

الاستدانة: L'endettement

تشكل الديون أحد المصادر الرئيسية التي تلجأ إليها الشركات لسد احتياجاتها من التمويل، لاسيما في الاقتصاديات التي تعرف باقتصاديات الاستدانة *économies d'endettement*، أين تلعب البنوك وباقي المؤسسات المالية دوراً مهماً في تمويل الاقتصاد. وبسبب سيادة ظاهرة العولمة المالية وتعاظم دور الأسواق المالية في تمويل الشركات، أصبح من اللازم التمييز بين كل من:

1- القروض البنكية: وتحصل عليها الشركة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى مثل شركات التأمين، وغالباً ما تستحق هذه القروض بعد فترة زمنية طويلة. وتتوقف عملية سدادها على ما تم الاتفاق عليه من شروط بين الشركة المقترضة والجهات التي منحت لها الأموال في شكل قروض، لاسيما فيما يخص كل من معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، طريقة السداد و الضمانات المقدمة.

2- القروض السندية: Les crédits obligataires

في حالة كون المبلغ المفروض اقتراضه كبير إلى حد ما، فإن المؤسسة سوف تواجه صعوبات كبيرة في الحصول على هذا المبلغ من طرف البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وإن تأتى لها ذلك فسوف يكون بمعدل فائدة مرتفع وضمانات كبيرة، نظراً للمخاطر الكبيرة التي يتحملها المقرض (البنك، المؤسسة المالية) وذلك بسبب كبر مبلغ القرض. ومنه تلجأ المؤسسة مباشرة إلى الجمهور عن طريق السوق المالي فتقوم بتقسيم القرض المزمع الحصول عليه إلى وحدات صغيرة القيمة (1000 دج مثلاً)، وطرحها في السوق المالي للجمهور في شكل صكوك قابلة للتداول (سندات) للاكتتاب فيها وتقديم السيولة للمؤسسة. ومما زاد أهمية القروض السندية ضمن هيكل قروض الشركات، من جهة. وعلى مستوى الاقتصاد ككل، من جهة أخرى. هو سيادة نمط التمويل المباشر *mode de financement direct* على حساب نمط التمويل بالوساطة المالية. حيث أصبحت أغلبية الديون طويلة الأجل للشركات، لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية. عبارة عن قروض سندية وليس قروض بنكية.

ويمثل السند *Obligation* صك مديونية تصدره الشركات ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية، بمعنى آخر أن السندات تعتبر عقد أو اتفاق بين الشركة (المقرض) والمستثمر (المقرض)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم المستثمر بإقراض مبلغ معين إلى الشركة، التي تتعهد بدورها برد أصل القرض والفائدة، في تواريخ متفق عليها. وللسندات قيمة اسمية، سعر إصدار وقيمة سوقية وفي الحالات التي يتم إصدارها بسعر يقل عن القيمة الاسمية يشكل الفرق بين القيمتين ما يعرف بعلوة الإصدار *prime d'émission*.

هذا نظراً لطول ميعاد استحقاق السندات، والذي يصل في بعض الحالات إلى 30 سنة، فإن الشركات المصدرة لها تعطي لنفسها الحق في استدعاء هذه السندات إذا ما أصبح هذا الإجراء يتمشى

مع الظروف الاقتصادية السائدة. وعادة يتم اللجوء إلى استدعاء السندات في فترات انخفاض أسعار الفائدة. وذلك للاستفادة من مزايا هذا الانخفاض وإعادة إصدار سندات جديدة بمعدلات فائدة منخفضة.

وعلى العموم يمكن النظر إلى السندات من خلال الخصائص التالية:

➤ **معدل الفائدة (الكوبون):** والذي عادة ما يكون ثابت كما يمكن أن يكون معدل الفائدة متغير أو قابل للمراجعة؛

➤ **قيمة اسمية:** وهي ذلك المبلغ الذي تحسب على أساسه الفوائد؛

➤ **سعر إصدار:** وهو السعر الذي يباع به السند في السوق المالي الأولي لأول مرة، ويمكن أن يكون هذا السعر مطابق للقيمة الاسمية للسند كما قد يكون أقل منه وذلك لزيادة جاذبية السند في السوق؛

➤ **علاوة إصدار:** وهي الفرق بين القيمة الاسمية للسند وسعر الإصدار في حالة عدم تطابقهما.

