فيتم بالتراضي في سوق تعتبر غير منظمة وبعيدة عن معايير الشفافية وتوفر المعلومات، الأمر الذي مثل منذ نشأة السوق الأغلبية تقريبا بما يقارب 75% من قيمة السندات المباعة باستثناء بعض السنوات.

• سوق الجمهور الواسع

على عكس القسم الأول سوق السندات فإن الإصدارات داخل هذه السوق توجه إلى الجمهور الواسع عن طريق البنوك التي تقوم بعملية الاشارة، أما فيما يخص عملية التداول فإنها تتم في بورصة الجزائر في سوق منظمة وعن طريق وسطاء معتمدين من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

يمكن كذلك أن تكون الإصدارات أو القروض السندية الخاصة بالشركات المتوجهة للبورصة أن تشمل على القسمين السابقين معا، يعني أن يكون نفس القرض السندي يشمل على شطرين جزء موجه للمؤسسات وجزء آخر موجه للجمهور الواسع كل ومبلغ إصداره.

ب - نشاط الإصدار في سوق سندات الشركات

عرفت سوق سندات الشركات أول إصدار سنة 1998 من قبل شركة سوناطراك من خلال قرض سندي لمدة 5 سنوات وبمعدل 13%، التي تعتبر أول تجربة وانطلاق لبورصة القيم المنقولة ككل والذي حقق نجاحا باهرا وجمع ما يفوق 12 مليار دينار خلال الفترة الأولى، لكن سرعان ما اختفت الإصدارات السندية إلى غاية سنة 2003 أين شهدت رجوع الإصدارات السندية أين سجل دخول 9 شركات جديدة في السنة المالية شملت أيضا القطاع الخاص أين عرفت السوق نموا معتبرا في حجم المبالغ وأجال الاستحقاق، ثم تراجعت سنة 2007 بشكل كبير وعادت لترتفع سنة 2008 قبل أن تتراجع مرة أخرى سنة 2009 و2010 أين عرفت انعداما في الإصدارات الجديدة وهو ما يعكس التذبذب الكبير الذي تعرفه هذه السوق.

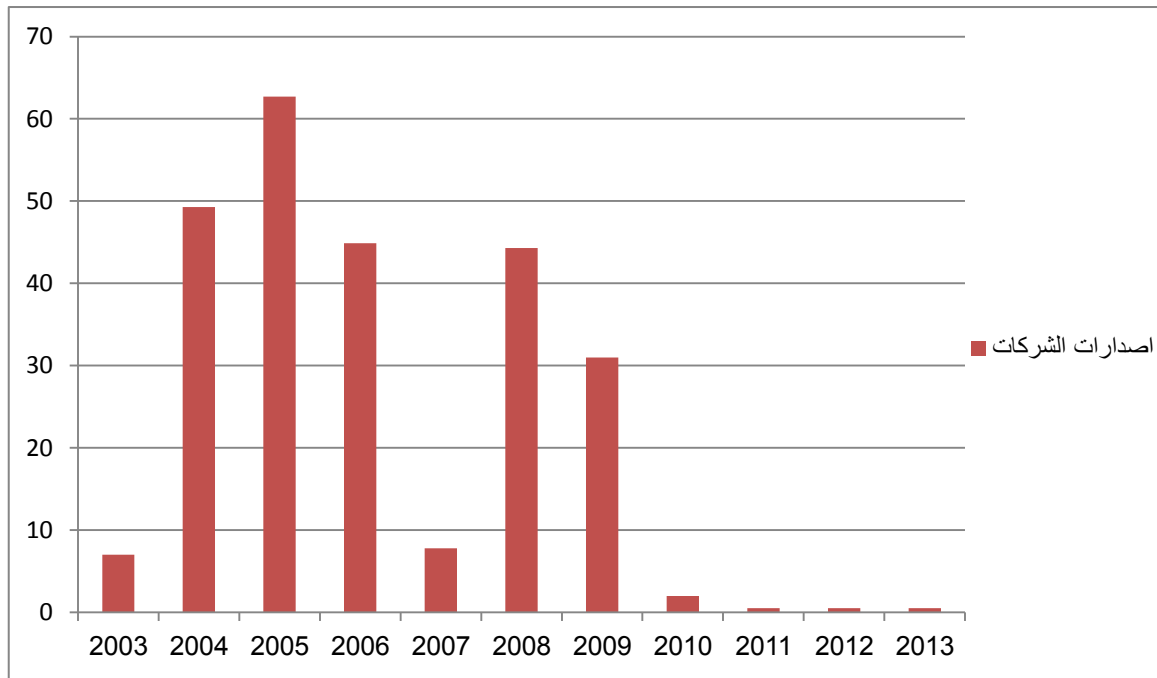
⁽¹⁾ International Monetary Fund, op.cit, p09.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

إضافة إلى حجم الإصدارات السندية في السوق فإن المؤسسات التي توجهت إلى هذا النوع عرفت تراجعاً كبيراً بعد انتعاش السوق بدخول العديد من الشركات الوطنية العامة والخاصة وقيامها بإصدارات معتبرة خصوصاً خلال الفترة 2003-2008 (سوناطراك، الشركة الجزائرية للطيران، شركة سونلغاز، شركة اتصالات الجزائر، شركة دحلي للفندقة)، حيث منذ سنة 2010 لم تشهد السوق أي إصدارات جديدة إلى أن وصلنا في سنة 2013 إلى شركتين فقط يتداول سنداتهما في السوق وهما القرض السندي لشركة سونلغاز وسند دحلي.

من خلال الشكل الموالي سوف نقوم بعرض تطور الإصدارات السندية في سوق سندات الشركات خلال الفترة 2003-2013 كما يلي:

الشكل رقم (4-2): تطور الإصدارات السندية في سوق سندات الشركات



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على (التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 2003-2013).

الفرع الثاني: القرض السندي لشركة سونلغاز

من أجل تطورها والمحافظة على حسن أدائها جندت "سونلغاز" طاقة هامة من أجل تطوير وتعزيز المنشآت الكهربائية والغازية، حيث بالنسبة للفترة 2005-2016 تم وضع برنامج استثماري استثنائي موضع التنفيذ بغية رفع قدرتها الإنتاجية الخاصة بالكهرباء، مع تكثيف شبكتها الناقلة للكهرباء والغاز والعمل على تحسين وتحديث خدماتها الموجهة إلى زبائنها، الأمر الذي دفعها إلى التوجه إلى السوق السندي لتغطية احتياجاتها المالية، لأن الشركة لم تستطع التوسع أكثر في الحصول على القروض البنكية الداخلية.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

1- القروض السندية المصدرة

من أجل مواجهة الاحتياجات المستقبلية لبرامجها أخذت سونلغاز تستعد للدخول إلى السوق السندي المؤسساتي الوطني لتخوض تجربتها الأولى بإطلاق أول قرض سندي مؤسساتي في ديسمبر 2004، لتقوم بعدها الشركة بمجموعة من الإصدارات المتتالية التي جعلت منها أكبر متعامل في السوق السندي ففي ظرف أربع سنوات قامت بالإصدارات التالية:

أ- القرض السندي الأول لشركة سونلغاز

هو بداية إصدارات شركة سونلغاز حيث تم إصدار هذا القرض في ديسمبر سنة 2004، وهو موجه للمؤسسات:

الجدول رقم (4-1): الإصدار السندي الأول لشركة سونلغاز 2004

التأشيرة	معدل الفائدة	تاريخ الاستحقاق	المدة	المبلغ	القرض السندي
01-04 في ديسمبر 2004	3%	2009-12-27	5 سنوات	8 مليار دج	الشطر الأول
	3.25%	2010-12-27	6 سنوات	4 مليار دج	الشطر الثاني
	3.5%	2011-12-27	7 سنوات	8 مليار دج	الشطر الثالث

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (المنشورة الدعائية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 2004).

هدف الإصدار: الناتج الصافي لهذا الإصدار السندي يستخدم من طرف "الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز" لتمويل جزء من استثماراتها على امتداد الثلاث سنوات المقبلة على أقل تقدير.

ب- القرض السندي الثاني لسونلغاز

قامت شركة سونلغاز بإصدار قرضها الثاني في مارس 2005، الذي شمل شطرين الأول موجه للمؤسسات والثاني للجمهور الواسع، كما هو موضح في الجدول التالي:

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

الجدول رقم (4-2): الإصدار السندي الثاني لشركة سونلغاز 2005

التأشيرة	معدل الفائدة	تاريخ الاستحقاق	المدة	المبلغ	القرض السندي	
01-05 في مارس 2005	3.5%	2011-12-27	6 سنوات	1.8 مليار دج	الشرط الأول	قرض مؤسسي (10 مليار دج)
	4%	2014-03-31	9 سنوات	3.3 مليار دج	الشرط الثاني	
	4.20%	2016-03-31	11 سنة	4.9 مليار دج	الشرط الثالث	
25-02 في 2005/4/27	3.5% 3.75% 4% 4.25% 5% 7%	2011-05-22	6 سنوات	15.9 مليار دج	قرض الجمهور الواسع	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (المنشورة الدعائية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 2005).

هدف الإصدار: الناتج الصافي للإصدار يستخدم من طرف المصدر لتمويل جزء من استثماراته على امتداد 3 سنوات مقبلة.

ت-القرض السندي الثالث لشركة سونلغاز

بعد أن قامت سونلغاز بإصدارين سابقين وللسنة الثالثة على التوالي تصدر سونلغاز قرضا سنديا، كان ذلك في ماي من سنة 2006 وهو الاصدار الموجه للمؤسسات.

الجدول رقم (4-3): الإصدار السندي الثالث لسونلغاز 2006

التأشيرة	معدل الفائدة	تاريخ الاستحقاق	المدة	المبلغ	القرض السندي	
06-01 في أفريل 2006	4.65%	2015-05-16	9 سنوات	6 مليار دج	الشرط الأول	قرض مؤسسي (11.65 مليار دج)
	4.85%	2017-05-16	11 سنة	5.65 مليار دج	الشرط الثاني	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (المنشورة الدعائية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 2006).

هدف الإصدار: استكمال الشركة لسياستها في التمويل الخارجي من استغلال الناتج الصافي عن هذا القرض في تمويل المخطط الاستثماري الموضوع للسنوات المقبلة.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

ث- القرض السندي الرابع لشركة سونلغاز

أصبحت شركة سونلغاز متعاملا منتظما في السوق السندي من خلال اصدارها الرابع في ماي 2008 والذي كان موجه للجمهور الواسع.

الجدول رقم (4-4): الإصدار السندي الرابع لسونلغاز 2008

القرض السندي	المبلغ	المدة	تاريخ الاستحقاق	معدل الفائدة	التأشيرة
قرض الجمهور الواسع	25مليار دج	6 سنوات	2014-06-21	%3.75	02/08 في 2008/5/12
				%4	
				%4.50	
				%5	
				%5.50	
%6.50					

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (المنشورة الدعائية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 2008).

هدف الإصدار: يستخدم ناتج هذا القرض في استكمال الشركة لتمويل برنامجها الاستثماري الاستثنائي لإنتاج ونقل الكهرباء والغاز.

2- تطور الإصدارات السنديّة لمجمع سونلغاز

تمكنت شركة "سونلغاز" الى غاية 2008 من تجميع ما يقارب 87.50 مليار دينار جزائري من خلال الإصدارات المسعرة وغير المسعرة في البورصة، بالتالي سنبيين تطور هذه القروض في هيكل الشركة المالية وكذا تطور القروض المسعرة في البورصة من حيث المعدلات.

أ- تطور القروض السنديّة

عرف التمويل بالسندات تطورا كبيرا في الهيكل المالي لسونلغاز مع بداية الاصدار الأول الى غاية الاصدار الأخير كما يبينه الجدول التالي:

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

الجدول رقم (4-5): تطور القروض السندية خلال سنوات الإصدار

الوحدة: (مليار دج)

السنوات	2004	2005	2006	2008
البيان				
اجمالي الديون طويلة الأجل	97	132	178	368
الديون الطويلة الأخرى	77	86.30	120.45	280.45
القروض السندية	20	45.90	57.55	87.55
النسبة	%20.61	%34.80	%32.30	%23.79

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

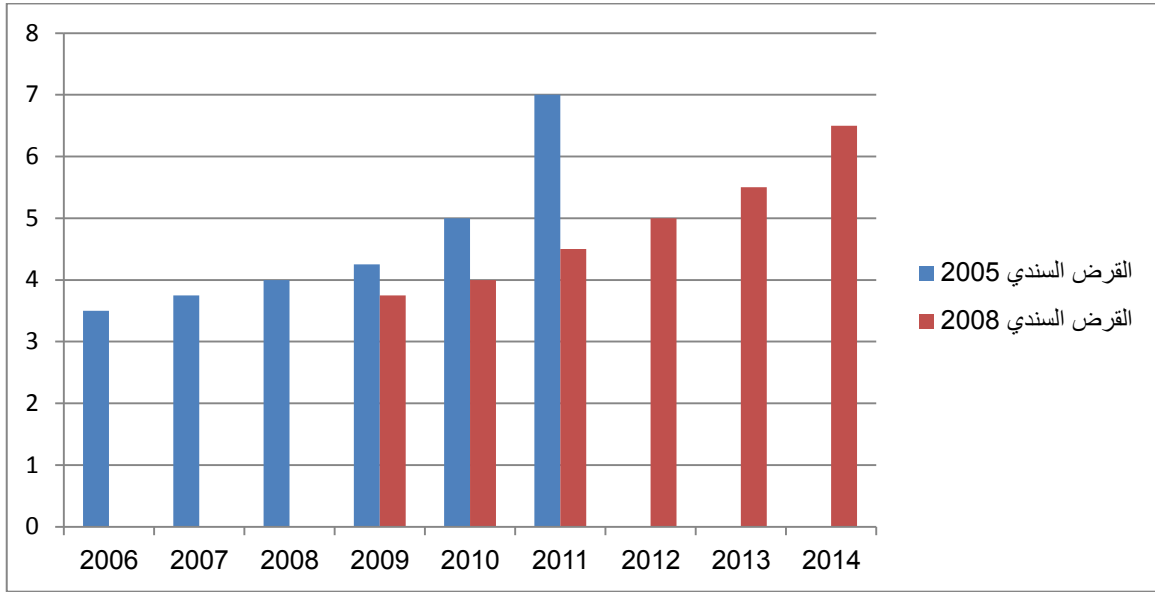
- (rapport d'activité et compte de gestion consolidés du groupe sonelgaz 2009)

من الجدول يتبين لنا أن التمويل بالسندات شهد تطورا في سياسة الشركة التمويلية والتي عرفت مساهمة كبيرة للقرض السندي في الهيكل المالي للشركة خصوصا في السنوات الاولى للإصدار، فشهد اقبالا كبيرا من المؤسسات والجمهور الواسع على هذه الاصدارات ما مكن المجمع من تجميع ما يفوق 87 مليار دينار جزائري وهو ما ساهم أيضا في سد مختلف احتياجاته، دون أن ننسى التكامل الموجود في هيكل المجمع المالي أي أن المجمع لم يهمل مصادر التمويل الأخرى سواء الداخلية (الذاتية) أو الخارجية من قروض بنكية وغيرها.

ب- تطور معدلات القروض السندية المسعرة في البورصة

من بين الاصدارات السندية لشركة سونلغاز نجد أن هناك قرضين مسعرين في البورصة هما الاصدارين الموجهين للجمهور الواسع لسنتي 2005 و2008، يعرفان في البورصة عند التداول بسونلغاز 11 وسونلغاز 14 نسبة لتاريخ استحقاق قرض الجمهور الواسع لسنة 2005 وهو ماي 2011، وكذلك تاريخ استحقاق قرض الجمهور الواسع لسنة 2008 وهو جوان 2014، من خلال الشكلين المواليين سنبين تطور معدلات هذه القروض في البورصة.

الشكل رقم (4-3): تطور معدلات فائدة القروض السندية المسعرة للفترة 2006-2014



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (المنشورات الدعائية للقروض السندية لسونلغاز 2005، 2008).

- تم من خلال الشكل البياني السابق عرض تطور معدلات الفائدة الخاصة بالقروض السندية المصدرة من طرف مجمع سونلغاز، هي الإصدارات المسعرة في البورصة 2005 و 2008 والموجهة للاكتتاب العام، حيث يتبين لنا أن المجمع أصدر قرضا سنديا ثانيا للجمهور 2008 قبل أن يحل تاريخ استحقاق قرض الجمهور الواسع الأول وهذا ما يفسره بتلاقي معدلات الفائدة للإصدارين خلال سنوات 2009 الى 2011، مع وجود زيادة مستمرة في هذه المعدلات طول هذه الفترة ما يدل على سياسة المجمع خلال هذه الفترة ورغبتها في الاعتماد على التمويل بالسندات كجزء من هيكلها المالي.

المبحث الثالث: تأثير القرض السندي على الأداء المالي لسونلغاز

بعد قيام سونلغاز بالتوجه الى البورصة من خلال القيام بإصداراتها السندية التي تطرقنا لها فلابد من دراسة تأثير هذا القرض على الأداء المالي للمجمع، ذلك من خلال القيام بدراسة العلاقة السببية بين كل من مؤشرات القرض السندي ومؤشرات الأداء المالي وهذا طبعا بعد القيام بالتشخيص المالي وتقييم الأداء في المجمع من خلال مجموعة من النسب والمؤشرات، خلال الفترة 2001-2013 من أجل دراسة تأثير متغيرات التمويل بالسندات على الأداء المالي قبل وأثناء وبعد اللجوء اليه.

المطلب الأول: تقييم الأداء المالي لسونلغاز من خلال التوازن المالي

تؤثر السياسة التمويلية على الوضعية المالية للمؤسسة بشكل عام وعلى الأداء المالي بشكل خاص نظرا لعدة عوامل، لذلك سوف نقوم بتقييم الأداء المالي لمجمع سونلغاز وذلك باستخدام مؤشرات التوازن المالي المختلفة.

الفرع الأول: الميزانيات المالية لمجمع سونلغاز

من أجل اعداد الميزانيات المالية ونظرا لأهميتها باعتبارها نقطة الانطلاق في عملية التشخيص وتقييم الأداء المالي، فانه يجب القيام بمجموعة من التعديلات على الميزانيات الختامية بالنسبة الى النظام المحاسبي القديم، أما النظام المالي المحاسبي الجديد فإننا نتحصل عليها مباشرة من الميزانية المالية الختامية وهذا نظرا لأن فترة الدراسة تشمل العمل بالنظامين.

1- عرض الميزانيات المالية

بعد القيام بالتعديلات اللازمة على ميزانيات مجمع سونلغاز المحصل عليها من التقارير المختلفة وذلك في فترة الدراسة والمحددة من سنة 2001 الى 2013، وفقا لعدة معايير اعتمدنا عليها في تحويل الميزانية المحاسبية خلال فترة الاعتماد على المخطط الوطني المحاسبي القديم (PCN) من سنة 2001 الى غاية 2008، أما من سنة 2009 فقد اعتمدنا على الميزانيات المالية مباشرة وفقا للنظام المحاسبي المالي الجديد (SCF)، بالتالي سنقوم بعرض الميزانيات المالية لهذه الفترة:

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

الجدول رقم (4-6): الميزانيات المالية لشركة سونلغاز 2001-2013

الوحدة: (مليون دج)

2005	2004	2003	2002	2001	السنوات العناصر
495 023	326 122	399 086	384 045	363 910	الأصول الثابتة
124 918	218 972	97 677	78 266	77 080	الأصول المتداولة
15 445	243	10 810	12 530	12 794	قيم الاستغلال
98 462	184 471	73 674	54 298	51 684	قيم قابلة للتحقيق
11 011	34 258	13 193	11 438	12 602	قيم جاهزة
619 941	545 094	496 763	462 311	440 990	المجموع
573 181	460 374	459 423	430 894	415 251	الأموال الدائمة
440 770	363 088	388 636	376 120	365 614	الأموال الخاصة
132 411	97 286	70 787	54 774	49 637	الأموال الأجنبية
46 760	84 720	37 340	31 417	25 739	ديون ق الأجل
619 941	545 094	496 763	462 311	440 990	المجموع

تابع الجدول رقم (4-6): الجزء الثاني

2009	2008	2007	2006	السنوات العناصر
1 010 117	812 924	623 058	535 943	الأصول الثابتة
292 475	218 883	208 724	173 367	الأصول المتداولة
48 941	17 527	17 319	16 572	قيم الاستغلال
183 541	164 392	129 566	131 958	قيم قابلة للتحقيق
59 993	36 964	61 839	24 837	قيم جاهزة
1 302 592	1 031 807	831 782	709 310	المجموع
995 208	929 298	780 280	647 187	الأموال الدائمة
586 805	560 736	519 264	469 087	الأموال الخاصة
408 403	368 562	261 016	178 136	الأموال الأجنبية
307 384	102 509	51 502	62 087	ديون ق الأجل
1 302 592	1 031 807	831 782	709 310	المجموع

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

تابع الجدول رقم (4-6): الجزء الثالث

2013	2012	2011	2010	السنوات العناصر
2 119 102	1 896 499	1 686 374	1 409 947	الأصول الثابتة
630 692	425 025	363 706	388 823	الأصول المتداولة
79 493	48 257	32 783	47 136	قيم الاستغلال
431 860	288 673	259 517	270 192	قيم قابلة للتحقيق
119 339	88 095	71 406	71 495	قيم جاهزة
2 749 794	2 321 524	2 050 080	1 798 770	المجموع
2 316 602	2 010 929	1 764 033	1 477 013	الأموال الدائمة
520 949	560 850	564 318	554 048	الأموال الخاصة
1 795 653	1 450 079	1 199 715	922 965	الأموال الأجنبية
433 192	310 595	286 047	321 757	ديون ق الأجل
2 749 794	2 321 524	2 050 080	1 798 770	المجموع

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

- (Bilan et TCR Consolidés du Groupe Sonelgaz 2001-2013).

