

جامعة ابن خلدون - تيارت -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم التجارية

أثر استخدام القرض السندي على تمويل المؤسسات

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تخصص: مالية

من إعداد الطالبتين:
- بوزياني نصيرة
- بودينار نور الهدى

الأستاذ المشرف:
- د. بن الحاج جلول ياسين

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ.....

السنة الجامعية: 2015-2016

كلمة شكر

كلمة شكر

نشكر الله تعالى العزيز الحميد على نعمه وفضله علينا ألف شكر عسى أن يرحمنا
والصلاة والسلام على نبينا محمد صلى الله عليه وسلم.

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذ المشرف الدكتور بن الحاج جلول ياسين على كل
ما قدمه لنا من إرشادات ونصائح وجهتنا إلى جادة الصواب في هذا العمل.

كما نتقدم بالشكر إلى جميع الأساتذة بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
كما نخص بالشكر إلى رئيس مصلحة الصندوق بالبنك الجزائري الخارجي بوزياني بوعزة
ونشكر كل من قام بالمساعدة في إنجاز هذه المذكرة.

وفي الأخير نتمنى لكل طالب المستقبل الزاهر.

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
89	تطور حجم الودائع والقروض المصرفية	1 - 3
98	أعباء الفائدة المرتبطة بالقروض المصرفية والمرتبطة بالقروض السنوية ذات القيمة الثابتة والمتزايدة سونلغاز 2004 - 2011	2-3

قائمة الأشكال البيانية

قائمة الأشكال البيانية

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
75	توازن سوق السندات	1-2
90	تطور حجم الودائع والقروض المصرفية	1-3

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

IV	كلمة شكر	.....
VI	قائمة الجداول	.....
VIII	قائمة الأشكال البيانية	.....
X	فهرس المحتويات	.....
02	مقدمة	.....
	الفصل الأول: مدخل عام للقرض السندي	
06	تمهيد	.....
07	المبحث الأول: موقع القرض السندي في السوق المالية	.....
07	المطلب الأول: عموميات حول السوق المالية	.....
07	الفرع الأول: مفاهيم حول السوق المالية	.....
09	الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية	.....
10	الفرع الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية	.....
12	المطلب الثاني: القرض السندي وأنواع السندات	.....
12	الفرع الأول: مفهوم القرض السندي	.....
13	الفرع الثاني: خصائص سندات القرض	.....
14	الفرع الثالث: أنواع السندات	.....
17	المطلب الثالث: بنية سوق السندات	.....
17	الفرع الأول: المتدخلون في سوق السندات	.....
19	الفرع الثاني: أقسام سوق السندات	.....
20	الفرع الثالث: طرق تسعير السندات	.....
23	المبحث الثاني: تطوير أسواق السندات	.....
23	المطلب الأول: أهمية سوق السندات	.....
23	الفرع الأول: توفير بدائل تمويلية	.....
24	الفرع الثاني: تنوع الأدوات الإدخارية	.....
24	الفرع الثالث: تقييم المخاطر الائتمانية	.....

25	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في تطوير سوق السندات
25	الفرع الأول: علاقة سوق السندات بسوق الأوراق المالية الحكومية
26	الفرع الثاني: العوامل المتعلقة بالسوق
27	الفرع الثالث: تطوير القطاع المصرفي والخدمات المرافقة للسوق
28	المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية
28	الفرع الأول: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية
29	الفرع الثاني: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية
32	المبحث الثالث: أسواق السندات في بعض الاقتصاديات الناشئة
32	المطلب الأول: أسواق السندات في أمريكا اللاتينية
32	الفرع الأول: حجم وخصائص السوق
33	الفرع الثاني: العوامل الداخلية الدافعة لنمو أسواق السندات في أمريكا اللاتينية
33	الفرع الثالث: العوامل الخارجية الدافعة لنمو أسواق السندات في أمريكا اللاتينية
34	المطلب الثاني: أسواق السندات في آسيا (ماليزيا نموذجاً)
34	الفرع الأول: الإصلاحات المتخذة لتطوير سوق السندات في ماليزيا
35	الفرع الثاني: نتائج الإصلاحات المتخذة في عدد من الدول الآسيوية
36	الفرع الثالث: عوامل تطوير السوق
37	المطلب الثالث: أسواق السندات في إفريقيا (المغرب نموذجاً)
37	الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة الدار البيضاء
37	الفرع الثاني: أهم الإصلاحات في سوق الأوراق المالية المغربي
38	الفرع الثالث: الإطار المؤسسي للسوق المالية المغربية
40	خلاصة الفصل الأول
	الفصل الثاني: المؤسسة الاقتصادية و التمويل بالقرض السندي
42	تمهيد
43	المبحث الأول: العوامل المؤثرة على قرار التمويل بالقرض السندي في المؤسسة
43	المطلب الأول: مصادر تمويل المؤسسة
43	الفرع الأول: التمويل الذاتي

44	الفرع الثاني: رفع رأس المال
45	الفرع الثالث: الاقتراض
46	المطلب الثاني: تكلفة رأس المال وأثرها على قرار التمويل بالقرض السندي
46	الفرع الأول: مفهوم تكلفة رأس المال وأهميته
47	الفرع الثاني: تكلفة الدين والأموال الخاصة
48	الفرع الثالث: التكلفة المرجحة لرأس المال
49	المطلب الثالث: الرفع والمالي والرفع التشغيلي وأثرهما على قرار التمويل بالقرض السندي
49	الفرع الأول: مفهوم الرفع في الإدارة المالية
51	الفرع الثاني: تأثير الرفع التشغيلي على قرار التمويل عن طريق القرض السندي
52	الفرع الثالث: تأثير الرفع المالي على قرار التمويل عن طريق القرض السندي
53	المبحث الثاني: إصدار المؤسسة للقرض السندي
53	المطلب الأول: دوافع تفضيل المؤسسة التمويل بالقرض السندي
53	الفرع الأول: الظروف الملائمة للتفضيل
54	الفرع الثاني: المرونة في اختيار أجل الاستحقاق وطريقة التسديد ومعدل الفائدة
56	الفرع الثالث: الشروط والضمانات الملائمة
57	المطلب الثاني: متطلبات إصدار القرض السندي
57	الفرع الأول: الشروط المسبقة لطرح السندات
59	الفرع الثاني: تحديد الخصائص المالية للقرض السندي
62	الفرع الثالث: طرق تسديد القرض السندي
64	المطلب الثالث: الخطوات العملية لطرح السندات
64	الفرع الأول: طرق الطرح وتكاليفه
67	الفرع الثاني: المعالجة المحاسبية
68	الفرع الثالث: متابعة القرض السندي في السوق المالية
70	المبحث الثالث: تأثير الاقتراض السندي على المؤسسة
70	المطلب الأول: أثر الاقتراض السندي على أهداف المؤسسة
70	الفرع الأول: دوافع الاستثمار في السندات

71.....	الفرع الثاني: تقييم عائد السندات
72.....	الفرع الثالث: أثر القرض السندي على أمن وسلامة المؤسسة
72.....	المطلب الثاني: أثر الاقتراض السندي على القيمة السوقية للمؤسسة
72.....	الفرع الأول: في ظل افتراض السوق الكامل
73.....	الفرع الثاني: في ظل افتراض السوق غير الكامل
74.....	الفرع الثالث: توازن سوق السندات
76.....	المطلب الثالث: النظريات البديلة لقرار التمويل عن طريق القرض السندي
76.....	الفرع الأول: نظرية العلاقة التوازنية والإشارة
77.....	الفرع الثاني: نظرية الوكالة
78.....	الفرع الثالث: نظرية أفضل مصادر التمويل
80.....	خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث: دراسة حالة سوق السندات في الجزائر
82.....	تمهيد
83.....	المبحث الأول: الوساطة المالية وتمويل المؤسسة في الجزائر
83.....	المطلب الأول: مرحلة ما قبل 1990
83.....	الفرع الأول: مكونات النظام المالي بعد الاستقلال
84.....	الفرع الثاني: نمط التمويل
85.....	الفرع الثالث: الشروع في تطبيق الإصلاحات
86.....	المطلب الثاني: مرحلة ما بعد 1990
86.....	الفرع الأول: إصلاح القطاع المصرفي
87.....	الفرع الثاني: إنشاء السوق النقدي
87.....	الفرع الثالث: إنشاء بورصة الجزائر
89.....	المطلب الثالث: واقع تمويل المؤسسة من القطاع المالي
89.....	الفرع الأول: القطاع المصرفي
91.....	الفرع الثاني: بورصة الجزائر
91.....	الفرع الثالث: شروط الإدراج ببورصة الجزائر

92	المبحث الثاني: إصدار المؤسسات الجزائرية للقرض السندي
92	المطلب الأول: القروض السندية لمؤسسات القطاع العام
92	الفرع الأول: مؤسسة سونلغاز
93	الفرع الثاني: مؤسسة سونطراك
94	الفرع الثالث: مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية
94	المطلب الثاني: القروض السندية لمؤسسات القطاع الخاص
94	الفرع الأول: مؤسسة سيفيتال
95	الفرع الثاني: مؤسسة دحلي
96	الفرع الثالث: مؤسسة أشغال البناء حداد
96	المطلب الثالث: تحليل أهمية القروض السندية لعينة من المؤسسات
96	الفرع الأول: القروض السندية لسونلغاز
98	الفرع الثاني: القرض السندي لمؤسسة سوناطراك
99	الفرع الثالث: القرض السندي لمؤسسة أشغال البناء حداد
101	المبحث الثالث: محاولة تحليل العوامل المؤثرة في تطوير سوق السندات في الجزائر
101	المطلب الأول: العوامل المرتبطة بالسوق
101	الفرع الأول: قواعد السوق
102	الفرع الثاني: المهن المرافقة
103	الفرع الثالث: الأدوات الاستثمارية
104	المطلب الثاني: العوامل المحيطة بالسوق
104	الفرع الأول: القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي
106	الفرع الثاني: معدلات الفائدة
106	الفرع الثالث: السياسة النقدية
107	المطلب الثالث: مخطط عصرنة السوق المالية في الجزائر
107	الفرع الأول: المرحلة الأولى التقييم والتصميم
110	الفرع الثاني: المرحلة الثانية
110	الفرع الثالث: برنامج تطوير سوق قيم الخزينة

112.....	خلاصة الفصل الثالث
114.....	خاتمة
119.....	قائمة المراجع

مقدمتہ

أصبحت إشكالية تمويل المؤسسات تشكل عائقا حقيقيا لتحقيق تنمية وطنية خارج قطاع المحروقات، فبرزت ضرورة تطوير النظام المالي للقيام بدور فاعل في تعبئة المدخرات المحلية وفي تمويل إستثمارات مؤسسات القطاعين العام والخاص، وبدأت الدولة باتخاذ عدة تدابير ترمي إلى تطوير وتكييف النظام المالي والمصرفي مع التوجهات الجديدة للاقتصاد الوطني الرامية إلى التحول نحو اقتصاد السوق، بإصلاح المنظومة المصرفية وإنشاء سوق للأوراق المالية للمساهمة الفعالة في تمويل استثمارات المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة وفتح الباب أمام التمويل المباشر للأعوان الاقتصاديين.

وبإنشاء بورصة الجزائر، توجهت بعض المؤسسات إلى هذا المصدر الجديد للتمويل والذي يكون إما بفتح رأس المال عن طريق طرح الأسهم للبيع، أو عن طريق القرض السندي الذي يعتبر من القروض طويلة الأجل ويعتبر كحل للمؤسسة في حال صعوبة الحصول على ممول واحد لتغطية احتياجاتها وعدم كفاية القروض البنكية لذلك، وهو ما اعتمدته بعض المؤسسات العمومية والخاصة الاقتصادية الجزائرية في الآونة الأخيرة.

ولخلق سوق للسندات في الجزائر ضمن مخطط إنشاء وتطوير السوق المالية، أنشئت سنة 1993 بورصة الجزائر، ولتحفيز المؤسسات على التمويل بالقرض السندي، دفعت السلطات العمومية بمؤسسة سونطراك سنة 1998 لإصدار أول قرض سندي في السوق المالية، بالرغم من أن هذا الإصدار لقي إقبالا في السوق المالية، إلا أن المؤسسات الاقتصادية بقيت عازفة عن هذا النمط من التمويل حتى سنة 2004، عندما عرف سوق القروض السندي إصدارات متتالية ارتفعت وتيرتها من سنة لأخرى وهو ما يعد مكسبا للاقتصاد الجزائري، إلا أن وتيرة الإصدارات تراجعت بشكل ملفت منذ سنة 2008، الأمر الذي يثير الإنشغال حول كيفية الحفاظ على هذا المكسب، وبذلك يبقى القطاع المصرفي المصدر الوحيد لإقراض المؤسسات الجزائرية.

الإشكالية:

من خلال ما سبق يمكن طرح إشكالية البحث التالية:

- ما مدى مساهمة القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية في الجزائر؟
- لمعالجة هذه الإشكالية البحثية وللإلمام أكثر بالموضوع نصيغ الأسئلة الفرعية التالية:
- ما المقصود بالقرض السندي؟ ما هي العوامل المؤثرة في تطوير سوق السندات؟ وما هو وضعه في عدد من الدول ذات الاقتصاديات الناشئة؟.

- هل يعتبر القرض السندي أداة تمويلية بديلة للمؤسسات الاقتصادية؟
- ما هي الأسباب التي دفعت المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للتمويل عن طريق القرض السندي؟

فرضيات البحث:

- انطلاقا من الإشكالية المطروحة، نضع الفرضيات التالية:
- 1 - يرتبط تطوير سوق السندات بحدثة السوق المالية في الجزائر.

2- يساهم التمويل عن طريق القرض السندي في تمويل المؤسسات باعتباره أقل تكلفة من مصادر التمويل الأخرى.

3- ثمة عقبات قانونية وتنظيمية تعيق تطور سوق السندات في الجزائر.

أسباب اختيار الموضوع:

يرجع اختيارنا لهذا الموضوع للمبررات الآتية:

- كون الموضوع ذو أهمية بالغة على صعيد الاقتصاد ككل والمؤسسة الاقتصادية بصفة خاصة.
- كون الموضوع يقدم رؤية معمقة حول دور القرض السندي في تمويل استثمارات المؤسسة.
- كون الموضوع من المواضيع الحديثة التي تساهم في تنمية أهمية السوق المالي في التمويل.

الهدف من البحث:

يهدف هذا البحث إلى:

- التعرف على طبيعة سوق السندات والعوامل المؤثرة فيه.
- إبراز أهمية دور القرض السندي في تمويل استثمارات المؤسسات.
- محاولة تحليل العوامل المؤثرة في سوق السندات في الجزائر.

أهمية البحث:

يتميز هذا البحث عن سابقه بدراسة القرض السندي من جانبين الأول يتعلق بالمؤسسة وعلاقتها بالتمويل السندي، والجانب الثاني يتعلق بسوق السندات من حيث العوامل المؤثرة في تطويره، مع محاولة إسقاط ذلك على حالة الجزائر.

منهج البحث:

للإجابة على التساؤل الرئيسي المطروح، اعتمدنا في هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي من أجل وصف المفاهيم المتعلقة بالقرض السندي والتعرف على الدراسات النظرية والعملية المتعلقة به، ومحاولة تفسير العوامل التي تتحكم فيه، ومن ثم تحليل أثر القرض السندي على تمويل المؤسسة الاقتصادية.

الدراسات السابقة:

في حدود ما تم الاطلاع عليه فإن هناك عدد محدود من الدراسات تناولت موضوع سوق السندات في الجزائر بشكل مباشر، أما الدراسات التي تناولت أسواق الوراق المالية فهي متعددة، ومن أهم الأبحاث التي تم الاطلاع عليها هي: الدراسة الأولى: باي مريم سنة 2008، "السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية" رسالة ماجستير في علوم التسيير فرع إدارة مالية جامعة قسنطينة، شمل البحث استعراضا للقروض السندية المصدرة مع محاولة تحليل المؤشرات المالية لمؤسسة سونلغاز قبل وبعد استخدام القروض السندية في هيكل التمويل وفي رأينا أن الدراسة لم تكن دقيقة في التحليل لأن المؤشرات المالية المستخدمة في التحليل لا تظهر أثر استخدام القرض السندي الذي

يصعب عزله عن باقي التأثيرات، كما أن البحث لم يتطرق إلى تحليل تداول القروض السندية وهذا ما نسعى إليه من خلال هذه الدراسة.

الدراسة الثانية: مسموس رضوان "القرض السندي وتمويل المؤسسات الاقتصادية" رسالة ماجستير، جامعة سعد دحلب البليدة، استعرض فيها الباحث عدد من القروض السندية المصدرة، لكنه لم يقيم بأي تحليل لسوق السندات.

الدراسة الثالثة: جمعة محمود مصطفى سنة 2003، "أهمية استخدام السندات بديلا للاقتراض المصرفي طويل الأجل وأثره على المؤسسات المساهمة العامة الأردنية والمستثمرين" رسالة ماجستير كلية الدراسات المالية والإدارية قسم التمويل، جامعة عمان العربية، وهي دراسة تطبيقية مالية من خلال الاستبيان وتوصلت إلى نتيجتين أساسيتين:

- تؤثر العوامل الاقتصادية والتشريعية والإجرائية في قرار المؤسسات الأردنية باستخدام القرض السندي، بينما لا توجد علاقة بين العوامل الاجتماعية وقرارات المؤسسات الأردنية باستخدام التمويل السندي.
- تؤثر كل من العوامل الاقتصادية والتشريعية والإجرائية والاجتماعية في قبول المستثمرين حيازة السندات.

هيكل البحث:

تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول

الفصل الأول: مدخل عام للقرض السندي، في هذا الفصل تم تقديم عرض عام للقرض السندي مع بيان موقعه ضمن سوق الأوراق المالية في المبحث الأول، وفي المبحث الثاني تمت مناقشة العوامل التي تدفع بالحكومات إلى تطوير أسواق السندات وإعطائها أهمية خاصة، كما تمت مناقشة العوامل المؤثرة في تطوير هذا السوق وفي الجزء الأخير تم استعراض تجارب بعض الدول ذات الاقتصاديات الناشئة في تطوير أسواق السندات.

الفصل الثاني: المؤسسة والتمويل بالقرض السندي، تناول المبحث الأول من هذا الفصل بيان العوامل المؤثرة على قرار التمويل بالقرض السندي في المؤسسة وفي المبحث الثاني تم توضيح العوامل التي تدفع بالمؤسسة إلى إصدار القرض السندي بدلا من التمويل المصرفي وفي المبحث الثالث تم دراسة أثر القرض السندي على المؤسسة.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق السندات في الجزائر، تناول المبحث الأول إبراز دور لوساطة المالية وتمويل المؤسسة في الجزائر أما المبحث الثاني فقد هدف إلى دراسة إصدار بعض المؤسسات للقرض السندي أما المبحث الثالث فكان يتحدث عن محاولة تحليل العوامل المؤثرة في سوق السندات في الجزائر.

وفي الأخير تم استعراض خلاصة الدراسة وأهم النتائج المتوصل إليها مع تقديم بعض الاقتراحات.

الصعوبات:

تكمن الصعوبة الأساسية التي واجهها إعداد هذا البحث في صعوبة الحصول على بعض المعلومات والبيانات من قبل المؤسسات بسبب تكتمها سواء على مستوى البنوك أو المؤسسات، الأمر الذي يمكن أن يؤثر على النتائج المتوقعة الحصول عليها والتي تبقى نسبية حسب المعطيات المتوفرة.

الفصل الأول

مدخل عام للقروض السندية

تمهيد:

إن أهم تطور مس المحيط المالي الحديث، هو الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى اقتصاد السوق المالي، ويتميز اقتصاد الاستدانة بالتمويل غير المباشر، أين يتم انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز أو الحاجة للتمويل عن طريق الوسطاء الماليين (بنوك وهيئات مالية).

أما اقتصاد السوق المالي فإنه يتميز بالتمويل المباشر أين تمول الوحدات ذات العجز أو الحاجة للتمويل مباشرة من طرف الوحدات ذات الفائض من السيولة، ويتم ضمان هذا النوع من التمويل عن طريق السوق المالي الذي يلعب دورا بارزا في تمويل المؤسسات عن طريق الأسهم والسندات وقد احتل السوق السندي مكانة كبيرة في توفير هذا التمويل نظرا لجمعه بين مزايا التمويل المباشر والتمويل عن طريق الاستدانة في آن واحد.

وفي هذا الفصل سنتطرق إلى مدخل عام للقرض السندي من خلال ثلاث مباحث: المبحث الأول: نعرف السوق المالية وسوق الأوراق المالية والقرض السندي ونبين أنواع السندات.

المبحث الثاني: سنتناول فيه أهمية سوق السندات والعوامل المؤثرة في تطويره.

المبحث الثالث نستعرض فيه تجارب عدد من الدول النامية في تطوير أسواق السندات.

المبحث الأول: موقع القرض السندي في السوق المالية

تلعب الأسواق المالية دور الوساطة في انتقال الأموال الفائضة إلى الأفراد أو المؤسسات ذات العجز وذلك من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية فهي ترتبط بالتنمية الاقتصادية، بمستوى الإنفاق الاستثماري الذي يتوقف بدوره على توفير الموارد المتتالية، ولأن المشاريع الاستثمارية تتطلب أموالاً أكبر من تلك التي يمكن أن توفرها المؤسسات من ادخارها الذاتي أو مقرض واحد، يبرز دور النظام المالي في تمكين المؤسسات من تمويل استثماراتها.

ولتوضيح ما سبق نتطرق لدراسة المطالب الآتية:

- عموميات حول السوق المالية.
- القرض السندي وأنواع السندات.
- بنية سوق السندات.

المطلب الأول: عموميات حول السوق المالية

إن السوق المالية تعمل كغيرها من الأسواق على تلبية حاجات المستثمرين فهي تشكل الإطار الذي يسمح بالتقاء عارضي الأموال (المدخرين) وطالبي الأموال (المؤسسات) بشكل مباشر من أجل خدمة التنمية الاقتصادية.

الفرع الأول: مفاهيم حول السوق المالية

تعرف السوق المالية بأنها "الميكانيكية التي تستخدم في الجمع بين بائعي ومشتري الأصول المالية بغرض تسيير عمليات التداول" وتعد سوق النقد وسوق رأس المال الرافعين الأساسيين لهذه السوق. وتمارس هذه السوق من خلال بعض مؤسساتها القائدة دوراً بالغ الأهمية في إحداث التوازن المالي والاقتصادي، والحفاظ على الاستقرار النقدي، فضلاً عن كونها آلية هامة في تعبئة واستقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال من القطاعات ذات الطاقة التمويلية الفائضة إلى القطاعات ذات العجز في الموارد المالية.

يمكن تصنيف السوق المالية إلى مجموعتين:

- أسواق يتم فيها تداول أدوات مالية قصيرة الأجل (السوق النقدي).
- أسواق يتم فيها تداول أدوات مالية متوسطة وطويلة الأجل (سوق الأوراق المالية)⁽¹⁾.

¹ - حسين بن هاني، "الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)"، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002، ص 15.

1- تعريف السوق النقدي:

تعرف السوق النقدية على أنها "سوق المعاملات المالية قصيرة الأجل والقابلة للتداول (أقل من سنة)، وهذا النوع من الأسواق المالية ليس له مكان خاص ومحدد لإبرام الصفقات، إذ أنه يتكون من الأسواق المختلفة التي يتصل بعضها ببعض، والهدف الأساسي في وجود هذا السوق هو تمويل المشاريع الإنتاجية، ومدتها بالقروض، وأهم أدوات الإستثمار التي يتم تداولها في هذا النوع من الأسواق، أذونات الخزينة، القبولات المصرفية، شهادات الإيداع".
والأصل أن يتولى الجهاز المصرفي في الدولة عمليات سوق النقد حيث يقوم البنك المركزي بنوعين من العمليات:

- الإقراض المباشر للحكومة بأسعار فائدة رمزية.

- النيابة عن الحكومة في إصدار و ترويج تغطية الإكتتاب لما تصدره وزارة المالية⁽¹⁾.

وفي هذه العملية الأخيرة قد يدخل البنك المركزي إلى جانب المؤسسات المالية والأفراد مشتريا لهذه الأذون، حيث يتقدم بعبائه ويزايد عليها عند عملية بيعها شأنه شأن الجهات الأخرى، فإذا رسي المزاد عليه كان مقرضا للحكومة.

وقد يمتنع البنك المركزي عن شراء الأذون من مزادات بيعها، تجنب لحدوث تمويل تضخمي، ومنعا من التأثير على متوسط سعر الفائدة السائد، وتنفيذا لسياسته الرامية إلى امتصاص فائض السيولة لدى الأفراد ومؤسسات الإدخار للحد من ظاهرة التضخم، وفي هذه الحالة يكتفي البنك المركزي بالنيابة عن الحكومة في تنظيم عمليات الإصدار والاكتتاب.

أما البنوك التجارية فإنها تقوم من خلال سوق النقد بنوعين من العمليات أولهما خصم/حسم الأوراق التجارية (الكمبيالات، السندات الأذنية)، حيث تنطوي عملية الخصم على القرض قصير الاجل، تتحدد مدته بتاريخ استحقاق الورقة قدمه البنك إلى المستفيد، بقيمة أقل من قيمتها الإسمية، ويمثل الفرق بين القيمتين ربحا للبنك، وثانيهما تقديم القروض قصيرة الأجل إلى العملاء، حيث تشارك البنوك التجارية في هذه العملية البنوك المتخصصة (الزراعية، الصناعية الإسكانية).

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال العبد، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 23-24.

2- تعريف سوق الأوراق المالية:

لقد ورد تعريفها في العديد من المراجع المطلع عليها على أنها سوق رأس المال أو سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل وتشابه أغلب هذه التعاريف في المعنى ولا تختلف إلا من حيث الألفاظ، لذا سنقتصر على ذكر تعريفين:

تعرف سوق الأوراق المالية على أنها: "السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، وقد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بالبورصة، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن هذه الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهياكل المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتتداول فيها أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية".

ويمكن تعريف سوق الأوراق المالية وظيفياً بأنه: "السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات وهو بهذا يمثل الحيز أو الإطار الذي يجمع بائع الورقة المالية بمشترتها، أيا كانت وسيلة هذا الجمع أو مكان إلتقاء طرفي هذه العلاقة، مادام هذا الحيز أو الإطار يوفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في هذه السوق، بحيث توحد هذه القنوات الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية لأية ورقة مالية متداولة في السوق⁽¹⁾."

نستنتج من هذه التعاريف أن سوق الأوراق المالية عبارة عن مكان يتم فيه تداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، حيث يقوم بعملية التداول (بيع أو شراء، الأوراق المالية) مجموعة من المتخصصين في هذا النوع من المعاملات، وبذلك تكون هذه السوق حيزاً لالتقاء رغبات البائع والمشتري ومن ثم تتحدد الأسعار وفقاً لقانون العرض والطلب.

الفرع الثاني: وظائف سوق الأوراق المالية

تتفرد الأسواق المالية عامة بعدد من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق التقليدية كأسواق السلع أو أسواق العقارات، إذ يتم البيع والشراء في الأسواق التقليدية على سلع

¹ - Pierre conso, "gestion financière de l'entreprise", Edition Dunod, 2eme Edition, Paris, 1989, P 387.

وخدمات متوافرة بشكل مادي ملموس وتحقق منفعة لمن يجوزها جراء استهلاكها، أم البيع والشراء في أسواق الأوراق المالية فلا حاجة إلى الوجود المادي للصكوك والأوراق المالية وغيرها، إذ أنه يتم عبر شبكات الحاسوب الآلي، علاوة على أن الأوراق المالية كالأسهم والسندات لا تستهلك في حد ذاتها، بل تستخدم للحصول على العوائد والأرباح المتحققة من الاستثمار⁽¹⁾.

ويمكن تحديد وظائف سوق الأوراق المالية في العناصر التالية:

تشجيع الإستثمار: وذلك من خلال توفير مجالات تشغيل الأموال المدخرة، وخاصة بالنسبة إلى الذين تزيد دخولهم على مصروفاتهم، ولا يتوافر لديهم الوقت الكافي لمتابعة مشاريع استثمارية يرغبون في إقامتها.

ولذلك فإن ما يوفره الاستثمار في سوق الأسهم من فرص استثمارية جيدة يحفز المدخرين على زيادة مدخراتهم والاستفادة من الفرص الاستثمارية في السوق ويوفر رأس المال الكافي للشركات القيام بالاستثمار ومتابعة أعمالها.

تخفيض المخاطر: يقلل الاستثمار في سوق الأوراق المالية من مخاطر ضياع المدخرات والأموال إذا استثمارها المدخر بنفسه في مجالات أخرى لا يملك خبرة كافية فيها.

زيادة النمو الاقتصادي: يساهم تمويل المشاريع والاستثمارات المدرجة في سوق الأوراق المالية في زيادة الإنتاج من السلع والخدمات وفي نمو الاقتصاد، وهو ما يؤدي إلى زيادة الفرص الوظيفية للباحثين عن العمل ويوجه الأموال والمدخرات نحو المشاريع الأكثر جدوى وربحية. بالإضافة إلى أنه يتيح للمؤسسة بتجزئة رأسمالها مما يسمح للمساهمين بالخروج من ملكية المؤسسة بسهولة.

وتوفير المعلومات حول أسعار الأصول، أسعار الفائدة، الملائة المالية للمؤسسات... الخ، بتكاليف منخفضة مما يساعد في اتخاذ قرارات استثمارية أكثر رشادة.

الفرع الثالث: أقسام سوق الأوراق المالية

يمكن التفريق بين أسواق الأوراق المالية من خلال عدة معايير، منها المعيار القائم على أساس توقيت الإصدار والمعيار المعتمد على الأدوات المتداولة فيها.

1- أقسام السوق وفقا لتوقيت الإصدار:

¹ - صلاح الدين حسن السيسي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003، ص 5-6.

تنقسم سوق الأوراق المالية وفقاً لهذا المعيار إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية ويعتبر هذا التقسيم هو الأكثر شيوعاً.

1-1- أسواق أولية: تدعى كذلك بسوق الإصدار وتنشأ فيه العلاقة المباشرة بين المؤسسات من خلال طرحها للأوراق المالية والمدخرين عن طريق عرض هاته الأوراق للاكتتاب⁽¹⁾.

1-2- أسواق ثانوية: وتسمى كذلك سوق التداول، وهي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، تكمن أهمية السوق الثانوية في توفيرها للمستثمرين إمكانية تسهيل الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات بسهولة، وتكتسب الأسهم والسندات السيولة من خلال التقييم المستمر للسوق لها ومن خلال تفاعل قوى العرض والطلب، مما يؤدي إلى إقبال المستثمرين عليها واثقين من إمكانية تصفيتها بسرعة وبسهولة وبأقل تكلفة ممكنة، كما تنقسم هذه السوق إلى⁽²⁾:

1-2-1- أسواق منظمة: وهي البورصات المتواجدة في أماكن جغرافية محددة، وتخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، حيث يجري التعامل فيها بأسلوب المزايدة، فتعرض أمام المشتركين كافة طلبات البيع والشراء في آن واحد، ما يؤدي إلى حرية المنافسة وصولاً إلى أفضل الأسعار⁽³⁾.

