



كلية العلوم الاقتصادية، والتجارية، وعلوم التسيير

قسم: علوم المالية والمحاسبة

الرقم التسلسلي: / 2017

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي (ل م د)

الفرع: علوم مالية ومحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

عنوان المذكرة:

دور التمويل بالسندات في هيكل رأس مال المؤسسة الاقتصادية
دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

إشراف الأستاذ:

رابح بالنور

من إعداد الطالبين:

- الطيب عابر

- شيماء بوعلاق

جامعة العربي التبسي - تبسة
Universite Lachi Tabessi - Tébessa

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الصفة
سارة حلومي	أستاذ مساعد "أ"	رئيسة
رابح بالنور	أستاذ مساعد "أ"	مشرفا ومقرر
عبدلية يوسف	أستاذ مساعد "ب"	عضوا مناقشا

كلمة شكر

نتوجه بالشكر الجزيل و الحمد للمولى عز وجل الذي منحنا القوة وحرص في

نفوسنا السكينة والأمل، و أثار دروبنا وساعدنا على انجاز هذه الدراسة .

ثم نتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى الأستاذ المشرف " رابع بالنور " على

توجيهاته القيمة و نكائه السديدة لانجاز هذا البحث جزاه الله جزاء العاملين

المخلصين ،الى أسرنا الكريمة الذين أتعبناهم و حملناهم همومنا ، لكننا نرجو أننا

سندخل و لو شعاع من الفرحة و المناء بهذه الدرجة.

كما لا ننسى كل من ساعدنا و لو بكلمة تشجيع للاستمرار والى أولئك الذين

ساعدونا في دراستنا التطبيقية ، وخاصة ممثلة المؤسسة أليانس للتأمينات

"سماو ساربي" التي ساعدتنا لانجاز هذا العمل.



فهرس المحتويات

الصفحة	عنوان المحتويات
III-I	فهرس المحتويات
IV	قائمة الجداول
V	قائمة الأشكال
أ- هـ	المقدمة العامة
02	الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الإقتصادية
02	مقدمة الفصل
03	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل
03	المطلب الأول: مفهوم التمويل وأهميته
05	المطلب الثاني: أنواع التمويل
06	المطلب الثالث: طرق ومبادئ التمويل
10	المبحث الثاني: أساسيات حول هيكل رأس المال
10	المطلب الأول: مفهوم، وأهمية هيكل رأس المال
12	المطلب الثاني: مكونات هيكل رأس المال
15	المطلب الثالث: محددات هيكل رأس المال
17	المبحث الثالث: أمثلية هيكل رأس المال
17	المطلب الأول: محددات الهيكل المثلى لرأس المال
19	المطلب الثاني: إختيار الهيكل الأمثل لرأس المال

26	المطلب الثالث: التكلفة المرجحة لمكونات هيكل راس المال
31	خاتمة الفصل
32	الفصل الثاني: القرض السندي كأداة للتمويل في المؤسسة الاقتصادية
32	مقدمة الفصل
33	المبحث الأول: أساسيات حول القرض السندي
33	المطلب الأول: مفهوم السندات وأهميتها كمصدر تمويلي
34	المطلب الثاني: أنواع السندات
39	المطلب الثالث: مبررات وحدود اللجوء الى التمويل بالسندات
44	المبحث الثاني: عمليات القرض السندي في سوق السندات
44	المطلب الأول: ماهية السوق السندي
47	المطلب الثاني: إصدار وتسعير القرض السندي
50	المطلب الثالث: تداول وإنهاء القرض السندي
53	المبحث الثالث: دور التمويل بالقرض السندي في المؤسسة
53	المطلب الأول: دور تكلفة القرض السندي في المؤسسة
54	المطلب الثاني: دور القرض السندي في عائد الاسهم في المؤسسة
61	المطلب الثالث: دور القرض السندي في نمو وامن المؤسسة
63	خاتمة الفصل
64	الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية
64	مقدمة الفصل
65	المبحث الأول: تقديم مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

65	المطلب الأول: التعريف بمؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية
70	المطلب الثاني: أهداف مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية
71	المطلب الثالث: تطور مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية
76	المبحث الثاني: الدراسة المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية
76	المطلب الأول: دراسة الوضعية المالية للمؤسسة
78	المطلب الثاني: تحليل الوضعية المالية للمؤسسة
81	المطلب الثالث: تحليل وتقييم النسب المالية للمؤسسة
91	خاتمة الفصل
94-92	الخاتمة العامة
99-95	قائمة المراجع
-100	الملاحق
105	

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
73	يوضح تطور رقم الأعمال للمؤسسة من 2005-2014	(1)
75	فروع إستخدام أموال عمليات التمويل لمؤسسة أليانس للتأمينات	(2)
76	الميزانيات المالية المختصرة لمؤسسة أليانس للتأمينات	(3)
78	الميزانية المالية المختصرة لسنة 2010	(4)
76	الميزانية المالية المختصرة لسنة 2011	(5)
79	الميزانية المالية المختصرة لسنة 2012	(6)
80	الميزانية المالية المختصرة لسنة 2013	(7)
80	الميزانية المالية المختصرة لسنة 2014	(8)
81	رؤوس الأموال العاملة للفترة 2010-2014	(9)
85	يبين إحتياجات رأس المال العامل و الخزينة من 2010-2014	(10)
87	يمثل النتائج التي حققتها مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية 2010-2014	(11)
88	نسب السيولة لمؤسسة أليانس للتأمينات من 2010-2014	(12)
89	نسب الربحية للمؤسسة خلال 2010-2014	(13)

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	
07	قنوات التمويل المباشر	(1)
07	أنواع التمويل المباشر	(2)
08	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة على تكاليف الوكالة	(3)
20	تحديد نقطة التعادل	(4)
21	نقطة التعادل	(5)
24	ربحية السهم في ظل مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات	(6)
26-25	العلاقة بين العائد، المخاطرة والرفع المالي	(7)
29	التكلفة الوسطية المرجحة لهيكل رأس المال	(8)
41	سيرورة تمويل المؤسسة	(9)
57	عائد السهم ومردودية الاستثمار	(10)
60	تأثير القرض السندي على ربحية السهم في حالة تغير أسعار الفائدة	(11)
74	الهيكل التنظيمي لمؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية	(12)

المقدمة العامة

المقدمة العامة

قد أصبح من الضروري الإهتمام بالمشكل المالي المرتبط بحياة المؤسسة الإقتصادية نظرا للعديد من التحولات المتواجدة في بيئتها، لذا وجب عليها أن تحرص على تحديد إحتياجاتها المالية وكذا الكميات والأوقات المناسبة للحصول عليها، بالإضافة لأماكن وأوقات صرفها من خلال الإدارة المالية، حيث تنطوي هذه الأخيرة على كل ما يتعلق بالأموال في المؤسسة، بإعتبار أن نشاطها المالي يبدأ منذ التفكير في إنشائها إلى آخر لحظة من حياتها، ويتجسد كل ذلك من خلال تحديد واختيار مصادر تمويل مناسبة لتمويل مشاريعها بعد دراستها ووضع خطط مالية جيدة وفعالة لتسيير أموالها، وهذا مرتبط بضرورة وجود إدارة مالية فعالة تسهر على توفير السيولة اللازمة لتحقيق أهدافها التي تركز أساسا على وجود الرشادة والعقلانية في الحصول على الأموال واستعمالها، وكذا تحقيق التوازن المالي للمؤسسة.

ومن الطبيعي أنه كلما زاد حجم الإستثمار زاد معه حجم التمويل، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة أهمية عملية التمويل للمؤسسة الإقتصادية، حيث نجد أن التمويل الدائم من بين مصادر التمويل الذي يأخذ حيزا كبيرا من الإهتمام، رغم تعدد مصادره وأشكاله إلا أنها تفضل اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسواق المالية، من أجل تغطية إحتياجاتها المالية طويلة الأجل، وهنا تجد المؤسسة نفسها محل مفاضلة بين بديلين أساسيين، إما التمويل بالأسهم والتي تمثل حقوق الملكية، أو عن طريق السندات التي تأخذ صورة الإستدانة بإعتبار أن هذا القرار محدد أساسيا في مدى نجاح المؤسسة الإقتصادية في الحصول على تلك الأموال على أساس تكلفة الحصول عليها، مع مدى إستجابة السوق لها.

إضافة لما سبق فإن قرار إختيار البديل التمويلي طويل الأجل له دور كبير في مردودية المؤسسة الإقتصادية، وقيمتها ككل، لذا فإنها تسعى لتشكيل هيكل رأس مال مناسب يوفق بين الأموال الخاصة وأموال الإستدانة، وكذا بين العائد والمخاطرة، كما أن التمويل بالسندات يعتبر بديلا تمويليا مغريا لها، كونها تساهم في زيادة صافي الربح المتاح للمساهمين بفضل آلية الرفع المالي والوفورات الضريبية، غير أنها ترفع من المخاطر كالإفلاس، وبناء على ذلك يمكن طرح السؤال الجوهرى و الذي يعتبر إشكالية هذه الدراسة:

1- الإشكالية

ما أهمية التمويل بالسندات في هيكل رأس مال المؤسسة الاقتصادية عامة وأليانس للتأمينات خاصة؟

2- التساؤلات الفرعية

وتتفرع من هذه المشكلة عدد من التساؤلات الفرعية:

- ما المقصود بالتمويل وما هو هيكل رأس مال المؤسسة الاقتصادية؟
- كيف تحدد أمثلية هيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية؟
- فيما تكمن أهمية السندات كمصدر تمويلي طويل الأجل؟ وماهي الأسباب التي تدفع بالمؤسسات الاقتصادية إلى اللجوء إليها؟
- فيما يتجلى دور التمويل بالقرض السندي في المؤسسة الاقتصادية؟

3- فرضيات الدراسة

- لتسهيل معالجة إشكالية البحث يمكن الإعتماد على بعض الفرضيات و التي تتلخص فيما يلي:
- يعرف التمويل بأنه المصدر الأساسي الذي تلجأ إليه المؤسسات الاقتصادية لتوفير حاجياتها المالية، كما أن هيكل رأس المال يمثل التمويل الدائم لها؛
 - يشكل الهيكل الأمثل لرأس المال من خلال الموازنة بين مزايا ومخاطر عائد المصادر التمويلية المكونة له؛
 - يعد السند صك قابل للتداول يمثل قرضا ويوفر تمويلا طويل الأجل للمؤسسة المصدرة إضافة إلى أن أغلب المؤسسات تلجأ إليه لكونه يعد الأقل تكلفة من بين المصادر التمويلية الأخرى
 - يساهم القرض السندي في زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أن زيادة العائد في حالة انخفاض تكلفة الديون يقابله انخفاض في قيمتها السوقية، بإعتبار أن تكلفة الديون المالية أكبر من العوائد التي حققتها عملية إستخدامها.

4- أهمية الدراسة

من هنا تبرز أهمية السندات بإعتبارها أحد المركبات المكونة لهيكل رأس المال المتوازن في المؤسسة الاقتصادية، وهذا لما تتمتع به من خصائص تميزها عن غيرها من مصادر التمويل طويلة الأجل، كونها تعد الأقل تكلفة من بين جميع مصادر التمويل الدائمة الأخرى، إضافة

إلى أنها تمثل وسيلة فعالة في جمع كميات كبيرة من الأموال تحتاجها المؤسسة لتمويل نشاطاتها، والتي تعجز هي نفسها وكذا البنوك على تلبيةها نظرا لضخامة حجمها.

5- أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى تحقيق ما يلي:

- توضيح ماهية التمويل وماذا يقصد بهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية؛
- التطرق للقرض السندي باعتباره أداة تمويلية طويلة الأجل، وإبراز أهم عملياته في السوق السندية؛
- تحديد دور التمويل بالقرض السندي في المؤسسة الاقتصادية؛
- محاولة التقرب من أحد المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ومعرفة أسباب إختيار القرض السندي كبديل للتمويل؛

6- حدود الدراسة

وتشمل ما يلي:

- الفترة الزمنية للمعطيات الخاصة بالوضعية المالية للمؤسسة : 2010 - 2015.
- المكانية : مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية.
- العلمية: خصت الدراسة دور التمويل بالسندات في هيكل رأس مال المؤسسة الاقتصادية.

7- منهجية الدراسة

بغية إعطاء الدراسة صفة الموضوعية و توافقها مع طبيعتها للوصول بها للإجابة عن الفرضيات المطروحة و التساؤلات الفرعية، تم إعتماد المنهج الوصفي التحليلي لكونه الأنسب، ومن الناحية الميدانية تم الإعتماد على دراسة حالة مؤسسة أليانس التأمينات الجزائرية، لمعرفة دور التمويل بالسندات في هيكل رأس المال.

8- الدراسات السابقة

هناك العديد من الدراسات السابقة والأبحاث التي تطرقت إلى مشكلة المفاضلة بين مصادر تمويل المؤسسة، لكن الدراسات التي تناولت دور هذه المصادر في هيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية، وقد تمكنا من الحصول على دراستين قريبتين نوعا ما من الموضوع وهي كالتالي:

- دراسة؛ مريم باي، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة؛ منتوري؛ قسنطينة، 2008، دراسة حالة الشركة الجزائرية للكهرباء والغاز"، وجاء في دراستها بأن أمام المؤسسة بديلين تمويلين لدى لجوئها إلى الأسواق المالية وهما الأسهم والسندات، ويبقى على عاتقها المفاضلة بين هذين البديلين، مع اعتبار أن التمويل عن طريق السندات أقل تكلفة من بين جميع مصادر التمويل الخارجية، فهو يزيد من مردودية المؤسسة بالاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي، غير أنه يزيد من مخاطر المؤسسة بسبب التزامها بتسديد الفوائد وأصل القرض في آجالها.

- بوطويل عبد الرؤوف، أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة مؤسسة مطحنة القمح الذهبي، مجمع إسعادي، العلمة، سطيف، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وحوكمة الشركات، جامعة بسكرة، الجزائر، 2013-2014، وجاء في مضمونها أن الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية يخضع بشكل مباشر للاختيارات التمويلية للإدارة المالية للمؤسسة من خلال مصادر التمويل المعتمدة من داخل ومن خارج المؤسسة.

9- صعوبات الدراسة

هناك الكثير من العوائق و الصعوبات التي واجهت طرق إتمام هذه الدراسة و تتمثل في:

- ندرة وعدم توفر المراجع الضرورية المتعلقة ببعض الفصول والمباحث؛
- واجهتنا الكثير من الصعوبات قبل و بعد إجراء الدراسة الميدانية، حيث ضاع منا وقت كبير في البحث عن مؤسسة إقتصادية مسعرة في البورصة، وكذا طبيعة المعطيات التي كان يجب الحصول عليها؛
- عدم إعطائنا المعلومات الكافية والضرورية واللازمة لإتمام الدراسات الميدانية، حيث واجهتنا صعوبات كبيرة مع المؤسسة؛
- إنجاز الدراسة الميدانية تطلب منا وقت أكبر مما كان متوقعا و ذلك راجع إلى خصوصية هذه الدراسة وطبيعة المعطيات التي كان يجب الحصول عليها.



10- هيكل الدراسة

من أجل معالجة هذا الموضوع سيتم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول تسبقهم مقدمة عامة و تليهم خاتمة و ذلك كما يلي:

الفصل الأول سيتم التعرض للإطار النظري لهيكل رأس المال و من خلاله سيتم في المبحث الأول تحديد مفاهيم عامة حول التمويل، أما في المبحث الثاني سيفصل في أساسيات هيكل رأس المال، وفي المبحث الثالث سنتطرق إلى أمثلية هيكل رأس المال في المؤسسة الإقتصادية. أما في الفصل الثاني سيتم عرض القرض السندي كأداة تمويل في المؤسسة الإقتصادية، ثم إنتقلنا إلى الفصل الثالث مشخصين فيها دراسة حالة إحدى المؤسسات المسعرة في البورصة الجزائرية وهي أليانس للتأمينات الجزائرية، و سيشمل مبحثين سيفصل الأول في تقديم المؤسسة محل الدراسة من خلال التطرق إلى التعريف بها وفي المبحث الثاني سوف يتم تحليل الوضعية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية.



مقدمة الفصل:

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

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

وعليه سيتم التطرق في هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل؛
- المبحث الثاني: أساسيات هيكل رأس المال؛
- المبحث الثالث: أمثلية هيكل رأس المال.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول التمويل

يسعى أي قطاع أو مؤسسة إلى توفير الأموال الضرورية لقيام المشاريع أو توسيعها، فتوفير هذه الأموال يحتم على أي قطاع أو مؤسسة وضع هيكل رأس مال فعال، وذلك من خلال خطة مسبقة للحصول على مصادر التمويل.

المطلب الأول: مفهوم التمويل وأهميته

يعتبر التمويل من أهم ما تسعى إليه المؤسسة، فهو يعتبر النواة الأساسية التي تعتمد عليها في توفير مستلزماتها الإنتاجية وتسديد جميع مستحققاتها ونفقاتها، وفي هذا النطاق سيتم التطرق إلى مختلف تعريف التمويل وأهميته.

أولاً: تعريف التمويل

لقد تعددت الآراء والتعاريف في ما يتعلق بتحديد معنى ومفهوم التمويل نظراً لتعدد الجوانب والأهداف والأشكال التي يتخذها.

1-1- التعريف الأول: يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المنشأة في توفير مستلزماتها الإنتاجية، وتسديد جميع مستحققاتها ونفقاتها، لهذا حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على عمل المنشآت الاقتصادية، إذ يجمعون على أن التمويل يعني توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام¹.

1-2- التعريف الثاني: هو مجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل إستثمارات المؤسسة وتحديد مزيج التمويل الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة².

¹ - عاطف وليم أندراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 21.

² - محمد صالح الحناوي وآخرون، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007،

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

1-3- التعريف الثالث: يعرف التمويل بأنه " توفير الأموال (السيولة النقدية) من أجل إنفاقها على

الاستثمارات، وتكوين رأس مال ثابت بهدف زيادة الإنتاج والاستهلاك " ¹.

تعريف شامل: ومن التعاريف السابقة يمكن إعطاء مفهوم للتمويل بأنه " توفير الأموال اللازمة للقيام بمشاريع اقتصادية وتطويرها، وذلك في أوقات الحاجة إليها. إذ أنه يخص المبالغ النقدية و ليس السلع والخدمات، وأن يكون بالقيمة المطلوبة بالضبط، فالهدف منه هو تطوير المشاريع العامة منه والخاصة في الوقت المناسب " .

ثانيا: أهمية التمويل

للمويل دور فعال في تحقيق أهداف المؤسسة وذلك من خلال: ²

- ✓ مساعدة المؤسسة على تسوية توازنها؛
- ✓ التمويل يساهم في تدعيم النشاط الاقتصادي عن طريق مشاريع جديدة؛
- ✓ يساهم التمويل في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل تحديد أو تحسين رأس المال الثابت؛
- ✓ للمؤسسة، أو تستخدمه المؤسسة لتواجه به احتياجاتها الجارية للخروج من حالة العجز المالي؛
- ✓ إن الاستخدام الكفء للتمويل الخارجي يؤدي إلى تخفيف الضغط على ميزان المدفوعات للدولة المدينة، والذي يرجع إلى خدمة ديونها الخارجية، ومن أهم عوامل كفاءة استخدام التمويل الخارجي هي : الربحية ، الملائمة ، المرونة ، والوسيلة.

¹ - حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية ، الرواق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001، ص 18.

² - طارق الحاج، مبادئ التمويل ، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2002، ص 29.

المطلب الثاني: أنواع التمويل

ينقسم التمويل إلى عدة أنواع، وذلك حسب معايير يمكن النظر إليه من عدة زوايا تتمثل أساسا في:¹

1- من زاوية المدة التي يستغرقها

أ- تمويل قصير الأجل:

ويقصد به الأموال التي لا تزيد فترة إستحقاقها عن سنة، أي المبالغ النقدية التي تخصص لدفع الأجر وشراء المواد والتوسع الموسمي، وغيرها من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من الحصيلة المنتظرة للعمليات الجارية نفسها.

ب- تمويل متوسط الأجل:

ويتراوح ما بين أكثر من سنة إلى خمسة سنوات موضوعة في الغالب، تخص تمويل المشتريات والمعدات والأدوات الخاصة بالربحية التي ستعين على وفاء القرض.

ج- تمويل طويل الأجل:

ينشأ من طلب الأموال لتكوين رأس المال الثابت، وتزيد مدته عن خمس سنوات مثل: عمليات التوسع .

2- من زاوية مصدر الحصول عليه

أ- تمويل ذاتي:

التمويل الذاتي هو وسيلة تحويلية جد هامة، وهي أكثر إستعمالا بحيث يسمح لتمويل نشاطها الاستغلالي بنفسها دون اللجوء إلى أي عميل آخر.

ب- تمويل خارجي:

يكون هذا التمويل بلجوء المشروع إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية، أو عن طريق زيادة رأسمالها بطرح أسهم جديدة في السوق.

1 - عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002، ص 19.

3- من زاوية الغرض الذي يستخدم من أجله

أ- تمويل الاستغلال:

هو تلك الأموال التي ترصد لمواجهة الاحتياجات والمعاملات قصيرة الأجل والتي تتعلق بتنشيط الدورة الإنتاجية.

ب- تمويل الإستثمار:

ويتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة، وتوسيع الطاقة الحالية للمشروع لإقتناء الآلات والتجهيزات وما يليها من العمليات التي تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي للمشروع .

المطلب الثالث: طرق و مبادئ التمويل

يعتبر التمويل عاملا مهما من عوامل التنمية، فهو كغيره من العوامل له طرق و مبادئ على أساسها يتم توفير الأموال وإحتياجات المشاريع.

أولا : طرق التمويل

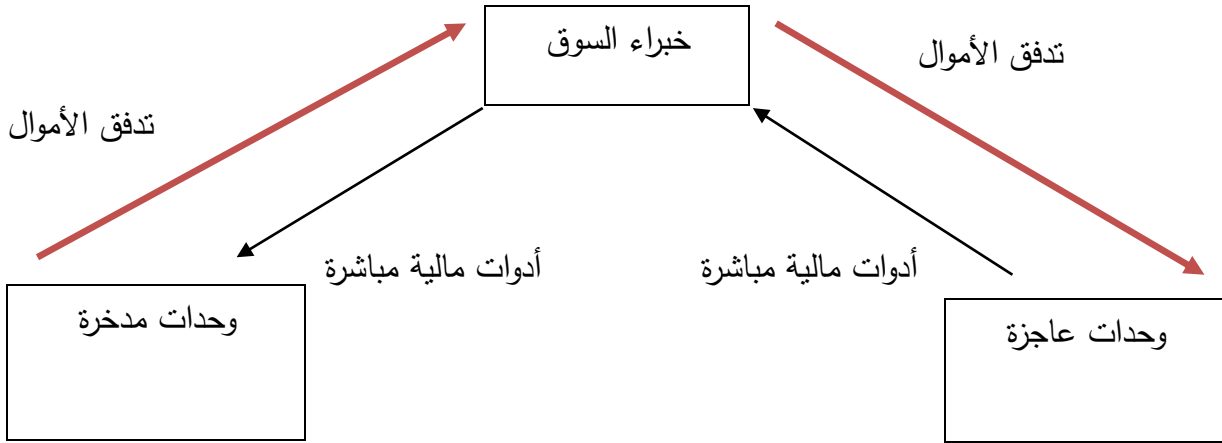
1- طريقة التمويل المباشر

يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض والمقترض دون تدخل أي وسيط أو مؤسسة مالية، فالوحدات ذات الفائض في المواد النقدية والإدخارية يمكن تحويلها إلى الوحدات التي هي في عجز مالي لتلبية إحتياجاتها، وله عدة صور ويختلف المتعاملين في المشروعات (أفراد، حكومة ..)¹.

¹ - هاجر عزوز، دور القروض البنكية في تمويل وترقية المشاريع الإستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة الجزائر، 2012-2013، ص 56 .

