مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية

اسم المقال: محددات إصدار السندات في الشركات المساهمة دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية
اسم الكاتب: د. نهاد الياس نادر
رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/index.php/library/4832
تاريخ الاسترداد: 2026/11/03 19:17 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political، يرجى التواصل على info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة – Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة تشرين – سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية – ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (38) العدد (3) 2016
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (38) No. (3) 2016

محددات إصدار السندات في الشركات المساهمة دراسة ميدانية على الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

الدكتور نهاد الياس نادر*

(تاريخ الإيداع 13 / 3 / 2016. قُبِل للنشر في 5 / 6 / 2016)

□ ملخّص □

هدفت الدراسة إلى تقديم دليل جديد على أهمية ودور سندات الشركات في رفع فعاليتها وضمان نجاحها واستمرارها في دنيا الأعمال، من خلال قدرتها على زيادة أرباحها وتعظيم ثروة المساهمين.

تعد هذه الدراسة محاولة جدية للتعرف على وجهة نظر إدارة الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لمعوقات إطلاق السندات لديها على الرغم من المزايا التي تقدمها، طبقت الدراسة على عينة عنقودية من الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية بالإضافة إلى هيئة الأوراق والأسواق المالية ، ثم وزعت استبانة بهدف اختبار فرضيات الدراسة، وحللت باستخدام برنامج SPSS20 ، وتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي. وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

يوجد علاقة بين وعي وإدراك إدارة الشركات المساهمة لمزايا السندات واتخاذ القرار بإصدارها، وتبين أن هناك تخوف من إطلاق السندات لقناعتهم بوجود معوقات وقيود تحد من حماسهم، تتمثل أهمها بعدم توفر المناخ التنظيمي والقانوني والتشريعي، وعدم الاستقرار الاقتصادي، وإن سوق دمشق هو ناشئ يفتقد العمق والاتساع، كما أن عدم الفهم الكافي لمزايا السندات لدى أصحاب القرار يمنع من إصدارها، وخصوصاً أنها مصدر تمويلي منخفض التكلفة، ويضمن الحرية للإدارة باتخاذ قراراتها. وأوصت الدراسة بضرورة تفعيل سوق السندات وتشجيع الشركات المساهمة لإصدار السندات خصوصاً أنها أداة مالية معفاة من الضريبة، مع التشجيع على إصدار السندات الصفرية، كونها تناسب شريحة واسعة من المستثمرين والمدخرين، كما تتناسب مع التضخم الكبير وارتفاع الضريبة الذي نلمسه حالياً، ويُعد مقبولاً في ظل الأوضاع التي تعيشها سورية.

الكلمات المفتاحية: السندات – سندات الشركات – مزايا إصدار السندات – معوقات إصدار السندات.

*أستاذ مساعد– قسم ادارة الأعمال– كلية الاقتصاد – جامعة تشرين – اللاذقية – سورية.

مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية _ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (38) العدد (3) 2016
Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies -Economic and Legal Sciences Series Vol. (38) No. (3) 2016

Determinants of corporate bond issuance in the shareholding Corporations An empirical study on listed Firms in the Damascus Securities Exchange (DES)

Dr. Nouhad Elias Nader*

(Received 13 / 3 / 2016. Accepted 5 / 6 / 2016)

□ ABSTRACT □

The study aimed to provide a new evidence of the importance and role of corporate bonds to raise their effectiveness and ensuring its success and survival in the world of business, through their ability to increase profits and maximize shareholder wealth.

The study is a serious attempt to identify the viewpoint of the management of shareholding corporations listed on the DSE about the impediments to launch their bond even though of the advantages offered.

The study was applied on a clustered sample of corporations listed on the stock exchange, according to the company sector, and the questionnaire to managers and heads of departments, to test the study hypotheses and analyze them by using SPSS package (Version 20), The study adopted the descriptive analytical approach. The following conclusions were reached:

There is a relationship between shareholding corporations' awareness and understanding of the advantages of bonds, and taking the decision by issuing them and the fear of launching bonds being convinced of constraints. And the limitations of full understanding of the advantages of bonds of the decision makers prevents launching of bonds.

The study recommended the need to activate the bond market and encourage shareholding corporations to issue bonds in particular as tax-exempt financial instrument with the encouragement of the zero bond being suited to a wide range of investors and savers we are witnessing currently and providing the necessary facilities and facilitate necessary to launch bonds especially under current economics in Syria.

Keywords: Bonds- corporate bonds-the stock market –advantages of issuing bonds – obstacles of issuing bonds.

***Associate Professor-Department of Business Administration- Faculty of Economics-Tishreen University-Lattakia-Syria.**

مقدمة :

نظراً للمتغيرات الاقتصادية المتسارعة في البيئة السورية، وندرة رأس المال الموجه للاستثمار، وبهدف توجيه الأموال من المؤسسات ذات الفائض المالي إلى الاستثمارات ذات العجز المالي، و بهدف تنشيط سوق دمشق للأوراق المالية باعتبارها سوق ناشئة، أصبحت الحاجة ملحة إلى التوجه لإطلاق سندات الشركات التي تُعدّ منتجات مالية ذات فائدة ثابتة لا علاقة لها بأرباح الشركات.

إن استخدام السندات كمصدر تمويلي للشركات يسهم في تخفيض المطرح الضريبي، وبالتالي يزيد من الأرباح، ويرفع من معدل العائد على حق الملكية، ويوفر بالوقت ذاته للشركة الحرية في إدارة أعمالها، كما إن عدم مشاركة أصحاب السندات في الأرباح وإعفاء فوائد السندات من الضريبة يجعلها مصدر تمويلي منخفض التكلفة ومرغوب به.ولكن على الرغم من كل ما تقدمه السندات من مزايا، إلا إننا نلاحظ غيابها كمصدر تمويلي في الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، وبالتالي عدم تداولها في السوق السورية حتى وقتنا الحالي.

من هذا المنطلق كان الاختيار لهذه الدراسة لتوضيح مزايا إصدار السندات و دورها في نجاح الشركات، والوقوف على أهم محددات إصدارها.

الدراسات السابقة:

1.. دراسة (Chaudhari, Kanad ، 2014) أسواق سندات الشركات في الهند

Corporate Bond Markets in India: A Study And Policy Recommendations, Indian institute of management Bangalore, February 2014.

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على أهمية سوق سندات الشركات بشكل عام والتعرف على واقع سوق السندات في الهند .حيث أكدت على أن أسواق السندات ضرورية فهي نابضة بالحياة، ويجب أن تتصف بالعمق والاتساع والقوة وضرورية لتعزيز استقرار النظام المالي للبلد ونمو وتطور الاقتصاد، وتخفيف حدة الأزمات المالية ودعم الاحتياجات المالية للشركات، اعتمد الباحث في دراسته على الاتجاه العام لتطور سوق السندات في الهند بهدف التعرف على واقع هذا السوق. وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- يعاني سوق ديون الشركات في الهند من عدم الكفاءة والعمق وعدم توفر البنية الأساسية والمناخ المناسب
- ضرورة اعتماد معايير وأسس علمية بهدف تطوير أسواق ديون الشركات في الهند. من خلال الاستفادة من تجارب سوق سندات الشركات لبلدان أخرى مثل الولايات المتحدة، الاتحاد الأوروبي واليابان، والصين، وماليزيا، وكوريا ونيوزيلندا مع التأكيد على أهمية الإطار المؤسساتي والتنظيمي القوي، جنباً إلى جنب مع الدعم من واضعي السياسات لبناء أسواق قوية لديون الشركات.
- يوجد ثلاثة أركان أساسية لضمان نجاح سوق السندات والتي تتمثل بالشركة مصدرة السند، والسماسرة والمشاركين في السوق، والصكوك.