2- تحليل ودراسة الميزانيات المالية للمجمع

من أجل الوصول الى تقييم وتشخيص دقيق للوضعية المالية لمجمع سونلغاز بصفة عامة والأداء المالي بصفة خاصة، فان الانطلاق يكون من القراءة الجيدة للميزانيات المالية في هذه الفترة وذلك من خلال مجموعة من الملاحظات التي يمكن التوصل اليها في جانبي الأصول والخصوم:

أ- جانب الأصول

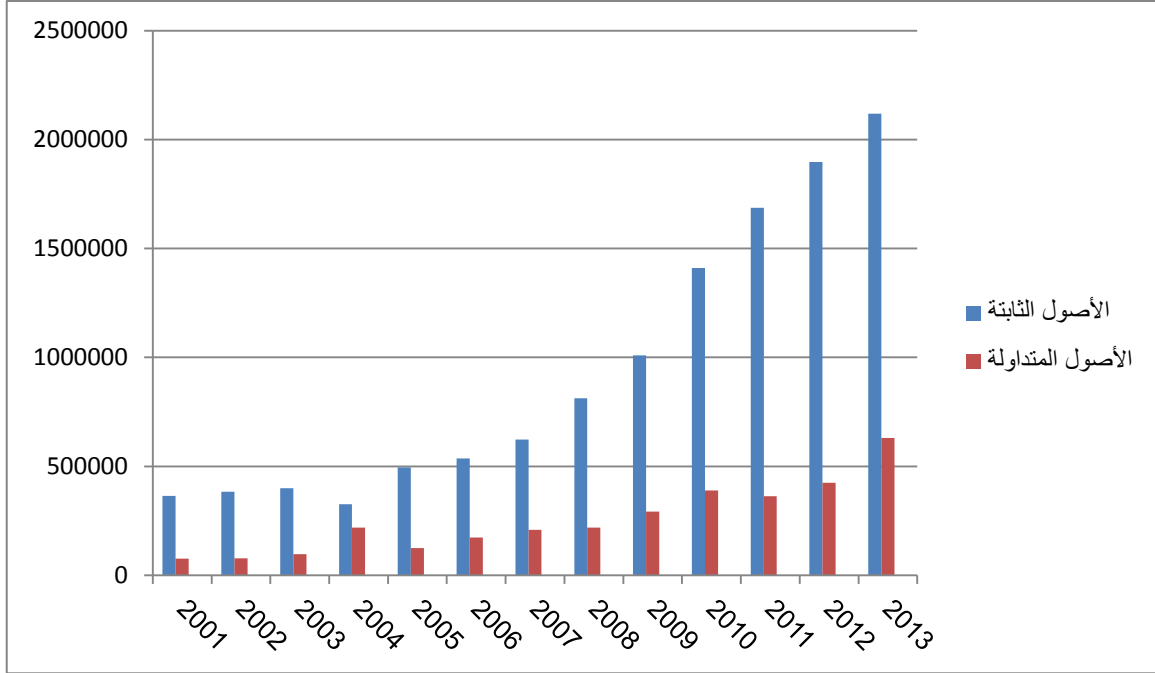
عندما نلاحظ الأصول الثابتة لمجمع سونلغاز فإننا نجد أنها في تطور مستمر وهذا طول فترة الدراسة عدا سنة 2004 نظرا لعدة أسباب، هذا ما يدل على سياسة استثمارية دائمة ومستمرة من أجل التحسين الدائم لنشاطها وكذا تطوير وتحسين جودة منتجاتها في طريق المحافظة على مكانتها وتلبية الاحتياجات الوطنية للاقتصاد والزيون.

وفي تحليلنا لجانب الأصول أيضا فإننا يمكن أن نلاحظ أن الأصول المتداولة في زيادة مستمرة لمعظم السنوات باستثناء سنة 2005 وهذا راجع الى مجموعة من الأسباب، التي من أهمها زيادة القيم المحققة من سنة إلى أخرى وهذا بسبب زيادة التسبيقات الممنوحة من طرف المؤسسة الأم إلى فروعها والمؤسسات

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

المقاولة التي تقوم بمشاريع المنشآت الكبرى، إضافة الى لجوء المجمع الى مصدر تمويلي جديد والذي كان له أثر أيضا، بالرغم من ذلك يمكننا القول أن التطور كان مستمرا طول هذه الفترة بالتالي يمكن أن نقدم الشكل البياني التالي:

الشكل رقم (4-4): تطور أصول مجمع سونلغاز في الفترة 2001-2013



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (الميزانيات المالية لمجمع سونلغاز للفترة 2001-2013).

ب- جانب الخصوم

في تحليلنا لجانب الخصوم نلاحظ أن الأموال الدائمة في المؤسسة عرفت تطورا ملموسا ومستمرا من سنة الى أخرى نتيجة زيادة الأموال الخاصة لمجمع سونلغاز، هذا اذا استثنينا سنة 2004 والتي لم تشهد تطور ملحوظ في الأموال الدائمة بنفس الاستمرار الذي عرفته السنوات الأخرى، انعكاسا للنتيجة السلبية المحققة وراجع بالأساس الى تحميل تكاليف المبالغ الضخمة للإصدار السندي الأول لهذه السنة.

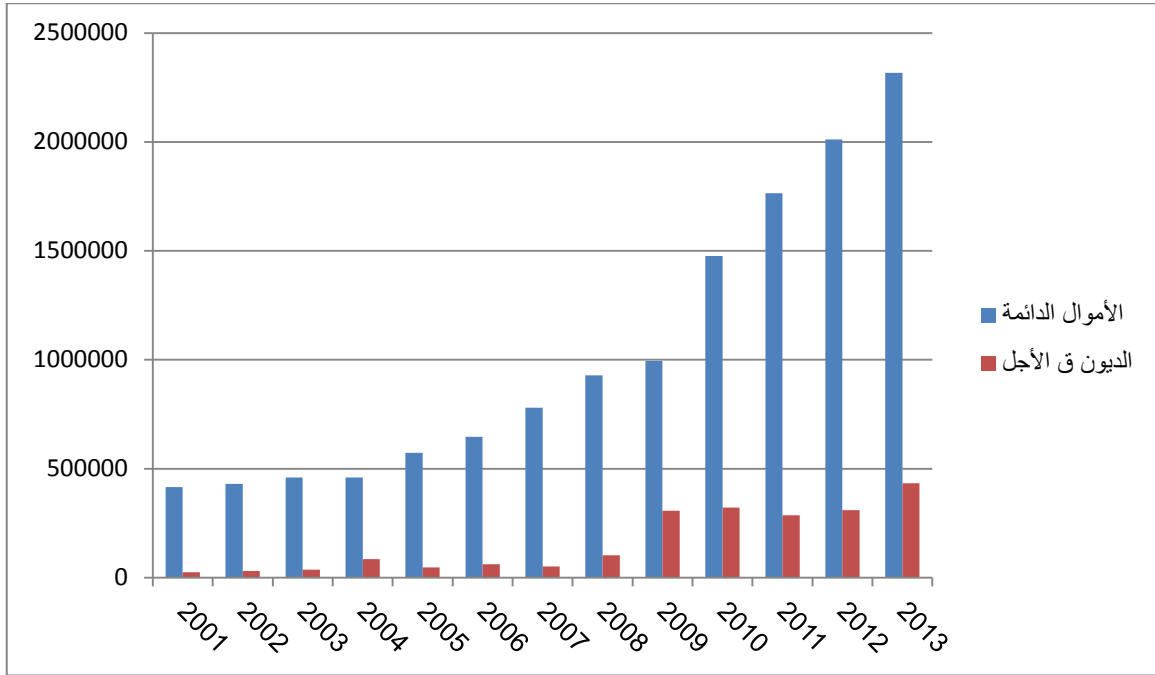
أما فيما يخص تطور الديون فإننا نلاحظ ارتفاع وزيادة مستمرة في كل سنة فيما يخص الديون المتوسطة والطويلة الأجل، التي كان وراءها القروض والاصدارات السنوية المختلفة للمؤسسة والموجهة للمؤسسات والجمهور الواسع والتي قام المجمع بإصدارها ابتداء من سنة 2004 الى غاية 2008.

فيما يتعلق بالديون قصيرة الأجل فإننا نلاحظ على خلاف التحليلات السابقة تذبذب معتبر في تطور مستوياتها، فهناك زيادة مستمرة في الفترة الأولى الممتدة من 2001 الى غاية 2004 ثم تراجعت فيما بعد في سنة 2005، قبل ان تعرف ارتفاعا في السنة الموالية والذي سرعان ما عاد للانخفاض في سنة 2007، ثم عاد التطور الايجابي من سنة 2008 الى غاية 2011 أين عرفت تراجعا آخر قبل أن تعود الى الارتفاع

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

منذ سنة 2012، بالتالي يمكننا أن نرجع هذا التذبذب في مستويات الديون القصيرة في هيكل المجمع الى عدة أسباب أهمها تنوع مصادر التمويل التي يلجأ لها في كل سنة وكذا اختلاف وتفاوت الاعتماد عليها كواحدة من الأسباب المؤثرة، اضافة الى اتضاح أن المجمع ينتهج سياسة تعتمد على الديون والأموال الطويلة الأجل والدائمة نظرا لبرامجه الاستثمارية المتعددة وهذا ما يظهر من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (4-5): تطور خصوم مجمع سونلغاز في الفترة 2001-2013



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (الميزانيات المالية لمجمع سونلغاز للفترة 2001-2013).

الفرع الثاني: حساب وتحليل مؤشرات التوازن المالي لسونلغاز

بعد ما تم عرض الميزانيات المالية والحصول على كل المعطيات اللازمة للقيام بتحليل الأداء المالي لمجمع سونلغاز، سوف نقوم بحساب مؤشرات التوازن المالي وكذا تحليل ودراسة تطور كل مؤشر من هذه المؤشرات.

1- دراسة رأس المال العامل

يعتبر رأس المال العامل من أهم مؤشرات التوازن المالي نظرا لدوره في التعرف على وضعية المؤسسة وأدائها المالي وسوف نقوم بعرض أهم هذه النسب.

أ- عرض أشكال رأس المال العامل لشركة سونلغاز

• رأس المال العامل الاجمالي

هو مجموع الأموال الدائمة التي بحوزة المؤسسة والتي يمكنها أن تغطي وتمول الأصول الثابتة الخاصة بها وتنفوق ذلك الى تمويل جزء من الأصول المتداولة.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

• رأس المال العامل الأجنبي

يمثل ما لدى المؤسسة من غير أموالها الخاصة أي بعبارة أخرى مجموعة الديون الني تحوز عليها المؤسسة والتي تم الحصول عليها من مصادر خارجية.

• رأس المال العامل الخاص

فيما يخص هذا النوع من رأس المال العامل والذي يطلق عليه اسم الخاص فإنه يمثل مجموع الأموال الخاصة الاضافية عن تمويل الأصول الثابتة لدى المؤسسة.

بالتالي سوف نقوم بحساب وعرض مختلف أشكال رأس المال العامل لمجمع سونلغاز خلال الفترة 2001-2013 من خلال الجدول والشكل التاليين:

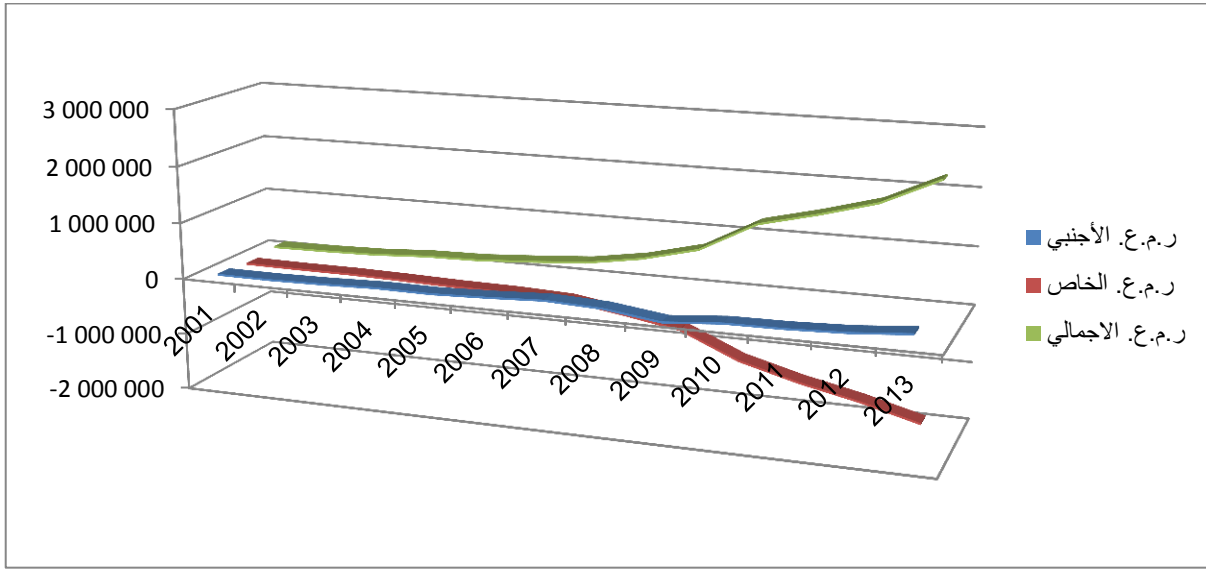
الجدول رقم (4-7): نسب رأس المال العامل لشركة سونلغاز 2001-2013

الوحدة: (مليون دج)

رأس المال العامل الاجمالي	رأس المال العامل الخاص	رأس المال العامل الأجنبي	المؤشرات السنوات
51 341	1 704	75 376	2001
46 848	-7 925	86 191	2002
60 337	-10 451	108 128	2003
134 250	-28 817	161 675	2004
78 157	-54 253	179 171	2005
111 280	-66 856	240 222	2006
157 221	-103 794	312 518	2007
116 372	-252 188	471 071	2008
-14 908	-423 312	715 787	2009
67 065	-855 899	1 244 721	2010
77 657	-1 122 056	1 485 760	2011
114 430	-1 335 649	1 760 674	2012
197 501	-1 598 153	2 228 846	2013

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (الميزانيات المالية لمجمع سونلغاز للفترة 2001-2013).

الشكل رقم (4-6): تطور نسب رأس المال العامل لسونلغاز 2001-2013



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على معطيات جدول مؤشرات التوازن المالي.

ب- تحليل مؤشرات رأس المال العامل

- رأس المال العامل الأجنبي للمجمع والذي يمثل مجموع الديون التي تحصل عليها المجمع من الخارج لتغطية مختلف احتياجاته، فإننا نلاحظ أنه في ارتفاع مستمر بالنظر الى قدرة المجمع الكبيرة على الاستدانة وتجميعه لمبالغ معتبرة خصوصا من الإصدارات السندية.
- فيما يخص رأس المال العامل الاجمالي فنلاحظ أنه كان موجبا طول سنوات فترة الدراسة نظرا لقدرة المجمع وتمكنه من تمويل احتياجاته الطويلة الأجل وبرامجه الاستثمارية، ما جعل الشركة في وضع مالي متوازن يزيد من ثقة الأطراف، هذا اذا استثنينا سنة 2009 أين سجل المجمع رأس مال عامل سالب نتيجة لارتفاع قيمة استثماراته والبرامج المرتبطة بها هذا مقابل الأموال الدائمة، هذا التطور الموجب في تمويل احتياجات الشركة راجع الى ارتفاع الأموال الأجنبية التي تشكل منها القروض الجانب الأكبر خصوصا خلال سنوات الاصدار السندي.

2- دراسة احتياج رأس المال العامل والخزينة

من أجل تحليل الأداء المالي لمجمع سونلغاز من خلال مؤشرات التوازن المالي فلا بد من اكمال باقي المؤشرات، من خلال تحليل ودراسة كل من الاحتياج لرأس المال العامل والذي يعتبر مؤشرا هاما ودالا على وضعية المؤسسة المالية، اضافة الى الخزينة الخاصة بالمجمع وتطورهما خلال فترة الدراسة.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

أ- عرض احتياج رأس المال العامل والخزينة

• احتياج رأس المال العامل

والذي يمكن أن نعبر عنه بصفة عامة عن ما تحتاجه المؤسسة خلال مزاولتها نشاطها، بالتالي فهو كل ما يتولد من احتياجات مالية عن الأنشطة الرئيسية المختلفة.

• الخزينة الاجمالية الصافية

ان الخزينة الصافية تعبر عن مجمل صافي قيم الاستغلال في المؤسسة وهذا يعني أنها تمثل مجموع ما يمكن لهذه المؤسسة توفيره من مبالغ وأموال جاهزة خلال دروتها الاستغلالية.

بالتالي سوف نقوم بحساب وعرض كل من المؤشرين السابقين والخاصين بالتوازن المالي لمجمع سونلغاز خلال الفترة الممتدة بين 2001-2013، ذلك من خلال الجدول والشكل التاليين:

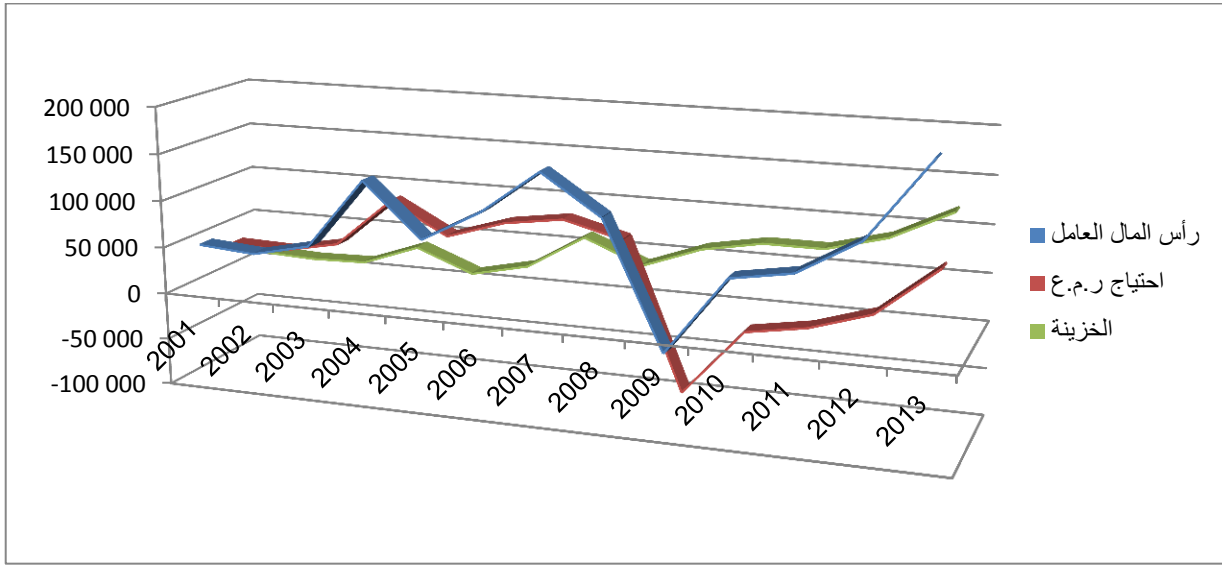
الجدول رقم(4-8): احتياج رأس المال العامل والخزينة لشركة سونلغاز 2001-2013

الوحدة: (مليون دج)

الخزينة الصافية	احتياج رأس المال العامل	المؤشرات
		السنوات
12 602	38 739	2001
11 438	35 410	2002
13 193	47 143	2003
34 548	99 992	2004
11 011	67 146	2005
24 837	86 443	2006
61 839	95 382	2007
36 964	79 408	2008
59 993	-74 901	2009
71 495	-4 430	2010
71 406	6 252	2011
88 095	26 335	2012
119 339	78 162	2013

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (الميزانيات المالية لمجمع سونلغاز للفترة 2001-2013).

الشكل رقم (4-7): تطور نسب احتياج رأس المال العامل والخزينة لسونلغاز 2001-2013



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على جدول احتياجات رأس المال العامل والخزينة.