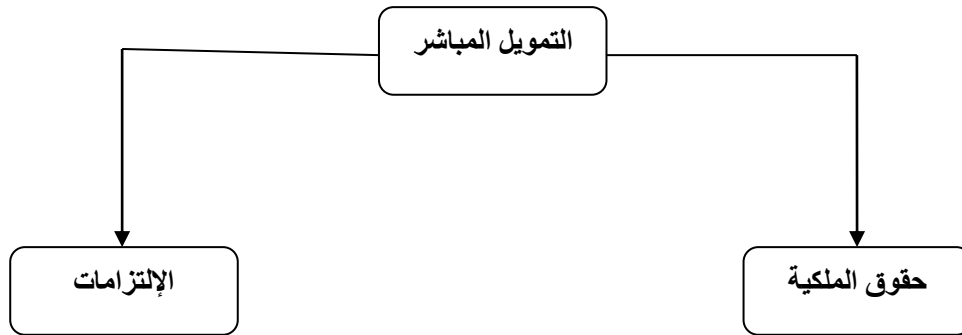
الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

الشكل رقم (01): قنوات التمويل المباشر



المصدر: عبد المنعم ونزار الدين العيسي، النقود والمصارف والأسواق المالية، درا حامد للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2004، ص 89.

الشكل رقم (02): أنواع التمويل المباشر



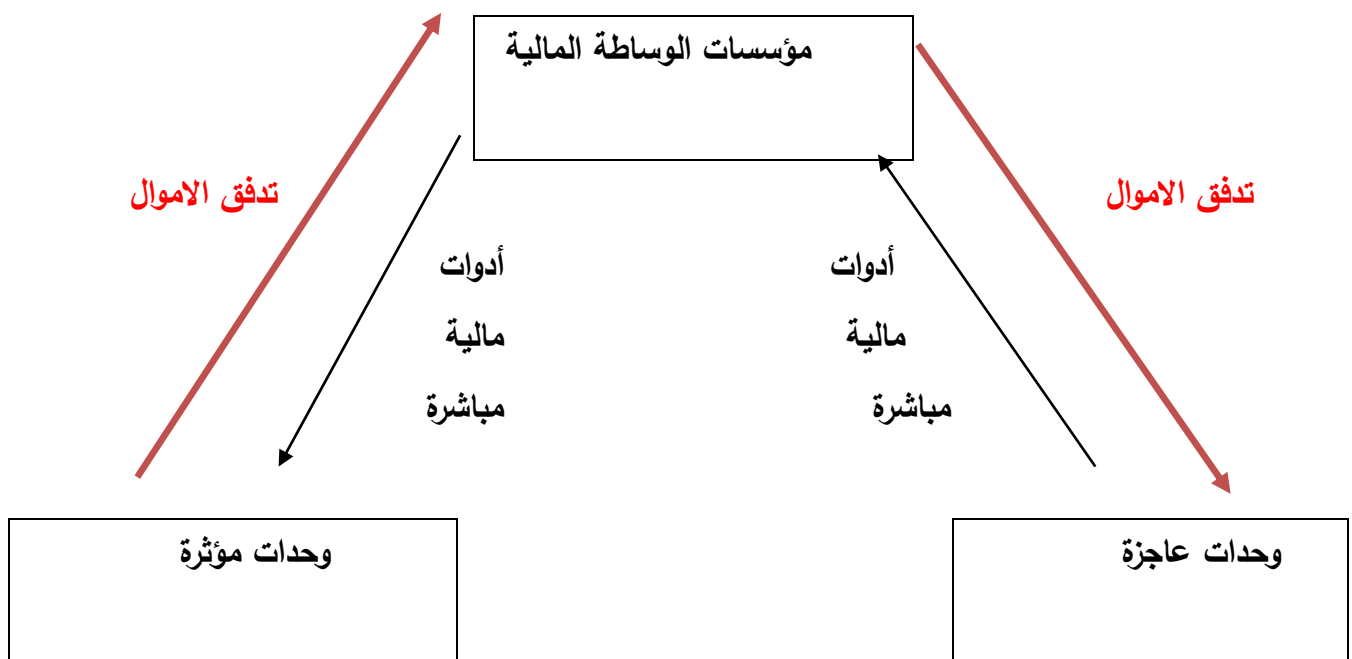
المصدر: عبد المنعم علي ونزار سعد الدين العيسي، مرجع سابق، ص 92.

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

2- طريقة التمويل غير المباشر:

يتم هذا النوع من التمويل عن طريق تدخل الوسطاء الماليين، حيث يتم إشباع حاجات الوحدات عاجزة من خلال المدخرات المالية التي تقدم من طرف الأشخاص أو المؤسسات أصحاب الفائض.¹

الشكل رقم (03): العلاقة بين نسبة الإستدانة إلى الأموال الخاصة على تكاليف الوكالة



المصدر: عبد المنعم علي ونزار سعد الدين العيسي، مرجع سابق، ص 94.

1 - طارق الحاج، مرجع سابق، ص 38.

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

ثانياً: مبادئ التمويل:

يقوم التمويل على مبادئ وهي كالآتي:¹

1- ضرورة الموازنة بين المخاطر و العوائد

أي أن الموازنة بين ميعاد الحصول على التدفقات من الإستثمارات وبين سداد الإلتزامات من أجل عدم الوقوع في المخاطر.

2- الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود

من المبادئ الأساسية للتمويل أن النقود لها قيمة زمنية مضادة لها، فالدينار الذي يمكن الحصول عليه الآن أعلى قيمة من نفس الدينار الذي يمكن الحصول عليه العام القادم، ولذلك القاعدة تتم على أنه من الأفضل السعي للحصول على الأموال مبكراً كلما كان ذلك ممكناً.

3- كفاءة أسواق رأس المال

بما أن هدف التمويل هو تعظيم ثروة الملاك أو حملة الأسهم، حيث لا يمكن قياس هذه الثروة إلا من خلال كفاءة الأسواق المالية، والسوق الكفاء هو ذلك السوق الذي تعكس فيه الأصول والسندات في أي لحظة المعلومات المتاحة.

1 - عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008، ص37 .

المبحث الثاني: أساسيات هيكل رأس المال

يعتبر هيكل رأس المال إحدى قرارات المؤسسة، فقد يكون من باب أول إعطاء لمحة مختصرة عن مفهومه وأهميته، لكن المهم هو مكوناته ومحددات بنائه وهذا ما سيتطرق له في هذا المبحث.

المطلب الأول: مفهوم هيكل رأس المال وأهميته

أولاً: مفهوم هيكل رأس المال:

يمكن تعريف هيكل رأس المال على أنه "توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل طويلة الأجل التي يتم إختيارها من قبل المؤسسة لتغطية إستثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية.¹

إنه هيكل رأس المال عبارة عن تشكيلة المصادر طويلة الأجل التي تحصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل إستثماراتها²، ومن ثم فإنها تتضمن كافة رؤوس الأموال الدائمة والإحتياجات والقروض طويلة الأجل التي يتكون منها جانب الخصوم، والتي تم الحصول عليها في ظل أفضل الشروط، هذا إضافة إلى تكلفة دنيا ناتجة عن استخدام هذه الأموال، فتكلفة هذه الأموال تستخدم للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، وذلك للوصول إلى هيكل رأس مال مثالي الذي يحقق هدفها المتمثل في تعظيم قيمتها.³

ثانياً: أهمية هيكل رأس المال:

يمكن الوقوف على الأهمية التي يكتسبها هيكل رأس مال المؤسسة الاقتصادية من خلال الإدارة المالية من جهة والملاك والمقترضين من جهة أخرى.

1- أهمية هيكل رأس المال بالنسبة للإدارة المالية

1 - عاطف وليم اندرواس، مرجع سابق، ص 401.
2 - محمد عدنان اسماعيل، اسواق رأس المال ويورصة الاوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الاعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر 1993، ص 8.
3 - محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 71.

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

يمكن إبراز هذه الأهمية من خلال جانبين هما:¹

1-1- هيكل رأس المال كمصدر تمويل طويل الأجل : تحتاج جميع الشركات إلى مصادر التمويل طويلة الأجل لضمان بقائها في دنيا الأعمال والتوسع الاستثماري في عناصر الأصول المختلفة، ولذلك يتم تدبير هذه الاحتياجات المالية من مصادر التمويل الذاتية المتمثلة في حقوق الملكية ومصادر التمويل الخارجية التي يستحق الوفاء بها في مواعيد محددة .

1-2- أهمية هيكل رأس المال من منظور التوازن المالي: يتطلب إحداث التوازن المالي ضرورة التوفيق بين طبيعة الأصل و بين مصادر التمويل المناسب، وهي قاعدة ذهبية ينبغي الاهتمام بها في قضايا التمويل، حيث يفضل تمويل الأصول طويلة الأجل بمصادر طويلة الأجل، والشئ نفسه بالنسبة للأصول قصيرة الأجل، وهذا راجع إلى ضرورة التخفيض من إشكالية التناقض الموجود بين سيولة الأصل واستحقاق الخصوم، فلا يمكن تمويل أصول دائنة بمصادر قصيرة الأجل حيث تلتزم المؤسسة بتسديدها في فترة أقصر من استحقاق الأصل ولا يمكن إحداث الحالة العكسية، حيث تحتفظ المؤسسة بأرصدة لا تحتاج إليها.

2- أهمية هيكل رأس المال في اتخاذ القرارات الاستثمارية

تعتبر تكلفة الأموال أي تكلفة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال من أهم المداخل استخداما في عملية المفاضلة بين مختلف البرامج الاستثمارية، حيث أنها تستعمل كمعدل لخصم التدفقات النقدية المستقبلية، في حين لو أن مصادر التمويل تتفاوت من حيث التكاليف المترتبة على استخدامها فإنه من الطبيعي أن يكون لهيكل رأس المال أهمية كبيرة في كونه محدد لقرار اختيار مشروع استثماري دون آخر.²

3- أهمية هيكل رأس المال بالنسبة للملاك والدائنين

إذا كانت التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لها إرتباط وثيق بالنتيجة السنوية التي تحققها المؤسسة، فهذا يعني أن اهتمام المساهمين لهيكل رأس المال يكون من خلال جعل نسبة القروض إلى

¹ - محمد عدنان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001، ص 16.

² - منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2003، ص 84.

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

حقوق الملكية في أقصى حدودها للاستفادة من مزايا الرفع المالي أو تطور في رقم الأعمال، لكن في المقابل تشير الدرجة المرتفعة للرفع المالي إلى عدم كفاية الأموال الخاصة لتسديد مستحقات المقرضين في حالة الإفلاس وتعذر بيع الأصول بقيمتها الدفترية، ولهذا فإن المقرض يسير عكس تيار المساهمين العاديين فيما يتعلق بدرجة الرفع المالي.¹

المطلب الثاني: مكونات هيكل رأس المال

وتتمثل مكونات هيكل رأس المال في ما يلي:

1- الأسهم:

يعرف القانون التجاري الجزائري في المادة 715 مكرر 40 من المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 السهم على أنه " مستند قابل للتداول تصدره شركة مساهمة كتمثيل لجزء من رأس مال وبالتالي فالمهم عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول وتعبر عن حق ملكية في رأس مال المؤسسة، وتشكل مجموعة أسهم المؤسسة رأسمالها الاجتماعي ويتم إصدار هذه الأوراق المالية عند تأسيس الشركة وكذلك عند زيادة رأس المال . وتنقسم إلى : أسهم عادية وأسهم ممتازة .

1-1- الأسهم العادية:²

يظهر السهم في شكل صك ملكية، له ثلاثة قيم:

قيمة إسمية مدونة على وجه السهم، و عادة ما يكون منصوص عليها في العقد التأسيسي للمؤسسة، كما تكون له قيمة دفترية تعادل قيمة حقوق الملكية المتمثلة في الاحتياطات والأرباح المحتجزة إضافة إلى مجموع الأسهم العادية مقسوما على عددها، أما القيمة الثالثة فهي القيمة السوقية التي تعبر عن التقسيم الحقيقي للسهم العادي.

يترتب على استخدام هذا المصدر في التمويل عدد من الحقوق والإلتزامات وهي كالاتي:

✓ تتمتع بحقوق الملكية من الناحية الإيجابية للحصول على الأرباح المتوقعة مع حق الرقابة على

الشركة؛

1 - سليمان شلاش وآخرون، العوامل المحددة لهيكل المال، مجلة المنارة للبحوث والدراسات، المجلد 14، العدد 1، الاردن، 2008.

2- عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص33 .

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

- ✓ الجانب السلبي لحقوق الملكية تتمثل في تحميل الخسائر المحتملة، بالإضافة إلى الإلتزامات القانونية نحو الغير وفق الشكل القانوني للمشروع؛
من ناحية تقسيم الدخل والرقابة والمخاطر:
- ✓ حملة الأسهم العادية هم المستفيدون من المتبقي من صافي الدخل للشركة من خلال حق التصويت، حملة الأسهم العادية لهم حق الرقابة القانونية على الشركة؛
المخاطر التي يتحملها الملاك:
- ✓ تعتبر حقوق الملكية عامل أمان للدائنين إذ ما وقعت خسارة نتيجة حل و تصفية الشركة؛
- ✓ مسؤولية حملة الأسهم محددة بحجم استثماراتهم بالشركة.

2-1- الأسهم الممتازة:

يعتبر السهم الممتاز مستند ملكية مثله مثل السهم العادي، حيث يمتلك قيمة إسمية وقيمة سوقية إلا أنه يتميز عن السهم العادي ببعض المميزات، حيث يحظى السهم الممتاز بتوزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من قيمته الإسمية، و في حالة عدم تحقق الأرباح في سنة ما أو تحققت لكن المؤسسة قررت عدم توزيعها، فلا يحق لحملة الأسهم الممتازة المطالبة بها، وفي الوقت ذاته لا يحق إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على حقهم في توزيعات السنوات السابقة، مع هذا قد تنص عقود التأسيس على غير ذلك، أي من الممكن أن تنص على أن الحق في التوزيعات يكون فقط عن السنوات التي تحققت فيها الأرباح.¹

2- السندات:

تعرف السندات على أنها " صكوك متفاوض عليها تمثل دين طويل الأجل مصدره من طرف شركة أو هيئة حكومية، يعطي بموجبها حق الدائنية لحاملها مقابل عوائد ذات قيم ثابتة تحتسب وفقا للقيمة الإسمية للسند، ومعدل الفائدة الذي يحمله.²

1 - عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الاولى، 2008، ص 88 .
2- عبد الحميد لطرش، فعالية قرارات تشكيل هيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في العلوم التجارية المركز الجامعي -تبسة-، الجزائر 2004-2005، ص 37 .

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

1-2- مبررات التمويل عن طريق السندات من وجهة نظر مالك السند:¹

- ✓ يعتبر هذا النوع من التمويل من وجهة نظر المقرض أقل من حيث المخاطر لأنه له الأولوية على الدخل، ولكن ليس له حق الرقابة على المؤسسة؛
- ✓ تعتبر القروض ملائمة لأنها تعطي الأسبقية أو الأولوية على الملاك فيما يتعلق بالدخل والقيمة عند التصفية؛
- ✓ ليس من حق حامل السند أن يمارس حق الرقابة إلا في حالة الإعسار.

2-2- من وجهة نظر مصدر القرض بالسندات:²

- ✓ تكلفة القروض محددة مسبقاً، وأن التكلفة المتوقعة لهذا النوع من التمويل أقل من تكلفة الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة؛
- ✓ إن التمويل عن طريق الأسهم يعطي لحامله حق التصويت والرقابة؛
- ✓ إن الفوائد تعطي إعفاءاً ضريبياً للمنظمة بإعتبارها من الأعباء الواجبة الخصم من الدخل قبل حساب الضريبة؛
- ✓ إن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم أو ذات الحق في شراء عدد من أسهم المؤسسة، تعطي المؤسسة المرونة لتعديل الهيكل المالي.

3- الأرباح المحتجزة:

الأرباح المحتجزة هي تلك الأرباح التي حققتها المؤسسة ولم توزع إلى حملة الأسهم العاديين، حيث أن تكلفتها قليلة و تتمثل في التكلفة البديلة للإستثمار في مجال آخر ولا يمكن إستخدامها بشكل متكرر.³

1 - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 38 .

2- منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 87 .

3- عبد الوهاب يوسف احمد، مرجع سابق، ص 92 .

المطلب الثالث: محددات هيكل رأس المال

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

1- مخاطر النشاط:

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

2- المخاطر المالية:

إن تكلفة الضغوط المالية عالية جدا على المؤسسة فإن إحتماالاتها تعتمد على درجة الخطر للنشاط بالإضافة إلى الأخطار الخاصة بالمراجعة المالية، فكلما زاد خطر النشاط و الخطر المالي، تعرضت المؤسسة لخطر الإعسار، لذا فإن الكثير من الشركات تقلل إعتمادها على الديون بهدف تقليل المخاطر.

3- الموقف الضريبي للمؤسسة:

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

4- الرفع التشغيلي:

المؤسسة بإمكانها إستخدام الرفع المالي (الإقتراض) في حالة إنخفاض درجة الرفع التشغيلي، بشكل أفضل من المؤسسات التي تتميز بإرتفاع في الرفع التشغيلي، وهذا راجع إلى إنخفاض درجة مخاطر النشاط.

5- معدل النمو:

المؤسسات التي تتميز بسرعة نموها تعتمد على التمويل بإستخدام القروض بشكل كبير، كما أن إرتفاع تكاليف التمويل بالأسهم مقارنة بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الإعتمااد على الإقتراض، لكن في

¹- H. Bierman et autres , **la préparation des financiers dans l'entreprise**, Démodé , 2em édition , Paris , France, 1972 , p173 .

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

المقابل قد تواجه هذه المؤسسات مخاطر أكبر جراء إعتماها على القروض مما يقلل درجة الإعتماا عليها.

المبحث الثالث: أمثلية هيكل رأس المال

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

المطلب الأول: محددات الهيكل المثلى لرأس المال

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

1- الملائمة بين طبيعة المصدر و طبيعة الاستخدام:

إن تلائم مصادر الأموال المكونة لهيكل رأس المال مع استخداماتها أمر ضروري لتكوين هيكل مثالي فالقاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الأصول الثابتة من مصادر طويلة الأجل كالأموال الخاصة أو القروض طويلة الأجل، أما المصادر القصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل ويقضي مبدأ الملائمة أيضا بتمويل احتياجات المؤسسة قصيرة الأجل من مصدر قصير الأجل، لأن تمويلها طويل الأجل يتعارض و هدف الربحية مع المراعاة في ذلك لتكلفة كل مصدر، فالمصدر هنا مناسب هو الذي يحقق معدل عائد أكبر من تكلفة الحصول عليه.¹

1 - مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2009، ص 400.

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

2- الربحية:

أي أنه يجب أن يعود هيكل رأس المال على المؤسسة بأكبر ربح يمكنها أن تحققه، ويرفع قيمتها السوقية إلى أكبر حد ممكن وذلك عن طريق الوصول إلى أقصى إستخدام للرفع المالي مع الإلتزام بأقل تكلفة ممكنة، أي تحديد المزيج الأمثل لمصادر التمويل المكونة لهيكل رأس المال، مما يؤدي إلى إظهار تأثير البدائل التمويلية المختلفة في العائد بمستويات مختلفة من العوائد و الضرائب.¹

3- المرونة:

بمعنى عدم إتصاف هيكل رأس مال المؤسسة بالجمود و قدرتها على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى التمويل، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها خاصة إذا تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال، و يتيح توفر المرونة بالنسبة للمؤسسة ما يلي :²

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

4- السيطرة و الخطر:

يجب أن يتضمن هيكل رأس مال المؤسسة أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة، لذلك فلا بد عليها من أن تراعي المخاطر وأولوية الحصول على الدخل والعائد، ضمن المعروف بأن المقترضين ليس لهم دور في إدارة المؤسسة، ولكن يمكنهم وضع بعض الشروط في إتفاقية القرض تحد بين أنشطة الإدارة، كما أنهم يحظون بالأولوية على ملاك المشروع في الحصول على الدخل أو ناتج التصفية، مما يستوجب على المؤسسة بأن تستشعر الخطر عند زيادة الإلتزامات الثابتة كالفوائد والأقساط، وعليه فإذا كان الميل لدى الإدارة بالإبقاء على الرقابة وعدم توزيع الإستخدام بنسب عالية من التمويل المقترض والأسهم الممتازة عند وجود حاجة إلى أموال إضافية.³

1 - عدنان تابه النعيمي وياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2007، ص201 .

2- مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص402 .

3- خليل محمد خليل عطية، دراسات الجدوى الاقتصادية، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث، القاهرة، مصر، 2008، ص63 .

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

5- نمط التدفق التقدي:

والمقصود بنمط التدفق هو الفترة الزمنية التي تنقضي على الإستثمار حتى يبدأ بتحقيق العائد من عملياته، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق العوائد لها آثار سلبية على السيولة ويمكن تقادي هذا الأثر السلبي باختبار مصادر التمويل المكونة لهيكل رأس المال الأمثل من منظور السيولة هو رأس المال ثم الإقتراض.¹

6- التخطيط الضريبي:

إن للتخطيط الضريبي تأثير مهم في قرار اختيار مكونات هيكل رأس المال في المؤسسة، حيث أن القوانين الضريبية تسمح بطرح الفوائد على التمويل المقترض من أرباح المؤسسة، أي أن الفوائد تعد من بين التكاليف التي تظهر في جدول حسابات النتائج عند حساب النتيجة الصافية، في حين أن الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة و العادية لا يمكن طرحها من أرباح المؤسسة.²

المطلب الثاني: إختيار الهيكل الأمثل لرأس المال

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

1- تحليل التعادل:

يرتبط مفهوم الرفع المالي أو التشغيلي أو حتى الكلي بمفهوم آخر ذو علاقة بهذه المفاهيم ألا وهو تحليل التعادل، فهو يقوم على ضرورة التفرقة بين أنواع التكاليف، إذ تمتاز التكاليف الثابتة بثباتها مع تغير حجم الإنتاج، على عكس التكاليف المتغيرة التي تتغير وفق حجم الإنتاج، فتحليل التعادل يهدف إلى تحديد حجم الإنتاج الذي لا تحقق عنده المؤسسة لا ربح ولا خسارة، إضافة إلى تقدير الربح عند كل مستوى

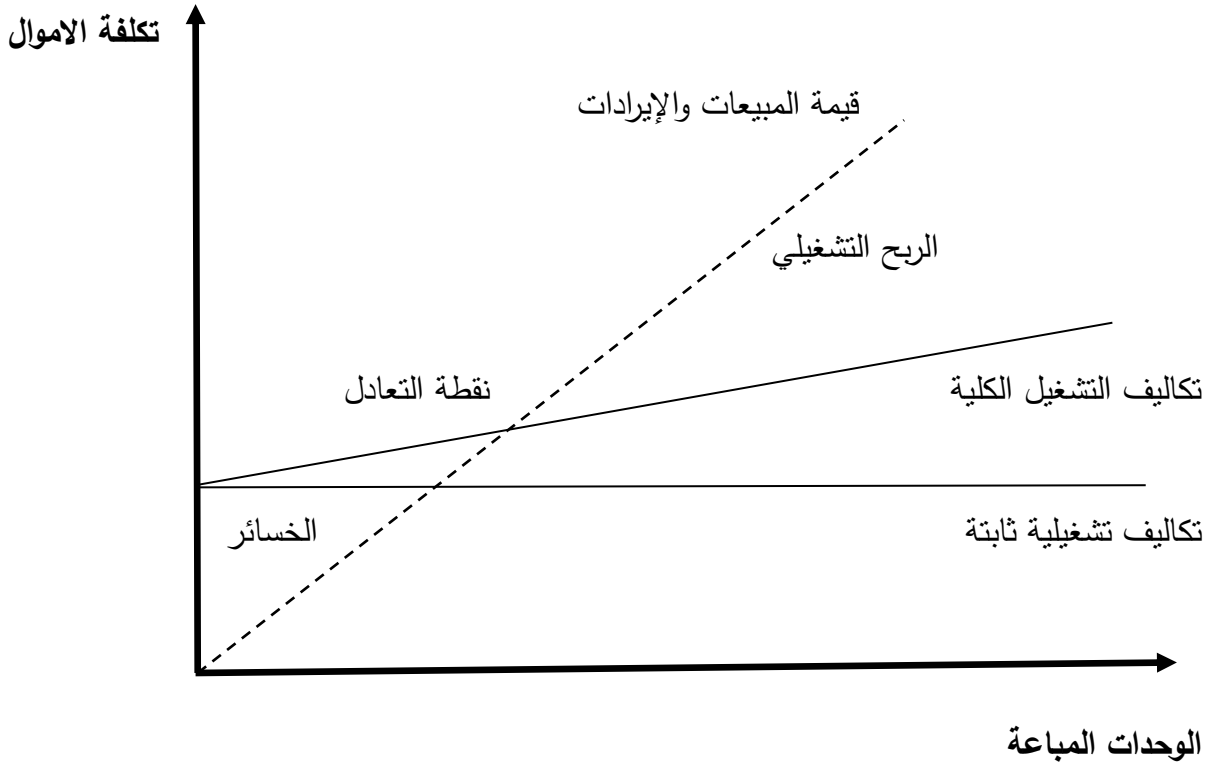
1 - عدنان تابه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، مرجع سابق، ص 206 .

2- مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 408 .

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

ممکن للمبيعات، وهذا يحدث عند نقطة التعادل التي تحدد عندها حجم المبيعات التي تغطي كافة التكاليف الثابتة التشغيلية والمالية، وكذا التكاليف المتغيرة.¹ ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (04): تحديد نقطة التعادل



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 114.

من الشكل يتبين أنه عند نقطة التعادل تكون الأرباح التشغيلية مساوية تماما للتكاليف التشغيلية الكلية والتي لا تحقق عندها المؤسسة لا ربح ولا خسارة، ولكن قبل نقطة التعادل تتحمل المؤسسة خسائر وهذا كون التكاليف أكبر من الأرباح المحققة، على عكس القيم التي تكون بعد نقطة التعادل والتي تكون منطقة أمان بالنسبة للمؤسسة، إذ تحقق فيها عوائد تغطي كافة التكاليف ويمكن إستعمال تحليل التعادل من أجل إختيار المصادر التمويلية الملائمة للمؤسسة، وهذا بناء على الأرباح المحققة و التي تتمثل في حصة

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 110.

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

السهم من الربح، أما في ظل التمويل بالأسهم العادية أو عن طريق الديون، فنقطة التعادل هنا تعكس حجم المبيعات التي تؤدي إلى نفس العائد على الأسهم دون الأخذ بعين الإعتبار لطريقة التمويل ويمكن تحديد نقطة التعادل بالعلاقة الموالية¹:

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

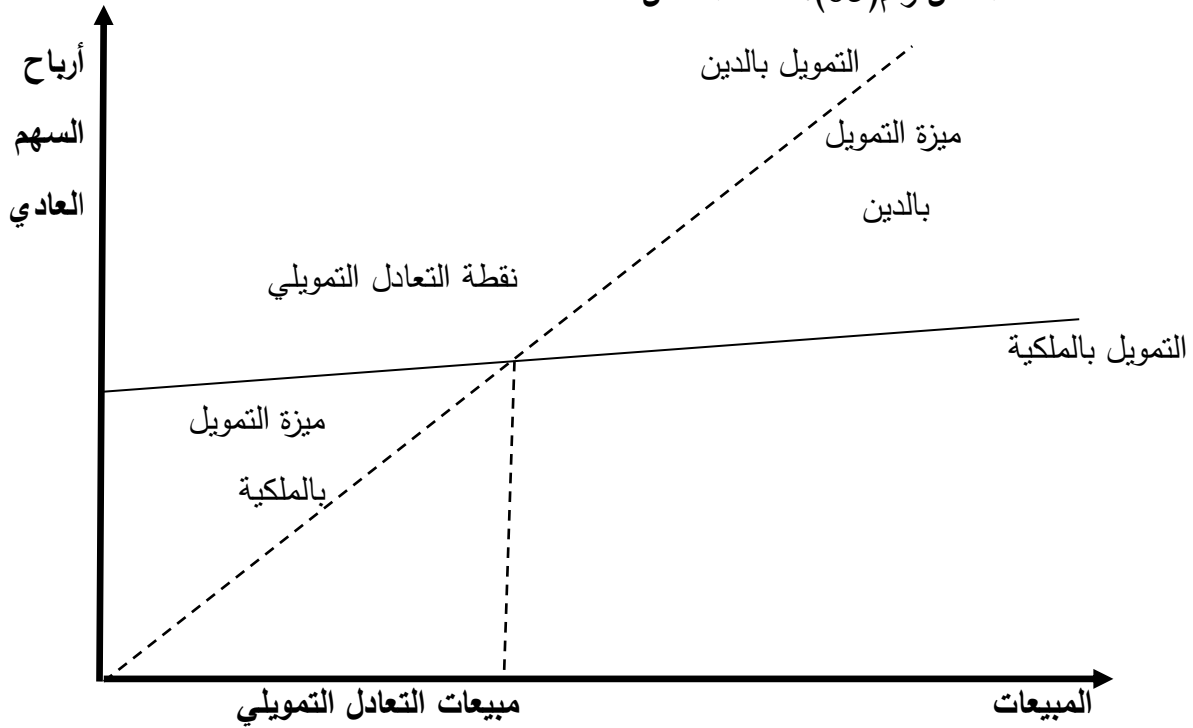
حيث أن EPS_D : العائد على السهم في حالة إستعمال الأسهم.

ESP_E : العائد على السهم في حالة إستعمال الدين.

N : عدد الاسهم القائمة.

ويمكن توضيحها في الشكل التالي:

الشكل رقم (05): نقطة التعادل



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 116 .

يمكن القول من خلال الشكل أنه في ظل مبيعات أقل من مبيعات التعادل، فمن الأفضل للمؤسسة الإعتماد على التمويل بأموال الملكية، وذلك كونها تحقق أرباحاً للأسهم أعلى من الأرباح المحققة من

¹ - مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 422 .

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

جراء الإعتماد على القروض، أما في ظل مستوى مبيعات يفوق مبيعات التعادل فحصة السهم من الأرباح تكون أعلى منها إذا تم التمويل بأموال الملكية، فمصلحة المؤسسة تقتضي الإعتماد على التمويل بالديون في شكل هيكل رأس مال.

مما سبق يمكن إستنتاج أن نقطة التعادل تتغير في ظل تغير مجموعة من العوامل، فإذا ربطناها مع التكلفة الثابتة والمتغيرة، فإن إرتفاعها معا أو إرتفاع أحدهما يؤدي بالضرورة إلى إرتفاع نقطة التعادل بالتالي فهي علاقة طردية مع التكاليف الثابتة والمتغيرة والكلية، والعكس إذا كان سعر بيع الوحدة الذي إرتفاعه يؤدي إلى إنخفاض نقطة التعادل وهذا نتيجة لزيادة الإيرادات، مما يعني بيع حجم أقل يمكن تغطية التكاليف، فتكون نقطة التعادل على علاقة عكسية مع سعر بيع الوحدة.

2- الرفع الكلي:

حسب ماهو معروف فإن زيادة مبيعات المؤسسة في ظل وجود رفع تشغيلي تؤدي بالضرورة إلى زيادة الدخل الصافي قبل الفائدة والضريبة، ولكن هذه الزيادة وفي وجود رفع مالي تؤدي بالضرورة إلى زيادة أكبر في حصة السهم من الربح، ولهذا فالمؤسسة تعتمد على هذا المزيج من أجل تعظيم أثر التغيير في المبيعات على حصة السهم من الربح، وهو يدعى بالرفع الكلي.

ويمكن تعريفه على أنه " إستخدام التكاليف الثابتة المالية منها والتشغيلية، وهذا من أجل تعظيم أثر التغيير في المبيعات على ربحية السهم العادي".¹

2-1- قياس الرفع الكلي : يمكن قياس الرفع الكلي بقياس تأثير التكلفة الثابتة في ربحية السهم العادي بإستعمال العلاقة الموالية:²

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

¹ - عدنان تابه النعيمي وارشاد فواد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البيازوري العلمية، عمان، الاردن، 2009، ص423 .

² - مرجع سابق، ص 424 .

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

حيث أن : Dtl : درجة الرفع الكلي

$\Delta S\%$: التغير النسبي في المبيعات

أما حالة الإعتماد على مستوى معين المبيعات، يمكن إستعمال العلاقة التالي:

$$Dtl = \frac{Q(P - V_c)}{Q(P - V_c) - F_c - I^*}$$

حيث أن I^* تمثل فوائد الديون + أرباح التوزيعات للأسهم الممتازة، ومنه فإن الرفع الكلي من خلال المعادلتين السابقتين يظهر مدى قوة تأثير التكاليف الثابتة التشغيلية و المالية على ربحية السهم، حيث يعتبر من بين أهم المزايا التي يقدمها الرفع الكلي، إضافة إلى توضيح العلاقات المختلفة بين كل من الرفع التشغيلي والمالي.

2-2- العلاقة بين الرفع المالي والتشغيلي والكلي :

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

$$DTL = DOL \times DFL$$

2-3- المفاضلة بين هياكل رأس المال البديلة:

تهدف المؤسسة من خلال إعتمادها على هيكل رأس مال محدد إلى تعظيم ثروة الملاك، ومن ثم قيمة المؤسسة ككل مما يعني محاولة تجنب التوسع في إستخدام المصادر التمويلية منخفضة التكلفة وخاصة الإقتراض، لذا فعلى المؤسسة دراسة كل البدائل التمويلية المتاحة أمامها ومحاولة خلق أسس للمفاضلة

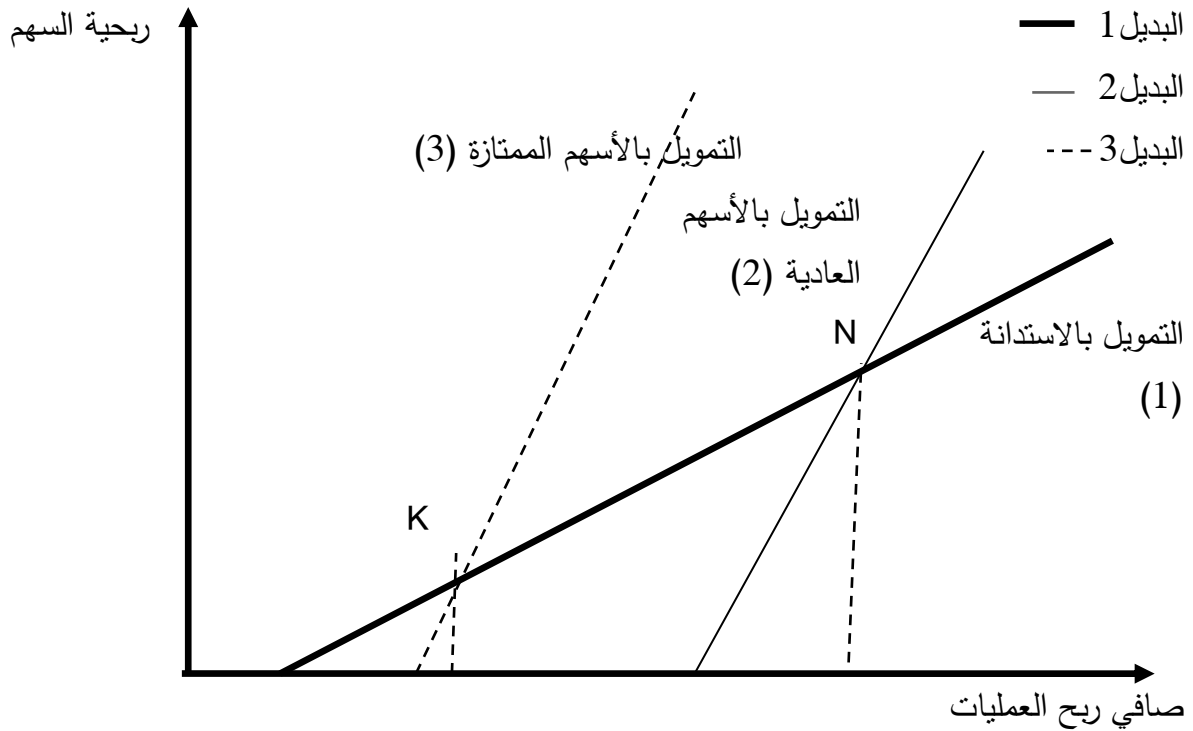
1 - عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 409.

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

بينها بما يوافق إستراتيجياتها المنتهجة، منها العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية، الرفع والخطر، فالعائد المتوقع لحملة الأسهم العادية هو عبارة عن صافي الربح المتبقى وهذا بعد سداد الفوائد والضريبة، وأيضا حصول أصحاب الأسهم الممتازة على التوزيعات، ولإستعمال هذا المفهوم كأساس للمفاضلة بين هياكل رأس المال المتاحة أمام المؤسسة، يجب الوقوف على ربحية السهم العادي وكذا المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها هذه الربحية.¹

و يمكن شرح كل ذلك من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (06): ربحية السهم في ظل مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 145.

من خلال الشكل يمكن تقسيم المنحنى إلى ثلاث أقسام وفق مستويات مختلفة لصافي ربح العمليات وأثرها على ربحية السهم تكون مرتبة كما يلي: البديل 1، البديل 3، ثم البديل 2، نظرا لأفضلية العوائد

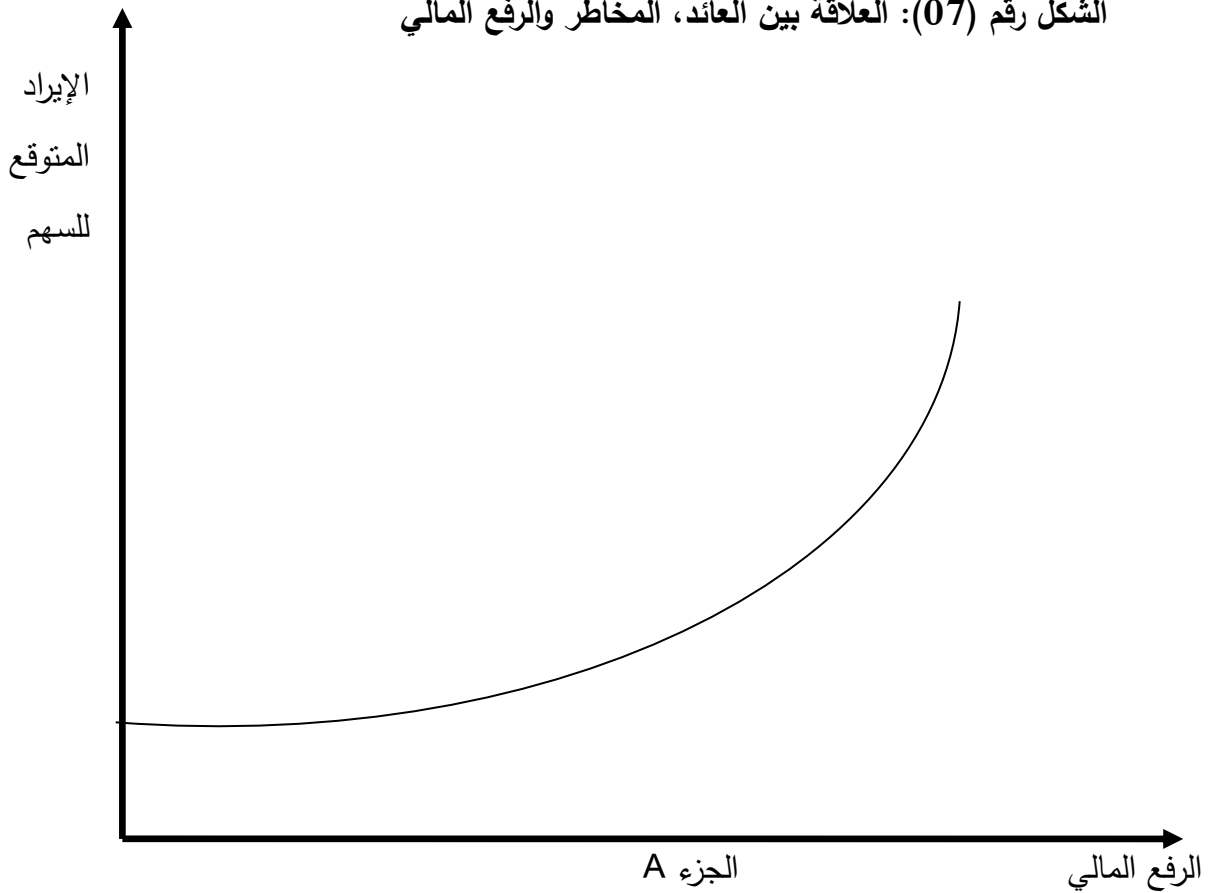
¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص 144، 142.

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

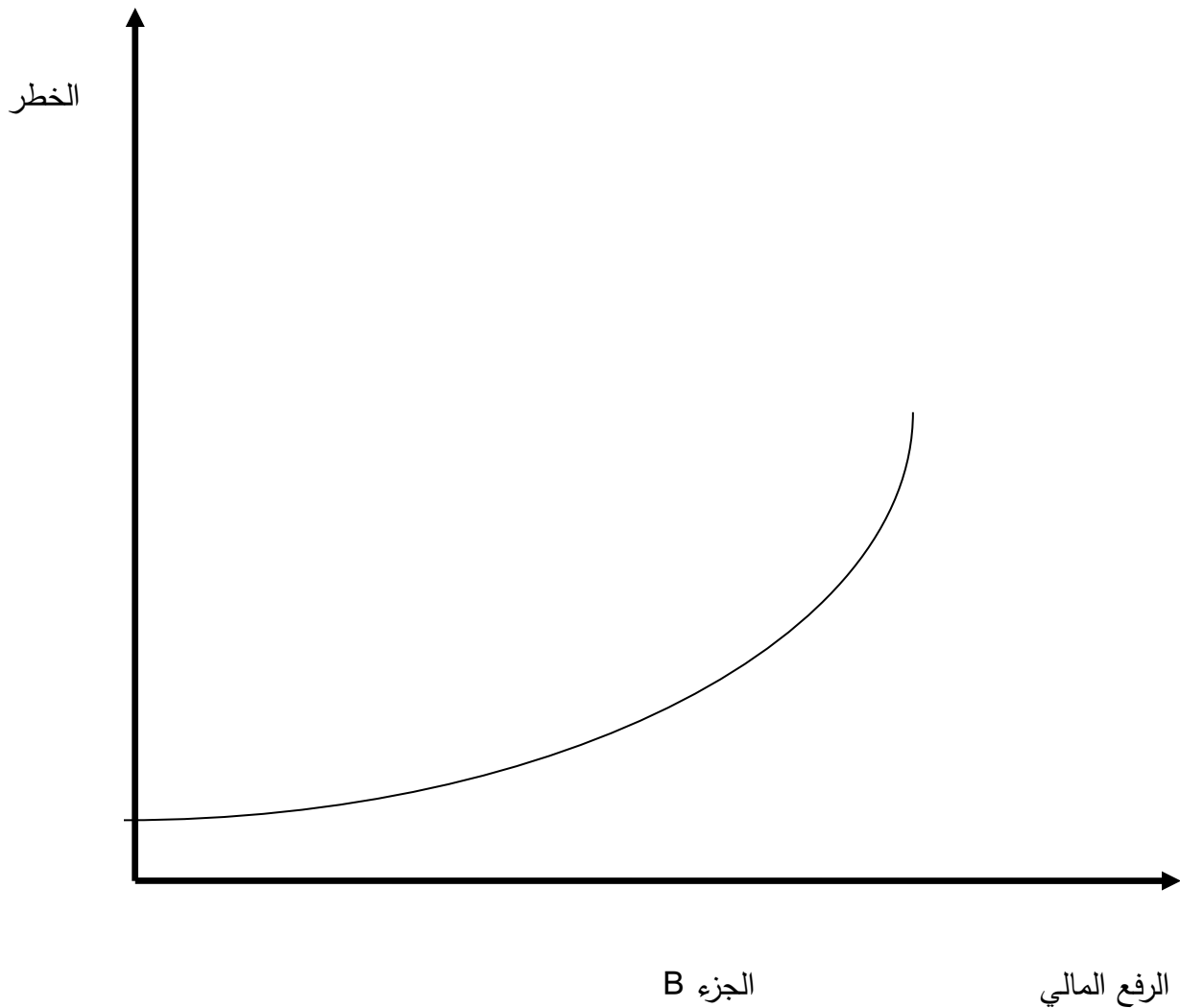
النتيجة عند التمويل بالقروض، الأسهم الممتازة ثم العادية على التوالي، فيكون من الأفضل للمؤسسة الإعتماد على الرفع المالي.

أما عندما يكون صافي ربح العمليات بين النقطتين : $N-K$ ، فيصبح الترتيب كما يلي : البديل 3، البديل 1، ثم البديل 2 وهذا راجع لإرتفاع المخاطر المالية وبعد النقطة N يكون الترتيب كما يلي : البديل 3 البديل 2، البديل 1، والملاحظ من الشكل أن وجود نقطتي تقاطع والتي في واقع الأمر تمثل نقاط التعادل N ، لكن هذا التحليل منقوص كونه لم يتطرق إلى المخاطر التي تتعرض لها ربحية السهم ونوضح ذلك من خلال الشكل الموالي :

الشكل رقم (07): العلاقة بين العائد، المخاطر والرفع المالي



الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية



المصدر: عبد العزيز النجار، مرجع سابق، ص 404.

المطلب الثالث: التكلفة المرجحة لمكونات هيكل رأس المال

بعد التعرف على محددات الهيكل المثلى لرأس المال، والتطرق إلى عملية إختيار الهيكل الأمثل لرأس المال في المؤسسة الاقتصادية، وجب أيضا التطرق للتكلفة الوسيطة المرجحة لمجمل الأموال التي تستخدمها المؤسسة في تكوين هيكل رأس مالها، وذلك لما لها من تأثير كبير في عملية إختيار هذه المكونات.

1- مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

تختلف الأموال التي تستعملها المؤسسة من حيث حجمها، تكلفتها ومصادرها الداخلية يمكن تعريف التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال على أنها " المتوسط المرجح لتكاليف مكونات هيكل رأس المال للمؤسسة، حيث يدخل في حساب المتوسط لمكونات هيكل رأس المال وفقا لأوزانها النسبية قياسا لحجم الهيكل ذاته، لذا فإن كل مصدر يكون مرجح بنسبة معينة تمثل الوزن النسبي لهذا المصدر في هيكل رأس المال " ¹.

2- العوامل المؤثرة في التكلفة الوسيطة المرجحة

يمكن حصر أهم العوامل غير النظامية التي يمكن أن تؤثر في التكلفة الوسيطة المرجحة لمكونات هيكل رأس المال في العناصر التالية: ²

2-1- هيكل التكاليف :

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

2-2- الحساسية للظروف الاقتصادية الكلية :

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

2-3 خصوصية النشاط :

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

2-4- معدل نمو النتائج :

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

3- طرق حساب التكلفة الوسيطة المرجحة

وتوجد طريقتين لحساب التكلفة الوسيطة المرجحة لمكونات هيكل رأس المال وهما:

¹ - Davide E. Vance , **Financial Analyse & Decision Making**, Mc Graw-Hill, New York United States , 2003, p151.

² - بريان كويل، **السندات الحكومية**، دار الفاروق، القاهرة، مصر، 2006، ص56 .

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

3-1- الطريقة المباشرة¹:

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

$$K = Rsr + Bae(Rm - Rsr)$$

حيث أن Bae يمثل درجة حساسية مردودية الأصل الإقتصادي لمردود السوق، ويتم حسابه بإيجاد المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان ل B الأموال الخاصة و B الإستدانة.

$$Bae = Bcp \cdot CP/Ae + Dnet/Ae \quad \text{وتكتب :}$$

$$Bae = Bcp + Bd(D/CP) / 1 + (D/CP)$$

ونلاحظ من العلاقة Bae ترتبط بالإستدانة الصافية، Bd وتحسب كسابقتها عن طريق الإنحدار بين مردودية الديون المسعرة ومردودية السوق، وفي حالة إنعدام Bd تبقى Bae تحسب كسابقتها عن طريق الإنحدار بين مردودية الديون المسعرة ومردودية السوق، وفي حالة إنعدام Bd تبقى Bae ترتبط بالإستدانة الصافية، وقد إقترح هذه الطريقة من طرف " موديليانجي وميلر " في المقل التصحيحي لسنة 1960.

3-2- الطريقة غي المباشرة²:

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

$$CPM = T * Vcp / Vd + Vcp + i Vd / Vd + Vcp$$

حيث CMP : التكلفة الوسيطة المرجحة وهي عبارة عن تكلفة رأس المال.

Vcp : قيمة الاموال الخاصة.

Vd : قيمة الديون.

¹ - ELLE COHEN, Gestion Financier de l'entreprise et développement financier, Edition UREF, Paris 1991, p p 235-236 .

²- CHARLES-ANDRE VALHEN, Evaluation de l'entreprise, Vuibert, Paris, 1981, p 27.