أوصت الدراسة إلى ضرورة تنشيط سوق السندات في الهند وتوفر المناخ التنظيمي والقانوني الملائم لنجاح هذا السوق مع ضرورة تشجيع الشركات لإطلاق السندات كمصدر تمويلي .

2-دراسة(Lorne& Switzerb 2013) بعنوان: إصدار السندات القابلة للتحويل، المخاطرة، وسياسة الشركة المالية: نهج جديد

Convertible Bond Issuance, Risk, and Firm Financial Policy: A New Approach l , INTERNATIONAL JOURNAL OF BUSINESS, 18(1), 2013 ISSN: 1083-4346 China

هدفت هذه الدراسة إلى تقديم نموذج جديد للسندات القابلة للتحويل في تمويل الشركات باستخدام شبكة CBs خصوصاً وأنها الدراسة الأولى من نوعها في هذا المجال لتحليل شبكة CBs من وجهة نظر كل من الشركات مصدرة السندات والمستثمر بالسندات . يوضّح هذا النموذج أن مدراء الشركات، بغض النظر عن نوعيتها، قد يختاروا السندات القابلة للتحويل كمصدر تمويلي عند مواجهتهم صعوبات في الحصول على المصدر الأمثل للتمويل . وقد يكون إصدار السندات القابلة للتحويل مثالياً بالنسبة للشركات التي لا تملك سجلاً من الأداء التاريخي القوي. توصلت الدراسة إلى :

- يرغب مدراء الشركات باستخدام السندات القابلة للتحويل خصوصاً في ظل ظروف خاصة تمنعها من إصدار الأنواع الأخرى من الأوراق المالية.
- السندات القابلة للتحويل مرغوبة من شريحة كبيرة من المستثمرين خصوصا في حالة عدم التأكد.
- توفر السندات القابلة للتحول مزايا عديدة للمستثمر فيما يتعلق بالمخاطر والعائد.
- تساعد السندات القابلة للتحول في تنشيط سوق السندات.

أوصت الدراسة بتشجيع هذا النوع من السندات نظراً للفوائد التي تقدمها للشركة من حيث توفير مصدر تمويلي مناسب في ظل ظروف محددة ،وللمستثمر بتوفير مناخ آمن للاستثمار وتساهم في تنشيط سوق السندات

3. دراسة (Han &Cai، 2012): بعنوان: المنهج المؤسساتي في سوق سندات الشركات ."إتباع المستثمر المؤسساتي لسلوك القطيع في سوق سندات الشركات"

Institutional Herding in the Corporate Bond Market, Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers Number 1071 December 2012

هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على أهمية سندات الشركات التي يتم تداولها في سوق السندات في أمريكا والاهتمام الذي حظيت به من قبل المهتمين ومدراء الشركات. كما هدفت إلى التعرف على الدوافع الحقيقية للمستثمرين المؤسساتين لميلهم للاستثمار في شراء سندات الشركات خصوصاً وإنها تلاقي إقبالاً يفوق الاستثمار في سوق الأسهم .وتوصلت الدراسة إلى :

- يندفع المستثمرون وراء الاستثمار في السندات نحو الأغلبية فعندما يزداد الإقبال على شراء السندات يتجه المستثمر إلى الشراء حيث يميل معظم الأفراد إلى التحرك بنفس الاتجاه بهدف تخفيض المخاطرة.
- يؤثر سلوك التقليد الأعمى بين المستثمرين والتحرك في اتجاه واحد على أسعار السندات بشكل كبير.
- الاستثمار في سوق السندات يفوق الاستثمار في سوق الأسهم على الرغم من انه يعاني من انخفاض السيولة وعدم الشفافية في المعلومات .
- يعد سوق سندات الشركات الأمريكية مختبراً فريداً من نوعه للتعرف على سلوك المستثمر عند تداول السندات.

أوصت الدراسة بضرورة نشر الوعي لكيفية الاستثمار في السندات مع ضرورة توفر البيانات والمعلومات اللازمة لاختيار الاستثمار الأمثل في السندات خصوصا فيما يتعلق بالتصنيف الائتماني للسندات مع تعديل استراتيجيات التداول للحفاظ على مستوى سيولة مرتفع.

تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بأنها تبحث في المعوقات التي تحد من إصدار السندات في الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية على الرغم من مزاياها العديدة .

مشكلة البحث:

من خلال الدراسة الاستطلاعية التي قامت بها الباحثة في سوق دمشق للأوراق المالية والشركات المساهمة المدرجة فيه، وهيئة الأوراق والأسواق المالية، تبين أن سندات الشركات كمصدر تمويلي طويل الأجل لم يتم إصدارها ولم يتم التعامل بها حتى الآن في السوق السورية ، رغم وجود مراسيم تشريعية موضحة وناظمة في هذا المجال.

وإن الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق لم تطلق السندات كأوراق مالية تسهم في تمويل استثماراتها حتى وقتنا الحالي على الرغم أنها مصدر رخيص للتمويل.

انطلاقاً من هذا فقد تركزت مشكلة البحث على معالجة ذلك من خلال الإجابة على التساؤلات الآتية:

- لماذا تمتنع الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق عن إصدار السندات كمصدر تمويلي طويل المدى ؟
- هل هناك إدراك من قبل إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق لمزايا إصدار السندات؟
- هل هناك إدراك من قبل إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق لمعوقات إصدار السندات ؟
- هل هناك إدراك من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية لمزايا إصدار السندات ؟
- هل هناك إدراك من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية لمعوقات إصدار السندات ؟
- هل يختلف إدراك الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق لمزايا إصدار السندات عن إدراك هيئة الأوراق والأسواق المالية ؟
- هل يختلف إدراك الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق لمعوقات إصدار السندات عن إدراك هيئة الأوراق والأسواق المالية ؟

أهمية البحث وأهدافه:

الأهمية النظرية :تُعد هذه الدراسة من الدراسات الضرورية والملحة في وقتنا الحالي،خصوصاً في ظل غياب الأبحاث السابقة في هذا المجال في سورية . ومن المتوقع أن تقدم معلومات توضح رؤية إدارة الشركات لأهمية السندات، ودورها في رفع معدل العائد على الأموال المستثمرة، وتساهم في تعزيز قوتها في السوق، مما يؤدي أيضا إلى تنشيط سوق دمشق للأوراق المالية من خلال زيادة تداولاتها.