ب- تحليل نتائج الاحتياج لرأس المال العامل والخزينة لسونلغاز

- رغم تذبذب الاحتياجات لرأس المال العامل في شركة سونلغاز خلال الفترة 2001-2008 و 2011-2013 الا أنه كان موجبا وفي مستويات مقبولة ومريحة بالنسبة للمجمع، أما في سنتي 2009 و 2010 فقد كان الاحتياج سالبا وهذا راجع بالأساس الى ارتفاع حجم الديون القصيرة في الشركة ما يفرض عليها مراجعة سياسة التغطية من أجل المحافظة على التوازن المالي في المدى القصير، من خلال تغطية هذا الجزء بالأموال الدائمة.
- فيما يخص الخزينة الخاصة بمجمع سونلغاز فانه تمكن من تغطية كافة الاحتياجات الخاصة بالاستغلال وكذا تغطية الاحتياج لرأس المال العامل من خلال رأس ماله العامل، من خلال تحقيقه لفائض خزينة موجب يمثل هامش أمان للمجمع، هذا راجع للطبيعة الخاصة للشركة الوطنية للكهرباء والغاز سونلغاز وطول فترة تحصيل الديون وكذا سرعة دوران ديونها القصيرة.

المطلب الثاني: تقييم السيولة، المردودية واليسر المالي لسونلغاز

بعد القيام بتحليل مؤشرات التوازن المالي سنقوم في هذه المرحلة بتحليل ودراسة كل من السيولة واليسر المالي لسونلغاز اضافة الى نسب المردودية الخاصة بالمجمع، الذي يعتبر كتحليل لوضعية المجمع وأدائه المالي اعتمادا على مجموعة من النسب المالية من أجل التدقيق في التطور المالي للشركة والتي سوف نختار منها ما يساعدنا في تحليل الأداء المالي لسونلغاز.

الفرع الأول: نسب السيولة، الربحية، الهيكل والرفع المالي

تعتبر مجموعة النسب هذه ذات أهمية كبيرة ودلالة عن حالة ووضعية الشركة وكذا أدائها المالي من خلال توفرها على السيولة اللازمة، مروراً بنسب التمويل المختلفة وصولاً إلى تحليل نسب الهيكل المالي والمديونية.

1- نسب السيولة المالية والربحية لمجمع سونلغاز

بعد أن تم التطرق لنسب السيولة المالية وكيفية حسابها في الفصول السابقة فإننا سنقوم بعرض بعض هذه النسب وأكثرها أهمية، إضافة إلى أحد أهم النسب المالية في تقييم أداء الشركة ألا وهي الربحية وسنختار منها ذات الصلة بدراسة وتحليل الأداء المالي لمجمع سونلغاز، كما يلي:

أ- عرض نسب السيولة المالية والربحية لسونلغاز

• نسب سيولة الأصول

هي نسبة معبرة عن جزء الأصول المتداولة من مجموع الأصول ككل الخاصة بالمؤسسة، أي الأصول المتداولة على مجموع الأصول.

• نسب السيولة العامة

تعتبر هذه النسبة عن درجة تغطية الأصول المتداولة الخاصة بالمؤسسة للديون قصيرة الأجل، تحسب بقسمة هذه الأصول على الديون القصيرة.

• العائد على الاستثمار

تعتبر هذه النسبة من أهم نسب العائد والربحية التي تعبر عن أداء الشركة المالي والتي يمكن حسابها بقسمة صافي الربح على إجمالي الأصول.

بالتالي سوف نقوم بعد حساب هذه النسب من خلال الميزانيات المالية للشركة بعرضها وذلك من خلال

الجدول التالي، إضافة إلى الشكل البياني التمثيلي الذي يبين هذا التطور خلال الفترة المعنية:

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

الجدول رقم (4-9): نسب السيولة المالية لمجمع سونلغاز 2001-2013

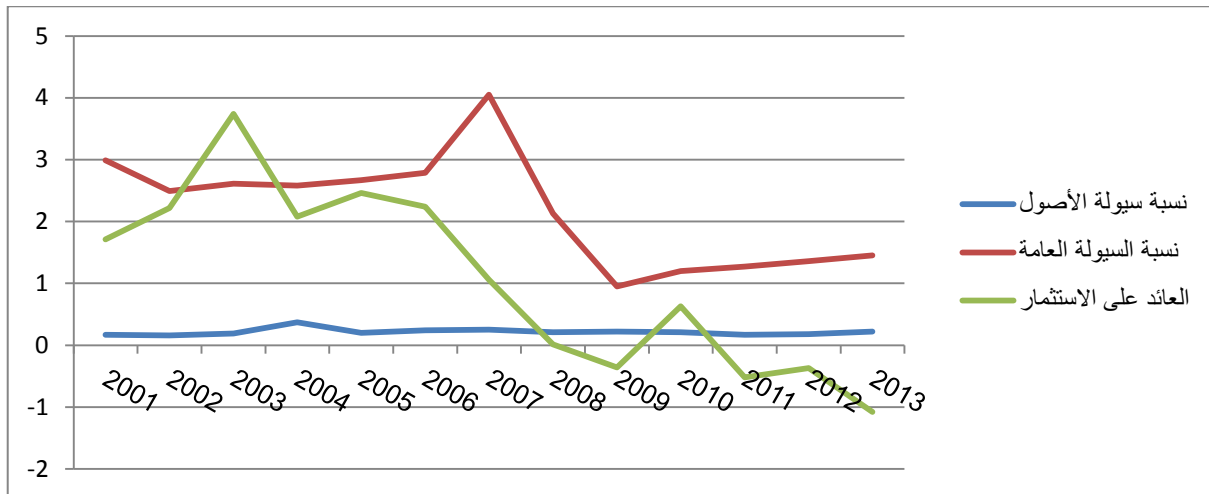
السنوات	النسب	نسبة سيولة الأصول	نسبة السيولة العامة	العائد على الاستثمار
2001	0.17	2.99	1,71	
2002	0.16	2.49	2,22	
2003	0.19	2.61	3,74	
2004	0.37	2.58	2,08	
2005	0.20	2.67	2,46	
2006	0.24	2.79	2,24	
2007	0.25	4.05	1,06	
2008	0.21	2.13	0,013	
2009	0.22	0.95	-0,36	
2010	0.21	1.20	0,63	
2011	0.17	1.27	-0,52	
2012	0.18	1.36	-0,37	
2013	0.22	1.45	-1,08	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

- (الميزانيات المالية لمجمع سونلغاز للفترة 2001-2013).

- (Bilan et TCR Consolidés du Groupe Sonelgaz 2001-2013).

الشكل رقم (4-8): تطور نسب السيولة المالية والربحية لمجمع سونلغاز 2001-2013



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على جدول نسب السيولة المالية.

ب- تحليل نسب السيولة المالية والربحية

من خلال معطيات جدول نسب السيولة المالية وكذا تطور هذه النسب خلال الفترة الممتدة من 2001-2013 فإننا يمكن أن نلاحظ ما يلي:

- فيما يخص نسبة سيولة الأصول فإنها تعبر عن مدى توفر السيولة في مجموع أصول المؤسسة أو بالأحرى الأصول المتداولة. فيما يخص سونلغاز فإن هذه النسبة كانت أقل من 0.5 على طول مدة الدراسة أي من سنة 2001 إلى سنة 2013، وهذا ما يدل على أن قيمة الأصول الثابتة أكبر من قيمة الأصول الكلية ويعني ذلك أن الاستثمارات مرتفعة في الشركة خاصة حدوثها في هذه الفترة نتيجة قيامها بتمويل برنامجها الاستثماري التطويري، ما يعطيها امكانية تحسين مردوديتها.
- فيما يتعلق بنسبة السيولة العامة لمجمع سونلغاز فإنها كانت أكبر من 1 طوال الفترة الممتدة من 2001 إلى 2013 وهذا ما يدل على أن المجمع يتمتع بسيولة كبيرة وبالتالي يمكنه مواجهة الالتزامات المالية القصيرة الأجل بمعنى آخر أن سونلغاز قادرة على الدفع، لكن هذا باستثناء سنة 2009 والتي كانت فيها النسبة أقل من 1 وهذا نتيجة وجود أعباء إضافية على الشركة وكذلك نتيجة انتهاء مدة الشطر الأول للقرض السندي الأول الخاص بسنة 2004 وبالتالي دفع الأقساط والفوائد.
- إن الأرباح تتحقق عندما تكون الشركة ذات كفاءة عالية ونستطيع عندها القول أن الإدارة تعمل على ما يرام إذا حققت الشركة النجاح بحصولها على التمويل ومكافأة منحي التمويل، فالعائد على الاستثمار هو الأداة المناسبة لقياس أداء الشركة، ومن خلال النتائج المتحصل عليها في شركة سونلغاز يتبين أن العائد كان في نسب مقبولة خلال السنوات الأولى حتى سنة 2007 رغم أنه متذبذب، لكن منذ سنة 2008 انخفض بشكل كبير إلى أن أصبح سالبا منذ سنة 2009 وهذا مؤشر سالب وغير مرغوب فيه في شركة كبيرة كسونلغاز، ما يدل على انخفاض أداء الشركة وخصوصا ماليا وعدم قدرتها على تحقيق الأرباح من الأموال المستثمرة من قروض التمويل وخصوصا القروض السندية.

2- نسب التمويل لمجمع سونلغاز

تعتبر نسب التمويل أو ما يعرف بنسب الهيكل المالي من أهم النسب المالية في عملية التشخيص لوضعية وأداء المؤسسة، فهي تمكن من قياس حالة التوازنات المالية للمجمع وذلك على المستوى المتوسط

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

والطويل وهو ما يخدمنا في دراسة الحالة من أجل التعرف على السياسة الاستثمارية وخاصة السياسة التمويلية للمجمع وأدائه المالي.

أ- عرض نسب التمويل الخاصة بسونلغاز

• نسبة التمويل الدائم

تحسب هذه النسبة بقسمة الأموال الدائمة على الأصول الثابتة وهي تعبر عن مدى تمويل أو تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة للشركة.

• نسبة التمويل الخاص

أي الأموال الخاصة على الأصول الثابتة وهي تعني أن الأصول الثابتة مغطاة كلياً أو جزئياً بالأموال الخاصة.

• نسبة هيكل رأس المال

وهي تتمثل في الأموال الأجنبية أي الديون الطويلة الأجل على مجموع الأموال الدائمة وذلك لأجل التعرف على قدرة الشركة بالوفاء على المدى الطويل.

• نسبة الاستقلالية المالية

نقيس هذه النسبة بقسمة الأموال الخاصة على إجمالي الديون وهي تعبر عن مدى استقلالية الشركة المالية.

بالتالي سوف نقوم بحساب نسب الهيكل المالي الخاصة بمجمع سونلغاز، من خلال الجدول التالي
سوف نقوم بعرض مختلف هذه النسب:

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

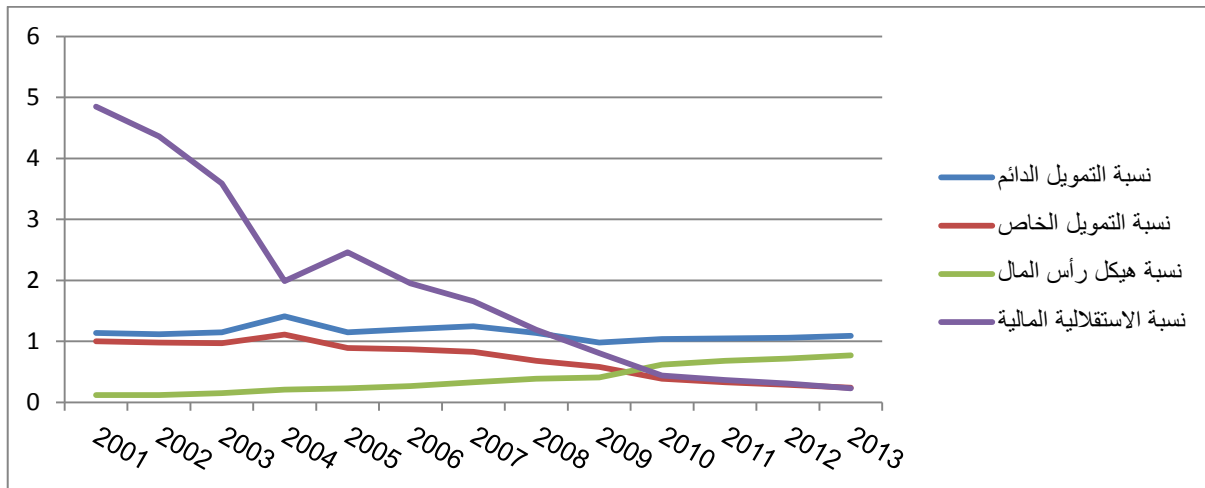
الجدول رقم (4-10): نسب التمويل والهيكل المالي لمجمع سونلغاز 2001-2013

النسب / السنوات	نسبة التمويل الدائم	نسبة التمويل الخاص	نسبة هيكل رأس المال	نسبة الاستقلالية المالية
2001	1,14	1	0,12	4,85
2002	1,12	0,98	0,12	4,36
2003	1,15	0,97	0,15	3,59
2004	1,41	1,11	0,21	1,99
2005	1,15	0,89	0,23	2,46
2006	1,20	0,87	0,27	1,95
2007	1,25	0,83	0,33	1,66
2008	1,14	0,68	0,39	1,19
2009	0,98	0,58	0,41	0,81
2010	1,04	0,39	0,62	0,44
2011	1,05	0,33	0,68	0,37
2012	1,06	0,29	0,72	0,31
2013	1,09	0,24	0,77	0,23

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على (الميزانيات المالية لمجمع سونلغاز للفترة 2001-2013).

بعد القيام بحساب أهم النسب المعبرة عن التمويل وهيكل مال شركة سونلغاز لايد من تمثيل هذه النسب في البيان التالي:

الشكل رقم (4-9): تطور نسب التمويل الخاصة بمجمع سونلغاز 2001-2013



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على جدول نسب التمويل والهيكل المالي.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

ب- تحليل نسب التمويل والهيكل المالي

من خلال الجدول السابق وكذا الشكل البياني الخاص بنسب التمويل وهيكل مال مجمع سونلغاز يمكن أن نلاحظ ما يلي:

- تعتبر نسبة التمويل الدائم دليل واضح على مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة الخاصة بالمؤسسة وهي تكتسي أهميتها من كونها دائمة وتعتبر ضمان للشركة وجميع الأطراف، فحتى تعمل المؤسسة بارتياح لابد لها من نسبة تمويل دائم ≤ 1 ، فيما يتعلق بنسب التمويل الدائم الخاصة بالفترة 2001-2013 لمجمع سونلغاز فإننا نلاحظ أنها كانت أكبر من الواحد مع بعض التطور والانخفاض من سنة الى أخرى ما يدل على قدرة الأموال الدائمة الموجودة عند المجمع على تغطية أصولها الثابتة، لكن هذا باستثناء سنة 2009 التي عرفت نسبة تمويل دائم أقل من الواحد وهذا ما يدل على أن رأس المال العامل الدائم معدوم وهو ما وجدناه سابقا والذي يعود أساسا لارتفاع قيمة الاستثمارات التي قام بها المجمع خلال تلك الفترة.
- تعبر نسبة التمويل الخاص مكتملة لنسبة التمويل الدائم فهي معبرة عن مدى اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة في تمويل أصولها الثابتة والتي ان كانت أكبر أو يساوي ≤ 1 أي أكبر من نسبة 100% فإنها ربما تكون في غير صالح المؤسسة لأن رأس المال العامل الخاص يكون معدوم والديون طويلة الأجل تمول الأصول المتداولة، في حالة مجمع سونلغاز فان النسبة كانت تساوي $= 1$ في سنة 2001 ولكن سرعان ما عرفت تطورا وتحسنا ملحوظا من سنة الى أخرى ما يدل على انخفاض اعتماد سونلغاز على أموالها الخاصة في تمويل أصولها وهو أمر ايجابي يساعد على ايجاد وضعية مالية جيدة للمجمع، ما عدا سنة 2004 والتي عرفت نسبة أكبر < 1 وهو أمر سلبي نتيجة الاعتماد بشكل كلي على الأموال الخاصة في تمويل الأصول الثابتة وتجاوز ذلك لتمويل الأصول المتداولة عن طرق الديون الطويلة.
- عرفت نسبة هيكل رأس المال والتي تعبر عادة عن نسبة الديون الطويلة الأجل في تركيبة الأموال الدائمة للمؤسسة معدلات مقبولة من سنة 2001 الى غاية 2003، لكنها أخذت في الارتفاع وتجاوزت النسب المقبولة وهذا ابتداء من سنة 2004 اذ وصلت الى حدود 77% من الأموال الدائمة في سنة 2013 وهذا ما يدل على الاعتماد الكبير على الديون الطويلة الأجل من قبل المجمع في السنوات الأخيرة نتيجة ارتفاع نسبة القروض السندية في هيكل مال سونلغاز والذي يمكن أن يكون ذو تأثير سلبي على المدى الطويل.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

• فيما يخص نسبة الاستقلالية المالية لمجمع سونلغاز والتي تعبر عن مدى استقلالية الشركة واعتمادها على أموالها الخاصة بدلا من الديون فيجب أن تكون أكبر > 1 ، أما في حالة سونلغاز عرفت نسب مقبولة خلال السنوات 2001-2008 رغم وجود التذبذب خلال بعض السنوات لكنها كانت أكبر من الواحد، لكن عرفت انخفاضا ملحوظا ابتداء من سنة 2009 الى غاية سنة 2013 وذلك راجع لعدة أسباب أهمها ارتفاع معدلات الديون الطويلة الأجل وكذا استحقاق أجل الأخطر الخاصة بالقروض السندية لسنة 2004 و2005 ما جعل الاستقلالية الخاصة بالمجمع تتخفف.

3- نسب المديونية والرفع المالي لسونلغاز

هناك أهمية خاصة لهذه النسب في قدرتها على تقييم الهيكل التمويلي للشركة في تاريخ معين من حيث درجة اعتماده على مصادر التمويل داخلية إن كانت أو خارجية، حيث تقيس بدرجة أولى مدى اعتماد المؤسسة على مصادر خارجية في التمويل لذا فلها أهمية بالغة في دراستنا للتعرف على القدرات التمويلية لشركة سونلغاز وكذا نوعيتها، حيث هناك عدة نسب سوف نركز على أهمها.

أ- عرض نسب المديونية والرفع المالي الخاصة بسونلغاز

• نسبة المديونية

وهي مجموع الديون على مجموع أصول الشركة وتعبر عن مدى مساهمة الدائنين في تمويل المؤسسة.

• نسبة إجمالي الأصول إلى حقوق الملكية

وهي من النسب التي تقيس مباشرة درجة الرفع والتي تحسب بقسمة إجمالي الأصول على حقوق الملكية للشركة.

• نسبة الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية (المديونية طويلة الأجل)

والتي تقيس حجم الديون طويلة الأجل المستخدمة في عملية التمويل بالمقارنة مع حقوق الملكية للشركة المعنية.

في الجدول التالي سوف نقوم بعرض هذه النسب:

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

الجدول رقم (4-11): نسب المديونية والرفع المالي لشركة سونلغاز 2001-2013

النسب السنوات	نسبة المديونية	الأصول الى حقوق الملكية	الديون ط.أ الى حقوق الملكية
2001	0,17	1,20	0,13
2002	0,18	1,22	0,14
2003	0,21	1,27	0,18
2004	0,33	1,50	0,26
2005	0,28	1,40	0,30
2006	0,33	1,51	0,37
2007	0,37	1,60	0,50
2008	0,45	1,84	0,65
2009	0,54	2,21	0,69
2010	0,69	3,24	1,66
2011	0,72	3,63	2,12
2012	0,75	4,13	2,58
2013	0,81	5,27	3,44

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على (الميزانيات المالية لمجمع سونلغاز للفترة 2001-2013).

ب- تحليل نسب الهيكل المالي والمديونية لمجمع سونلغاز

بعد عرض أهم نسب الرفع المالي وكذا المديونية سوف نقوم بتقييمها من خلال مقارنتها بالمعدلات والنسب المقبولة وكذا النسب المتعارف عليها في القطاع:

- عرفت نسبة الاستدانة والتي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على مواجهة ديون الغير معدلات مقبولة من سنة 2001 الى غاية 2008 رغم قيام المؤسسة بإصداراتها السندية وارتفاع ديونها طويلة الأجل وهذا ما يدل على قدرتها على مواجهة الديون، لكنها أخذت في الارتفاع وتجاوزت النسبة المقبولة أي أكبر من الواحد < 1 وهذا ابتداء من سنة 2009 وهذا راجع أساسا الى زيادة كبيرة في حجم الديون الطويلة الأجل سواء القروض السندية أو البنكية، كذلك انطلاق الشركة في دفع أقساط هذه القروض، ما يعتبر دليلا على تأثير القروض السندية على أحد مؤشرات الأداء المالي ألا وهو المديونية.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

• تعتبر نسبة إجمالي الأصول الى حقوق الملكية من أهم النسب التي تقيس درجة الرفع بصورة مباشرة حيث أن أي زيادة في العائد على الأصول يترتب عليها زيادة في صافي الربح لأصحاب حقوق الملكية في الشركة والتي تكون بمقدار الزيادة \times نسبة الرفع المالي الناتج من هذه النسبة، وبالتالي فإنها كلما كانت أكبر تكون أفضل من وجهة نظر عامة والملاك خاصة، أما في حالة مجمع سونلغاز فقد كانت هذه النسبة في تزايد مستمر في فترة الدراسة وفي مستويات مقبولة خاصة منذ سنة 2009 أين عرفت ارتفاعا ملحوظا وذلك الى غاية سنة 2013 والذي يمكن تفسيره بارتفاع العائد على الأصول نتيجة زيادة برامج استثمارات المجمع وبالتالي زيادة صافي الأرباح لحقوق الملكية.