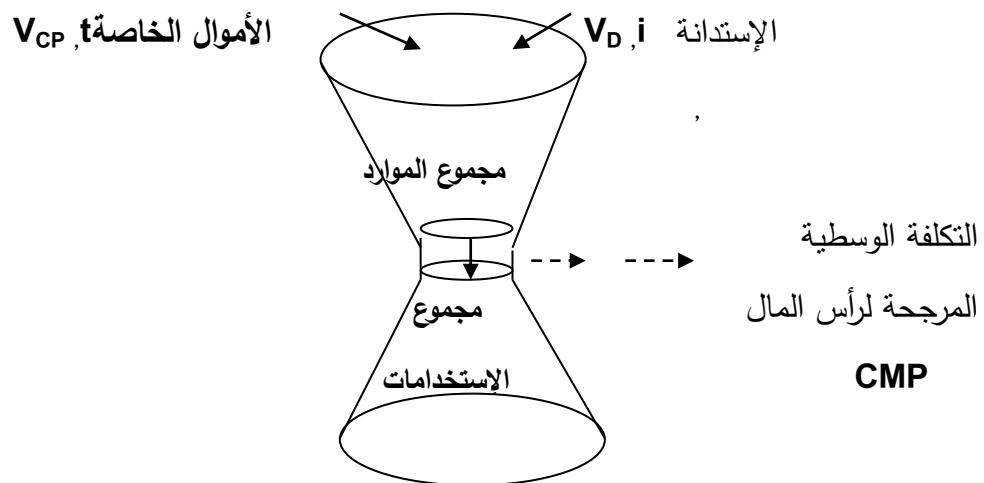
الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

T: تكلفة الاموال الخاصة .

I : تمثل تكلفة الإستدانة بعد الإقتصاد في الضريبة.

ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي :

الشكل (08): التكلفة الوسطية المرجحة لهيكل رأس المال



المصدر: دادان عبد الغني وآخرون، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة

الباحث، العدد6، جامعة ورقلة، 2008 ص3.

بعد الحصول على تكلفة هيكل رأس المال K ، نستخدمها في تقييم المشاريع الإستثمارية كمصدر

إستحداث للتدفقات التي يولدها، وقد إختلفت الآراء بحساب هذه الأوزان ومنها نجد:¹

3-2-1- مدخل الأوزان الفعلية:

يتم هنا ترجيح تكلفة كل عنصر على أساس نسبته الفعلية في هيكل رأس المال، ولا بد من المحافظة على

نفس النسبة ونفس المصدر أي أنه إذا زادت الإستدانة بمبلغ A لا بد من زيادة الأموال الخاصة ب A

1 - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية،الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002، ص175 .

الفصل الأول: الإطار النظري لهيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية

وذلك مع الافتراض بأن الهيكل مثالي ومستقر لكن هذا الطرح غير واقعي إلى حد كبير، وقد وجهت له العديد من الانتقادات أهمها أن التكلفة الوسيطة المرجحة.

3-2-2- مدخل الأوزان المستهدفة:

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

3-2-3- المدخل الحدي:

نلاحظ بأن المدخلين السابقين إعتما على الأوزان وذلك سواء كانت الفعلية منها أو المستهدفة في هيكل رأس المال، ولكن هناك من يرى بأن التكلفة الوسيطة المرجحة يتم حسابها على أساس أوزان العناصر المستخدمة في تمويل المشروع الإستثماري، وهي تختلف من مشروع لآخر أي إختلاف أوزان تلك المصادر، مما يمكن القول بأن هذا المدخل أكثر واقعية من سابقه.

خاتمة الفصل:

- لقد تم إستخلاص عدة نقاط من خلال دراسة هيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية أهمها ما يلي:
- أن للتمويل أهمية بالغة في تسوية التوازن المالي للمؤسسة؛
 - هيكل رأس المال يمثل التمويل الدائم للمؤسسة وبالتالي يعتبر جزءا من الهيكل المالي لها بعد إستبعاد عناصر الإلتزامات قصيرة الأجل؛
 - أن هيكل رأس المال الأمثل هو الذي يحقق أعلى مستوى للإستدانة بغية الإستفادة من أثر الرافعة المالية، ومن ثم المرودية ولا يعرض لمخاطر إضافية كالإفلاس؛
 - أن الأموال الي تستخدمها المؤسسة بمختلف تكاليفها وأحجامها ومصادرها لها تأثير كبير في عملية إختيار مكونات هيكل رأسمالها.

مقدمة الفصل:

إن للسندات دورا مهما وحيويا في الإقتصاد فهي توفر تمويلا مستقرا طويل المدى للشركات والدول على سواء، كما أنها تتيح للمستثمرين بديلا مهما عن الأسهم وهذا نتيجة للربط السلبي بينها وبين سوق الأسهم فقيمة السندات ترتفع عندما تنخفض قيمة الأسهم والعكس صحيح، بالتالي فهي تقدم تدفقا في الدخل أكثر موثوقية من هذه الأخيرة.

وعليه سيتم التطرق في هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- **المبحث الأول:** أساسيات حول القرض السندي؛
- **المبحث الثاني:** عمليات القرض السندي في سوق السندات؛
- **المبحث الثالث:** دور التمويل بالقرض السندي على المؤسسة الاقتصادية.

المبحث الأول : أساسيات حول القرض السندي

تعد السندات أحد أهم المصادر التمويلية طويلة الأجل التي تلجأ إليها المؤسسة في تلبية إحتياجاتها المالية، كما أنها تعد الأقل تكلفة من بينهم.

المطلب الأول: مفهوم السندات وأهميتها كمصدر تمويلي

يمكن تعريف السندات والتطرق إلى أهميتها من خلال ما يلي:

أولاً: تعريف السندات

لقد تعددت التعاريف و المفاهيم التي أعطيت للسندات ومن بينها:

1- **التعريف الأول** تعرف السندات على أنها: "صكوك متفاوض عليها تمثل دين طويل الأجل

مصدره من طرف شركة أو هيئة حكومية، يعطى بموجبها حق الدائنية لحاملها في مقابل عوائد

ذات قيم ثابتة تحتسب وفقاً للقيمة الاسمية للسند، ومعدل الفائدة الذي يحمله.¹

2- **التعريف الثاني:** السندات هي: "أوراق مالية تصدر من طرف المؤسسة بقيمة إسمية وسعر

فائدة إسمي وتاريخ إستحقاق محدد، وتقوم المؤسسة بطرحها للتداول (وفق الآلية المتبعة في

السوق المالية) للحصول على الأموال اللازمة لعملياتها، وتلتزم المؤسسة بموجب السند بدفع

الفوائد الدورية ومن ثم أصل المبلغ عند بلوغ تاريخ الإستحقاق المتفق عليه".²

3- **التعريف الثالث:** تعرف السندات على أنها "صكوك مديونية تدل على دين طويل الأجل خاص

بشركة أو هيئة حكومية أو هيئة اجماعية.... إلخ، وهي مستحقة في ميعاد إستحقاق محدد

ويتحصل صاحبها على فوائد دورية، وهي من الأوراق المالية ضعيفة المخاطرة".³

تعريف شامل: من التعاريف السابقة يمكن القول أن السندات هي عبارة عن: صكوك تمثل أجزاء

متساوية لقرض طويل الأجل، يصدر من طرف شركة أو هيئة من الهيئات المرخص لها بذلك، وفقاً

لطريقة الإكتتاب العام، وتعتبر هذه الصكوك بمثابة عقد أو اتفاق بين الهيئة المصدرة -الطرف المدين-

والمستثمر أو المكتتب -الطرف الدائن-، يترتب عن حقوق والتزامات أهمها تعهد المقرض بدفع فائدة

¹ - D. Martna, **Précis déconomie**, Nathan, Paris, 1997, p80.

² - محمد عوض عبد الجواد، علي ابراهيم الشديفات، **الإستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية**، دار الحامد، عمان، الأردن، 2006، ص106.

³ - F. Telon, **Les marché de capitaux**, Seul, Paris, 1997, p15 .

معلومة ومحددة مسبقا عند الإكتتاب للطرف المقترض، ضف إلى تسديد قيمتها عند ميعاد استحقاقها أو قبل هذا الميعاد حسب ما تم الإتفاق عليه عند الإكتتاب.

ثانيا: أهمية السندات كمصدر تمويلي

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

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

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

المطلب الثاني: أنواع السندات

مع التطور الكبير الحاصل في المجال الإقتصادي والمالي، وضرورة توفير التمويل اللازم للمؤسسات دفعت إلى إبتكار أنواع مختلفة من السندات وهذا من أجل تسهيل عمليات تسويقها، وبالتالي توفير

1- عبد العزيز النجار، مرجع سابق، صص 490- 491.

2- فيصل صمود الشواورة، الإستثمار في بورصة الاوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص ص 76-77.

3- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتب الإشعاع، الإسكندرية، مصر، 2003، ص ص 126-127.

الأموال اللازمة وأيضا ضمان مصالح الإدارة عن طريق عدم التدخل في إدارة المؤسسة، ويمكن التمييز بين هذه السندات وفقا للمعايير التالية:

1- حسب الجهة المصدرة

حسب هذا المعيار يمكن تصنيف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما:¹

1-1- السندات الحكومية: عندما ترغب الحكومة في الإقتراض لفترة قصيرة الأجل، تستطيع أن تصدر

أذونات خزينة مستحقة السداد بعد 03 وأحيانا 06 أشهر، أما في حالة الإقتراض من أسواق رأس المال فإنها، تصدر السندات الحكومية، والتي تكون الدولة فيها الطرف المدين من جهة أخرى تكون البنوك وشركات القطاع العام أو القطاع الخاص الطرف الدائن.

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

1-2- السندات الخاصة: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على

الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى إنضمام مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزات أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

2- حسب شكل الإصدار

تقسم السندات من حيث الشكل الذي تصدر به إلى نوعين هما:²

¹ - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، اطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص62.

² - محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات، دار النفائس، عمان، الأردن، 2009، ص ص 217-218.

2-1- السندات لحامله: ويتم إصدار هذا النوع دون أن يحمل إسم المستثمر، فتنقل ملكيته بطريق الإستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على الفائدة عند استحقاقها، وتحصل بمجرد نزع القسيمة المرفقة بالسند وتقديمه للبنك المعين، وعند حلول موعد إستحقاق السند يكون لحامله أيضا الحق في إستلام قيمة الإسمية مباشرة من البنك.

2-2- السندات الإسمية: ويكون السند إسميا أو مسجلا يحمل إسم صاحبه، ويوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، وهذه السندات الإسمية يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الاصيل وفائدته، كما يمكن ان تكون مسجلة تسجيلا جزئيا ويقتصر على أصل الدين فقط أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحامله شكل قسيمة ترفق بالسند وتنزع منه بمجرد إستحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.

3- حسب الضمانات المقدمة

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

3-1- السندات المضمونة: تقدم الجهة المصدرة ضمانا لحملة هذه السندات تتمثل في بعض ممتلكات الشركة سواء المنقولة كالأوراق المالية بأنواعها، أو غير المنقولة وهي الأكثر شيوعا كالأراضي، المباني والآلات وغيرها، وعليه فإذا عجزت الشركة المصدرة للسندات عن التسديد في مواعيد الاستحقاق، يمكن لحملة السندات الحجز على هذه الأصول المرهونة والعمل على بيعها وتحصيل حقوقهم قبل أي جهة أخرى.¹

3-2- السندات غير المضمونة:² ويطلق عليها تسمية السندات العادية، حيث يتم إصدارها بضمان المركز الائتماني للشركة وتعهدها بالدفع، كما يتوفر لحملة هذا النوع من السندات ضمان يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وفي الغالب يصدر هذا النوع من السندات للشركات المالية التي تتمتع بمركز ائتماني قوي ودرجة تصنيف متقدمة، وتجدر الإشارة هنا إلى

¹ - حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004، ص 231.

² - رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 63.

أن أسعار الفائدة على السندات الغير المضمونة تكون اكبر منها بالنسبة للسندات المضمونة، بسبب إرتفاع درجة المخاطرة المرتبطة بها.

4- حسب الحقوق والإمتيازات المقدمة لمالكيها

وتنقسم السندات على هذا الأساس إلى نوعين هما:¹

4-1- **سندات قابلة للتحويل إلى أسهم**، وتعد السندات القابلة للتحويل من أشهر أنواع السندات التي يهتم بها المستثمرين خاصة إذا كانت الشركة قد حققت معدلات نمو عالية، وتكون الأولوية لمساهمي الشركة في الإكتتاب في السندات القابلة للتحويل وهذا عند قرارها رفع رأس مالها.

4-2- **سندات غير القابلة للتحويل إلى أسهم**: وهي تمثل الشكل الشائع من سندات الإقراض، فالأصل في السندات هي غير قابلة للتحويل وإن تم ومنحت أية ميزة خاصة لها فإنها تكون قابلة للتحويل.

5- حسب معدل العائد

يتميز حسب هذا المعيار نوعان للسندات هما:

5-1- **سندات ذات المعدل الثابت**: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، ويزداد الطلب على هذا النوع في حالة إنخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك ليتمكن المستثمر من الحصول على عائد اكثر مما عليه هو في السوق.²

5-2- **سندات ذات المعدل المتغير**: تكمن أهمية السندات ذات سعر الفائدة المتغير في كونها تسمح للمصدر بالاستفادة من أي إنخفاض محتمل في سعر الفائدة بعد الإصدار، كما تسمح لحائز هذه السندات بالاستفادة من حماية ضد مخاطر إنخفاض أسعارها في حالة إرتفاع معدلات الفائدة في السوق.³

5-3- **السندات الصفرية**: ويتميز هذا النوع من السندات بأن مالكيها لا يحصل على فوائد دورية، وبدلا من ذلك فإنه يشتري السند بسعر أقل من قيمته الإسمية، ويحصل في تاريخ الإستحقاق على القيمة الإسمية للسند، ويمثل الفرق الفوائد المستحقة لذا فهو يعد بمثابة سند خصم، هذا وكلما اقترب السند من تاريخ الإستحقاق إرتفعت قيمته السوقية، بما يعني إنخفاض قيمة الفوائد المستحقة لمن يشتريه.⁴

1- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص ص 228-229.

2- منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 461.

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

4- رشيد بوكساني، مرجع سابق، ص 63.

6- حسب تأثيرها بالعائد المحقق

وتتفرع السندات على أساس هذا المعيار الى نوعين:

- 1-6- سندات عادية: وهي السندات التي لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.¹
- 2-6- سندات الدخل: تواكب هذه السندات نوعا ما من إحتياجات المصارف الإسلامية إذ أنها تكفل للمستثمر الحصول على الفائدة فقط في الحالة التي تتحقق فيها المؤسسة عوائد، فإذا كانت العوائد المتحققة في نفس فترة تسديد الفائدة كافية، فإن حامل السند يحصل على الفائدة، وإذا لم تكن العوائد كافية لتسديد الفائدة فإنه لا يحق للمستثمر في المطالبة بالفوائد للسنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.²

7- حسب طريقة السداد

يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد هما:

- 1-7- السندات المسددة عند تاريخ استحقاقها: تحمل هذه السندات تاريخ إستحقاق لها مما يتيح للمستثمر الحق في مطالبة الجهة المصدرة بقيمة سندات الإسمية عند حلول أجل إستحقاقها إضافة إلى الفوائد المحددة، بعبارة أخرى فإن القيمة التي يجب أن تدفع لحامل السند هي القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المتوقعة، والتي تتمثل في القيمة الإسمية للسند وكذا الفوائد الدورية المترتبة عنه.³
- 2-7- السندات المسددة قبل تاريخ استحقاقها: وتنص نشرة الإكتتاب في هذه السندات على حق الجهة المصدرة للسند في إستدعائه في أي لحظة بعد تاريخ معين من إصداره، ويمثل هذا الشرط ميزة للجهة المصدرة، إذ أنه يمكنها إستدعاء تلك السندات في حالة إنخفاض مستوى أسعار فائدتها في السوق مستقبلا، مقابل دفع سعر معين يطلق عليه "سعر الإستدعاء"، ويكون عادة أعلى من قيمته الإسمية على أن تصدر سندات بديلة تحمل معدل فائدة أقل، وهذا بما يتماشى مع أحوال السوق، وتعتبر الزيادة التي يحصل عليها المستثمر بمثابة تعويض جزئي لحامل السند عما يسمى بمخاطر الإستدعاء.⁴

1- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص15.

2- حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص ص 231-232 .

3- منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 450 .

4- محمد صالح الحناوي وآخرون، مرجع سابق، ص 166 .

المطلب الثالث: مبررات وحدود اللجوء إلى التمويل بالسندات

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

أولاً: مبررات اللجوء إلى السندات كمصدر تمويلي

تتعدد الدوافع المحفزة للجوء المؤسسات إلى التمويل بالسندات ونذكر منها:¹

- 1- الظروف الاقتصادية الكلية: إذا كانت أسعار الفائدة الحقيقية مرتفعة وذلك بعد أخذ تأثير التضخم في عين الإعتبار، وضعف نمو نشاط المؤسسة فإنها تنفر من الإعتماد على السندات في التمويل، في حين أنه إذا كان هناك نمو سريع إضافة إلى معدلات فائدة حقيقية ضعيفة فإن السندات تشكل بديلاً تمويلياً تفضله المؤسسة، بالإضافة إلى ضخامة المبالغ التي توفرها والتي لا يمكن للجهاز المصرفي توفيرها.
- 2- وضعية المستثمرين: يفضل بعض المستثمرين المساهمة في تمويل المؤسسة عن طريق إقتناء السندات، وهذا راجع لتوفرها على مجموعة من الإمتيازات تتمثل أساساً في كونها تحفظ حقوقهم بشكل واضح من حيث مدة التسديد، وكذا العائد وامكانية اللجوء القانوني في حالة عدم إحترام بنود العقد.
- 3- الفرص التمويلية المتاحة للمؤسسة: قد تجد بعض المؤسسات صعوبة في تحصيل موارد عند طرحها للأسهم وخاصة منها المؤسسات حديثة النشأة، أين تكون ربحيتها منخفضة، لذا فإنها تفضل التمويل عن طريق السوق السندي حيث تجد اقبالا كبيرا في حالة اصدارها للسندات، وبالأخص السندات القابلة للتحويل إلى أسهم لكونها تمثل وسيلة للإغراء وكذا لتخفيف تكلفة التمويل.
- 4- الرغبة في المحافظة على سرية المعلومات الخاصة بالمؤسسة: تعكس قيمة السهم المعلومات التي بحوزة السوق عن المؤسسة، فإذا ما كانت المؤسسة بصدد التحضير لمشروع جد مشجع كإصدارها لمنتوج جديد وتبحث عن المواد الضرورية لذلك، فإنها قد تعدل عن إصدار أسهم رغبة منها في المحافظة على سرية المشروع، وكذا لإبعاد المنافسين عن الاستثمار في مشاريع، كما أن أي إصدار

¹ - مريم باي، السوق السندي واشكاله تمويلية المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع ادارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2008، ص121.

جديد للأسهم يسبب ضررا للمساهمين القدامى، لذلك فإن السندات تشكل بديلا مغريا لتمويل المشروع وهذا بالنظر إلى استقلالية عائد الدين عن النتيجة المحققة من طرف المؤسسة.

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

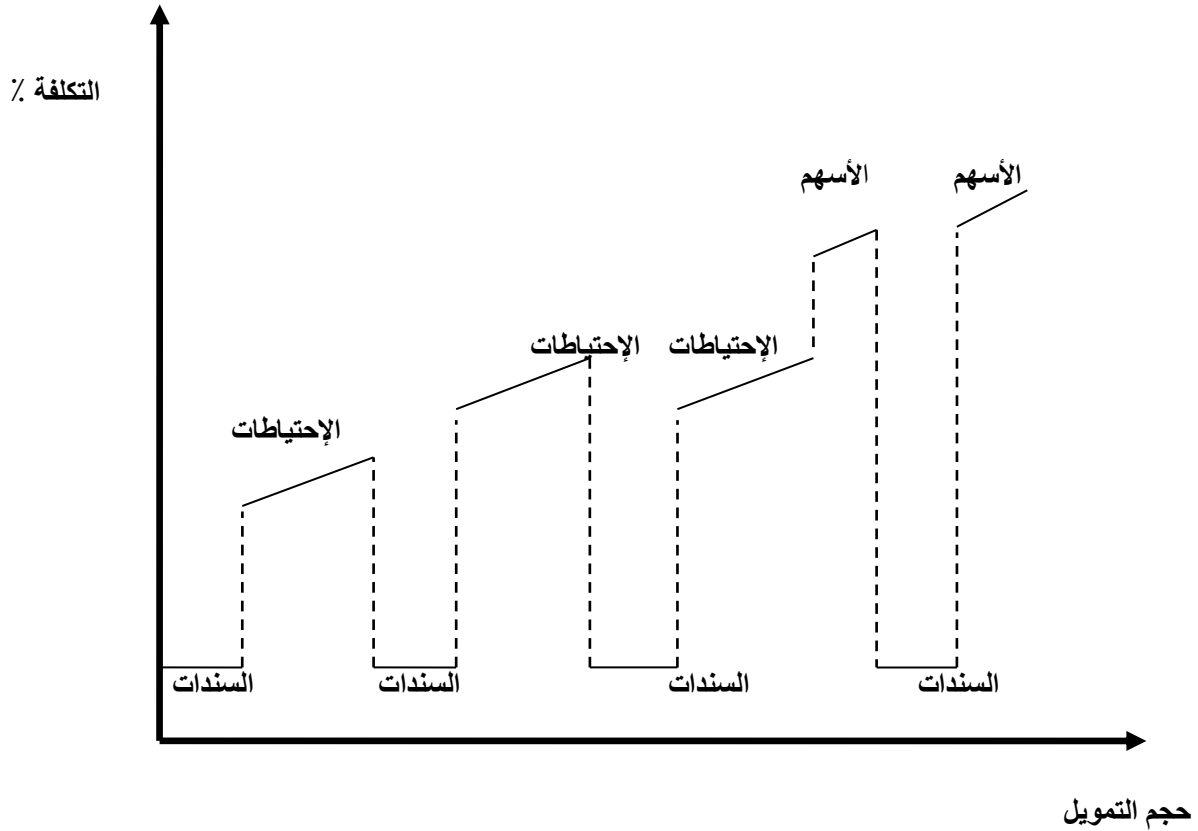
6- أثر نمط التمويل على نمو الأرباح الخاصة بالسهم: تتوقف قيمة السهم على النمو المنتظر للأرباح الموزعة لكل سهم، ويتأثر هذا النمو بدوره بنمط التمويل المختار من طرف المؤسسة، لذلك فإن إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى تقسيم الأرباح على عدد أكبر من المساهمين، ومن اجل ذلك يمكن ان يفضل مسيرو المؤسسة التمويل عن طريق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

7- مردودية المؤسسة: وذلك عن طريق الإستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي الناجم عن إصدار السندات.

ثانيا: حدود اللجوء الى التمويل بالسندات

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

الشكل رقم (09): سيرورة تمويل المؤسسة



المصدر: مريم باي، مرجع سابق، ص 123.

من خلال الشكل السابق نجد بأن أول تستعمله المؤسسة من مصادر تمويلية هي السندات أو القروض المصرفية، ونجد بأن التكلفة عند الانتقال من إستعمال السندات إلى إستعمال الأرباح المحتجزة وصولاً إلى إصدار أسهم جديدة في إرتفاع ملحوظ، اخذا بعين الاعتبار في ذلك للتكلفة الضمنية للسندات والقروض المصرفية، وهذا راجع إلى إرتفاع المخاطر ومطالبه كل من الدائنين بمعدل فائدة أعلى والملاك بمعدل عائد أعلى، وبالتالي فإن الإستعانة بالسندات كمصدر تمويلي قد يترك أثارا إيجابية على قيمة المؤسسة إذا ما كانت نسبة القروض إلى مجموع الأصول وحقوق الملكية غير مبالغ فيها.

والمتغيرات التالية تمثل أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المؤسسة في اعتمادها على السندات في تمويل هيكل رأس مالها:¹

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

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

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

1-3- درجة تخصص: كلما إتجهت المؤسسة نحو التخصص كلما إرتفعت تكلفة الإفلاس وذلك بالمقارنة مع مؤسسة مماثلة تتبع سياسة التنوع، فيصبح من المتوقع أن تميل المؤسسات التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة السندات في هيكل رأس مالها تجنباً لمزيد من المخاطر.

2-3- طبيعة الصناعة: ترتفع تكلفة الإفلاس للمؤسسات التي تنتج سلعا تحتاج خدمة بعد بيعها لذا نجد بأنها تميل الى تخفيض نسبة السندات في هيكل رأس مالها تجنباً لمزيد من مخاطر الإفلاس.

3-3- حجم المؤسسة: عادة ما تتعرض المؤسسات الكبيرة بدرجة أقل لمخاطر الإفلاس، نظرا للتنوع الذي يتسم به نشاطها، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة السندات في هيكل رأس مالها، غير أن الوضع يختلف بالنسبة للمؤسسات الصغيرة فتكلفة إصدار الأسهم

1- علي عباس، الإدارة المالية، مكتبة الجامعة، عمان، الأردن، 2008، ص 96.