1-2-2- أسواق غير منظمة: تسمى أيضاً الأسواق غير الرسمية أو الموازية، وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة على أوراق مالية غير مقيدة للتداول في البورصة، وهي سوق للمفاوضة تتحدد الأسعار فيها من خلال التفاوض بواسطة شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار المستثمرين، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية كما هو الحال في البورصات المنظمة.

2- أقسام السوق وفقاً للأدوات المتداولة فيها:

تتمثل الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية في الأسهم والسندات والمشتقات ومنه تنقسم السوق وفقاً لهذا المعيار إلى:

¹ - حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، دار الوراق، عمان، 2004، ص 113.

² - خالد وهيب الراوي، "إدارة المخاطر المالية"، دار المسيرة، عمان، 2009، ص 88-89.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية"، دار النشر للجامعات القاهرة، 2009، ص 15.

2-1- سوق الأسهم: تتيح للمؤسسات رفع رأس مالها من خلال اللجوء إلى العرض العمومي للإدخار وذلك بطرح أسهم للاكتتاب في سوق الأوراق المالية، والأسهم "أوراق مالية تمثل حقا في ملكية جزء من رأس مال المؤسسة، وتعطي لحاملها الحق في جزء من أرباحها".

2-2- سوق الرهون العقارية والتوريق: تشكل في بعض الدول الجزء الأكبر من أسواق سندات الدين، وسندات الرهون العقارية هي أوراق مالية تمثل القروض التي منحها البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة للعائلات والمؤسسات بغرض اقتناء عقارات، حيث تقوم البنوك والمؤسسات المالية بطرح سندات تستخدم حصيلتها في تقديم قروض عقارية تكون مضمونة بتلك العقارات.

2-3- سوق السندات: انطلاقا من التعريف اللغوي للسوق المالي وسوق الأوراق المالية، يمكن أن نعرفها بأنها ذلك القسم من سوق الأوراق المالية الذي يتم فيها إصدار وتداول سندات الدين الصادرة عن المؤسسات والحكومات والهيئات المختلفة وبناء على ذلك فسوق السندات لا تختلف عن باقي أقسام السوق المالية إلا من حيث الأداة المتداولة فيها، وهي السندات.

المطلب الثاني: القرض السندي وأنواع السندات

إن القرض السندي هو خيار من الخيارات المتاحة للمؤسسة للحصول على التمويل الخارجي عن طريق طرح مبلغ القرض في اكتتاب عام مقسم إلى أجزاء متساوية كل منها يمثل سند يكتب فيه عدد كبير من المقرضين، أي الاقتراض بصورة جماعية وهذا ما يسمى بالقرض السندي.

الفرع الأول: مفهوم القرض السندي

يعرف القرض السندي بأنه: "عبارة عن عقد أو أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقرض "مصدر السند" أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تواريخ محددة لحامل السند، ويحمل السند قيمة اسمية وتاريخ استحقاق معين ومعدل فائدة محدد"⁽¹⁾.

وعرفها القانون التجاري الجزائري على أنها "سندات الاستحقاق هي سندات قابلة للتداول، تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية.

ويعرف أنه "إسناد القرض أوراق مالية قابلة للتداول يحق إصدارها للمؤسسة المساهمة العامة أو المؤسسة المساهمة الخاصة، أو لأي من المؤسسات التي يجيز لها قانون الأوراق المالية إصدار هذا الإسناد ويتم طرحها وفقا لأحكام هذا القانون وقانون الأوراق المالية للحصول على قرض تتعهد المؤسسة بموجب هذه الإسناد بسداد القرض وفوائده وفقا لشروط الإصدار.

¹ - الزرري عبد النافع عبد الله وفرج غازي توفيق، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص 160.

ويعرف أيضا بأنه " رأس مال مقترض مجزأ إلى سندات ذات قيم محددة يكتب فيه الأفراد أو المؤسسات بسند أو أكثر، ويقوم المدين بسداد الفائدة المستحقة آخر كل سنة أو نصف سنة حسب الاتفاق كما تقوم برد قيمته إليهم في نهاية مدة القرض، وبذلك يتم استهلاك القرض السندي"⁽¹⁾.

نستنتج من التعاريف السابقة أن القرض السندي يستمد تسمية من المكون الأساسي وهو السند، لذا يمكن أن نعرفه على أنه: مجموعة سندات الدين التي تصدرها المؤسسة بهدف الحصول على قرض من مجموعة من المقرضين بحيث يتمتعون بنفس الحقوق.

الفرع الثاني: خصائص سندات القرض

تتميز سندات القرض بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأصول المالية والتي تتمثل في:

1- الخاصة القانونية:

السندات هي صكوك يقبل حاملها إقراض المؤسسة بشروط موحدة محددة مسبقا من قبل المصدرة لها، ويعني هذا أن المكتتبين في هذه السندات يقبلون هذه الشروط بدون تحفظ، ومن جهة أخرى يحق لحاملي السندات أن يتنازلوا عنها ويبيعها في أي وقت بدون علم المدين، تشكل هذه الخاصية الأساس القانوني الذي ينظم العلاقة بين الدائن والمدين⁽²⁾.

2- خاصية التداول:

السندات هي صكوك لحاملها أي قابلة للتداول، ولا تتحقق هذه الخاصية إلا إذا توفر سوق مالية لتسهيل تداول هذه الأوراق وبذلك تعتبر السندات استثمارات مالية، لهذا تسعى المؤسسات المصدرة للسندات إلى قيد تداول سنداتهما بالبورصة، وبدون هذا القيد تكون السندات أقل سيولة، وبذلك يصعب إصدار وتغطية القرض، يتطلب قيد السندات بالبورصة استجابة المؤسسات المصدرة لعدد من الشروط التي تفرضها هيئات أسواق المال.

3- خصائص السندات كأصل مالي:

تتميز السندات ببعض الخصائص التي تنطبق كذلك على الأصول المالية الأخرى، وتسمح معرفة هذه الخصائص بفهم هيكل قيم الأصول، وكذا دور الوساطة المالية في تحويل الأصول

¹ - عبد أحمد أبو بكر، "رياضيات التمويل والاستثمار"، دار النشر، عمان، 2005، ص 99.

² - حنفي عبد الغفار، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 274.

المالية ذات خصائص معينة إلى أصول أخرى تتميز بخصائص مغايرة، وتعتبر هذه الخصائص الأساس الذي يستند إليه الشخص في اختياره للأصول المالية، وأهم هذه الخصائص.

- النقودية: عندما تستخدم الأصول المالية كوسيلة للتبادل ووسيلة لتسوية المدفوعات فإنها ترقى لمرتبة النقود، وتسمى بأشباه النقود، وهذا ما ينطبق على أذونات الخزينة.

- القابلية للتجزئة وفئات الإصدار: ترتبط خاصية القابلية للتجزئة بأدنى قدر يمكن به تسهيل الأصل المالي أو تحويله إلى نقود، فالسندات تتميز بدرجات مختلفة من قابليتها للتجزئة بناء على فئات إصدارها التي يعبر عنها بوحدات من النقود.

- العائد: تتمثل في الفوائد الدورية التي تدفع لحملة السندات، وهي تمثل قيمة الثروة التي تضاف إلى المستثمرين في السندات.

- أجل الاستحقاق: وهو طول الفترة الزمنية حتى التاريخ المحدد لسداد أصل الدين، فالسندات تتميز بأنها غير دائمة ولها تاريخ استحقاق عكس الأسهم التي تعبر عن تمويل دائم.

- السيولة: بتسديدها بسهولة تسويق السند أي بيعه أو شرائه بسرعة وبسعر قريب جدا من سعر آخر صفقة أبرمت عليه، فكلما ارتفعت درجة سيولة السند ارتفع الطلب عليه.

- الخطر وعدم التأكد: تعد هذه الخاصية محددًا أساسيًا لقيمة السند، حيث تزيد رغبة المستثمرين في اقتناء السندات عندما تنخفض درجة المخاطر وعدم التأكد المرتبطة بالتدفقات النقدية المتوقعة⁽¹⁾.

الفرع الثالث: أنواع السندات

إن توسيع دائرة الخيارات أمام المستثمرين والمؤسسات لتلبية الحاجيات التمويلية والاستثمارية أدى إلى ابتكار العديد من أنواع السندات التي سمحت للمؤسسات حتى تلك التي هي على حافة الإفلاس من إصدار سندات توافق وضعيتها وتمكنها من تمويل أنشطتها.

1- السندات التقليدية:

هي السندات الأكثر انتشارا، وتصدر بمعدل فائدة ثابت وبأجل محدد، وتدفع الفوائد حسب فترة محددة سواء كل سنة أو كل ستة أشهر، ويمكن أن تكون مرفقة بضمان أو بدونه، كما يمكن أن تكون قابلة للاستدعاء ضمن شروط محددة مسبقا، يلائم هذا النوع من

¹ - عاطف وليد أندرواس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 60.

السندات المؤسسات التي ترغب في إصدار سندات طويلة الأجل دون أن تلزم نفسها بدفع معدلات فائدة مرتفعة نسبياً قد تنخفض مستقبلاً⁽¹⁾.

2- السندات المتضمنة خيارات:

وهي تتيح لحاملها حق استخدام خيار محدد مسبقاً ضمن شروط العقد، كخيار التحويل أو خيار الاستبدال، ومن السندات المتضمنة خيارات نجد:

2-1- السندات القابلة للاستبدال: ظهر هذا النوع في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1986، وهي سندات تتيح للمصدر جعل سياسته الاقتراضية أكثر مرونة، وتكون تكلفتها ضخمة بالنسبة للمؤسسة، وتصدرها المؤسسات ذات المركز الائتماني القوي⁽²⁾.

2-2- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: تتميز بإمكانية تحويلها إلى أسهم ملكية وفقاً لبنود العقد وبموافقة حامل السند، فإذا رغبت المؤسسة في رفع رأس المال بإصدار أسهم عادية فإن السعر السوقي للسهم سينخفض، ولحماية حملة الأسهم العاديين الحاليين من ذلك يمكن للمؤسسة إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، وحيث أن التحويل يتم بناء على معامل تحويل وعلى القيمة السوقية للسهم والسند، فإن رفع رأس المال بهذا الأسلوب لن يؤثر على قيمة السهم، وكذلك إذا رغبت المؤسسة في إصدار أسهم وكانت غير ذات شهرة⁽³⁾.

2-3- السندات ذات القسيمة بالاككتاب بأسهم: وهي السندات المرفوقة بقسيمات تؤهل حاملها للاكتتاب في سهم أو عدد من الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة ويمكن تداولها في البورصة بشكل منفصل شأنها في ذلك شأن الأوراق المالية الأخرى المتداولة، كما لهذه الأوراق المالية ميزة أفضل من سابقتها، إذ تمكن حاملها من أن يصبح مساهماً مع احتفاظه بصفة دائن.

2-4- السندات ذات القسيمة بالاككتاب بسندات: وهي السندات المرفوقة بقسيمات تؤهل حاملها للاكتتاب بسندات في فترة زمنية محددة مسبقاً وبسعر محدد مسبقاً، وبعد الاككتاب تفصل القسيمة عن السند وتسعر منفصلة عنه في السوق الثانوية.

¹ - أجن برغام، "الإدارة المالية"، الجزء الأول، ترجمة محمد فتوح وآخرون، شعاع للنشر، حلب، 2010، ص 383.

² - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات"، منشأة المعارف، ط2، الإسكندرية، 2008، ص 65.

³ - حنفي عبد الغفار، مرجع سابق، ص 322.

3- السندات الشبيهة برؤوس الأموال الذاتية المستقبلية (أدوات هجينة):

3-1- السندات القابلة للتسديد بأسهم ملكية أو بشهادات استثمار:

وهي السندات التي تسدد بالأسهم أو بشهادات الاستثمار إلزامياً في تاريخ الاستحقاق إلا في حالة تصفية المؤسسة، ويرتبط الجزء القابل للتسديد بالأرباح المحققة، ويمكن للمؤسسة عدم تسديدها بأسهم عند عدم تحقيقها قدر معين من الأرباح على أن ينص عقد القرض على ذلك، هذا النوع ملائم للمؤسسات التي تتميز بمخاطر متدنية لكنها بحاجة إلى أموال ضخمة في الأجل القصير وفي حاجة إلى رفع رأسمالها في الأجل المتوسط⁽¹⁾

3-2- الأوراق المالية التابعة: ويمكن التمييز بين نوعين منها:

3-2-1- الأوراق المالية التابعة لفترة غير محددة: هذه الأوراق غير قابلة للتسديد من حيث المبدأ إلا في حالة تصفية المؤسسة غير أن العقد يمكن أن يتضمن شرط التسديد المسبق لكل أو لجزء من القرض، وتوظف المؤسسة المصدرة لهذا النموذج جزء من الأموال المجمعة في سندات الخزينة لضمان تسديد القرض مستقبلاً.

3-2-2- الأوراق المالية القابلة للتسديد: هذه الأوراق لها تاريخ استحقاق وهي مشابهة للسندات التقليدية غير أن حاملها يصنفون في مرتبة أدنى من الدائنين العاديين للمؤسسة في حالة التصفية، وتسمى أيضاً بالسندات المتأخرة الرتبة، وبسبب هذا الخطر الإنتمائي الأكثر شدة فإن الفائدة المعروضة تكون أكثر ارتفاعاً وهي تعتبر متممة لرؤوس الأموال الخاصة، وهي تنقسم بدورها إلى نوعان: الأوراق المالية القابلة للتسديد والقابلة للتحويل إلى أسهم ملكية، والأوراق المالية القابلة للتسديد مع قسائم بالاكنتاب بسندات قابلة للتسديد بأسهم⁽²⁾.

4- السندات الدولية:

كانت السندات بداية تطرح في الأسواق المالية المحلية، وفي سنة 1963 استخدمت السندات الدولية لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعد ذلك تطورت واتسع العمل بها وأصبحت تشكل أداة للقرض الدولية طويلة الأجل وبالعملات الدولية المختلفة، وفي ظل حرية انتقال رؤوس الأموال أصبحت السندات الدولية تعمل على جمع المدخرات وإعادة توزيعها على نطاق دولي، وتتكون أسواق الدين الدولية من عدة أنواع:

¹ - خالد وهيب الراوي، "إدارة المخاطر"، مرجع سابق ص 120

² - وسام ملاك، "البورصات وأسواق الأوراق المالية العالمية"، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003، ص 111.

4-1- سندات الدين الصادرة والمتداولة في البلد المصدر: وهي السندات التي تصدرها المؤسسات في بلد إقامتها ويكتب فيها أشخاص أجنب، وعادة ما تصدر بالعملة المحلية.

4-2- سندات الدين الصادرة والمتداولة في بلد غير المصدر: وتسمى أيضا السندات الأجنبية، وهي سندات تصدرها مؤسسات أجنبية في سوق المال المحلي، وهي تخضع لقوانين الدولة المضيفة، وغالبا ما تصدر بعملة، ومن أمثلتها سندات اليانكي وهي السندات الأجنبية التي تباع في اليابان، وسندات بلدوج وهي السندات الأجنبية التي تباع في بريطانيا.

4-3- السندات الأوروبية: هي سندات تصدر في دول لا تستخدم العملة المصدر بها السند كعملة وطنية خاصة بها، وغالبا ما يتم إصداره بشكل متزامن في أكثر من دولة، يخضع إصدار وتداول السندات للتغيرات والتقلبات الاقتصادية وخاصة سعر الصرف وأسعار الفائدة، واستخدمت في الدول المتقدمة بشكل أوسع من استخدامها في الدول النامية بسبب المركز الاقتصادي القوي وعوامل الثقة والاستقرار الاقتصادي والسياسي والاجتماعي⁽¹⁾.

المطلب الثالث: بنية سوق السندات

إن تعدد الأدوات المالية التي تتيحها أسواق الأوراق المالية، جعلها تنقسم إلى سوق أسهم وسوق سندات أو السوق السندي، مما جعلها تخضع لنفس هيئات الإشراف على السوق وتستخدم فيها نفس أنظمة المعلومات وتعقد الصفقات عن طريق نفس الوسطاء وب نفس الآليات التي تعقد بها على باقي الأدوات المتداولة.

الفرع الأول: المتدخلون في سوق السندات

يشرف على سوق الأوراق المالية هيئات الرقابة، ويتدخل في سوق السندات المصدرون للسندات والمستثمرون فيها والوسطاء بينهم.

1- المصدرون: وهي الجهة التي تزود السوق بالسندات وهي تشمل:

1-1- المؤسسات: تقوم المؤسسات بالاقتراض من السوق المالية من خلال طرح السندات، والمؤسسات ذات السمعة جيدة في السوق، وذات الملاءة المالية المرتفعة يمكنها القيام بذلك بسهولة، أما باقي المؤسسات فقد تجد صعوبة في ذلك وقد تكون هذه العملية مكلفة لها، كما تتدخل مؤسسات القطاع المالي من المصارف والمؤسسات المالية في سوق السندات بصفتها مقترض من خلال طرح السندات لتمويل أنشطتها.

¹ - هيثم صاحب عجم، "التمويل الدولي"، دار زهران للنشر، عمان، 2006، ص 157 - 158.

1-2- الدولة: دفع ارتفاع عجز الموازنة بالعديد من الدول إلى تطوير تدخلها في سوق السندات من خلال طرح عدة أنواع من السندات الحكومية وبآجال استحقاق ومميزات مختلفة وتعتبر السندات الحكومية في العديد من الدول أكثر الأوراق المالية سيولة، من هذه السندات نجد⁽¹⁾:

- القروض السندية: وهي السندات التقليدية ذات معدل الفائدة الثابت. والتي تستحق في تاريخ محدد، توقفت العديد من الدول عن إصدار مثل هذا النوع من السندات.

- السندات العامة القابلة للتداول: هذا النوع من السندات تصنف ما بين سندات الخزينة المصدرة في السوق النقدي وقروض الدولة، وتنقسم إلى نوعين: سندات الخزينة القابلة للتجديد، وسندات الخزينة الشبهية.

1-3- الهيئات الحكومية وشبه الحكومية: تتمتع الجماعات المحلية وبعض الهيئات الأخرى بالاستقلالية المالية، بإمكان هذه الجهات الاقتراض من الأسواق السندات من خلال طرح سندات خاصة بها لتمويل أنشطتها.

2- المستثمرين: يمكن التمييز بين نوعين من المستثمرين، المستثمرين الأفراد والمستثمرين المؤسساتيين في السندات.

1-2- الاستثمار الفردي (الأفراد والمؤسسات): الاستثمار الفردي، هو قيام المستثمر بمفرده (شخص طبيعي أو مؤسسة تجارية أو صناعية) بعمليات بيع وشراء السندات في السوق المالية وهو بذلك يكيف عملياته وفقا لربحاته، كما أن العديد من الإصدارات تتطلب حد أدنى للاكتتاب قد يفوق قدرات الأفراد المالية، حصة هذه الفئة ضئيلة في سوق السندات، وعادة ما يتم تحفيزها على الاستثمار في السندات من خلال الإعفاءات الجبائية، وبالنسبة للمستثمرين الأفراد فإن حيازة السندات عادة ما ينحصر لدى فئات محدودة من المجتمع⁽²⁾.

2-2- الاستثمار المؤسساتي (الجماعي): الاستثمار الجماعي هو الاستثمار الذي تقوم به مؤسسات متخصصة في الاستثمار المالي، كما يندرج ضمن هذا النوع من الاستثمار، الاستثمار الذي تقوم به المصارف ومؤسسات التأمين وصناديق الإيداع والإدخار، فهي تساهم في تطوير أسواق السندات طويلة الأجل وتعزيز الطلب عليها.

¹ - وسام ملاك، مرجع سابق، ص 95.

² - محمد صالح الحناوي، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 31.

- يمكن أن يتخصص بعض المستثمرون في الاستثمار في السندات دون سواها من الأوراق المالية أو الجمع بين مختلف الأوراق المالية، وتختلف محفظة الأفراد عن محفظة صناديق الاستثمار في:
- محافظ صناديق الاستثمار أكبر حجماً من محافظ الأفراد.
 - إدارة محترفة للمحفظة لا يمكن للأفراد القيام بها.
 - تختلف إستراتيجية الاستثمار لكل فئة.
 - يراعي الأفراد الاعتبارات الضريبية بينما لا توليها الصناديق الاستثمارية نفس القدر من الأهمية.

3- الوسطاء: تمارس الوساطة في الأسواق المنظمة "البورصة" بالإضافة إلى سوق السندات من قبل مؤسسات أو شركات استثمارية متخصصة في ذلك، بتدخل الوسطاء بين المتعاملين في السوق لمساعدتهم في إتمام صفقاتهم، من خلال تلقي وتنفيذ أوامر البيع والشراء التي يتلقونها من قبل المتعاملين بالإضافة إلى إدارة محافظ استثمارية لحسابهم الخاص أو لحساب الغير مقابل عمولة، كما يقوم الوسيط بتقديم الاستشارة للمستثمرين والمؤسسات فيما يتعلق بالعمليات المتصلة بسوق الأوراق المالية من حيث التوقيت الملائم والرؤية المستقبلية للسوق.

الفرع الثاني: أقسام سوق السندات

مثل سوق الأوراق المالية، تنقسم بدوره سوق السندات إلى سوق أولية وسوق ثانوية فالسوق الأولية هي تلك التي تتم فيها إصدار السندات لأول مرة، أما السوق الثانوية فهي التي يتم تداول السندات فيها بين المستثمرين والتي تنقسم بدورها إلى سوق منظمة وغير منظمة⁽¹⁾.

يشكل تداول السندات في السوق غير المنظمة عادة نسبة أكبر من حجم تداولها في السوق المنظمة نتيجة تركيز ملكيتها لدى قلة من المستثمرين، وتداولها في هذه السوق يكون بالتراضي بين المستثمرين المؤسساتيين وذلك بالاتصال المباشر، وبما أنها سوق غير منظمة، فلا يتم نشر أسعار هذه الصفقات والسندات المقيدة بالبورصة يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة بأسعار ترتبط بأسعار البورصة.

كما يتم تداول السندات بين المستثمرين المؤسساتيين بعد إصدارها وقبل تسعيرها في السوق المنظمة، تسمى هذه الفترة التي تلي الإصدار مباشرة بالسوق الرمادي، يتم خلال هذه الفترة إعادة توزيع السندات بين المستثمرين وفقاً لاحتياجاتهم مما يؤدي إلى توزيع الأعباء بينهم مما

¹ - أجين برغام، "الإدارة المالية"، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 420

يسمح بإعادة تسعير السندات بكفاءة أكبر، مما يجعل من هذه السوق مؤشر حقيقي لدرجة جودة السندات.

إن تواجد المؤسسة بالبورصة يعطي الانطباع بتطورها وتمتعها بالمصداقية المالية والاقتصادية وكفاءة إدارتها، كما يعمل إدراج السندات للتداول بالبورصة على⁽¹⁾:

- تحسين سيولة السندات، فذلك يسمح لحاملي السندات ببيعها عند الحاجة ما يشجع على الإقبال على الاكتتاب في إصداراتها المستقبلية.

- تحديد القيمة السوقية لسندات المؤسسة وبالتالي تقدير ثقة المقرضين في الجدارة الائتمانية للمؤسسات وفي مستقبلها.

- توفير المعلومات وتحسين جودة الإدارة يوفر للمؤسسة فرص أفضل للحصول على التمويل من خلال السوق المالية ومن خلال المصارف.

يرتبط ذلك كله بمدى قدرة المؤسسة على استمراريتها في تحقيق النمو وتحقيق أفضل النتائج وهو ما يتطلب تبني الاستراتيجيات الملائمة التي تؤدي لتكوين وتأهيل الموارد البشرية للمؤسسة.

الفرع الثالث: طرق تسعير السندات

تختلف إجراءات ونظم تداول السندات من سوق لأخرى وفي السوق الواحدة من سند لآخر، يتلقى الوسطاء أوامر من قبل المستثمرين، ثم يتولى كل وسيط متابعة تنفيذها، هناك عدة أنواع من الأوامر.

1- أوامر السوق: وهو النوع الشائع الذي يطلب فيه المستثمر بيع أو شراء السند فوراً، وفي هذه الحالة عليه أن يكون شبه متأكد من سعر السوق.

2- الأوامر المحددة للسعر: هي أوامر يحدد فيها المستثمر سعر محدد أو حد أقصى أو أدنى يرغب في إتمام الصفقة به، وقد تكون هذه الأوامر محددة الوقت أو مفتوحة.

وهناك أسلوبين للتوصل إلى سعر تنفيذ صفقة السندات بإحدى الطريقتين:

- الجمع بين المشتريين والبائعين.

- مساعدة كليهما في الحصول على أفضل سعر متاح.

ويمكن أن نميز بين أسلوبين لتحديد أسعار الصفقات وعرضها في البورصة:

1-2- التسعير بالتحديد: هو نظام تحديد سعر السندات في البورصة، وهو يستخدم لتحديد سعر السندات الأقل سيولة والتي لا يتم تداولها بشكل كبير، ويمكن أن نجد أكثر من سعر

¹ - محمد فتحى البدوي، "التمويل الدولي"، الكتاب الثاني، الأكاديمية الحديثة، القاهرة، ص 73.

واحد في اليوم، تتم مقابلة أوامر البيع وأوامر الشراء وتحديد السعر الذي يسمح بتحقيق أقصى عمليات التبادل⁽¹⁾.

2-2- التسعير المستمر: وفق هذا النظام يتم تحديد السعر من خلال التفاوض بين الوسطاء مباشرة أو عن طريق المزايعة، ويعلن مباشرة في البورصة عن سعر آخر صفقة أبرمت، ويستخدم هذا الأسلوب للسندات الأكثر سيولة.

ويمكن تحقيق التسعير الأمثل للسندات من خلال وجود سوق يتمتع بالكفاءة في تسعير السندات.

1- كفاءة تسعير السندات: إن كفاءة تسعير السندات تقتضي أن يتميز السوق بالكفاءة، ويعرف السوق الكفاء على أنه "يكون السوق كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة".

ومن هنا نلاحظ أن مفهوم كفاءة السوق مرتبط بالمعلومات وبالتالي تتوقف على مدى توفر السوق على نظام فعال للمعلومات يحيط جميع المشاركين بنفس المعلومات وفي نفس الوقت بدون تكاليف وبدون قيود.

2- خصائص السوق الكفاء: إن أحد الأسباب التي تؤدي بالمدخرين لتوظيف أموالهم في السندات هي أن يمتاز السوق بالميزات التالية:

2-1- كفاءة التسعير: وهي أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، وهذا نتيجة وصول جميع المعلومات إلى السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير، فيحصل الجميع على المعلومات بدون تكلفة فتتاح للجميع نفس الفرص فلا يمكن لأحد المتعاملين تحقيق ربح غير عادي⁽²⁾.

2-2- كفاءة التشغيل: تقتضي بأن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حد مقارنة بالعائد الذي يمكن أن تسفر عنه تلك المعاملات، فتنخفض الكفاءة التشغيلية بزيادة الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، وترتفع بانخفاض الفرق بينهما⁽³⁾.

¹ - محمد صالح الحناوي وآخرون، "بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 83.

² - حنفي عبد الغفار، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 214.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص 77.

2-3- الكفاءة الهيكلية: وهي تعكس درجة المنافسة في السوق وتقاس بعدد المشاركين فيه، فكلما زاد عددهم، لن يتمكن أحدهم التأثير على الأسعار وبذلك تتحقق المنافسة وتتحقق أفضل فرص البيع والشراء.

2-4- عدالة السوق: وذلك بإتاحة فرص متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات، وبالتالي يجب أن تصل كل المعلومات إل كل المتعاملين في نفس الوقت.

2-5- الأمان: يقصد به ضرورة توفر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل الغش والتدليس وغيرها.

3- مستويات الكفاءة: تنقسم درجات الكفاءة على أساس افتراضي إلى ثلاث مستويات:

3-1- أسواق ضعيفة الكفاءة: يقوم الافتراض أن الأسعار السائدة في لحظة معينة في السوق تعكس كل ما يمكن معرفته عن الأسعار الماضية للسندات المالية وحجم تبادلها، فهذه الأسعار تعكس المعلومات التاريخية.

3-2- أسواق متوسطة الكفاءة: وفق هذه الفرضية تعكس الأسعار بكفاءة كافة المعلومات المتاحة للجمهور والتوقعات التي تقوم عليها تلك المعلومات، كالحالة الاقتصادية و النتائج المالية.

3-3- أسواق عالية الكفاءة: هذا الافتراض يعكس الأسعار كافة المعلومات الممكنة أن تكون متاحة لفئة محددة، كإدارة المؤسسة والعاملين فيها أو التي يمكن أن يصل إليها المحللون، وفي هذه الظروف يستحيل تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين.

المبحث الثاني: تطوير أسواق السندات

إن الإعلان عن انطلاق سوق السندات لا يؤدي بالضرورة إلى بداية نشاطه، بل يتطلب ذلك تضافر جهود العديد من الجهات ذات الصلة، في المراحل الأولى لإنشائه تظهر عدة اختلالات (مظاهر فشل السوق) تفرض ضرورة تدخل الدولة لتصحيحها منها غياب الثقة وقلة المصدرين والمستثمرين وغياب الممارسات المتعلقة بالأوراق المالية لدى المصدرين والوسطاء والمستثمرين، وضعف التداول في السوق الثانوية. وسنخصص هذا المبحث لدراسة المطالب التالية:

- أهمية سوق السندات

- العوامل المؤثرة في تطوير سوق السندات.

- مقومات نجاح سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: أهمية سوق السندات

إن إنشاء وتطوير سوق سندات ليس غاية في حد ذاته، بل تكمن الغاية في ما يمكن أن يحقق تطويره وفي مدى فاعليته في تحقيق أهداف النظام المالي باعتباره أحد مكوناته، لذلك ينبغي الإدراك بأهمية أسواق السندات ومعرفة القواعد والعوامل المساعدة على تطويرها وتوفير البيئة المناسبة لعمل السوق.

الفرع الأول: توفير بدائل تمويلية

تتميز المشاريع الاستثمارية الكبيرة بارتفاع درجة المخاطر بسبب طول مدة الانجاز التي تستغرقها والتي تبدأ بعدها في تحقيق الأرباح هذه الخصائص تسبب تردد المستثمرين في تمويل هذا النوع من المشاريع، كما أن البنوك مقيدة في تقديم الائتمان طويل الأجل بميكمل أصولها. فسوق السندات مصدر ملائم لهذا النوع من المشاريع لكونه يوزع مثل هذه المخاطر بين عدد كبير من المستثمرين.

من ناحية أخرى، تفتقر أسواق الأسهم في الدول النامية إلى العمق اللازم نتيجة العدد المحدد من الأسهم المتداولة نظرا لغياب ثقافة الأسواق المالية خاصة لدى المصدرين، ووجود عدد كبير من المؤسسات العائلية وعدم الرغبة في تحمل المخاطر من قبل المستثمرين المحليين نتيجة انخفاض رأسمال المؤسسات المحلية الخاصة، وعدم تنوع النسيج الإنتاجي، وبالتالي تستخدم الديون كمصدر أساسي لتمويل الاستثمارات، لهذا يعد سوق السندات مصدرا تمويليا مناسباً للمؤسسات.