• الديون طويلة الأجل إلى حقوق الملكية تقيس حجم الديون طويلة الأجل المستخدمة في التمويل مقارنة بحقوق الملكية حيث أن نسبة 100% تمثل الحد الأقصى للرفع المالي وإذا زادت عن هذا الحد فإن ذلك يعنى أن المؤسسة تعتمد أكثر على الديون في تمويل أصولها الأمر الذي يعرضها لمخاطر مالية عالية، أي يجب أن لا تزيد عن 100% أو بنسبة 1، أما بالنسبة لمجمع سونلغاز فقد كانت في تزايد مستمر وأقل من الواحد >1 من 2001 الى سنة 2009 لكنها ارتفعت بشكل كبير فيما بعد وتجاوزت النسب المقبولة، هذا يرجع أساسا الى الزيادة المستمرة للديون الطويلة الأجل الناجمة عن مبالغ القروض السندية وفوائدها بمقابل تذبذب إجمالي حقوق الملكية وبالتالي الاعتماد أكثر على الديون في تمويل أصولها وهو انعكاس سلبي على المجمع.

الفرع الثاني: نسبة القدرة على الوفاء والمردودية

تعتبر قدرة المؤسسة على توفير الأموال اللازمة للتسديد والوفاء بالالتزامات من أهم المؤشرات الدالة على الوضعية المالية الجيدة وتحسن أدائها المالي وخاصة بالنسبة لموضوع دراستنا بالنظر لارتباطه الوثيق بالتمويل والقروض السندية، هذا دون أن ننسى أهمية مؤشرات المردودية المختلفة في تقييم حالة ووضعية المؤسسة.

1- نسب قابلية التسديد والوفاء

من أجل التعرف على قابلية التسديد الخاصة بمجمع سونلغاز هناك العديد من المؤشرات والنسب التي يمكن حسابها إلا أننا سوف نختار منها ما يخدم موضوع الدراسة والتي لها صلة بأثر التمويل والقروض السندية على الأداء المالي.

أ- عرض النسب

• نسبة القدرة على السداد

هي نسبة مهمة جدا في دراستنا حيث تعبر عن القدرة على سداد ديون المؤسسة وأموالها الأجنبية (الديون طويلة الأجل) وذلك عن طريق قدراتها الذاتية*.

• نسبة قابلية سداد الديون ط.أ

تعبر هذه النسبة عن مدى قابلية المؤسسة وقدرتها على سداد التزاماتها وديونها طويلة الأجل وذلك من مجموع أصولها.

• نسبة تغطية الفوائد

يمكن حساب هذه النسبة بقسمة إجمالي فائض الاستغلال على المصاريف المالية والتي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على خدمة ديونها من فوائد ومصاريف.

من خلال الجدول التالي سوف نقوم بحساب هذه النسب وعرضها خلال فترة الدراسة، إضافة الى الشكل البياني الذي يعرض مختلف هذه النتائج المتحصل عليها فيما يخص قدرة المجمع على الوفاء والسداد من أجل معرفة التطور الحاصل:

* قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + مخصصات الاهتلاكات والمؤنات

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

الجدول رقم (4-12): نسبة قابلية التسديد والوفاء لمجمع سونلغاز 2001-2013

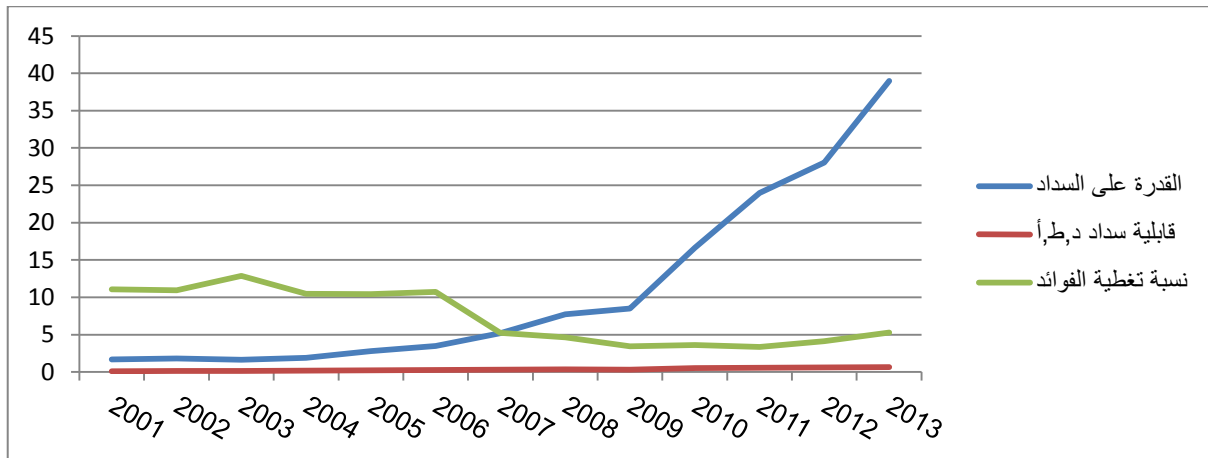
نسبة تغطية الفوائد	نسبة قابلية سداد د.ط.أ	نسبة القدرة على السداد	النسب السنوات
11,08	0,11	1,67	2001
10,96	0,12	1,81	2002
12,87	0,14	1,63	2003
10,49	0,17	1,89	2004
10,45	0,21	2,79	2005
10,72	0,25	3,50	2006
5,26	0,31	5,20	2007
4,65	0,35	7,72	2008
3,46	0,31	8,50	2009
3,60	0,51	16,63	2010
3,35	0,58	23,97	2011
4,13	0,62	28,05	2012
5,27	0,65	38,97	2013

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

- (الميزانية المالية لمجمع سونلغاز للفترة 2001-2013)

- (Bilan et TCR Consolidés du Groupe Sonelgaz 2001-2013).

الشكل رقم (4-10): تطور نسب قابلية السداد والوفاء لمجمع سونلغاز 2001-2013



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على جدول نسب قابلية التسديد والوفاء لسونلغاز 2001-2013.

ب- تحليل نسب قابلية التسديد والوفاء

سوف نقوم بتقييم وتحليل ما تم الحصول عليه من نسب قابلية التسديد على ضوء النسب والمعدلات المقبولة ماليا وكذا بالنظر للقطاع الذي تعمل فيه شركة سونلغاز، ما يسمح للمؤسسة بمواجهة التزاماتها من قروض وفوائد:

- تعتبر نسبة القدرة على السداد ذات دلالة كبيرة على الفترة التي تستغرقها المؤسسة من أجل تسديد ديونها وبالتالي فهي هامة جدا بالنسبة لتقييم الأداء المالي وكذا مؤشر مفسر هام جدا بالنسبة للتمويل بالسندات، فيما يخص مجمع سونلغاز فإننا نرى بأن هذه النسبة كانت جيدة في السنوات الأولى حتى سنة 2006 حيث كانت أقل أو يساوي ≥ 3 ثم ارتفعت فيما بعد منذ سنة 2007 الى غاية 2009 لكنها بقيت في نسب مقبولة بالنسبة للقطاع الذي تنتمي اليه سونلغاز، أما بعد سنة 2009 فقد عرفت ارتفاعا كبيرا أي أن المجمع يستغرق من 16 الى 38 سنة لأجل تسديد ديونه وهو ما يعتبر فترة كبيرة بالنظر الى ارتفاع حجم الديون القصيرة والطويلة في هيكلها وهو الأثر الذي كان للتمويل بالسندات دورا فيه.

- نسبة قابلية سداد الديون طويلة الأجل والتي تخدم موضوع دراستنا بشكل مباشر بالنظر الى أنها تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على تسديد كل ما هو مرتبط بديونها طويلة الأجل وذلك بالاعتماد على مجموع أصولها، هذه النسبة في سونلغاز كانت في مستويات مقبولة الى غاية سنة 2009 أي أقل أو يساوي ≥ 0.3 أو 30% وهي النسبة التي تسمح للمؤسسة بمواجهة هذه الديون بكل راحة أو حتى الحصول على قروض جديدة، أما فيما بعد ومنذ سنة 2010 ارتفعت هذه النسبة وفاقته 0.3 المقبولة وهو ما يعرض المجمع لإمكانية تعسر تسديده لديونه المتوسطة والطويلة الأجل وهو ما يعتبر أثر سلبي لارتفاع حجمها في الهيكل التمويلي رغم حصول الشركة على التمويل اللازم لبرنامج استثماراتها خلال هذه الفترة.

- فيما يخص نسبة تغطية الفوائد والتي هي أيضا دلالة هامة على وضعية المؤسسة وأدائها المالي كما أنها مؤشر مفسر للقرض السندي، فهي تعطي صورة هامة لقدرة المؤسسة على دفع فوائد ديونها المختلفة والتي كانت في مجمع سونلغاز نسب مقبولة طوال فترة الدراسة ما يدل على القدرة العالية لمجمع سونلغاز على تغطية مختلف تكاليف عمليات التمويل الخاصة به، إلا أننا نلاحظ أنها في تناقص مستمر خصوصا من 2007 بالنظر الى ارتفاع الديون المالية للمجمع والتي منها

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

الإصدارات السندية المختلفة 2004-2008 والتي استطاعت أن تجمع منها ما يقارب 87 مليار دينار، ما يؤكد التأثير الواضح للتمويل بالسندات على وضعية المجمع المالية.

2- نسب المردودية لمجمع سونلغاز

تعرف المردودية على أنها الثمرة التي تجنيها المؤسسة من عدد كبير من القرارات والسياسات التي نفذتها والتمويل جزء من هذه القرارات (التمويل بالسندات)، بالتالي فهذه النسب مهمة جدا لتحليل الأداء المالي ودرجة تأثره بالقروض السندية والتي سنأخذ أهمها.

أ- عرض نسب المردودية

• المردودية التجارية

تعتبر نسبة المردودية التجارية عن حجم ومقدار مساهمة رقم الأعمال في النتيجة العملياتية الخاصة بالمؤسسة وذلك بقسمة الثانية على الأولى.

• المردودية الاقتصادية

هي المردودية من وجهة نظر الوسائل المستعملة من قبل المؤسسة لممارسة نشاطها، تحسب بقسمة النتيجة على مجموع الأصول الاقتصادية في المؤسسة.

• المردودية المالية

تعتبر أهم نسب المردودية بالنسبة للأداء المالي، فإذا كانت النسبة مرتفعة وأكبر من نسبة الفائدة المطبقة على السوق المالي فإن المؤسسة لا تجد صعوبة في الرفع من أموالها الخاصة بالاعتماد على النتيجة الصافية.

ومن خلال الجدول التالي سوف نقوم بعرض مختلف هذه النسب وذلك في الفترة الممتدة من سنة

2001 إلى سنة 2013، الذي من خلاله نعرض التطور الحاصل خلال فترة الدراسة في الشكل البياني:

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

الجدول رقم (4-13): نسب المردودية الخاصة بمجمع سونلغاز 2001-2013

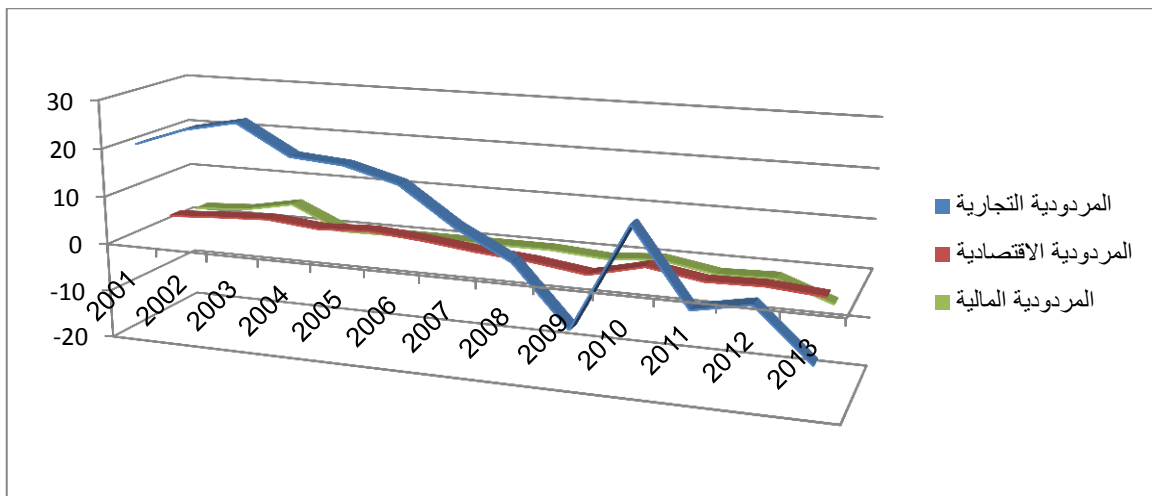
نسبة المردودية المالية	نسبة المردودية الاقتصادية	نسبة المردودية التجارية	النسب السنوات
2,14	3,01	20,70	2001
2,73	3,66	24,42	2002
4,78	4,18	26,58	2003
-0,10	3,12	20,53	2004
3,46	3,59	19,64	2005
3,40	2,69	16,67	2006
1,71	1,37	9,06	2007
0,02	0,43	3,29	2008
-0,80	-1,11	-8,94	2009
2,05	1,58	12,71	2010
-1,90	-0,24	-2,58	2011
-1,57	-0,032	-0,37	2012
-5,70	-0,92	-10,79	2013

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على:

- (الميزانيات المالية لمجمع سونلغاز للفترة 2001-2013)

- (Bilan et TCR Consolidés du Groupe Sonelgaz 2001-2013).

الشكل رقم (4-11): تطور نسب المردودية الخاصة بمجمع سونلغاز 2001-2013



المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على جدول نسب المردودية لسونلغاز .

ب- تحليل نسب المردودية لمجمع سونلغاز

كما قمنا بتحليل وتقييم مختلف النسب السابقة والخاصة بتشخيص الوضعية والأداء المالي لمجمع سونلغاز سوف نقوم بذلك بالنسبة لنسب المردودية الثلاث:

- تعتبر نسبة المردودية التجارية من المؤشرات المعبرة عن مقدار مساهمة رقم أعمال المؤسسة في نتائجها للاستغلال، بالنسبة لمجمع سونلغاز فقد كانت هذه النسبة موجبة وفي مستويات مقبولة من 2001 الى غاية سنة 2008 رغم تناقصها، لكنها ومنذ سنة 2009 الى غاية سنة 2013 فقد كانت سالبة ودون المستوى المطلوب إلا اذا استثنينا سنة 2010 وهذا راجع أساسا الى تراجع نتيجة المجمع وكذا تسجيل عجز في نتيجة الاستغلال.
- فيما يخص نسبة المردودية الاقتصادية والتي يمكن من خلالها قياس كفاءة تحقيق الأرباح داخل المجمع وذلك بالاعتماد على الأصول الاقتصادية والتي يجب أن تكون موجبة وكلما كانت أكبر من الواحد كانت أفضل، فإنها في مجمع سونلغاز فقد كانت أيضا موجبة طوال الفترة الى غاية سنة 2008 ما يدل على كفاءة الأرباح المحققة في الشركة، إلا أنها وابتداء من سنة 2009 أخذت في التناقص وكانت سالبة الى غاية نهاية فترة الدراسة باستثناء 2010، هذا ما نرجعه الى تأثير القروض السندية نظرا لاستحقاق أول شطر من الاصدار السندي الأول بداية سنة 2009 ثم تبعه شطرين اخرين، كذلك استحقاق الشطر الأول للقرض السندي الثاني سنة 2011 اضافة الى فوائد هذه القروض.
- فيما يتعلق بنسبة المردودية المالية فهي تعتبر مؤشر هام ودال على الأداء المالي للمؤسسة بالنظر الى أنه يشير الى مردودية الأموال المستثمرة في المؤسسة وكذا علاقته بالمساهمين والتي يجب أن تكون موجبة خاصة بالنسبة لشركة كسونلغاز التي لديها حجم استثمارات كبير جدا، ما كان جليا وواضحا خلال سنوات الدراسة من سنة 2001 الى غاية سنة 2008 اضافة الى سنة 2010، أما سنة 2004 فقد سجلت مردودية مالية سالبة وكذلك الأمر منذ سنة 2009 الى غاية سنة 2013 أين كانت هذه النسبة سالبة والذي يعتبر مؤشر سالب بالنسبة للمجمع وهو راجع أساسا الى العجز المسجل في النتيجة الصافية خلال تلك الفترة.

المطلب الثالث: الدراسة القياسية لتأثير القرض السندي على الأداء المالي لسونلغاز

بعد تشخيص الوضعية المالية لشركة سونلغاز وأدائها المالي سوف نقوم من خلال هذا المبحث بدراسة قياسية للعلاقة بين التمويل بالسندات والأداء المالي بالتطبيق على مجمع سونلغاز، حيث يتم وضع اطار عام من حيث البيانات والمتغيرات المستخدمة، إضافة الى نموذج هذه الدراسة لفهم العلاقة بين المتغيرات.

الفرع الأول: معطيات ومنهجية الدراسة

1- معطيات وأسلوب التحليل الخاص بالدراسة

من خلال هذا العنصر سوف يتم عرض وتوضيح كل من الحدود الزمنية للدراسة القياسية وكذا مصادر المعطيات والبيانات المستخدمة في هذا التحليل، إضافة الى تحديد الأسلوب الاحصائي القياسي المتبع في دراسة التأثير.

أ- الحدود الزمنية للدراسة

كما تم التطرق اليه سابقا فإنه تم اختيار شركة الكهرباء والغاز "سونلغاز" من أجل القيام بإسقاط الجانب التحليلي للوضعية المالية على الميدان ولتكون محل الدراسة، هذا راجع الى عدة عوامل أهمها العدد المعتبر للقروض السندية المصدرة من قبل شركة سونلغاز ما جعلها خلال عدة سنوات رائدا في سوق السندات الجزائرية وهو ما يخدم دراستنا على خلاف المؤسسات الأخرى، هذا إضافة الى قدرتها الإقتراضية العالية وكبر حجمها مقارنة بمؤسسات القطاع الخاص. قد قمنا بهذه الدراسة إجمالا على مستوى الشركة الأم التي تعتبر المسؤول عن سياسات المجمع وكذا مسؤول عن كافة الوحدات التابعة لها.

فيما يخص الإطار الزمني للدراسة فهو يمتد من سنة 2001 الى غاية سنة 2013 امتدادا لتحليل النسب المالية وتشخيص وضعية مجمع سونلغاز في المباحث السابقة، فهي نفس المدة التي سوف نقوم فيها بدراسة المتغيرات المفسرة لجانبي الدراسة، من أجل محاولة تحديد الأثر.

ب- معطيات وأسلوب الدراسة

عند قيامنا بتشخيص الوضعية المالية لمجمع سونلغاز وتقييم أدائه المالي في المطالب السابقة فإنه تم الاعتماد على مجموعة من الوثائق المحاسبية والقانونية وكذا التنظيمية للشركة، التي تم استغلالها لبناء نموذج الدراسة القياسية ومتغيراتها حيث شملت ما يلي:

- الميزانيات الختامية وجداول حسابات النتائج.
- النشرات الرسمية الخاصة بالقروض السندية للمجمع خلال فترة الإصدارات.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

• التقارير المالية والمحاسبية السنوية المصدرة من طرف شركة سونلغاز.

• تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، ونشراتها الدعائية.

أما فيما يخص الدراسة القياسية التي نحن بصدد تحديد معالمها فإننا سوف نعتمد على النتائج والنسب المتحصل عليها من تشخيصنا وتحليلنا للأداء المالي والتي تشمل التوازن المالي وكذا مختلف النسب المالية، هذا بعد تحديد المؤشرات المفسرة لجانبي الدراسة كما سنتطرق إليه في العنصر الموالي.

أما الأسلوب الذي سوف نعتمد عليه فهو يقوم على عدة أساليب حديثة للقياس الاقتصادي، تتمثل في اختبار جذر الوحدة واختبار غرانجر للسببية وذلك بالاعتماد على برنامج (EViews) للدراسات الاحصائية القياسية، هذا لدراسة إمكانية وجود علاقة سببية بين القرض السندي والأداء المالي لمجمع سونلغاز خلال فترة الدراسة.

2- متغيرات ومؤشرات الدراسة القياسية

ان دراسة تأثير التمويل بالسندات على الأداء المالي للمؤسسة من خلال دراسة العلاقة السببية بينهما، يتطلب منا تحديد مؤشرات مفسرة تمثل كل جانب من جانبي الدراسة أي يجب علينا تحديد المتغير التابع والمتغير المستقل. هذا بالاعتماد على الفصول النظرية وكذا الجزء الأول من الدراسة التطبيقية والمتمثل في نتائج تحليل الأداء والوضعية المالية الخاصة بشركة سونلغاز للكهرباء والغاز وذلك في الفترة الممتدة بين سنة 2001 وسنة 2013.