الأهمية العملية :تكمن أهمية الدراسة بأن إطلاق سندات الشركات المساهمة وطرحها في الأسواق المالية، يعد واحداً من أهم الخيارات المطروحة للمحافظة على استمراريتها وأداء دورها في ظل متغيرات البيئة المتسارعة المحيطة بها.وتلقي هذه الدراسة الضوء على أهم معوقات إصدار سندات الشركات مع توضيح مزايا إطلاقها، لذلك قد تفيد هذه الدراسة في تشجيع الشركات على اعتماد السندات كمصدر تمويلي .

وتتمثل أهداف الدراسة بـ:

1 .التعرف على الاختلاف بين إدراك الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق لمزايا إصدار السندات وإدراك هيئة الأوراق والأسواق المالية .

2- .التعرف على الاختلاف بين إدراك الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق لمعوقات إصدار السندات وإدراك هيئة الأوراق والأسواق المالية

3. التعرف على مزايا ومعوقات استخدام الشركات المساهمة للسندات كأوراق مالية طويلة المدى كمصدر تمويلي منخفض التكلفة.

4- التعرف على وجهة نظر إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق حول عدم إصدارها للسندات وطرحها للتداول في السوق المالي حتى الآن .

فرضيات البحث:

يتمحور البحث حول الفرضيات التالية:

1. لا يوجد إدراك من قبل إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق لمزايا إصدار السندات.
2. لا يوجد إدراك لمعوقات إصدار السندات من قبل إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق.
3. لا يوجد إدراك لمزايا إصدار السندات من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية .
4. لا يوجد إدراك لمعوقات إصدار السندات من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية.
5. لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين إدراك الشركات المساهمة في سوق دمشق وهيئة الأوراق والأسواق المالية لمزايا إصدار السندات
6. لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين إدراك الشركات المساهمة في سوق دمشق وهيئة الأوراق والأسواق المالية لمعوقات إصدار السندات

منهجية البحث:

بغية تحقيق أهداف البحث فقد قسم البحث إلى جانبين هما :

الجانب النظري: فقد تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتكوين الإطار النظري للبحث من خلال الدراسات السابقة والأبحاث المتعلقة بأدبيات البحث.

الجانب العملي: تم الاعتماد على أسلوب الاستقصاء حيث تم تصميم استبانة تتضمن مجموعة من الأسئلة المتعلقة بفرضيات البحث .

أدوات جمع البيانات:

البيانات الأولية: تم جمعها من خلال الاستبانة(Questionnaire) التي تم إعدادها لهذا الغرض فقد تم تصميم استبانة تضمنت مجموعة من الأسئلة المتعلقة بموضوع البحث، وتم تفريغ البيانات وتحليل النتائج باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS20 (Statistical Package for Social Science).

مجتمع و عينة البحث:

تكون مجتمع البحث من إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية الأسواق وعددها 22شركة (بعد استبعاد البنوك الإسلامية نظراً لخصوصيتها غير الربوية) مع إضافة هيئة الأوراق والأسواق المالية. وقد تم اعتماد عينة عنقودية حسب قطاع الشركة لتمثيل كل مفردات المجتمع في العينة بلغت 11 شركة. حيث شملت العينة المدراء العامين ومدراء الفروع وأعضاء في اللجان ورؤساء أقسام في الشركات المساهمة محل الدراسة، ومن مديري المديريات في هيئة الأوراق والأسواق المالية.

الإطار النظري:

تُعد سندات الشركات **corporate bonds** من الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها الشركات لتمويل استثماراتها، وتختلف عن سندات الخزينة بأنها لا تتوفر فيها درجة الأمان العالية مثل السندات الحكومية، والمخاطر المرافقة للسند تتمثل بوقوع المنشاة بالعجز المالي مما يمنعها من سداد التزاماتها، بالإضافة إلى مخاطر التضخم.

يُعرف السند بأنه أداة دين تلجأ إليها الحكومات والشركات لتمويل مشاريعها، حيث توفر عائداً جيداً للمستثمر مقابل مخاطر منخفضة. [1]

كما عرّفت السندات التي تصدرها منشآت الأعمال التي تُعد بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة والمستثمر، وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول (المنشأة)، والتي تتعهد بدورها برد المبالغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة. [2]

وعرّف أيضاً: السند هو مستند مديونية طويلة الأجل تصدره المنشآت، ويعطى لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق مع معدل فائدة دورية. [3]

وتعرّف الباحثة السند بأنه ورقة مالية طويلة المدى، يصدر بأنواع عديدة من قبل الشركات، وبمعدل فائدة محددة مسبقا وله قيمة سوقية، ويتم تداوله في السوق المالي، وله تاريخ استحقاق و حامل السند هو دائن يحق له الحصول على الفائدة واسترجاع قيمة السند في ميعاد الاستحقاق، وله الأولوية بالحصول على حقه عند التصفية.

يوجد نوعين من السندات التي تصدرها الشركات من حيث الشكل، أحدهما السند لحامله Bearer لايحمل اسماً محدداً، وإنما حامل السند يحصل على الفائدة الدورية عند تسلميه إلى بنك الاستثمار الذي تتعامل معه الشركة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند.[4]

والنوع الأخر سندات اسمية أو مسجلة Nominal or registered يكون اسم المستثمر واضحاً على السند الأصلي، ويحصل على الفائدة بالوقت المحدد، والتي تكون على شكل كوبونات مع السند الأصلي، وتنزع منه بمجرد استحقاقها للحصول على قيمتها من الجهة المختصة.[5]

وتختلف أنواع السندات بحسب زمن استحقاقها، فمنها السندات ذات الأجل الطويل، والتي يتم تداولها في السوق المالي (وهي مجال بحثنا) وأدوات دين ذات الأجل القصير. [6]

وللسندات أنواع حسب طبيعتها، منها السندات العادية غير المضمونة التي يحق لحاملها الحصول على الفائدة فقط واسترداد قيمتها في وقت الاستحقاق دون مزايا إضافية. [7] والسندات المضمونة بأحد أصول الشركة، والسندات المخصومة، وهي التي تباع بأقل من قيمتها الاسمية، وتسترد بتاريخ الاستحقاق بقيمتها الاسمية، والفرق بين السعرين يُعد بمثابة عائد لحامل السند، ويطلق عليها (السندات الصفرية والتي أثبتت نجاحها في مصر مؤخراً). [8]

والسندات ذات الفائدة المتحركة حسب معدلات الفائدة في السوق والسندات القابلة للاستهلاك أو الاستدعاء التي يتم استهلاكها قبل موعد استحقاقها لأسباب عديدة، أهمها انخفاض سعر الفائدة في السوق. [9] والسندات القابلة للتحويل إلى أوراق مالية، وهي التي يحق لحاملها تحويلها إلى أسهم عادية في وقت الرواج والانتعاش الاقتصادي والبقاء على السندات في وقت الكساد. [10]

كما يمكننا التمييز بين نوعين من السندات بحسب جهة الإصدار، سندات تصدرها المنشآت والسندات الحكومية. [11] غالباً يرغب المدخر في السندات لرغبته بالحصول على عائد ثابت في ظل المتغيرات الاقتصادية