وبوجود سوق سندات متطور فإنه يعمل على رفع تنافسية القطاع المالي ومن ثم تطوير الخدمات المقدمة للأفراد والمؤسسات وخفض تكلفة الوساطة المالية وبالتالي خفض تكلفة التمويل، إذ يمكن لسوق السندات المتطور أن يؤدي إلى تراكم السيولة من خلال جمع أكبر قدر ممكن من المدخرات، وبالنتيجة التأثير على تكلفة رأس المال بالانخفاض .

الفرع الثاني: تنوع الأدوات الإدخارية

تتطلب تعبئة الإدخار توفر المؤسسات والأدوات المناسبة لتحقيق ذلك وبالتالي يوفر سوق السندات للقطاعات ذات الفئات المالي قناة لتوظيف مدخراتهم من خلال توفير إمكانية الإستثمار طويل الأجل، كما تعمل كثرة وتنوع الأوراق المالية المتاحة وبآجال مختلفة وتوفير المعلومات عن هذه الأوراق والمؤسسات المصدرة لها على جذب فئات جديدة من المدخرين الذين لا يستخدمون القطاع المصرفي بسبب عدم جاذبية الأدوات الإدخارية المصرفية أو عدم مرونتها أو عدم الثقة في القطاع المصرفي، إذ تعتبر أسواق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية صلة الوصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، فهي تلعب دوراً هاماً في توزيع مدخرات الأفراد على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي للبلاد، إذ أظهرت الدراسات أن أسواق الأوراق المالية ساهمت مساهمة فعالة في تنمية العائدات الإدخارية.

الفرع الثالث: تقييم المخاطر الائتمانية

يتطلب القيام بتحليل الائتماني وتقييم المخاطر بذل الكثير من الجهد لجمع أكبر قدر من المعلومات حول مختلف القطاعات والمؤسسات، والقيام بمجموعة واسعة من التحليلات والتقييمات ما يجعله نشاطاً مرتفع التكلفة، ولأن المصارف تهتم بالإقراض الذي يتطلب كثافة المعلومات تجنبا لمخاطر الإقراض فإنه يصعب عليها الإحاطة بكل تلك المعلومات وإجراء تقييم لكل الأنشطة الاقتصادية، أما بوجود سوق سندات فيزداد عدد المقرضين وعدد المهتمين بتحليل وتقييم المخاطر، وبالتالي تنخفض تكلفة الحصول على المعلومات وتحسن جودة التحليلات والتقييمات ومنه دقة تقييم المخاطر، إن التصنيف الائتماني للسندات عملية غاية في الأهمية لضمان نمو سليم لسوق السندات⁽¹⁾ ومع تطور مهنة التحليل الائتماني وتوفير المعلومات، تستقطب المؤسسات ذات الملاءة المالية الأفضل إدخارات المقرضين وأفضل من

¹ - جمعة محمود مصطفى عباد، "أهمية استخدام السندات بديلاً للاقتراض المصرفي الطويل الأجل وأثره على المؤسسات المساهمة العامة الأردنية والمستثمرين"، رسالة دكتوراه، جامعة عمان العربية، كلية الدراسات المالية والإدارية، قسم التمويل، 2002-2003، ص 85.

غيرها، مما يولد ضغوطا على مدراء المؤسسات لبذل المزيد من الجهود لتحسين تنافسية مؤسساتهم وتحسين أوضاعهم المالية ورفع مستوى كفاءة التسيير وإختيار أفضل المشاريع مردودية، كما يعمل سوق السندات في ظل التحرير المالي على تحديد أسعار الفائدة وفق قواعد السوق، ويتوجه المقرضون إلى تقديم القروض للمؤسسات التي تطرح سندات ذات العوائد الأعلى لكونها تستثمر في مشاريع ذات عوائد مرتفعة، وبالنتيجة التخصيص الأمثل للائتمان.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في تطوير سوق السندات

للوصول إلى سوق سندات فعال ونشط يتطلب توفير بيئة مناسبة تساعد المؤسسات على إصدار السندات وتساعد المدخرين على طلب الاككتاب فيها، من هذه العوامل ما يتعلق بالسوق مباشرة، ومنها ما يتعلق بالبيئة المحيطة به، ثم إثبات أثرها من خلال الدراسات التي أجريت على أسواق السندات في بلدان متقدمة وأخرى نامية.

الفرع الأول: علاقة سوق السندات بسوق الأوراق المالية الحكومية

أصبح الاعتقاد راسخا بأن الخطوة الأولى في إنشاء سوق سندات محلي هي إنشاء سوق كفاء، وعميق للأوراق المالية الحكومية، فعامل الثقة من أهم الركائز لتطوير الأسواق المالية وسوق السندات بشكل خاص، وهذه الثقة يمكن للحكومات إنشاؤها في السوق إذ أن الأوراق المالية الحكومية لا تستند إلى أصل مالي ما هو الأمر بالنسبة لسندات المؤسسات بل إلى الثقة في الحكومة.

ومنه فإن تدخل الحكومة لإنشاء سوق سندات محلي كفاء ضروري، فذلك يؤدي إلى:

- تأسيس البنية التحتية الضرورية والملائمة لنشاط السوق.
 - تعود المستثمرين والوسطاء على التعامل وتكوين محافظ للأوراق المالية، من خلال بعث المنافسة بينهم في السوق الأولية باختيار الطريقة المناسبة لإصدار وترويج الأوراق المالية الحكومية.
 - إنشاء منحى العائد الذي تسترشد به المؤسسات الراغبة في إصدار السندات.
- تدل تجربة العديد من البلدان المتقدمة وخاصة "الولايات المتحدة الأمريكية" أن تطور نشاط الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية وإدارة المخاطر، كان نتيجة تنظيم إصدار الأوراق المالية الحكومية وكان لهذا التطوير انعكاسه على تطوير السيولة في الأسواق المالية.

الفرع الثاني: العوامل المتعلقة بالسوق

1- تطوير البنية التحتية للسوق:

يتطلب تنشيط سوق السندات بفاعلية وجود إطار تنظيمي ورقابي فعال الذي يحقق كفاءة وعدالة الأسواق، والذي يضمن التقليل من المخاطر وحماية المتعاملين، يشمل هذا الإطار:

1-1- التشريعات المنظمة لعمل السوق: فالتشريعات تحدد العلاقة بين مختلف الأطراف وتوضح حقوق وواجبات كل منهم، وفي حالة ضعفها أو غموضها سيعمل ذلك على نفور المتعاملين في السوق.

1-2- هيئات التنظيم والإشراف: التي تعمل على وضع قواعد التعامل في السوق من خلال وضع اللوائح ومتابعة تنفيذها والرقابة على عمليات التداول التي يقوم بها المستثمرون والوسطاء والسماسرة وكل المتدخلين في السوق، وكذا السهر على ضمان سلامة ومصداقية المعلومات المقدمة للمستثمرين في الأسواق المالية لضمان تجنب عمليات الغش والاحتيال⁽¹⁾.

1-3- أنظمة المعلومات والمقاصة والتسوية والحفظ المركزي: نظرا للحجم الكبير من الصفقات والمبالغ المتداولة يوميا تعمل هذه الأنظمة على ضمان شفافية عمليات التداول وتوفير الحماية للمعاملات المالية وخفض تكاليفها وسرعة تنفيذها، لذا تعمل هيئات إدارة الأسواق المالية على تطوير الأنظمة التي تسمح بإتمام المعاملات في أقل مدة ممكنة باستخدام أحدث التقنيات في عمليات التداول والتسوية تجنباً للمخاطر التي قد تنجم عنها⁽²⁾.

2- قاعدة من المصدرين:

يرتبط وجود السوق ونشاطه بتوفير الحجم الكافي من الإصدارات، لهذا يجب أن يتوفر الاقتصاد على عدد كبير من المؤسسات التي تستجيب لشروط إصدار السندات، ويجب أن تتوفر لدى هذه المؤسسات الرغبة والحافز لإصدار القرض السندي، فالرغبة في إصدار القرض السندي تنبع من حاجة المؤسسة إلى التمويل نظرا لوجود الفرص الاستثمارية، والحافز يتمثل في انخفاض تكلفة التمويل وتوفير المقرضين الراغبين في الاكتتاب في السندات، وتوفير الكادر البشري المؤهل للتعامل مع التمويل من السوق المالية، أما الاقتصاديات التي تتميز بهيمنة

¹ - عاطف وليد أندراوس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحليل المالي ومتطلبات تطويرها"، مرجع سابق، ص 90.

² - محمد بن إبراهيم السحيباني، "آليات التسوية والمقاصة في سوق الأوراق المالية"، دار كنوز إشبيلية، الرياض، 2009، ص 40.

مؤسسات القطاع العام وضآلة مؤسسات القطاع الخاص، أو قلة المؤسسات المساهمة أو ضعف الإدارة المالية للمؤسسات، فستجد صعوبة في تنشيط وتنمية سوق السندات.

3- قاعدة من المستثمرين:

قبول المستثمرين للاكتتاب في السندات عنصر بالغ الأهمية لتطوير سوق السندات، تؤثر كل من ثقافة الفرد والثقافة السائدة في المجتمع في نظرة الأفراد إلى سوق السندات، ومنه يمكن أن نستنتج أن للعامل الديني تأثير مباشر على قبول الأفراد للاكتتاب في السندات، وينطبق هذا أيضا على مدراء المؤسسات في تقبلهم استخدام القرض السندي كأداة تمويل، وباعتبار السندات تنطوي على الربا المحرم في الشريعة الإسلامية، يعد هذا العامل ذو تأثير مباشر على تطوير سوق السندات في المجتمعات الإسلامية .

الفرع الثالث: تطوير القطاع المصرفي والخدمات المرافقة للسوق

1- تطوير القطاع المصرفي:

أسواق السندات الأكثر تطورا توجد في الاقتصاديات التي بها قطاع مصرفي أكثر تنافسية وتطورا حيث تعد المصارف من بين أهم المتعاملين في أسواق السندات بصفتها مصدرا مستثمرا وسيطا أو من صناع السوق، فعادة ما تلجأ المؤسسات إلى المصارف لتسويق إصداراتها من السندات لكونها تملك شبكة واسعة من الفروع وهي أقرب للمدخرين، وفي حالة عدم تغطية الإصدار تكتسب فيه المصارف، ثم تتولى تصريف السندات في سوق التداول لاحقا، وبهذا يظهر دور المصارف في أسواق سندات ناشئة حيث يقل احتمال اكتتاب الجمهور في كامل الإصدار، ولا يمكن للمصارف القيام بهذه الوظيفة "متعهد الإصدار" ما لم تتوفر لديها الأموال الكافية للقيام بذلك، وتوفرت لديها الخبرة في تسويق الأوراق المالية وهذا يرتبط بدرجة تطورها وكفاءتها⁽¹⁾.

2- توفر الخدمات المرافقة للسوق:

يتعلق الأمر بمكاتب التحليل والتقييم الائتماني، ففي الأسواق الناشئة تزداد حساسية السوق لأي خلل يصيب أحد مكوناته، فمواجهة مؤسسة بالمصاعب المالية تؤدي إلى عدم الوفاء بالتزاماتها اتجاه الدائنين أو إفلاسها يزعزع الثقة في السوق المالية ويضطرب أداءه، مما قد يؤدي إلى نفور المستثمرين وإلى تراجع في الأسعار بما يلحق الخسائر بحملة السندات، وسيكون من الصعب على المؤسسات اللجوء إلى إصدار السندات في مثل هذه الظروف، لذلك تؤدي

¹ - سامح عبد المطلب عامر، "إدارة الأعمال الدولية"، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010، ص 50.

مؤسسات التقييم الائتماني دورا هاما في إطلاع المستثمرين على الجدارة الائتمانية للمؤسسات، وتشترط بعض هيئات الإشراف على الأسواق المالية إخضاع المؤسسات لتقييم سنداها من إحدى الهيئات المتخصصة قبل إدراجها، فهذا الإجراء يساعد على استقرار التعامل في الأسواق.

المطلب الثالث: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية

إن قيام سوق الأوراق المالية في أي بلد ما يتطلب توفير مقومات النجاح لتلك السوق وإحاطتها بالضمانات اللازمة من النواحي القانونية والتنظيمية والإدارية، الأمر الذي يساعد في إنجاح مسيرة السوق وقيامها بفاعلية.

ولذلك يشترط لنجاح أي سوق للأوراق المالية توفير مجموعة من المقومات والشروط.

الفرع الأول: الشروط العامة لنجاح سوق الأوراق المالية

وهي الشروط التي تتعلق بالمحيط الاقتصادي العام الذي تتواجد فيه سوق الأوراق المالية فيها:

- وجود نظام اقتصادي رأسمالي حر يتميز بوجود حافز الربح الذي يشجع الأفراد على تشغيل أموالهم أملا في إنمائها والحصول على أكبر عائد ممكن، ومن غير الممكن تصور قيام أو اعتماد بورصة للأوراق المالية في ظل سيادة الدولة على الاقتصاد وتهميش أو غياب القطاع الخاص، أو تجميد مشاريع الخوصصة أو مشاريع تنازل الشركات العمومية التابعة لدولة عن حصص من رأسمالها للعمال أو للمواطنين أو لهيئات محلية أو خارجية، وفتح رؤوس الأموال أمام المدخرين، الأمر الذي يؤدي في حالة اعتمادها تلقائيا إلى تنشيط عملية الإدخار الذي يقضي بدوره إلى إقامة سوق الأوراق المالية⁽¹⁾.

- الاستقرار السياسي والاقتصادي وذلك من خلال "توافر فلسفة اقتصادية واضحة المعالم تتبناها الدولة التي تسعى لتنظيم سوقها، تقوم على الإيمان بالحرية الاقتصادية كمنهج عمل، وبالذور الريادي الذي يمكن أن يلعبه القطاع الخاص، ومدى الرغبة لدى راسمي السياسات الاقتصادية في ممارسة هذا القطاع لدوره، باعتبار أن المهمة الأساسية لهذه الأسواق تقوم على تجميع المدخرات والفوائد الخاصة ونقلها إلى أوجه الاستخدام لعملية الإنتاج"⁽²⁾.

- وجود شركات الوساطة المتخصصة في تحليل الأوضاع المالية للشركات المدرجة والاقتصاد الوطني.

- وجود عملة وطنية قوية تتمتع بحد معقول من استقرار قيمتها.

- مستوى من الدخل يعطي الأفراد القدرة على الإدخار.

¹ - محمد الصريفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006، ص 36-37.

² - محمود صبيح، "التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية"، البيان للطباعة والنشر، الطبعة الثالثة، القاهرة، 2000، ص 140.

- توافر الوعي الاستثماري و ثقافة البورصة لدى الأفراد.
- وجود جهاز مصرفي متكامل، سليم وفعال لما له دور بالغ الأهمية في عملية الوساطة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز في التمويل.
- كما يعتمد نجاح سوق الأوراق المالية في أي دولة في العالم على ما توفره الحكومة من رعاية وحماية لهذه السوق، ويتم ذلك عن طريق:
- وجود تشريعات قانونية واضحة صريحة وقوية تشجع قيام ظاهرة السمسرة والوساطة والوكالات لضمان التصريف والتجديد والابتكار و زيادة ثقة المستثمرين بالأوراق المالية المتداولة.
- "وضع التشريعات والتنظيمات الفعالة لتنظيم عمليات التبادل في سوق الأوراق المالية، على أن تكون هذه التشريعات متفقة مع خصائص وطبيعة المجتمع من الناحية الاقتصادية والاجتماعية لحماية المستثمرين والاقتصاد الوطني".
- فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة للشركات بهدف التأثير على حركة التعامل في سوق الأوراق المالية.⁽¹⁾
- وجود نظام سليم للمحاسبة يوفر القدر الكافي من المعلومات الملائمة التي تمكن المستثمرين من استخدامها للاختيار بين البدائل.

الفرع الثاني: الشروط الخاصة لنجاح سوق الأوراق المالية

ويمكن إيجازها في ثلاثة شروط أساسية:

1- شرط الذرية:

يقوم هذا الشرط على ثلاثة مبادئ تهدف إلى جعل بورصة الأوراق المالية أكثر تنافسية وبالتالي قدرة على جذب الإدخار وهي:

- مبدأ تعايش قسمي السوق، فكلاهما مهم ولازم للآخر ومكمل له، فالسوق الأولية هي المرحلة الأولى في نشاط البورصة حيث تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية التي طرحها للاكتتاب في البورصة وبالتالي تحصل على الأموال اللازمة لتمويل المشروعات أو التوسع في المشاريع القائمة، أما المرحلة التالية فتتم في السوق الثانوية، السوق التي تسمح للمكتتبين في السوق الأولى لتغطية احتياجاتهم من السيولة.

¹ - نادية أبو فخرة ومحمود صبح وشامل الحموي، "الأسواق والمؤسسات المالية"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2005، ص 83.

- مبدأ تعدد المتدخلين: فوجود عدد كبير من المتدخلين سواء كانوا بائعين أو مشتريين، عارضين أو طالبين، يوفر لبورصة الأوراق المالية حد أدنى من التنافس اللازم من أجل السير الفعال لها.

- مبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة: وذلك من أجل تقليص المخاطر.

2- شرط السيولة:

يقصد بها مجموعة الخصائص التي إذا توافرت في سوق ما جعلت من الممكن سهولة تسويق الأوراق المالية فيه وهو شرط يهدف إلى ضمان فعالية سير بورصة الأوراق المالية عن طريق مجموعة من المبادئ:

- مبدأ حرية الدخول والخروج: أي سهولة الدخول والخروج من وإلى السوق دون مضايقات أو حواجز.

- مبدأ حرية الاستثمار: بعدم التمييز بين المستثمرين، أي أن قوانين التنظيم الداخلي للسوق تسري على الجميع دون تمييز⁽¹⁾.

- مبدأ عدم استقرار رأس المال: لضمان سيولة الإدخار للمستثمرين لأجل طويل، وكذا حرية تنقل رؤوس الأموال.

- مبدأ الاستقرار: فستتأثر أسعار الأوراق المالية بنوعين من المخاطر، مخاطر خاصة بالمؤسسة يمكن تقليصها أو الحد منها عن طريق تحسين أداء المؤسسة المعنية، ومخاطر منظومية ناجمة عن عدم استقرارية محيط بورصة الأوراق المالية من جميع النواحي السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية والثقافية.

3- شرط الشفافية:

فيجب أن تتوفر للمدخر كافة المعلومات الدقيقة والصادقة التي يمكن الوصول إليها أي لحظة لجميع المستثمرين، توفر هذه المعلومات يكون عن طريق النشرات الرسمية للبورصة وكذا الملصقات واللوحات الإلكترونية التي تكون مجانية على حساب البورصة الأمر الذي يمنع التعامل الداخلي المستند إلى معلومات متوفرة لشخص دون آخر ويدعم الثقة في الأوراق المالية بين المستثمرين.

¹ - محمود أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها"، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص 83-84.

كما يجب فرض عقوبات شديدة ضد نشر معلومات مالية مضللة أو إخفاء معلومات ضرورية.

ويمكن إضافة شروط أخرى تتعلق بتنظيم سوق الأوراق المالية:

- كوجود إدارة عامة ذات كفاءة ونزاهة تتصف بالحياد التام ولها القدرة على اتخاذ القرارات في الوقت المناسب.

- كذا وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على مواكبة التطورات والتغيرات المالية والاقتصادية ذات الصلة بأسواق الأوراق المالية ويعمل على توفير الحماية اللازمة للمتعاملين بالأوراق المالية ويمنع التلاعب أو الاستغلال سواء بين المتعاملين أو بينهم وبين الوسطاء.

المبحث الثالث: أسواق السندات في بعض الاقتصاديات الناشئة

في سياق التكيف مع التحولات الاقتصادية العالمية الرامية إلى التحول إلى اقتصاد السوق، زاد اهتمام الدول النامية بتطوير أسواقها المالية من خلال تطبيق إصلاحات واسعة على أنظمتها الاقتصادية والمالية، وقد نالت أسواق السندات أهمية في تلك الإصلاحات، ولتوضيح ذلك نخصص هذا المبحث لدراسة:

- أسواق السندات في أمريكا اللاتينية.

- أسواق السندات في آسيا (ماليزيا نموذجاً).

- أسواق السندات في إفريقيا (المغرب نموذجاً).

المطلب الأول: أسواق السندات في أمريكا اللاتينية

تمكنت العديد من دول أمريكا اللاتينية خاصة أكبر اقتصاديات المنطقة من تحقيق معدل نمو اقتصادي مرتفع ونجاح ملفت في تطوير أسواقها المالية بشكل عام وأسواق السندات بشكل خاص⁽¹⁾.

الفرع الأول: حجم وخصائص السوق

إن توسع إصدار السندات بشكل كبير في دول أمريكا اللاتينية، جعل أسواق السندات المحلية المصدر الرئيسي لتمويل القطاعين العام والخاص ونتيجة لذلك استطاعت دول المنطقة التخفيف من حدة تبعيتها للتمويل الخارجي وأدى إلى نمو أسواق السندات بوتيرة أسرع من نمو الاقتصاد وكنظائره في الأسواق الناشئة تشكل الأوراق المالية الحكومية في أسواق أمريكا اللاتينية القسم الأهم في السوق تليها سندات القطاع المالي، أما سوق سندات المؤسسات فلم يعرف نفس درجة التطور.

استخدمت دول أمريكا اللاتينية مختلف أنماط معدلات الفائدة على القسائم الثابتة العائمة المرتبطة بأسعار الصرف والمرتبطة بالتضخم من أجل إزالة المخاطر المرتبطة بالتضخم وسعر الصرف بالنظر إلى أوضاعها الاقتصادية المتسمة بعدم الاستقرار.

إن أسعار الفائدة الثابتة تسمح بعزل عجز الموازنة عن تقلبات أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وتوفر للبنك المركزي مرونة أكبر في إدارة السياسة النقدية، وإصدار السندات بسعر فائدة ثابت هو أفضل ما يقضي

¹ - إسماعيل أحمد الشناوي و آخرون ، "اقتصاديات النقود والبنوك و الأسواق المالية" ، كلية التجارة ، جامعة الاسكندرية 2006 ، ص 158.

إلى الاستقرار المالي، ولتفادي الضغوط على عملاتها ودعم السياسة النقدية قلصت من إصداراتها المرتبطة بسعر الصرف وكذا الإصدارات بالعملة الأجنبية.

الفرع الثاني: العوامل الداخلية الدافعة لنمو أسواق السندات في أمريكا اللاتينية

إن آثار الأزمات الاقتصادية والمالية التي مرت بها دول المنطقة أدت إلى تطوير اقتصادياتها واتخاذها عدة إصلاحات ساهمت بشكل مباشر في تطوير أسواق السندات منها:

1- الاستقرار الاقتصادي: أحد أهم عوامل تعزيز الطلب على السندات المحلية هو استقرار سياسات الاقتصاد الكلي، فقد عملت حكومات المنطقة على وضع أطر جديدة للسياسة النقدية تقوم على استهداف التضخم ونجحت في خفض مستمر لمعدل التضخم وأصبحت المصارف المركزية أكثر استقلالية وأصبح بإمكانهم التمييز بين التضخم الدوري قصير الأجل والاتجاهات التضخمية طويلة الأجل.

2- تطوير الاستثمار المؤسسي: قامت أغلب دول أمريكا اللاتينية بتطوير الاستثمار المؤسسي من خلال إصلاح أنظمة المعاشات التقاعدية، من بين أهداف هذا الإصلاح تحسين مستوى الإدخار وتطوير الأسواق المالية المحلية.

وكان لتلك الإصلاحات دور كبير في تطوير الأسواق المالية في معظم بلدان المنطقة فساهمت صناديق المعاشات التقاعدية بشكل هام في توفير التمويل للمؤسسات في سوق السندات، ونتيجة لتلك الإصلاحات تطورت أسواق الأوراق المالية الحكومية بداية، وبنمو أصول صناديق التقاعد استجابت المؤسسات للطلب المتزايد على السندات من قبل هذه الصناديق بالتوسع في إصدار السندات.

الفرع الثالث: العوامل الخارجية الدافعة لنمو أسواق السندات في أمريكا اللاتينية

- إضافة إلى العوامل الداخلية، استفادت أسواق السندات في أمريكا اللاتينية من بيئة دولية مواتية ساهمت في تطويرها، من تلك العوامل:

- ارتفاع أسعار السلع الأساسية في الأسواق العالمية، أدى إلى تحسين وضع ميزان المدفوعات مما خلق توقعات ارتفاع قيمة عملات دول المنطقة فارتفعت جاذبية الأصول المالية التي تصدرها المؤسسات المحلية.

- انخفاض أسعار الفائدة القصيرة والطويلة الأجل في الدول الصناعية نتيجة السياسات النقدية التوسعية المطبقة في النصف الأول من سنوات الألفين، الأمر الذي دفع المستثمرين للتوجه إلى أسواق الدين الناشئة للبحث عن أعلى عائد وفي المقابل، أدى البحث عن أعلى

عائد إلى تخفيف شروط التمويل في الأجل الطويل، وشجع هذا المناخ الملائم المستثمرين على شراء الأوراق المالية المحلية مما أدى إلى إنعاش الأسواق الأولية.

- عولمة أسواق أمريكا اللاتينية نتيجة عدد من العوامل، كزيادة توفر المعلومات ذات التكلفة المنخفضة في الوقت الحقيقي حول أداء المؤسسات والدول، وتضائل مشكلة تماثل المعلومات بين المشاركين في الأسواق المالية، وخفض تكاليف المعاملات وتقليص آجال تسوية الصفقات نتيجة استخدام التكنولوجيات الحديثة.

- ضعف الارتباط بين العائد في هذه الأسواق وعوائد الأسواق الأخرى، مما وفر للمستثمرين فرصة ملائمة للتنويع.

المطلب الثاني: أسواق السندات في آسيا (ماليزيا نموذجا)

شكلت أغلب دول المنطقة لجان متخصصة بتطوير أسواق السندات بمشاركة كل الفاعلين في السوق، وشرعت في وضع برامج وتطبيق إصلاحات شاملة في كل الجوانب ذات الصلة بأسواق السندات ساهمت في التطور السريع لتلك الأسواق.

الفرع الأول: الإصلاحات المتخذة لتطوير سوق السندات في ماليزيا

في سبيل تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية والخاصة، باشرت الحكومة الماليزية في اتخاذ مجموعة من المبادرات لتعزيز البيئة التنظيمية والمؤسسية والبنية التحتية للأسواق الأولية والثانوية، وأصبح تطوير أسواق السندات من أهم أولويات الحكومة، ويمكن تلخيص أهم الإجراءات المتخذة فيما يلي:

- إنشاء وكالتين للتصنيف الائتماني يهدف توفير تقييمات مستقلة للمخاطر المحتملة لمصدري الأوراق المالية ونشر المعلومات الموثوقة.

- إنشاء هيئة الأوراق المالية لتتولى الإشراف على عمليات إصدار السندات بعدما كانت من مسؤولية البنك المركزي الماليزي.

- تأسيس جمعية من قبل المستثمرين في السندات لتمثيل وجهات نظرهم في هذه الصناعة وتعزيز دور السلطات التنظيمية.

- إعلان لجنة الأوراق المالية عن إطلاق المخطط الرئيسي الثاني للسوق المالية استمرارا للمخطط الرئيسي للسوق المالية السابق من بين أهدافه:

- تعزيز الإفصاح ومعايير الوثائق والممارسات (الحوكمة) وتعزيز التحكيم.

- تعزيز الإطار التنظيمي لوكالات التصنيف الائتماني.

- توسيع نطاق المشاركة في صناعة إدارة الاستثمار في سوق السندات.
- تعزيز البنية التحتية لتداول السندات.
- توسيع نطاق المنتجات ذات الدخل الثابت.
- إصدار المحكمة الماليزية المبادئ التوجيهية المنقحة لسندات الدين الخاصة والصكوك تتضمن هذه المبادئ تبسيط عملية الموافقة وتقليص الوقت اللازم لإصدار سندات المؤسسات والصكوك الإسلامية.

- إطلاق بورصة ماليزيا بالتعاون مع مؤسسة Bloomberg⁽¹⁾ مؤشر للسندات الإسلامية الحكومية، في إطار جهودها لتطوير التمويل الإسلامي، بهدف توفير معيار لإصدارات الصكوك في المستقبل، كما أعلن البنك المركزي الماليزي عن تأسيس مؤسسة مقاصة دولية للصكوك الإسلامية تسمح للمستثمرين الماليزيين بالاستثمار في الصكوك الأجنبية.

الفرع الثاني: نتائج الإصلاحات المتخذة في عدد من الدول الآسيوية

بالرغم من الجهود المبذولة لتطوير سندات المؤسسات في آسيا، إلا أنها لم تطور بالشكل المرغوب، فقد ارتفع حجم الإصدارات بالقيمة المطلقة لكن نسبتها إلى الناتج المحلي الإجمالي بقيت في حدود متدنية طيلة العقد الماضي وهي في حدود 50% بينما تبلغ هذه النسبة 23% في الولايات المتحدة 260% ونحو 200% في فرنسا سنة 2010.

حجم وخصائص السوق: تطور حجم سوق السندات بقسميه (الأوراق المالية الحكومية وسندات المؤسسات) في العديد من الدول الآسيوية بشكل كبير منذ الأزمة الآسيوية سنة 1997، وبالرغم من التطور الحاصل في أسواق السندات الآسيوية إلا أنها لا تزال صغيرة نسبياً مقارنة بأسواق السندات في الدول المتقدمة، ويعود السبب في جزء منه إلى كون أغلب السندات المصدرة كانت سندات حكومية، ويمكن حصر أهم الأسباب فيما يلي:

- انخفاض معدلات استثمار المؤسسات.
- قيام المؤسسات بعد أزمة 1997 بإعادة هيكلة رأس مالها بالاعتماد أكثر على التمويل الذاتي.
- ارتفاع نسبة ملكية الأجانب في المؤسسات المحلية ونسبة المؤسسة متعددة الجنسيات لا سيما في قطاع الصناعات التحويلية، حيث تعتمد المؤسسات على التمويل من المؤسسات الأم.

¹ - Bloomberg is a private held financial software was founded by Michael Bloomberg in 1981 with the help of Thomes seandu, duncan Mamillan.

أغلب السندات المصدرة في أسواق آسيا كانت بأسعار فائدة ثابتة، وقد صدر عدد قليل فقط منها بأسعار فائدة معومة، يعكس الاستخدام الأوسع لمعدل الفائدة الثابت في إصدار السندات في منطقة آسيا الدور المركزي للمصارف في الاقتصاد التي وفرت التمويل الرخيص بسهولة، وهذا الوضع لا يسمح باستخدام أسعار الفائدة المعومة في إصدار السندات لكون أسعار الفائدة تأخذ اتجاهها تنازليا .