➤ **سعر الاكتتاب:** والذي قد يختلف عن سعر الإصدار.

ويعتبر لجوء الشركة إلى الاقتراض سواء بطريقة مباشرة (القروض السندية) أو من البنوك والمؤسسات المالية (القروض البنكية) له العديد من المزايا:

❖ **انخفاض تكلفة التمويل:** أصلاً، تنتم القروض بانخفاض تكلفتها مقارنة بتكلفة التمويل برؤوس الأموال الخاصة، إذ مما يتعارف عليه في حقل التمويل أن معدلات الفائدة التي تطالب بها البنوك وحملة السندات منخفضة بشكل كبير مقارنة بمعدل العائد على الاستثمار الذي يطالب به حملة الأسهم العادية مقابل قبولهم الاكتتاب في هذه الأسهم، وهذا بسبب تعرض المقرضين لمخاطر أقل نسبياً من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والممتازة. هذا ناهيك عن استفادة الشركة من مزايا ضريبية من وراء التمويل بالقروض وذلك على العكس من التمويل برؤوس الأموال الخاصة الذي لا تستفيد من وراء الشركة من أية وفورات ضريبية. إذ أن المصاريف المالية المرتبطة بفوائد القروض تعتبر من المصروفات التي تخصم من النتيجة قبل فرض الضريبة، في حين يحصل حملة الأسهم العادية على أرباحهم الموزعة بعد احتساب الضريبة. وهذا ما يجعل معدل الفائدة الفعلي للقروض أقل بكثير من معدل الفائدة الاسمي الظاهر في عقد الاقتراض، لاسيما في حالات ارتفاع معدلات الضريبة على أرباح الشركات.

❖ **تحسين مردودية الأموال الخاصة:** يصاحب زيادة نسبة الديون في هيكل رأسمال الشركة، حدوث ما يعرف بأثر الرفع المالي $L'effet de levier$ ، والذي يتمثل في تحسين المردودية المالية للشركة نتيجة استعمال قدر أكبر من مصادر التمويل منخفضة التكلفة (الديون) مكان المصادر مرتفعة التكلفة (رؤوس الأموال الخاصة). وحتى يؤدي استعمال الديون إلى إحداث هذا الأثر الإيجابي ولا يؤدي ذلك إلى إحداث أثر سلبي (أثر المطرقة $L'effet de masse$)، يجب أن تكون المردودية الاقتصادية للشركة أعلى من معدل الفائدة على القروض.

❖ **عدم التدخل في الرقابة على الشركة:** لا يمكن للدائنين ممارسة أي نوع من أنواع الرقابة على قرارات الشركة التي أقرضوها، وذلك مادامت ملتزمة ببنود الاتفاق معهم. وفي حالة عدم التزامها بتعهداتها تجاههم، يحق لهم مباشرة مجموعة من الإجراءات التي قد تنتهي إلى إعلان إفلاس الشركة وتصفيته أو إعادة هيكلتها وتحولهم من دائنين إلى مساهمين.

وهذا لا يعني أن الدائنين لا يحق لهم وضع بعض الشروط لكي تلتزم بها إدارة الشركة التي أقرضوها أموالهم، وذلك من أجل ضمان حصولهم على حقوقهم وكذا عدم قيام الإدارة باستغلالهم لمصلحة حملة الأسهم العادية. ومن جملة هذه الشروط التي يمكن للدائنين تضمينها في عقد القرض نجد مايلي:

✓ التزام الإدارة في الشركة بعدم القيام بأي قرار قد يؤثر سلباً على مصالح الدائنين أو يرفع من مستوى المخاطر التي يتعرضون لها، ومن هذه القرارات التي يمكن أن تؤدي إلى إحداث هذا التأثير وبالتالي فهي تتطلب موافقة مسبقة من الدائنين لدينا قرار شراء أصول استثمارية كبيرة، قرار إجراء توزيعات استثنائية...إلخ.

✓ فرض الدائنين لقاعدة أنا أولاً Me-first rule، التي تعني ضرورة حصول هؤلاء الدائنين المعنيين بالقاعدة على حقوقهم قبل باقي أقرانهم من الدائنين، وبالطبع قبل حملة الأسهم الممتازة وحملة الأسهم العادية.