أ- المتغير المستقل

ان التمويل بالسندات أو القرض السندي هو الذي يمثل المتغير المستقل في دراستنا والذي وباعتباره قرضا طويل الأجل، يمكن تفسيره من خلال عدة مؤشرات سنختار أهمها كما يلي:

• **القدرة على السداد:** تفسر هذه النسبة المدة التي قد تستغرقها المؤسسة المقترضة (سونلغاز) للوفاء بديونها وكذا تسديد التزاماتها تجاه الغير، تحسب هذه النسبة كما ذكرناه سابقا بقسمة مجموع الأموال الأجنبية على قدرة التمويل الذاتي الخاصة بالمؤسسة.

• **الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية (الرفع المالي):** تعبر على مدى اعتماد المؤسسة على الديون الطويلة الأجل في التمويل مقارنة بحقوق الملكية أي أنها تعبر عن الرفع المالي فيها، بالتالي فهي من أهم المؤشرات المعبرة عن القرض السندي اضافة الى أنها تفسر كفاءة الأداء المالي في الشركة.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

- قابلية سداد الديون طويلة الأجل: تسمح هذه النسبة بالتعرف على القابلية التي تتمتع بها المؤسسة لمواجهة فترات سداد ديونها طويلة الأجل عامة والقروض السندية خاصة، هذا اعتمادا على مختلف أصولها.

ب- المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في الأداء المالي للمؤسسة والذي يمكن أن نعبر عنه بمجموعة من المؤشرات المختلفة إلا أنه في دراستنا سوف نختار المؤشرات الأكثر تمثيلا وتفسيرا من ناحية التمويل، هذا نظرا لأننا بصدد دراسة تأثير القرض السندي على المؤسسة (سونلغاز) وهو واحد من مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة والمكونة لهيكلها التمويلي وبالتالي فإن المؤشرات ستكون كالآتي:

- **العائد على الاستثمار:** يفسر قدرة الشركة على تحقيق العائد والربح المناسب من الأموال المستثمرة وخصوصا الأموال المقترضة، بالتالي فهو يعبر عن مدى كفاءة الأداء بشكل عام والأداء المالي بشكل خاص.

- **المردودية المالية:** تدل على وجود تسيير أمثل من طرف المؤسسة لمواردها المالية لكن اذا قلت أو انعدمت استلزم ذلك على المؤسسة إعادة النظر في سياسة استثمارها للموارد المالية، بالتالي فهي مؤشر جيد لتفسير الوضعية والأداء المالي.

الفرع الثاني: الدراسة واختبار السببية باستخدام برنامج (EViews)

تهدف الدراسة القياسية الى تحديد العلاقة أو تأثير التمويل بالسندات ممثلا في القدرة على السداد، تغطية الفوائد وكذا قابلية سداد الد.ط. الأجل، على الأداء المالي لمجمع سونلغاز ممثلا في العائد على الاستثمار، الد.ط. الأجل الى حقوق الملكية والمردودية المالية، بدءا بتطبيق اختبار جذر الوحدة لمعرفة ما مدى استقرار السلاسل الزمنية المستعملة في الدراسة وتجنب النتائج المزيفة نتيجة لعدم استقرارها، من خلال استخدام اختبار ديكي- فولر الموسع، ثم تحديد درجات التأخر في المرحلة الثانية ومن ثم تطبيق اختبار غرانجر للسببية لمعرفة طبيعة العلاقة السببية.

1- اختبار استقرار السلاسل الزمنية

سوف يتم اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات والتي تتكون من:

- المتغيرات (X1): القدرة على السداد، X2: الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية، X3: قابلية سداد الديون طويلة الأجل).
- المتغيرات (Y1): العائد على الاستثمار، Y2: المردودية المالية).

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

وذلك باستخدام اختبار ديكي- فولر الموسع لاختبار وجود جذر الوحدة. حيث يسمح هذا الاختبار بفحص فرضية العدم بأن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة أي غير مستقرة، مقابل الفرضية البديلة بأن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة أي أنها مستقرة، هذا من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-14): نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع (ADF)

القيم الحرجة عند مستوى معنوية 5%					Y2	Y1	X3	X2	X1		
Y2	Y1	X3	X2	X1							
-3.87	-3.87	-3.87	-3.87	-4.00	-3.29	3.35	-2.31	0.32	2.42	النموذج c	السلسلة الأصلية
-3.17	-3.17	-3.14	-3.14	-3.21	0.15	0.33	0.29	3.12	3.31	النموذج b	
-1.97	-1.97	-1.97	-1.97	/	-1.35	-1.06	2.46	5.07	/	النموذج a	
-4.10	-3.93	/	/	/	-3.03	-4.08	/	/	/	النموذج c	سلسلة الفروق الأولى
3.17	/	/	/	/	-5.26	/	/	/	/	النموذج b	
/	/	/	/	/	/	/	/	/	/	النموذج a	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 6.0.

- من خلال نتائج اختبار ديكي- فولر الموسع تم التوصل إلى أن السلاسل الزمنية ل X1 نسبة القدرة على السداد، X2 الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية و X3 نسبة قابلية سداد الديون طويلة الأجل مستقرة في المستوى، حيث أن القيمة المطلقة للإحصائية t المحسوبة أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى معنوية 5% أي أنها سلاسل زمنية متكاملة من الدرجة صفر، ومنه يتم رفض الفرضية الصفرية أن السلسلة تحتوي على جذر الوحدة ويتم قبول الفرضية البديلة بأن السلسلة لا تحتوي على جذر الوحدة.
- أما السلاسل الزمنية لكل من Y1 العائد على الاستثمار و Y2 المردودية المالية مستقرة عند أخذ الفرق الأول وهذا عند مستوى معنوية 5%، بالتالي يتم قبول الفرضية البديلة بأن السلاسل الزمنية لا تحتوي على جذر الوحدة أي أنها سلاسل متكاملة من الدرجة الأولى.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

2- تحديد درجات التأخر

قبل أن نقوم بتطبيق اختبار غرانجر للسببية، ينبغي أن نحدد عدد درجات التأخر لهذا النموذج ويتم ذلك اعتمادا على معياري Akaike و Schwarz التي تحدد درجة التأخر P التي تحقق أقل قيمة للمعيارين السابقين. اعتمادا على مخرجات برنامج Eviews 6.0، فقد تم التوصل إلى النتائج الموضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (4-15): نتائج تحديد درجات التأخر

2	1		
7.90	8.05	Akaike	X1 Y1
8.20	8.26	Schwarz	
3.45	3.05	Akaike	X2 Y1
3.81	3.30	Schwarz	
0.16	0.56	Akaike	X3 Y1
0.46	0.78	Schwarz	
9.98	9.59	Akaike	X1 Y2
10.28	9.81	Schwarz	
4.79	4.29	Akaike	X2 Y2
5.15	4.53	Schwarz	
2.18	2.03	Akaike	X3 Y2
2.48	2.25	Schwarz	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews 6.0.

- من خلال النتائج الموضحة في الجدول يتبين أنه تم اختيار درجة التأخر رقم 1 عند تقدير العلاقة بين Y1 العائد على الاستثمار و X2 الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية. وكذا في العلاقة بين Y2 المردودية المالية وكلا من X1 نسبة القدرة على السداد، X2 الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية (الرفع المالي)، X3 نسبة قابلية سداد ديون طويلة الأجل.
- وأنه تم اختيار درجة التأخر رقم 2 عند تقدير العلاقة بين Y1 العائد على الاستثمار وكلا من X1 نسبة القدرة على السداد، X3 نسبة قابلية سداد الديون طويلة الأجل.

الفصل الرابع: تأثير القرض السندي على الأداء المالي في مجمع سونلغاز - الجزائر -

3- اختبار غرانجر للسببية:

بعد تحديد درجات التأخر سوف تجري اختبار غرانجر للسببية لمعرفة ما اذا كانت هناك علاقة سببية بين كل من القدرة على سداد الديون، الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية وقابلية سداد الد.ط. الأجل كمؤشرات معبرة عن التمويل بالسندات. وكل من العائد على الاستثمار والمردودية المالية كمؤشرات معبرة عن الأداء المالي، من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (4-16): نتائج اختبار غرانجر للسببية

قيمة فيشر (F)	الاحتمال (P)		
0.0651	0.9377	X1→Y1	X1 Y1
0.4616	0.6547	Y1→X1	
3.0283	0.1158	X2→Y1	X2 Y1
1.7626	0.2170	Y1→X2	
4.3214	0.0234	X3→Y1	X3 Y1
1.1766	0.5433	Y1→X3	
2.3314	0,0136	X1→Y2	X1 Y2
0.5960	0.4623	Y2→X1	
20.2875	0.0015	X2→Y2	X2 Y2
0.8759	0.3738	Y2→X2	
2.9397	0.1248	X3→Y2	X3 Y2
0.0270	0.8735	Y2→X3	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج EViews.

من خلال النتائج الموضحة في الجدول لاختبار سببية غرانجر تم التوصل الى النتائج التالية:

- نسبة القدرة على السداد تسبب وتؤثر في المردودية المالية عند مستوى معنوية 5%، حيث أن قيمة الاحتمال مساوية لـ 0,0136 وهي أقل من 0,05، بينما لا تسبب ولا تؤثر في العائد على الاستثمار.
- الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية تسبب وتؤثر في المردودية المالية لمجمع سونلغاز عند مستوى معنوية 5%، حيث أن قيمة الاحتمال P تساوي 0.0015 وهي أقل من 0.05، بينما لا تؤثر ولا تسبب في العائد على الاستثمار.
- أما فيما يخص نسبة قابلية سداد الديون طويلة الأجل فهي تسبب وتؤثر في العائد على الاستثمار، حيث كانت قيمة الاحتمال تساوي 0.0234 وهي أقل من 0,05، بينما لم تؤثر في المردودية المالية للمجمع.

خلاصة الفصل

لقد قام مجمع سونلغاز في إصدار أربع قروض سنديّة قسمت بين مؤسسية وجمهور واسع ومنها المسعرة وغير المسعرة، ما مكن المجمع من تجميع ما يفوق 87 مليار دج ساهمت بشكل كبير في تمويل البرامج والمشاريع الاستثمارية، كما ساهمت أيضا في وصول المجمع الى تحقيق التوازن المالي اللازم وكذا المؤشرات الموجبة التي تمنح له الأمان.

أما بخصوص السيولة واليسر الماليين وكذا المردودية والتي تعبر عن مدى كفاءة الأداء المالي اضافة الى التوازن، فقد كان تأثيرها واضحا خلال الفترة 2001-2013 غير أن هذا التأثير كان متذبذبا بين التحسن والتراجع، نظرا الى أن نتائج التشخيص بينت أن جل المؤشرات والنسب الخاصة بالأداء عرفت تطورا موجبا الى غاية سنة 2008 في حين شهدت تراجعا بعد ذلك وهذا ابتداءا من سنة 2009. أما من خلال الدراسة القياسية لمعرفة العلاقة السببية بين القروض السندية المصدرة من طرف سونلغاز وأدائها المالي فقد التوصل من خلال النتائج الى وجود علاقة تأثير وسببية من التمويل بالسندات ممثلا بنسبة القدرة على السداد، الرفع المالي، وقابلية سداد الديون طويلة الأجل، باتجاه الأداء المالي ممثلا بالعائد على الاستثمار والمردودية المالية.

الخاتمة

الخاتمة

إن عملية التمويل واحدة من أهم الوظائف داخل المؤسسة الاقتصادية باعتبارها العمود والركيزة الأساسية لمختلف أنشطتها واستثماراتها ودافعا قويا من أجل النمو والتطور، فالتمويل يسمح للمؤسسة بترجمة الخطط والأهداف الموضوعية والوصول الى تعظيم العائد من جهة وتخفيض التكاليف من جهة أخرى. وهنا تقوم المؤسسة بالمفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية المتاحة لتكوين الهيكل المالي المناسب، حيث أن الإدارة المالية تجد نفسها أمام مجموعة من الصعوبات في اختيار مصادر الأموال وكيفية تحصيلها للتقليل من المخاطر وكذا تجنب الوقوع في الخسائر المالية.

من هنا فإن التمويل الطويل الأجل يعتبر واحد من أهم مصادر الأموال بالنسبة للمؤسسة ودائما ما تسعى لتواجده في هيكلها التمويلي نظرا لما يمنحه من امتيازات وخصائص. وبالحديث عن التمويل الدائم فإن سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة تمنح البدائل اللازمة لتمويل الاقتصاد وتساعد وحداته على سد احتياجاتها كما توفر لها فرص استثمارية، وهو حال السوق السندي الذي يعتبر مصدرا تمويليا هاما للمؤسسات الاقتصادية خصوصا بعد استنفاد قدراتها الذاتية.

ونظرا لأهمية النشاط المالي في المؤسسة وضرورة تقييم فعالية الأداء المالي وجدوى مصادر الأموال المستعملة في الاستثمار، تكمن أهمية العلاقة بين تأثير هذا الأداء واستخدام القرض السندي كمصدر تمويلي هام، حيث يعتبر الأقل تكلفة من بين مصادر التمويل الخارجية بالرغم من ارتفاع احتمالات التعرض الى المخاطر، كما أنه وفي غالب الأحيان يزيد من مردودية المؤسسة من خلال الاستفادة من الأثر الايجابي للرفع المالي، اضافة لأثره الواضح على التوازن والوضعية المالية وكذا كل من السيولة واليسر المالي.

أما الجزائر فقد أدركت أهمية إنشاء بورصة القيم المنقولة في محاولة لتوفير مصادر وبدائل تمويل إضافية للمؤسسات ومن ثم إنعاش الاقتصاد الوطني، حيث شهد السوق السندي المؤسساتي خاصة في العشرية الأخيرة تطورا كبيرا وشكل بديلا تمويليا للعديد من المؤسسات الاقتصادية. أما الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز "سونلغاز" وبعد أربع إصدارات أصبحت أكبر متدخل في السوق السندي المؤسساتي الجزائري، حيث توافق هذا النوع من التمويل مع السياسة العامة لسونلغاز من جهة والسياسة المالية وبرامج استثماراتها من جهة أخرى، إضافة الى تمتع المجمع بطاقة إقتراضية عالية.

من أجل إبراز الهدف من هذا البحث من خلال جانب تطبيقي لدراسة الحالة، اعتمد الباحث على تحليل متغيرات الدراسة باستخدام تقنيات التحليل المالي وكذا أساليب الدراسة القياسية، بهدف تحديد مدى تأثير القرض السندي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية بصفة عامة وعلى مجمع سونلغاز بصفة خاصة.

الخاتمة

من خلال هذه الدراسة قام الباحث باختبار أربع فرضيات فرعية تمثل الإجابة على الأسئلة الفرعية، والتي من خلالها نختبر الفرضية الرئيسية للبحث والتي تعتبر الرد والاجابة على الاشكالية الرئيسية للدراسة وهي:

هل يساهم التمويل بالسندات في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية؟ وما هي طبيعة وواقع هذا التأثير في مجمع سونلغاز؟

1- نتائج الدراسة واختبار الفرضيات

مما سبق يمكن أن نوضح أهم النتائج المتوصل إليها من خلال هذه الدراسة:

- قامت سونلغاز بإصدار أربع قروض سنديّة مسعرة وغير مسعرة في البورصة مكنتها من تجميع ما يفوق 87 مليار دج ساهمت بشكل كبير في تمويل المجمع لاستثماراته وأنشطته المختلفة ما جعلها مصدرا هاما للأموال خاصة خلال سنوات الإصدار، إلا أنه وفيما بعد ونتيجة زيادة الديون في المجمع وكذا انخفاض الاستقلالية عرضه لاحتمالات تعسر التسديد وتغطية الفوائد وبالتالي إمكانية التأثير السلبي بارتفاع الديون عامة والقروض السندية خاصة. عليه فإن الفرضية الفرعية الأولى القائلة بأن القرض السندي يعتبر مصدرا تمويليا هاما في حدود استعماله ومساهمته في تغطية احتياجات المؤسسة، ما يغيرها ويدفعها للجوء اليه؛ فقد تحققت جزئيا.

- إن الأموال التي جمعت من الاصدارات السندية ساهمت في تحقيق التوازن المالي لسونلغاز، من خلال التطور الإيجابي لرأس المال العامل خلال فترة الدراسة وتغطيته للاحتياج الذي بقي في مستويات مقبولة، بالتالي تحقيق خزينة موجبة تمثل هامش أمان للمجمع، ما مكنه من تمويل استثماراته وسد مختلف احتياجاته، هذا ما جعل سونلغاز في وضعية مالية متوازنة ومريحة. بالتالي نقبل الفرضية الفرعية الثانية التي مفادها أن التمويل بالسندات يساهم في تحسين الوضعية المالية للمؤسسة موضوع الدراسة، هذا من خلال المساهمة في تحقيق توازنها المالي.

- اتضح من خلال تحليل الوضعية المالية لمجمع سونلغاز التحسن الفعلي والواضح للسيولة واليسر وكذا المردودية، هذا من خلال تحسن النسب المالية الخاصة بالتمويل، السيولة والربحية وكل من الرفع المالي، القدرة على الوفاء والمردودية المالية خلال الفترة 2001 الى غاية 2008، إلا أنه ومنذ سنة 2009 الى غاية سنة 2013 فإن هذه المؤشرات تذبذب تطورها وأخذت تتجه نحو التأثير السلبي على المجمع، ما يبين أن الاستفادة من هذا المصدر وتأثيره قسم على مرحلتين أولى ايجابية الى حد بعيد وثانية عرفت انعكاس سلبي على عدة مؤشرات مالية خاصة بسونلغاز، لكن يبقى أنها تمكنت من تمويل

الخاتمة

العديد من برامجها الاستثمارية. بالتالي فإن الفرضية الثالثة القائلة إن اللجوء الى السندات كمصدر تمويلي يساهم في تمويل احتياجات سونلغاز وبرامجها الاستثمارية، نتيجة تحسن كل من السيولة، المردودية واليسر المالي للمجمع؛ فقد تحققت جزئيا.

- بناء على نتائج الدراسة القياسية وباستخدام اختبار غرانجر للسببية توصلنا الى وجود علاقة تأثير وسببية بين المتغير المستقل التمويل بالسندات والمتغير التابع الأداء المالي لمجمع سونلغاز، ذلك من خلال التوصل لما يلي:

- القدرة على السداد تؤثر وتسبب المردودية المالية لمجمع سونلغاز بينما لا تؤثر ولا تسبب في العائد على الاستثمار.
- نسبة الرفع المالي أو الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية تؤثر وتسبب في المردودية المالية لمجمع سونلغاز.
- قابلية سداد الديون طويلة الأجل تؤثر وتسبب في العائد على الاستثمار الخاص بمجمع سونلغاز ولم تؤثر في المردودية المالية خلال فترة الدراسة.

هذه النتائج تؤكد وجود علاقة سببية وتأثير من القروض السندية المصدرة من طرف سونلغاز باتجاه أدائها المالي، بالتالي نقبل الفرضية الرابعة التي تقترض أنه توجد علاقة تأثير وسببية من التمويل بالسندات باتجاه الأداء المالي لمجمع سونلغاز وهذا خلال فترة الدراسة؛

- بينت نتائج الدراسة القياسية أنه بالفعل توجد علاقة تأثير وسببية للتمويل بالسندات على الأداء المالي لمجمع سونلغاز، في حين أن نتائج تقييم الأداء المالي في الفترة 2001-2013 من خلال مؤشرات ونسب التحليل المالي بينت أن هذا التأثير والتطور انقسم الى فترة أولى عرفت تأثيرا موجبا أي تحسن واضح لمؤشرات ونسب الأداء الى غاية سنة 2008، وفترة ثانية شهدت تراجع مؤشرات ونسب النشاط المالي أي أن التأثير الايجابي لإصدار السندات كان في تراجع من سنة الى أخرى ابتداء من سنة 2009. مما سبق وبعد اختبار الفرضيات الفرعية يمكن القول أن الفرضية الرئيسية والقائلة بأن التمويل بالسندات يؤثر ويسبب تحسن الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، وهذا التأثير محقق في مجمع سونلغاز؛ فقد تحققت جزئيا.

2- الاقتراحات

- من خلال جملة النتائج المتحصل عليها يمكننا أن نقدم بعض الاقتراحات التي نذكرها كالآتي:
- حتمية القيام بعملية إصلاح شاملة لكافة الجوانب وتمس كل من المؤسسات وسوق القيم المنقولة في الجزائر من أجل إنجاح هذه السياسة ونشر الثقافة البورصية، منها سوق السندات لتوفير وخلق مصادر تمويل جديدة للاقتصاد ووحداته المختلفة.
 - إن الاستفادة المثلى من التوجه نحو القروض السندية كمصدر تمويلي يفرض على المؤسسة الجزائرية محاولة الوصول الى إضفاء وتحقيق التكامل اللازم مع مختلف المصادر التمويلية الأخرى في الهيكل المالي الخاص بها، مع عدم الإفراط بالتوجه الى هذا المصدر.
 - ضرورة قيام إدارة سونلغاز بتحليل ودراسة وضعيتها المالية بشكل دقيق ومستمر من خلال ربط جدول التمويل الخاص بها مع المصادر التمويلية المختلفة، لتحقيق التوازن المالي وتوفير السيولة واليسر اللازمين من أجل تحسين كفاءة الأداء المالي.
 - رغم امتلاك سونلغاز لطاقة اقتراضية معتبرة إلا أننا ننصح المجمع بعدم الإفراط في استعمال الديون طويلة الأجل الأمر الذي لن يخدمها على المدى الطويل، لذا ننصح الشركة بالبحث عن أساليب تمويلية إضافية لتغطية احتياجاتها من الأموال.
 - ضرورة قيام مجمع سونلغاز بمراجعة سياسته التمويلية خاصة فيما يتعلق بتمويل برامجه الاستثمارية عن طريق القروض السندية من أجل الوصول الى تحقيق عائد ومردودية مناسبين على الأموال المستثمرة.
 - مراجعة سياسة تحصيل الديون في سونلغاز وكذا التسعيرة الخاصة بالكهرباء والغاز، من أجل رفع العائد على المشاريع والبرامج الاستثمارية وكذا مردودية الأموال المستخدمة.