الفرع الثالث: عوامل تطوير السوق

منذ سنة 2005، وبالخصوص في أعقاب الأزمة المالية العالمية سنة 2008 ارتفعت إصدارات المؤسسات من السندات بالعملة المحلية في المنطقة، من أسباب ذلك:

- شددت المصارف المحلية خلال تلك الفترة وخاصة بعد أزمة 2008 معايير منح القروض، ومع انخفاض أسعار الفائدة شجع هذا الوضع الجديد المؤسسات إلى اللجوء إلى الأسواق المالية على حساب التمويل المصرفي لتمويل مشاريعها، وبذلك تحقق الهدف الذي من أجله طورت أسواق السندات.

- تطور نشاط مؤسسات التصنيف الائتماني المحلية التي دعمت إصدارات المؤسسات.
- ارتفاع حجم التدفقات الرأسمالية الخارجية خلال الفترة 2007-2009 مدفوعة بمعدلات الفائدة المنخفضة في الدول المتقدمة واحتمالات النمو الإيجابية في دول شرق آسيا التي بدت أكثر استقرار خلال فترة الأزمة المالية العالمية وحققت عوائد أعلى من تلك المحققة في الأسواق المتقدمة.
- تطوير قاعدة المستثمرين: نتيجة الإصلاحات الرامية إلى توسيع قاعدة المستثمرين، تطورت الصناعة المالية بظهور صناديق الاستثمار المشتركة المحلية التي نمت أصولها، كما ساهمت المؤسسات المالية غير المصرفية وأنظمة المعاشات التقاعدية في تطوير أسواق السندات، أما أنظمة الإدخار التعاقدية فمساهمتها محدودة في تطوير أسواق السندات نتيجة السياسات الحكومية المتمثلة في إلغاء كل القيود التي كانت مفروضة على اقتراض المستثمرين الأجانب من السوق المحلي بالعملة المحلية، تغيرت التوجهات الاستثمارية للمستثمرين الأجانب وتعززت ثقتهم في الاقتصاديات الآسيوية وتوسعت مشاركتهم في أسواق السندات الآسيوية.

المطلب الثالث: أسواق السندات في إفريقيا (المغرب نموذجا)

اعتمد المغرب منذ استقلاله على اقتصاد السوق، مع سيطرة الدولة على القطاعات الحيوية والحساسة، ولقد توسع دور القطاع العام حتى أصبح يشكل 18% من الناتج المحلي الإجمالي، الذي أصبح يشكل عبئا على الميزانية العامة مما دفع بالمغرب إلى الإسراع في البدء بتغيير المسار والاتجاه نحو التطبيق الفعلي لمبادئ اقتصاد السوق.

الفرع الأول: نشأة وتطور بورصة الدار البيضاء

إن أول مبادلات للقيم المنقولة كانت في المغرب عند إنشاء بورصة الدار البيضاء، سنة 1929 باقتراح من البنوك القائمة آنذاك، وعرفت بأنها مؤسسة غير رسمية تعمل تحت إشراف مكتب مقاصه القيم، حيث كانت المبادلات تتم أسبوعيا عن طريق إجراء المقاصة الحرة بين البنوك لتداول أسهم الشركات غير المسجلة خصوصا لصالح الأجانب⁽¹⁾.

وقد عرفت عدة إصلاحات، فكان الإصلاح الأول سنة 1948، والذي منح لها الشخصية المعنوية وغير اسم مكتب المقاصة ليصبح مكتب "تسعيرة القيم المنقولة"، أما ثاني إصلاح فكان سنة 1967 بسبب نمو النشاط الاقتصادي بعد الاستقلال وتدفق رؤوس الأموال الأجنبية، فصدر قرار بإنشاء بورصة القيم المنقولة وإعادة تنظيمها وإضافة تشريعات وإدخال تقنيات جديدة وعرفت على أنها مؤسسة عمومية لها شخصية معنوية مستقلة تخضع لرقابة وزارة المالية.

وقد أدت الإصلاحات الاقتصادية التي عرفتها المغرب في الثمانينات في إطار برنامج التعديل الهيكلي، إلى ضرورة تكييف السوق المالية لتتماشى مع الأوضاع الاقتصادية الجديدة، فجاء إصلاح 1993، ثم إصلاح 1997 وقبل هذه الإصلاحات تميزت السوق المالية المغربية بضعف حجم الإصدارات والمعاملات مما خلق اختلال العرض والطلب.

الفرع الثاني: أهم الإصلاحات في سوق الأوراق المالية المغربي

اتصف سوق الإصدار للقيم المنقولة بالمغرب بضيق معاملاته، حيث كان إصدار السندات من طرف المؤسسات الخاصة يكاد يكون معدوما، كما أن أغلب الأفراد يفضون توظيف أموالهم في مؤسسات مالية أخرى للتوظيف قصير الأجل نظر لما تميزت به أسواق السوق المالية من قلة التنوع وضعف

¹ - كريمة منصر، "السوق المالية نشأتها وإجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية"، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 3، 2002، ص 85.

السيولة، أما السوق الثانوية فقد اتصفت بصغر حجمها ومعاملاتها مما خلق عدم التوازن بين العرض والطلب، وأهم ما نصت عليه هذه الإصلاحات:

- خلق مجلس وطني لسوق القيم المنقولة لمعالجة الفجوات التي عرفتها البورصة والسهر على السير الحسن لهذه السوق⁽¹⁾.

- خلق هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.

- تسهيل شروط إدخال قيم منقولة جديدة.

- تحديث الأوراق المالية المطروحة حتى تفي بالشروط الدولية للأوراق المالية من ناحية الشكل والتنوعية.

- تأسيس المؤتمن المركزي ووضع نظام عام.

- تسهيل تبادل أوراق هيئات التوظيف الجماعي وسندات الخزينة والحفاظ عليها.

- منح امتيازات ضريبية للمؤسسات التي تقوم بطرح جزء من رأسمالها للاكتتاب.

ويهدف التشجيع الضريبي هذا إلى تحفيز الشركات للدخول إلى البورصة، وينتهي العمل بهذه التحفيزات في 2004 إلا أنه مدد العمل بها إلى نهاية سنة 2006.

الفرع الثالث: الإطار المؤسسي للسوق المالية المغربية

تتشابه أسواق المالية العربية من حيث الإطار المؤسسي، ويلاحظ بأن معظم أنظمة الأسواق المالية العربية، تسمح لهذه الأسواق القيام بدورين رئيسيين هما الدور التقليدي والدور الرقابي.

الدور التقليدي: والمتمثل في توفير خدماتها ونشر المعلومات والأسعار بصورة مباشرة، كما تقوم بتنظيم وتسوية عمليات شراء وبيع الأوراق المالية، ومتابعة مدى تطبيق الوسطاء لإجراءات وعمليات التداول المقررة، وكذلك تقوم هذه الأسواق بتدقيق العقود المبرمة وتسجيلها لديها وإرسالها إلى شركات المساهمة⁽²⁾.

الدور الرقابي: فيقوم أساس العمل الوقائي، حيث تؤدي هذه الأسواق وظيفة هيئة الرقابة، وإذ تقوم بإحكام الرقابة على عمليات التداول والتأكد من أن المتعاملين يحصلون على أفضل الأسعار، كما تقوم بمراقبة الوسطاء والتأكد من ملاءمتهم المالية والتزامهم بالقوانين والتعليمات المعمول بها وكذلك التفتيش لشركات الوساطة، للتأكد من التزامهم بالقوانين والأنظمة.

¹ -Berrada Mohamed Azzedine, « le système financière face au redéploiement libérale de l'économie Marocaine », Maroc, 1991, PP 66- 67.

² - وليد أحمد صاني، "الأسواق المالية العربية- الواقع والآفاق"، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2003، ص 203.

ورغم كل ما مر به الاقتصاد المغربي من إصلاحات إلا أنه عرف تطورا ملفتا في تحول نمط التمويل، حيث نمت التمويل من السوق المالية بوتيرة متزايدة مقابل تراجع وتيرة نمو القروض المصرفية، حيث كانت المصارف تساهم بنسبة هامة في تمويل الاقتصاد نتيجة ارتفاع سيولتها ما مكنها من التوسع في تقديم الائتمان ومنافسة سوق السندات، وفي أعقاب الأزمة المالية العالمية، تراجعت السيولة لدى المصارف، وأصبحت تلجأ إلى البنك المركزي لإعادة التمويل، فارتفعت أسعار الفائدة على القروض المصرفية الأمر الذي حفز المؤسسات على اللجوء إلى السوق المالية كبديل عن التمويل المصرفي، فارتفعت إصدارات القطاع الخاص من أوراق الدين بوتيرة أعلى من ارتفاع القروض المصرفية⁽¹⁾.

¹ - رشيد هولي، "مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغربية في تنفيذ برنامج الخصخصة"، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة 2011، ص 23

خلاصة الفصل الأول:

تختلف أدوات التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات لسير مشروعاتها، ويعتبر السوق السندي جزء من السوق المالية الذي يتيح للمؤسسة استخدام أداة تمويل متمثلة في القرض السندي. تتمثل الخطوة الأولى في عملية تطوير سوق السندات في الإدراك الكامل بأهمية في زيادة التنمية الشاملة للقطاع المالي، وتحسين الوساطة المالية من خلال زيادة المنافسة وتطوير البنية التحتية المالية ذات الصلة وتوفير التمويل للمؤسسات بطريقة أكثر تنافسية. دفع الإدراك بأهمية سوق السندات بالعديد من الدول النامية منذ نهاية الثمانينات من القرن العشرين إلى اتخاذ سلسلة من الإصلاحات مكنتها من تحقيق تطوير هام في سوق السندات، واستطاعت المؤسسات في هذه البلدان بفضل هذا التطوير من الحصول على التمويل في الوقت التي امتنعت المصارف عن توفيره. إذ يخلق تطوير سوق السندات بيئة مالية مغايرة لما كانت عليه، مما يفرض على المؤسسات تحديات في فهم هذا التحول والتكيف معه، وهذا ما يقود إلى دراسة تمويل المؤسسة بالقرض السندي في الفصل الموالي.

الفصل الثاني

المؤسسة الاقتصادية والتمويل بالقرض السندي

تمهيد :

تختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة لاستكمال مشروعاتها ويعد التمويل بالقرض السندي أحد هذه المصادر الموضوعة أمام المؤسسة، وبعد الدراسة تقرر إذ تقوم بالتمويل من خلاله، وهناك عدة أسباب تجعل المؤسسة تفضل القرض السندي إلى جانب العوامل المؤثرة على قراراتها، وفي هذا الفصل نتحدث عن كل من العوامل المؤثرة على قرار التمويل بالقرض السندي في المؤسسة وذلك من خلال دراسة مصادر تمويل المؤسسة بالإضافة إلى اتخاذ بعض القرارات الهامة للتمويل بالقرض السندي .

أما في المبحث الثاني فندرس كيفية إصدار المؤسسة للقرض السندي من خلال الخطوات المتبعة في ذلك.

وأخيرا مدى تأثير القرض السندي على المؤسسة في كل من أهدافها وقيمتها في السوق وكذا النظريات البديلة لقرار التمويل عن طريق السوق السندي.

المبحث الأول: العوامل المؤثرة على قرار التمويل بالقرض السندي في المؤسسة

إن من أهم القرارات التي تؤثر بشكل مباشر على نشاط المؤسسة ومكانتها ومستقبلها هو قرار التمويل كونه من القرارات الاستراتيجية وارتباطه بتكلفة رأس المال وبقيمة المؤسسة، واستخدام أحد مصادر التمويل يتوقف على استراتيجية المؤسسة وعلى مجموعة العوامل التي تقيد قرار التمويل، ومن خلال هذا المبحث نتطرق لدراسة:

- مصادر تمويل المؤسسة.
- تكلفة رأس المال وأثرها على قرار التمويل بالقرض السندي.
- الرفع المالي والرفع التشغيلي وأثرهما على قرار التمويل بالقرض السندي.

المطلب الأول: مصادر تمويل المؤسسة

إن تحديد مصادر التمويل التي تعتمد عليها الإدارة في تنفيذ البرامج والخطط ضمن السياسة المالية العامة التي تمثل تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الاستراتيجية.

الفرع الأول: التمويل الذاتي

تمثل قدرة التمويل الذاتي فيما يتبقى من الأرباح المحققة بعد اقتطاع تكاليف الاقتراض والضريبة على الأرباح، وهي تتعلق بالفرق بين التدفقات النقدية الداخلة المحققة فعلا والتدفقات النقدية الخارجة (المدفوعة) فعلا.

فالتمويل الذاتي هو مجموعة الموارد التي توفرها المؤسسة من خلال أنشطتها لتغطية احتياجاتها المالية المرتبطة بنموها واستمراريتها، فالمؤسسات التي تتمتع بقدرة تمويل مرتفعة والتي تستطيع إعادة استثمار أقصى ما يمكن من الأرباح يمكنها تمويل أكبر قدر من احتياجاتها دون اللجوء إلى البدائل الأخرى⁽¹⁾.

يرتبط التمويل الذاتي بمكونين أساسيين: الاهتلاك والأرباح غير الموزعة، فالتشريع الجبائي يحدد نمط الاهتلاك الواجب تطبيقه والشروط المرتبطة به، أما سياسة توزيع الأرباح فتحدد من قبل ملاك المؤسسة وهي ذات تأثير مباشرة على قدرة التمويل الذاتي، ويتوقف تحديد حجم التمويل الذاتي الملائم الذي ينبغي على المؤسسة الاحتفاظ به على رغبات المؤسسة الناجمة عن متابعة اتجاهات السوق والتعرف على إمكانية التوسع، أو الإبقاء على نفس المستوى من الإنتاج أو الحد منه، وبناء على ذلك يمكن للمؤسسة تحديد ثلاث مستويات للتمويل الذاتي:

¹ - شيحا خميسي، "مالية المؤسسة"، دار هومة للنشر، الجزائر، 2009، ص 93

- الحد الأدنى للتمويل الذاتي: وهو مساو لمبلغ الاهتلاكات، حيث توزع المؤسسة أرباحها، تستخدم هذه الاستراتيجية إذا كانت المؤسسة ترغب في الانسحاب التدريجي من السوق.
- التمويل الذاتي للبقاء: وهو ملائم للمؤسسات التي ترغب في الحفاظ على نفس المستوى من الإنتاج بسبب استقرار أو عدم الرغبة في تجاوز مستوى معين.
- التمويل الذاتي للنمو: وهو ملائم للمؤسسات التي ترغب في زيادة قدرتها الإنتاجية وزيادة حصتها في السوق.

كل استثمار مهما كان حجمه لابد أن يمولى بقدر من التمويل الذاتي قبل اللجوء إلى المصادر الأخرى، مما يجعل هذا المصدر أهم مصادر التمويل استخداماً⁽¹⁾. لكن من الناحية الاستراتيجية يجب التركيز على المزايا المحققة من خلال رفع قدرة التمويل الذاتي من خلال احتجاز الأرباح، قد تؤدي إلى عدم اهتمام الملاك بالمؤسسة وقد تؤدي بإدارة المؤسسة إلى تنفيذ مشاريع استثمارية أقل مردودية.

من ناحية أخرى ارتباط التمويل الذاتي بسياسة توزيع الأرباح التي تتأثر برغبات الملاك وتفضيلاتهم يجعل هذه الأخيرة ذات تأثير مباشر على قيمة المؤسسة في حدود تأثيرها على تكلفة رأس المال وعلى توقعات المستثمرين بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، ومنه فإذا أدى رفع قدرة التمويل الذاتي إلى رفع تكلفة التمويل وبالنتيجة خفض قيمة المؤسسة، ينبغي التوجه إلى دراسة إمكانية استخدام بديل تمويلي آخر.

الفرع الثاني: رفع رأس المال

ثمة العديد من أشكال رفع رأس المال، إذ يمكن تحقيق ذلك من خلال الزيادة النقدية المباشرة من قبل المساهمين بهدف تمويل استثمارات المؤسسة لعدم نموها، أو لتغطية الخسائر لضمان استمرار المؤسسة وإعادة بعثها، أو من أجل إعادة التوازن للهيكلة المالي في حال ارتفاع نسبة الديون في هيكل رأس مالها ويمكن رفع رأس المال من خلال إصدار أسهم جديدة، وفي هذه الحالة يتم فتح رأس المال من خلال إصدار أسهم جديدة، وفي هذه الحالة يتم فتح رأس المال لإشراك مساهمين جدد، كما يستخدم هذا الأسلوب ضمن استراتيجيات التوسع الخارجي

¹ -PIGET PATRICK, « Gestion Financiere d'entreprise », Ed Economica, Paris, 1998, P 456.

وإنشاء المجمعات وتمويل عمليات الاندماج أو الاستحواذ وعموما يعد التمويل بالأسهم من أقل مصادر التمويل استخداما وذلك للأسباب التالية⁽¹⁾:

- ارتفاع تكاليف إصدار الأسهم تتمثل في الرسوم والعمولات التي تتحملها المؤسسة.
- يمثل إصدار أسهم جديدة إشارة بأن السعر الجاري لسهم المؤسسة أعلى من قيمته الفعلية، لذا فإن إصدار أسهم جديدة عادة ما يقود إلى انخفاض سعر سهمها.
- زيادة المعروض من الأسهم قد يولد ضغوطا على سعرها ما قد يجبر المؤسسة على بيع الأسهم الجديدة بأقل من السعر السائد قبل الإعلان عن إصدار الأسهم.
- صعوبة تقدير القيمة السوقية الحقيقية للأسهم الخاصة في حالة عدم تداولها في أسواق الأوراق المالية.

يؤدي رفع رأس المال بإصدار أسهم جديدة إلى تغيير في نسب المساهمة في رأس مال المؤسسة، وقد يؤدي إلى تغيير في فريق الإدارة، لكن التأثير الأهم لعملية رفع رأس المال يتمثل في أثر التخفيف، التخفيف من سيطرة المساهمين القدامى على قرارات المؤسسة بالرغم من قرار إصدار أسهم يصدر عن المساهمين أنفسهم، وتقليل حصتهم من الأرباح الموزعة نتيجة زيادة عدد الأسهم، والتأثير بانخفاض السعر السوقي للسهم ككون الأسهم الجديدة ستصدر بسعر أقل من السعر السوقي والتوقع بانخفاض حصة النقدية لكل سهم من الأرباح.

الفرع الثالث: الاقتراض

غالبا ما لا يغطي التمويل الذاتي كل الاحتياجات المالية للمؤسسة ولضمان توازنها المالي لا بد لها من اللجوء إلى خيار آخر هو الاقتراض "قصير وطويل الأجل" يسمح اللجوء إلى الاقتراض بتحقيق مردودية أعلى على الأموال الخاصة من خلال أثر الرافعة (المتاجرة على الملكية)⁽²⁾.

إلا أن ذلك قد يجعل المؤسسة تلجأ في بعض الحالات إلى الاعتماد على استراتيجية الاستدانة لفترة محددة والتعرض لمخاطر مالية مرتفعة إذا كانت تمر بفترة النمو مثلا، تتوقف قدرة المؤسسة على تنفيذ هذه الاستراتيجية على طبيعة علاقتها بالمقرضين، خصائص الديون من حيث الآجال ومعدلات الفائدة والضمانات الممكن تقديمها.

كما يمكن للمؤسسة اللجوء إلى التسهيلات المصرفية والسحب على المكشوف لتمويل رأس المال العامل ومواجهة احتياجات السيولة الظرفية.

¹ - أجن برغام، "الإدارة المالية"، الجزء الثاني، ترجمة محمد فتوح وآخرون، شعاع للنشر، حلب 2010، ص 20.

² - محمود صبح، "أساسيات الإدارة المالية، المتاجرة على الملكية وتكلفة الأموال"، البيان للطباعة، ط2، مصر، 2005، ص 17-19.

وهذه الاستراتيجية قد تكون لها آثار سلبية على المؤسسة إذا لم تحسن التفاوض على شروط القروض.

كما يمكن أن يستخدم الاقتراض كأداة لتقييد المدراء، فبوجود الدين ترتفع التكاليف الثابتة للمؤسسة فترتفع الضغوط على المدراء لتحقيق أقصى مردودية، وبذلك يمثل الدين رادع عن التوسع في النفقات من قبل المدراء، كما أن استخدام الدين يحول دون فتح رأس المال مما يبقى السيطرة بين أيدي عدد محدود من المساهمين.

المطلب الثاني: تكلفة رأس المال وأثرها على قرار التمويل بالقرض السندي

من أهم العمليات التي تركز عليها القرارات المالية تكلفة الأموال، حيث أن قبول الاستثمار يتوقف على تحقيق الثنائية تكلفة/عائد، فالاستثمار الذي لا يحقق عائدا ولا يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه.

الفرع الأول: مفهوم تكلفة رأس المال وأهميته

يقدم المستثمرون أموالهم للمؤسسة بهدف الحصول على عوائد مقبولة على استثماراتهم، يمثل هذا العائد من وجهة نظر المؤسسة تكلفة للأموال المقدمة، ومنه يمكن تعريف تكلفة رأس المال بأنها "الحد الأدنى للعائد الذي ينبغي تحقيقه في استثمار الأموال المتاحة أو المقترحة، (وتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤدي إلى سوء الحالة المالية للمؤسسة)" وبما أن المؤسسة تستخدم أشكالا متعددة من التمويل تختلف فيما بينها حسب درجة المخاطرة فإن العائد المتوقع من كل مصدر يختلف ما يعني اختلاف تكلفة كل منها، ولأن ظروف السوق متغيرة فإن تكلفة رأس المال تتقلب من فترة زمنية لأخرى ويتغير توقعات المستثمرين.

تعتبر تكلفة رأس المال من العناصر ذات الأهمية البالغة في مختلف القرارات المالية الاستراتيجية التي تتخذها المؤسسات، فالاهتمام بتكلفة رأس المال يساعد المؤسسة على زيادة كفاءة وترشيد القرارات التمويلية والاستثمارية.⁽¹⁾

حيث يستفاد من معرفة تكلفة رأس المال فيما يلي⁽²⁾:

تستعمل كمعدل خصم للتدفقات النقدية عند تقييم المشاريع الاستثمارية وبالتالي تستخدم كمعيار لقبول أو رفض تلك المشاريع والمفاضلة بينها:

- تستخدم في خصم التدفقات النقدية وفي الدراسات المتعلقة بعمليات الاندماج والاستحواذ.

¹ - محمود صبح، مرجع سابق، ص 17.

² - وسام ملاك، "البورصات و أسواق الأوراق المالية العالمية"، مرجع سابق، ص 52.

- تشير بعض الدراسات أن المؤسسات الكبيرة تعتمد في نظم التعويضات القائمة لديها على أساس القيمة المضافة الاقتصادية التي تحسب بالاعتماد على تكلفة رأس المال⁽¹⁾.
- تعد عاملا أساسيا في المزج بين مختلف مصادر التمويل وتحديد هيكل رأس المال المستهدف، من أجل الوصول إلى أقل تكلفة تمويل ممكنة.

الفرع الثاني: تكلفة الدين والأموال الخاصة

1- تكلفة الدين:

بما أن القرض هو عقد مديونية يتضمن قيمة القرض وسعر الفائدة على هذا القرض، فإن حساب تكلفة القروض تعد عملية سهلة، فعند الرغبة في الاقتراض المصرفي تناقش المؤسسات معدل العائد المطلوب من قبل المصارف التي تتعامل معها، أما إذا أرادت إصدار سندات فعليها أن تراعي معدل العائد الذي يطلبه حملة السندات والذي يعبر عنه بالعائد حتى تاريخ الاستحقاق، ويمكن تقديره باعتماد على إصدارات سابقة متداولة أو إصدارات سابقة متداولة أو إصدارات مؤسسات مشابهة مع مراعاة ظروف السوق المالي، وبما أن الفائدة المدفوعة للمقرضين من التكاليف التي تخصم من الربح الخاضع للضريبة فإن ذلك يعني أن المؤسسة ستحقق وفرا ضريبيا نتيجة انخفاض مبلغ الضريبة سبب وجود الدين.

2- تكلفة الأموال الخاصة:

تتمثل الأموال الخاصة في الأرباح المحتجزة والأسهم العادية، وتعرف بأنها "الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأموال الخاصة للحفاظ على قيمة الملكية الحالية بدون تغيير"⁽²⁾، وتعرف أيضا بأنها "أحسن معدل عائد يمكن تحقيقه في مجالات أخرى بديلة تتساوى مع المشروع في نفس درجة المخاطرة"، فمن المنطقي أن يتحول المستثمرون بأموالهم إلى مؤسسة أخرى طالما أنها تحقق لهم عائد أفضل، كما أن احتجاز الأرباح وعدم توزيعها يحرم جملة الأسهم من حصص نقدية يمكنهم استثمارها في أماكن أخرى، لذلك يجب على المؤسسة تحقيق عائد على الاستثمار مساو لما يمكن لحملة الأسهم تحقيقه على استثمارات بديلة مساوية من حيث درجة المخاطرة على أقل تقدير، فتكلفة الأرباح المحتجزة هي معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بالأرباح المحتجزة والذي يتوقعه حملة الأسهم.

¹ - أجن برغام، "الإدارة المالية"، الجزء الأول، مرجع سابق، ص 13.

² - جمال الدين مرسي وأحمد عبد الله اللحلح، "الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)"، الدار الجامعية الإسكندرية، 2007، ص 278.

الفرع الثالث: التكلفة المرجحة لرأس المال

لكل المستثمرين الحق في الحصول على جزء من كافة التدفقات النقدية للمؤسسة، وللدائنين الأولوية في الحصول على جزء من التدفقات النقدية وليس لهم الامتياز على مشروع معين للحصول على حقوقهم.

لذلك تستخدم المؤسسات متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال كمييار لتكلفة كل الأموال المستخدمة من طرف المؤسسة، وعند احتساب التكلفة الكلية تتبع الخطوات التالية:

- تحديد المصدر التمويلي وتحديد قيمته التمويلية.
 - تحديد الأهمية النسبية لكل مصدر تمويلي وذلك بالنسبة للمجموع الكلي للأموال المستثمرة.
 - تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل.
 - تحديد التكلفة المرجحة الكلية، وذلك بجمع التكاليف المرجحة للمصادر التمويلية.
- تكون تكلفة رأس المال مرتفعة في المؤسسات صغيرة الحجم مقارنة بتلك كبيرة الحجم، وهذا راجع إلى:

- المؤسسات صغيرة الحجم أكثر عرضة للمخاطر، لذلك يطلب منها عائد أكبر على الأموال الخاصة.
- تحصل المؤسسات الصغيرة أكبر حجم قروض أقل من المؤسسات الكبيرة، ونتيجة للتكاليف الثابتة المرتبطة بالقروض ترتفع تكلفتها.
- تكاليف إصدار الأوراق المالية منها ما هو ثابت، وبالتالي تنخفض تكلفة الإصدار بارتفاع حجمه، وهذا مرتبط بحجم المؤسسة.
- تخضع المؤسسات الفردية لنظام ضريبي يختلف عن النظام الضريبي للمؤسسات المساهمة، مما يؤثر حتما على حساب تكلفة رأس المال.
- إضافة إلى ذلك، في المؤسسات الفردية والصغيرة التي لا تتخذ شكل شركات اسهم يصعب تقدير تكلفة أموالها الخاصة، أما مؤسسات القطاع العام التي يمكنها الحصول على الأموال بسهولة وبتكاليف منخفضة فقد لا تعبر الاهتمام لحساب تكلفة الأموال الخاصة، الأمر الذي يؤدي إلى:

- عدم الربط بين الاستثمارات الرأسمالية ومصادر التمويل الملائمة، الأمر الذي ينعكس على خلل هياكل التمويل للمؤسسات.

- التمادي في الاعتماد على الإقراض طويل الأجل دون مراعاة أثر ذلك على عائد حقوق الملكية.

- عدم الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الأموال عند تسعير المنتجات، مما يؤثر سلبا على النتيجة. بمقارنة تكلفة وخصائص مصادر التمويل المختلفة، تعتبر القروض من أخطر مصادر التمويل وأقلها تكلفة، وتندرج المصادر التمويلية الأخرى إلى الأقل خطرا والأعلى تكلفة، لكن المؤسسة لا يمكنها التوسع في الاعتماد على القروض كمصدر تمويلي دون قيود، لأن ذلك سوف يدفع بهامش الأمان إلى الانخفاض بسبب ارتفاع مدفوعات الفائدة، ومن ثم ارتفاع تكلفة كل من الأموال الخاصة والأموال المقترضة، لذلك لا بد من أن تقوم المؤسسة سلفا بتحديد مدى تأثير استخدام أي مصدر من مصادر التمويل من الناحية الإيجابية والسلبية وتحديد هيكل أمثل يحقق التوازن بين سلبياته وإيجابياته⁽¹⁾.

المطلب الثالث: الرفع والمالي والرفع التشغيلي وأثرهما على قرار التمويل بالقرض السندي

يمارس الرفع تأثيرا كبيرا على قيمة المؤسسة، فمن جهة يساهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية، غير أنه من جهة أخرى يساهم في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها، ويهدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة تعمل الإدارة المالية على تحقيق التوازن بين ثنائية عائد/ مخاطرة، من خلال تعادل الأثر الإيجابي لزيادة العائد مع الأثر السلبي لزيادة المخاطرة.

الفرع الأول: مفهوم الرفع في الإدارة المالية

يقصد بالرفع في علم الإدارة المالية بأنه استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع ويشمل الرفع ثلاث مجالات هي الرفع والمالي، الرفع التشغيلي والرفع المشترك.

- الرفع التشغيلي:

إن المقصود بالرفع التشغيلي هو تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، حيث تتركز الرافعة التشغيلية على التكاليف الثابتة، فلو نجحت الشركة في زيادة تكاليفها الثابتة، كأن تلجأ إلى استخدام المزيد من الآلات واستطاعت بالمقابل أن تستغني عن عدد كبير من العمال الذي حلت هذه الآلات محلهم (تكاليف متغيرة) فإنها بذلك تكون قد لجأت إلى ما يعرف بالرفع التشغيلي ولسوف تكون النتيجة أنها تستطيع تحقيق أرباح أكبر (أو تتعرض في نفس الوقت لخسائر أكبر) عند نفس مستوى المبيعات مما كانت تحقق قبل لجوئها إلى الرفع التشغيلي، وهذا يعني أن الرفع التشغيلي

¹ - جمال الدين المرسي، مرجع سابق، ص 298-299.

سلاح ذو حدين فهو تعظيم الربح في حال ازدياد المبيعات وتعظيم الخسارة في حال انخفاض المبيعات.

وتأخذ معادلة قياس الرفع التشغيلي الشكل التالي (1) :

$$\text{قياس درجة الرفع التشغيلي (DOL)} = \frac{\text{(سعر الوحدة الواحدة - التكاليف المتغيرة للوحدة)}}{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}} \times \text{حجم المبيعات}$$

- الرفع المالي:

يقصد بالرفع المالي هو اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهما ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة كما يعرف بأنه "استخدام التكاليف الثابتة للتأثير على العائد المتوقع" ويمسى أيضا بالمتاجرة الملكية، وتعني قيام المنشأة باستخدام أموال الغير من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن للمالكين وأصحاب المنشأة، وتمثل نسبة إجمالي المطلوبات (الخصوم) إلى إجمالي الموجودات (الأصول) من خلال التعاريف السابقة نستنتج أن الرفع المالي يشير إلى استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد والضرائب وهو عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم لذا فهو يعتمد على الإقتراض لتمويل عمليات الشركة بغية تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك.