المتسارعة، ولكنه يخشى عدم حصوله على حقه في حال تعثر الشركات، لذلك تم تصنيف الشركات ائتمانياً حسب ملاءتها المالية، ومطالبة الشركات بالإفصاح عن تصنيفها الائتماني لتقديم المعلومات اللازمة عند اختيار السندات الأقل مخاطرة التي تعود للشركات ذات الملاءة المالية العالية والقادرة على تسديد التزاماتها بتاريخ الاستحقاق. [12]

وغالباً الشركات القوية تُصدر سندات بفائدة أقل عن الشركات الأقل قوة مالياً نظراً لانخفاض المخاطرة في الشركات المليئة مالياً، وتصنف السندات حسب جودتها إلى سندات عالية الجودة تحمل الرمز AAA ، وسندات مقبولة الجودة تحمل الرمز BBB ، وسندات ذات جودة منخفضة تحمل الرمز CCC أو ما يطلق عليها السندات الرديئة "Junk bonds" . [13]

مزايا التمويل بالسندات:

تقدم سندات الشركات مزايا عديدة إذا اعتمدت كمصدر تمويلي فهي تسهم بـ:

1 . الاستفادة من أموال الغير أو ما يسمى بالمتاجرة على الملكية وهي عبارة عن استخدام أموال الغير بهدف زيادة معدل العائد على رأس المال الخاص، وبالتالي زيادة الأرباح، وانعكاس ذلك على عائد السهم في السوق المالي.[14]

2 . مصدر تمويلي منخفض التكلفة مقارنةً مع مصادر التمويل الأخرى خصوصاً لأن الفائدة التي تدفع إلى صاحب السند معفاة من الضريبة.

3 . الوفر الضريبي الناتج عن زيادة الديون إلى هيكل رأسمال المنشأة.[15]

4 . الحرية في اتخاذ القرارات لأن حامل السند لا يحق له قانوناً التدخل بإدارة المنشأة ومراقبة أعمالها. [16]

5 . لا يحق لصاحب السند المشاركة بأرباح الشركة .

6–تعد الفائدة على السندات تكلفة تخفض من الأرباح الخاضعة للضريبة مما يخفض مطرح الضريبة .

عيوب التمويل بالسندات:

لا ترغب الشركات المساهمة بإصدار السندات واعتمادها كمصدر تمويلي لأسباب عديدة أهمها:

1 . زيادة أعباء والتزامات المنشأة مما قد يوقعها في الخطر المالي الناتج عن عدم قدرة المنشأة على تسديد التزاماتها.[16]

2 . انخفاض القيمة السوقية للأسهم في حال الاعتماد المتزايد على السندات، إذ أنها تعرض المنشأة لعدم القدرة على التسديد ، وبالتالي ضعف الثقة في المنشأة من قبل المستثمر.[17]

3 . حدوث خلل في تركيب رأس مال الشركة في حال تجاوزت السندات نسبة المديونية المعيارية.[18]

4 . التضخم النقدي وارتفاع سعر الفائدة بسبب ندرة رؤوس الأموال مما يرهق الشركة بالتزامات إضافية في حال كانت الفائدة متغيرة. [19]

واقع سندات الشركات المساهمة في السوق السورية:

يتوفر في سورية بيئة تشريعية تنظيمية متكاملة لإصدار السندات منذ صدور المرسوم التشريعي رقم 55 بتاريخ 2006/10/1 الذي أكد في مادته (3) بالسماح لتداول الأوراق المالية (أسهم ، سندات) التي تصدرها الشركات.[20]

كما تضمنت المادة رقم (4) من نظام إصدار وطرح الأوراق المالية الصادر عن رئاسة مجلس الوزراء، بالقرار رقم 3945 لعام 2006، توضيح للبيئة القانونية والتشريعية والتنظيمية لكيفية إصدار السندات من قبل الشركات،

والمراحل التي ستنجزها في حال أصدرت السندات، كما ركز النظام على جودة تقديم تصنيف ائتماني من الجهة المختصة بالتقييم للملاءة الائتمانية للشركة للتأكد من مقدرتها على الوفاء بالتزاماتها. [20]

كما حدد في المادة رقم (5) من المرسوم التشريعي رقم 81 لعام 2010 القاضي بتأسيس الشركة السورية للاستثمار التي يحق لها إصدار السندات والمساهمة في تأسيس صناديق الاستثمار التي يدخل ضمنها السندات.[21] [22]

وصدر القرار عن رئاسة مجلس الوزراء رقم 505 لعام 2010 الذي ينظم عملية إدراج السندات في السوق، حيث جاء بالمادة رقم 32 منه شروط قبول إدراج سندات الشركات في السوق المالي، من أهمها أن تكون الشركة مساهمة وموجودة في السوق وتحقق أرباح لعدة سنوات متتالية. [21] [23]

والمادة رقم (2) من قانون إحداث الشركات الصادر بالمرسوم رقم (29) لعام 2011 والتي نصت على السماح للشركات بإصدار السندات القابلة للتداول في سوق دمشق. [24] [25]

كما صدر القرار عن مجلس الوزراء برقم 11679 بتاريخ 2011/8/18 المتعلق بكيفية إصدار نظام صناديق الاستثمار، ويتضمن دخول السندات في الصندوق كأداة مالية .... [26] فصندوق الاستثمار هو بمثابة وعاء استثماري يسمح لصغار المدخرين توظيف أموالهم ضمن محفظة استثمارية بمخاطرة منخفضة.[26]

تبدي الجهات المختصة اهتماماً كبيراً لقضايا الشركات المساهمة كونها تمثل الأداة التي تنشط حركة التداول في سوق دمشق. [27] علماً أن الشركات التي تعمل تحت إشراف الهيئة هي 53 شركة، ويتم حالياً تسوية وضع حوالي 30 شركة مساهمة لإدراجها في السوق مع الشركات المدرجة فعلياً. [20]

إن الدور الحيوي الذي تؤديه الشركات يحتم علينا الوقوف على الأسباب الحقيقية لإحجام الشركات عن إصدار السندات، لذلك لابد من التأكيد أن إصدار السندات في سوق دمشق ضرورة ملحة، انطلاقاً من تأكيد هيئة الأوراق والأسواق المالية على توفر المناخ الملائم لإطلاق السندات من قبل الشركات المؤهلة للإدراج في سوق دمشق. [20] [28] خصوصاً بعد انخفاض قيمة التداولات بالأسهم العادية فقد بلغت التداولات بالأسهم في سوق دمشق عام 2015 حوالي 380 مليون ل.س في 83 جلسة، أو ما يعادل 4.9 مليون ل.س في الجلسة الواحدة ، بينما كانت قيمة التداولات في آذار 2011 حوالي 861 مليون ل.س بمعدل وسطي قدره 45 مليون في الجلسة الواحدة . [20] [29]

الدّراسة الميدانيّة:

تمّ تصميم استبانة لتكون ممثّلة لأداة البحث، تضمنت محورين، شمل المحور الأول مزايا إصدار السندات، والمحور الثاني معوقات إصدار السندات، تم تصميم الاستبيان باستخدام مقياس ليكرت الخماسي لتحديد درجة موافقة المجيبين، وكانت هذه الدرجات على النحو التالي: غير موافق أبداً، غير موافق، محايد، موافق ، موافق جداً.

