

آليات التمويل بالقرض السندي

د/ بن عبيد فريد أستاذ محاضر "أ"

د/ قسوري إنصاف أستاذة محاضرة "ب"

farid_benabid@yahoo.fr

Insaf_gue@yahoo.com

جامعة بسكرة- الجزائر -

RESUME	الملخص:
La crise financière qui secoue l'ordre financier et économique en Algérie à la quête de l'exécutif par Pouvoir législatif à trouver des solutions pour la promotion de l'économie nationale après les recettes combustibles en raison de l'instabilité des marchés mondiaux, nais. L'État Prêt de ses citoyens en titres prêt national de croissance économique qui définissait crédit Al-Sindi du placement de l'épargne des citoyens de financement des investissements publics, en vertu de la résolution du 28 mars 2016 fixée aux termes émanant du Trésor public et la jurisprudence des titres de prêt national, la croissance économique moyenne en vertu de la résolution No 03 May 2016, de lumière sur ce sujet de répondre à la problématique : dans quelle mesure nous permettra de prêt Al-Sindi objectifs dans le financement de l'investissement public ?.	أدت الأزمة المالية التي تعصف بالنظام المالي والاقتصادي في الجزائر إلى سعي الجهاز التنفيذي بواسطة الإدارة التشريعية إلى إيجاد الحلول لأجل النهوض بالاقتصاد الوطني بعد تراجع إيرادات المحروقات بسبب عدم استقرارها في البورصات العالمية ، ولجأت الدولة للاستدانة من مواطنيها من خلال "سندات القرض الوطني للنمو الاقتصادي" التي عرفت بالقرض السندي لاستثمار مداخلات المواطنين لتمويل الاستثمار العمومي ، وذلك بموجب القرار المؤرخ في 28 مارس 2016 المحدد لشروط وكيفيات التي تصدر الخزينة العمومية وفقها سندات القرض الوطني للنمو الاقتصادي المعدل بموجب القرار رقم 03 ماي 2016 ، لنحاول تسليط الضوء على هذا الموضوع بالاجابة على الاشكالية التالية : إلى اي مدى سيحقق القرض السندي الاهداف المقرره له في تمويل الاستثمار العمومي؟

مقدمة :

يُعد تمويل المشاريع العصب الرئوي لنجاح الأعمال الإستثمارية في ظل الصعوبات التي تواجهها الدولة الجزائرية في الفترة الأخيرة بسبب تراجع أسعار المحروقات وتدني مستوى نجاح المشاريع الصغيرة والمتوسطة في ظل فشل خطط التمويل البنكي عن طريق القروض لهذه المشاريع، وأمام ضعف نفقات الدولة والخزينة العمومية لجأت الدولة للاستدانة من مواطنيها عن طريق طرح سندات القرض العمومي أو القرض السندي كبديل عن الإقتراض البنكي لأنه يمنحها العديد من الميزات مقارنة بالديون البنكية، منها أن السندات تتضمن شروط تمويل أفضل من القروض البنكية خاصة أن المخاطر يتم إقتسامها في السوق المالي بين عدد كبير من المستثمرين كما أن إصدار السندات يمنح للمكتتب فرصة أن السندات يمكن تحويلها إلى أسهم عادية.

وإذا أشرنا إلى الشركات المساهمة لتغطية عجزها المالي بأنها تقوم بطرح السندات للحصول على اموال من الأفراد أصحاب الإكتتاب، فإن الأمر نفسه طبقته السياسة الجزائرية للخروج من الأزمة الاقتصادية وقصورها التمويلي الذي يعيق تطور الإستثمارات بدء من مرحلة الإنشاء الى التوسع وهذا نظرا لأن منح القروض البنكية يتطلب فضلا عن دراسة الجدوى توفر الضمانات الكافية لمنح القروض ومخاطر مالية أخرى، لذلك عملت على الاستدانة من المواطنين وطرح سندات القرض العمومي، ومنه نحاول الإجابة على السؤال:

ما مفهوم القرض السندي وآليات تداوله؟

أولا : مفهوم القرض السندي

تعتبر السندات إحدى أهم وسائل التمويل المالي المتاحة للشركات والحكومات، التي عن طريقها تستطيع هذه الجهات الحصول على رأس المال اللازم للنمو والتطوير والمنافسة فبالنسبة للحكومات فهي تلجأ إلى السندات لتغطية ما عليها من ديون قصيرة الأجل أو لتنفيذ ما لديها من مشاريع تنمية ولأن الحكومات لا تستطيع إصدار أسهم لرفع رأس مالها - كما تفعل الشركات - فإن خيار السندات دائما هو المفضل لدى الحكومات، علاوة على ذلك وبسبب قوة الحكومات ككيان سياسي واقتصادي يمكن الاعتماد عليه فإنها تستطيع عادة أن تصدر سندات بتكلفة أقل من

التكلفة التي تدفعها الشركات وطبيعي أنه كلما قل عامل المخاطرة في الاستثمار قل العائد الممكن من الاستثمار والسبب الآخر لقبول السندات الحكومية وقوة شعبيتها يعود لميزتها الضريبية في الدول التي تفرض ضرائب على دخل المواطن، حيث إنه في كثير من الأحيان لا يقوم المستثمر بدفع ضرائب على أرباحه المتحققة من الاستثمار في السندات الحكومية.