3- آفاق الدراسة

- إن هذا الموضوع يعتبر بالغا في الأهمية بالنسبة للمؤسسات الجزائرية والاقتصاد الوطني ككل، فهذه الدراسة لا تقدم رؤية مطلقة ونهائية عن التمويل عن طريق إصدار السندات ومدى تأثيره على المؤسسة، إذ يمكن دراسته من عدة جوانب وفي ظروف مختلفة زمانيا ومكانيا. بالتالي يمكن اقتراح العديد من المواضيع التي قد تكمل هذه الدراسة أو تثري جوانبها خدمة للاقتصاد الجزائري ووحداته، من أهمها نذكر:
- سبل تطوير سوق الأوراق المالية في الجزائر من أجل تمويل الاقتصاد وتحقيق التنمية المستدامة.
 - تفعيل سوق السندات في الجزائر وسبل استفادة المؤسسات من القروض السندية.
 - سياسة التمويل في المؤسسة الجزائرية ومدى تأثيرها على كفاءة الأداء.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

أ - الكتب

1. أبو ناعم عبد الحميد، (2002): ادارة المشروعات الصغيرة، دار الفجر للنشر والتوزيع: القاهرة، مصر.
2. الأرقم عبد الحفيظ، (1999): التحليل المالي (تحليل ربحية المقترحات الاستثمارية)، مطبوعات جامعة قسنطينة: الجزائر.
3. البرنوطي سعاد نايف، (2005): ادارة المشروعات الصغيرة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: عمان، الأردن.
4. التميمي أرشد فؤاد، (2004): الاستثمار بالأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
5. الحاج طارق، (2002): مبادئ التمويل، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
6. الحناوي محمد صالح والعبد جلال ابراهيم، (2002): الإدارة المالية "مدخل القيمة واتخاذ القرارات"، الدار الجامعية: الاسكندرية، مصر.
7. الحناوي محمد صالح ومصطفى نهال فريد، (2001): أساسيات الإدارة المالية، رسمية قرياقص: الدار الجامعية، الإسكندرية.
8. الحناوي محمد صالح، (2003): الإدارة المالية: التحليل المالي للمشروعات الجديدة، الدار الجامعية: مصر.
9. الخطيب محمد محمود، (2010): العوامل المؤثرة على الأداء المالي (الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات)، الطبعة الأولى، دار الحامد: عمان، الأردن.
10. الداغر محمود محمد، (2007): الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات، الطبعة الثانية، دار الشروق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
11. الزبيدي حمزة محمود، (2004): الاستثمار في الأوراق المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
12. الزيدانين جميل، (1999): أساسيات في الجهاز المالي، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: الأردن.
13. السلمي علي، (1978): التخطيط والمتابعة، الطبعة الأولى، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع: القاهرة، مصر.
14. السيسي صلاح الدين حسني، (2003): تطوير البورصات العربية، الطبعة الأولى، عالم الكتب: القاهرة، مصر.
15. السيسي صلاح الدين، (2003): دراسات نظرية وتطبيقية: قضايا اقتصادية معاصرة، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع: القاهرة، مصر.

16. الشمخي ابراهيم والجزراوي حمزة، (1998): الإدارة المالية الحديثة منهج علمي تحليلي في اتخاذ القرارات، دار الصفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
17. الصيرفي محمد، (2006): البورصات، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي: الاسكندرية، مصر.
18. العمار رضوان وليد، (1997): أساسيات في الادارة المالية مدخل الى قرارات الاستثمار وقرارات التمويل، دار الميسرة للنشر والتوزيع: الأردن.
19. الكرخي مجيد، (2007): تقويم الأداء باستخدام النسب المالية، الطبعة الأولى، دار المناهج للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
20. النجار عبد العزيز، (2007): أساسيات الادارة المالية، المكتب العربي الحديث: الاسكندرية، مصر.
21. النجار فريد، (1999): البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة: الاسكندرية، مصر.
22. النعيمي عدنان والتميمي أرشد فؤاد، (2009): الإدارة المالية المتقدمة، اليازوري: عمان، الأردن.
23. أندراوس عاطف وليم، (2008): التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي: الاسكندرية، مصر.
24. بن ساسي الياس وقريشي ويوسف، (2006): التسيير المالي دروس وتطبيقات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر: عمان، الأردن.
25. بوراس أحمد، (2003): أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري: قسنطينة، الجزائر.
26. بوراس أحمد، (2008): تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع: عنابة، الجزائر.
27. توفيق جميل أحمد، (1987): أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر والتوزيع: بيروت، لبنان.
28. جبار محفوظ، (2002): البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الطبعة الأولى، دار هومة للطبع: الجزائر.
29. جمعة السعيد فرحات، (2000): الأداء المالي لمنظمات الأعمال (التحديات الزاهنة)، دار المريخ للنشر: الرياض، السعودية.
30. حنفي عبد الغفار، (1997): أساسيات إدارة المنظمات، المكتب العربي الحديث: الإسكندرية، مصر.
31. حنفي عبد الغفار، (2000): أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات استثمار، رسمية قرياقص، الدار الجامعية: القاهرة، مصر.
32. حنفي عبد الغفار، (2002): مدخل معاصر في الإدارة المالية، رسمية قرياقص، الدار الجامعية: الاسكندرية، مصر.
33. حنفي عبد الغفار، (2003): أسواق المال، رسمية قرياقص، الدار الجامعية: الإسكندرية، مصر.
34. حنفي عبد الغفار، (2003): بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق استثمار، خيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر: الإسكندرية، مصر.

35. رمضان زياد سليم، (1996): أساسيات في الإدارة المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
36. شيحة مصطفى رشدي، (1985): الاقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة العربية: الاسكندرية، مصر.
37. صافي وليد والبكري أنس، (2009): الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن.
38. عاطف جابر طه عبد الرحيم، (2008): أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية: الاسكندرية، مصر.
39. عبد الحميد عبد المطلب، (2000): البنوك الشاملة عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية للنشر: الاسكندرية، مصر.
40. عبد العال طارق، (2008): التقييم وإعادة هيكلة الشركات - تحديد قيمة المنشأة-، الدار الجامعية: الاسكندرية، مصر.
41. عبد العزيز سمير محمد، (1997): اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مكتبة الاشعاع للطباعة والنشر والتوزيع: الاسكندرية، مصر.
42. عبد النبي محمد أحمد، (2009): الأسواق المالية (الأصول العلمية والتحليل الأساسي)، الطبعة الأولى، زمزم ناشرون وموزعون: عمان، الأردن.
43. عدون ناصر دادي، (1998): اقتصاد المؤسسة، الطبعة الأولى، دار المحمدية للطباعة: الجزائر.
44. عدون ناصر ونواصر محمد فتحي، (1991): دراسة الحالات المالية، دار الآفاق للنشر: الجزائر.
45. عقل مفلح محمد، (2006): مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، الطبعة الأولى، المجتمع العربي للنشر: عمان، الأردن.
46. غنيم حسين عطا، (1999): دراسات في التمويل، الطبعة الأولى، المكتبة الأكاديمية: القاهرة، مصر.
47. لسلس مبارك، (2004): التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية: الجزائر.
48. لطرش الطاهر، (2003): تقنيات البنوك، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية: الجزائر.
49. محمد سامي محمد، (1964): تطبيقات عملية في التحليل المالي، دار وائل للنشر: بيروت، لبنان.
50. منير شاكر محمد، اسماعيل اسماعيل ونور عبد الناصر، (2005): التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر: عمان، الأردن.
51. هندي منير إبراهيم، (1996): الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مؤسسة المعارف: الإسكندرية، مصر.
52. هندي منير إبراهيم، (1998): الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف: الاسكندرية، مصر.
53. هندي منير إبراهيم، (1999): إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف: الاسكندرية، مصر.

54. هندي منير ابراهيم، (1999): أدوات الاستثمار في سوق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث: الاسكندرية، مصر.
55. هندي منير ابراهيم، (1999): أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف: الاسكندرية، مصر.
56. هندي منير ابراهيم، (1999): الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث: الاسكندرية، مصر.
57. هندي منير ابراهيم، (2003): الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف: الاسكندرية، مصر.
58. هندي منير ابراهيم، (2007): الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف: الاسكندرية، مصر.
59. هوشيار معروف، (2003): الاستثمارات والأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء: عمان، الأردن.
60. هيكل محمد، (2003): مهارات ادارة المشروعات الصغيرة، الطبعة الأولى، مجموعة النيل العربية: القاهرة، مصر.
- ب-الدوريات والمجلات العلمية**
1. الحمدوني الياس خضير والصبحي فائز هليل، (2012): العلاقة بين الرفع المالي وعوائد الأسهم: دراسة في عينة من الشركات الأردنية المساهمة، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 4، العدد 8، الأردن.
2. الحمودة أحمد بن حماد، (1994): تقييم الأداء الوظيفي، دورية معهد الإدارة العامة، المجلد 34، العدد 2، الرياض، السعودية.
3. الشامي مصطفى، (1996): تحليل الهيكل التمويلي وتحديد القيمة العادلة للمؤسسة لتحقيق أهداف الخصخصة: دراسة نظرية تطبيقية، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، العدد 2، كلية التجارة، جامعة طنطا.
4. الطراونة مدحت ابراهيم، (2004): أثر الرفع المالي في ربحية الشركات المساهمة، مجلة البحوث الاقتصادية، المجلد 15، العدد 1، مركز بحوث العلوم الاقتصادية بنغازي، ليبيا.
5. خضر حسان، (2004): تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
6. دادن عبد الغني، (2006): قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية، مجلة الباحث العدد 4، ورقلة، الجزائر.
7. دادن عبد الوهاب، (2006): تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي: الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث، العدد 4، ورقلة، الجزائر.

8. دهال رياض، (2003): الأدوات المالية، مجلة جسر التنمية، المجلد 2، العدد 15، المعهد العربي للتخطيط، الكويت.
9. كمال عبد السلام علي حسن، (1991): نظرية الوكالة كمدخل لتطوير المراجعة الخارجية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، المجلد 15، العدد 3، كلية التجارة، جامعة المنصورة، مصر.
10. مزهودة عبد الملوك، (2001): الأداء بين الكفاءة والفعالية: مفهوم وتقييم، مجلة العلوم الانسانية، العدد الأول، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.

ت-الملتقيات العلمية

1. أحمد محمود جلال والكسار طلال، (2009): استخدام مؤشرات النسب المالية في تقويم الأداء المالي والتنبؤ بالأزمات المالية للشركات، المؤتمر الدولي السابع حول تداعيات الازمة الاقتصادية العالمية على منظمات الاعمال، المنعقد يومي 10-11 نوفمبر، كلية الاقتصاد جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن.
2. بالمقدم مصطفى، بن عاتق حنان وصاري زهيرة، (2005): التمويل عن طريق الإيجار كاستراتيجية لتغيير العمل المصرفي، المؤتمر العلمي الرابع الريادة والابداع: استراتيجيات الأعمال في مواجهة تحديات العولمة، المنعقد يومي 15-16 مارس، كلية العلوم الادارية والمالية، جامعة فيلادلفيا، الأردن.
3. دادن عبد الغني وكماسي محمد الأمين، (2005): الأداء المالي من منظور المحاكاة المالية، المؤتمر العلمي الدولي حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، المنعقد يومي 08-09 مارس، جامعة ورقلة، الجزائر.

4. زغيب مليكة، (2004): مشاكل تقييم المؤسسة الصناعية مع دراسة حالة مؤسسة الصيانة الصناعية، الملتقى الدولي اقتصاديات الخوصصة والدور الجديد للدولة، المنعقد يومي 03-07 أكتوبر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر.

ث-الأوراق والبحوث العلمية:

1. ابراهيم الكراسنة، (2005): ارشادات في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، الامارات.
2. سليمة طبائبية، (2010): تقييم الأداء المالي لشركات التأمين باستعمال النسب المالية: دراسة حالة في الشركة الجزائرية للتأمين، ورقة بحثية، جامعة 8 ماي 1945 قالمة، الجزائر.

ج-الرسائل الجامعية

1. باي مريم، (2008): السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر.

2. بوكساني رشيد، (2006): معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر.
3. بولحبال زوبير، (2011): السوق السنديّة الجزائرية التحديات أمام تطوير البنية الأساسية للسوق وأثرها على التنمية الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة.
4. زيطاوي سامية، (2004): ديناميكية أسواق الأوراق المالية في البلدان الناشئة، حالة أسواق الأوراق المالية العربية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة الجزائر.

ح- التقارير

1. التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة للفترة 2003-2013.
2. المنشورات الدعائية للقروض السنديّة لسونلغاز 2005، 2008.
3. المنشورة الدعائية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة 2004، 2005، 2006 و 2008.
4. لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، (1995): حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

خ- النصوص التشريعية والتنفيذية

1. المرسوم رقم 69-59، (1969): المؤرخ في 26 جويلية، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 63، 01 أوت 1969، المتعلق بإنشاء المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز.
2. المرسوم رقم 02-195، (2002): المؤرخ في 01 جوان، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 39، الصادرة في 2 جوان 2002، يتضمن القانون الأساسي للشركة الجزائرية للكهرباء والغاز المسماة "سونلغاز ش.ذ.أ."
3. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، (1991): العدد 26، الصادرة في 28 ماي.
4. المرسوم التنفيذي رقم 195-02، (2002): المؤرخ في 01 ماي، المتضمن القانون الأساسي لشركة سونلغاز كشركة ذات أسهم.
5. المرسوم التشريعي رقم 10/93، (1993): الصادر في 23 ماي، المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
6. القانون 03-04 المعدل والمتمم للمرسوم رقم 93-10، (2003): الصادر بتاريخ 19 فيفري، المتعلق بتنظيم ومراقبة عمليات البورصة.
7. المرسوم التنفيذي رقم 95-280، (1995): المؤرخ في 17 سبتمبر، المتعلق بتحويل شركة سونلغاز من شركة خدماتية الى شركة ذات طابع تجاري.
8. المرسوم التنفيذي رقم 91-475، (1991): المؤرخ في 14 ديسمبر، المتعلق بتحويل الصفة القانونية لسونلغاز من شركة قانونية الى شركة ذات طابع صناعي وتجاري.

9. المرسوم التنفيذي رقم 438/95، (1995): الصادر بتاريخ 23 ديسمبر، المتضمن تطبيق أحكام القانون التجاري المتعلقة بشركات المساهمة والتجمعات.
10. المرسوم التنفيذي رقم 96-474، (1996): المؤرخ في 28 ديسمبر، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 84، الصادر في 29 ديسمبر 1996، المتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية

A. Les Livres

1. Amblard H, Bernoux Ph, Herreros G et Livian Y, (1996): Les Nouvelles Approches Sociologiques des Organisations, Edition Seuil: Paris, France.
2. Bareaux Jean et Delahaye Jacqueline, (1999): Gestion Financière, Dunod: Paris, France.
3. Bouyacoub Farouk, (2000): L'entreprise et le Financement Bancaire, Casbah Edition: Alger, Algérie.
4. Boyer André, Hirigoyen Gérard et Thépot Jacques, (1997): Panorama de la Gestion, Editions d'Organisation: Paris, France.
5. Brealy Richard.A et Myers Stewart.C, (1997): Principes de Gestion Financière des Entreprises, 5^{ème} Edition, Édiscience International: Paris, France.
6. Capiez Alain, (1995): Eléments de Gestion Financière, 4^{ème} Edition, Masson: Paris, France.
7. Charron Jean-Luc et Sépari Sabine, (2001): Organisation et Gestion de l'Entreprise, 2^{ème} Edition, Dunod: Paris, France.
8. Choinel Alain et Rouyer Gérard, (2002): Le Marchés Financiers Structures et Acteurs, 8^{ème} Edition, Revue Banque Edition: Paris, France.
9. Cohen Eli, (1991): Gestion Financière de L'entreprise et de Développement Financière, Edition Edicef: Canada.
10. Conso Pierre et Lavaud Robert, (1982): Fonds de Roulement et Politique Financière, Dunod: Paris, France.
11. Damodaran Aswah, (2007): Finance D'entreprise: Théorie et Pratique (Cas Concrets, Exercices Corrigés), 2^{ème} Edition, Nouveaux Horizons de Boeck: Bruxelles, Belgique.
12. Floozat Denise, (1998): Economie Contemporaine, Les Phénomènes Monétaires, 14^{ème} Edition, P.U.F: Paris, France.
13. Le Saout Erwan, (2008): Introductions aux Marchés Financières, 2^{ème} Edition, Economica: Paris, France.
14. Evraert Serge, (1992): Analyse et Diagnostic Financiers, Méthodes et Cas, Eyrolles: Paris, France.
15. Gaudamine Guy et Montier Jean, (1998): Banques et Marchés Financiers, 1^{ère} Edition, Economica: Paris. France.
16. Gitman Lawrence et Joehnk Michael, (2005): Investissement et Marchés Financier, 9^{ème} Edition, Pearson Education: Paris, France.

17. Gourlaouen.P, (1998): Les Nouveaux Instrument Financières, Libraire Vuibert: Paris, France.
18. Hesca Humbert et Lessa Elisabeth, (1995): Gestion de L'information, Edition Litec: Paris, France.
19. Hutin Hervé, (1998): La Gestion Financière, Editions d'Organisation: Paris, France.
20. Jaffaux Corynne, (1994): Bourse et Financement des Entreprises, Editions Dalloz: Paris, France.
21. Khemakhem Abdellatif, (1976): La Dynamique du Contrôle de Gestion, 2^{ème} Edition, Dunod: Paris, France.
22. Lafaye Claudette, (1996): La Sociologie Des Organisations, Colin num 98, Edition Nathan: Paris, France.
23. Laflame Marcel, (1981): Le Management Approche Systémique, 3^{ème} Edition, Gaetan Morin éditeur: Canada.
24. Lamontagne.A et Guillaume.J, (2007): La Fonction Finance, 2^{ème} Edition, Chenelière/ MC Graw-Hill: Montréal, Canada.
25. Lasary, (2001): Economie de l'Entreprise, Edition Es-salem: Chéraga, Algérie.
26. Le Duff Robert, (1999): Encyclopédie de la Gestion et du Management, Dalloz Editions: Paris, France.
27. Lehmann Paul-Jacques, (2006): Bourse et Marchés Financiers, 3^{ème} Edition, Dunod- Collection "Les Topos": Paris, France.
28. Malecot J-F, (1994): Les Déterminants du Choix d'une Structure Financière des Groupes Industriels et Commerciaux, Economica: Paris, France.
29. Martory Bernard, (1999): Contrôle de Gestion Sociale, 2^{ème} Edition, Vuibert: Paris, France.
30. Octave Gelinier, (1986): Stratégie de l'Entreprise et Motivation des Hommes, Edition Hommes et Techniques: Paris, France.
31. Peyrard Josette, (1999): Analyse Financière, 8^{ème} Edition, Librairie Vuibert: Paris, France.
32. Pisset Pierre, (1985): Economie Monétaire et Bancaire, Edition Revue Banque: Paris, France.
33. Pitverdier latreyte. J, (1993): Finance d' Entreprise, 6^{ème} Edition, Economica: Paris, France.
34. Stephany Eric, (1999): Gestion Financière, Collection Entreprise 1^{er} cycle, Economica: Paris, France.
35. Terry George et Franclin Stéphan, (1985): Les Principes du Management, 8^{ème} Edition, Economica: Paris, France.
36. Vernimmen Pierre, (1989): Politique Financiers de l'Entreprise, Encyclopédie de Gestion, Tome 3, Edition Economica: Paris, France.
37. Vizzavona Patrice, (2004): Gestion Financière, 9^{ème} Edition, Editions Attol: Paris, France.

B. Revues Scientifiques

1. Barbe Odile et Didelot Laurent, (2011): La Comptabilisation d'un Emprunt Obligataire Convertible en Actions Assorti d'une Prime de Non-Conversion, Revue Française de Comptabilité, No 448, Ordre des Exeperts-Comptable, France.
2. Bourguignon. A, (1995): Peut-On Définir la Performance, Revue Française de Comptabilité, No 269, Paris, France.
3. Charles. P, (1982): La Performance Sociale Interne de La Firme, Revue Française de Gestion, No 38, Paris, France.
4. Ginglinger Edith, (2000): Le Point sur le Financement par Obligations Convertibles, Revue Banque, No 44, Groupe Revue Banque, Fédération Bancaire Française, France.
5. Molay Éric, (2005): La Structure Financière du Capital: Tests Empiriques sur le Marché Français, Finance Contrôle Stratégie, Vol 8, No 4, Université Paris Dauphine, France.