تم توزيع (94) استبانة بواسطة الفاكس أو باستخدام البريد الالكتروني أو بالتواصل شخصياً ، استرد منها (70) استبانة، وفرغ (53) كونها صالحة للتحليل. واستخدمت الأساليب الإحصائيّة الوصفية التي اشتملت على النسب المئوية والتكرارات والمتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية لفقرات الاستبانة المختلفة، وتم استخدام اختبار t للعينة الواحدة، واختبار t للعينيتن المستقلتين، واختبار انوفا تحليل التباين.

جدول رقم (1): يوضح توزيع الاستبيانات الموزعة والمستردة

نوع القطاع		الشركة	عدد الاستبيانات الموزعة	عدد الاستبيانات المقبولة	نسبة الاستبيانات المستردة
مصارف	.1	هيئة الأوراق والأسواق المالية	14	9	%64.29
	.2	البنك العربي- سورية	8	6	%75.00
	.3	المصرف الدولي للتجارة والتمويل	8	4	%50.00
	.4	بنك بيمو السعودي الفرنسي	8	5	%62.50
	.5	بنك سورية والخليج	8	4	%50.00
تأمين	.6	الشركة الوطنية للتأمين	8	5	%62.50
	.7	الشركة المتحدة للتأمين	8	5	%62.50
	.8	الشركة السورية الكويتية للتأمين	8	5	%62.50
زراعة	.9	الشركة الهندسية للاستثمارات الزراعية – نماء	8	3	%37.50
صناعة	.10	الشركة الأهلية للزيوت	8	4	%50.00
خدمات	.11	الشركة المتحدة للنشر والإعلان	8	4	%50.00
		المجموع	94	53	%65.96

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على الدراسة الميدانية

ثبات الأداة:

يشير معامل الثبات إلى قوة الارتباط بين الفقرات في الاستبانة، ويتم حساب معامل ثبات (ألفا كرونباخ) باستخدام برنامج SPSS، والذي من خلاله يحسب معامل التمييز لكل سؤال حيث تم حذف السؤال الذي معامل تمييزه ضعيف أو سالب.

الجدول رقم (2): معاملات Reliability Statistics (ألفا كرونباخ)

	N of Items	Cronbach's Alpha
مزايا السندات	12	.681
معوقات	10	.805

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الإحصائية باستخدام برنامج SPSS

يلاحظ من الجدول السابق أن قيمة معامل الثبات للمزايا يساوي (0. 681) وهو معامل ثبات مقبول لأنّ قيمته أعلى من القيمة المقبولة إحصائياً (0.60). أما محور المعوقات فبلغت قيمة معامل الثبات (0.805)، وهذا يشير إلى أنّ البنود التي تقيس مدى معرفة موظفي الشّركات المساهمة السّوريّة بمزايا السندات ومعوقاتها تتمتع بدرجة اتساق داخلي ومعاملات ثبات مقبولة لأغراض البحث العلمي.

جدول رقم (3) : الاستبيانات المستردة

الشركات المساهمة	التكرار	النسبة المئوية
هيئة الأوراق والأسواق المالية	9	17.0
شركات تامين	15	28.3
مصارف	18	34.0
شركات زراعية	3	5.7

شركات صناعية	4	7.5
شركات خدمية	4	7.5
الاجمالي	53	100.0

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الإحصائية باستخدام برنامج SPSS

كانت أعلى نسب للمصارف بنسبة بلغت 34.0%، وأدنى نسبة كانت للشركات الزراعية5.7%.

الجدول رقم (4): نتائج الإحصاءات الوصفيّة المتعلقة لمحور إدراك الشركات لمزايا إصدار السندات

	البند	المتوسط	الانحراف المعياري	T	Sig.	الأهمية النسبية
.1	توفر السندات للمنشأة الحرية في اتخاذ قراراتها	4.36	1.039	9.514	.000	87.2
.2	يضمن وجود السندات مزيج تمويلي منخفض التكلفة	4.02	1.421	5.220	.000	80.4
.3	يمكن تحويل السندات إلى أسهم أو أوراق مالية أخرى	3.75	1.343	4.091	.000	75
.4	تحقق السندات الوفر الضريبي نتيجة انخفاض الضريبة	3.74	.836	6.412	.000	74.8
.5	تساهم السندات في زيادة ثروة المساهمين عن طريق المتاجرة بالملكية	3.53	1.049	3.667	.001	70.6
.6	تُعد فائدة السندات تكلفة تخفض من الأرباح الخاضعة للضريبة	3.25	.757	2.358	.022	57.4
.7	تزيد السندات من الأرباح بسبب انخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة للاموال	2.86	1.075	-1.895	.037	57.4
.8	تعد السندات مصدر تمويلي مناسب في حال غياب البدائل الاخرى	2.11	.800	-8.065	.000	42.2
.9	يُعد إصدار السندات مصدراً تمويلاً منخفض التكلفة	2.11	1.103	-5.850	.000	42.2
.10	يساعد الاعتماد على السندات على تنفيذ استثمارات بعائد وبدرجة مخاطر مقبولة	1.98	.951	-7.804	.000	39.6
.11	يساعد الاعتماد على السندات على رفع العائد على حق الملكية من خلال الرافعة المالية	1.91	.861	-9.256	.000	38.2
.12	يُمكن الاعتماد على السندات من تحقيق فرص النمو والتوسع للمنشأة وزيادة قدرتها على المنافسة	1.51	.541	-20.041	.000	42.2

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الإحصائية باستخدام برنامج SPSS

يتضح من الجدول السابق أنّ متوسط إدراك إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق والأسواق المالية بمزايا إصدار السندات تراوحت بين 4.36 لبند توفر السندات للمنشأة الحرية في اتخاذ قراراتها بأهمية نسبية بلغت 87.2% ، وأقل متوسط بلغ 1.51 للبند **يؤدي الاعتماد على السندات** لزيادة فرص النمو والتوسع للمنشأة، وزيادة قدرتها على المنافسة بأهمية نسبية بلغت 42.2% ، وهذا يعكس قصوراً في وعي أصحاب القرار حول مزايا إصدار السندات بالنسبة للشركات وضعف في معلوماتهم عنها. وكانت قيمة Sig 0.000 أي أصغر من 0.05 لجميع البنود أي أن البنود معنوية .

الفرضية الأولى: لا يوجد إدراك من قبل إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق لمزايا إصدار السندات.