1- تعريف السندات:

السندات من الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة أو المؤسسات العامة ويعرف السند بأنه :

* "تعتبر القروض طويلة الأجل المصدر الرئيس لعمليات التمويل حيث أن المدين وهي الشركة مصدرة السندات طرف واحد بينما يتعدد الدائنين من أفراد ومؤسسات تمنح قروض للشركة في مقابل هذه السندات، ويقسم القرض على أجزاء أو حصص تسمى بالسند لحاملها حيث يمكن تداولها في السوق المالي وتقوم الشركة المصدرة لهذه السندات بطرحها للإكتتاب العام لصالح الجمهور أو تقوم بطرحها في الأسواق المالية"¹

* "قرض طويل الأجل تتعهد الشركات المقترضة بموجبه أن تسدد قيمته في تواريخ محددة، والدافع لإصدار السندات أن الشركة المساهمة قد تحتاج في أثناء مزاولة عملها وبعد أن تكون قد حصلت على رأس مالها إلى بعض الأموال ولا ترغب في عرض إكتتاب بأسهم جديدة على الجمهور لئلا تتضاءل أنصبة الشركاء فتعتمد إلى القروض عن طريق إصدار سندات متساوية القيمة والسندات كالأشهر من حيث الخصائص العامة فهي قابلة للتداول ولا تكون قابلة للتجزئة ويمكن أن تكون اسمية أو لحاملها"².

* "السند إلزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقترض (المصدر للسند) تقديم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند) والتي هي الفائدة، تدفع خلال عدد معين من السنوات وإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الإسمية، وعليه فإن الفائدة هي إلزام مالي إضافي يتحمله الأشخاص أي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) ووحدات الفائض (المقرض) فهي قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة تدعي سند"³.

* "وتعد السندات ذات العائد الثابت التي تدر عوائد ثابتة على مدى فترة زمنية محددة وبأقساط دورية ثابتة ويجعلها هذا بوجه عام استثمارا يسهل التنبؤ به وأكثر وضوحاً وأقل خطراً عن البدائل الاستثمارية الأخرى ويجعل خاصية إمكانية التنبؤ بالتدفقات النقدية للسندات ثقلاً جيداً لموازنة العناصر الأشد خطراً والأكثر تقلباً في محفظة الاستثمارات"⁴.

وعليه نقدم مفهوم مستخلص من التعاريف السابقة:

السندات عبارة عن صكوك متساوية القيمة تعتبر دين بذمة الشركة المصدرة له وتثبت حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركات وحققهم بالحصول على فائدة دونما إرتباط بنتائج أعمالها ربح أم خسارة في مواعيد إستحقاقها وتمتاز هذه الصكوك بقابلية التداول بالطرق التجارية.

2- تعريف القرض السندي:

لا بد من التمييز بين السندات في القطاع العام والخاص فقد يكون مصدر السندات شركات خاصة مثل شركات المساهمة والبنوك الخاصة وقد يكون جهات حكومية مثل الدولة والبلديات.

وعليه سندات الحكومة: هي الوثائق التي تخص دين عام طويل الأجل تصدر عادة على البنوك المركزية وبفترات متباعدة حسب الظروف الإقتصادية للبلد وحالة العجز بالميزانية وتلجأ الحكومات إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة للإيرادات العامة التقليدية (رسوم، ضرائب...) وتفضل السلطات المالية الإعتماد على القروض العامة بدلا من الإصدارات الجديدة لتمويل آخر لهذا العجز⁵.

وبالقانون الجزائري أطلق مصطلح السندات الحكومية طبقاً للقرار المؤرخ في 28 مارس 2016 سندات القرض بـ: "القرض الوطني للنمو الإقتصادي" الصادرة عن الخزينة العمومية حسب نص المادة 01 من القرار 2016/03/28 ، وهو ما تعارف عليه بالقرض السندي ولم يُعرف القرار السالف الذكر القرض السندي أو القرض الوطني للنمو الإقتصادي أو القرض العمومي .

- يعرف القرض السندي وفق المنظور الإقتصادي بأنه : "عبارة عن قرض ينشأ من إصدار السندات التي توزع بين العديد من المقرضين وهي قروض مخصصة للشركات الكبرى لأن الثقة في المصدر أمراً أساسياً"⁶.

نفهم منه: أنه سندات تصدر من جهات وشركات ومؤسسات ذات رأس مال ضخم للإكتتاب به من طرف الجمهور.