معادلة قياس الرفع المالي تأخذ الشكل الآتي (2):

$$\text{قياس درجة الرفع المالي} = \frac{\text{عائد السهم المحقق}}{\text{التغير النسبي في صافي الربح التشغيلي قبل الفوائد}} \times \text{أرباح الأسهم الممتازة}$$

¹ - خالد وهيب الراوي ويوسف سعادة، "التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي"، دار المسيرة، عمان، 2000، ص 168.

² - مفلح محمد عقل، "مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي"، مكتبة المجتمع العربي، عمان، 2006، ص 404.

- الرفع المشترك:

الرفع المشترك يشمل على كل من الرفع التشغيلي والرفع المالي وبصفة عامة يعكس مدى اعتماد المنشأة على أدوات الإنتاج، ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة، وللرفع تأثيران متضادان، فهو يسهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية، إلا أنه يسهم أيضا في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها من جرائه، وفي ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها، يتوقع أن يترتب على زيادة العائد ارتفاع فقي القيمة السوقية للسهم، كما يتوقع أن يترتب على زيادة المخاطر انخفاض في القيمة السوقية للسهم.

وهنا يواجه حملة الأسهم بالعلاقة الأزلية بين العائد والمخاطر، نقصد بذلك العلاقة التعويضية فالزيادة في العائد لا بد وأن تكون مصحوبة بزيادة في المخاطر التي يتعرضون لها، وتلقي تلك العلاقة بظلال من المسؤولية الجسيمة على إدارة المنشأة، لكي تعمل على تحقيق التوازن بين النقيضين (العائد والمخاطر)، بما يسهم في النهاية في تعظيم القيمة الوقية للمنشأة.

يحدث هذا عندما تصل بقراراتها إلى النقطة التي يتعادل فيها التأثير الإيجابي لزيادة العائد مع التأثير السلبي لزيادة المخاطر إنها نقطة التعادل ويمكن استخراج درجة الرفع المشترك من المعادلة التالية:

$$\text{درجة الرفع المشترك} = \text{درجة الرفع التشغيلي} \times \text{درجة الرفع المالي}$$

الفرع الثاني: تأثير الرفع التشغيلي على قرار التمويل عن طريق القرض السندي

يمارس الرفع التشغيلي تأثيرا على تكلفة كل مصادر التمويل، إذ أن درجة الرفع العالية تؤدي إلى زيادة مخاطر النشاط التي تتعرض لها المؤسسة مما يدفع أصحاب الأموال سواء كانوا ملاكا أو دائنين للمطالبة بعائد أكبر يعوضهم عن تلك المخاطر⁽¹⁾.

وبما أن فوائد وأصل القرض السندي من الالتزامات التي يجب الوفاء بها مهما كانت نتيجة المؤسسة، فإنه يصبح من الأفضل للمؤسسة التي تعاني عدم استقرار في مبيعاتها تجنّب القرض السندي كمصدر للتمويل حتى توفر لنفسها هامشا من الأمان يجعلها قادرة على مواجهة التزاماتها إذا ما انخفضت مبيعاتها.

¹ - مفلح محمد عقل، مرجع سابق، ص 106.

كما قد يكون الرفع التشغيلي محفزا للمؤسسة للجوء إلى القرض السندي خاصة المؤسسات التي تعرف استقرارا في مبيعاتها، أو في حالة الانتعاش الاقتصادي، وهذا من أجل الاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي.

الفرع الثالث: تأثير الرفع المالي على قرار التمويل عن طريق القرض السندي

يؤثر الرفع المالي تأثيرا مباشرا على قرار اختيار البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة من خلال تأثيره على الشئبة تكلفة / عائد، عائد/ مخاطرة.

ينتج الرفع المالي عن قرار التمويل عن طريق الاستدانة (سندات أو قروض مصرفية)، والتي تعتبر من المصادر الأقل تكلفة (الأكثر عائدا) غير أنه يجب عدم التوسع في استخدامها، إذ من الممكن أن تزيد من المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة، لذا فإن قرار التمويل عن طريق القرض السندي يتوقف على مدى التوازن بين العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية والمخاطر التي سوف يتعرض لها هذا العائد، وتقصد بالتوازن أن يكون العائد المتوقع كاف لتعويض حملة الأسهم العادية عن المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي سيحصلون عليه.

إن مقارنة ربحية السهم العادي بالمخاطر التي يتعرض لها يمكن أن يكون أساسا للمنافسة بين مختلف البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة، غير أن ما يعاب عليها معالجتها للربحية والمخاطر كل على حدى، دون محاولة الربط بينهما بطريقة موضوعية لذا فمن الأفضل استخدام القيمة السوقية للمؤسسة كأساس للمفاصلة بين البدائل التمويلية، حيث تقوم على الربط بين العائد والمخاطر.

المبحث الثاني: إصدار المؤسسة للقرض السندي

تلجأ المؤسسات إلى المصارف ومكاتب الاستشارة المالية للمساعدة في طرح السندات في السوق الأولية، رغم ذلك إلا أنه عليها الإحاطة بالشروط القانونية وكيفية طرح السندات، وينبغي على المؤسسات التي تقترض من السوق المالية أن تتابع التغييرات في السوق حتى تتمكن من متابعة وتقييم سنداتهما في السوق وتقييم رغبات المستثمرين ومن ثم طرح سندات تلبي تلك الرغبات وتقييم فرص الاقتراض من السوق المالية، ومن هنا ننطلق لتقديم محتوى المبحث الآتي:

- دوافع تفضيل المؤسسة التمويل بالقرض السندي.

- متطلبات إصدار القرض السندي.

- الخطوات العملية لطرح السندات.

المطلب الأول: دوافع تفضيل المؤسسة التمويل بالقرض السندي

يتوقف اتخاذ قرار التمويل الرشيد إلى حد كبير على طبيعة ونوعية المعلومات المتوفرة لمتخذ القرار ومدى كفاءته في استخدامها، فعند اتخاذ قرار التمويل بالإقتراض يجب اتخاذ قرارات سليمة بشأن الوقت المناسب للإقتراض والمكان المناسب الذي يمكن الإقتراض منه.

الفرع الأول: الظروف الملائمة للتفضيل

إن المفاضلة بين القرض المصرفي والقرض السندي تخضع لعدة اعتبارات منها ما يتعلق بخصائص نمط الاقتراض نفسه، ومنها ما يتعلق بالسوق ومنها ما يتعلق بالمؤسسة.

1- ظروف السوق: لا يكون من الممكن دائما اللجوء إلى السوق المالية ففي البلدان أو في الفترات التي لا تتمتع فيها الأسواق بالسيولة، ترتفع تكلفة الاقتراض من السوق المالية مما يؤدي إلى تفضيل القروض المصرفية أما في حالة الأزمات المصرفية أو في فترات الكساد، تحجم المصارف عن تقديم الائتمان لاسيما طويل الأجل، فتلجأ المؤسسات إلى السوق المالية للحصول على التمويل، عادة ما يرتبط تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمصارف، فهاتين الفئتين لا يمكنهما الوصول إلى السوق المالية التي تقتصر على المؤسسات الكبيرة.

عندما تكون أسعار الفائدة السوقية في مستويات منخفضة، يكون من المناسب اللجوء إلى القرض السندي للاستفادة من هذا الوضع، أما إذا كانت معدلات الفائدة عند مستويات

مرتفعة، لا يكون من الملائم أن ترتبط المؤسسة بقرض سندي طويل الأجل يصعب استبداله لاحقاً⁽¹⁾.

في هذه الحالة يكون من المناسب الإقتراض المصرفي مع تضمين العقد شرط إعادة التفاوض حول شروط التمويل.

2- موائمة القرض للإستراتيجية المالية: يعتبر الاقتراض السندي في بعض الحالات وسيلة جد ملائمة للتمويل فهو لا يؤثر على الاستقلالية المالية للمؤسسة، وقد يكون أفضل من رفع رأس المال، بإصدار قرض سندي في توقيت مناسب قد تكون له آثار إيجابية على الهيكل المالي للمؤسسة وعلى قيمتها كما أن أسلوب المزج بين مختلف المصادر من أهم العناصر ذات الآثار المباشرة على وضعية المؤسسة من حيث قيمتها، ملاءمتها، ومردوديتها وبالتالي فإن الإستراتيجية المالية للمؤسسة يجب أن تبحث في صياغة الاختيارات في مجال الإقتراض وصولاً إلى تحديد مزيج القروض المناسب، وعلى المؤسسة أن تراجع إستراتيجيتها في مجال الاقتراض بالنظر إلى التغيرات في الثقافات والتطور في مؤسسات الإقتراض وكل التغيرات في المحيط المحلي والدولي، فهذه العناصر تؤدي دوراً هاماً في التأثير على قرار الاقتراض بالنسبة للمؤسسة.

الفرع الثاني: المرونة في اختيار أجل الاستحقاق وطريقة التسديد ومعدل الفائدة

1- المرونة في اختيار أجل الاستحقاق وطريقة التسديد: تتطلب بعض المشاريع الكبيرة، مبالغ ضخمة يصعب توفيرها من قبل مقرض واحد أو عدد من المقرضين، ولأن المشاريع طويلة الأجل تتطلب تمويل طويل الأجل، فكلما كانت فترة الاستحقاق أطول كلما أصبح الحصول على الإئتمان المصرفي أصعب، يرجع ذلك إلى ارتفاع المخاطر المصاحبة للقروض طويلة الأجل، فلجوء المؤسسة إلى القرض السندي يسمح بتوزيع هذه المخاطر على شريحة واسعة من المستثمرين على أجل استحقاق أطول .

يتيح الإقتراض السندي للمؤسسة اختيار أجل الاستحقاق المناسب، فبإمكانها الإقتراض من السوق المالية بأجل استحقاق قصيرة الأجل من خلال إصدار سندات الخزينة (مشابهة لأذونات الخزينة)، وهي تصدر بأقل من قيمتها الاسمية وتسدد بقيمتها الاسمية، وهذا النوع من السندات أقل تكلفة من القروض المصرفية قصيرة الأجل بالنسبة للمؤسسات التي تقترض مبالغ كبيرة لفترات قصيرة.

¹ - جلال البنا، "الإدارة المالية لموارد واستخدامات الأرصدة للمديرين الإداريين"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 75.

من خلال القرض السندي يمكن للمؤسسة التسديد المسبق للدين بإدراج خيار الاستدعاء، يتيح هذا الخيار للمؤسسة التخلص من الدين إذا انخفضت أسعار الفائدة في السوق من خلال ممارسة خيار الاستدعاء بموافقة المقترض، كما يمكنها إدراج خيار تمديد أجل الاستحقاق فهذا الخيار يمكنها من توفير تكاليف إصدار قرض جديد من خلال الإبقاء على القرض السندي القائم، هذه الخيارات لا تتوفر في القرض المصرفي.

إن رغبت المؤسسة في الاستفادة من مبلغ القرض لفترة طويلة، فإن القرض السندي المسدد في تاريخ الاستحقاق يوفر للمؤسسة هذه الإمكانية، غير أنه يصعب الحصول على قرض مصرفي بهذه الخاصية، كما أن المؤسسة يمكنها توقع توقيت التدفقات النقدية التي تسمح لها بسداد الالتزامات الناشئة عن الديون وبالتالي تحديد أجل الاستحقاق المناسب أو ممارسة أحد الخيارات التي تسمح لها بالتوفيق بين توقيت التدفقات النقدية الداخلة والخارجة.

2- المرونة في اختيار معدل الفائدة: على عكس القرض المصرفي الذي يحدد فيه المصرف معدل الفائدة، فبإمكان المؤسسة تحديد معدل فائدة ثابت على طول فترة القرض، أو معدل فائدة عائم يتغير بتغير ظروف السوق، وهو ما يجنبها مخاطر انخفاض أسعار الفائدة وبالتالي تكون تكلفة القرض في أي فترة زمنية موافقة لتكلفة الاقتراض السائدة في السوق في تلك الفترة.

تكمن أهمية المرونة في اختيار معدل الفائدة على القرض في كونه المحدد الأساسي لتكلفة الدين، التي تشكل بدورها مكونا من مكونات التكلفة الكلية للأموال فارتفاع تكلفة الدين يؤدي إلى ارتفاع التكلفة الكلية للأموال، وبما أن تكلفة التمويل تستخدم لتقييم المشاريع الاستثمارية، فارتفاعها يؤدي إلى خروج عدد من المشاريع من مجال القبول وبالتالي تنخفض الفرص الاستثمارية للمؤسسة إضافة إلى معدل الفائدة تتأثر تكلفة التمويل بمجموعة أخرى من العوامل منها ما هو تحت سيطرة المؤسسة ومنها ما هو خارج سيطرتها، وتفاعل هذه العوامل يحدد تكلفة التمويل و تتمثل هذه العوامل في⁽¹⁾:

- علاوة مخاطر السوق: تتحدد علاوة مخاطر السوق من خلال تفاعل المخاطر الملازمة مع درجة كراهية المستثمرين للمخاطرة، ولا يمكن لأي مؤسسة أن تتحكم في هذه العلاوة لكنه بإمكانها التحكم في تكلفة التمويل من خلال أثر الإحلال.

- معدلات الضرائب: للضريبة تأثير هام على تكلفة رأس المال وهي تدخل في حساب تكلفة الدين، حيث تؤدي إخضاع فوائد الدين للضريبة إلى انخفاض العائد بالنسبة للمستثمرين مما يضطر المؤسسة إلى تعويض هذا الانخفاض من خلال رفع معدل الفائدة على سنداتها

¹ - أجين برغام، "الإدارة المالية"، ج 2، مرجع سابق، ص 42.

وبالتالي ارتفاع تكلفة الدين وكذلك الأمر بالنسبة للأسهم.

- سياسة هيكل رأس المال: تسعى كل مؤسسة إلى تحديد نسب مستهدفة لمختلف مصادر التمويل تدعى تلك النسب في مجموعها بهيكل رأس المال المستهدف.

- سياسة التوزيع: تؤثر نسبة التوزيع النقدي على معدل العائد المطلوب على الأسهم العادية، فإذا كانت هذه النسبة مرتفعة بشكل كبير يجعلها مجبرة على إصدار أسهم جديدة لتغطية احتياجاتها الرأسمالية فيجعلها تتحمل تكاليف إصدار مرتفعة مما يؤثر على تكلفة رأسمالها.

عادة ما تكون تكلفة القروض السندية أقل من تكلفة القروض المصرفية لكنها ليست الحالة العامة فقد تعامل المصارف بعض التي تربطها بها علاقات جيدة معاملة تفضيلية لتوفر عامل الثقة أو تطبيقا لسياسة المصرف في التعامل الدائم مع عدد من الزبائن من خلال تقديم الائتمان لفئة من الزبائن بشروط ميسرة وفتح خطوط ائتمان يمكن للمؤسسة استخدامها ضمن شروط معينة فتكون تكلفة القروض المصرفية لهذه المؤسسات ضئيلة مقارنة بتكلفة القرض السندي، أما المؤسسات الأقل حجما أو التي تربطها علاقات جيدة مع البنوك فقد تفضل اللجوء إلى السوق المالية لأنه أقل تكلفة.

الفرع الثالث: الشروط والضمانات الملزمة

من بين الأسباب التي تؤدي بالمؤسسة لتفضيل التمويل بالقرض السندي نجد:

1- متطلبات الإفصاح: تفضل المؤسسات الصغيرة أو ذات الجدارة الائتمانية الضعيفة أو التي ترغب في التعتميم عن عمليات الإقراض أو عن برامجها الاستثمارية الإقتراض المصرفي، لأن الإقتراض من السوق المالية يتطلب الإفصاح على قدر كبير من المعلومات، أما المؤسسات التي تسعى إلى ضمان استقلاليتها اتجاه الدائنين فإنها تفضل الإقتراض السندي، وإذا كان التصنيف الائتماني إجباريا لإصدار القرض السندي، فإنه يصعب على المؤسسة غير المعروفة في السوق وغير المتابعة من قبل المحللين الحصول على تصنيف يسمح لها بالحصول على تمويل منخفض التكلفة من خلال القرض السندي، مما يدفعها للإقتراض المصرفي، والعكس صحيح⁽¹⁾.

2- الشروط والضمانات: إذا كانت القيود والشروط التي يطلبها المصرف قاسية من وجهة نظر المؤسسة فإنها تفضل اللجوء إلى السوق المالية حيث القيود والضمانات أيسر، إذ تلتزم المؤسسة طواعية بتقديمها في حالة القرض السندي، ففي القرض السندي يمكن للمؤسسة تقديم الضمانات التي تراها مناسبة سواء كانت أصول عينة أو عقارية، وتصدر بعض المؤسسات قروض سنديّة بضمّان مستحقّات الزبائن، غير

¹ - سامي محمد الخرابشة، "النظام القانوني للشركة المساهمة الخاصة"، دار البشير، عمان، 2005، ص 76.

أنه يتعين على المؤسسة أن تقدم معدلات فائدة مرتفعة إذا كانت قيمة الضمانات أو رتبة الرهن متدنية، تعويضاً لحملة السندات، وبالنسبة للمؤسسات التي لا يتوفر على ضمانات ذات قيمة مرتفعة، أو كانت المصارف تطلب ضمانات معينة لا تتوفر للمؤسسة، فإنه يصعب عليها الحصول على القرض المصرفي، فيكون من الملائم إصدار قرض سندي غير مضمون بمعدل فائدة مرتفع، أو بإمكانها تقديم الضمانات المتاحة لديها.

إذا كانت إجراءات الحصول على الموافقة بإصدار قرض سندي تتطلب وقتاً طويلاً، وكما من الوثائق والمعلومات الواجب الإفصاح عنها، وتدخل عدة جهات إدارية في دفع هذا بالمؤسسات إلى تفضيل الاقتراض المصرفي.

3- العنصر البشري: بالإضافة إلى هذه العوامل، تؤثر العوامل الشخصية النابعة من تكوين وثقافة متخذ القرار في توجيه قراراته، فالتعامل لفترة طويلة مع المصارف ووجود نظرة سلبية للسوق المالية في المجتمع من العوامل المؤثرة في اتخاذ قرار الاقتراض من السوق المالية، كما يتأثر قرار التمويل برغبات أصحاب النفوذ والسيطرة في المؤسسة.

عامل آخر غاية في الأهمية يتمثل في توفر المؤسسة على الكوادر البشرية المؤهلة للتعامل مع المحيط المالي المتسم بالتغير، فإذا رغبت المؤسسة في إصدار قرض سندي فيجب أن تسعى إلى تأهيل مواردها البشرية للتعامل مع هذا النمط من التمويل فعلى المؤسسة العمل على تنمية قاعدة من رأس المال البشري التي تساعدها في التكيف مع المتغيرات البيئية المعقدة ودائمة التغير⁽¹⁾.

المطلب الثاني: متطلبات إصدار القرض السندي

من أجل الوصول إلى إصدار السندات يجب المرور بمراحل إجرائية تتمثل في التدابير القانونية والإجرائية لتنفيذ طرح السندات، ومراحل فنية تتمثل في الدراسة المالية لتحديد الخصائص المالية للقرض (القيمة الاسمية، مدة القرض ومعدل الفائدة).

الفرع الأول: الشروط المسبقة لطرح السندات

تفرض طبيعة القرض السندي في كونه علاقة مديونية بين المؤسسة وعدد كبير من المقرضين تأطير عملية الإصدار من خلال التشريعات المنظمة للعلاقة بين الدائن والمدين، وكذا اللوائح المنظمة للتدخل في السوق المالية.

¹ - رواية حسن، "مدخل استراتيجي لتخطيط وتنمية الموارد البشرية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 114.

1- الشروط القانونية:

يتطلب لجوء المؤسسة إلى السوق المالية لإصدار السندات استثناء مجموعة من الشروط القانونية التي تحددها القوانين المحلية في كل دولة بالرغم من تباين هذه الشروط في أغلب التشريعات إلا أنه يمكن إيجازها هي مجموعة من العناصر:

- شروط تتعلق بالشكل القانوني للمؤسسة المصدرة.

- شروط تتعلق بمبلغ الإصدار.

- شروط تتعلق بالبيانات المحاسبية.

يسمح فقط للمؤسسات المساهمة بإصدار القروض السندية نظرا للخصائص التي تميزها عن غيرها من الأشكال الأخرى للمؤسسات بانفصال الإدارة عن الملاك⁽¹⁾.

ولأن الاقتراض عن طريق السندات ليس من الأعمال العادية للإدارة بل هو عمل يتعلق إلى حد بعيد بمركز المؤسسة المالية وسياستها المالية بشكل عام، تجر القوانين موافقة الجمعية العمومية على ذلك، حتى يتسنى لها تقدير ملائمة القرض لمشروع المؤسسة سواء من حيث مقداره أو من حيث آجاله وتفرض بعض القوانين موافقة الجمعية العمومية غير العادية عند إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم كما تجيز بعض التشريعات للمؤسسات الأخرى التي لا تتوفر فيها تلك الشروط إصدار السندات بضمن من مؤسسة أخرى مؤهلة لذلك، أما الاقتراض قصير الأجل فتجيز العديد من التشريعات للمؤسسات بإصدار أوراق دين قصيرة الأجل (أذون الخزينة) لتلبية حاجياتها التمويلية قصيرة الأجل، بينما لا تجيز ذلك تشريعات أخرى.

2- التصنيف الائتماني للسندات: تلزم العديد من قوانين الهيئات المشرفة على الأسواق المالية المؤسسات بالحصول على تصنيف ائتماني لسنداتهما من قبل هيئات متخصصة كشرط مسبق للموافقة على طرح السندات والتصنيف الائتماني وهو تصنيف للسندات في فئات وفقا لجودتها الاستثمارية، فالتصنيف الائتماني يعبر عن رأي الجهة القائمة بالتصنيف عن الجدارة الائتمانية للمؤسسة، وهو يستخدم من قبل المستثمرين كأداة سهلة للحكم على الجدارة الائتمانية للمصدر⁽²⁾.

يسمح التصنيف الائتماني المرتفع للمؤسسة بإصدار سندات بمعدل فائدة قسيمة منخفض بما يساهم في خفض تكلفة التمويل، (يعمل بين المقرضين والمقترضين)، كما يعمل التصنيف الائتماني على التقليل من

¹ - محمد سمير الصبان، وعبد الله عبد العظيم هلال، "المحاسبة المالية في شركات الأموال"، الدار الجامعية، 2000، ص 136.

² - محمد مطر وفايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان 2005، ص 120.

حالة عدم التماثل في المعلومات بين المقرضين والمقترضين، ويقلل من تكاليف المقرض في جمع المعلومات وتحليلها ومتابعة المركز المالي للمؤسسة المصدرة والسند، ويساعد على تحسين درجة الشفافية والإفصاح، وفي تكوين رأي عن مستوى أداء إدارة المؤسسة، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية أكثر رشادة⁽¹⁾.

الفرع الثاني: تحديد الخصائص المالية للقرض السندي

من أهم عوامل نجاح الإصدار تحديد الخصائص المالية للقرض السندي وللقيام بذلك يجب جمع العديد من المعلومات حول حالة السوق وسلوك المستثمرين ورغباتهم، أخذ بعين الاعتبار طبيعة وحجم المشروع المراد تمويله وآجال تنفيذه والشروع في استغلاله، وكذا الوضع المالي للمؤسسة.

1- تحديد القيمة الاسمية:

يقصد بالقيمة الاسمية "القيمة المكتوبة على ظاهر السند"، وهي القيمة التي تمثل أصل الدين الذي يدفع للمكتب عند حلول أجل الاستحقاق، أما سعر الإصدار فهو المبلغ المدفوع للمؤسسة من قبل المكتب، وبالتالي يمكن للمؤسسة إصدار القرض السندي بالقيمة الاسمية أو بسعر مغاير، ويمكن الإشارة في هذا السياق إلى عدة حالات⁽²⁾:

- إذا كان سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية للسندات يعرف هذا بالسعر التعادلي.
- إذا كان سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية للسندات، لكن التسديد يكون بسعر أعلى من القيمة الاسمية، تدعى الزيادة بعلاوة التسديد.
- إذا كان سعر الإصدار أدنى من القيمة الاسمية للسندات، نقول إن السندات صدرت بأدنى من السعر الاسمي، والفارق بين القيمة الاسمية وسعر الإصدار يعرف بعلاوة الإصدار.
- إذا كان سعر الإصدار أدنى من القيمة الاسمية للسندات، لكن التسديد يكون بسعر أعلى من القيمة الاسمية، فيكون الإصدار قد تم بعلاوة مزدوجة.
- إذا كان سعر الإصدار أعلى من القيمة الاسمية للسندات نقول إن السندات صدرت بأعلى من القيمة الاسمية.

2- تحديد مدة القرض:

مدة القرض هي الفترة ما بين تاريخ بداية حساب الفوائد المرتقبة وتاريخ تسديد آخر سند وهو تاريخ الاستحقاق، وقد تمتد مدة القرض لعقود، وكلما كانت فترة الاستحقاق طويلة

¹ - أجين برغام، "الإدارة المالية" مرجع سابق، ص 382.

² - وسام ملاك، "البورصات و أسواق الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 250.

كلما زادت صعوبة الحصول على القروض، نظرا لعدم قبول المقرضين والمستثمرين المخاطر المصاحبة للقروض طويلة الأجل، ويخضع تحديد مدة القرض للمدة التي يستغرقها المشروع المطلوب تمويله ويمكن التمييز بين حالتين:

- التمويل المتوافق: يقصد به توافق فترة استحقاق الدين مع الفترة التي يستغرقها المشروع الذي تم من أجله اللجوء على الاقتراض، تلجأ المؤسسة إلى هذا الأسلوب للاستفادة من مبلغ القرض طيلة مدته، تجنبا لمخاطر إعادة التمويل وإمكانية عجزها عن الحصول على التمويل البديل⁽¹⁾.

- التمويل غير المتوافق: يقصد به عدم توافق أجل استحقاق الدين مع متطلبات تمويل مشروع بعينه، ففي هذه الحالة لا يتم الاقتراض لكل مشروع على حدة وتقوم المؤسسة بإنشاء صندوق التمويل المشترك بناء على التدفق النقدي المتوقع ويتبع هذا الأسلوب.

3- تحديد معدل الفائدة:

الفائدة هي "التعويض الذي يدفعه المقترض للمقرض مقابل تصرفه برأس مال معين خلال فترة محددة، وتعرف أيضا "أجرة المال المقترض" أو "ثمن استخدام الأموال" أو "العائد على رأس المال المستثمر" ويقال أيضا أن معدل الفائدة هو "عائد الزمن عند اقتراض الأموال مقابل تفضيل السيولة" معدل الفائدة هو الخاصية الأساسية للقرض السندي، لكونه يسمح بحساب تكلفة القرض بالنسبة للمؤسسة ومردودية الاستثمار بالنسبة للمستثمر، وهو العنصر المؤثر في سعر السند عند الاكتتاب والتداول، لذلك ينبغي اختيار معدل الفائدة المناسب الذي يلائم كل من المؤسسة والمكاتب، والذي يتوافق والظروف الاقتصادية السائدة أو المتوقعة، للمؤسسة الحرية التامة في تحديد معدل فائدة القرض السندي، ودوريته (سنوي، سداسي وثلاثي) ولها الاختيار بين أن يكون معدل الفائدة ثابتا أو متزايد أو متناقصا.

أما واقعا فلا يمكن للمؤسسة أن تعرض معدل فائدة أدنى من المعدل السائد خشية فشل الإصدار، ولا يمكنها عرض معدل فائدة أعلى من معدل السوق لأن ذلك سيحملها تكلفة أعلى، إلا أنه يجب على المؤسسة مراعاة العائد المطلوب من قبل المستثمرين الذين يعتبر شرط مفروض من قبل السوق يجب احترامه، وبالتالي تستند المؤسسة في تحديد معدل الفائدة على معدل مرجع مع إضافة هامش إليه يمكن أن يكون المعدل المرجع⁽²⁾:

¹ - برايان كويل، "هيكل رأس مال الشركات"، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق للنشر القاهرة، 2006، ص 78.

² - طاهر حيدر حردان، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997، ص 61.

- أحد معدلات الفائدة السائدة في السوق النقدي، وهذه كانت فئة المستثمرين المستهدفين من المتعاملين في السوق النقدي (البنوك والمؤسسات المالية).

- الاعتماد على أحد معدلات سوق السندات، بالاعتماد على معدلات الفائدة لمؤسسات مشابهة من حيث درجة المخاطر، أو بالاعتماد على معدل فائدة متوسط مرجح.

ينطوي الاختيار بين معدل فائدة ثابت أو متغير على مخاطرة، فقد تحصل المؤسسة على قرض طويل الأجل بمعدل فائدة ثابت أو متزايد، فإذا انخفضت أسعار الفائدة في المستقبل فتكون المؤسسة قد تحملت تكاليف إضافية نتيجة لذلك، أما إذا اقتضت بمعدل فائدة متغير فقد ترتفع تكلفة التمويل إذا ارتفعت أسعار الفائدة مستقبلاً، فالمصدر يحدد اختياره وفقاً لشروط السوق مع الأخذ بتقنيات الوقاية ضد تقلبات السوق باستخدام المشتقات المالية، من خلال:

- استخدام عقود المبادلات: يمكن استخدام عقود المبادلة على أسعار الفائدة للحصول على التمويل اللازم من خلال إصدار السندات، فإذا وجدت مؤسستين ترغبان في الاقتراض بطرح سندات، ووفق ظروف كل منها ترغب الأولى في الاقتراض بمعدل فائدة ثابت وترغب الثانية في الاقتراض بمعدل فائدة متغير، فيمكنهم الدخول في عقد مبادلة يمكن من خلاله الحصول على التمويل المرغوب وفي نفس الوقت تحقيق وفورات في التكاليف.

- التغطية باستخدام العقود المستقبلية: يمكن استخدام العقود المستقبلية على الأوراق المالية الحكومية للتغطية ضد مخاطر أسعار الفائدة في حالة إصدار سندات جديدة، فإذا حددت المؤسسة القيمة الاسمية للسندات وحددت معدل الفائدة على سندات ترغب في إصدارها في تاريخ محدد، وكانت هناك خشية تغير أسعار الفائدة قبل حلول تاريخ طرح السندات فسيُدفعها ذلك إلى طرح السندات بأقل من قيمتها الاسمية وبالتالي تنخفض حصيلة الإصدار، لتجنب تلك المشكلة يمكن للمؤسسة إبرام عقود مستقبلية لبيع سندات حكومية في تاريخ التخطيط لإصدار، وبما أن التوقع هو بارتفاع معدل الفائدة فإن أسعار العقود المستقبلية ستخف في تاريخ طرح السندات، وبإمكانها في ذلك التاريخ إبرام عقود مستقبلية للشراء، والفرق بين سعري البيع والشراء والفرق بين سعري البيع والشراء المستقبلين يمكنها من تغطية النقص في حصيلة الإصدار⁽¹⁾.

¹ - منير إبراهيم الهندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسية المالية باستخدام التوريق و المشتقات" الجزء 2 منشأة المعارف الاسكندرية 2008، ص 477-478.