والسندات عندها تكون عادة مرتفعة بشكل قد تفضل معه الإعتماد بدرجة اكبر على القروض المصرفية في التمويل.

4-3- مخاطر التشغيل: أن إستقرار مبيعات المؤسسة يكون محفزا لزيادة نسبة إصدار السندات، إذ يمكنها أن تخطط بدقة لسداد فوائد واصل القرض السندي في المواعيد المحددة، وبالتالي لا تتعرض لمخاطر الإفلاس، أما في حالة عدم إستقرار المبيعات فالمؤسسة تفضل الإعتماد بدرجة أقل عليها.

4- طبيعة القرض: إذا كانت القروض في صورة سندات قابلة للتحويل إلى أسهم قبل تاريخ الإستحقاق، أو من النوع الذي يمكن استدعاؤه، فإن مخاطر الوكالة تتخفض، وتتخفض معها تكلفة الاقتراض بشكل يشجع المؤسسة على الإعتماد بدرجة اكبر على الإصدارات السندية في التمويل.

5- تكلفة الوكالة: عادة ما تستخدم بعض الآليات من أجل الحد من التعارض بين مصالح الملاك والدائنين والإدارة، وهذه الآليات هي ما يسمى بتكلفة الوكالة لحقوق الملكية وتكلفة الوكالة للقروض، حيث يتوقع ان تتجه المؤسسة الى زيادة نسبة الإصدارات السندية عندما تكون تكلفة الوكالة لحقوق الملكية اكبر من تكلفة الوكالة للإقتراض والعكس صحيح.

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

7- مستوى الربحية: بسبب إرتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار اسهم جديدة تأتي الأرباح المحتجزة في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية وتليها السندات التي لها تكلفة وكالة لكن يقابلها وفورات ضريبية، واخيرا التمويل بإصدار اسهم جديدة الذب ينطوي على تكلفة وكالة دون وجود للوفرات الضريبية، وبالتالي فمن المتوقع ان تتجه المؤسسات التي تتميز بإرتفاع معدل ربحيتها إلى الإعتماد بدرجة أقل على الإصدارات السندية وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة.

المبحث الثاني : عمليات القرض السندي في سوق السندات

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

المطلب الأول: ماهية السوق السندي

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

أولاً: مفهوم السوق السندي

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

وتعتبر الدولة أكبر متدخل فيه وهذا راجع احاجتها الدائمة للأموال وعدم إمكانية إصدارها للأسهم، وبالتالي فهو يمثل بديلا تمويليا مغريا كونه يحتل أهمية بالغة في الحياة الإقتصادية، هدفه الرئيسي يتمثل في توفير الية لحصول المؤسسات سواء اكانت ذات طابع عمومي أو خاص على طويل الأجل يضمن لها إستمرارية نشاطها.¹

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

ويمكن إيجاز خصائص السوق السندي كما يلي:²

¹ -Lawrence- J Gitman et autres, **Investissement et marché financiers**, Pearson Education, 9^{eme} edition, Paris, France, 2005, p446.

² - **Ibid**, p446-447.

- ✓ يعتبر السوق السندي سوق تفاوض أين تشكل السندات المسعرة في السوق المنظم نسبة قليلة من إجمالي السندات المصدرة.
- ✓ يمثل بديلا تمويليا مغريا للعديد من المؤسسات وهذا لما يقدمه من إمتيازات لا تتوفر في سوق الأسهم.
- ✓ تكون الأسعار فيه أقل تقلبا من الأسعار في سوق الأسهم، لذا يلاحظ إستقرار في أسعار السندات والتي تتأثر بتطور اسعار الفائدة السائدة في السوق.
- ✓ يتميز السوق السندي بأهمية بالغة، وقد شهد تطورا كبيرا مقارنة بسوق الأسهم نظرا لأن الدولة تعتبر أكبر وأهم متدخل فيه.

ثانيا: مزايا وعيوب اللجوء للسوق السندي

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

1- مزايا التمويل عن طريق السوق السندي

- تتمثل مزايا التمويل عن طريق اللجوء إلى أدوات السوق السندي فيما يلي:¹
- ✓ تعتبر عملية اللجوء إلى السوق السندي في التمويل مربحة لو إستطاعت المؤسسة إستثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن معدل الفائدة المدفوع عليها؛
- ✓ الإنخفاض النسبي لتكلفة أدوات السوق السندي مقارنة بالأسهم العادية والأسهم الممتازة.
- ✓ حصول صاحب السند على قيمة سنده في تاريخ محدد يتفق عليه عند الإصدار إضافة إلى الفائدة الدورية المقدره له سواء أحققت المؤسسة أرباح أم خسائر؛
- ✓ لحامل السند الحق في الحصول على ضمان خاص على موجودات المؤسسة، وبالتالي فله الأولوية في الحصول على حقه في حالات التصفية قبل حاملي الأسهم؛

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

- ✓ عملية الإستثمار في السوق السندي تحقق وفورات ضريبية وذلك لأن الفائدة على السندات تخفض الربح الخاضع للضريبة بينما تعتبر عائدات الأسهم بنوعيتها توزيع للأرباح وليست من النفقات؛
- ✓ التقدير المسبق لمدة السداد وكذا الفوائد المترتبة على السندات مباشرة عند الإصدار وبالتالي فإن نسبة الفوائد لا تتغير تبعا لمستوى الأرباح بعكس حالة الأسهم.
- ✓ التمويل عن طريق السوق السندي يمثل الإستغلال الأمثل لأموال الغير دون اشتراكهم في الإدارة.

2- عيوب التمويل عن طريق السوق السندي

- في مواجهة المزايا التي يحصل عليها كل من الجهة المصدرة للسندات والمستثمرين فيها، ثمة عيوب تواجه اللاجئين إلى السوق السندي أهمها:¹
- ✓ وجود قيود تفصل بين حاملي السندات عن المؤسسة وهذا من خلال عدم قدرتهم إما على الحضور أو التصويت أو التدخل في إدارة المؤسسة، إضافة إلى انتهاء علاقته بها فور إستيفاء قيمة السند؛
 - ✓ تكون فوائد السندات في اغلب الاحيان ثابتة، مما يجعلها تتأثر سلبيا بارتفاع معدلات التضخم مؤدية بذلك لخسائر حامليها، ويتعين على المؤسسة تسديدها سواء أحققت أرباحا أم لم تحقق؛
 - ✓ إحتمال تغير التوقعات والخطط التي صدرت من أجلها السندات قد يسبب مشاكل للمؤسسة، وبالتالي فقد تصبح عبئا عليها كونها تلتزم فترة طويلة لسدادها؛
 - ✓ وجود قوانين داخلية لا تسمح سوى بنسبة معينة لا يمكن تجاوزها من الإصدارات السندية للمؤسسة، وهذا راجع للإرتفاع السريع في تكاليفها إذا ما فاقت ذا الحد.

¹ - سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مرجع سابق، ص ص 126-127.

المطلب الثاني: إصدار وتسعير القرض السندي

إن عملية إصدار السندات تعتبر صناعة خدمية تمويلية واسعة الانتشار تغطي بها المؤسسة العجز المالي لديها بدل التنازل عن جزء من ممتلكاتها، وتنظم هذه العملية قوانين مختلفة محليا ودوليا. وتتم عملية إصدار السندات عادة مرة واحدة فقط، أما في حالة ما أرادت المؤسسة إصدار قروض سنديّة أخرى تحمل نفس مواصفات القرض السندي الأول (من حيث مدة الحياة، تاريخ الاستحقاق، سعر الإسترجاع، الضمانات...) فإنه يمكن جمعها في قرض سندي واحد يحمل المبلغ الإجمالي عوض إصدار عدة قروض سنديّة وهذا ما يعرف بمحاكاة القروض أو تجميع القروض.¹

1- الأطراف المشاركة في عملية إصدار السندات

يشارك في عملية إصدار القرض السندي عدة أطراف ومنها:²

1-1- المصدر: يعتبر الطرف المقترض منشئ القرض السندي، حيث يجب أن يتمتع بموقف

مالي جيد يطمئن إليه المستثمر لتوقيع اتفاقية شراء السندات، إلى جانب تمتعه بشخصية سيادية اعتبارية مستقلة.

1-2- المستثمر: وهو من يقوم بشراء السندات، وتتحمل مخاطر الإصدار مباشرة، وتتمثل في

المؤسسات الاستثمارية، شركات التأمين، صناديق المعاشات، الصناديق المتخصصة البنوك التجارية والمركزية وكذا الأفراد.

1-3- صانع السندات: أو المروج للسندات له دوره الأساسي في عملية إصدار القرض السندي

يتمثل من خلال تقديم عروض أفضل في سعر الشراء والبيع، مما يساهم في توفير درجة سيولة في السوق السندي.

1-4- السماسرة: يعتبر السماسر فرد كان أو مؤسسة بمثابة وكيل ينوب عن صانع السوق في

بيع وشراء السندات، ويمد المستثمر بالآلية التي تمكنه من الدفع المباشر للمقترض (المصدر).

¹ - حسين غطا غنيم، دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي المال العامل، مكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005، ص 166.

² - محمد يوسف ياسين، اليورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004، ص ص 25-26.

1-5- المضارب او المتعامل: ويكون المضارب عادة ممثلا في أفراد أو مؤسسات مختصة دورا

الرئيسي يتمثل أساسا في بيع وشراء السندات، معتمدا في ذلك على آلية السوق من عرض وطلب على السندات محل عملية التداول في تحديد سعر بيعها وشرائها.

1-6- المنظم: وهو بمثابة المسؤول عن تنظيم وضمان إكتتاب إصدار السندات مقابل أتعاب

يحصل عليها، وتتمثل أهم إختصاصاته فيما يلي:

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

1-7- مؤسسات التقييم: وهي الجهة المختصة بتقييم السندات، من خلال تقدير خطر افلاس

المقرضين فقط دون أن يتضمن ذلك الأخطار الأخرى التي تواجههم.

2- شروط إصدار السندات

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

1-2- الجوانب الكمية لشروط الإصدار:¹ يلاحظ بأن هذه العوامل والتي يتضمنها شروط

إصدار ذات علاقة مباشرة أو غير مباشرة بالتكلفة الضمنية تتمثل أساسا في أن يحقق الإصدار عائد للمكتتبين يكون مساويا على الأقل لمعدل الفائدة أو العائد السائد في السوق، لذا فإن للمؤسسة العديد من البدائل لإحترام هذا الشرط.

بالتالي فإنه وبصرف النظر عن مدة القرض وبفرض أن المؤسسة تبحث عن تخفيض الأعباء السنوية للقرض، أي أنها ترغب في أن يكون معدل الفائدة أقل ما يمكن شرط أن

¹ - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار اسامة للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص33.

يكون معدل الفائدة للقرض يساوي على الأقل معدل العائد في السوق كشرط لنجاح الإكتتاب، مما يعني أن يتضمن الإصدار خصم فإن المنظمة تحصل على أموال أقل من قيمة القرض، وفي الحالة الثانية فإن المؤسسة تدفع مبلغ أكبر عند الاستحقاق بالمقارنة بالقيمة الاسمية للقرض.

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

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

2-2- الجوانب الغير كمية لشروط الإصدار:¹ ويقصد بذلك العوامل المرتبطة بالمخاطر سواء اكان ذلك بصورة مباشرة او غير مباشرة، والتي يجب اخذها في الحسبان عند الاكتتاب فعند دراسة عملية التوظيف فإن المخاطر تعتبر من العوامل التي يجب اخذها في الحسبان تماما كالعائد المتوقع، وهذا يعني أن المؤسسة تعمل على الحد من المخاطر كلما كان ذلك ممكنا، وأن الضمان الأساسي يكمن في معدل العائد المتوقع الحصول عليه من المؤسسة المصدرة للسندات، لذلك نجد بأن كفاءة الإدارة ومدى جديتها في العمل، وكذا حجم المؤسسة وجنسيتها وطبيعة نشاطها تعد من العوامل الأساسية في تقدير المخاطر، والتي تعد من الصعب قياسها كميًا وبدقة تامة.

1- ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق المال وأدواتها، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 16.

المطلب الثالث: تداول وإنهاء القرض السندي

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

أولاً: تداول القرض السندي

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

- ✓ يتقدم صاحب السهم إلى السمسار مباشرة طالبا منه شراء أو بيع ما يملكه من سندات.
- ✓ ان يكون عميلا للبنك الذي يكلفه نيابة عنه في عملية شراء وبيع السندات.
- وللتعامل مع الوكيل أو سمسار البورصة هناك العديد من المزايا يمكن تلخيصها أساسا في:
 - ✓ تجنب ازدواج العمولة أو السمسرة التي يحصلها الوسطاء بالبورصة، ففي هذه الحالة يدفع فقط لوكيل البورصة ويتجنب عمولة البنك الذي ينفذ أوامر زبائنه بالبيع أو الشراء.
 - ✓ يسمح هذا النظام بالاتصال المباشر بين المتعاملين في البورصة وذلك لمعرفة الجوانب الفنية للسوق المالية، هذا بالإضافة إلى سرعة إجراءات التسجيل.
- وتتجز عن العمليات السابقة نفقات تختلف طبيعتها بحسب إختلاف طبيعة التعاملات وتشتمل هذه النفقات أساسا على:

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

ثانياً: إنهاء عملية القرض السندي

1- استهلاك القرض السندي:

يتمثل إستهلاك القرض السندي أساسا في أن تقوم الجهة المصدرة للسندات برد قيمتها الى حاملها وفقا لشروط السداد المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب عند إصدارها، ويجب أن توضح الجهة المصدرة فيها ما إذا كانت بصدد تسديد او استهلاك القرض السندي دفعة واحدة، أو عن طريق

1- ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص23.

عدة دفعات وهذا ما يتطلب تحديد تواريخ كل دفعة وكيفية السداد لذلك يتم التمييز بين حالتين هما:¹

1-1- **إستهلاك القرض السندي دفعة واحدة:** وهنا يتم الوفاء بقيمة السندات المصدرة مرة واحدة في نهاية القرض، على أن تلتزم الجهة المقترضة بدفع الفوائد السنوية نهاية كل سنة وتحسب هذه الفوائد على مبلغ القرض الكلي على أن يتم تسديد القرض واهتلاكه دفعة واحدة في نهاية المدة، وحتى يتسنى للمؤسسة بأن تهتك كل القرض نهاية المدة فإنها تقوم بتشكيل احتياطي سنوي لمواجهة الإهلاك خلال المدة.

1-2- **إستهلاك القرض السندي بأقساط متساوية:** وهنا تكون المؤسسة بصدد تحديد كيفية وتواريخ سداد كل الأقساط المتساوية التي تلتزم بها سنويا، ويتكون كل قسط من الفوائد المستحقة عن السنة والإستهلاك السنوي أو الجزء المستهلك من القرض والذي يساوي عدد السندات المستهلكة مضروبا في القيمة الإسمية للسند.

2- **إستدعاء السندات:**

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

ويجب أن يتخذ قرار إستدعاء سندات وإعادة تمويله بإصدار جديد على ضوء تحليل الربحية المحققة من هذه العملية، ويمكن معالجة هذا القرار وكأنه قرار موازنة رأسمالية بين مجمل النفقات النقدية الخارجة والمتمثلة في علاوة إستدعاء الإصدار القديم ونفقات الإصدار الجديد وما يقابلها من التدفقات النقدية الداخلة والمتمثلة في وفورات تكاليف الفائدة السنوية المحققة نتيجة الإصدار الجديد، أي الفرق بين نتيجة الإصدار القديم والجديد.²

¹ - عبد الغفار حنفي، اساسيات التمويل والإدارة المالية، مرجع سابق، ص 301 .
² - احمد بوراس، اسواق رؤوس الأموال ، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002، ص 19 .

3- تحويل السندات إلى أسهم:

كما سبق وأن تم الإشارة إلى السندات القابلة للتحويل إلى أسهم فهي تمثل السندات التي يستطيع حاملها إستبدالها بأوراق مالية أخرى خاصة باسم عادية لنفس المؤسسة وبذلك يصبح من بين مساهميها العاديين فيها له نفس الحقوق وعليه نفس الواجبات.¹

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

ويمكن للمؤسسة أن تعوض هذا النقص بالمبلغ الذب كان من المفترض أن يدفع في شكل فوائد إلى حملة السندات من جهة ومن جهة أخرى فان التخلص من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت يصاحبه إنخفاض المخاطر المالية التي يتعرض لها عائد الأسهم العادية، مما يؤدي الى تحسين قيمتها السوقية.²

¹- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، مصر، 2006، ص27 .
²- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003، صص267-268 .

المبحث الثالث: دور التمويل بالقرض السندي على المؤسسة الاقتصادية

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

المطلب الأول: دور تكلفة القرض السندي في المؤسسة

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

ومن جهة أخرى فبإمكانه أيضا أن يسبب انخفاضا في الأرباح الصافية لأصحاب المؤسسة، إذا ما كانت تكلفة هذه الديون أكبر من العوائد التي حققتها عملية استخدام وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية لزيادة المخاطر التي يتعرض لها أصحاب المؤسسة، وبالتالي تشكيله عقبة في سعيها لتشكيل رأسمال أمثل. من بين هذه المخاطر: التكلفة المرتبطة بالتمويل عن طريق القرض السندي والمتمثلة أساسا في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمقترض، ويعود تحديد هذه التكلفة والموازنة بينها وبين العائد المتوقع منها على الإدارة المالية للمؤسسة، من خلال تحقيق التعادل بين الاثر الايجابي لزيادة العائد الذي تعود به على المؤسسة مع الاثر السلبي لزيادة مخاطر تكلفة اللجوء إليها.¹

وحرصا على تجنب هذه الاخيرة والتي تؤدي بالضرورة الى تعريض المؤسسة الى خطر الإفلاس، فإنها تلجأ ومنذ الوهلة الأولى إلى نقل هذه التكاليف الى المساهمين، وذلك برفع معدل عوائد الإستثمار في سندات المؤسسة أو رفع فوائد القروض منذ البداية، مما ينذر بارتفاع تكلفة الاموال، ولكن الاجراء الاول يجعل المساهمين يتحملون لوحدهم خطر الإفلاس مما يجعلهم يطالبون بمعدلات مرتفعة.²

¹ - عبد الحفيظ الأرقم، التحليل المالي تحليل: ربحية المقترحات الإستثمارية الجزء 2، مطبوعات جامعة قسنطينة، الجزائر، 1999، ص 45.

² - عبد الغني دادان مرجع سابق، ص ص 17-18.

إضافة الى كل ما سبق فانه يجب التمييز بين الظاهرة والتكلفة الحقيقية للتمويل بالقرض السندي، ويمكن توضيحها كما يلي:¹

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

المبلغ المقترض = القيمة الحالية للفوائد + القيمة الحالية للقرض الواجب سداده نهاية المدة.

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

2- التكلفة الحقيقية: تعتبر التكلفة الحقيقية للقرض السندي التكلفة الحقيقية التي تتحملها المؤسسة فعلا بعد الاستفادة من الوفر المحقق من تطبيق الضريبة على الأرباح، وذلك على إعتبار أن القانون الضريبي يعتبر الفوائد التي تدفعها المؤسسات لقاء الأموال المقترضة تكلفة، وهي معفاة من الضرائب باعتبارها عنصرا من عناصر تكلفة الإنتاج وتعامل مثل بقية النفقات الأخرى التي تخصم من إيرادات المؤسسات قبل دفع الضرائب.

بمعنى آخر يمكن القول بأن الفوائد تخفض بطرح الضريبة، وبذلك تحقق وفرا للمؤسسة يزيد من كمية الأرباح الصافية، اي يزيد من العائد على الاموال المستثمرة، وفرضا على سبيل المثال أن معدل ضريبة الدخل يعادل 50% فان التكلفة الحقيقية للسندات تساوي نصف التكلفة الظاهرة اي نصف الفائدة، وبالتالي فانه يمكن حساب التكلفة الحقيقية للقرض السندي من خلال العلاقة التالية:

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

المطلب الثاني: دور القرض السندي على عائد الأسهم في المؤسسة

إن المؤسسة الاقتصادية وبعتمادها على السندات كمصدر تمويلي في هيكل رأسمالها، يتوجب عليها أن تعمل جاهدة على التوفيق بين مختلف اهداف الاطراف المتعاملة معها ومن بينها أهداف حملة

¹ - محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الإستثمار والتمويل، التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008، ص 101.

الأسهم في المؤسسة، إذ أن تأثير القرض السندي على عوائد الأسهم يبرز من خلال تحليل مجموعة من العلاقات الرياضية القائمة على جملة من الفرضيات أهمها أن: "المؤسسة تعتمد في تمويلها على مصدرين هما: السندات والأسهم العادية"¹، وبالتالي وهنا بصدد الوصول إلى افتراضين، أولهما أن السندات تحمل أسعار فائدة ثابتة، والثانية أن السندات تحمل أسعار فائدة متغيرة، وقبل كل ذلك يمكن إعتبار أن:²

- **K**: حجم استثمار المؤسسة ثابت.
- **ik**: المصاريف المالية.
- **D**: مبلغ القرض السندي.
- **NP**: محصلات طرح الاسهم العادية، حيث ان **N**: عدد الاسهم العادية، و **p**: سعر السهم
الوحدوي.
- **i**: معدل الفائدة.
- **r**: معدل العائد الهامشي لراس المال.
- **t**: معدل الضريبة.
- **Y**: صافي ربح العمليات .
- **X**: عائد السهم العادي.

1- بفرض ان اسعار فائدة السندات ثابتة:

يمكن كتابة عائد الاسهم العادية X من خلال المعادلة التالية:³

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

N

حيث أن الإستثمار الذي يتم تمويله بالسندات D ومحصلات بيع الاسهم العادية NP فان:

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

P

¹ - سمير محمد عبد العزيز، إقتصاديات الإستثمار، التمويل، التحليل المالي: مدخل في التحليل وإتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 218 .

² - Pierre Vernimmen, Finance d'entreprise : théorie et pratique , 7^{eme} édition, Dalloz, Paris, 2009, p p457-458.

³ - محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004، ص 113.

وبتعويض قيمة N في المعادلة (1) نحصل على:

$$X=(1-t)p \underline{Y-iK}.....(2)$$

$$K-D$$

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

$$\Delta x = \frac{\sigma_x}{\sigma_d} PD + \frac{\sigma_x}{\sigma_y} PY$$

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

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

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

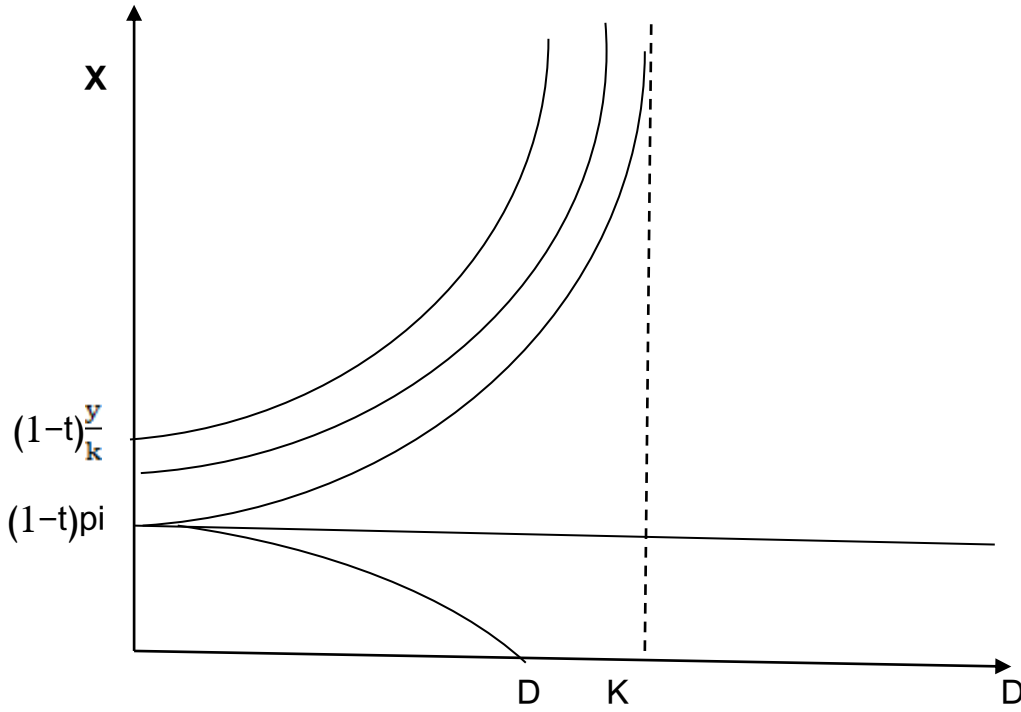
$$Y= iK (1-t)P \frac{Y-iK}{(K-D)}=0$$

وهذا حيث لا يمارس القرض السندي على أي تأثير على عائد الأسهم، إلا إذا كان: $ik=y$ و $D \neq K$

وهو ما يوضحه الشكل التالي:

¹- يحي السواتي، تحليل هيكل رأس المال، دار المجد، اليمن، 2009، ص 90.