C. Recherches Scientifiques

1. Cabrillac Bruno et Rocher Emmanuel, (2009): Les Marchés de Titres de la Dette Publique dans les Pays en Développement, Evolution Récente et Principaux Défis, Bulletin de la Banque de France.
2. Ducay Stéphane, (2012): Emprunts Obligataires, Etude de Recherche Mathématiques Financières, Université de Picardie Jules Verne, UFR des Sciences, France.

D. Conférences et Colloques

1. Amblard Mark, (2008): La Mesure Comptable de la Performance Financière: Evolution de Normes, Stabilité des Principes, 29^{ème} Congrès de l'AFC, Paris, France.
2. Latreche Farid, (2002): La Création de Valeur Comme Mesure de la Performance Financière, Journée d'Etude sur la Productivité et Rationalisation des Ressources Humaines, 19 octobre, Université de Biskra.

E. Les Rapports

1. Bilan et TCR Consolidés du Groupe Sonelgaz 2001-2013.
2. rapport d'activité et compte de gestion consolidés du groupe sonelgaz 2009.

ثالثا: المراجع باللغة الانجليزية

A. Books

1. Brigham Eugene, (1983): Fundamental Of Financial Management, 3rd Edition, The Dryden Press: Chicago, U.S.A.
2. Chandler Lester, (1979): The Monetary Financial system, 1st Edition, Harper and Row: New York, U.S.A.
3. Cheng F Lee, (1985): Financial Analysis and Planing: Theory and Application, Addison-Wesley Publishing Company: Boston, U.S.A.
4. Fabozzi Frank and Peterson Pamela, (2003): Financial Management and Analysis, 2nd Edition, Wiley Finance: United States.

5. Gapenski Louis, (2005): An Introduction To Accounting And Financial Management, 3rd Edition, Aupha-Hap: Virginia, United States.
6. KuchhalK, S.C, (1994): Financial Management: An Analytical and Conceptual Approach, Chaitanya Publishing House: India.

B. Periodicals and journals

1. Asquith Paul and Mullins David, (1986): Signalling with Dividends, Stock Repurchases and Equity Issues, Financial Management, Vol 15, Issue 3.
2. Bardsley Peter, (1995): Optimal Leverage for the Utility Maximizing Firm, Journal of Economic Behavior and Organization, Vol 26, Issue 2, U.S.A.
3. Ferri.M and Jones.W, (1979): Determinates of Financial Structure: A New Methodological Approach, Journal of Finance, Vol 34.
4. Gordon M.J, (1963): Optimal Investment and Financing Policy, Journal of Finance, Vol 18, issue 2.
5. March. P, (1982): The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study, Journal of Finance, Vol 37.
6. Merton Miller, (1977): Debt and Taxes, Journal of Finance, Vol 32, Issue 2.
7. Modigliani Franco and Miller. M, (1963): Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, The American Economic Review, Vol 53, U.S.A.
8. Titman S. and Wessels R, (1988): The Determinants of Capital Structure Choice, Journal of Finance, Vol 43, Issue 1.

C. Scientific Researches:

1. Cohen Mark. A, Fenn Scott. A et Konar Shameek, (1997): Environmental and Financial Performance: Are They Related?, Working Paper, Owen Graduate School of Management, Vanderbilt University, Tennessee, U.S.A.
2. Dewenter Kathryn and Malatesta Paul, (1998): State Owned and Privately Owned Firms "An Empirical Analysis of Profitability, Leverage, and Labor Intensity", Working Paper, University of Washington, USA.

D. Reports:

1. International Monetary Fund, (2008): Algeria, Selected Issues, IMF Country N° 08/104, Washington, United States.

رابعاً: المواقع الالكترونية الرسمية

1. الموقع الرسمي للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

www.cosob.org Consulté Le: 24/01/2015

2. الموقع الرسمي لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

www.sgbv.dz Consulté Le: 04/03/2015.

3. الموقع الرسمي لمجمع سونلغاز:

www.sonelgaz.dz Consulté Le: 11/11/2014 Et Le: 22/11/2014 Et Le: 23/11/2014 Et Le: 15/12/2014.

الملاحق

الملاحق

الملحق رقم (1): المؤشرات الممثلة للتمويل بالسندات في مجمع سونلغاز 2001-2013

قابلية سداد الديون طويلة الأجل	الديون طويلة الأجل الى حقوق الملكية	نسبة القدرة على السداد	النسب السنوات
0,11	0,13	1,67	2001
0,12	0,14	1,81	2002
0,14	0,18	1,63	2003
0,17	0,26	1,89	2004
0,21	0,30	2,79	2005
0,25	0,37	3,50	2006
0,31	0,50	5,20	2007
0,35	0,65	7,72	2008
0,31	0,69	8,50	2009
0,51	1,66	16,63	2010
0,58	2,12	23,97	2011
0,62	2,58	28,05	2012
0,65	3,44	38,97	2013

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على جداول النسب المالية 2001-2013.

الملاحق

الملحق رقم (2): المؤشرات الممثلة للأداء المالي في مجمع سونلغاز 2001-2013

المردودية المالية	العائد على الاستثمار	النسب
		السنوات
2,14	1,71	2001
2,73	2,22	2002
4,78	3,74	2003
-0.10	2,08	2004
3.46	2,46	2005
3.40	2,24	2006
1.71	1,06	2007
0.02	0,013	2008
-0.80	-0,36	2009
2.05	0,63	2010
-1.90	-0,52	2011
-1,57	-0,37	2012
-5,70	-1,08	2013

المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد على جداول النسب المالية 2001-2013.

الملحق رقم (3): الميزانية المحاسبية لمجمع سونلغاز للسنة 2003

EPIC SONELGAZ

BILAN AU 31 / 12 / 2003

EXERCICE 2003

En DZD

COMPTE	ACTIF	MONTANT NET	COMPTE	PASSIF	MONTANT
	INVESTISSEMENTS			FONDS PROPRES	
20	Frais preliminaires	0,00	10	Fonds social	200 016 335 600,00
21	Valeurs incorporelles	29 254 300,83	12	Primes D'apports	0,00
22	Terrains	592 636 242,19	13	Reserves	20 535 777 781,60
24	Equipements de production	268 408 798 560,59	14	Subventions D'investissement	47 603 118 082,50
25	Equipements sociaux	3 788 912 473,33	15	Ecart De Reevaluation	91 051 044 579,20
28	Investissements en cours	101 076 008 319,47	18	Resultat En Instance D'affect	0,00
	TOTAL 2	373 895 609 896,41	19	Provisions P/Pertes et Charges	10 815 921 238,04
				TOTAL 1	370 022 197 281,34
	STOCKS			DETTES	
30	Marchandise	98 802 752,86	52	Dettes D'investissements	70 787 620 156,06
31	Matieres et fournitures	10 685 101 101,91	53	Dettes De Stocks	7 216 540 967,87
33	Produits semi-oeuvres	0,00	54	Detentions Pour Compte	2 850 013 407,14
34	Produits et travaux en cours	0,00	55	Dettes Envers Les Associes Et Societes Apparentees	714 366 612,57
35	Produits finis	0,00	56	Dettes D'exploitation	7 540 607 129,29
36	Dechets et rebuts	22 888,04	57	Avances Commerciales	18 290 112 561,29
37	Stocks a l'exterieurs	25 987 032,39	58	Dettes Financieres	0,00
	TOTAL 3	10 809 913 775,20	50	Comptes Crediteurs De L'actif	728 906 811,91
				TOTAL 5	108 128 167 646,13
	CREANCES			RESULTAT DE L'EXERCICE	18 615 584 211,99
42	Creances d'investissement	25 190 234 713,36	88		
43	Creances de stocks	334 623 545,02			
44	Creances sur associes et societes apparentees	15 517 924 187,94			
45	Avances pour compte	12 180 200 104,79			
46	Avances d'exploitation	7 215 159 553,66			
47	Creances sur clients	38 260 114 295,37			
48	Disponibilites	13 193 548 052,46			
40	Compte debiteurs du passif	166 421 015,25			
	TOTAL 4	112 058 225 467,85			
	TOTAL GENERAL	496 763 749 139,46		TOTAL GENERAL	496 763 749 139,46

الملحق رقم (4): الميزانية المحاسبية لمجمع سونلغاز للسنة 2004

SONELGAZ SPA

BILAN AU 31 / 12 / 2004

EXERCICE 2004

En DZD

COMPTE	ACTIF	MONTANT NET	COMPTE	PASSIF	MONTANT
	INVESTISSEMENTS			FONDS PROPRES	
20	Frais préliminaires	0,00	10	Fonds social	150 000 000 000,00
21	Valeurs incorporelles	108 491 418,67	12	Primes d'apports	0,00
22	Terrains	314 413 263,75	13	Réserves	36 149 161 993,59
24	Equipements de production	155 994 048 530,04	14	Subventions d'investissement	128 817 370 306,21
25	Equipements sociaux	1 832 966 298,57	15	Ecart de réévaluation	38 968 528 948,85
28	Investissements en cours	63 246 836 801,61	19	Provisions p/pertes et charges	9 514 648 730,42
	TOTAL 2	221 496 756 312,64		TOTAL 1	363 449 709 979,07
	STOCKS			DETTES	
50	Marchandises	94 841 761,95	52	Dettes d'investissement	97 286 784 514,38
51	Matières et fournitures	131 879 592,24	53	Dettes de stocks	3 849 933 560,39
53	Produits semi-ouvrés	0,00	54	Detentions pour compte	2 954 403 581,79
54	Produits et travaux en cours	0,00	55	Dettes envers les associés et sociétés apparentées	55 243 966 111,72
55	Produits finis	0,00	56	Dettes d'exploitation	10 800 791 567,06
56	Déchets et rebuts	22 888,04	57	Avances commerciales	11 581 336 299,87
57	Stocks à l'extérieur	16 633 675,96	50	Comptes créditeurs de l'actif	289 633 339,77
	TOTAL 3	243 577 918,19		TOTAL 5	182 006 848 974,98
	CREANCES				
42	Créances d'investissement	104 626 711 142,95	88	Résultat de l'exercice (déficit)	-361 579 787,24
43	Créances de stocks	642 663,48			
44	Créances sur associés et sociétés apparentées	130 332 454 034,93			
45	Avances pour compte	14 996 438 590,18			
46	Avances d'exploitation	2 987 020 236,37			
47	Créances sur clients	36 125 995 914,80			
48	Disponibilités	34 258 747 857,64			
40	Comptes débiteurs du passif	26 834 495,63			
	TOTAL 4	523 554 844 935,98			
	TOTAL GENERAL	545 094 979 166,81		TOTAL GENERAL	545 094 979 166,81

الملاحق

الملحق رقم (5): جدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز للسنة 2004

SONELGAZ SPA

TABLEAU DES COMPTES DE RESULTATS

au 31/12/2004

EXERCICE 2004

En DZD

Numéro de compte	DESIGNATION	DEBIT	CREDIT
70	Ventes de marchandises		6 916 597,94
60	Marchandises consommées	1 224 845,00	
80	MARGE BRUTE	5 691 752,94	
80	Marge brute		5 691 752,94
71	Production vendue		84 607 543 294,42
72	production stockée		-
73	Production de l'entreprise pour elle même		821 739 220,31
74	Prestations fournies		5 956 461 621,78
75	Transfert de charges de production		2 740 307 788,39
61	Matières et fournitures consommées	38 771 419 048,96	
62	Services	27 858 635 786,60	
81	VALEUR AJOUTEE	27 501 688 842,28	
81	Valeur ajoutée		27 501 688 842,28
77	Produits divers		4 133 263 040,50
78	Transfert de charges d'exploitation		928 464 255,88
63	Frais de personnel	9 398 382 040,92	
64	Impôts et taxes	1 791 404 291,40	
65	Frais financiers	4 332 718 813,71	
66	Frais divers	315 207 221,33	
68	Dotations aux amortissement et provisions	14 552 822 316,48	
83	RESULTAT D'EXPLOITATION	2 172 881 454,82	
79	Produits hors exploitation		18 057 075 390,67
69	Charges hors exploitation	20 049 438 773,73	
84	RESULTAT HORS EXPLOITATION		1 992 363 383,06
83	Résultat d'exploitation		2 172 881 454,82
84	Résultat hors exploitation	1 992 363 383,06	
880	RESULTAT BRUT DE L'EXERCICE	180 518 071,76	
889	IMPOT SUR LES BENEFICES	542 097 859,00	
88	RESULTAT DE L'EXERCICE (DEFICIT)		361 579 787,24

الملحق رقم (6): الميزانية المحاسبية لمجمع سونلغاز للسنة 2006

SONELGAZ SPA

BILAN CONSOLIDE AU 31/12/2006

EXERCICE 2006

En DZD

<i>Cpte</i>	<i>ACTIF</i>	<i>Montants nets</i>	<i>Cpte</i>	<i>Passif</i>	<i>Montants</i>
	INVESTISSEMENTS			FONDS PROPRES	
20	Frais préliminaires	35 260 688,61	10	Fonds social	150 000 000 000,00
21	Valeurs incorporelles	754 179 878,15	12	Primes liées au fonds social	0,00
22	Terrains	674 684 036,55	13	Réserves	37 866 957 651,42
24	Equipements de producti	338 119 528 163,88	14	Subventions d'investissem	95 483 125 790,00
25	Equipements sociaux	3 689 459 734,72	15	Ecart de réévaluation	1 000 184 770,74
28	Investissements en cours	157 486 628 942,12	16	Autres fonds propres	157 032 114 869,82
			18	Résultats en instance d'affec	0,00
	TOTAL 2	500 759 741 444,03	19	Provisions p/pertes et charge	11 781 115 057,61
				TOTAL 1	453 163 498 139,59
	STOCKS			DETTES	
30	Marchandises	57 398 029,69	52	Dettes d'investissement	178 135 146 767,11
31	Matières et fournitures	16 478 064 519,68	53	Dettes de stocks	9 672 641 581,91
33	Produits semi-ouvrés	0,00	54	Détentions pour compte	2 967 278 258,87
34	Produits et travaux en co	0,00	55	Dettes envers les associés et les	
35	Produits finis	0,00		sociétés apparentées	6 692 494 253,92
36	Déchets et rebuts	7 773,48	56	Dettes d'exploitation	13 096 319 376,33
37	Stocks à l'extérieur	36 803 319,17	57	Avances commerciales	21 964 151 516,95
	TOTAL 3	16 572 273 642,02	58	Dettes financières	0,00
			50	Comptes créditeurs de l'actif	7 694 549 279,13
	CREANCES			TOTAL 5	240 222 581 034,22
42	Créances d'investissem	35 182 011 944,19			
43	Créances de stocks	538 286 351,87			
44	Créances sur associés et		88	Résultat de l'exercice (Bénéfi	15 924 286 137,57
	sociétés apparentées	28 853 440 195,96			
45	Avances pour compte	41 211 218 406,41			
46	Avances d'exploitation	13 610 804 569,84			
47	Créances sur clients	47 347 696 283,91			
48	Disponibilités	24 837 747 228,84			
40	Comptes débiteurs du pa	397 145 244,31			
	TOTAL 4	191 978 350 225,33			
	TOTAL GENERAL	709 310 365 311,38		TOTAL GENERAL	709 310 365 311,38

الملاحق

الملحق رقم (7): الميزانية المحاسبية لمجمع سونلغاز للسنة 2007

SONELGAZ SPA

BILAN CONSOLIDE AU 31/12/2007

EXERCICE 2007

En DZD

Cpte	ACTIF	Montants nets	Cpte	Passif	Montants
	INVESTISSEMENTS			FONDS PROPRES	
20	Frais préliminaires	0,00	10	Fonds social	150 000 000 000,00
21	Valeurs incorporelles	623 155 382,76	12	Primes liées au fonds social	0,00
22	Terrains	798 743 370,20	13	Réserves	37 889 222 009,19
24	Equipements de production	382 621 850 190,43	14	Subventions d'investissement	135 883 125 790,00
25	Equipements sociaux	3 627 678 660,26	15	Ecart de réévaluation	525 050 458,15
28	Investissements en cours	180 340 143 973,47	16	Autres fonds propres	173 659 770 594,74
	TOTAL 2	568 011 571 577,12	18	Résultats en instance d'affectation	0,00
			19	Provisions p/pertes et charges	12 436 619 951,74
	STOCKS			TOTAL 1	510 393 788 803,82
30	Marchandises	6 808 556,76		DETTES	
31	Matières et fournitures	16 827 103 213,62	52	Dettes d'investissement	261 016 176 056,80
33	Produits semi-ouvrés	0,00	53	Dettes de stocks	10 698 096 828,93
34	Produits et travaux en cours	0,00	54	Détentions pour compte	3 061 269 230,05
35	Produits finis	0,00	55	Dettes envers les associés et les sociétés apparentées	2 849 445 650,92
36	Déchets et rebuts	7 773,48	56	Dettes d'exploitation	11 270 290 933,14
37	Stocks à l'extérieur	485 880 839,74	57	Avances commerciales	23 499 914 102,39
	TOTAL 3	17 319 800 383,60	58	Dettes financières	8 235 161,44
			50	Comptes créditeurs de l'actif	115 703 901,08
	CREANCES			TOTAL 5	312 519 131 864,75
42	Créances d'investissement	55 047 802 634,65			
43	Créances de stocks	75 151 615,79			
44	Créances sur associés et sociétés apparentées	14 290 148 189,12	88	Résultat de l'exercice (Bénéfice)	8 871 018 839,00
45	Avances pour compte	57 016 874 206,20			
46	Avances d'exploitation	8 082 786 854,90			
47	Créances sur clients	50 032 604 800,20			
48	Disponibilités	61 839 348 367,20			
40	Comptes débiteurs du passif	67 850 878,79			
	TOTAL 4	246 452 567 546,85			
	TOTAL GENERAL	831 783 939 507,57		TOTAL GENERAL	831 783 939 507,57

الملحق رقم (8): الميزانية المحاسبية لمجمع سونلغاز 2008-2009

Tableau 08 : Bilan consolidé au 31/12/2009 en dinars algériens (DA)

Cpte	Actif	Montants bruts	Amortis. et prov.	Montants nets	Montants n-1	Cpte	Passif	Montants	Totaux partiels	Montants n-1
	Investissements						Fonds propres		586 805 257 069,91	
20	Frais préliminaires	0,00	0,00	0,00	0,00	10	Fonds social	150 000 000 000,00		150 000 000 000,00
21	Valeurs incorporelles	1 487 206 909,68	960 385 927,49	526 820 982,19	508 833 742,97	12	Primes liées au fonds social	0,00		0,00
22	Terrains	1 010 781 848,42	0,00	1 010 781 848,42	1 004 323 273,56	13	Réserves	41 368 371 784,93		38 753 908 559,69
24	Équipements de production	1 224 076 227 734,50	700 827 471 066,23	523 248 756 668,27	441 913 866 591,44	14	Subventions d'investissement	178 979 370 061,28		169 483 125 790,00
25	Équipements sociaux	7 089 905 348,50	3 187 973 820,09	3 901 931 528,41	3 843 954 542,73	15	Écart de réévaluation	-213 971 282,44		486 343 426,17
28	Investissements en cours	3 79 330 220 294,80	0,00	3 79 330 220 294,80	258 042 105 280,33	16	Autres fonds propres	204 645 968 380,15		184 812 113 774,21
	Total 2	1 612 994 342 135,90	704 975 830 813,81	908 018 511 322,09	705 313 083 431,03	18	Résultats en instance d'affectation	-6 809 472 207,73		0,00
	Stocks					19	Provisions p/pertes et charges	18 407 029 768,84		17 060 866 389,21
30	Marchandises	19 897 838 623,19	986 678 203,77	18 911 160 419,42	4 813 484,76		Total 1	586 805 257 069,91		560 596 357 939,28
31	Matières et fournitures	21 992 711 423,80	3 198 225 665,28	18 794 485 758,52	17 328 743 735,80		Dettes		715 788 239 153,08	
33	Produits semi-œuvrés	0,00	0,00	0,00	0,00	52	Dettes d'investissement	408 403 956 361,88		368 562 275 636,58
34	Produits et travaux en cours	427 828 490,00	0,00	427 828 490,00	0,00	53	Dettes de stocks	22 456 848 358,62		14 242 596 566,19
35	Produits finis	0,00	0,00	0,00	0,00	54	Détentions pour compte	3 460 292 981,48		3 134 131 003,13
36	Déchets et rebuts	9 559 827,69	0,00	9 559 827,69	9 559 827,69	55	Dettes envers les associés et les sociétés apparentées	28 229 680 941,01		40 319 552 926,11
37	Stocks à l'extérieur	10 798 398 618,71	336 745,50	10 798 061 873,21	184 292 305,87	56	Dettes d'exploitation	20 596 749 741,96		16 813 746 281,33
	Total 3	53 126 336 983,39	4 185 240 614,55	48 941 096 368,84	17 527 409 354,12	57	Avances commerciales	24 772 710 815,79		27 869 492 875,46
	Créances					58	Dettes financières	207 378 455 132,95		0,00
42	Créances d'investissement	98 252 609 455,57	837 795 880,46	97 414 813 575,11	107 611 949 689,67	50	Comptes créditeurs de l'actif	489 544 719,39		129 753 182,68
43	Créances de stocks	422 503 658,23	69 098 456,50	353 405 201,73	309 835 447,29		Total 5	715 788 239 153,08		471 071 548 471,48
44	Créances sur associés et sociétés apparentées	8 918 802 370,15	0,00	8 918 802 370,15	29 299 161 701,81	88	Résultat de l'exercice (Bénéfice)	0,00		139 644 362,29
45	Avances pour compte	97 858 441 572,06	387 268 809,52	97 471 172 762,54	75 246 251 514,68					
46	Avances d'exploitation	14 822 945 341,23	4 111 292 430,98	10 711 652 910,25	9 898 074 866,65					
47	Créances sur clients	85 996 475 253,68	20 086 185 136,58	65 910 290 117,10	49 519 913 361,95					
48	Disponibilités	61 968 272 143,60	1 974 876 522,49	59 993 395 621,11	36 964 426 967,80					
40	Comptes débiteurs du passif	176 350 376,21	0,00	176 350 376,21	117 444 438,05					
	Total 4	368 416 400 170,73	27 466 517 236,53	340 949 882 934,20	308 967 057 987,90					
88	Résultat de l'exercice (déficit)			4 684 005 597,86	0,00					
	Total Général	2 034 537 079 290,02	736 627 588 664,89	1 302 593 496 222,99	1 031 807 550 773,05		Total Général	1 302 593 496 222,99		1 031 807 550 773,05