➤ **تحقيق المرونة في الهيكل المالي:** على عكس الأسهم العادية التي لا يمكن للشركة إعادة شرائها إلا إذا وافق حاملتها على ذلك. تتمتع القروض بميزة مهمة جداً، وتتمثل هذه الميزة في قابلية السندات للاستدعاء وإمكانية تسديد القروض البنكية قبل تاريخ استحقاقها. وتسمح هذه الميزة للشركة المقترضة بتحقيق مرونة في هيكلها المالي، وذلك بما يسمح لها بالاستفادة من التغيرات في أسعار الفائدة من خلال التخلص من القروض مرتفعة التكلفة وإعادة الاتفاق على قروض بمعدلات اقل. ويمكن للشركة أيضاً اللجوء إلى هذا الإجراء في حالة حيازتها لسيولة زائدة، حيث يمثل استدعاء السندات هو أفضل استثمار متاح لتلك السيولة الزائدة .

هذا ولا يفوتنا الإشارة إلى أن الشركات ليس حرة تماماً في اللجوء إلى الاستدانة، بل هي مقيدة ولا يمكن لها الاستمرار في الاستفادة من هذا المصدر التمويلي المنخفض التكلفة، فهناك آثار سلبية لإفراط الشركة في الاستدانة، تتمثل في ظهور كل من تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة للقروض وذلك عندما تتجاوز الشركة مستويات معينة من الاقتراض. وإذا كانت تكاليف الوكالة للقروض من الصعب جداً تكميمها، فهناك العديد من الدراسات التي توصلت إلى تقدير تكلفة الإفلاس، وأهمها تلك التي قام بها كل من وارنر Warner، ستانلي Stanley وجيرث Girth، حيث توصل هؤلاء الباحثين إلى تقدير تكلفة الإفلاس في مانسبته من 03 إلى 15% من القيمة الإجمالية للشركة، كما ذهبت دراسات أخرى أبعد من ذلك، حيث قام روادها بالمقارنة بين تكلفة الإفلاس والوفورات الضريبية وتم التوصل إلى أن الآثار السلبية

للاقتراض المتمثلة في تكلفة الإفلاس تتكافأ، عند مستوى اقتراض معين، مع الآثار الإيجابية له و المتمثلة في الوفورات الضريبية.

مثال:

2_1_كيفية إصدار السندات: بناء على الفرق بين القيمة الاسمية للسند وسعر إصداره يمكن التمييز بين ثلاث كيفية لإصدار السندات كمايلي:

- إصدار السندات بسعر إصدار يقل عن قيمتها السوقية (émission en dessous de pair).
- إصدار السندات بسعر إصدار أعلى عن قيمتها السوقية (émission au dessus de pair).
- إصدار السندات بسعر إصدار يقل عن قيمتها السوقية (émission au pair).

2_2_طرق تسديد السندات: على العموم يسبه تسديد (إهلاك) السندات تسديد (إهلاك) القروض البنكية، أي أن طرق تسديد السندات كمايلي:

- تسديد أصل السند والكوبونات مره واحدة في تاريخ الإستحقاق؛ Remboursement infime
- تسديد السند بأقساط ثابتة؛
- تسديد السند بدفعات ثابتة؛

2_3_مدة القرض: Durée de l'emprunt وتتمثل في المدة الفاصلة بين إصدار السند (القرض) وتسديده. وعندما تقترض المؤسسة لمرات عديدة أو تقوم بطرح سندات على مراحل، تتم حساب المدة المتوسطة لحياة القرض والتي تحتسب كمايلي:

Vie

moyenne=

$$\sum_{i=1}^n (ix \text{ nombre de titres remboursés l'année } i) / \text{nombre total titres remboursés}$$

2_4_معدل المردودية الإكتواري (TRA) le taux de rentabilité actuariel

بسبب عوامل عديدة تتمثل في وجود علاوة الإصدار ، علاوة الإسترداد، إختلاف تاريخ التسوية عن تاريخ بداية التمتع، تأجيل إهلاك السند، والدورية، وكلها عوامل تؤثر على المردودية الفعلية للسند (معدل تكلفة التمويل بالسندات) وتجعل معدل الفائدة الإسمي ليس ذو أهمية كبيرة (Vernimmen, 9 ed, p 498) حيث يصبح يستخدم فقط كأساس لحساب الكوبونات.