- القرض السندي: "يتمثل في إصدار شركة خاصة أو حكومية سندات للتداول بهدف الحصول على أموال لتمويل استثماراتها وتعد هذه السندات أداة دين على عاتق الشركة المصدرة له".⁷
- من التعريف: يظهر معنى الدين أي عبارة عن سندات لدين الذي يأخذ المال للتجارة والاستثمار ويرجع الدين مع هامش ربح وهي من الديون الطويلة.
- وعرف بأنه: "تحقيق القرض السندي هو إبرام عقد لدى عدة مقرضين مؤهلين لهم الحق في استرجاع ديونهم إضافة إلى الفوائد كما يملك حق المديونية على المؤسسة المصدرة ممثلة أوراق مالية تسميه السندات".⁸
- "يتمثل القرض السندي" أو "توريق القرض" في إصدار مؤسسة عمومية أو خاصة سندات بقيمة معينة عن طريق الإكتتاب العام للتداول من أجل الحصول على سيولة نقدية (أموال) لضمان تمويل متعدد المصادر لتوسيع رأسمالها أو لمواجهة صعوبات مالية لديها، ويُعتبر هذا "القرض السندي" دينٌ طويل الأجل على عاتق هذه المؤسسة".⁹
- "يمثل القرض السندي حق مديونية بالأجل الطويل يتم إصداره من طرف الدولة أو المؤسسات العامة أو الخاصة ويمنح لحامله الحق في الفوائد، والتي تعرف بالكوبون وكذا الحق في استرجاع رأس المال بعد مدة تتراوح بين 8 إلى 15 سنة في السوق المالية الأوروبية، وبين 20 إلى 40 سنة في السوق المالي للولايات الأمريكية".¹⁰

ومن خلال التعاريف نتبين أن القرض السندي الذي طرحته الدولة الجزائرية وفقا لقرار نص المادة الأولى بالجريدة الرسمية الصادرة 04 ماي 2016 العدد 27 وبحسب الصيغة والخصائص الواردة بطرح هذه السندات يمكن إعطاء تعريف خاص:

هي سندات تصدر عن مؤسسة عمومية حكومية كجهة مقرضة والمواطنين كمقرضين من جهة ثانية من أجل الحصول على أموال للخرينة العمومية في مقابل نسبة محددة قانونية لمدة خمس سنوات.

ثانيا: خصائص القرض السندي

يتميز القرض السندي بعدة خصائص منها¹¹:

- القيمة الإسمية: هي القيمة التي يصدر بها السند، وتبقى هذه القيمة ثابتة لا تتغير منذ تاريخ إصدار السند وحتى تاريخ سداده من قبل الجهة التي أصدرته لذلك تكون مسجلة على السند؛
- القيمة الجارية: تمثل قيمة السند في السوق وتعرف بالقيمة السوقية وهي بعكس القيمة الإسمية تكون معرضة للتقلبات باستمرار؛
- سعر الفائدة: وتحمل ميزتان:
 - . سعر الفائدة الإسمي: وهو الذي يصدر به السند ويمثل معدل الإيراد الذي يحصل عليه حامل السند من الجهة التي أصدرته ويكون مسجلا على السند وعادة ما يبقى ثابتا دون تغيير؛
 - . سعر الفائدة الجاري: يمثل سعر الفائدة الفعلي في الأسواق المالية وهو دائم التغير باستمرار تبعا للعوامل الكثيرة التي تؤثر عليه.
- تاريخ الإستحقاق: لكل سند تاريخ محدد للتسديد وتعاد القيمة الإسمية لحامل السند؛
- تكلفة الإصدار: القيمة المدفوعة من طرف المكتتب إلى الجهة المصدرة، وتحتوي سندات القرض على الجهة المصدرة والذي يعرف من الرقم التسلسلي للسند، قيمة القرض، عدد الأوراق المالية، مدة حياة القرض، تاريخ الإكتتاب وشروط الإهلاك.

ويتضمن تنظيم إصدار القرض العناصر التالية:

أشكال سندات القرض، الأطراف المشاركة في الإصدار، الشروط القانونية للإصدار، قيود إصدار سندات القرض.

1- أشكال سندات القرض:

يتخذ القرض السندي أشكالا معينة من السندات قد تكون لحاملها أو إسمية¹²:

أ.السندات لحاملها: يقصد به السند الذي لا يحمل إسم المستثمر، ويعد ورقة مالية يتم تداولها بيعا وشراء وتنازلا مثل بقية الأوراق المالية كما يعرف بإسم: "سندات الكوبونات" تكون الفائدة تدفع من خلال الكوبونات المرفقة، ويحصل المستثمر على الفائدة بمجرد نزح الكوبون المرفق بالسند ويتقدم به إلى البنك الذي يتوسط على الجهة المصدرة للسند ليدفع الفائدة نقدا.