الفرع الثالث: طرق تسديد القرض السندي

من أهم العناصر الواجب ذكرها في بنود العقد طريقة التسديد، وتكتسي أهمية بالغة بالنسبة للمؤسسة لكونها ترتبط بتسيير مديونيتها وتسيير خزيتها هناك عدة طرق لتسديد القرض السندي يمكن تقسيمها إلى ثلاث مجموعات: التسديد عند الاستحقاق، التسديد عبر الاهتلاك، والتسديد المسبق.

1- التسديد عند الاستحقاق:

وهو أن تقوم المؤسسة المقترضة بالتسديد السنوي للفوائد، وتخصيص مبلغ كافي في كل سنة لتشكيل رأس المال يعادل مقدار رأس المال الواجب تسديده عند وصول تاريخ استحقاق الدين، فيسدد القرض دفعة واحدة عند حلول أجله هذا الأسلوب هو الأكثر استخداما، ويتيح للمؤسسة الاستفادة من كامل قيمة القرض في طيلة مدته، كما تتميز هذه التقنية بالبساطة بالنسبة للمؤسسة من حيث طريقة تسيير القرض، وبالنسبة للمستثمر فيمكنه معرفة عوائده ببساطة، أما عيوبها الأساسية فتتمثل في ضرورة سداد المؤسسة لأصل القرض دفعة واحدة في تاريخ الاستحقاق، وهو ما يشكل عبأ عليها، خاصة إذا لم يتوافق ذلك مع تحقيق المؤسسة للأرباح المتوقعة، وإذا كان المبلغ كبيرا فقد تضطر إلى إعادة التمويل.

2- التسديد بدفعات ثابتة:

هو أن تقوم المؤسسة بتسديد دفعات متساوية (سنوية، سداسية، ثلاثية) ابتداء من تاريخ أول دفعة إلى غاية انقضاء العقد (دفعات نهاية المدة)، تتكون هذه الدفعات من جزء يمثل أصل القرض وجزء يمثل الفائدة، وفي هذه الحالة تكون الفوائد المدفوعة عالية في السنوات الأولى وتتضاءل تدريجيا لكونها تحسب على أساس قيمة القرض المتبقي، ويتم اختيار السندات التي تسدد بالقرعة، حيث ترقم السندات من 1 إلى n والسندات التي تتولى أرقامها ضمن هوامش معينة ينظر إليها على أنها من نفس الفئة، ويتم سحب القرعة بين هذه الفئات عند كل تسديد⁽¹⁾.

3- التسديد عبر أقساط ثابتة:

في هذه الحالة تتغير قيمة الدفعة من فترة لأخرى، إذ تحتوي على قيمة ثابتة تمثل أصل القرض وتحسب بقسمة أصل القرض على عدد الدفعات، وجزء متغير يمثل الفوائد التي تحسب على أساس قيمة القرض المتبقي، وبذلك سيتناقص أصل القرض من فترة لأخرى.

¹ - وسام ملاك، " البورصات وأسواق الأوراق المالية" مرجع سابق، ص 288.

4- التسديد عبر أقساط سنوية متصاعدة:

إذا توقعت المؤسسة تدفقات نقدية مستقبلية مرتفعة، قد تفضل دفع أقساط تزايد قيمتها من سنة أخرى للاستفادة من إمكانياتها المالية وتخفيض تكلفة القرض، لكنها قد تجد صعوبة في توريق هذا القرض، لذا يتعين عليها دفع علاوة إضافية للمستثمرين المحتملين لتشجيعهم على الاكتتاب في هذه السندات.

5- التسديد عبر أقساط سنوية متناقصة:

في هذه الحالة تبدأ المؤسسة بتسديد أقساط مرتفعة القيمة وتتضاءل هذه الأقساط من سنة لأخرى، وهذه الطريقة نادرة الاستخدام لكونها تتعارض ومصالح المؤسسة. قد ترغب المؤسسة المقترضة في الاستفادة من فترة سماح إذا توقعت ضآلة إمكانياتها المالية في السنوات اللاحقة لسنة الاقتراض، فتلجأ إلى تأجيل التسديد عدة سنوات وتشرع بعد انتهاء هذه المدة في التسديد وفق إحدى الطرق السابقة.

6- التسديد المسبق:

في بعض الحالات يكون بالإمكان تسديد السندات قبل حلول أجل استحقاقها، إما بمبادرة من المصدر أو من حامل السند، ويمكن أن يكون وفق عدة أشكال:

-التسديد بناء على بند وارد في العقد: إذا نص العقد على إمكانية التسديد المسبق، قد تلجأ المؤسسة إلى استعمال حقها في التسديد المسبق في حالة الرغبة في التحرر من بعض شروط العقد التي تكون غير مناسبة من وجهة نظرها، كما يمكن ممارسة هذا الحق في حالة توجه معدلات الفائدة نحو الانخفاض، فتقوم بتسديد القرض الحالي وتطرح قرض جديد للاستفادة من الظروف الجديدة (إعادة التمويل)، وعادة ما تدفع المؤسسة تعويضاً لمكاتبين لقاء قبولهم بالتسديد المسبق وعند اتخاذ قرار إعادة التمويل يجب الأخذ بالحسبان تكلفة إلغاء القرض الأول وإصدار القرض الجديد، كما يمكن لحامل السند المطالبة بالتسديد المسبق وفقاً لشروط العقد، وهذه الإمكانية تتيحها بعض أنواع السندات⁽¹⁾.

-التسديد عبر إعادة الشراء من البورصة: إذا رغبت المؤسسة في التسديد المسبق ولم ينص عقد القرض على هذه الإمكانية، فيمقدور المؤسسة اللجوء إلى البورصة لشراء سنداتها كما

¹ - أحمد بسيوني شحاتة، "المحاسبة المالية لشركات الأموال في القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص 211.

يمكنها اللجوء إلى البورصة إذا كان سعر السندات في البورصة أقل من قيمتها الاسمية لتحقيق وفر مالي.

-التسديد عبر التحويل: إذا كان السند يتمتع بخاصية التحويل، يكون الهدف من هذه العملية تبديل قرض قليل السيولة بقرض آخر أكثر سيولة، فهذه العملية هي لجوء علي للتبادل.

7- تمويل تسديد القرض السندي: يمكن أن تلجأ المؤسسة المصدرة للسندات على تكوين احتياطي سنوي من خلال احتجاز جزء من الأرباح طيلة مدة القرض السندي، أو إلى استثمار مبالغ نقدية في أوراق مالية أو في حساب إيداري لدى المصارف يستخدم في تسديد القرض، وذلك بناء على شرط وارد في بنود عقد القرض أو بشكل اختياري، إلا أن هذا الأسلوب يهدف في الواقع إلى إحلال التمويل الذاتي بدل الاقتراض في تمويل استثمارات المؤسسة.

ويمكن للمؤسسات إنشاء صندوق لسداد القرض السندي من خلال فتح حساب مصرف، عادة ما يتم تفعيله بعد عدة سنوات من إصدار القرض يسير من جهة موثوقة أو من قبل وكيل عن حملة السندات، فتقوم المؤسسة بتحويل مبالغ محددة سنويا إلى هذا الحساب تحقق هذه الصناديق ميزتين أساسيتين:

- توفير حماية إضافية للمقرضين، فعدم قدرة المؤسسة على تحويل المبالغ إلى هذا الصندوق يعد مؤشرا على مواجهة المؤسسة لصعوبات تمويلية.

- يوفر الصندوق للمؤسسة خيار بإمكانية شراء السندات بسعر السوق إذا انخفضت أسعارها، وإذا ارتفعت أسعارها فتسددتها بقيمتها الاسمية.

المطلب الثالث: الخطوات العملية لطرح السندات

إن عملية طرح السندات هي مرحلة تأتي مترافقة مع الدراسة المالية تجنباً لتغير ظروف السوق، وبعد طرح القرض السندي يتوجب على المؤسسة متابعة تسيير القرض بهدف الوفاء، بالتزامات الناجمة عنه في مواعيدها⁽¹⁾.

الفرع الأول: طرق الطرح وتكاليفه

تحدد طريقة طرح القرض السندي للاكتتاب وفق طريقتين:

1- الطرح العام: يقصد به طرح السندات للاكتتاب من الجمهور الواسع، والميزة الأساسية لهذا الأسلوب، أن السند سيتم تداوله ويحدد سعره في السوق ويتم توزيع القرض على شريحة واسعة من المكتتبين، يتم الطرح العام من قبل مصرف يتولى تقديم المشورة للمؤسسة ويتولى

¹ - جلال البناء، "الإدارة المالية لموارد و استخدامات الأرصدة للمديرين الإداريين" مرجع سابق، ص 85.

الإشراف على العملية، بتكوين لجنة من عدد من المصارف يتولون مسؤولية توزيع السندات في السوق الأولية مقابل عمولة و هذا لما تملكه المصارف من جهاز إداري ومحاسبي خبير ومتمرس للقيام بمثل هذه الأعمال وإمكاناتها المالية، ويمكن لهذه اللجنة أن تقوم بضمان توظيف كل الأوراق المالية وتسدد كامل مبلغ القرض للمؤسسة المصدرة في تاريخ محدد في حال لم يتم الاكتتاب في كامل السندات من قبل المستثمرين، كما تتولى هذه اللجنة الترتيب مع الوسطاء الماليين لعمليات تداول السندات، كما تساهم المصارف في تقديم الاستشارة للمؤسسات المصدرة للسندات من خلال⁽¹⁾:

- دراسة القيمة الإجمالية للإصدار وسعر الإصدار وعملياته والفائدة المقررة.
- التوقيت الزمني للإصدار والآجال وطريقة التسديد المناسبة.
- الوقوف بالمشاكل القانونية والإدارية التي قد تحيط بكل إصدار عند تسويقه.
- تحليل المركز المالي للمؤسسة الطالبة للقرض، فكلما كانت سمعتها ممتازة ساعد ذلك على سرعة تسويق الإصدارات.

- الوقوف على حال السوق المالية ومدى استيعابه لهذه الإصدارات.

2- الطرح الخاص: ويقصد به تخصيص بيع السندات إلى المؤسسات المالية، وهو يقع بين التمويل المصرفي والتمويل المباشر من السوق المالية، حيث تتم دعوة عدد محدود ومعروف من المستثمرين لتقديم عروض، وتلجأ المؤسسات إلى هذا الأسلوب إذا كانت ظروف السوق لا تناسب الطرح العام من حيث انخفاض السيولة أو محدودية شهرة المؤسسة لدى الجمهور مما يهدد بفشل عملية الاكتتاب، كما يمكن اللجوء إلى هذا الأسلوب لانخفاض تكلفته أو لتفادي متطلبات الإفصاح التي تفرضها هيئات أسواق الإشراف على أسواق الأوراق المالية أو لتجنب تعدد إجراءاته وطول مدة التحضير له.

وهناك عدة تقنيات يتم من خلالها طرح السندات للمكاتب:

- 1-2 عرض البيع بسعر ثابت: حيث يتم الإعلان عن سعر البيع في نشرة الاكتتاب، سواء كان هذا السعر مساو أو يختلف عن القيمة الاسمية للسند، وتكمن المشكلة الأساسية في هذا الأسلوب أن تحديد سعر معين قد لا يوافق ظروف السوق إذا كانت تتميز بعدم الاستقرار فإذا تغير معدل الفائدة في السوق فسيؤثر على إقبال المستثمرين على الاكتتاب²

¹ - عبد الحميد عبد المطلب، "البنوك الشاملة، عملياتها وإدارتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 354.

² - برايان كويل، "هيكل رأس مال الشركات" مرجع سابق، ص 32.

2-2- عرض البيع عن طريق مناقصة: وفقا لهذا الأسلوب يتم تصنيف المناقصات بترتيب تنازلي للأسعار المعروضة، ويتم تخصيص السندات للمزايدين التي جاءت عروضهم متوافقة مع السعر الأدنى المحدد مسبقا أو أعلى منه، بعد ذلك يتم تخصيص السندات كلها بالحد الأدنى المقبول للسعر بغض النظر عن الأسعار المعروضة في المناقصة.

2-3- عن طريق مزايدة: يمكن إصدار السندات في المزاد، حيث لا يتم تحديد سعر أدنى وتخصص السندات وفقا لعروض الشراء المقدمة حتى يتم بيع كل السندات، وقد تسمح هذه التقنية بجمع مبالغ تفوق القيمة الاسمية للإصدار.

3- تكاليف الإصدار: تنقسم التكاليف المباشرة المرتبطة بإصدار القروض السندية إلى قسمين قانونية واتفاقية

- التكاليف القانونية: وهي التكاليف المحددة بموجب قوانين، والمتمثلة في رسوم إصدار تراخيص الطرح، والرسوم المرتبطة بتسيير القرض التي تتقاضاها الهيئات المكلفة بتنظيم السوق.

- الأعباء الاتفاقية: وهي الأعباء التي تتحملها الجهة المصدرة ويتم تحديدها بالاتفاق مع الجهات التي ساعدت المؤسسة في طرح السندات والتحضير لها، وتمثل في أتعاب مكاتب الاستشارة، عمولات المصارف المشاركة في العملية لقاء تغطيتها للاكتتاب.

لا ترتبط التكاليف المرتبطة بإصدار قرض سندي بتكلفة العملية فقط، بل تمتد إلى ما بعد عملية الإصدار، وبالتالي يمكن أن نصنف التكاليف الإجمالية التي تتحملها المؤسسة المصدرة إلى ستة مجموعات:

- هامش الاكتتاب: وهو الفرق بين المبلغ الذي يستلمه المصدر والمبلغ المعروض للاكتتاب وهو ناجم عن اختلاف سعر الإصدار عن القيمة الاسمية.

- تكاليف ثابتة أخرى: وهي تتعلق بتكاليف التسجيل والرسوم المرتبطة بالإصدار والتكاليف القانونية.

- تكاليف غير مباشرة: وهي تكاليف لا يعلن عنها، ترتبط بعملية التحضير وإدارة الإصدار.

- تكلفة انخفاض العائد: عند كل إصدار جديد تنخفض أسعار الأسهم بين 3% و 5%.

- تكلفة انخفاض التقييم: عندما يطرح سند في السوق الأولية بسعر ثم يتم تداوله في السوق الثانوية بسعر أعلى.

- تكلفة خيار التخصيص: عندما يمنح خيار للمكاتب، بجزارة أسهم في المؤسسة فهو لن يمارس هذا الخيار إلا إذا كان سعر السهم أعلى من السعر التعاقدي.

الفرع الثاني: المعالجة المحاسبية

بما أن القرض السندي هو دين طويل الأجل يستخدم لأغراض تمويل الإنفاق الاستثماري فهو يصنف في الميزانية ضمن بنود الخصوم غير الجارية، وفق النظام المحاسبي المالي، يجب إدراجه في القيمة الحقيقية للمبلغ الصافي المستلم بعد طرح التكاليف التابعة المرتبطة بالقرض وبعد الإدراج يقيم حسب التكلفة المهتلكة وهذه الأخيرة هي المبلغ الذي تم به إدراج الأصل المالي في الحسابات منقوصا منه التسديدات الرئيسية ويضاف إليه أو يطرح منه الاهتلاك المجموع لكل فارق بين المبلغ الأصلي والمبلغ عند استحقاقه، وهذا يعني أن رصيد حساب القرض يجب أن يظهر في الميزانية بالقيمة الدفترية الصافية وفق جدول اهتلاك القرض السندي، "الدفعة التي يحل أجل استحقاقها في السنة المالية التالية يجب إظهارها ضمن التزامات قصيرة الأجل"

وبالتالي تتم المعالجة المحاسبية للقرض السندي بفتح حساب للقرض السندي ضمن الخصوم غير الجارية (ح/ 163 حساب القروض السندية الأخرى) يقيده فيه مبلغ القرض وحساب آخر (ح/ 169 علاوة تسديد السندات) تقيده فيه مبالغ علاوة الإصدار أو خصم الإصدار إن وجد، حيث يشكل صافي تلك المبالغ المبلغ المستلم فعلا من قبل المؤسسة والذي يدرج في حساب الخزينة.

من الناحية النظرية، يعتبر خصم الإصدار وسيلة لتعويض المكتتب على انخفاض معدل فائدة القسيمة على معدل الفائدة الفعلية في تاريخ الاكتتاب، وكذلك الأمر بالنسبة لعلاوة الإصدار التي هي تعويض للمؤسسة على معدل الفائدة المرتفع الذي ستسدد به الفوائد هذا الفرق يجب تغطيته من خلال العلاوة أو الخصم حسب الحالة⁽¹⁾.

ولأن مدة حياة القرض السندي تمتد لعدة سنوات يجب توزيع مبلغ العلاوة على مدار حياة القرض السندي خلال الاهتلاك، وفقا للمبادئ المحاسبية المتعارف عليها وكذا النظام المحاسبي المالي في الجزائر يجب استخدام معدل الفائدة الفعلي في حساب أقساط الاهتلاك.

أما تكاليف الإصدار فيجب تحميلها على السنة المترتبة فيها، إلا إذا أدمجت في كلفة أصل يتطلب مدة طويلة من التحضير "أكثر من 12 شهر" تم اقتنائه أو بناءه أو إنتاجه من خلال القرض المعني مباشرة، ففي هذه الحالة يتم توزيع تلك التكاليف على مدار مدة التحضير.

¹ - أحمد بسيوني شحاتة، "المحاسبة المالية لشركات الأموال في القطاع الخاص و قطاع الأعمال العام"، مرجع سابق، ص 168.

أما بالنسبة للفوائد فلا تطرح أي مشكل في معالجتها المحاسبية باعتبارها أعباء مالية قانونية، إلا أنه يجب مراعاة مبدأ استقلالية السنوات لتكون الفائدة السنوية المدفوعة في تاريخ ما ترتبط بسنة ماضية موزعة بين فترتين محاسبتين منفصلتين.

وفقا للمعايير المحاسبية، يجب على المؤسسة الإفصاح ضمن القوائم المالية على كل المعلومات المرتبطة بكل قرض سندي، عدد السندات والقيمة الاسمية للسندات ومعدل الفائدة الاسمي وتاريخ استحقاق السندات والضمانات أو رهون المقدمة.

الفرع الثالث: متابعة القرض السندي في السوق المالية

ينبغي على المؤسسات التي تقترض بانتظام من السوق المالية أن تقوم بمراقبة ومتابعة التغيرات في السوق المالية باستمرار، وأن تحاول تحليل أسباب تلك التغيرات ومعرفة اتجاهاتها إن كانت طويلة أم قصيرة الأمد، ومدى تأثيرها على السياسة التمويلية والاستثمارية للمؤسسة.

تتمثل هذه التغيرات في ارتفاع أو انخفاض العائد مما ينتج عنه ظروف قد تكون ملائمة للمؤسسة للاقتراض أو لتسديد الدين أو لإعادة التمويل بما يسمح لها بإدارة جيدة لمحفظة ديونها.

1- إدارة الديون: يمس الإحلال بالالتزامات المالية المرتبطة بالقروض بمصادقية المؤسسة في السوق، لذا يتطلب استخدام القروض ضمن هيكل التمويل إدارة سليمة لمحفظة الديون، يقصد بمحفظة الديون: "المزج بين أنواع مختلفة من رأس المال المقترض في مديونية المؤسسة، مثلا قروض متعددة يمين موعد استحقاقها في تواريخ مختلفة وقروض وتسهيلات بنكية وبرامج أوراق مالية وسندات وقروض بالعملات المحلية والأجنبية"⁽¹⁾.

يمكن الاستفادة من محفظة الدين ومتطلبات التمويل المخطط لها لتحديد القروض الجديدة التي ستحتاج إليها المؤسسة في السنوات القادمة سواء لاستبدال قروض قديمة أو لتمويل نشاطات جديدة، كما تفيد المحفظة في الإعداد لتصنيف ديون المؤسسة، وذلك للتأكد من أن مجموعة الديون لن تستحق في وقت واحد، لذلك ينبغي على المؤسسة المراجعة الدورية لمحفظة الديون، والتأكد من توفر السيولة في الوقت المناسب من خلال إدارة سليمة لخزينة المؤسسة.

2- الاستفادة من تغيرات منحى العائد: منحى العائد عبارة عن رسم أو جدول يتضمن أرقاما تبين عائد أوراق مالية متشابهة ولكن ذات فقرات استحقاق متباينة ويحدد منحى العائد

¹ - محمود فتوح وآخرون، "الإدارة المالية"، الجزء الأول، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2008، ص 122.

ما إذا كان هناك اختلاف بين عائدات الأوراق المالية طويلة الأجل، وعائدات الأوراق المالية قصيرة الأجل ومدى هذا الاختلاف إن وجد⁽¹⁾.

3- إعادة التمويل من خلال القرض السندي: يقصد بإعادة التمويل استبدال كل جزء من القرض السندي الموجود في السوق، تلجأ المؤسسة إلى إعادة التمويل إذا رغبت في التحرر من بعض شروط القرض وإصدار قرض جديد بشروط أفضل، ويمكن اللجوء إلى إعادة التمويل لتخفيف عبء القروض إذا انخفضت معدلات الفائدة في السوق وبالتالي فقرار إعادة التمويل هو قرار استثمار.

وقد تكون المؤسسة مضطرة إلى إعادة التمويل في حال عدم تمكنها من سداد القرض الأول، الأمر الذي يفرض عليها تقديم عائد أعلى على القرض الجديد، فإعادة التمويل من خلال القرض السندي يجنب المؤسسة اللجوء إلى المصارف لطلب إعادة التمويل فعادة ما تسعى المصارف إلى استغلال هذا الوضع للحصول على مزايا إضافية.

¹ - برايان كويل، " هيكل رأس مال الشركات " مرجع سابق، ص 53.

المبحث الثالث: تأثير الإقراض السندي على المؤسسة

تحدد السياسة المالية للمؤسسة في إطار سياستها العامة، التي يجب أن تدرج العقوبات المالية مثل مستوى القروض السندية في هيكل رأس مالها، حيث أن لجوء المؤسسة إلى القرض السندي للتمويل يمتد تأثيره إلى المؤسسة كلها.

وندرس في هذا المبحث كل من:

- أثر الإقراض السندي على أهداف المؤسسة.

- أثر الاقتراض السندي على القيمة السوقية للمؤسسة

- النظريات البديلة لقرار التمويل عن طريق القرض السندي

المطلب الأول: أثر الاقتراض السندي على أهداف المؤسسة

يمارس القرض السندي تأثيراً على أهداف جميع الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة لذا أصبح من الضروري على الإدارة المالية للمؤسسة مراعاة مختلف هذه الأهداف عند اختيار مصدر التمويل خاصة عند التمويل عن طريق القرض السندي.

الفرع الأول: دوافع الاستثمار في السندات

باختلاف رغبات المستثمرين، تتعدد الأسباب التي تدفعهم إلى حيازة السندات والمتاجرة فيها، ويمكن أن نحدد في مجموعة الأسباب التالية:

1- التنويع: توفر السندات نوعاً ما من التنويع للمحافظ المالية التي تتكون أساساً من الأسهم، والهدف من التنويع هو تقليل المخاطر فلكل فئة من الأصول المالية المختلفة مستويات مختلفة من العائد والمخاطر⁽¹⁾.

2- الأمان: في فترات الأزمات وحالات عدم الاستقرار الاقتصادي تنخفض أرباح المؤسسات فتزداد جاذبية الاستثمار في السندات وخاصة الإصدارات قصيرة الأجل، حيث تتحرك أسعار الأسهم في اتجاه معاكس لأسعار السندات.

وفي حالات الكساد والأزمات ترتفع نسبة إفلاس المؤسسات، وفي هذه الحالة تكون الأولوية لحملة السندات في استفتاء حقوقهم، ففي هذه الحالة من الأفضل أن يكون الشخص من حملة السندات على أن يكون من حملة الأسهم.

¹ - محمد مجد الدين باكير، "محافظ الاستثمار إدارتها وإستراتيجيتها"، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2008، ص 274.

3- الدخل: بما أن السندات ذات دخل ثابت يمكن توقعه، فالعديد من المستثمرين يستثمرون في السندات للحفاظ على أموالهم المستثمرة أو زيادتها أو لتلقي تدفقات نقدية دورية يعتمد عليها، وهي تساعدهم على تخطيط إنفاقهم المستقبلي⁽¹⁾.

4- الظروف الخاصة: تلي بعض أنواع السندات احتياجات بعض المستثمرين، فهناك بعض السندات التي تكون معفاة من الضريبة على الدخل، وسندات مرتبطة بمؤشر تناسب الذين يساورهم القلق بشأن التضخم، ومن السندات من تناسب من يرغب في الحصول على مبلغ من المال في تاريخ محدد أو مرحلة معينة من العمر، وتستخدم مؤسسات التأمين السندات في محاولة لتحقيق التوازن بين الأصول والخصوم.

الفرع الثاني: تقييم عائد السندات

تتكون عوائد الأوراق المالية من عوائد جارية كتوزيعات الأرباح أو فوائد السندات والأرباح الرأسمالية الناتجة عن الفرق بين سعر شراء وسعر بيع الورقة المالية، ويمكن أن نميز بين عدة مقاييس لعائد السندات.

1- العائد الجاري: يتغير العائد الجاري بتغير سعر السند في السوق، فهو مناسب للمستثمرين الذين يستثمرون في السندات من أجل تحقيق دخل، وما يعاب على هذا المقياس أنه لا يأخذ في بعين الاعتبار المكاسب أو الخسائر الرأسمالية التي يحققها حامل السند حتى تاريخ الاستحقاق، وبالتالي لا يمكن اعتباره مقياساً صحيحاً للعائد الكلي المتوقع للسند.

2- العائد حتى الاستحقاق: هو معدل العائد الذي يحصل عليه حامل السند إذا احتفظ بالسند على غاية تاريخ الاستحقاق، وهو معدل الخصم الذي يجعل التدفقات النقدية للسند مساوية لقيمته يوم حيازته.

3- العائد حتى مدة الاحتفاظ: هو ذلك العائد المتحقق من احتفاظ المستثمر بالسند لفترة محددة من تاريخ الاستحقاق أي العائد المستحق بين تاريخين محددتين.

4- العائد حتى الاستدعاء: عندما يكون السند قابلاً للاستدعاء يهتم المستثمرون بحساب العائد حتى الاستدعاء، وبحسب هذا العائد بطريقة التجربة والخطأ باستخدام معادلة العائد حتى تاريخ الاستحقاق باعتماد المدة المتبقية للاستدعاء بدل المدة المتبقية للاستحقاق وسعر الاستدعاء بدل القيمة الاسمية.

¹ - أسامة عبد الخالق الأنصاري، "الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة"، دار السحاب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008، ص 63.

5- هامش العائد: يمثل هامش العائد الفرق بين عائد سند حكومي، وعائد سند آخر يمثله في تاريخ الاستحقاق، ويختلف هامش العائد من قطاع لآخر ومن منتج لآخر وهو يعكس درجة المخاطرة التي ينطوي عليها الاستثمار في السند محل المقارنة، متضمنا مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة، ويتضمن المزايا التي ينطوي عليها السند "الشروط" بالنسبة للمصدر أو المستثمر.

الفرع الثالث: أثر القرض السندي على أمن وسلامة المؤسسة

إذا كان لسياسة الاقتراض دور فعال في زيادة ربحية السهم وتسريع وتيرة نمو المؤسسة فإنها في المقابل يرتفع الخطر مالي للمؤسسة وتخفيض من مرونتها فالقرض السندي بالنسبة للمؤسسة يمثل عقد قانوني يجبرها على تسديد مبالغ نقدية ثابتة في تواريخ محددة مسبقا وهذا مهما كانت الوضعية المالية للمؤسسة .

إن ارتفاع النفقات المالية بسبب القرض السندي سينقص من 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 الاجتماعي في شكل قسائم موزعة، والأخطر من ذلك هو احتمال عجز المؤسسة عن تسديد هذه المصارف المالية في تواريخ استحقاقها مما قد يؤدي بالمؤسسة إلى حالة التوقف عن الدفع وإشهار إفلاسها.

كما يؤثر القرض السندي مباشرة على مرونة المؤسسة من خلال تقليص قدرة المؤسسة على توفير المبالغ المالية الضرورية لمواجهة النفقات غير المتوقعة أو اغتنام فرص الربح المتاحة وهذا بعد أن استنفدت المؤسسة كل طاقتها الاقتراضية، يضاف إلى ذلك انخفاض مرونة المؤسسة في اجتياز مصادر التمويل بالحجم والكيف وتقلص هامش مناورة مسيرتها.

المطلب الثاني: أثر الاقتراض السندي على القيمة السوقية للمؤسسة

إن الاعتماد على القروض السندية في التمويل يسهم في زيادة قيمة المؤسسة فإذا ما اشتمل هيكل رأس المال على القروض السندية فإن فوائد هذه القروض سيترتب عنها زيادة في صافي التدفقات النقدية وبالتالي زيادة في قيمة المؤسسة.

الفرع الأول: تأثير الاقتراض السندي على قيمة المؤسسة في ظل افتراض السوق الكامل

تعدد وجهات النظر بشأن تأثير نسبة السندات ضمن هيكل التمويل على تكلفة وقيمة المؤسسة، ففي الوقت الذي يرى فيه أصحاب الفكر التقليدي إمكانية وجود هيكل مالي أمثل تبلغ عنده القيمة السوقية أقصاها على عكس مدخل مدكلياني وميلر.

- المدخل التقليدي: يؤيد هذا المدخل وجود هيكل تمويلي أمثل، حيث يفترض أن هناك نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حد أدنى، وبالتالي تصل قيمة المنشأة إلى أقصاها، والسبب في ذلك أن هذا المدخل يقوم على أسباب أن القيمة السوقية للمنشأة تتوقف على استثماراتها (قرار الاستثمار)، والتي تتوقف بدورها على العائد المتوقع من هذه الاستثمارات ودرجة المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد، أما قرارات التمويل فلا تأثير لها على القيمة السوقية للمنشأة⁽¹⁾.

- مدخل مدكلياني وميلر: إن مدخل مدكلياني وميلر يستبعد فكرة الهيكل المالي المثالي على أساس أن قرارات التمويل لا تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة. إن تحليل علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة في ظل افتراضات السوق الكامل لرأس المال لم يصل إلى إجابة نهائية تنهي الجدل القائم حول وجود هذه العلاقة من عدمها الأمر الذي يتطلب المزيد من التحليل لهذه العلاقة في ظل افتراضات أكثر واقعية.

الفرع الثاني: تأثير القرض السندي على قيمة المؤسسة في ظل افتراض السوق غير الكامل

في ظل الأسواق غير الكاملة لرأس المال يكون تحليل العلاقة بين الهيكل المالي وكل من تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة أكثر واقعية، لأن ذلك يقتضي إدخال بعض المتغيرات كالضرائب، وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، كما أن التأكد التام المرتبط بتوقعات المستثمرين وتفضيلاتهم في السوق يصبح أمرا غير مقبول، الشيء الذي سيؤثر حتما على علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة.