الشكل رقم (10): عائد السهم ومردودية الاستثمار



المصدر: مريم باي، مرجع سابق، ص 154.

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

- الحالة الأولى: $Y > ik$ أو $r > i$

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

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

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

-الحالة الثانية: $Y < iK$

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

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

2-يفرض ان أسعار فائدة السندات متغيرة

يزداد الخطر على المؤسسة في حال ما إذا أصبحت القروض السنوية ذات أهمية كبيرة مقارنة بأموالها الخاصة، الأمر الذي يؤدي بالدائن إلى المطالبة بمعدل فائدة أعلى لتعويضه عن هذا الخطر، وبالتالي فإن¹:

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

وبالتعويض في المعادلة التالية:

$$X = (1-t)P = \frac{y - iD}{K - D}$$

حيث نجد:

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

1- خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، دار المسيرة، عمان، الاردن، 2000، ص 99 .

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

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

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

ومنه بإفتراض أن معدل الفائدة i ينمو بشكل خطي مع k/D ، حيث أن:

$$i' = i_1 \quad i = i_0 + i_1 D/K$$

ولكي يكون إصدار السندات حياديا ولا يؤثر على عوائد الأسهم، فإنه يجب أن يأخذ مبلغ القرض

السندي D القيمة التالية :

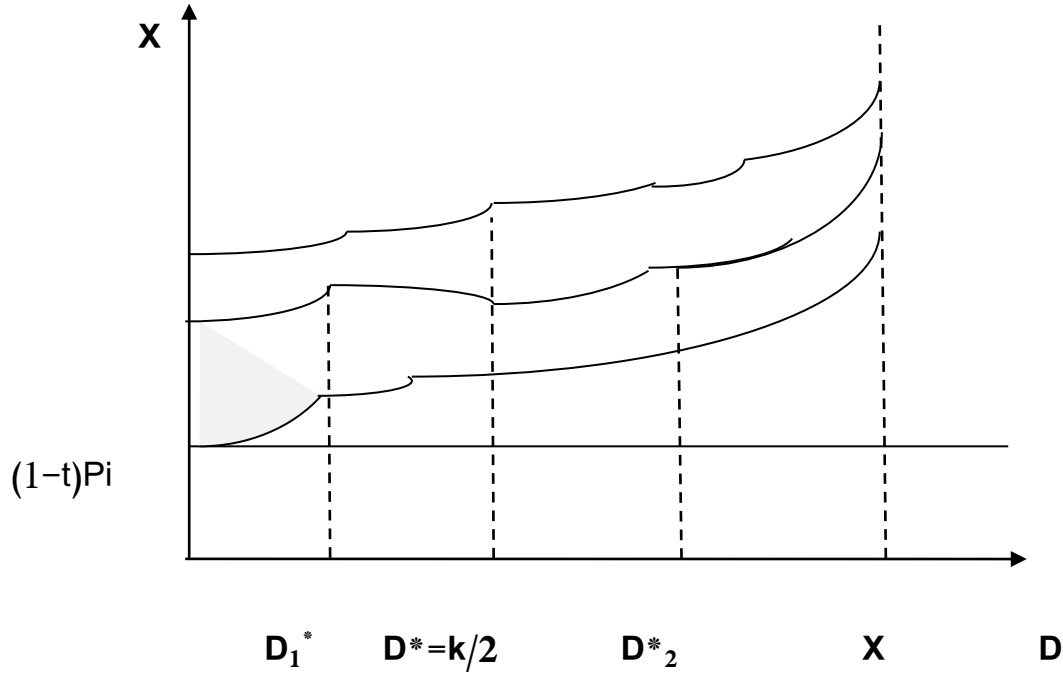
$$D^* = \frac{K}{2} \quad \text{و} \quad Y = iK + \frac{K}{4i_1}$$

$$D^* = \frac{K}{2} \pm \sqrt{\frac{k(i/K - 4)(Y - iK)}{4i'}}$$

وهذه الجملة ليس لها حل إلا في مجال: $ik < Y < iK + i'k/4$ ، كما أن النسبة: $D^* = K/2$ تعد نسبة كلاسيكية تستعملها البنوك، حيث ان القروض متوسطة وطويلة الأجل (كما هو الحال مع القرض السندي) لا يجب أن تفوق حجم الأموال الخاصة، وبما أن r هو معدل العائد المتوسط فإن حيادية إصدار السندات لا يمكن بلوغها إلا لقيم r (حيث ان $r = Y/K$) محصورة على الاموال المستثمرة في مجال مغلق:

وهو ما يوضحه الشكل التالي: $[i, i + \frac{i'}{4}]$

الشكل رقم (11): تأثير القرض السندي على ربحية السهم في حالة تغير أسعار الفائدة



المصدر: مريم باي، مرجع سابق، ص 156.

من خلال الشكل نلاحظ بأنه عندما يكون $D^* = K/2$ فإن: $x = (1-t) p (i + \frac{ir}{4})$ وهو العائد الأقصى الذي يتناسب مع حيادية إصدار السندات على إعتبار أن $r \leq i + \frac{ir}{4}$ ، ويمكن للمؤسسة أن توقع عائد الأسهم عن ذلك الذي تحصلنا عليه عند $k / 2$ ، ولكن في المقابل فإنها لن تحافظ على شرط حيادية إصدار السندات، وبالتالي فإن المتراجحة تسلط الضوء على أهمية سياسة المقترضين اتجاه المؤسسة وتحدد هامش عمل ومناورة المستثمرين، فإذا حدث وإن كان $r > i + \frac{ir}{4}$ فان كلا من المساهم والمقرض يتحمل الخطر المالي.

المطلب الثالث: دور القرض السندي على نمو وأمن المؤسسة

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

1-القرض السندي ونمو المؤسسة:

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

$$g=R_F \times q$$

حيث أن:

-g: معدل نمو المؤسسة.

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

$$R_F = R_e + \dots (R_e - i)$$

- q :معدل الأرباح المحتجزة.

- i :معدل الفائدة.

-D/ CP:الرفع المالي في المؤسسة.

وبتعويض قيمة R_F في المعادلة الأولى نجد:

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

1- شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، بدون سنة نشر، ص88.

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

2-القرض السندي وأمن المؤسسة

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

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

إضافة إلى ذلك فإن القرض السندي يؤثر بشكل مباشر على مرونة المؤسسة، من خلال تقليص قدرتها على توفير المبالغ المالية الضرورية لمواجهة النفقات الغير متوقعة أو اغتنام فرص الريح المتاحة، وهذا بعد أن إستنفدت كل طاقتها الافتراضية من خلال عملية إصدار القرض السندي، كما يضاف إلى ذلك إنخفاض مرونة المؤسسة في تجاوز الاعتماد على مصادر التمويل بالحجم والكيف في احتياجاتها

المالية.¹

¹ - جميل احمد توفيق، اساسيات الادارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، بدون سنة نشر، ص 63.

خاتمة الفصل:

في ختام هذا الفصل نجد بأن المؤسسة تولي إهتماما كبيرا للسندات بأنواعها في حالة رغبتها في التمويل طويل الأجل وهذا لما تحمله من مزايا وخصائص تتفرد بها عن سائر المصادر التمويلية الأخرى ما يجعل منها بديل تمويلي جيد يخدم المؤسسة من عدة جوانب، وهي كما يلي:

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

الفصل الثالث

دراسة حالة مؤسسة أليانس

للتأمينات الجزائرية

مقدمة الفصل

إن عملية تمويل الإستثمارات في الجزائر كانت مضمونة من الخزينة العامة والجهاز المصرفي، حيث يتم تمويل القروض طويلة الأجل من طرف الخزينة مباشرة أو بواسطة بنك التنمية في حين القروض المتوسطة وقصيرة الأجل فكانت تمول من طرف البنوك الأخرى، هذا ما شكل عبئا داخليا وخارجيا، أدى بالضرورة إلى إنشاء سوق مالي جزائري يوفر الموارد المالية الضرورية للمؤسسات. ونجد من بين أهم أدوات هذا السوق المالي القرض السندي الذي يعتبر بدوره البديل الأقل تكلفة عن باقي المصادر التمويلية طويلة الأجل، إضافة إلى كون المؤسسة الجزائرية للتأمينات " أليانس " تتعامل بالقرض السندي في السوق المالي الجزائري، وقد تم تقسيم الفصل التطبيقي إلى المباحث التالية:

- **المبحث الأول:** تقديم شركة أليانس للتأمينات الجزائرية.
- **المبحث الثاني:** تحليل وتقييم وضعية مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية.

المبحث الأول: تقديم مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى تقديم شركة أليانس للتأمينات الجزائرية التي تمت فيها الدراسة التطبيقية، وكذلك رأس مالها ودخولها بورصة الجزائر وبطاقة فنية حولها.

المطلب الأول: التعريف بمؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

أولاً: نشأة وتعريف مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

أ - نشأة المؤسسة:

إن إصدار قانون 95-07 من طرف وزارة المالية والذي يقوم على تحرير سوق التأمين والسماح لدخول الشركات الأجنبية من إنشاء مؤسسة أليانس للتأمين، حيث تم اعتمادها من طرف وزارة المالية في 04 ديسمبر 2004 وتأسست من قبل مجموعة من المستثمرين فتم تعيين مقرها الاجتماعي في عقارات أحمد خليفاتي في الطريق الوطني رقم 05، المحمدية، الجزائر، العاصمة، وقد نشرت في الجريدة الرسمية في 05/10/2004 وكان رقم السجل التجاري BO971442 المسجلة في المركز الوطني للسجل التجاري.

كان رأس المال الأولي يقدر ب 500 مليون دولار جزائري، ولكن تمت زيادة رأس المال الشركة الى 800 مليون دولار في سنة 2010 وسيكون من المرجح أن ترتفع الى 2.2 مليار دينار أمريكي وسوف تكون زيادة رأس المال عن طريق الاكتتاب العام وهذا وفقا للموسم 375-03 الصادر في 16 نوفمبر 2009 والمتمم للمرسوم التنفيذي 344-95 الصادر في 30 أكتوبر 1995.¹

ب- تعريف مؤسسة أليانس للتأمينات²

تعتبر أليانس للتأمينات مؤسسة خاصة للتأمين في كل الفروع، وهي شركة ذات أسهم برأس مال وطني وقعت بداية نشاطها في سنة 2005، وذلك بحصولها على الإ اعتماد رقم 05/122 بتاريخ 30 جويلية 2005، قصد ممارسة عمليات التأمين وإعادة التأمين، وفي سنة 2006 بدأت بمزاولة نشاطها في السوق حيث تنتهج المؤسسة مخطط مدروس يرمي إلى إنتشار محكم للوكالات عبر كامل التراب الوطني والغني بواسطتها يتم ابتكار تطوير منتجات وخدمات تأمين جديدة وتحكم أفضل التكاليف العملياتية لتجسيد

¹ - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

² - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

مستقبل واعد، بالإضافة السهر على تقديم خدمات تحظى برضا الزبائن ومن بينها الخدمة المتواصلة على مدار 24 ساعة وكافة أيام الأسبوع، والتي كانت المؤسسة سباقة في طرحها في سوق التأمينات، التي نجحت عبرها بكسب ثقة الزبائن والتواصل معهم.

توفر أليانس للتأمينات طاقما محترفا بكفاءة عالية تحرص على إلتزاماتها بتقديم نوعية التسيير المتميز بفضل التحفيزات التي يحظى بها العاملون في شبكة المؤسسة، الشيء الذي يجعلها واحدة من أكبر المؤسسات أداء وفعالية في سوق التأمين الجزائري.¹

وفيما يلي بعض المعلومات الخاصة بالمؤسسة:²

يقدر رأس مال المؤسسة ب 2.2 مليار دينار؛

مدة حياة المؤسسة 99 سنة وتبدأ من تاريخ التسجيل في السجل التجاري؛

تبدأ السنة المالية للمؤسسة في 01 جانفي وتنتهي في 31 ديسمبر من كل سنة؛

تقدر محفظة زبائن المؤسسة ب 300.000 زبون؛

تقدر اليد العاملة في شركة أليانس ب 310 شخص؛

تحتل شركة أليانس للتأمينات نسبة 0.0025% بما يعادل الرتبة 70 في السوق العالمية، وتقسم الشبكة التجارية للمؤسسة إلى المديرية العامة بالجزائر العاصمة، وخمس مؤسسات جهوية تغطي 40 ولاية والمتمثلة في المديرية الجهوية للجزائر العاصمة، المديرية الجهوية لتلمسان، المديرية الجهوية لعنابة المديرية الجهوية لسطيف، المديرية الجهوية لوهران، وفي كل مديرية نجد وكالات مباشرة ووكالات عامة.

ج - منتجات مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

حيث تقدم المؤسسة خدمات ومنتجات تأمينية حسب الطلب وحاجة التأمين وهذا كما يلي:³

1- التأمينات الموجهة للأفراد و المخصصة لـ :

- السيارات بما فيها المساعدة؛
- الحوادث الفردية - حياة / وفاة؛

¹ - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

² - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

³ - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

- المخاطر المتعددة للسكانت؛
 - السفر (تأشيرة فضاء شنغن ووجهات أخرى، عمرة الحج).
 - الكوارث الطبيعية ؛
 - الصحة والإحتياط.
- 2- التأمينات المهنية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة / المؤسسات المتوسطة الصناعية، المهن الحرة، الحرفيين والتجار:

- السيارات أسطول كبير أو صغير؛
- المساعدة (أسطول كبير أو صغير)؛
- المخاطر المتعددة المهنية(بما فيها المسؤولية المدنية وضمانات أخرى)؛
- تأمين المجموعة (إضافي صحة)؛
- الكوارث الطبيعية، أضرار المياه؛

3- التأمين على الأخطار الصناعية والشركات الكبرى:

- حرائق ومخاطر ملحقه؛
- تحطم الآلات؛
- المسؤولية المدنية العامة؛
- المسؤولية المدنية المهنية؛
- المسؤوليات المدنية للمنتجات المسلمة؛
- خسائر الإستعمال بعد حريق أو تحطم الآلات؛
- خسارة منتجات مخزنة في غرفة التبريد؛
- سرقة منتجات، صندوق الخزينة؛
- تأمين أنظمة الإعلام الآلي الصغيرة؛
- أسطول سيارات (أكثر من 51 سيارة)؛
- إضافي صحة لفائدة المستخدمين؛
- نقل البضائع (بحر؛ بر؛ جو)؛
- إضطرابات واحتجاجات شعبية.

4- التأمينات على البناء والأعمال الهندسية:

- المسؤولية المدنية للمصمم (مكاتب الدراسات وهيئات المراقبة والمهندسين)؛
- المسؤولية المدنية لمنجز المشروع (المشرف على الإنجازات مقاولون رئيسيون، أو مقاولون في الإنجاز)؛
- جميع أخطار الورشات في الهندسة المدنية وكل أخطار الآلات والتجهيزات؛
- نقل وتخزين وسيط شامل لتجهيزات الورشة؛
- جميع أخطار شاحنات الورشات؛
- تأمينات على نقل المنتجات والتجهيزات؛
- خسائر الإستعمال المسبق.

وتجدر الإشارة إلى أن مؤسسة أليانس هي أول مؤسسة خاصة تلتزم بميثاق الحكم الراشد للمؤسسة في الجزائر وكان هذا سنة 2009 من خلال الكلمة التي ألقاها الرئيس المدير العام حسان خليفاتي أنه خيار إستراتيجي لتبني محاور الميثاق الرئيسية:

المساءلة، الشفافية؛ الإنصاف والمسؤولية؛ هذا لضمان وكسب ثقة كافة المتعاملين مع المؤسسة وخصوصا المساهمين وضمان المعاملة العادلة بينهم.

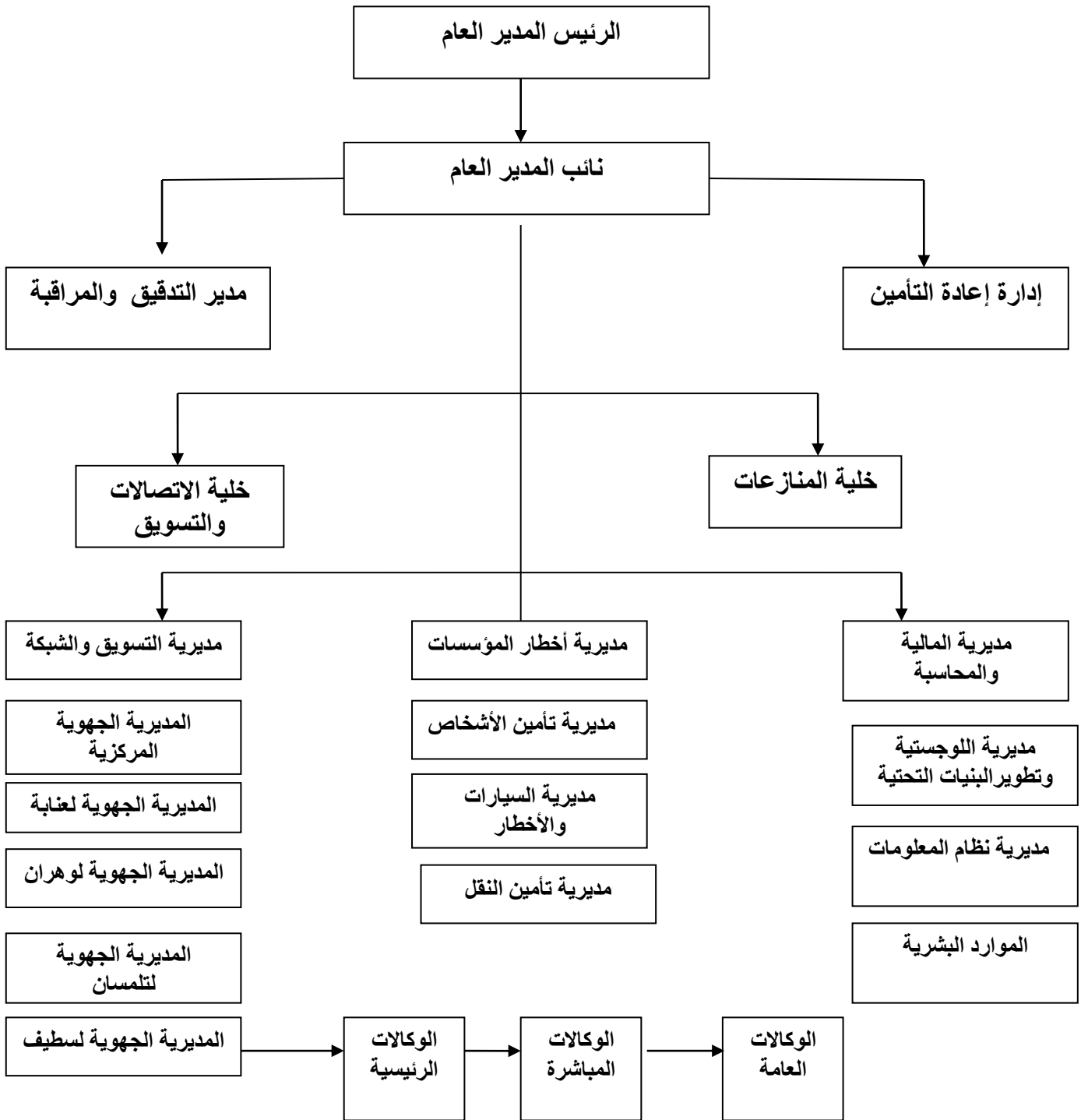
حيث أن أليانس للتأمينات متواجدة في جميع مناطق الجزائر، ولقد عرفت شبكتها التجارية تطورا ملحوظا حتى نهاية 2011، تم إفتتاح 193 مركز إنتاج؛ مهيكلة إلى 11 وكالة رئيسية و 29 وكالة مباشرة؛ و 59 وكيل عام؛ و 29 ملحقة موزعة على 35 ولاية.

د- الهيكل التنظيمي لمؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

إن هيكل مؤسسة أليانس يضم مختلف الأقسام والمصالح، و لقد وضع الهيكل التنظيمي الحالي للمؤسسة في المخطط التالي يوم 15/01/1996 بهدف توجيه جهودها أكثر لأجل تحسين نوعية الخدمات المقدمة كأحسن استقبال الزبائن و تحقيق مصالحهم بأرقى الوسائل و في أسرع وقت ممكن، والمخطط التالي يوضح الهيكل التنظيمي للمؤسسة:¹

¹ - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

الشكل رقم (12): الهيكل التنظيمي لمؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية



المصدر: معلومات مقدمة من طرف المؤسسة إعتماذا على الملحق رقم(01).

المطلب الثاني: أهداف مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

من خلال كلمة السيد الرئيس المدير العام للمؤسسة أنها مؤسسة ذات أسس ديناميكية تساهم في الإقتصاد الوطني.

إن التحدي الذي رفعناه يشكل قوة تسمح لنا بإدراك الحاضر والمستقبل بروح تنافسية ورؤية بارزة من شأنها أن تضع أليانس للتأمينات كمؤسسة تأمين مفضلة لدى الجزائريين، فهذا يعبر بصورة ملموسة عن فتح أكثر من 200 وكالة عبر 42 ولاية، وتقديم عروض واضحة ومبسطة من شأنها أن تتضمن لغتنا الوطنية، وذلك عن طريق التقيد بالزامنا بالتعويض بالنسبة للحوادث الصغيرة بقدر ما نعوض الحوادث الكبيرة، دلائل قوية بالنسبة لمنخرطين الـ (400000) من مؤمنين، مؤسسات وخواص شركات وأفراد وضعوا ثقتهم فينا، معا نتقدم بكل ثقة.¹

حيث تهدف المؤسسة إلى الوصول لأهدافها المسطرة ونجد أهمها فيما يلي:²

- العزم على النوسنة بعد سنة يجسد طموحها ينظم تطورها؛
- ملتزمة بتبكر من أجل تنمية رأسمالها من خلال إختيارها لتعزيز السوق المالية الوطنية؛
- أن تكون جديرة بالثقة تحترم إلتزاماتها تجاه مساهميها، زبائنها ومعاونيها؛
- الإستمرارية و الدوام والوفاء بالوعد والثقة؛
- المواصلة في مجال تجديد وتنويع شبكتها؛ حيث تهدف في المقام الأول إلى فتح وكالة رئيسية في عاصمة كل الوكالات لبلوغ 200 وكالة على الأقل لتوزيع خدماتها التأمينية عبر كافة الوطن؛
- مواصلة البحث وتطوير خدمات وعروض جديدة ملائمة لجميع الحاجات في مجال التأمين،
- حسب اتجاهات السوق الجزائري والشركات الإقتصادية والهيئات العامة فيه مع منح الأفضلية لـ:
- الإستثمارات القادرة على تحسين تسيير المخاطر مع أولوية الوقاية؛
- تطبيقات مخاطر التسيير (تحديد المخاطر، تحليلات وخرائط) من أجل مرافقة الشركات في مشاريعها الإستثمارية الأساسية في مجال التأمينات،
- السرعة في تسديد مبالغ التعويض عن الحوادث.

¹ - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

² - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

وأعتبر الرئيس المدير العام فتح رأس مال المؤسسة عن طريق البورصة عملية تاريخية بالنسبة للشركة و السوق المالية، كما أكد بأن هناك أهداف إستراتيجية ستتحقق من وراء العملية الأولى من نوعها في تاريخ السوق المالية الجزائرية، ومن بين الأهداف التي ذكرها ما يلي:

- رفع رأس مال المؤسسة تطبيقا لشروط قانون التأمينات 2009؛
- توسيع قاعدة المؤسسة بمساهمين جدد عن طريق الإدخار العام؛
- إقتسام الثروة الناجمة عن العملية من خلال إعطاء فرصة جديدة للجزائريين لتوظيف أموالهم عن طريق وسائل جديدة للإدخار؛
- المساهمة في تفعيل بورصة الجزائر من قبل المتعاملين العموميين والخواص؛
- زيادة الحصة السوقية للمؤسسة؛
- إبتكار منتجات جديدة؛
- توظيف مهارات جديدة وتحسين نظام الحوافز وقياس الأداء؛
- زيادة التواصل مع المساهمين؛
- الدخول في البورصة صاحبه رفع رأس مال المؤسسة بإعتبارها أول مؤسسة خاصة تسجل أسهمها في بورصة الجزائر.