الجدول رقم (5): نتائج الإحصاءات الوصفيّة المتعلقة بدرجة إدراك الشركات لمزايا إصدار السندات

العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	t	Sig.	الأهمية النسبية
44	2.7907	0.4720	-1.399	0.064	55.81

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الإحصائية باستخدام برنامج SPSS

بلغ متوسط إجابات الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق والأسواق المالية عن بنود مزايا إصدار السندات 2.7907 ، وأهمية نسبية بلغت 55.81، وقيمة t بلغت 5.399- وهي سلبية أي أن المتوسط أقل من المتوسط المحسوب 3، وكانت قيمة Sig 0.064 أي أكبر من مستوى الدلالة 0.05 ، **أي نقبل الفرضية الابتدائية التي تقول لا يوجد إدراك من قبل إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق لمزايا إصدار السندات** ، ومتوسط المحور يدل على انخفاض درجة إدراك إدارات الشركات لمزايا إصدار السندات.

الفرضية الثانية: لا يوجد إدراك من قبل إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية لمزايا إصدار السندات.

الجدول رقم (6): نتائج الإحصاءات الوصفيّة المتعلقة بدرجة إدراك هيئة الأوراق والأسواق المالية لمزايا إصدار السندات

العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	t	Sig.	الأهمية النسبية
9	3.5667	.21596	8.462	0.000	71.334

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الإحصائية باستخدام برنامج SPSS

بلغ متوسط إجابات إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية عن بنود مزايا إصدار السندات في 3.5667 ، وأهمية نسبية بلغت 71.334، وقيمة t بلغت 8.462 وهي إيجابية أي أن المتوسط أعلى من المتوسط المحسوب 3، وكانت قيمة Sig 0.000 أي أصغر من مستوى الدلالة 0.05 ، **أي نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول لايوجد إدراك من قبل إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية لمزايا إصدار السندات** ، وارتفاع متوسط المحور يدل على ارتفاع درجة إدراك إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية لمزايا إصدار السندات.

الجدول رقم (7): نتائج الإحصاءات الوصفيّة المتعلقة بدرجة ادراك الشركات لمعوقات إصدار السندات

البند	المتوسط	الانحراف المعياري	T	Sig.	الأهمية النسبية
إلى أي درجة توافق على البنود الآتية من معوقات إصدار السندات:					
1. تعرض المنشاة إلى الخطر المالي بسبب زيادة التزامات المنشأة تجاه الغير	4.40	.927	10.966	.000	88
2. انخفاض القيمة السوقية للسهم في حال وقوع المنشأة بعجز مالي ناتج عن عدم القدرة على التسديد	4.17	1.172	7.264	.000	83.4
3. عدم الاستقرار الاقتصادي والأمني	4.15	.864	9.701	.000	83
4. الرهن والضمان يرهق المنشأة ويزيد التزاماتها	4.11	.954	8.496	.000	82.2
5. وضع سوق دمشق للاوراق المالية كسوق ناشئة تتصف بانخفاض العمق والاتساع	3.92	1.357	4.961	.000	78.4
6. يوجد تقصير في البيئة التنظيمية والقانونية والتشريعية المناسبة لبدء التعامل بالسندات	3.91	.883	7.468	.000	78.2
7. معدلات التضخم العالية التي تتصاعد بسرعة	3.8889	.61053	14.418	.000	77.778
8. الإجراءات المعقدة للموافقة على إصدار السندات	3.66	1.091	4.407	.000	73.2
9. ارتفاع نسب المديونية ينجم عنها خلل في الهيكل الامثل لرسمأل المنشأة	3.40	1.098	2.627	.011	68
10. انخفاض معدلات الفائدة في السوق بعد عملية إصدار السندات	3.28	1.246	2.653	.010	65.6

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الإحصائية باستخدام برنامج SPSS

يتضح من الجدول السابق أنّ متوسط إدراك إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق والأسواق المالية لمعوقات إصدار السندات تراوحت بين أعلى متوسط بلغ 4.40 للبند تعرض المنشأة إلى الخطر المالي بسبب زيادة التزامات المنشأة تجاه الغير بأهمية نسبية بلغت 88% وهذا يعود لتخوف الشركات من تعرضها لأزمات مالية تؤثر على السمعة المالية لها. وأدنى متوسط 3.28 لبند انخفاض معدل الفائدة بعد إصدار السندات بأهمية نسبية بلغت 65.6% وهذا يعكس عدم وضوح الرؤية عند أصحاب القرار حول معوقات إصدار السندات. كما أن هناك معوقات تشريعية وتنظيمية من وجهة نظر الشركات لإصدار السندات بمتوسط 3.91 وأهمية نسبية 78.2%. كما تعكس النتائج تخوف أصحاب القرار في الشركات من معوقات إصدار السندات واقتناعهم بعدم توفر المناخ اللازم لنجاح إطلاق السندات والاستفادة من مزاياها. وكانت قيمة Sig 0.000 أي أصغر من 0.05 لجميع البنود ما يدل على معنوية البنود.

الفرضية الثالثة: لا يوجد إدراك لمعوقات إصدار السندات من قبل إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق.

الجدول رقم (8): نتائج الإحصاءات الوصفيّة المتعلقة بدرجة إدراك إدارات الشركات لمعوقات إصدار السندات

العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	t	Sig.	الأهمية النسبية
44	4.3222	.21596	10.654	0.000	86.444

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الإحصائية باستخدام برنامج SPSS

بلغ متوسط إجابات الشركات عن بنود معوقات إصدار السندات في سوق دمشق للأوراق والأسواق المالية 4.3222، وأهمية نسبية بلغت 86.444، وقيمة t بلغت 10.654 وهي إيجابية أي أن المتوسط أعلى من المتوسط المحسوب 3، وكانت قيمة Sig 0.000 أي اصغر من مستوى الدلالة 0.05 ، **أي نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول لا يوجد إدراك من قبل إدارات الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق لمعوقات إصدار السندات** ، ومتوسط المحور يدل على ارتفاع إدراك إدارات الشركات لمعوقات إصدار السندات.

الفرضية الرابعة: لا يوجد إدراك من قبل إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية لمعوقات إصدار السندات

الجدول رقم (9): نتائج الإحصاءات الوصفيّة المتعلقة بدرجة إدراك إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية لمعوقات إصدار السندات

العدد	المتوسط	الانحراف المعياري	t	Sig.	الأهمية النسبية
9	3.3623	.42037	4.454	0.000	67.246

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الإحصائية باستخدام برنامج SPSS

بلغ متوسط إجابات إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية عن بنود مزايا إصدار السندات في 3.5667 ، وأهمية نسبية بلغت 67.246، وقيمة t بلغت 4.454 وهي ايجابية أي أن المتوسط أعلى من المتوسط المحسوب 3، وكانت قيمة Sig 0.000 أي أصغر من مستوى الدلالة 0.05 ، **اي نرفض الفرضية الابتدائية التي تقول لايوجد إدراك من قبل إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية لمعوقات إصدار السندات**، ومتوسط المحور يدل على ارتفاع درجة إدراك إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية لمعوقات إصدار السندات.

الفرضية الخامسة: لايوجد فروق ذات دلالة احصائية بين ادراك الشركات المساهمة في سوق دمشق وهيئة الأوراق والأسواق المالية لمزايا إصدار السندات.