1- تأثير الاقتراض على قيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب: في إطار الأسواق غير الكاملة قدم مدكلياني وميلر تحليلا متميزا أثبتا فيه أنه في حالة خضوع دخل المؤسسة للضريبة، فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستدينة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة مماثلة تعتمد كلية في تمويل استثماراتها على الأموال الخاصة، بالإضافة إلى القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الاقتراض وعليه فإن الهيكل المالي المثالي هو ذلك الهيكل الذي تكون به أكبر نسبة اقتراض ممكنة.

ويؤكد الباحثان على أنه لا ينبغي أن يزيد أو يقل الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة والمؤسسة غير المقترضة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وإذا حدث العكس فإن عملية المراجعة كفيلا بإعادة التوازن بين المنشأتين.

¹ - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات"، مرجع سابق، ص 187.

2- تأثير الإقتراض على قيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس: يترتب عن فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض والفوائد عندما تحين آجال استحقاقها مخاطر تدعى بمخاطر الإفلاس، وتنتج هذه المخاطر عند قيام المقرضين بإجراءات قانونية لاسترجاع أموالهم قد تؤدي إلى شهر إفلاس المؤسسة، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة أي أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثرا عكسيا على القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية، وعليه تتحد نسبة الإقتراض المثالية في هذه الحالة بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الإفلاس في حدها الأدنى وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى.

3- تأثير الاقتراض على قيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الوكالة: إن تكلفة وكالة الديون تلعب دورا هاما في قرار التمويل وبظهور هذه التكلفة أصبح الهيكل المالي الأمثل يتحدد بتوازن الوفر الضريبي للفوائد مع كل من تكلفة الوكالة وتكلفة الإفلاس معا، وكما هو الحال في تكاليف الإفلاس، فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك وهذا برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها مما يؤدي بالملاك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

وسواء تمثلت تكلفة الوكالة في خسائر ناجمة عن انفصال الإدارة عن الملكية أو في القيود التي يفرضها الدائنون والتي تسفر عن انخفاض كفاءة التشغيل أو تمثلت في ارتفاع تكلفة الاقتراض، فإن العديد من الدراسات قد أوضحت أن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة نسبة الأموال المقترضة، ويزداد معها التأثير السلبي على القيمة السوقية للمؤسسة، أي أن هذه القيمة تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

الفرع الثالث: توازن سوق السندات

أشار "ميلر" إلى التوازن العام على مستوى سوق رؤوس الأموال، والذي أساسه التفاوت في معدلات الضريبة على المداخيل الشخصية للمستثمرين حيث يتحقق هذا التوازن إذا ما نجحت المؤسسات في جذب المزيد من المستثمرين الجدد في سنداتهما إلى أن تصل إلى المستثمر الحدي الذي يتساوى المعدل الحدي للضريبة على دخله من السندات مع معدل الضريبة على دخل المؤسسة، وتصبح القيمة الحالية للوفورات الضريبية مساوية للصفر، وهذا مع إفتراض أساسي في التحليل هو أن معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم يمكن أن يساوي الصفر، وعند نقطة التوازن لن تستطيع أي مؤسسة أن تضيف المزيد على قيمتها السوقية من خلال تغيير نسبة السندات في هيكل رأسمالها، ولا يبقى لقرار التمويل عن طريق

السوق السندي أي تأثير على قيمة المؤسسة، ويحدث التوازن في سوق السندات عندما يتقاطع منحنى السندات مع منحنى الطلب عليهما كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (1-2): توازن سوق السندات



المصدر: مريم باي، "السوق السندي وإشكاليات تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007-2008، ص 192.

kd_0 : الطلب الأولي على السندات في وجود الإعفاء الضريبي

من خلال الشكل (1-2) نلاحظ أن الطلب على السندات من طرف المستثمرين يمثل منحنى ينطلق من الفائدة على السندات المعفاة من الضريبة على الدخل، فكلما كان هناك تحفيز ضريبي زاد الطلب على السندات وكلما زاد معدل الضريبة على أرباح السندات قل الطلب عليها.

وتبين أن لجوء المؤسسة إلى السوق السندي كبديل تمويلي له تأثيرا إيجابيا على قيمتها السوقية من خلال الوفورات الضريبية غير أن الاعتماد على اقتراض السندي يولد مجموعة من تكاليف الإفلاس والوكالة التي لها تأثير سلبي على قيمة المؤسسة، ونجد أن الاقتراض السندي يعتبر البديل التمويلي الأمثل للمؤسسة

إلى أن يصل السوق السندي إلى حالة التوازن أين يصبح الاقتراض السندي لا تأثير له على قيمة المؤسسة، وهو ما يسمح بظهور نظريات بديلة تحكم قرار التمويل عن طريق السوق السندي.

المطلب الثالث: النظريات البديلة لقرار التمويل عن طريق القرض السندي

يشكل القرض السندي البديل التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية، وهذا ما أكدته النظريات السابقة، إلا أنها اختلفت حول الحجم الأمثل للاقتراض السندي وتأثيره على القيمة السوقية للمؤسسة، ومن هنا بحثت النظرية المالية للمؤسسة في الإجابة على تساؤلين أساسيين: هل يوجد هيكل تمويلي أمثل؟ وإلى أي حد يمكن الاعتماد على القروض؟ وبرزت عدة نظريات تحاول الإجابة على هذين التساؤلين

الفرع الأول: نظرية العلاقة التوازنية والإشارة

1- نظرة العلاقة التوازنية:

وتسمى أيضا نظرية المعاوضة، بموجبها فإن القرار الأمثل للاقتراض والذي يحقق أعلى قيمة سوقية للمؤسسة، هو محصلة التوازن بين منافع الاقتراض (الوفورات الضريبية) من جهة، والتأثيرات السلبية له (تكاليف الإفلاس) الناجمة عن الإفراط في عمليات الاقتراض، وفقا لهذه النظرية فإن قيمة المؤسسة التي تستخدم الدين هي نفسها قيمة مؤسسة مشاهة لا تستخدم الدين مضاف إليها الوفورات الضريبية المحققة من استخدام الدين، ومطروحا منها تكاليف المرتبطة بالإفلاس.

وفقا لهذه النظرية، عند المستويات المنخفضة للدين لا تظهر تكاليف الإفلاس، وكما ارتفعت مديونية المؤسسة ترتفع معها الوفورات الضريبية المحققة نتيجة استخدام الدين، وعند مستوى معين من المديونية تظهر تكاليف الإفلاس وتبدأ في الارتفاع تدريجيا فتراجع معها نسبة ارتفاع في قيمة المؤسسة، وعند مستوى ثالث من المديونية (الحد الأقصى) تتساوى تكلفة الإفلاس والوفورات الضريبية، وبعدها تفقد المؤسسة المزايا الضريبية من استخدام الدين فتتخفف قيمتها وبذلك تلتقي مع النظرية التقليدية التي ترى بوجود حد أقصى للاستدانة، أي يوجد هيكل أمثل لرأس المال.

يعاب على هذه النظرية، صعوبة تحديد العوائد والتكاليف المصاحبة للاقتراض بحيث تسمح بإحداث التوازن المطلوب والذي يقود إلى تحقيق قيمة سوقية للمؤسسة وبالرغم من ذلك فإن

هذه النظرية قادرة على إعطاء بعض المؤشرات التي تضمن سلامة القرار المتعلق بتشكيل هيكل رأس المال⁽¹⁾.

2- نظرية الإشارة:

وتسمى أيضا نظرية عدم تماثل المعلومات، برزت هذه النظرية في ظل تعارض نظرة مد كلياني وميلر ونظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل، قام أصحاب هذه النظرية بإسقاط بعض الفرضيات التي قامت عليها نظرية M&M⁽²⁾، وهي فرضية تماثل المعلومات بين أعضاء الإدارة والمستثمرين.

محتوى هذه النظرية، بني على القول بأن هناك عدم تماثل في المعلومات، فالإدارة تملك معلومات حول وضعية المؤسسة وعملياتها المستقبلية تفوق تلك المتاحة للمستثمرين خارج المؤسسة، وإن الإدارة لا يمكنها الاقتراض لتنفيذ مشاريع مرتفعة المخاطر ومنخفضة المردودية، ومن هنا فالاستدانة تعتبر إشارة بأن الملامح المستقبلية للمؤسسة أفضل.

وبالعكس فإن لجوء المؤسسة إلى إصدار أسهم جديدة يعطي إشارات سلبية وبالتالي فإن المستثمرين لن يقبلوا على شراء تلك الإصدارات إلا بسعر منخفض وبالتالي فإن هذا الانخفاض يتحمله كل من المساهمين القدامى والجدد على حد سواء.

وعليه فهذه النظرية تضع قيودا على التمويل بالأسهم بسبب تكلفة المرتفعة، وفي نفس الوقت فإنها تدعو أيضا إلى عدم المغالاة في عمليات التمويل عن طريق الاقتراض، بل الاعتماد على المصادر الداخلية والإبقاء على قدر من الطاقة الاقتراضية كاحتياط بسبب الحاجة إليها مستقبلا⁽³⁾.

الفرع الثاني: نظرية الوكالة

قام Jensen et Meckling⁽⁴⁾ سنة 1976 بإدخال نظرية الوكالة إلى النظرية المالية حيث اعتبر المؤسسة كمجموعة من العقود بين أعضاء الفريق الذي يقدم عوامل الإنتاج وهم الملاك، الدائنين

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 222- 223.

² - Franco modigliani et merton miller ,deux professeurs du massachusetts institute of technology , publient dans l'american economic review de juin 1958 un article intitulé " **the cost of capital corporation and the theory of investment** "

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 16

⁴ - jensen .m & meckling , " **the theory of the firm ,managerial bahaviour agency costs and ownership structure** " ,journal of financial economics , 3oct 1976 , p 305- 330

العاملين والإدارة، وهم ذو أهداف متباينة ومتعارضة وإن العقود التي تربط أعضاء المجموعة تتضمن ثغرات نظرا لعدم تماثل المعلومات وأن العقود التي تربط أعضاء المجموعة تتضمن ثغرات نظرا لعدم تماثل المعلومات لدى جميع الأطراف، ويسعى ك طرف لاستغلال تلك الثغرات، الأمر الذي تنتج عنه تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة⁽¹⁾.

تقوم نظرية الوكالة على المبدأ القائل بأن كل الأفعال الفردية تهدف إلى تحقيق أقصى قدر من المنفعة الخاصة قبل المنفعة العامة، وكذلك الأمر داخل المؤسسة، لذلك يستخدم الدين لتقييد المدراء، فمتطلبات خدمة الدين تجبر المدراء على أن يكونوا أكثر انضباطا لها، كما يظهر التعارض بين حملة الأسهم والمقرضين عندما يلجأ المدراء بوصفهم وكلاء عن حملة الأسهم على تنفيذ مشاريع تتضمن درجة أعلى من المخاطرة التي يتوقعها الدائنون، مما يدفع بالدائنين إلى اتخاذ إجراءات لحماية مصالحهم في شكل قيود على حرية المديرين في اتخاذ بعض القرارات، وإلى القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، ويطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضين من أجل عملية المتابعة بتكلفة وكالة القروض، وعادة ما تنقل هذه التكلفة إلى الملاك، وذلك برفع سعر الفائدة على الأموال التي يقترضونها، وهو أمر يضطر الملاك لرفع معدل العائد الذي يطلبونه، والنتيجة هي ارتفاع متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال وانخفاض قيمة المؤسسة.

بالرغم من أن أعمال Jensen⁽²⁾ بينت أن الاقتراض يستخدم لتقييد المدراء ويوفر فرصة للرقابة على إدارة المؤسسة، وأن استخدام الاقتراض يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال إلى أنها لم تعط إجابة عن السؤال المتعلق بحجم الاقتراض الأمثل في هيكل رأس المال⁽³⁾.

الفرع الثالث: نظرية أفضل مصادر التمويل

ظهرت هذه النظرية في بداية الستينات حول سلوك المؤسسات في تمويل هيكل رأسمالها، ثم طورت سنة 1984، ترى هذه النظرية أن المؤسسات (من جهة نظرها) ترتب مصادر التمويل حسب الأولوية كما يلي:

- تعطى الأولوية للمصادر الداخلية المتمثلة في التمويل الذاتي، بناء على الفرص الاستثمارية تحدد المؤسسة نسب مستهدفة من التمويل ونسب مستهدفة من التوزيع.

¹ - أجيبن برغام، " الإدارة المالية " الجزء الثاني، مرجع سابق، ص 521.

² - Michel Jensen née le 30 October 1939 est un économiste américain specialist de l'économie financière et professeur à Havard

³ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 485.

- إتباع سياسات ثابتة للتوزيعات، وفي حالة وجود فائض من الاحتياجات الاستثمارية فإنه يوجد لسداد ديون المؤسسة أو يستثمر في أوراق مالية.
- في حالة عدم كفاية المصادر الداخلية تلجأ المؤسسة إلى القروض منخفضة المخاطر.
- إذا لم تتمكن من ذلك تلجأ المؤسسة إلى القروض الأقل خطراً، ثم إل الأعلى خطراً بالترتيب.
- إذا لم تكن المصادر السابقة تلجأ المؤسسة إلى إصدار أسهم جديدة وفقاً لهذه النظرية، فإن المؤسسات ذات الربحية العالية لا تلجأ إلى التوسع في الاقتراض لأنها ليست بحاجة إلى ذلك لظالمًا أنه يمكنها تغطية احتياجاتها داخلياً، وأن الاقتراض هو المصدر الأول من مصادر التمويل الخارجة ويأتي إصدار السهم آخر الخيارات بعد استنفاد إمكانياتها للاستدانة، وبالتالي فإن التمويل بالاقتراض أفضل من التمويل بالملكية، كما تشير النظرية إلى عدم وجود نسب مديونية مستهدفة.

خلاصة الفصل الثاني:

يعتبر قرار الاقتراض من القرارات المالية الإستراتيجية التي تنعكس آثارها على قيمة المؤسسة، وهو ما يتطلب منها الحصول على القروض بأقل تكلفة، وهذا ما نجده في القرض السندي الذي غالبا ما يكون أقل تكلفة مقارنة بمصادر التمويل الخارجية، ويوفر أيضا مرونة عالية في عمليات الاقتراض، مما يجعله نمطا مفضلا في كثير من الأحيان وبديلا مناسباً للتمويل المصرفي.

يتطلب إصدار القرض السندي توفر مجموعة من الشروط القانونية والمحاسبية، والقيام بدراسة شاملة للجوانب القانونية والمالية التي يتطلبها الإصدار فعلى المؤسسات الراغبة في إصدار قرض سندي أن تكون ملمة بمتطلبات هذا النمط من التمويل حتى يلقي الزواج المناسب عند طرحه للاكتتاب.

حتى تتمكن المؤسسات من التوسع في استخدام القرض السندي كبديل تمويلي لا بد أن تجد السندات المطروحة المدخرين الراغبين في السوق الثانوية.

الفصل الثالث:

دراسة حالة سوق سندات الجزائر

تمهيد :

منذ إنشاء السوق المالية في الجزائر بداية التسعينات من القرن العشرين قلة من المؤسسات استخدمت السوق للحصول على التمويل من خلال طرح الأسهم، لكن عددا كبيرا من المؤسسات أصدرت قروضا سنديّة في السوق، سمحت لها بتمويل جزء من برامجها الاستثمارية لاقت هذه القروض السندية إقبالا بشكل ملفت فارتفعت الوتيرة بشكل ملفت ثم تراجع بعد ذلك.

وبالرغم من تراجع إصدارات القروض السندية، يشكل دخول المؤسسات الجزائرية تجربة هامة يجب العمل على إعادة تفعيلها وتطويرها، وهذا ما يتطلب تشخيصا لخصائص السوق ومكوناته وتحليل مجموعة العوامل المؤثرة في تطويره، وفي هذا الفصل نتطرق لكل من:

- الوساطة المالية وتمويل المؤسسة في الجزائر.
- إصدار المؤسسات الجزائرية للقرض السندي.
- محاولة تحليل العوامل المؤثرة في تطوير سوق سندات الجزائر.

المبحث الأول: الوساطة المالية وتمويل المؤسسة في الجزائر

لإبراز مدى فعالية النظام المالي ودوره في تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر، يمكن التمييز بين مرحلتين ما قبل 1990 وهي مرحلة اتباع نهج التخطيط المركزي ومرحلة ما بعد 1990 وهي مرحلة البدء في تطبيق الإصلاحات والانتقال إلى اقتصاد السوق ونتطرق في هذا المبحث إلى:

- مرحلة ما قبل 1990.

- مرحلة ما بعد 1990.

- واقع تمويل المؤسسة من القطاع المالي.

المطلب الأول: مرحلة ما قبل 1990

فرضت متطلبات مرحلة ما بعد الاستقلال تحديات كبيرة على الحكومة آنذاك في تحقيق التنمية المنشودة، من تلك التحديات كيفية تمويل اقتصاد حديث النشأة في ظل ندرة الموارد المالية وتبعية القطاع المالي الموروث عن حقبة ما قبل الاستقلال للنظام المالي الفرنسي.

الفرع الأول: مكونات النظام المالي بعد الاستقلال

شرعت الجزائر في تعزيز استقلالها السياسي بتجسيد الاستقلال المالي والاقتصادي مباشرة عقب الاستقلال سنة 1962، فتم إضفاء السيادة على أهم مؤسسات القطاع المالي من خلال إنشاء الخزينة في أوت 1962 والبنك المركزي الجزائري في ديسمبر 1962 وفي 07 ماي 1963 أنشأ الصندوق الجزائري للتنمية الذي تحول فيما بعد إلى البنك الجزائري للتنمية، من مهامه تجميع الإدخار المتوسط والطويل الأجل لتمويل الاستثمارات الإنتاجية التي تتطلب رؤوس أموال كبيرة، وتتبع ذلك لاحقا في أوت 1964 إنشاء الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط الذي أسندت إليه مهمة تجميع ادخار العائلات وتمويل احتياجاتها من السلع المعمرة وخاصة السكن إضافة إلى تلك المؤسسات، تواجد بالجزائر عقب الاستقلال نحو 20 بنكا أجنبيا شرع في تأميمها بين سنتي 1966 و1968، في إطار تبني الفكر الاشتراكي والاقتصاد المخطط لتنمية البلاد، وبسبب رفض هذه المصارف تمويل المؤسسات الوطنية والاقتصار على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات الأنشطة التجارية والحرفية، مما اضطر الخزينة العمومية للتدخل لتمويل الاستثمارات العامة، وبالأخص القطاع الزراعي المسير ذاتيا وغالبا ما كان ذلك يتم من خلال تسيقات البنك المركزي.

الفرع الثاني: نمط التمويل

حتى سنة 1967، كان النظام المالي يستجيب لقواعد اقتصاد السوق، وبالشرع في تطبيق المخطط الثلاثي 1967-1969 ومن بعده الرباعي الأول 1970-1973 تجسد اختيار التخطيط المركزي كنمط لتسيير وتطوير الاقتصاد الوطني، ومنه فإن أهداف ووظائف النظام المالي كان لا بد أن تنسجم مع متطلبات التخطيط المركزي، وكما هو الحال في معظم البلدان ذات التخطيط المركزي، فقد ميز الكبح المالي، النظام المالي والمصرفي في الجزائر وتجلى ذلك في المراقبة الإدارية لأسعار الفائدة، والتوزيع القطاعي للائتمان والسيطرة المباشرة على عرض النقود.

جاء قانون المالية لسنة 1971 بإصلاح للنظام المصرفي حيث اعتبرت المصارف أداة لتحقيق أهداف التخطيط المركزي، وتم سلبها دورها الأساسي في الوساطة المالية، حيث تقدم قروض متوسطة وطويلة الأجل للمؤسسات من قبل المصارف بواسطة سندات قابلة للخصم لدى البنك المركزي، أو من طرف مؤسسات مالية متخصصة مثل البنك الجزائري للتنمية، تتمثل مصادر هذه القروض في الإيرادات الجبائية، والإدخار المعبء من طرف الخزينة والتي منح تسييرها إلى هذه المؤسسات، أو عن طريق الاقتراض الخارجي⁽¹⁾.

المبادئ الأساسية التي جاء بها هذا النظام في ضبط مخطط تمويل الاستثمارات المخططة يمكن تلخيصها فيما يلي:

- مركزية الموارد المالية الداخلية والخارجية على مستوى الخزينة العمومية بما فيها تسيقات البنك المركزي.
- اعتبار هذه الموارد كتمويل طويل الأجل للاستثمارات المخططة يتم تخصيصها من خلال النظام المصرفي.
- باقي الاحتياجات يتم تمويلها من خلال قروض مصرفية متوسطة الأجل يتم خصمها تلقائياً لدى البنك المركزي.
- التوطين الوحيد للحسابات المصرفية للمؤسسات العمومية، "مبدأ المصرف الوحيد".
- التخصيص المصرفي.

¹ - الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك" ديوان المطبوعات الجامعية، ط6، الجزائر 2007، ص 182.

في سنة 1982 عرف النظام المصرفي إصلاحا في إطار إعادة هيكلة الاقتصاد، حيث تم استحداث بنكين الأول مكلف بتمويل القطاع الفلاحي والثاني بتمويل الاستثمارات المخططة للمؤسسات العمومية المحلية دون تغيير لنمط التمويل.

في ظل هذا النظام، أصبح دور النظام المصرفي جد محدود في عمليات الوساطة المالية، فالنظرة المركزية للتخطيط والقرار ولدت جمودا في حركية النظام المصرفي والأهداف التي أنيطت به حدثت من مستوى أدائه، وقللت من فرص التطور واكتساب المهارة فقد كان دوره يتمثل في مراقبة استخدام الأموال من قبل المؤسسات باعتباره القناة التي يمر منها التمويل من الخزينة إلى المؤسسات، ولم يكن للمصارف أي دور فيما يتعلق بقرار الاستثمار وقرار التمويل التي كانت تتخذ بشكل عملي خارج المصارف لاعتبارات غير مهنية⁽¹⁾.

الفرع الثالث: الشروع في تطبيق الإصلاحات

في سنة 1986، شرع في تطبيق إصلاحات جديدة تهدف إلى إعادة الاعتبار للقطاع المصرفي وتمكينه من لعب دوره الأساسي في الوساطة المالية، فصدر قانون القرض والنقد الذي يحمل في طياته الملامح الأولى للإصلاح المالي، وقانون استقلالية المؤسسات الذي أصبحت بموجبه المصارف مؤسسات عمومية تتمتع بالاستقلالية المالية.

بالرغم من أن هذه الإصلاحات تمت في ظل وجود نظام التخطيط المركزي إلا أنها أسست لمرحلة جديدة في تطوير القطاع المصرفي من خلال إعادة تنظيمه وتحديد دور البنك المركزي والمصارف التجارية الأخرى، ولتمكين المصارف من استعادة دورها في الوساطة المالية، وتجسيدها لمبدأ استقلالية المؤسسات شرعت الخزينة ابتداء من سنة 1987 في الانسحاب من تمويل الاستثمارات المنتجة، وأصبح بإمكان المؤسسات والمصارف التفاوض بشكل مباشر على إمكانية الاقتراض، في إطار فلسفة جديدة قائمة على أساس تحويل ما يمكن تمويله من السوق إلى السوق، أما مؤسسات القطاع الخاص فأصبحت لديها فرص أكبر في الوصول إلى التمويل المصرفي. بصدور قانون النقد والقرض لسنة 1990، أسس لنظام مالي جديد وتجسدت الرغبة في القطيعة مع النظام السابق، واتضح التوجهات الجديدة للانتقال نحو اقتصاد السوق وتكريس مبدأ التحرير المالي من خلال وضع حد للتدخلات الإدارية في القطاع المصرفي والمالي جاء قانون النقد والقرض لسنة 1990 بمجموعة من التدابير نذكر أهمها فيما يلي:

¹ - الظاهر لطرش، مرجع سابق، ص 175 - 178.

- منح الاستقلالية للبنك المركزي الذي أصبح يسمى "بنك الجزائر" واعتباره سلطة نقدية حقيقية مستقلة عن السلطات المالية تتولى إدارة وتوجيه السياسة النقدية للبلاد إلى جانب إعادة تنظيمه وذلك بظهور هيئات جديدة تتولى تسيير البنك وإدارته ومراقبته.

- تعديل مهام المصارف العمومية لزيادة فعاليتها في النشاط المصرفي بقيامها بالوساطة المالية في تمويل الاقتصاد الوطني وذلك بإلغاء التخصص في النشاط المصرفي، وتشجيع المصارف على تقديم منتجات وخدمات مصرفية جديدة، ودخول الأسواق المالية ومواجهة المنافسة نتيجة انفتاح السوق المصرفية على القطاع المصرفي الخاص الوطني والأجنبي.

- تفعيل دور السوق المصرفية في التنمية وتمويل الاقتصاد الوطني، وفتحها أمام المصارف الخاصة والمصارف الأجنبية لمزاولة أنشطتها المصرفية إلى جانب إقراره بإنشاء سوق للقيم المنقولة⁽¹⁾.

المطلب الثاني: مرحلة ما بعد 1990

إن التحول إلى اقتصاد السوق وتجسيد فكرة "تحويل ما يمكن تمويله من السوق إلى السوق" يقتضي بخلق سوق مالية منفتحة ومتنوعة تؤدي دورها بشكل فعال بما يحقق التنمية الاقتصادية وإحداث ذلك شرع في تطبيق إصلاحات اقتصادية ومالية في نهاية الثمانينات، فتم توسيع القطاع المالي بإنشاء السوق النقدي سنة 1989 ولاحقا سوق الصرف وسوق الأوراق المالية وسوق قيم الخزينة كما تم الشروع في التحرير التدريجي لأسعار الفائدة بما يسمح للمؤسسات القطاع المالي برفع كفاءتها في تعبئة الإيداع وخاصة إيداع الأسر، وتخصيص أفضل للموارد بما يضمن تمويل التنمية الاقتصادية.

الفرع الأول: إصلاح القطاع المصرفي

بناء على ما جاء به قانون النقد والقرض لسنة 1990، شرع في تطبيق إصلاحات تهدف إلى تطوير النظام المصرفي لتمكينه من أداء دوره في تعبئة المدخرات المحلية وتمويل المؤسسة الاقتصادية، نتيجة لذلك عرف القطاع المصرفي خلال العشرين سنة الماضية تطورا من حيث انفتاحه، حيث شمل نهاية سنة 2011 على 27 مصرفا ومؤسسة مالية، منها ستة مصارف عمومية و12 مصرف أجنبي ومصرفان مختلطان، ومؤسستان ماليتان عموميتان وأخرى خاصة، وثلاث مؤسسات متخصصة في القرض

¹ - بريش عبد القادر، "التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية"، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص 58.

الإيجاري منها واحدة عمومية، إضافة إلى الصندوق الوطني للتعاقد الفلاحي الذي رخص له بمزاولة أنشطة مصرفية.

كما تميز النظام المصرفي بتطوير أنظمة الدفع وتوسيع أنشطة المصارف (القرض الإيجاري والرأس مال الاستثماري والسوق المالية) تحسن إدارة المخاطر من خلال تفعيل مركزية المخاطر ومركزية عوارض الدفع، وتطوير أنظمة الرقابة الداخلية للمصارف، ففي سنة 2011 صدرت ثلاث نصوص تنظيمية تتعلق بقياس وإدارة مخاطر السيولة البنكية، مراقبة المخاطر المصرفية، والوقاية من إصدار الشيكات بدون رصيد، إلا أن القطاع المصرفي في الجزائر لازال يتميز بضعف تنافسيته ولا تزال المصارف العمومية تهيمن على 88% من النشاط المصرفي.

الفرع الثاني: إنشاء السوق النقدي

أنشأ السوق النقدي في الجزائر بموجب تعليمة لبنك الجزائر رقم 02 بتاريخ 25 ماي 1989 المتعلقة بتنظيم السوق النقدية في شكل سوق ما بين المصارف وبعد صدور قانون النقد والقرض أعيد تنظيم السوق النقدية بما يسمح للبنك المركزي بالتدخل في السوق النقدية لتمكينه من تنفيذ السياسة النقدية وتحقيق أهدافها، وصادر الأمر رقم 33/91 المؤرخ في 07 نوفمبر 1991 الذي يوضح شروط وأصناف المبادلات التي تتم في هذا السوق، ثم أعيد تنظيم السوق مرة أخرى بموجب تعليمة رقم 95-28 المؤرخة في 22 أبريل 1995 التي تحدد تنظيم السوق النقدية وتدخلات بنك الجزائر، وفي سنة 2009 أصدر بنك الجزائر النظام 09-02، الذي حدد بموجبه طبيعة عمليات السياسة النقدية، والأوراق المالية المقبولة في هذه العمليات ووضع إجراءات أكثر ثقافية لممارسة عمليات السياسة النقدية، والأوراق المالية المقبولة في هذه العمليات ووضع إجراءات أكثر شفافية للممارسات عمليات السياسة النقدية، أما من الناحية العملية فإن لجوء المصارف إلى السوق النقدي ما بين المصارف لإعادة التمويل انحصر منذ سنة 2002 بسبب ارتفاع نسبة السيولة المصرفية⁽¹⁾.

الفرع الثالث: إنشاء بورصة الجزائر

بناء على التوجهات الاقتصادية الجديدة منذ نهاية الثمانينات من القرن الماضي الرامية إلى التحول إلى اقتصاد السوق، برزت فكرة إنشاء بورصة الجزائر لدعم تلك التحولات، وتكرر ذلك بصدور المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم

¹ - Mansouri Mansour, "la bourse des valeurs mobilières d'Alger" Ed Houma, Alger, 2005, P 223- 230.

المنقولة إلا أنها لم تنطلق في النشاط الفعلي حتى سنة 1998 ، تتولى شركة إدارة بورصة القيم المنقولة و لجنة تنظيم عمليات البورصة و متابعتها الإشراف على عمل بورصة الجزائر .

1- شركة إدارة بورصة القيم المنقولة:

هي شركة مساهمة أنشئت بتاريخ 25 ماي 1997 وفقا للمرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، يتوزع رأس مالها الاجتماعي بين وسطاء في عمليات البورصة المعتمدين، وهي تتولى القيام بالمهام التالية:

- التنظيم العملي لإدراج الأوراق المالية في البورصة.
- التنظيم الفعلي لحصص التداول في البورصة وتسيير نظام للتداول والتسعيرة.
- نشر المعلومات المتعلقة في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.
- كما تهدف شركة إدارة البورصة إلى حماية المستثمرين وتحقيق شفافية السوق.

2- لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها:

حدد المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتمم، للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها قواعد سير اللجنة وتنظيمها، وكذا الأحكام المتعلقة بالسلطات القانونية، وسلطة الرقابة والتحقيق والتأديب، فاللجنة تسهر على ضمان نزاهة سوق القيم المنقولة وأمنها بهدف حماية المستثمرين من خلال تسليم تأشيرة على المذكرات الإعلامية التي تعدها المؤسسات التي تلجأ إلى الطلب العلني على الادخار، ومن خلال الدور الرقابي الذي تمارسه على نشاطات المتدخلين في السوق (الوسطاء في عمليات البورصة، وماسكي الحسابات، حافظي السندات، شركة تسيير بورصة القيم، المؤتمن المركزي على السندات، وهيئات التوظيف، الجماعي في القيم المنقولة)، وكذا المراقبة البعدية على المنشورات القانونية التنظيمية (الكشوف المالية والتقارير السنوية) التي تخضع لها هذه الهيئات.