ب. السندات الإسمية: وهو الذي يصدر بإسم صاحبه، وهو سند غير قابل للتداول مثل السندات لحاملها وإنما تتم عملية البيع والشراء وفق القواعد القانونية لنقل الملكية ويضم هذا النوع من السندات الحماية الكاملة للمستثمر من ناحية السرقة والتلف، والسندات الإسمية أو كما تعرف: "السندات المسجلة" يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلا من الدين الأصلي والفائدة لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل إسم صاحب السند وعن طريق البنك. كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلًا جزئيًا والمقصود به أن التسجيل يكون على أصل الدين فقط أما الفائدة فتأخذ كما هو الحال في السندات لحاملها شكل كوبونات ترفق بالسند و تنزع منه بمجرد إستحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.

وتطرح السندات للإكتتاب من طرف الشركات المساهمة وتعتبر بالنسبة لها من أهم طرق التمويل بالإقراض إذا ما قورنت بالقروض المباشرة، التي تحصل عليها من البنوك والجهات التمويلية الأخرى كما تلزم هذه الجهات الشركة ببعض الشروط ولا تعد تدخلًا في شؤونها الداخلية. ونظرًا لأن المستثمر في مثل هذا النوع من السندات يكون واحد من آلاف المستثمرين الذين أقبلوا على شراء تلك السندات فهو لا يستطيع عمليًا متابعة إستيفاء الشركة للشروط التي تضمنها العقد لذا تنص التشريعات على دخول طرف ثالث قد يكون بنكًا تجاريًا ليكون بمثابة وكيل للمستثمر.

2- الأطراف المشاركة في الإصدار للقروض السندية:

تشترك عدة أطراف في إصدار القرض السند وهي¹³:

- أ. المستثمر: هو الجهة التي تقوم بشراء السندات وتحمل مخاطر الإصدار مباشرة وتمثل بالمؤسسات الإستثمارية، شركات التأمين، صناديق المعاشات، الصناديق المتخصصة، البنوك التجارية والمركزية والأفراد.
- ب. المصدر: وهو المقترض الذي يجب أن يتمتع بوضعية مالية جيدة وهذا ليطمئن إليه المستثمر لتوقيع إتفاقية شراء السندات على جانب تمتعه بشخصية سيادية إعتبارية مستقلة.
- ج. التسويق بالسوق – صانع السوق: يتمثل بالجهة التي تقوم بالترويج للأوراق المالية من خلال تقديم عروض أفضل في سعر الشراء والبيع مما يساهم في توفير درجة سيولة بسوق الأوراق المالية.
- د. السمسار: هو فرد أو مؤسسة يعتبر كوكيل ينوب عن صانع السوق في بيع وشراء السندات ويمد المستثمر بالآلية التي تمكنه من الدفع مباشرة للمقترض (المصدر).

هـ. المضارب: الفرد أو المؤسسة التي تسير عملية البيع والشراء للسندات.

و. المنظم: المسؤول عن تنظيم وضمان إكتتاب إصدار السندات مقابل أتعاب يحصل عليها و تتمثل بعض إختصاصاتها فيما يلي:

- إمداد المصدر بكافة البيانات والتحليلات الخاصة بالسوق متضمنة مصادر التمويل وبدائل الأسعار؛

- التفاوض على الشروط النهائية للإصدار؛

- إعداد المستندات الخاصة بالسند والمحافظة على إستقرار سعر الإصدار من خلال شراء فائض السندات من السوق.

ز. مؤسسات التقييم: الجهة المختصة بتقييم السندات من حيث المخاطر الإئتمانية الخاصة بالمصدر وتعد هذه التقييمات الصادرة عن تلك المؤسسات بمثابة دليل معترف به لأسواق الإئتمان.

3- الشروط القانونية للإصدار:

القرض السندي عبارة عن عملية مالية مهمة وخطرة لأنها تمس عدد كبير من الجمهور لهذا فإن المشرع وضع قوانين صارمة لهذا النوع من العقود، وهناك القرض السندي الخاص وهو يصدر دون اللجوء إلى النداء العلني للجمهور وهو مخصص لبعض المكتتبين ونادر الإستعمال.

أما عن المؤسسات المصدرة لهذا النوع من القروض يجب أن تتوفر فيها هذه الشروط¹⁴:

أن تكون شركة ذات أسهم، أن يكون رأسمالها محرر، أن يكون قد مر على وجودها سنتين وتقدم ميزانيتين متتاليتين تمت الموافقة عليهما بصفة منتظمة،

بالنسبة للشرط الأخير فإنه غير ضروري لا في حالة إصدار سندات مرهونة بأوراق مالية مدينة للدولة (الجماعات المحلية) ولا في حالة السندات المضمونة من طرف الدولة (الجماعات العمومية أو الشركات التي لها سنتين من النشاط وبررت ذلك بميزانيتين متتاليتين تمت المصادقة عليها بانتظام).