جدول رقم (10): اختبار t للعينات المستقلة عن مزايا إصدار السندات

الشركة	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	t	Sig
هيئة الأوراق والأسواق المالية	9	3.5667	.24470	.1466212	4.602	.000
الشركات المساهمة في سوق دمشق	44	2.7907	.51703	.0711672		

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الإحصائية باستخدام برنامج SPSS

من الجدول السابق نلاحظ ارتفاع مزايا السندات من وجهة نظر إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية بمتوسط بلغ 3.5667، أما الشركات المساهمة فبلغ متوسط إجابتهم عن مزايا السندات 2.7907، وكانت قيمة Sig 0.000 أي اصغر من 0.01 أي هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات إدارة الهيئة عن متوسط إدارات الشركات المساهمة عن درجة إدراكهم لمزايا إصدار السندات. وبالتالي تعد إدارة الهيئة أكثر إدراكاً لمزايا إصدار السندات من الشركات المساهمة.

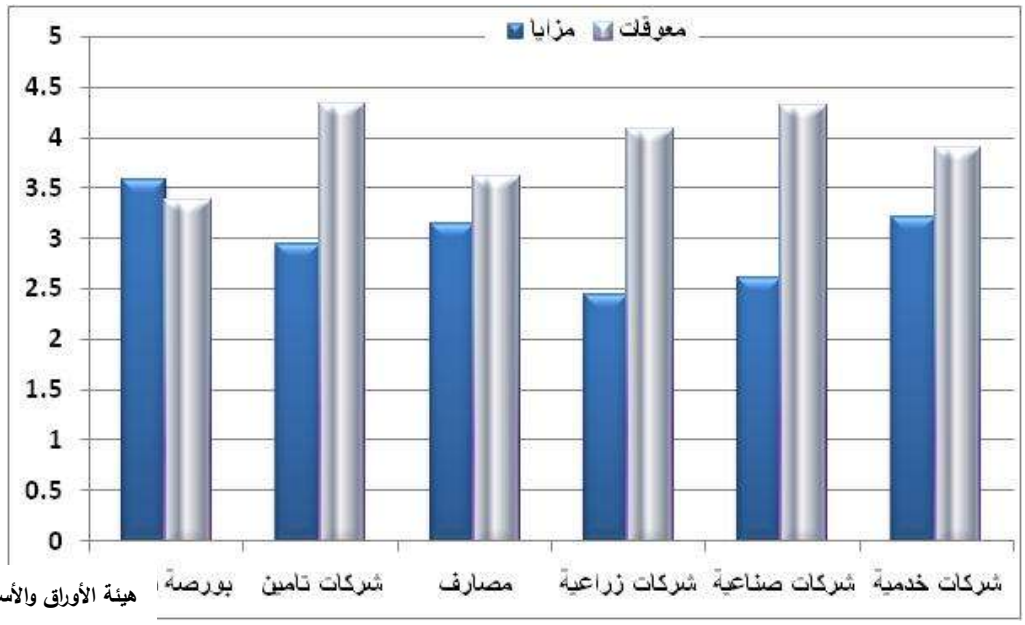
الفرضية السادسة: لايوجد فروق ذات دلالة احصائية بين ادراك الشركات المساهمة في سوق دمشق وهيئة الأوراق والأسواق المالية لمزايا إصدار السندات.

جدول رقم (11): اختبار t للعينات المستقلة عن معوقات إصدار السندات

الشركة	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	t	Sig
هيئة الأوراق والأسواق المالية	9	3.3623	.42037	.05384	3.341	.002
الشركات المساهمة في سوق دمشق	44	4.3222	.21596	.05575		

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الإحصائية باستخدام برنامج SPSS

أما معوقات إصدار السندات من وجهة نظر إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية بمتوسط بلغ 3.3623وكان الاقل، أما الشركات المساهمة فبلغ متوسط إجاباتهم عن معوقات إصدار السندات 4.3222، وكانت قيمة Sig 0.002 أي أصغر من 0.01 أي هناك فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسط إجابات إدارة الهيئة عن متوسط إدارات الشركات المساهمة عن إدراكهم لمعوقات إصدار السندات. وبالتالي تعد الشركات المساهمة أكثر إدراكاً لمعوقات إصدار السندات من إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية.



الشكل رقم (1): مقارنة بين مزايا ومعوقات إصدار السندات بحسب قطاع الشركة

المصدر : من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الاحصائية

من الشكل نلاحظ أن إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية كانت مدركة لمزايا إصدار السندات لكنها بنفس الوقت واعية لحجم المعوقات التي تمنع الشركات من إصدارها، أما باقي الشركات فكانت المعوقات بالنسبة لهم تعد أكبر من المزايا.

جدول رقم (12): تحليل التباين لتحليل الفروق بين اراء مدراء الشركات وهيئة الأوراق والأسواق المالية لمزايا إصدار السندات

		المتوسط	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة	F	Sig.
هيئة الأوراق والأسواق المالية	9	3.566	.22020	3.7500	4.7500	5.948	.000
شركات خدمية	4	3.2083	.47871	2.5000	2.9167		
مصارف	18	3.1500	.32489	2.0000	3.5000		
شركات تامين	15	2.9500	.53061	2.0833	3.7500		
شركات صناعية	4	2.6065	.44722	1.7500	3.1667		
شركات زراعية	3	2.4444	.83887	2.5000	3.0000		

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الإحصائية باستخدام برنامج SPSS

يشير الجدول أعلاه بوضوح إلى أن إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية هي الأكثر إدراكاً لمزايا إصدار السندات فقد حققت النسبة الأعلى 3.566، يليها قطاع الشركات الخدمية بمتوسط 3.2083، ثم يليها قطاع المصارف 3.1500 ثم قطاع التأمين 2.9500، فيما كانت الشركات الصناعية والزراعية الأقل إدراكاً لمزايا إصدار السندات.

وكانت قيمة Sig 0.000 أي اصغر من 0.01 أي هناك فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.01 بين متوسط إجابات المجيبين لمزايا إصدار السندات.

جدول رقم (13): تحليل التباين للفروق بين اراء مدراء الشركات والهيئة لمعوقات إصدار السندات

		المتوسط	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة	F	Sig.
شركات صناعية	4	4.3056	.21207	2.08	3.17	4.831	.001
شركات زراعية	3	4.0667	.14907	3.00	3.50		
شركات خدمية	4	3.8889	.37406	2.17	3.08		

شركات تامين	15	3.8741	.35353	2.17	3.25
هيئة الأوراق والأسواق المالية	9	3.5988	.41946	2.33	2.92
مصارف	18	3.5926	.61195	2.08	3.08

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الدراسة الإحصائية باستخدام برنامج SPSS

أما من ناحية المعوقات نلاحظ أن من حيث تقييم الاستبيان لمعوقات إصدار السندات في سوق دمشق أن الشركات الصناعية الاعلى 4.3056، يليها الشركات الزراعية بمتوسط 4.0667 ، والشركات الخدمية 3.8889، أما قطاع التأمين 3.8741 ، أما متوسط ادارة هيئة الأوراق والأسواق المالية كانت 3.5988 وكان المعوقات من وجهة نظر قطاع المصارف 3.5926 هي الأدنى. وكانت قيمة Sig 0.000 أي اصغر من 0.01 أي هناك فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.01 بين متوسط إجابات إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية ومتوسط إدارات الشركات المساهمة لمعوقات إصدار السندات.