المطلب الثالث : تطور مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

لمتابعة تطور مؤسسة أليانس للتأمينات نقوم بدراسة رأس مال ورقم أعمالها والمحفظة المالية التي تشكل رقم أعمالها.

أولا: رأس مال المؤسسة ودخولها البورصة

قدر رأس مال شركة أليانس للتأمينات فور إنطلاق نشاطها ب 500 مليون دج سنة 2006 ليصل في سنة 2009 إلى 800 مليون دج، ويرجع سبب هذا الإرتفاع في دمج الإحتياطيات بقيمة 360 مليون دج ونظرا لسياسة الشركة التوسعية من جهة ووفق للمرسوم رقم (09-375) الصادر في 16 نوفمبر 2009 المعدل والمتمم للمرسوم التنفيذي (95-344) الصادر في 30 أكتوبر 1995 الذي يحدد الحد الأدنى لرأس مال مؤسسات التأمين، وقررت المؤسسة في الجمعية غير العادية في جويلية 2010، برفع رأس

مالها عن طريق الإكتتاب العام أين لجأت إلى بورصة الجزائر في 03 أكتوبر 2010؛ بعد منحها رخصة

الدخول رقم 2010/02 من لجنة تنظيم عمليات البورصة.¹

وتعتبر مؤسسة أليانس أول مؤسسة من القطاع الخاص تدخل إلى البورصة، ولقد بلغت الأموال التي تم

رفعها مقدار 1.4 مليار دج ، وقد إشتراك في هذه العملية بطاقات الإكتتاب للبنوك الآتية:²

- القرض الشعبي الجزائري CPA، مسؤول الفريق؛

- بنك التنمية المحلية BDL؛

- بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR؛

- البنك الخارجي الجزائري BEA؛

- البنك الوطني الجزائري BNA؛

- صندوق الإدخار والإحتياط CNEP BANQUE؛

- سوسيتي جينرال الجزائر SGA ؛

- بي أن بي باريبا الجزائر BNP PARIBAS.

ثانيا: تطور الأرقام الرئيسية لمؤسسة أليانس للتأمينات

حققت مؤسسة أليانس تطورا ملحوظا في رقم أعمالها، حيث بلغ رقم الأعمال منذ التأسيس إلى غاية سنة

2014 بلغ 4.15 مليار دج وازيادة قدرها 13.5% على غرار الناتج العام الناتج الصافي، العائد

الإجمالي على حقوق المساهمين؛ (المردودية الخاصة ومجموع الأصول).³

والجدول الموالي يوضح رقم أعمال المؤسسة وكذا الأرقام الرئيسية الأخرى منذ التأسيس إلى سنة

:2014

¹ - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

² - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

³ - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

الجدول رقم(01): يوضح تطور رقم الأعمال للمؤسسة من 2005-2014

نسبة التطور	المبالغ	الأرقام الرئيسية للمؤسسة
13.5 %	4.15 مليار دج	رقم الأعمال
05 %	500.5 مليون مليون دج	النتاج الخام
58 %	367 مليون دج	النتاج الصافي
24 %	-	العائد الإجمالي على حقوق المساهمين
17 %	-	العائد الصافي على حقوق المساهمين
17 %	2.56 مليار دج	الأموال الخاصة
08 %	7.10 مليار دج	مجموع الأصول

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملحق رقم (02).

من خلال المعطيات نلاحظ أن مؤسسة أليانس للتأمينات حققت تطورا مستمرا في الأرقام الرئيسية لها خلال الفترة المذكورة ، حيث أن المؤسسة حققت زيادات في رقم الأعمال إلى 4.15 مليار دج أي بنسبة 13.5% مقارنة برقم الأعمال لسنة التأسيس.

ثالثا: محفظة مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

يمكن تلخيص محفظة شركة أليانس للتأمينات الجزائرية من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم(12): محفظة أليانس للتأمينات الجزائرية



المصدر: معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

58% التأمين على الأفراد والأخطار البسيطة؛

33% التأمين على الأخطار المتعددة؛

05% التأمين على النقل؛

03% التأمين على الزراعة؛

01% التأمين على الودائع .

نلاحظ من خلال الشكل أن حصة التأمين على السيارات تأخذ حصة الأسد في تشكيل محفظة مؤسسة أليانس، وهذا راجع لسببين هما أن الأول متعلق بإلزامية التأمين على السيارات في قانون التأمينات الجزائرية في مادته 01 الأمر رقم (15-74) المؤرخ في 13 فيفري 2012 لمنتوج التأمينات الشامل "+" وكان على وقع كبير في أواسط المتأمنين.

أما بالنسبة لمنتوج التأمين على الأشخاص فقد عرف ترجعا بسبب قانون فصل تأمين الأضرار عن الأشخاص، وفيما يخص تأمينات النقل وتأمينات الأخطار الموجهة للمؤسسات فتعتبر قليلة مقارنة بسوق التأمين الجزائري، وتسعى مؤسسة أليانس لإيجاد صيغ تأمينية تساعد على جذب المؤسسات الإقتصادية لها.

الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

ومن خلال توجهها الأخيرة إلى السوق المالية تعتبر أول مؤسسة من القطاع الخاص تدخل البورصة، ولقد بلغت الأموال التي رفعتها مقدار 1.4 مليار دج سوف يتم إستخدامها في تمويل عمليات الإنشاء للفروع الآتية :

الجدول رقم(02): فروع إستخدام أموال عمليات التمويل لمؤسسة أليانس للتأمينات

التعيين	المبلغ (دج)	النسبة %	الملاحظات (الإحتمالات)
فرع التأمين على الحياة	510000000	36.2%	مشاركة المؤسسة 51%* 1مليار دج
فرع الترقية العقارية	450000000	31.9%	مشاركة المؤسسة 90%* 450مليون دج
فرع الرأسمال الإستثماري	450000000	31.9%	مشاركة المؤسسة 90%* 450مليون دج
المجموع	1410000000	100%	—

المصدر: WWW.ALLIANCE.COM

المبحث الثاني: الدراسة المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات

من خلال هذا المبحث سيتم القيام بتشخيص مالي لمؤسسة أليانس للتأمينات، وذلك بتحليل وضعيتها المالية وتحليل التسيير المالي لها عن طريق دراسة النسب التي تتناسب وطبيعة الدراسة، ثم محاولة إبراز الدور التمويلي الذي يؤثر على هيكل رأس المؤسسة.

المطلب الأول: دراسة الوضعية المالية للمؤسسة

من أجل دراسة الوضعية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات يجب أولاً تحويل الميزانيات المالية للمؤسسة إلى ميزانيات مالية مختصرة، حيث تم جمع معلومات من خلال التقارير المالية للمؤسسة التي قدمت من المؤسسة خلال الفترة 2010-2014، وتم بإعداد الميزانية المالية المختصرة لها كالتالي: ¹

أولاً: إعداد الميزانية المالية الختامية

يتم إعداد الميزانية المالية الختامية للمؤسسة بترتيب عناصر الخصوم درجة الإستحقاق المتصاعدة، أما عناصر الأصول فتترتب حسب درجة السيولة المتصاعدة، وتم إعداد الميزانية المالية المختصرة للمؤسسة بالإعتماد على الميزانيات المالية خلال الفترة 2010-2014، من خلال الجدول التالي:

جدول رقم(03): الميزانيات المالية المختصرة لمؤسسة أليانس للتأمينات

2014	2013	2012	2011	2010	البيان السنوات
275565955851	244837908524	222938875191	280268013773	199570162076	الأصول الثابتة
275565955851	105035288096	222938875191	102261957505	702233328040	القيم الثابتة
106156308861	139802620434	104422164408	178006056268	583471060900	القيم الثابتة الأخرى
169409646990	465886529557	118516710783	382775673195	52229774943	الأصول المتداولة
460287984501	52993446835	432531914982	47131530182	16548609600	قيم الاستغلال
48808811751	248370927900	46492638882	235778173934	365692676400	القيم غير الجاهزة
158024850258	164522154719	220449395115	99865469079	585466762600	القيم الجاهزة
735853940352	710724438081	165589880895	663043686968	585466762600	المجموع
340362378393	329756884670	655470790083	2966418535	321450857300	الأموال الدائمة

¹ - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

273707926883	256871060497	304023225	196844986748	245320344548	الأموال الخاصة
66654451510	72885824173	220138480415	99796866782	76130512754	ديون طويلة ومتوسطة الأجل
345491561959	38096753410	83884744562	366401833438	264015905300	ديون قصيرة الأجل
735853940352	710724438081	351447565106	663043686968	585466762600	المجموع

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على الملاحق رقم (03)،(04)،(05)،(06).

ثانيا: دراسة الميزانيات المالية

أ- من جانب الأصول

- وجود تطور مستمر بصفة عامة في الأصول الثابتة للمؤسسة، وهذا راجع للسياسة الإستثمارية المستمرة رغبة منها في توسيع وتطوير نشاطاتها، إضافة إلى تحقيق أهدافها والمتمثلة في تحسين جودة خدماتها لمواكبة إحتياجات السوق الوطنية.
- بينما الأصول المتداولة فهي في إنخفاض ملحوظ خلال سنة 2011 مقارنة بالسنوات السنوات الأخرى، ويعود السبب الرئيسي إلى زيادة قيم الإستغلال والقيم غير الجاهزة من سنة لأخرى، وهذا راجع إلى زيادة التسبيقات الممنوحة من طرف المؤسسة الأم إلى فروعها والمؤسسات المقاوله للقيام بمشاريع أخرى الأمر الذي إستدركته خلال السنوات الأخرى، مما أدى إلى ظهور تحسن مستمر على مستوى أصولها المتداولة.

ب- من جانب الخصوم

- شهدت الأموال الدائمة للمؤسسة " أليانس للتأمينات " تطورا مستمرا من سنة لأخرى والسبب في ذلك يرجع إلى زيادة الأموال الخاصة، على عكس سنة 2011 والتي عرفت إنخفاض طفيف مقارنة بالسنوات اللاحقة، وذلك بسبب تحميل تكاليف الإصدار الأول للقرض السندي.

- شهدت الأموال الدائمة أيضا إرتفاع ملحوظ في الديون الطويلة ومتوسطة الأجل المتمثلة في القروض السندية بنوعها خاصة خلال سنة 2011/2010 على التوالي، بينما شهدت إنخفاض ملحوظ خلال 2014.
- أما فيما يخص الديون قصيرة الأجل فقد عرفت تذبذب ملحوظ إذ نجد هناك زيادة خلال السنوات وهذا راجع لإرتفاع الديون التي تستحق خلال سنة واحدة.

المطلب الثاني : تحليل الوضعية المالية للمؤسسة

بالإعتماد على الميزانيات المالية الختامية المقدمة من المؤسسة للفترة من 2010-2014

يمكن تحليل الوضعية المالية لها من خلال مؤشرات¹:

1 - الميزانيات المالية المختصرة 2010-2014:

1-1- الميزانية المالية المختصرة لسنة 2010 من خلال المعلومات المقدمة من المؤسسة

الجدول رقم (04): الميزانية المالية المختصرة لسنة 2010

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
321450857300	الأموال الدائمة	199570162076	الأصول الثابتة
245320344548	الأموال الخاصة	70223328040	القيم الثابتة
76130512754	ديون طويلة ومتوسطة	129346834000	القيم الثابتة الأخرى
264015905300	ديون قصيرة الأجل	583471060900	الأصول المتداولة
-	-	52229774943	قيم الإستغلال
-	-	165548609600	القيم غير الجاهزة
-	-	365692676400	القيم الجاهزة
585466762600	المجموع	585466762600	المجموع

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على الملحق رقم(03).

¹ - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

1-2- الميزانية المالية المختصرة لسنة 2011 من خلال المعلومات المقدمة من المؤسسة

الجدول رقم (05): الميزانية المالية المختصرة لسنة 2011

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
2966418535	الأموال الدائمة	280268013773	الأصول الثابتة
196844986748	الأموال الخاصة	102261957505	القيم الثابتة
99796866782	ديون طويلة ومتوسطة	178006056268	القيم الثابتة الأخرى
366401833438	ديون قصيرة الأجل	382775673195	الأصول المتداولة
-	-	47131530182	قيم الإستغلال
-	-	235778173934	القيم غير الجاهزة
-	-	99865969079	القيم الجاهزة
663043686968	المجموع	663043686968	المجموع

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على الملحق رقم(03).

1-3- الميزانية المالية المختصرة لسنة 2012 من خلال المعلومات المقدمة من المؤسسة

الجدول رقم (06): الميزانية المالية المختصرة لسنة 2012

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
304023225	الأموال الدائمة	222938875191	الأصول الثابتة
220138480415	الأموال الخاصة	104422164408	القيم الثابتة
83884744562	ديون طويلة ومتوسطة	118516710783	القيم الثابتة الأخرى
351447565106	ديون قصيرة الأجل	432531914982	الأصول المتداولة
-	-	46492638882	قيم الإستغلال
-	-	220449395115	القيم غير الجاهزة
-	-	165589880895	القيم الجاهزة
655470790083	المجموع	655470790083	المجموع

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على الملحق رقم(04).

الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

1-4- الميزانية المالية المختصرة لسنة 2013 من خلال المعلومات المقدمة من المؤسسة

الجدول رقم (07): الميزانية المالية المختصرة لسنة 2013

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
329756884670	الأموال الدائمة	244837908524	الأصول الثابتة
256871060497	الأموال الخاصة	105035288090	القيم الثابتة
72885824173	ديون طويلة ومتوسطة	139802620434	القيم الثابتة الأخرى
380967553410	ديون قصيرة الأجل	465886529557	الأصول المتداولة
-	-	52993446835	قيم الاستغلال
-	-	248370927900	القيم غير الجاهزة
-	-	164522154719	القيم الجاهزة
710724438081	المجموع	710724438081	المجموع

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على الملحق رقم(05).

1-5- الميزانية المالية المختصرة لسنة 2014 من خلال المعلومات المقدمة من المؤسسة

الجدول رقم (08): الميزانية المالية المختصرة لسنة 2014

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
340362378393	الأموال الدائمة	275565955851	الأصول الثابتة
273707926883	الأموال الخاصة	106156308861	القيم الثابتة
66654451510	ديون طويلة ومتوسطة	169409646990	القيم الثابتة الأخرى
395491561959	ديون قصيرة الأجل	460287984501	الأصول المتداولة
-	-	48808811751	قيم الاستغلال
-	-	253454322491	القيم غير الجاهزة
-	-	158024850258	القيم الجاهزة
735853940352	المجموع	735853940352	المجموع

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على الملحق رقم(06).

المطلب الثالث: تحليل وتقييم الوضعية المالية للمؤسسة

بعد تحويل الميزانيات الختامية الى مالية مختصرة يمكن تحليل وتقييم الوضعية المالية للمؤسسة بالإعتماد على مؤشرات التوازنات المالية لها وذلك من خلال حساب رؤوس الأموال العاملة والخزينة واحتياجات رأس المال العامل كآآتي:¹

1- مؤشر التوازن المالي:

1-1- رؤوس الأموال العاملة:

حيث يمكن تحليل وتقييم الوضعية المالية بواسطة رؤوس الأموال كآآتي:

- رأس المال العامل الصافي = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة
- رأس المال العامل الإجمالي = مجموع الأصول
- رأس المال العامل الخاص = الأموال الخاصة - الأصول الثابتة
- رأس المال العامل الأجنبي = مجموع الخصوم - الأموال الخاصة

الجدول رقم(09): رؤوس الأموال العاملة للفترة 2010-2014

النتيجة	البيان	السنوات	المؤشر
رأس المال العامل الصافي			
121880695300		2010	رؤوس الأموال
(17850269713)	(28026801377 - 10176531664)	2011	
(13883399222)	(22293887519 - 8410488297)	2012	
8491897615	(24483790852 - 32975688467)	2013	
64796422500	(27556595585 - 340362378393)	2014	
رأس المال العامل الإجمالي			
583471060900	583471060900	2010	العاملة
38277567319	38277567319	2011	
43253191489	43253191489	2012	
46588652955	46588652955	2013	

1 - معلومات مقدمة من طرف المؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

46028798450	46028798450	2014
رأس المال العامل الخاص		
45750182500	(199570162076-245320344548)	2010
(27829956391)	(28026801377 - 196844986)	2011
(22271873678)	(22293887519 - 22013841)	2012
1203315197	(24483790852 - 25687106049)	2013
(185802897)	(27556595585 - 27370792688)	2014
رأس المال العامل الأجنبي		
340146418100	245320344548-585466762600	2010
66107523710	196844986 - 66304368696	2011
65525065167	22013841 - 65547079008	2012
45385337759	25687106049 - 71072443808	2013
46214601347	27370792688 - 73585394035	2014

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على المعلومات السابقة.

1-2- تقييم رؤوس الأموال العاملة:

بالإعتماد على نتائج الجدول يمكن تقييمها كآآتي:

✓ نسبة رأس المال العامل الصافي: من خلال النتائج السابقة لوحظ أن رؤوس الأموال العاملة

الصافية موجبة لكل السنوات ولكنها متفاوتة فيما بينها، إذ كانت النتائج المتحصل عليها على

النحو الآتي :

- سنة 2010: تمثلت قيمته بـ **121880695300**، أي أن رأس المال العامل الصافي موجب، وهذا يدل بأن المؤسسة في وضعية مريحة، و أن الأموال الخاصة للمؤسسة غطت إلتزاماتها.

- سنة 2011: تمثلت قيمته بـ (**17850269713**)، حيث لوحظ أن رأس المال العامل الصافي سالب، وهذا يدل بأن المؤسسة في وضعية غير مريحة، وأن الأموال الخاصة للمؤسسة لم تغطي إلتزاماتها.

- سنة 2012: تمثلت قيمته بـ (**13883399222**)، حيث لوحظ أن رأس المال العامل الصافي سالب، وهذا يدل بأن المؤسسة في وضعية غير مريحة، ويدل هذا على أن الأموال الخاصة للمؤسسة لم تغطي إلتزاماتها.

- سنة 2013: تمثلت قيمته بـ **8491897615**، وهذا يدل على أن المؤسسة في وضعية حسنة، وعليها أن تعيد استثمار هذا الفائض من الأموال لأنه يعتبر أموال مجمدة ، وبالتالي إستغلالها من أجل زيادة هذه العوائد، أي أن المؤسسة لم تحاول إستغلال رأس مالها.
- سنة 2014: تمثلت قيمته بـ **6479642254**، وهذا يدل على أن المؤسسة في وضعية مريحة، كما لوحظ أن مقدار رأس المال العامل الصافي موجب، ولكن بقيمة أقل من السنة السابقة، وهذا يدل لأن المؤسسة قامت بإستغلال الفائض من الأموال.
- ✓ **نسبة رأس المال العامل الإجمالي** : لوحظ من خلال النتائج السابقة أن رؤوس الأموال العامة الإجمالية كلها موجبة، ولكن تختلف من سنة لأخرى تمثلت كالاتي :
- سنة 2010: تمثلت قيمته بـ **3401466418100**، وهنا لوحظ أن قيمة الأصول المتداولة كبيرة، وهذا يدل على أن المؤسسة لديها فائض من الأموال عليها إعادة استثماره، لأنه يعتبر أموال مجمدة لدى لديها.
- سنة 2011: تمثلت قيمته بـ **38277567319**، حيث لوحظ أن قيمة الأصول المتداولة كبيرة، وهذا راجع إلى أن المؤسسة لديها فائض من الأموال عليها إعادة استثماره، لأنه يعتبر أموال مجمدة لديها.
- سنة 2012: تمثلت قيمته بـ **43253191489**، حيث لوحظ أن قيمة الأصول المتداولة إنخفضت، وهذا يدل على الإنخفاض في قيم الإستغلال.
- سنة 2013: تمثلت قيمته بـ **46588652955**، حيث لوحظ أن قيمة الأصول المتداولة إرتفعت قليلا مقارنة بالسنة التي قبلها، وهذا راجع إلى إرتفاع قيم الإستغلال.
- سنة 2014: تمثلت بـ **46028798450**، حيث لوحظ أن قيمة الأصول المتداولة قد إنخفضت قليلا مقارنة بالسنة التي قبلها، وهذا راجع إلى إنخفاض في قيم الإستغلال والقيم الجاهزة.
- ✓ **نسبة رأس المال العامل الخاص**: لوحظ أن رؤوس الأموال العاملة الخاصة مثلت قيم موجبة وأخرى سالبة، تمثلت في :
- سنة 2010: تمثلت قيمته بـ **45750182500**، حيث لوحظ أن القيمة موجبة، وهذا يدل بأن أموال المؤسسة غطت التزاماتها.

- سنة 2011: تمثلت قيمته بـ (27829956391)، حيث لوحظ أن القيمة سالبة وهذا يدل بأن المؤسسة قامت بعملية الإستدانة، وأن أموالها الخاصة لم تغط التزاماتها.
 - سنة 2012: تمثلت قيمته بـ (22271873678)، حيث لوحظ أن قيمة رأس المال الخاص سالبة، وهذا يدل بأن أموالها الخاصة لم تغطي التزاماتها.
 - سنة 2013: تمثلت قيمته بـ 1203315197، حيث يدل هذا بأن المؤسسة فب وضعية مريحة، وأنها قامت بتغطية التزاماتها الطويلة و القصيرة الأجل، حيث شكلت بذلك فائض مالي.
 - سنة 2014: انخفضت قيمة رأس المال الخاص إلي السالب، وهذا يدل بأن المؤسسة قامت بالإستدانة بقيمة كبيرة جدا، وأن أموالها الخاصة لم تغط التزاماتها.
- ✓ نسبة رأس المال العامل الأجنبي:
- سنة 2010: لوحظ أن رأس المال العامل الأجنبي موجب ويقدر بـ 340146418100 حيث تعتبر قيمة معتبرة مما يدل على أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على جزء من الديون، ولكن على المؤسسة عدم الإستمرار في الإستدانة لكي لا تقع في خطر الإفلاس.
 - سنة 2011: لوحظ أن رأس المال العامل الأجنبي موجب ويقدر بـ 66107523710، وهي قيمة معتبرة مما يدل على أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على جزء من الديون، ولكن على المؤسسة عدم الإستمرار في الإستدانة لكي لا تقع في خطر الإفلاس.
 - سنة 2012: لوحظ أن رأس المال العامل الأجنبي موجب حيث إنخفاض بسبب إنخفاض معتبر في الديون.
 - سنة 2013: تمثلت قيمته بـ 45385337759، حيث لوحظ بأن رأس المال العامل الأجنبي قد إنخفض مقارنة بالسنة السابقة، وهذا راجع إلى إنخفاض في قيمة الديون وارتفاع طفيف في الأموال الخاصة.
 - سنة 2014: رأس المال العامل الأجنبي ارتفع قليلا مقارنة بالسنة السابقة، وهذا راجع لإرتفاع الأموال الخاصة وانخفاض قليل في الديون.
- 1-3- إحتياجات رأس المال العامل من الخزينة :
- حيث يتم حساب وتقييم إحتياجات رأس المال العامل والخزينة من خلال:

الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

- إحتياجات رأس المال العامل = (مجموع الأصول المتداولة - القيم الجاهزة) - (مجموع الديون قصيرة الأجل - السلفات المصرفية)

- الخزينة = رأس المال العامل - إحتياجات رأس المال العامل.

و الجدول الآتي يبين النتائج التي حققتها مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2010-2014:

جدول رقم (10) : يبين إحتياجات رأس المال العامل و الخزينة من 2010-2014

المؤشرات	السنوات	العملية	النتيجة
احتياجات رأس المال العامل والخبزينة		إحتياجات رأس المال العامل	
	2010	264015905300-(365692676400-58341060900)	(462375208)
	2011	366.401.833.43-(998.659.690.7-382.775.673.19)	(329.124.819.3)
	2012	351.447.565.106-(165.589.880.89-432.531.9148)	(363.681.234)
	2013	380.967.533.41-(164.522.154.1-465.886.525.5)	(498.901.05.6)
	2014	-(158.024.850.258-460.287.984.501) 395.491.561.95	(932.284.26.0)
		الخبزينة	
	2010	462375208+121880695300	122343070200
	2011	329.124.819.3+ 178.502.697.13-	(145.590.215.2)
	2012	363.681.234+138.833.992.22-	(135.197.199)
	2013	498.901.055.6 +849.189.76.15	134.09.081.7
	2014	932.284.276.00+647.964.225.00	74119265260

المصدر : من إعداد الطلبة بالإعتماد على المعلومات السابقة.