والجمعية العامة للمساهمين العاديين هي التي تقرر وتسمح بإصدار قرض سندي في حالة إصدار سندات عادية لأن هذا القرار لا يؤثر على رأس مال الشركة ولا يمكنها منح تفويض لمجلس الإدارة إلا بسلطة حقيقية.

أما في حالة إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم فإن الجمعية العامة الاستثنائية هي التي تقرر إصدار القرض.

أما إذا كان القرض المصدر موجه للجمهور يجب نشر وثيقة المعلومات في الكشف الرئيسي للإعلانات القانونية والتي تتضمن كل المعلومات المتعلقة بالوضعية المالية والقانونية للشركة وكل ما يتعلق بالإصدار وتتم المصادقة على الوثيقة من قبل لجنة مراقبة البورصة وعملياتها.

4- قيود إصدار سندات القرض¹⁵:

أ- القيود الاقتصادية: عبارة عن مجموعة من الاعتبارات يتوجب على الجهة التي تصدر السندات أن تأخذها بعين الاعتبار عند قيامها بإصدار السندات منها:

- أن إصدار السندات يرتب على الشركة المصدرة جملة من الالتزامات عليها الوفاء بها في جميع الأحوال والظروف وإلا تسبب ذلك في إنبهار مركزها المالي لذلك لا بد من توخي الدقة في تقدير كل الظروف والاعتبارات قبل الإقدام على إصدار السندات؛
- أن الإفراط في إصدار السندات قد يضعف الثقة بها، ومن ثم يضطر الشركة المصدرة إلى رفع أسعار الفائدة لتشجيع المستثمرين الإكتتاب مما ينتج عنه تحمل الشركة لأعباء إضافية غالبا ما تكون غير مخططة؛
- كلما بالغت الشركة في إصدار سندات القرض كلما انخفضت ضماناتها مما يؤدي إلى انخفاض الإقبال عليها بالتالي تدهور قيمتها بالأسواق المالية.

ب- القيود القانونية: هنا يتدخل القانون بتنظيم الإصدار بهدف توفير الضمانات اللازمة للمتعاملين بها:

- أن القوانين التي تنظم نشاطات الشركات المساهمة غالبا ما تضع قيودا على إصدار سندات القرض كأن ينص القانون على عدم تجاوز قيمة السندات المصدرة نسبة معينة من الأسهم؛
- عندما تقتض الشركة من جهة معينة كالبنوك فإنها قد تلزم تجاهها بعدم إصدار سندات جديدة وذلك بهدف عدم إضعاف الضمانات مقابل القروض التي قدمتها البنوك، لأن في إصدار السندات زيادة في التزامات الشركة تجاه الغير مما يؤدي لإنخفاض الضمانات مقابل هذه الالتزامات.

5- ضمانات ومخاطر إصدار القرض السندي:

أ- مخاطر إصدار القروض السندية:

يثير إصدار القروض السندية العديد من المشاكل والعراقيل نذكر منها على سبيل المثال:

- مخاطر سعر الفائدة:

هو أكثر المخاطر تأثيرا بطريقة مباشرة في القيمة السوقية للسند، فارتفاع سعر الفائدة السوقي من شأنه التأثير السلبي في قيمة السند السوقية بإحجام المستثمرين عن طلب السندات لأن عائده ثابت، بينما يكون لهؤلاء المستثمرين استثمار أموالهم بسعر الفائدة السوقي الأعلى والذي يمثل لهم عائد الفرصة البديلة ومن هنا فإن حامل السند لا بد أن يقبل سعرا أقل إذا أراد بيعه¹⁶.

- مخاطر عدم السداد:

وهي المخاطر التي تنتج عن عدم قدرة الشركة المصدرة على سداد فوائد وأصل القرض في التوقيت المحدد، ويعتبر هذا النوع من المخاطر أحد الجوانب الرئيسية التي يتم على أساسها ترتيب جودة السندات المتاحة من قبل بعض المؤسسات المالية حتى يكون المستثمر على علم مقدما بإحتمالات وحجم هذه المخاطر.

- **مخاطر السعر:**

وهي المخاطر الناتجة عن إنحراف الأسعار بسبب تغيرات في أوضاع السوق وأسعار الفائدة لذلك فإن المستثمر يقوم بتقديم المخاطر قبل شراء السند.

- **مخاطر السيولة:**

تأتي هذه المشاكل من سوق الأوراق المالية ذاته بمعنى مدى قابلية السندات للبيع في السوق أي مدى إمكانية تسويق السند بسرعة وسهولة دون أن يتعرض حامل السند لأي خسائر، فالسند قد يتميز بدرجة عالية من السيولة إذا أمكن بيعه وبسرعة وبفروق بسيطة عن سعره الإسمي ومن ثمة فإن المستثمر عليه أن يدرك مدى إمكانية تحويل سندات (وقت حاجته للسيولة) إلى نقد.