تعريف معدل المردودية الإكتواري: يتمثل معدل المردودية الإكتواري في معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية الصافية للإستثمار مساوية للصفر. وفي الحالات التي يكون فيها الإستثمار المقصود بقياس معدل الخصم له إستثمار صناعياً، فإن معدل المردودية الإكتواري هو معدل المردود الداخلي (Vernimmen, TRI :taux de rentabilité interne) (ed , p 405).

$$VAN = 0, \text{ soit } \sum_{i=1}^n \frac{Fi}{(1+t)^i} = 0 \dots\dots\dots(01)$$

مثال: لدينا أصل (صك مالي، إستثمار صناعي...) قيمته السوقية تقدر بـ 2000 ون وتدفقاته المستقبلية الداخلة موضحة في الجدول التالي:

السنة	01	02	03	04	05
التدفق	800	800	800	800	800

المطلوب: أحسب معدل المردودية الإكتواري (معدل المردود الداخلي) لهذا الأصل؟

الحل: في حالة إختيار معدل خصم 20% ، سوف نجد أن معامل الخصم والقيمة الحالية لـ التدفق (800) كما هو موضح في الجدول التالي:

السنة	01	02	03	04	05
معامل الخصم	0,833	0,694	0,579	0,482	0,402
التدفق	670	560	460	390	320

وبالنتيجة القيمة الحالية لهذا الاصل تقدر بـ 2400 ون
وبالتالي:

$$VAN = 2400 - 2000 = 400 \text{ UM}$$

وفي إطار البحث عن معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية الصافية مساوية للصفر ($VAN = 0$)
وبإستخدام مقارنة التجربة والخطأ نجد النتائج الموضحة في الجدول التالي:

معدل الخصم	%0	%10	%20	%25	%30	%35
القيمة الحالية	4000	3030	2390	2150	1950	1780
القيمة السوقية	2000	2000	2000	2000	2000	2000
القيمة الحالية الصافية	2000	1030	390	150	50_	220_

$$TRA = \%20 + (\%30 - \%20) \times 390/440 = 28,86\%.$$

أو

$$TRA = \%30 - (\%30 - \%20) \times 50/440 = 28,86\%.$$

2_5_ قيمة السندات والتغيرات في أسعار الفائدة السائدة في السوق: على عكس الإعتقاد السائد لدى الكثير من المبتدئين من أن قيمة السندات ثابتة، تتغير قيمة السندات في السوق بناء على التغيرات في أسعار الفائدة السائدة في السوق وذلك بصورة مستقلة تماماً عن الوضعية المالية للمؤسسات (الشركات)

المصدرة لها. وواقع الحال أن الإرتفاع (الإنخفاض) في معدلات الفائدة في السوق يؤدي إلى إنخفاض (إرتفاع) في قيمة السندات ذات معدل الكوبون الثابت (قيمة ديون المؤسسة).

2_6 حساسية السندات: la sensibilité تقيس حساسية السندات مقدار التغير في قيمتها (كنسبة مئوية) إذا تغير معدل الفائدة في السوق بمقدار معين. فإذا كانت حساسية سند ما تقدر بـ 04 فهذا يعني أنه عندما يتغير معدل الفائدة بـ 01% يرتفع (ينخفض) سعر السند بـ 04%.

2_7 الأمد: la duration

2_8 مخاطر الملاءة ودور التنقيط المالي: le risque de solvabilité et le rôle de la notation financière

فضلاً عن التقنيات الكلاسيكية للتحليل المالي وطرق القرض التنقيطي، المعتمدة في قياس خطر الملاءة للشركات المقترضة. هناك هيئات متخصصة في تحليل وقياس مخاطر عدم القدرة على السداد، وعادة تقوم هذه الهيئات بمنح نقاط (تنقيط Rating. notation) تعكس مدى ملاءة المقترض (جودة السندات التي يصدرها). سوق التنقيط المالي يسيطر عليها ثلاث وكالات تنقيط كمايلي:

Note Moody's	Note standard and poor's et Fitch	Signification
Aaa	AAA	Meilleur qualité
Aa	AA	Haute qualité
A	A	
Bbb	BBB	
Ccc	CCC	
	Dou SD	En défaut de payment

La qualité