الملاحق

الملحق رقم (9): جدول حسابات النتائج الخاص بمجمع سونلغاز للفترة 2004-2009

Postes (en MDA)	Réalizations						2009/2008	2004-2009
	2004	2005	2006	2007	2008	2009		
Consommations	14.338	21.156	29.494	39.068	40.632	66.821	64%	38%
Services	14.088	15.243	16.669	19.235	22.184	25.805	17%	13%
Frais de personnel	13.737	13.338	14.198	16.801	18.820	20.793	10%	9%
Impôts et taxes	2.818	3.068	3.165	2.317	2.468	2.946	19%	1%
Frais financiers	4.816	5.696	6.982	12.451	13.902	22.801	64%	38%
Frais divers	1.043	1.028	1.129	1.448	1.464	1.387	-5%	6%
Amortissements et provisions	28.598	32.259	34.950	44.048	50.489	54.365	8%	14%
Total charges brutes	79.418	91.788	106.587	135.368	149.959	194.918	30%	20%
Production investissements	1.739	1.517	3.149	6.489	3.919	5.610	43%	26%
Production stockée						428		
Transfert de charges	6.878	7.369	6.765	11.492	9.910	9.765	-1%	7%
Total Charges nettes	70.801	82.902	96.673	117.387	136.130	179.116	32%	20%
Total Chiffre d'affaires	88 255	100 604	114 444	125 852	137 551	161 980	18%	84%
Electricité	73 028	82 990	94 589	101 346	109 958	114 872	4%	57%
Gaz	11 570	13 652	15 344	17 355	18 911	21 030	11%	82%
Chiffre d'affaires Energie	84 598	96 642	109 933	118 701	128 867	135 902	5%	61%
T.P.R.	3.640	3.931	4.462	6.931	8.548	8.257	-2%	18%
Ventes de marchandises						17.793		
Divers	17	31	49	219	136	27	-80%	10%
Produits divers et Revenus Financiers	667	2.062	1.317	2.939	3.105	2.643	-15%	32%
Total produits d'exploitation	88.922	102.666	115.761	128.791	140.656	164.623	17%	13%
Résultat d'exploitation	18.121	19.764	19.088	11.404	4.526	-14.493	-428%	-196%
Charges hors exploitation	31.089	31.873	35.640	42.476	26.885	24.001	-11%	-5%
Produits hors exploitation	27.527	30.477	35.318	41.162	24.074	34.706	44%	5%
Résultat hors exploitation	-3.562	-1.396	-322	-1.314	-2.811	10.705	-481%	-225%
Résultat brut	14.559	18.368	18.766	10.090	1.716	-3.788	-342%	-178%
Impôt sur le bénéfice	3.184	3.106	2.841	1218	1576	897	-72%	-33%
Résultat Net	11.375	15.262	15.925	8.872	140	-4.684	-3388%	-183%

الملحق رقم (10): الميزانية المحاسبية لمجمع سونلغاز 2010-2011

"BILAN" CONSOLIDÉ SONELGAZ
Au 31/12/2011

Actif (exprimés en KDA)	Exercice 2011			2010	Passif (exprimés en KDA)	2011	2010
	Montants bruts	Amort et Prov	Montants nets				
I. ACTIFS NON-COURANTS					I. CAPITAUX PROPRES		
1. Ecart d'acquisition - Goodwill positif ou négatif	0	0	0	0	Capital émis	150 000 000	150 000 000
2. Immobilisations Incorporelles	1 802 229	1 242 057	560 172	598 426	Capital non appelé	58 198 320	10 980 023
3. Immobilisations Corporelles	1 665 867 521	817 560 733	848 306 788	701 269 080	Primes et réserves	145 282 424	168 052 448
Terrains	3 803 925	0	3 803 925	3 239 889	Ecart de réévaluation	30 345 448	30 902 245
Agencements et aménagements de terrain	19 295 461	8 261 805	13 033 656	13 430 739	Ecart d'équivalence	4 210 484	1 307 942
Constructions	131 524 588	63 733 291	67 791 277	64 647 351	Renforcement fond propre	208 251 222	186 808 476
Installations techniques, matériel et outillage industriels	1 320 335 395	668 398 939	653 936 456	511 520 288	Résultat net	-10 721 420	11 379 266
Autres immobilisations corporelles	190 908 172	81 188 898	109 714 474	106 349 449	Autres capitaux propres Report à nouveau	-19 225 519	-5 382 230
Immobilisations en concession	0	0	0	0			
4. Immobilisations encours	747 921 548	46 113	747 875 434	684 289 171	Part de la société consolidante	501 738 553	489 976 447
5. Immobilisations Financières	90 455 501	823 420	89 632 081	71 733 294	Part des minoritaires	62 580 405	64 171 723
Titres mises en équivalence	17 618 097	0	17 618 097	13 453 407	TOTAL CAPITAUX PROPRES I	564 318 959	554 048 170
Autres participations	52 305	0	52 305	119 535			
Créances rattachées sur titre de participation	0	0	0	0	II. PASSIFS NON COURANTS		
Autres titres immobilisés	3 526 404	805 215	2 721 189	1 982 751	Emprunts et dettes financières	711 321 946	527 679 468
Prêts et autres actifs financiers non courants	336 838	18 205	318 631	441 559	Impôts (différés et provisionnés)	14 811 033	13 857 184
Actifs d'impôt différé	7 627 988	0	7 627 988	7 788 679	Autres dettes non courantes	7 019 539	14 619 491
Autres actifs non courants	81 186 435	0	81 186 435	47 942 825	Provisions et produits constatés d'avance	466 580 881	338 915 510
Produit et charges diff hors cycle d'exploitation	107 438	0	107 438	4 539	TOTAL PASSIFS NON COURANTS II	1 199 713 399	895 071 654
TOTAL ACTIF NON COURANT	2 506 046 798	819 672 323	1 686 374 475	1 457 889 971			
II. ACTIFS COURANTS					III. PASSIFS COURANTS		
6. Stocks et encours	34 559 465	1 777 374	32 782 091	47 135 863	Fournisseurs et comptes rattachés	122 249 158	128 303 412
7. Créances et emplois assimilés	291 523 024	32 006 124	259 516 900	222 248 594	Impôts	15 403 959	17 707 782
Client	124 885 645	28 498 658	96 386 987	118 492 883	Autres dettes	66 575 282	98 288 557
Autres débiteurs	141 650 861	5 417 283	136 233 377	86 014 872	Trésorerie Passif	81 819 561	105 352 428
Impôts et assimilés exigibles	24 925 808	92 185	24 833 621	37 633 698	Comptes transitoires		18 064
Autres créances et emplois assimilés	80 913	0	80 913	107 140	TOTAL PASSIFS COURANT III	286 047 960	349 650 241
8. Disponibilités et assimilés	73 349 913	1 943 062	71 406 850	71 495 636	TOTAL GENERAL DU PASSIF	2 050 080 317	1 798 770 065
Placements et autres actifs financiers courants	6 623 545	0	6 623 545	10 178 306			
Trésorerie	66 726 367	1 943 062	64 783 305	61 320 531			
TOTAL ACTIF COURANT	399 432 402	35 725 560	363 705 841	340 880 093			
TOTAL GENERAL DE L'ACTIF	2 905 479 200	855 398 883	2 050 080 317	1 798 770 065			

الملحق رقم (11): جدول حسابات النتائج لمجمع سونلغاز للسنوات 2010-2011

" TCR " CONSOLIDÉ SONELGAZ
Au 31/12/2011

TCR (exprimé en KDA)	2011	2010
Chiffre d'affaires	191 864 143	224 242 312
Variation Stocks produits finis et encours	-195 159	-1 075 570
Production immobilisée	4 741 379	1 772 999
Subventions d'exploitation	0	0
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	196 410 362	224 939 741
Achats consommés	-56 781 442	-84 089 808
Services extérieurs et autres consommations	-25 521 388	-23 793 887
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE	-82 302 810	-107 883 695
III - VALEUR AJOUTEE D'EXPLOITATION (I - II)	114 107 553	117 056 046
Charges de personnel	-61 688 031	-47 179 168
Impôts, taxes et versements assimilés	-4 663 237	-4 631 537
IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	47 756 284	65 245 341
Autres produits opérationnels	14 909 223	12 821 543
Autres charges opérationnelles	-3 886 251	-2 147 459
Dotations aux amortissements et aux provisions	-71 886 808	-57 184 752
Reprise sur pertes de valeur et provisions	8 145 992	9 779 768
V- RESULTAT OPERATIONNEL	-4 961 560	28 514 440
Produits financiers	1 537 535	1 325 696
Charges financières	-14 251 561	-18 100 072
VI- RESULTAT FINANCIER	-12 714 026	-16 774 376
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)	-17 675 586	11 740 063
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	0	-6 453 413
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	3 982 092	2 767 893
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	224 985 205	248 866 747
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	-238 678 698	-240 575 624
VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 693 494	8 291 123
Eléments extraordinaires (produits) (à préciser)	219 801	1 522 933
Eléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-7 516	-22 278
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE	212 285	1 500 655
X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-13 481 208	9 791 777
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence	2 759 788	1 587 489
XI- RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE	-10 721 420	11 379 266

الملحق رقم (13): جدول حسابات النتائج الخاص بمجمع سونلغاز 2012-2013

Tableau 11: Tableau des comptes de résultats consolidés

Rubriques (en MDA)	Réalizations		2013			Evolution 2013/2012
	2 011	2 012	Prévu	Réalisé	taux Réal	
Chiffre d'affaires	191 864	203 971	278 047	236 093	85%	16%
Variation Stocks produits finis et encours	-195	228	160	2 333	1458%	924%
Production immobilisée	4 741	4 722	3 009	8 377	278%	77%
Subventions d'exploitation			88	45	52%	
I - PRODUCTION DE L'EXERCICE	196 410	208 922	281 216	246 849	88%	18%
Achats consommés	-56 781	-51 536	-100 505	-53 319	53%	3%
Services extérieurs et autres consommations	-25 521	-25 363	-38 938	-47 464	122%	87%
II - CONSOMMATION DE L'EXERCICE	-82 303	-76 899	-139 443	-100 784	72%	31%
III - VALEUR AJOUTÉE D'EXPLOITATION (I - II)	114 108	132 022	141 773	146 065	103%	11%
charges de personnel	-61 688	-71 597	-74 434	-80 760	108%	13%
impôts, taxes et versements assimilés	-4 663	-4 393	-6 932	-5 610	81%	28%
IV- EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	47 756	56 032	60 407	59 695	99%	7%
Autres produits opérationnels	14 909	12 812	13 917	1 782	13%	-86%
Autres charges opérationnelles	-3 886	-2 754	-2 305	-2 437	106%	-11%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-71 887	-76 893	-86 437	-98 513	114%	28%
Reprise sur pertes de valeur et provisions	8 146	10 042	4 685	13 976	298%	39%
V- RESULTAT OPERATIONNEL	-4 962	-760	-9 733	-25 497	262%	3253%
Produits financiers	1 538	733	3 562	1 605	45%	119%
Charges financières	-14 252	-13 540	-17 943	-11 312	63%	-16%
VI- RESULTAT FINANCIER	-12 714	-12 807	-14 381	-9 707	67%	-24%
VII- RESULTAT ORDINAIRE AVANT IMPOTS (V + VI)	-17 676	-13 567	-24 114	-35 204	146%	159%
Impôts exigibles sur résultats ordinaires	0	0	2 040	-722	-35%	
Impôts différés (Variations) sur résultats ordinaires	3 982	1 473	1 354	-863	-64%	-150%
TOTAL DES PRODUITS DES ACTIVITES ORDINAIRES	224 985	232 509	303 468	264 212	87%	14%
TOTAL DES CHARGES DES ACTIVITES ORDINAIRES	238 679	244 603	329 032	301 001	91%	23%
VIII- RESULTAT NET DES ACTIVITES ORDINAIRES	-13 693	-12 094	-25 564	-36 789	69%	204%
Éléments extraordinaires (produits) (à préciser)	220	111	67	43	65%	-61%
Éléments extraordinaires (charges) (à préciser)	-8	-231	5	-121	-2428%	-47%
IX- RESULTAT EXTRAORDINAIRE	212	-120	62	-78	-80%	-35%
X- RESULTAT NET DE L'EXERCICE	-13 481	-12 214	-25 502	-36 867	69%	202%
Part dans les résultats nets des sociétés mises en équivalence	2 760	3 425	1 000	7 129	713%	108%
XI- RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE	-10 721	-8 789	-24 502	-29 738	82%	238%

الملاحق

الملحق رقم (14): جدول تطور المؤشرات الأساسية للتسيير في مجمع سونلغاز 2004-2010

Tableau 3: montre l'évolution des principaux paramètres de gestion du Groupe Sonelgaz

PARAMETRES	UNITES	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	10/09 (%)
ELECTRICITE									
-Capacité installée totale	MW	6 731	7 076	7 922	8 412	7 975	11 325	11 332	0,07%
Capacité de SPE		6 426	6 740	6 736	6 752	6 316	8 439	8 446	0,09%
Capacité des producteurs tiers			336	1 186	1 660	1 659	2 886	2 886	0,00%
- Production totale :	GWh	30 936	33 638	35 005	37 077	39 987	42 770	45 171	5,61%
Production SONELGAZ (SPE)	GWh	30 885	32 483	28 880	27 888	28 969	26 772	24 245	-9,44%
Production tiers	GWh	51	1 155	6 125	9 189	11 018	15 998	20 926	30,80%
- Puissance Maximale Appelée (R.I.)	MW	5 541	5 921	6 057	6 411	6 925	7 280	7 718	6,02%
- Ventes totales (hors exportations)	GWh	25 910	27 316	28 613	30 319	32 588	33 816	35 803	5,88%
- Abonnes Basse Tension	U	5 320 891	5 556 394	5 789 038	6 002 484	6 235 273	6 484 157	6 759 839	4,25%
- Longueur Réseaux Distribution	km	217 668	223 448	233 332	237 703	245 647	250 315	256 284	2,38%
- Longueur Réseaux Transport	km	16 467	16 654	17 126	17 583	19 594	20 585	21 639	5,12%
GAZ									
- Achats de gaz	106 m3	15 106	16 383	16 945	18 171	19 508	20 303	20 880	2,84%
- Ventes totales	106 m3	5 229	5 845	6 196	6 787	7 402	8 199	8 373	2,12%
- Abonnes Basse Pression	U	1 832 611	2 013 721	2 204 305	2 412 035	2 630 562	2 853 582	3 090 759	8,31%
- Longueur Réseaux Distribution	km	25 917	28 897	33 516	37 972	42 142	47 064	52 404	11,35%
- Longueur Réseaux Transport	km	5 161	6 104	6 656	7 361	8 088	9 723	11 601	19,32%
FINANCES									
- Investissements	106DA	84 879	86 240	97 422	137 165	205 059	240 166	237 535	-1,10%
EFFECTIFS (permanents en activité)	U	18 671	19 809	22 058	25 699	25 567	27 660	29 303	5,94%

(*) : hors filiales périphériques et travaux

الملاحق

الملحق رقم (15): جدول تطور المؤشرات الأساسية للتسيير في مجمع سونلغاز 2007-2013

Tableau 10: montre l'évolution des principaux paramètres de gestion du Groupe Sonelgaz

PARAMETRES	UNITES	2007	2008	2009	2010	2011	2012*	2013	Evolution13/12
ELECTRICITE									
-Capacité installée totale	MW	8 412	7 975	11 325	11 332	11 392	12 852	14 946	16,30%
Capacité de SPE et SKTM		6 752	6 316	8 439	8 446	8 520	8 844	9 799	10,79%
Capacité des producteurs tiers		1 660	1 659	2 886	2 886	2 886	4 007	5 147	28,45%
- Production totale :	GWh	37 077	39 987	42 770	45 171	48 871	54 087	56 163	3,84%
Production SONELGAZ (SPE et SKTM)	GWh	27 888	28 969	26 772	24 245	26 847	28 951	23 565	-18,60%
Production tiers (Y compris autres injections)	GWh	9 189	11 018	15 998	20 926	22 025	25 136	32 598	29,69%
- Puissance Maximale Appelée (R.L)*	MW	6 411	6 925	7 280	7 718	8 606	9 777	10 464	7,03%
- Ventes totales (hors exportations)	GWh	30 319	32 588	33 816	35 803	38 899	43 150	45 050	4,40%
- Abonnes Basse Tension	U	6 002 484	6 235 273	6 484 157	6 759 839	7 057 246	7 381 864	7 699 835	4,31%
- Longueur Réseaux Distribution	km	237 703	245 647	250 315	256 284	263 020	269 671	279 651	3,70%
- Longueur Réseaux Transport	km	17 583	19 594	20 585	21 639	22 393	23 802	25 400	6,71%
GAZ									
- Achats de gaz	10 ⁶ m ³	18 171	19 508	20 303	20 880	22 537	24 921	25 476	2,23%
- Ventes totales	10 ⁶ m ³	6 787	7 402	8 199	8 373	9 182	10 273	11 147	8,51%
- Abonnes Basse Pression	U	2 412 035	2 630 562	2 853 582	3 090 759	3 341 786	3 663 903	3 961 989	8,14%
- Longueur Réseaux Distribution	km	37 972	42 142	47 064	52 404	56 129	63 289	69 135	9,24%
- Longueur Réseaux Transport	km	7 361	8 088	9 723	11 601	13 829	15 260	15 933	4,41%
FINANCES									
- Investissements	10 ⁶ DA	137 165	208 436	243 932	245 605	222 983	230 429	408 965	77,48%
EFFECTIFS (Permanents en activité)	U	32 132	35 080	36 696	38 506	50 643	53 442	56 184	5,13%

الملحق رقم (16): المنشورة الدعائية للقرض السندي لسونلغاز 2008

لجوء علني للإدخار

قرض سندي



سونلغاز/ ش ذ أ
برأسمال 150 مليار دينار

منشورة دعائية

فترة الإكتتاب
من 01 جوان إلى 30 جوان 2008

تأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها رقم 02/08 بتاريخ 2008/05/12
رقم التسجيل في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية: 17 بتاريخ 2008/05/31

الملاحق

الملحق رقم (17): تقرير مفصل لنشاط سوق السندات للفترة 2011-2013

TITRES DE CREANCES	2011			2012						2013					
	Vol	Val	Nbre.trans	Vol	var%	Val	var%	Nbre.trans	var%	Vol	var%	Val	var%	Nbre.trans	var%
Marché Obligations															
ALGERIE TELECOM	4 111	41 228 120	21	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SONELGAZ 11	539	5 401 120	5	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SONELGAZ 14	14 607	73 045 310	49	109 128	647,1	548 680 065	651,2	36	-26,5	3 048	-97,2	15 241 000	-97,5	16	-55,6
DAHLI 16	1 700	16 430 000	32	9 228	442,8	88 468 030	438,5	98	206,3	3 860	-58,2	36 670 000	-58,5	29	-70,4
Total Marché Obligations	20 957	136 104 550	107	118 356		637 148 095		134		6 908		51 911 000		45	
Marché Bloc OAT															
Total Marché Bloc OAT	3 000	3 512 100 000	2	500	-83,3	502 700 000	-85,7	1	-50,0	0	-100,0	0	-100,0	0	-100,0
TOTAL TITRES DE CREANCE	23 957	3 648 204 550	109	118 856		1 139 848 095		135		6 908		51 911 000		45	

Tableau 03 : Activité détaillée du marché des titres de créance.