- **مخاطر أجل الاستحقاق:**

تنتج عن تغير أسعار الفائدة السوقية التي تزداد مع تزايد أجل استحقاق السند فتؤثر طول الفترة الزمنية حتى الاستحقاق على الإستثمار في السندات،

كلما طالت الفترة زادت مخاطر الإستثمار في السندات لذلك من المفترض أن يكون العائد على السندات ذات الأجل الطويل أعلى من عائد السندات ذات الأجل الأقل من ذلك، وهناك علاوة يتعين إضافتها تسمى: "علاوة مخاطر أجل الاستحقاق" والتي يستحقها حملة السندات لمواجهة تلك المخاطر المالية¹⁷.

- **مخاطر التضخم:**

يحصل المستثمر في السندات على تدفقات نقدية ثابتة بالتالي هو معرض أكثر من غيره من المستثمرين لمخاطر التضخم، فهذا التدفق النقدي الثابت تقل قوته الشرائية كلما زاد معدل التضخم في حين بعض الاستثمارات الأخرى كالأسهم تعكس هذا التضخم في معدلات العائد عليها.

ب- ضمانات القروض السندية:

لنجاح القروض التي يتم إصدارها من قبل المؤسسات المقرضة لا بد من توفر ضمانات لحاملي السندات ويمكن أن تمنح هذه الضمانات من طرف المؤسسة المصدرة نفسها أو عن طريق وسطاء، وتكون الضمانات في أحد الأشكال التالية¹⁸:

. قد يكون القرض مصحوب بضمان عيني كأصل من الأصول؛

. كما يكون مصحوب بضمان شخصي خاصة إذا كان المدين أحد فروع الشركة فإن الشركة الأم تضمن هذا القرض، كما تضمن سداد الفوائد والقرض عند الاستحقاق؛

. قد تلتزم المؤسسة ببعض المؤشرات أو النسب (الرافعة المالية، الحفاظ على مستوى معين من رأس المال العامل أو مستوى من السيولة) كما يتم تحديد هذه النسب في شروط الإصدار.

ثالثا: تجربة القرض السندي بالجزائر

تم إطلاق أولى القروض السندية بالفترة 1998-2008-2009 ومست المؤسسات الكبرى في سياق تفعيل دور بورصة الجزائر كما يعتبر حل للمؤسسة في حال صعوبة الحصول على ممول واحد لتغطية إحتياجاتها وعدم كفاية القروض البنكية وأول تجربة قامت بها شركة سوناطراك وقدر القرض السندي الذي أصدرته 5 ملايين دج لمدة خمس سنوات وبسعر فائدة 13% ومنحة عند الإصدار ب 2.5% وتم إعداده بين شهرين نوفمبر وديسمبر 1997 و إنطلق أثناء السداسي الأول 1998،

كما أطلق مجمع سونلغاز قرض سندي بقيمة 30 مليار دج في 2008، فضلا عن الخطوط الجوية الجزائرية 2009 بقيمة 1.8 مليار دج وآخر 7.5 مليار دج إضافة إلى قرض سندي لإتصالات الجزائر 3.15 مليار دج، وكانت سونلغاز أكبر الشركات التي أطلقت قرضا سنديا وعددها 10 بقيمة إجمالية تصل إلى 87.55 مليار دج وهو ما يجعلها أول مقرض في السوق المالية أما شركة دحلي فقد كانت أولى الشركات الخاصة التي تلجأ إلى السوق المالي بإصدار قرض سندي بقيمة 8.3 مليار دج¹⁹.

أما عن نتائج الإقتراض السندي لشركة سوناطراك فالهدف الذي سعت إليه الشركة من هذه العملية لم تصل إليه ألا وهو تحريك السوق المالي عن طريق عمليات البيع والشراء حيث كانت طلبات الشراء مرتفعة جدا وبالمقابل عروض البيع كانت معدومة، وهو راجع لنسبة الفائدة المرتفعة 13% التي تمنحها سوناطراك²⁰.

1- خصائص سندات القرض الوطني للنمو الإقتصادي:

أطلق رسمياً "وزير المالية عبد الرحمان بن خالفة" يوم 12 أبريل 2016 آلية القرض السندي بنسبة فائدة 5% لتمويل المشاريع الإقتصادية العمومية عن طريق المديونية الداخلية خاصة وأن العجز المتوقع في الميزانية لسنة 2016 يقدر بـ 35 مليار دولار بالمقابل أن "صندوق ضبط الإيرادات" المكلف بتغطية ذلك العجز أشهر إفلاسه في شهر ماي 2016،

وحددت وزارة المالية جميع الشروط و الكيفيات التي تصدر الخزينة العمومية وفقها سندات القرض السندي -القرض الوطني للنمو الإقتصادي- الذي إنطلق في 16 أبريل ليمتد إلى 17 أكتوبر 2016 تم تحديد نسبة فائدة السندات وكيفية شرائها والتنازل عنها أو حتى رهنها في حال ما أراد المكتتب ذلك.