الاستنتاجات والتوصيات:

أظهرت الدراسة الإحصائية النتائج التالية:

1. إن عدم تفعيل السندات يعود إلى عدم فهم مزاياها لدى أصحاب القرار في الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق.
2. إن الشركات المساهمة غير مدركة لأهم مزايا السندات وخصوصاً فيما يتعلق بأنها أداة معفاة من الضريبة مما يجعلها مصدر تمويلي رخيص التكلفة.
3. إن قرار إصدار السندات يعود بالدرجة الأولى إلى مجلس إدارة الشركة، ومع ذلك لوحظ إحجام وتخوف من إصدارها، وهذا يعكس بوضوح قصور وعي متخذي القرار في الشركات محل الدراسة حول أهمية ودور السندات في رفع فعالية الشركات وزيادة معدل العائد على حق الملكية.
4. إن هيئة الأوراق والأسواق المالية هي المسؤولة عن الجانب التشريعي والتنظيمي والرقابي لإصدار وإدراج وتداول السندات في سوق دمشق ولا يوجد أي عائق تنظيمي من قبل الهيئة أو من قبل السوق يمنع إصدار السندات
5. إن إدارة هيئة الأوراق والأسواق المالية مدركة لمزايا إصدار السندات ولكنها واعية لتخوف الشركات من عملية الإصدار إذ أنها لم تنظر إلى معوقات الإصدار بالأهمية ذاتها التي نظرت بها الشركات .
6. تنخفض مزايا إصدار السندات من وجهة نظر الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق ، كما ترى معوقات لابد من تذليلها قبل أن تصدر السندات.
7. اقتناع أصحاب القرار في الشركات المساهمة المدرجة بأن سوق دمشق هي سوق ناشئة تتصف بانخفاض عمق السوق واتساعه وضعف حجم التداول.
8. يخشى أصحاب القرار في الشركات من الوضع الاقتصادي القائم في سورية، ومن ارتفاع حدة التضخم والفائدة مما يمنع اتخاذ قرار الاستثمار في السندات .
9. تخشى إدارة الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق من تعرضها إلى الخطر المالي بسبب زيادة التزاماتها تجاه الغير في حال اعتمادها على السندات كمصدر تمويلي.

التوصيات:

- التوجه إلى إصدار السندات من قبل الشركات خصوصاً وأنها مصدر تمويلي منخفض التكلفة وأداة مالية معفاة من الضرائب.
- تقديم الدعم والإعفاءات اللازمة لتحفيز الشركات على التوجه إلى إصدار هذا النوع من الأوراق المالية.
- تشجيع إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، لتحفيز المستثمر والمدخر لتوظيف أمواله كونها مصدر تمويلي جديد لم يسبق له التعامل به خصوصاً وأن هذا النوع من السندات يُصدر بفائدة منخفضة.
- التشجيع على إصدار السندات الصفرية كونها تناسب شريحة واسعة من المستثمرين والمدخرين، كما تتناسب مع التضخم الكبير الذي نلمسه حالياً، ويعد مقبولاً في ظل الأوضاع الاقتصادية التي تعيشها سورية.
- تقديم التسهيلات اللازمة وتسهيل الإجراءات اللازمة لإطلاق السندات خصوصاً في ظل الأوضاع الاقتصادية الراهنة في سورية، وخصوصاً فيما يتعلق بارتفاع نسبة الضريبة والتضخم.
- ضرورة تعاون الشركات والجهات المعنية لإصدار السندات لما لها دور كبير بامتصاص الفائض الموجود من السيولة لدى المدخرين والمؤسسات المالية .
- تقديم الدعم الدائم من قبل الجهات المعنية (وزارة المالية، هيئة الأوراق و الأسواق المالية، المصرف المركزي، وزارة التجارة الداخلية..).

المراجع:

1) Smith, Lisa: Why Companies Issue Bonds | Investopedia http://www.investopedia.com/articles/investing/062813/why-companies-issue-bonds.

2) حنفي، عبد الغفار، 2012، دور سوق المال والمؤسسات المالية في تمويل المشروعات، منشورات الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

3) الهندي، منير، 2013، الإدارة المالية المعاصرة، منشورات المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر.

4) www.investopedia.com/articles/bonds/.../bearer-bond.as...

5) حنفي عبد الغفار، قريقاص، رسمية، 2002، البورصات والمؤسسات المالية ، جامعة الإسكندرية، كلية التجارية،

6) الهندي، منير ،2015،الأوراق المالية و أسواق المال،منشورات دار المعرفة ،مصر.

7) الحناوي ،محمد صالح، 2006 ، تحليل وتقييم الأسهم والسندات ،منشورات الدار الجامعية ، الإسكندرية ،

8)Citman Lawene -2009-"Principles of Managerial Finance-twelfth Ed-prentice-Hal NEWYORK-US

9) www.iinvest.gov.eg/iinvest/html/elearning/invest/invest_03.html

10) وليم، اندراوس، 2005، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، الاسكندرية،

11) https://www.sec.gov/investor/alerts/ib_corporatebonds.pdf

12) Thau Annette, 2010,The Bond Book, Third Edition: Everything Investors Need to Know About Treasuries, Municipals, GNMAs, Corporates, Zeros, Bond Funds, Money Market Funds, and More Hardcover – November 17.

13)التصنيف الائتماني (أنواعه ودرجاته) ، مجلة الاقتصادي–عدد134–2012

14) البورصة خطوة خطوة، 2011، منشورات البورصة المصرية،

15) موسوعة الاقتصاد والاستثمار http://www.abahe.co.uk/economics-and-investment-enc/75969-advantages-and-disadvantages-of-interest-free-bonds.html

16) EMERGING MARKETS COMMITTEE OF THEINTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS IN COLLABORATION WITH THE WORLD BANK GROUP, Development of Corporate Bond Markets in the Emerging Markets Final Report, NOVEMBER 2011.

17)Indonesia, Bond Market Guide, ASEAN+3 Bond Market Guide | Volume 1 | Part 2

18) http://financialplan.about.com/od/personalfinance/a/bond-basics.htm

19) الهواري،سيد، الإدارة المالية "الاستثمار والتمويل طويل الأجل" ، مكتبة عين شمس ،القاهرة.

20) http://scfms.sy/

21) parliament.gov.sy/laws/Decree/2010/M_81_2010.htm

22) www.arabianbusiness.com/arabic2010

23) http://parliament.gov.sy/laws/Decree/2010/M_81_2010.htm

24) www.syrianfinance.gov.sy-arabic

25) www.damascus bar.org، show thread.

26) صناديق الاستثمار، http://scfms.sy/law, view2011

27)www.syrianexpert.net-2015

28) hthttp://scfms.sy/laws/ar/2016

29) http://www.investopedia.com/terms/c/convertiblebond.asp