يمكن تقييم الأداء المالي بناء على نتائج الجدول السابق كما يلي:

• إحتياجات رأس المال العامل قيمت كما يلي:

- سنة 2010: لوحظ إحتياجات رأس المال عامل سالبة، حيث كانت قيمتها: (462375208)

، أي أن موارد الدورة لم تغطي إحتياجات التمويل، وعلى المؤسسة محاولة الحصول على الديون

قصيرة الأجل من أجل تغطية التزاماتها نشاطها.

- سنة 2011: لوحظ احتياجات رأس المال العامل سالبة، حيث كانت قيمتها: (3291248193)، أي أن موارد الدورة لم تغطي احتياجات التمويل، وعلى المؤسسة محاولة الحصول على الديون قصيرة الأجل من أجل تغطية إلتزاماتها ونشاطها.
- سنة 2012: لوحظ احتياجا ترأس المال العامل سالبة، حيث كانت قيمتها (363681234)، وهذه القيمة كبيرة، وهذا يعني أن موارد التمويل للمؤسسة لم تغطي احتياجات التمويل.
- سنة 2013: لوحظ احتياجات رأس المال العام لسالبة، حيث إرتفعت عن السنة الماضية وتمثلت في، وهذا يعني ان المؤسسة لم تحسن من وضعيتها، حيث لم تستطع تغطية احتياجات تمويلها بمراد تمويلها جزئيا.
- سنة 2014: إحتياجات رأس المال العامل سالبة، حيث ارتفعت أكثر من السنة الماضية ويدل هذا على الإرتفاع في قيمة الاحتياطات على أن المؤسسة في وضعية سيئة، وهذا ما أظهرته الزيادة في رأس المال.

• الخزينة: يمكن توضيح قيم التغيير في الخزينة من خلال الجداول أعلاه كما يلي:

- سنة 2010: لوحظ أن قيمة الخزينة موجبة، حيث بلغت (122343070200)، وهذا يدل على أن المؤسسة لديها سيولة و يمكن تغطية التزاماتها قصيرة الأجل.
- سنة 2011: لوحظ أن قيمة الخزينة سالبة، حيث بلغت (1455902152) ، وهذا يدل على أن المؤسسة ليس لديها سيولة ولا يمكن تغطية التزاماتها قصيرة الأجل.
- سنة 2012: لوحظ أن قيمة الخزينة سالبة، حيث بلغت (135197199)، وهذا يدل على أن المؤسسة ليس لديها سيولة ولا يمكن تغطية التزاماتها قصيرة الأجل.
- سنة 2013: لوحظ أن قيمة الخزينة موجبة، حيث بلغت (134.8090817)، وهذا يدل على أن المؤسسة لديها سيولة ولا يمكن تغطية التزاماتها قصيرة الأجل، وبالتالي نلاحظ أن لديها فائض في الأموال عليها أن تستغلها في استثمارات جديدة، لن هذه الأموال عبارة على أموال مجمدة.
- سنة 2014: لوحظ أن قيمة الخزينة ارتفعت، حيث بلغت (161.1926530)، وهذا المقدار موجب ولكنه ليس كبير، حيث يدل على أن هناك تجميد في أموال المؤسسة ، ويجب عليها إعادة استثمارها.

2- مؤشر النسب المالية:

يمكن تحليل و تقييم الوضعية المالية للمؤسسة عن طريق النسب المالية كما يلي:

1-2- نسب الرفع المالي : وتحسب عن طريق العلاقات التالية :

- نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الخصوم = إجمالي الديون / إجمالي الأصول؛
- نسبة الخصوم المتداولة إلى حقوق الملكية = الخصوم المتداولة / حقوق الملكية؛
- نسبة التمويل قصير الأجل إلى إجمالي الديون = قروض قصيرة الأجل / إجمالي القروض.

والجدول الآتي يوضح النتائج التي حققتها مؤسسة أليانس للتأمينات خلال 2014/2010 :

جدول رقم (11) : يمثل النتائج التي حققتها مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية 2014-2010

المؤشر	السنوات	البيان	النتيجة
نسبة الرفع المالي	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول		
	2010		0.58
	2011	663043686968 / 4661987002	0.703
	2012	655470790083 / 4353323097	0.664
	2013	710724438081 / 4538533776	0.638
	2014	735853940352 / 462146013400	0.66
	نسبة الخصوم المتداولة إلى حقوق الملكية		
	2010	245320344548/264015905300	1.07
	2011	1968449867 / 3664018334	1.86
	2012	220138415 / 351447565	1.60
	2013	256871060497 / 38096755341	1.48
	2014	273707926883 / 395491561959	1.70
	نسبة التمويل قصير الأجل إلى إجمالي الديون		
	2010	340146418100/264015905300	0.77
2011	4661987002 / 3664018334	0.78	
2012	4353323097 / 351447565	0.80	
2013	4538533776 / 38096755341	0.83	
2014	4621460134 / 395491561959	0.85	

المصدر: من إعداد الطلبة بناء على المعلومات السابقة.

الفصل الثالث: دراسة حالة مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية

2-2- نسب السيولة: وتحسب عن طريق العلاقات الآتية :

- نسبة التداول = الأصول المتداولة / الخصوم المتداولة؛
- نسبة النقدية = (النقد + الأوراق المالية قصيرة الأجل) / الأصول المتداولة.

جدول رقم (12): نسب السيولة لمؤسسة أليانس للتأمينات من 2010-2014

المؤشر	السنوات	البيان	النتيجة
نسبة السيولة	نسبة التداول		
	2010	264015905300/58347106090	0.22
	2011	3664018334 /38277567319	1.04
	2012	351447565 /4325319148	1.23
	2013	38096755341 /4658865295	1.22
	2014	395491561959 /460287987501	1.16
	نسبة النقدية		
	2010	264015905300/365692676400	1.38
	2011	366.401.833.438/ 998.659.690.79	0.27
	2012	351.447.565 .62/ 165.589.880.89	0.47
2013	380.967.553.41/16452215471	0.43	
2014	395.491.561.959/158.024.850.258	0.49	

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على المعلومات السابقة.

2-3- نسب الربحية : وتحسب وفق العلاقة التالية:

- العائد على حقوق الملكية = الربح الصافي / حقوق الملكية؛
- الربحية المالية = نتيجة السنة المالية / الأموال الخاصة؛
- نسبة الربحية الإقتصادية = (نتيجة الإستغلال - المصاريف المالية) / الأموال الدائمة.

والجدول الآتي يبين النتائج التي حققتها مؤسسة أليانس للتأمينات خلال الفترة 2010-2014

جدول رقم (13) : نسب الربحية للمؤسسة خلال 2010-2014

المؤشر	السنوات	البيان	النتيجة
نسبة الربحية		العائد على حقوق الملكية	
	2010	24532034454/19800990960	0.8
	2011	1968449867/3646150086	1.85
	2012	220138415/232934936	1.05
	2013	25687106047/36732580082	1.43
	2014	273707926883/35526991928	0.12

المصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على المعلومات السابقة.

3-4- تقييم النسب المالية: بناء على نتائج الجدول السابقة فإن:

- نسبة الرفع المالي:

سنة 2010-2014 لوحظ أن نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول إرتفعت من 58% إلى 70% غالى 66 % وهذا يدل على أن المؤسسة تعتمد في تغطية أصولها على الديون، أما نسبة الخصوم المتداولة إلى نسبة حقوق الملكية تساوي ما قيمتها بين 10.7% إلى 18% إلى 14.8% إلى 17% حيث لوحظ أن هذه القيم كبيرة وعلى المؤسسة تخفيض جزء من الديون قصيرة الأجل، كما أن عليها البحث عن مصادر تمويل أخرى، وبالنسبة لإجمالي الديون إلى صافي الديون قصيرة الأجل تتمثل قيمتها بين 77% إلى 78% إلى 80% إلى 83% إلى 85% ويدل هذا الإرتفاع على أن المؤسسة تعتمد في تمويلها الخارجي على نسبة كبيرة جدا من الديون قصيرة الأجل، مما يزيد من خطورة الوضع الهيكل المالي لأن ديون قصيرة الأجل وقت إستحقاقها قصير، وعليه قد تقع المؤسسة في خطر عدم السداد وهذا يؤدي بها التعرض إلى مشاكل مالية، وبالتالي الوقوع في عسر مالي شديد قد يؤدي بها إلى الإفلاس.

- نسبة السيولة :

يمكن تقييم نسب السيولة على النحو التالي:

سنة 2010-2014: لوحظ أن نسب التداول هنا تشير إلى ما قيمته من 22% إلى 10.4% إلى 12.3% إلى 12.2% إلى 11.6% وهذه النسب جيدة بالنسبة للمؤسسة، حيث تشير للمؤسسة أن

تمول أصولها المتداولة بالديون قصيرة الأجل، أما بالنسبة للسيولة النقدية تشير إلى ما قيمته من 13.8% إلى 27.8% إلى 47% إلى 43% إلى 49% حيث لوحظ إرتفاع في السيولة النقدية، وذلك راجع الى أن المؤسسة تحتاج الى جزء من الأموال من أجل تغطية إلتزاماتها.

- نسبة الربحية:

يمكن تقييمها على النحو التالي:

سنة 2010-2014: لوحظ أن العائد على حقوق الملكية شهد إرتفاع 80% وهذا راجع إلى أن المؤسسة تحقق عوائد عند إستثمار أموالها، وأنها في وضعية مالية مريحة، ثم إنخفضت الى 18.5% إلى 10.5% الى 14.3% الى 12% أي أن العوائد التي تنتج عن عملية الإستثمار إنخفضت ولكن هذا لا يوحي أن وضعية المؤسسة سيئة وإنما هذا راجع لزيادة في رأس المال للمؤسسة والإستدانة كذلك.

خاتمة الفصل:

من خلال الفصل التطبيقي تم حاولنا دراسة حالة الوضعية المالية لمؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية، وذلك من خلال تقديم المؤسسة محل الدراسة، ثم التطرق إلى التحليل والتقييم المالي للوضعية المالية لها، ودراسة مختلف التوازنات و النسب المالية.

ومن خلال الدراسة التطبيقية لمؤسسة أليانس للتأمينات تم التوصل إلى عدة نقاط أهمها:

- تعتبر مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية رائدة في قطاع التأمين لما لها من مميزات خاصة منها إصدار تقارير سنوية للأطراف المهمة بها.
- المؤسسة ومنذ نشأتها تحقق نتائج إيجابية، ونوعية المنتجات التأمينية المقدمة والمبتكرة.
- تمتعها بوضعية مالية حسنة وتحقيقها للتوازن المالي.
- لها مركز مالي جيد يمكنها من تغطية ديونها على المدى القصير والطويل بسبب ضخامة ديونها المالية.
- الإعتماد المفرط للمؤسسة في تمويلها على الديون القصيرة الأجل يؤثر على الهيكل المالي لها على عكس الديون الطويلة الأجل التي يكون موعد إستحقاقها طويل ويبعدها عن دائرة المشاكل المالية.
- أن هناك علاقة بين التمويل بالسندات وهيكل رأس مالها، أي أن التغيرات الحاصلة في أموالها الدائمة ناتجة أصلا عن التمويل بالقروض السندية.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

من خلال ما جاء في الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي يمكن القول أن عملية التمويل تعتبر المحرك الرئيسي لجميع أنشطة المؤسسة الاقتصادية، من أجل تحقيق أهدافها والمتركة أساسا على الإستمرارية في تعظيم العائد وتخفيض التكاليف، في حين تتجلى أهمية ذلك في تكوين هيكل رأس مال متوازن من شأنه أن يتماشى وظروفها وأهدافها المختلفة، حيث يقع هنا على عاتق المؤسسة الاقتصادية المفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية المتاحة باعتبارها جوهر نشاطاتها على المدى الطويل.

1- النتائج المتوصل إليها

- التمويل الدائم يشكل حيزا كبيرا من إهتمام المؤسسة الاقتصادية، خاصة الإعتماد على السندات في التمويل نظرا لما يوفره من إمتيازات تخدم وتساعد المؤسسة؛
- تمثل السندات البديل التمويلي الأمثل بعد إستنفاد التمويل الذاتي، بإعتباره المصدر الأقل تكلفة من بين مصادر التمويل الخارجية بالإضافة للعائد الذي تعود به على المساهمين في المؤسسة، من خلال الأثر الإيجابي للرفع المالي بصفة خاصة والرفع من قيمتها السوقية في حد ذاتها بصفة عامة؛
- أن هيكل رأس المال الأمثل هو الذي يحقق أعلى مستوى للإستدانة بغية الإستفادة من أثر الرافعة المالية، ومن ثم المردودية ولا يعرض لمخاطر إضافية كالإفلاس؛
- إن بلوغ درجة معينة من الإستدانة قد يظهر أثره على مردودية المؤسسة الاقتصادية وبالتالي في أرباح المساهمين، وبصاحب ذلك إرتفاع في المخاطر المالية التي تواجهها المؤسسة التي تتمثل أساسا في عدم القدرة على السداد خاصة بالنسبة للإلتزامات ذات الإستحقاق طويل الأجل،
- بناء على هذه الإستنتاجات نقول أن التمويل بالسندات له دور بارز في تحسين هيكل رأس مال المؤسسات الاقتصادية المصدرة لها، رغم ما يحمل في طياته العديد من المخاطر والتي قد تؤثر على المؤسسة .

2- إختبار الفرضيات

- **الفرضية الأولى** صحيحة، حيث أن التمويل يعد النواة الأساسية التي تعتمد عليه المؤسسة الإقتصادية في توفير مستلزماتها الإنتاجية وتسديد جميع مستحققاتها المالية، من أجل تحقيق الأهداف الموضوعية والمتمثلة في الإستمرارية والنمو، في حين أن هيكل رأس المال الأمثل يمثل التوليفة المثلى المكونة لمصادر التمويل طويلة الأجل التي تم إختيارها من قبل المؤسسة لتغطية إستثماراتها المتنوعة؛
- **الفرضية الثانية** صحيحة فهيكّل رأس المال الأمثل هو الذي يحقق أعلى مستوى من الإستدانة بغية الإستفادة من أثر الرافعة المالية، ومن ثم المردودية دون التعرض لمخاطر الإفلاس؛
- **الفرضية الثالثة** صحيحة حيث أن السند صك مالي متفاوض عليه، صادر من المؤسسة بقيمة إسمية وسعر فائدة إسمي وتاريخ إستحقاق محدد يطرح للتداول وفق الآلية المتبعة في السوق المالي، في حين أن أغلب المؤسسات تلجأ إليه في عملية التمويل بسبب زيادة الأرباح بالإضافة إلى كونه أقل تكلفة،
- **الفرضية الرابعة** رغم حداثة نشأتها إلا أن مؤسسة أليانس للتأمينات تسعى إلى تحسين قيمتها السوقية ووظعتها المالي، بإعتمادها على الديون الطويلة الأجل بما يصاحب ذلك إنخفاض في التكلفة ومالها من عوائد مالية تعود عليها.

3- التوصيات

- من التوصيات نطمح أن تكون مسارا يقّدى به وإطار مرجعي للمؤسسات الإقتصادية ، بالرغم من صعوبة عملية التمويل بالسندات بما يميزها من عوائد كبيرة عليها ، يصاحب ذلك تحمل مخاطرة عالية، كما أنها تساهم وبدور كبير في تحسين الهيكل المالي الشيء الذي يحفزها على المزيد من الإصدارات لإمتلاك مراكز مالية جيدة، وعليه يمكننا ذكر هذه التوصيات على النحو التالي :
- رغم القدرة الكبيرة لبعض المؤسسات الإقتصادية المسعرة في البورصة على الإقتراض، إلا أنها تلجأ للإستدانة المتكررة وذلك لن يخدمها على المدى الطويل، ونقترح عدم إستنفاد الطاقة الإقتراضية لها وترك هامش أمان لمواجهة الفرص الإستثمارية المستقبلية، حتى لا تضطر لإستعمال بديل تمويلي مرتفع التكلفة ؛

- ننصح المؤسسات الإقتصادية بتنويع البدائل التمويلية في تغطية إحتياجاتها المالية وخاصة عند الوقوع في مشاكل مالية، وكمثال نقترح عليها اللجوء إلى سياسة الأرباح المحتجزة من خلال إعادة إستثمار النتيجة الصافية المحققة بدل القيام بتوزيعها على المساهمين؛
- العمل على رفع نسبة أموال المؤسسات الإقتصادية مما يكسبها إستقلالية مالية جيدة وتخفيض الديون قصيرة الأجل نظرا لإرتفاع تكلفتها وكذا سرعة إستحقاقها؛
- محاولة تحقيق نتيجة صافية موجبة للخرينة والعمل على إستثمار الأموال المجمدة كنفديات.

4- آفاق الدراسة

- و بالرغم من الجهود المبذولة خلال السنة لإثراء الموضوع أكثر، إلا أنه من الطبيعي أن لا يتم الإلمام بجميع عناصر الموضوع نظرا لاتساع جوانبه و كذا التطورات الخاصة في الميدان المالي لهذا نقترح على الدفعات القادمة التعمق أكثر و أكثر و عليه نطرح بعض الانشغالات التي من شأنها أن تكون محل بحوث و دراسات مستقبلية:
- واقع التمويل بالسندات في ظل إتخاذ القرار؛
 - مداخل إتخاذ القرارات التمويلية في المؤسسات الإقتصادية؛
 - دور هيكل رأس المال في الأداء المالي للمؤسسة.

قائمة المراجع

أ- باللغة العربية

أولاً: الكتب

- 1- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002.
- 2- بريان كويل، السندات الحكومية، دار الفاروق، القاهرة، مصر، 2006.
- 3- السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، مصر، 2006.
- 4- جميل احمد توفيق، أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة العربية، بيروت، لبنان، بدون سنة نشر.
- 5- حسين غطا غنيم، دراسات في التمويل: التحليل المالي ودراسة صافي المال العامل، مكتبة الأكاديمية، القاهرة، مصر، 2005.
- 6- حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، الرواق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2001.
- 7- حمزة محمود الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الرواق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- 8- خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2000.
- 9- خليل محمد خليل عطية، دراسات الجدوى الاقتصادية، مركز تطوير الدراسات العليا والبحوث، القاهرة، مصر، 2008.
- 10- سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتب الإشعاع، الإسكندرية، مصر، 1997.
- 11- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي: مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 12- شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، أطلس للنشر، الجزائر، بدون سنة نشر.

- 13- ضياء مجيد الموسوي، البورصات: أسواق رأس المال وأدواتها، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 14- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء، عمان، الأردن، 2002.
- 15- عاطف وليم أندروس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 16- عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 17- عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002.
- 18- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2002.
- 19- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 20 - عبد المنعم ونزار الدين العيسي، النقود والمصارف والأسواق المالية، درا حامد للنشر والتوزيع عمان، الأردن، 2004.
- 21 - عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- 22- عبد العزيز النجار، أساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 23- عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2007.
- 24- عدنان تايه النعيمي وارشاد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2009.
- 25- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر، عمان، الأردن، 2010.
- 26- علي عباس، الإدارة المالية، مكتبة الجامعة، عمان، الأردن، 2008، ص 96.

- 27- فيصل صمود الشواورة، الإستثمار في بورصة الاوراق المالية: الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008.
- 28- محمد صالح الحناوي واخرون، تقييم الأسهم والسندات، مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 29- محمد عدنان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2001.
- 30- محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة: اسهم، سندات، أوراق مالية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2006.
- 31- محمد صبري هارون، أحكام الأسواق المالية: الأسهم والسندات، دار النفائس، عمان، الأردن، 2009.
- 32- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.
- 33- محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 34- محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004.
- 35- محمد سعيد عبد الهادي، الإدارة المالية: الإستثمار والتمويل، التحليل المالي والأسواق المالية الدولية، دار الحامد، عمان، الأردن، 2008.
- 36- محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004.
- 37- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2003.
- 38- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، عمان، الأردن، 2009.
- 39- يحي السواتي، تحليل هيكل رأس المال، دار المجد، اليمن، 2009.

ثانيا: الرسائل والمذكرات

- 1- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
- 2- عبد الحميد لطرش، فعالية قرارات تشكيل هيكل رأس المال في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير في العلوم التجارية المركز الجامعي -تبسة- ، الجزائر 2004-2005.
- 3- عبد السلام بن جدو، البنوك الشاملة ودورها في تفعيل سوق الأوراق المالية، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماجستير في العلوم التجارية فرع مالية، المركز الجامعي الشيخ العربي التبسي - تبسة -، 2006.
- 4- مريم باي، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2008.
- 5- هاجر عزوز، دور القروض البنكية في تمويل وترقية المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة الجزائر، 2012-2013.

ثالثا: المطبوعات

- 1- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002.
- 2- عبد الحفيظ الأرقم، التحليل المالي تحليل: ربحية المقترحات الاستثمارية الجزء 2، مطبوعات جامعة قسنطينة، الجزائر، 1999.

رابعا: المجلات والدوريات

- 1- عبد الغني دادان، قرار التمويل تحت تأثير الضرائب وتأثير تكلفة التمويل، مجلة الباحث، العدد6، جامعة ورقلة، 2008.
- 2- سليمان شلاش وآخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي، مجلة المنارة للبحوث والدراسات، المجلد 14، العدد 1، الأردن، 2008.

خامسا: مواقع الانترنت

1- WWW.ALLIANCE.COM الموقع الرسمي لمؤسسة أليانس للتأمينات.

II-المراجع باللغة الأجنبية

- 1- CHARLES-ANDRE VALHEN, **Evaluation de l'entreprise**, Vuibert, Paris, 1981.
- 2- Davide E. Vance , **Financial Analyze & Decision Making**, Mc Graw-Hill, New York United States , 2003.
- 3- D. Martna, **Précis d'économie**, Nathan, Paris, 1997.
- 4- ELLE COHEN, **Gestion Financier de l'entreprise et développement financier**, Edition UREF, Paris 1991.
- 5- F. Telon, **Les marché de capitaux**, Seul, Paris, 1997.
- 6- H. Bierman et autres , **la préparation des financiers dans l'entreprise**, Démode , 2em édition , Paris , France, 1972.
- 7- Lawrence- J Gitman et autres, **Investissement et marché financiers**, Pearson Education, 9^{eme} edition, Paris, France, 2005.
- 8- Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise : théorie et pratique** , 7^{eme} édition, Dalloz, Paris, 2009.

ملخص

إن الهدف من إختيار هيكل رأس مال مناسب يكمن في معرفة إمكانية تأثيره على عوائد المؤسسة الإقتصادية، مع إتفاق جملة المفكرين الماليين على عدم وجود هيكل رأس مال أمثل ومناسب لهذه الأخيرة، إذ عليها إختيار ذلك بما يتماشى وطبيعتها وحجمها كذا إحتياجاتها المالية لتحقيق أهدافها، وقد تناولت الدراسة دور التمويل بالسندات في هيكل رأس مال المؤسسة الإقتصادية، حيث تم التطرق إلى عملية التمويل ثم هيكل رأس المال كجزء من الهيكل المالي لها، ثم ماهية السندات وبيان أهميتها كمصدر تمويلي طويل الأجل، لذا فقد سخر الجانب التطبيقي لدراسة مؤسسة أليانس للتأمينات الجزائرية بإعتبارها تمول بالقروض السنديّة في السوق المالي الوطني، أين برز دور التمويل بالسندات في هيكل رأس المال للمؤسسة من خلال دراسة وتحليل الوضعية المالية لها.

الكلمات المفتاحية:

المؤسسة الإقتصادية - التمويل - هيكل رأس المال الأمثل - القرض السندي - السوق السندي

Résumé

Le but de la tête de sélection d'une structure de capital appropriée réside dans la connaissance de l'impact potentiel sur le rendement des institutions économiques, avec entre autres penseurs financiers se mettre d'accord sur le manque de structure du capital d'un optimal et adapté à celui-ci, comme en le choisissant en ligne avec la nature et la taille ainsi que leurs besoins financiers pour atteindre ses objectifs, adressée étudier le rôle du financement obligataire dans la tête de la structure du capital de l'institution économique, qui a été adressée au processus de financement et la structure du capital dans le cadre de la structure financière, puis ce que les obligations et la déclaration de son importance en tant que source de financement à long terme, il a le côté pratique ridiculisé l'étude de l'Alliance Fondation algérienne d'assurance comme financé des prêts d'obligations sur le marché financier national, où a émergé comme le rôle du financement obligataire dans la structure du capital de l'institution à travers l'étude et l'analyse de la situation financière pour eux.

Mots-clés:

Société économique - Financement - Structure du capital optimale - L'emprunt obligataire - Le marché obligataire