وهدفه الأساسي تمويل الإقتصاد عن طريق مشاريع البنى التحتية التي تتيح فرص الإستثمار أو المشاريع الإقتصادية الإستثمارية من خلال إنشاء المؤسسات وشروطه²¹:

. وجود صيغتان مدة ثلاث سنوات وخمس سنوات؛

. مجسد بصيغ 50000 دج لكل سند؛

. نسبة الفائدة 5% لسند ثلاث سنوات، 5.75 % لسند خمس سنوات؛

. الفوائد معفاة من الضرائب؛

. رأس المال والفوائد السنوية تدفع بنفس تاريخ الإكتتاب السنوي؛

. السندات قابلة للتفاوض.

كما يفتح إكتتاب سندات الخزينة لدى صناديق الإكتتاب الآتية: الخزينة المركزية، الخزينة الرئيسية، الخزينة الولائية، وكالات بريد الجزائر، الوكالات البنكية وفروع بنك الجزائر، وكالات التأمين .

جاء بالجريدة الرسمية أن السندات المجسدة للقرض السندي تأتي في شكل سندات إسمية أو سندات لحاملها حسب خيار المكتتب وجعلت وزارة المالية السندات قابلة للتداول الحر حيث يمكن لأي مكتتب بالقرض أن يشتري أو يتنازل عنها للأشخاص الطبيعيين أو المعنويين عن طريق صفقة مباشرة أو بتظهير السند وعن طريق وسطاء مختصين، وتستفيد مصالح المالية التابعة للوزارة المكلفة بالمالية ومصالح بريد الجزائر ومعه فروع البنوك من عمولة توظيف إكتتاب من الخزينة قدرها 1% من مبلغ رأس المال المكتتب بصفة نهائية أي أن النسبة المذكورة تبلغ 500 دج على كل سند، كما يسمح بالتسديد المسبق للسندات المصدرة في إطار القرض السندي قبل آجال إستحقاقها بطلب من حاملها وذلك بعد رأي المدير العام للخزينة كما لا يمكن طلب التسديد المسبق من طرف حامل السند إلا بعد إنقضاء نصف المدة الإجمالية للسند على الأقل²².

إن الحكومة تعول حالياً على القرض السندي خاصة بعد توجيهه لجميع شرائح المواطنين لتمويل المشاريع الإقتصادية بعد تراجع عائدات المحروقات كما ستعمل على كسب ثقة المتعاملين الإقتصاديين والمواطنين لإستعادة الأموال التي كانت ولا زالت لا تستغل في القنوات غير رسمية لإعطائها الصفة القانونية.

وفي آخر حصيلة عن القرض السندي كشف "الوزير الأول عبد المالك سلال" بمنتدى رؤساء المؤسسات عن قيمة القرض يوم 17 جويلية 2016 بلغ 461.72 مليار دينار على أن تصل إلى 611.72 مليار دينار بعدما يصب منتدى رؤساء المؤسسات المبلغ الذي جمعه والمقدر بـ 150 مليار دينار وتفاجئت الحكومة بالقيمة المالية التي تم جمعها لمشروع القرض السندي التي تطلعت إلى بلوغ 400 مليار دينار لكنها تجاوزت الرقم في غضون شهرين من إطلاق المشروع²³.

2- العراقيل التي تواجه القرض السندي الجزائري

يرى بعض المنظرين من بينهم الخبير المالي "سليمان ناصر"، والخبير بالصيرفة الإسلامية "فارس مسدور" وغيرهم فشله لعدة أسباب¹:
 . إنعدام الثقة بين المواطنين والحكومة خاصة وأنها تصرح بأن هذا القرض السندي موجه لتمويل المشاريع الإقتصادية العمومية لكن دون تحديدها بدقة، أي عدم معرفة وجهة هذه القروض ومصيرها؛

. فتح الإكتتاب بالصيغتين الإسي وحامليه وعدم إعفاءه من الضريبة إذ تصل إلى 10% للقرض الإسي، و50% لحامليه وإذا أضفنا نسبة التضخم التي تصل إلى 4.5% بينما سعر الفائدة يقدر بـ5% بالتالي لن يقبل أي فرد بإستثمار يعود عليه بنسبة 0.5% فلن تكون هناك جدوى منه؛

. تحديد قيمة السند بـ50000 دج ستقصي شريحة واسعة من المواطنين العاجز أصلا عن توفير وإدخار هذا المبلغ لإنهيار القدرة الشرائية بسبب إرتفاع الأسعار وإنخفاض قيمة العملة؛

. إقصاء البنوك الإسلامية والإصرار على القرض السندي الربوي المحرم؛

. إن جعل السندات إسمية وأخرى لحاملها تناقض وإشكالية بمعنى أن الإسمية يكتب فيها إسم صاحبها ويجب إنتظار آجال لجني الفائدة و إسترجاع رأس المال بعدها يمكن للشخص بيعها، أما لحاملها دون إسم فهي قابلة للتداول وتباع بسهولة في حال ما إذا أراد صاحبها التخلص منها و إسترجاع أمواله بالتالي ممكن أن تكون وسيلة وفرصة كبيرة لغسل الأموال والتهرب الضريبي وعمليات مشبوهة²⁴.

خاتمة :

إن للقروض السندية أهمية كبرى في تمويل المؤسسة والمتمثلة في تعدد مصادر التمويل بتعدد الأطراف المكتتبة بالسندات المُصدرة والتي تكون مؤسسات، أفراد أو بنوك مما يمكنها من تجميع أموال وتجنبها خطر عدم التمويل إلى جانب إختلاف آجال الإستحقاق مما يسهل عليها خدمة الدين.

كما يتطلب إصدار السندات إمكانات كثيرة حيث أن الجمهور من أفراد ومؤسسات يقبل على السندات في حالة إصدارها من قبل مؤسسات كبيرة ومعروفة سواء على المستوى الوطني أو الدولي أو من قبل الحكومة نظرا للثقة التي يضعها الجمهور فيها، كذلك تدني مستوى المخاطر بهذا النوع من الإستثمارات.

ما يمكن ملاحظته أن الثقة في الحكومة أو الشركة المصدرة للسند أكبر ضمان للمقرض ويجب توفره حتى يمكن إنجاح عملية الإصدار وبالرغم من سعي الحكومة الجزائرية خلق موارد بديلة عن النفط إلا أن القرض السندي يتضمن نسبة فائدة المحرمة ولا بد من إيجاد الأدوات القانونية من خلال مراجعة قانون النقد والقرض للسماح للمؤسسات البنكية الجزائرية إعتداد منتجات إسلامية مثل الصكوك الإسلامية والصناديق الإستثمارية الإسلامية وتفعيل دور البنوك الإسلامية.

قائمة المصادر والمراجع :

- ¹ - صيوذة ايناس ، "أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الإقتصادية الجزائرية: دراسة حالة القرض السندي لمؤسسة سونطراك"، ماجستير علوم تسيير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2009، ص 130.
- ² - يوسف بن عبد الله الشبيلي، الإستثمار في الأسهم والسندات، مقال منشور بموقع الشبيلي: www.shubily.com زيارة بتاريخ 2016/07/26 ، ص 17.
- ³ - محمد محمود الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص 197.
- ⁴ - قاسم نايف علوان، إدارة الإستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة، عمان، 2010، ص 210.
- ⁵ بوضياف عيبر، "سوق الأوراق المالية في الجزائر"، شهادة الدراسات العليا المتخصصة، قسم الإقتصاد، جامعة منتوري، الجزائر، 2007، ص 57.
- ⁶ - بوضياف عيبر، مرجع سابق، ص 106.
- ⁷ - مقتبس من مقال: "مفهوم القرض السندي وحكمه الشرعي" mawdoo3.com تاريخ الزيارة: 2016-07-02.
- ⁸ - صيوذة ايناس ، مرجع سابق، ص 140.
- ⁹ - ناصر حمداوش ، مقتبس من مقال: "القرض السندي بين الضرورة الاقتصادية والمحاذير الشرعية" http://hmsalgeria.net/ar/editor تاريخ الزيارة: 2016-07-17.

- 10 - مريم باي، "السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الإقتصادية الجزائرية: دراسة حالة الشركة الجزائرية سونلغاز"، ماجستير علوم التسيير، جامعة منتوري، الجزائر، 2008، ص 48.
- 11 - صيودة إيناس، مرجع سابق، ص ص 140-141.
- 12 - حمزة محمد الزبيدي، الإستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص ص 226-227.
- 13 - عبد الغفار حنفي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص ص 282-283.
- 14 - صيودة إيناس، مرجع سابق، ص 143.
- 15 - بوضياف عبير، مرجع سابق، ص 112.
- 16 - عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 288.
- 17 - صيودة إيناس، مرجع سابق، ص 149.
- 18 - المرجع نفسه، ص 150.
- 19 - مقتبس من: www.bna.dz/index.php/ar/25/
- 20 - بوضياف عبير، مرجع سابق، ص 117.
- 21 - الجريدة الرسمية الصادرة 04 ماي 2016 العدد 27، ص 12.
- 22 - مقال: "شروط القرض السندي"، مقتبس من موقع <http://www.elbilad.net/article/detail?id=54369>
- 23 - منتدى رؤساء المؤسسات، 17 جويلية 2016.
- 24 - ناصر حمدوداش، مرجع سابق.