3- المؤتمن المركزي للسندات الجزائر للتسوية:

بهدف ضمان حسن سير عمليات التداول وشفافيتها أنشأ سنة 2003 المؤتمن المركزي للسندات الذي يقوم بفتح حساب لكل ماسك حسابات مؤهل من بورصة الجزائر للقيام بمهمة مسك الحسابات ويقوم المؤتمن المركزي للسندات بإدارة حسابات السندات الجارية لصالح ماسكي الحسابات المنخرطين فيه من خلال حركة الأوراق المالية، وبالتالي يسهل عملية تداول السندات بين الوسطاء من خلال القيام بتحويلات من حساب إلى حساب، كما أوكلت إليه مهمة نزع الصفة المادية عن السندات الأمر الذي يسمح بتخفيض تكاليف

الإصدار، ويزيل خطر ضياع الأوراق المالية أو سرقتها أو إتلافها، ومن مهامه الرئيسية إتمام تنفيذ الصفقات حيث يتم تسليم السندات والتسوية النقدية لعمليات التداول وفي نفس الوقت يسمح بتقليص آجال اتمام الصفقات وتخفيض تكلفتها كما يقوم المؤمن المركزي للسندات بمعالجة العمليات على السندات (الفوائد، توزيع الأرباح) وكل ذلك باستخدام منظومة تطبيقات معلوماتية حديثة، دعمت سنة 2011 بنظام إلكتروني يسمح للمنخرطين بإتمام صفقاتهم عن بعد دون الحاجة للحضور المادي لدى الجزائر للتسوية.

المطلب الثالث: واقع تمويل المؤسسة من القطاع المالي

تكمن فعالية النظام المالي في مدى قدرته على تعبئة أكبر قدر من المدخرات وتحويلها إلى المؤسسات على شكل قروض، والهدف الأساسي من برامج إصلاح وتطوير النظام المالي هو تحسين هذه الفعالية.

الفرع الأول: القطاع المصرفي

بالرغم من الإصلاحات المتخذة، تعتبر كفاءة الجهاز المصرفي في تعبئة المدخرات ضعيفة، وهذا ما تبينه نسبة الودائع لأجل إلى الناتج الإجمالي الخام، التي تتجه إلى الانخفاض، نتيجة انخفاض نسبة الارتفاع في الودائع لأجل مقارنة بالزيادة في حجم الناتج المحلي الخام، على عكس الودائع الجارية التي ارتفعت نسبتها خلال الفترة 2005-2011 بـ 201 % بالرغم من ارتفاع حجم الودائع الإجمالية بالقيمة المطلقة وتغطي الودائع لأجل 75 % من حجم القروض المقدمة للاقتصاد، ويمثل الشكل تطور حجم الودائع والقروض المصرفية.

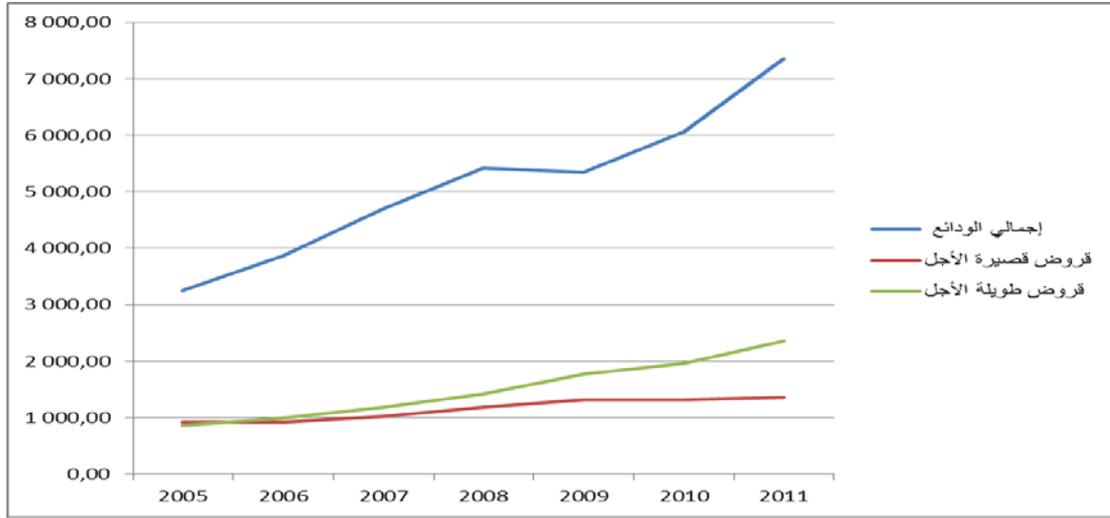
الجدول (3-1): تطور حجم الودائع والقروض المصرفية

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
إجمالي الودائع	3252.80	386.50	4710.10	5416.00	5343.70	6064.20	7357.90
قروض قصيرة الأجل	923.30	915.70	1026.10	1189.40	1319.70	1311.00	1363.00
قروض طويلة الأجل	856.40	989.70	1179.10	1426.1	1766.8	1957.1	2363.50

المصدر: بنك الجزائر "الوساطة و البنية التحتية المصرفية " تقرير سنة 2011، ص 115

ومن خلال معطيات الجدول نتحصل على الشكل التالي:

الشكل (3-1): تطور حجم الودائع والقروض المصرفية



المصدر: بنك الجزائر "الوساطة و البنية التحتية المصرفية" تقرير سنة 2011، ص 115

إن هذا التطور في نشاط المصارف غير كاف لتلبية حاجيات الأعوان الاقتصاديين وتحفيز وخلق ديناميكية في العملية الإنتاجية قادرة على خلق الوظائف والثروة خارج قطاع المحروقات، ويمكن تفسير أسباب ضعف كفاءة الجهاز المصرفي في مجموعة العوامل التالية:

- عدم وضوح إستراتيجية السلطات العمومية في إعادة هيكلة القطاع المصرفي، وخاصة بعد سحب اعتماد عدد من المصارف الخاصة والتراجع عن خصخصة عدد من المصارف العمومية، وزاد ذلك الغموض في أعقاب الأزمة المالية العالمية سنة 2008.
- صعوبات في إدارة العمل المصرفي: حيث تتمتع المصارف بقدرة تمويل مرتفعة لكن العديد من العراقيل تحول دون التوسع في تقديم الائتمان⁽¹⁾.
- تجريم تسيير المصارف العمومية، الأمر الذي يحد من إقدام المصارف على تحمل المخاطر وتقديم الائتمان للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومطالبتها بقدر كبير من الضمانات.

¹ -Ammour Benhlimma, "le système bancaire Algérien: textes et réalités", Ed Dahlab Alger 1996, P 16.

- عدم تجانس النصوص القانونية: فالمصارف تخضع للقانون التجاري وتتمتع باستقلالية التسيير في محيط تنافسي، إلا أنها تعتبر كأداة لتقديم الخدمات العمومية.

الفرع الثاني: بورصة الجزائر

لا تزال بورصة الجزائر في حالة ركود، فبعد الإدراج الأول لأسهم مؤسسة نزل الأوراسي، مؤسسة صيدال، ومؤسسة الرياض سطيف، لم تلجأ للعرض العمومي بالادخار عن طريق بورصة الجزائر سوى مؤسسة واحدة هي أليانس للتأمينات سنة 2011، وتمكنت المؤسسة من رفع مبلغ قدره 1.4 مليار دينار جراء هذه العملية، وما عدا ذلك لم يتم أي رفع لرأس المال من خلال بورصة الجزائر وفي إطار مخطط عصرنة السوق المالية أعيدت هيكلية بورصة الجزائر بموجب القرار المؤرخ في 24 جانفي سنة 2012 لتصبح تشمل على:

- سوق سندات رأس المال: ويتكون من سوق رئيسية وسوق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- سوق سندات الدين: يتكون من سوق سندات الدين التي تصدرها المؤسسة المساهمة والهيئات العمومية والدولة وسوق لكتلة سندات الدين التي تصدرها الدولة.
- ونظرا لحداثة قسم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لم يتم إدراج أي مؤسسة في هذا السوق خلال سنة 2012.

الفرع الثالث: شروط الإدراج ببورصة الجزائر

- حددت لجنة عمليات البورصة ومراقبتها الإدراج بالبورصة كما يلي:
- يجب أن تكون المؤسسة قد نشرت الكشوف المالية للسنوات الثلاث الأخيرة.
- تقديم تقرير تقييمي لأصولها يعده خبير محاسب مستقل.
- يجب أن تكون أسهم المؤسسة مدفوعة قيمتها بكاملها.
- يجب أن تكون المؤسسة قد حققت أرباحا خلال السنة المالية الأخيرة.
- تم سنة 2012 إعادة النظر في شروط الإدراج المتعلقة بالأسهم السندات كما يلي:
- بالنسبة للأسهم:

- يجب ألا يقل رأس مالها عن خمسمائة مليون دينار.
- يجب توزيع 20 % من رأس مالها على الجمهور يوم الإدراج على أبعد تقدير.
- ألا يقل عدد حاملي الأسهم الموزعة على الجمهور عن 150 مساهما.
- بالنسبة للسندات، فالشرط الوحيد ألا تقل قيمة السندات الجارية عن 500.000.000 دينار.

المبحث الثاني: إصدار المؤسسات الجزائرية للقرض السندي

كانت بداية القرض السندي في الجزائر بين سنتي 1998 و2011 حيث أصدرت 15 مؤسسة جزائرية 25 قرضا سنديا في السوق المالية وبخصوص هذا سنتطرق في هذا المبحث إلى توضيح خصائص كل القروض السندية من خلال العناصر الآتية:

- القروض السندية لمؤسسات القطاع العام.
- القروض السندية لمؤسسات القطاع الخاص.
- تحليل أهمية القروض السندية لعينة من المؤسسات.

المطلب الأول: القروض السندية لمؤسسات القطاع العام

ساهمت إصدارات المؤسسات العمومية بشكل هام في إثراء سوق السندات بين سنتي 2003 و2008 بعد الإصدار الأول لمؤسسة سونطراك سنة 1998.

الفرع الأول: مؤسسة سونلغاز

سونلغاز مجمع صناعي يضم 13 فرعا، يشمل نشاطها في إنتاج ونقل وتوزيع الكهرباء ونقل وتوزيع الغاز عبر التراب الوطني⁽¹⁾، وبموجب قانونها الأساسي فهي تقوم بإعداد الدراسات لتطوير وتثمين كل أشكال الطاقة، وهي تتمتع بوضع احتكاري في مجال تخصصها، ومنذ سنة 2010 اقتحمت المؤسسة القطاع الصناعي في مجال الصناعات الكهربائية والغازية وذلك في إطار الاستراتيجية الوطنية لتطوير الطاقات المتجددة، أصدرت المؤسسة بين سنتي 2004 و2008 خمسة قروض سنديّة تمكنت من خلالها من جمع 87.55 مليار دينار، من بينها قرضين سنديين موجهين للجمهور العام أدرجا للتداول بالبورصة الأول سنة 2005 والثاني سنة 2008

سنة 2004 طرحت المؤسسة قرضا سنديا موجه للمستثمرين المؤسسيين بقيمة 20 مليار دينار مقسم على ثلاث أقسام:

- الشرط الأول : بقيمة 8 ملايين دينار لأجل استحقاق خمس سنوات بمعدل فائدة 3.0%.
- الشرط الثاني: بقيمة 08 ملايين دينار لأجل 6 سنوات بمعدل فائدة 2.5%.
- الشرط الثالث: بقيمة 04 ملايين دينار لأجل 7 سنوات بمعدل فائدة 3.5%.

¹ - مريم باي، "السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007-2008، ص 266.

سنة 2005 طرحت المؤسسة قرضيين سنديين:

الأول: موجه للجمهور العام رفعت من خلاله مبلغ 15.9 مليار دينار لأجل استحقاق 6 سنوات بمعدل فائدة متزايد 3.5%، 3.75%، 4%، 4.25%، 7%، ويسدد أصل القرض دفعة واحدة في تاريخ الاستحقاق، وأدرج القرض للتداول بالبورصة.

الثاني موجه للمستثمرين المؤسساتيين رفعت من خلاله مبلغ 10 ملايين دينار مقيم كما يلي:

الشرط الأول: بقيمة 1.8 مليار دينار لأجل استحقاق 6 سنوات و 9 أشهر بمعدل فائدة 3.5%.

الشرط الثاني: بقيمة 3.3 مليار دينار لأجل استحقاق 9 سنوات 4%.

الشرط الثالث: بقيمة 4.9 مليار دينار لأجل استحقاق 11 سنة 4.2%.

سنة 2006: رفعت المؤسسة مبلغ 11.65 مليار دينار من خلال قرض سندي موجه للمستثمرين المؤسساتيين مقسم إلى شطرين:

الأول: رفعت من خلاله مبلغ 6 مليار دينار لأجل استحقاق 9 سنوات بمعدل فائدة 4.65%.

الثاني: رفعت من خلاله مبلغ 5.65 مليار دينار لأجل استحقاق 11 سنة بمعدل فائدة 4.85%.

2008: طرحت المؤسسة قرضا سنديا موجه للجمهور العريض عن طريق الاكتتاب العام مع ضمان التغطية من قبل لجنة الإصدار، رفعت من خلاله مبلغ 30 مليار دينار لأجل استحقاق 6 سنوات بمعدل فائدة متزايدة 3.75%، 4%، 4.5%، 5%، 5.5%، 6.5%، ويسدد أصل القرض دفعة واحدة في تاريخ الاستحقاق، وأدرج للتداول بالبورصة، بلغت تكاليف إصدار هذا القرض 510.299.988 دينار خارج الرسم.

الفرع الثاني: مؤسسة سونطراك

مؤسسة سونطراك هي مؤسسة عمومية ذات أهمية إستراتيجية، وهي أول مؤسسة تصدر قرضا سنديا في السوق المالية ويدرج للتداول ببورصة الجزائر، حيث أصدرت المؤسسة هذا القرض في ديسمبر 1998، وهو موجه للاكتتاب العام من قبل الجمهور، صدر القرض بمعدل فائدة قدره 13%، وهو بذلك ذو مردودية عالية، الأمر الذي مكنها من رفع مبلغ 12 مليار دينار عوض 5 مليار دينار المبلغ المستهدف، صدر القرض بأجل استحقاق خمس سنوات يسدد دفعة واحدة في تاريخ الاستحقاق، وهو مكون من 150000 سند مقسم إلى ثلاث فئات:

- 2500 سند بقيمة 100000 دينار.

- 40000 سند بقيمة 500000 دينار.

- 500000 سند بقيمة 10000 دينار.

ولتنزويد بورصة الجزائر بقيم متداولة لخلط نشاط تداول الأوراق المالية، أدرج سنة 2000، سند سونطراك للتداول بالبورصة.

وفي ديسمبر 2003 أصدرت المؤسسة قرضا سنديا ثان لكنه موجه للمستثمرين المؤسساتيين يتم تداوله بالتراضي بين المستثمرين المؤهلين، وهو بمبلغ 5 مليار دينار وبمعدل فائدة 4 %.

الفرع الثالث: مؤسسة الخطوط الجوية الجزائرية

أصدرت المؤسسة أربعة قروض سنديّة بين سنتي 2004 و2006، على النحو التالي:
ثلاث قروض سنديّة سنة 2004:

- قرضان موجهان للمستثمرين المؤسساتيين: الأول في شهر ديسمبر بقيمة 4.4 مليار دينار لأجل استحقاق يتراوح بين سنة واحدة وخمس سنوات، وبمعدل فائدة 2.07 % للشطر الأول و2.36% للشطر الثاني، أما القرض السندي الثاني فكان بمبلغ 10.71 مليار دينار لأجل استحقاق من ثلاث إلى خمس سنوات وبمعدل فائدة بين 3% و3.75%، موجه للمستثمرين المؤسساتيين.

- قرض سندي موجه للاكتتاب العام بقيمة 14.18 مليار دينار لأجل استحقاق ستة سنوات وبمعدل فائدة متزايد بين 5.75 % و6%.

في سنة 2005 أصدرت المؤسسة قرضا سنديا واحدا مجزء إلى شطرين:

الأول بقيمة 13.13 مليار دينار، والثاني بقيمة 12.32 مليار دينار، وهو موجه لمؤسستين أجل استحقاقه 6 سنوات وبمعدل فائدة 4 %.

خصّصت هذه القروض لتمويل برنامج استثماري يتضمن اقتناء أربع طائرات جديدة بالإضافة إلى محركات وقطع غيار.

المطلب الثاني: القروض السنديّة لمؤسسات القطاع الخاص

عدد محدود من مؤسسات القطاع الخاص اختارت استخدام القرض السندي كأداة تمويل، ولم يتم ذلك إلا مرة واحدة بالنسبة لكل مؤسسة، عكس مؤسسات القطاع العام التي تعددت خطوط قروضها السنديّة.

الفرع الأول: مؤسسة سيفيتال

سيفيتال هي أول مؤسسة تصدر قرضا سنديا في السوق المالية، وهي مؤسسة تعمل في قطاع المواد الغذائية، وتتمتع بوضع شبه احتكاري في هذا القطاع، أصدرت المؤسسة هذا القرض

بقيمة 5 مليار دينار لتمويل جزء من مشاريعها الاستثمارية المقدرة بـ 92 مليار دينار للفترة (2005-2010) هذا القرض مقسم إلى شطرين:

- الأول بقيمة 2.93 مليار دينار بمعدل فائدة 3.75 % وأجل استحقاق خمس سنوات مع خيار التسديد المسبق بموافقة الحائز في نهاية السنة الثالثة.

- الثاني: 2.07 مليار دينار بمعدل فائدة 4% لأجل استحقاق 6 سنوات مع خيار التسديد المسبق بموافقة الحائز مع نهاية السنة الرابعة.

قدمت المؤسسة ضمانات تتمثل في رهون عقارية بقيمة 19.8 مليار دينار بتغطية قدرها 192% من قيمة القرض السندي.

الفرع الثاني: مؤسسة دحلي

أنشأت مؤسسة "دايو الجزائر للفندقة والترفيه العقاري"، وتدعى باختصار "دحلي" سنة 1996 على أنقاض المؤسسة المختلطة سحلي بلغ رأس مالها 20.88 مليار دينار، تمتلك أغلبية مؤسسة "أركوفينا" إضافة إلى أربعة أشخاص معنوية وشخصين طبيعيين.

فأصبحت بذلك مؤسسة ذات رأس مال خاص، يتمحور نشاطها في قطاع العقارات والقطاع السياحي، من أهم استثماراتها فندق هيلتون ومركز العمال الجزائر الذي يضم مقرات أهم المؤسسات الأجنبية في الجزائر.

لم تصدر هذه المؤسسة إلا قرضا سنديا واحدا في السوق المالية بتاريخ 11-01-2009 موجه للجمهور الواسع من خلال الاكتتاب العام، قيمته 8.3 مليار دينار مقسم إلى 8300000 سند، وصدرت السندات بقيمتها الاسمية البالغة 10000 دينار للسند الواحد.

ولأجل استحقاق سبع سنوات، وبمعدل فائدة على القسائم متزايدة 4%، 4.25%، 4.75%، 5.25%، 5.75%، 6.25%، 6.75%، سنويا من السنة الأولى إلى السنة السابعة على التوالي، وهو يدر عائد حتى تاريخ الاستحقاق بمعدل 5.19% ويسدد دفعة واحدة في تاريخ الاستحقاق لضمان تصريف أكبر قدر من السندات، تضمنت نقابة الإصدار ثمانية مصارف، ولجذب المستثمرين المحتملين، قدمت المؤسسة ضمانات هامة من شأنها أن تضمن نجاح عملية الاكتتاب تمثلت في رهن عقاري على أصول عقارية هي فندق هيلتون والمركز الجزائري للأعمال، الذين قدرت قيمتهما بموجب تقرير خبير مؤرخ في 27-12-2007 بـ 23.58 مليار دينار (176% من قيمة القرض والأعباء) والتزمت المؤسسة بعدم إجراء أي رهن آخر على هاذين العقارين إلى غاية تاريخ استحقاق القرض، كما التزمت المؤسسة بعدم التسديد المسبق للقرض، مع احتفاظ بحق استرجاع القرض من خلال السوق المالي.

الفرع الثالث: مؤسسة أشغال البناء حداد

مجموعة الأشغال العمومية والبناء حداد هي مؤسسة ذات أسهم تحوزها عائلة حداد بنسبة 100%، يتمثل نشاطها الرئيسي في إنجاز الأشغال المتعلقة بالطرق والطرق السيارة والسكك الحديدية والمنشآت الفنية والسدود، وتوسعت أشغال المؤسسة من خلال تطوير نشاطاتها في مجال مواد البناء، استغلال المحاجر والمقالع، صناعة قنوات الصرف بالخرسانة، والاستيراد، والتحويل والترقية العقارية والسياحية.

استهدفت المؤسسة من خلال هذا الإصدار جمع مبلغ 6 ملايين دينار، يبلغ أجل استحقاق القرض 5 سنوات وهو موجه للمستثمرين المؤسسيين وصدر بأعلى من القيمة الاسمية للسند المقدرة بـ 10000 دينار، حيث تم الطرح بسعر 100.03 دينار للسند مما مكن المؤسسة من رفع مبلغ يفوق 6 ملايين دينار المستهدفة، وتم الإصدار بأسلوب المزايدة (الطريقة الهولندية) لضمان نجاح الاكتتاب قدمت المؤسسة ضمان يتمثل في رهن على أصول عقارية قدرت قيمتها بموجب تقرير خبير معد في 28/11/2008 بمبلغ 7.6 مليار دينار وقد بلغت تكلفة الإصدار خارج الرسم 54.106.105 دينار أي بنسبة 0.9% من القيمة الاسمية للقرض السندي.

المطلب الثالث: تحليل أهمية القروض السندية لعينة من المؤسسات

إن الهدف من التحليل هو محاولة تقييم القرض السندي للمؤسسات المصدرة بالنسبة إلى إجمالي استثماراتها، ومحاولة تقييم الآثار الناجمة عن استخدام القرض السندي على تكلفة التمويل وعلى قدرة المؤسسة الوفاء بالتزاماتها.

الفرع الأول: القروض السندية لسونلغاز

منذ سنة 2004، شرعت المؤسسة في اللجوء إلى إصدار القروض السندية لتمويل استثماراتها بين ضخامة حجم تلك الاستثمارات وبسبب هذه الضخامة كانت مساهمة القروض السندية في تمويلها ضعيفة، لكنها عوضت جزء هام من القروض المصرفية سنة 2004، ويعتبر هذا مؤشرا على أهمية الاقتراض السندي بالنسبة للمؤسسة في تلك الفترة⁽¹⁾.

لم يكن لجوء مجمع سونلغاز إلى الاقتراض السندي يمثل أهمية إستراتيجية بالنظر إلى الاعتبارات التالية:

¹-sonelgaze , “dossier presse ,rapport d’activité et comptes de gestion consolidés du groupe sonelgaze “ 2009 , p 25

- ضخامة حجم استثمارات المؤسسة مقارنة بمبالغ القروض السندية المصدرة وحجم القروض المصرفية والديون الاستثمارية الأخرى، وبالتالي لم يكن لها تأثير على هيكل رأس المال.

- لم تؤثر القروض السندية على تكلفة التمويل طويل الأجل بالنسبة للمؤسسة لكونها تستفيد من قروض منخفضة الفائدة مما يعني الاقتراض السندي لن يساهم في خفض تكلفة التمويل، إلا أن أهمية القروض السندية المحصل عليها من قبل المؤسسة، تكمن في تمكينها من تخفيض الأعباء المالية من خلال دعم السيولة لديها، المساهمة في تقليص اللجوء إلى السحب على المكشوف في السنوات التي تم فيها الاقتراض من السوق المالية.

من خلال تحليل الأعباء المالية للقرض الجدول (3-1) وبالنظر إلى طريقة تسديد القروض السندية، فإن استخدام معدلات الفائدة المتزايدة مع بقاء أصل القرض على حاله أدى إلى ارتفاع الأعباء المالية سنويا، على عكس القروض المصرفية التي تسدد بأسلوب الدفعات الثابتة حيث تتناقص الأعباء المالية للقروض المصرفية من سنة لأخرى.

تحليل الأعباء المالية للقرض بسبب عدم تمكننا من معرفة معدلات الفائدة على القروض المصرفية قمنا بإجراء مقارنة بين أعباء القروض السندية والمصرفية انطلاقا من نسبة الفائدة على حجم القروض لكل صنف، وكانت النتيجة حسب الجدول (3-1) أن عبء القروض السندية في تزايد بينا يتناقض عبء القروض المصرفية، وهذا راجع إلى خصائص القروض السندية نفسها، فبالنظر إلى طريقة التسديد، فإن استخدام معدلات الفائدة المتزايدة مع بقاء أصل القرض على حاله أدى إلى ارتفاع الأعباء المالية سنويا، على عكس القروض المصرفية التي تسدد بأسلوب الدفعات الثابتة حيث تتناقص الأعباء المالية للقروض المصرفية من سنة لأخرى.

وفي سنة 2009 تزامن ارتفاع أعباء الفائدة على القروض السندية مع نقص السيولة لدى المؤسسة وبالرغم من أن أعباء الفائدة على القروض السندية لم تشكل العبء الأكبر إلا أن استخدام معدل فائدة متزايد على القروض السندية ساهم في زيادة عبء المصاريف المالية، ومنه فاستخدام طريقة التسديد مع معدلات فائدة متزايدة، يتطلب أن تكون المؤسسة قادرة على توفير السيولة اللازمة لمواجهة هذه الالتزامات في الآجال المحددة.

الجدول (3-1): أعباء الفائدة المرتبطة بالقروض المصرفية والمرتبطة بالقروض السندية ذات القيمة الثابتة والمتزايدة لمؤسسة سونلغاز 2004 - 2011

2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	بالمليار دينار
49.8	75.5	79.5	87.5	57.55	57.55	45.90	20.00	قروض سندية
1.23	1.36	1.60	1.60	1.10	1.05	0.71	0.00	فوائد على ذات القسائم الثابتة
2.5	2.0	1.7	0.63	0.59	0.55	0.00	0	فوائد على ذات القسائم متزايدة
3.70	3.36	3.29	2.24	1.70	1.61	0.71	0.00	المجموع
-	-	276.0	244.2	166.16	79.64	52.47	52.80	قروض مصرفية
-	-	11.51	9.76	6.37	4.40	4.32	3.54	فوائد على القروض المصرفية
7.42%	4.45%	4.14%	2.56%	2.96%	2.79%	1.55%	0.00	نسبة فوائد القروض السندية إلى حجم القروض السندية
-	-	4.17%	4.00%	2.83%	5.53%	8.24%	6.70	نسبة فوائد القروض السندية إلى حجم القروض المصرفية
0.07	0.08	0.23	0.16	0.17	0.12	0.10	0.10	نسبة تغطية الفوائد (المصارف المالية/ رقم الأعمال)

Source : sonelgaz , “dossier presse ,rapport d’activité et comptes de gestion consolidés du groupe sonelgaz “ 2009 , p 26

الفرع الثاني: القرض السندي لمؤسسة سوناطراك

القرض السندي لسنة 1998:

لقد كانت توقعات المختصين الاقتصاديين في محلها عندما أبدوا تفاؤلهم عند انطلاق عمليات الاكتتاب وفعلا قد حقق القرض نجاحا كبيرا وواسعا ومن بين هذه الأهداف والنتائج نذكر:

- تنمية ثقافة المجتمع المالية والبورصة وذلك من خلال التعامل بين أطراف هذا القرض من عملاء وبنوك ومؤسسات، وهذا ما أدى إلى خلق معلومات وثقافات حول الموضوع.
- كان عبارة عن حافز للمؤسسات الجزائرية للدخول في مثل هذه التجربة.
- اعتماد مصدر جديد لتمويل المشاريع الكبرى يكون أقل تكلفة من المصادر الأخرى.
- وفي المقابل عرفت سوناطراك العديد من المشاكل التي تتعلق بهذا الإصدار والمتمثلة في:
- سجل بنك الجزائر تأخرا كبيرا في طبع السندات والذي استغرق مدة سنة تقريبا لطبع كل السندات مما أوجب للشركة طرح قسائم مالية بقيمة السند للمباشرة في بيعها في الأجل المحدد (4 جانفي إلى غاية 28 فيفري 1998).

- ضعف التسيير في السوق النقدي الجزائري ونقص الثقة في التعامل.
 - تجدر الإشارة إلى أن المبلغ الذي تم الحصول عليه من هذه العملية تم إدخاله في عملية الاستغلال للشركة، وكانت مردوديتها عالية بلغت 17-18% وعموما يمكننا القول أن عملية القرض السندي لم تكن لها تأثير على الوضعية المالية للشركة.
 وبما أن شركة سونطراك لم تدخل البورصة بمحض إرادتها فإن عملية القرض السندي لهذه الشركة تبقى عملية افتتاحية وإشهارية للبورصة وأن الشركة لم تكن تفكر في تلك الفترة في إعادة العملية خاصة في بورصة الجزائر، إلا أنها لم تستعد القيام بها في بورصة أجنبية.
 القرض السندي لسنة 2003:

انطلاقا من الأهداف التي سطرتها الدولة بطرحها للقرض الثاني لشركة سونطراك يمكننا أن نستخلص بعض النتائج التي تم تحقيقها من وراء ذلك فيما يلي:
 - فتح المجال أمام المؤسسات لإصدار قروض سنديّة في السوق والتي نذكر منها كأول تجربة بعد شركة سونطراك وهي سونلغاز وشركة الخطوط الجوية الجزائرية اللتان قامتتا بطرح قرضين سنة 2004.

- عرفت بورصة القيم المنقولة بعض النشاط من خلال فتح بعض الشركات لرأسمالها بمعنى الاكتتاب في الأسهم وتداولها في البورصة.
 ومنه يمكننا القول أن الدولة الجزائرية عملت جاهدة على تطوير النظام المالي الجزائري عن طريق اللجوء إلى أكبر الشركات الوطنية في محاولة منها لخلق سوق مالي في الجزائر.

الفرع الثالث: القرض السندي لمؤسسة أشغال البناء حداد

وضعت المؤسسة برنامجا استثماريا بقيمة 16.32 مليار دينار للفترة 2009-2014 يسمح لها أيضا بتنوع أنشطتها بالاستثمار في القطاع الصناعي.
 يتضمن المخطط الاستثماري اقتناء تجهيزات ومعدات للأشغال العمومية والأشغال البحرية، وإنجاز مصنعين، يمولى جزء من المشاريع من خلال التمويل الذاتي والآخر من خلال القرض السندي.
 طلبت مؤسسة الأشغال حداد قرضا بمقدار 6 مليار دينار، يعد هذا المبلغ مرتفع مقارنة بالقروض المصرفية التي حصلت عليها المؤسسة فبين سنتي 2004 و2008 تحصلت المؤسسة على 10 قروض مصرفية بمبلغ 3.12 مليار دينار وبمعدلات فائدة تتراوح بين 5.25% و7% أما التكلفة الفعلية للقرض السندي بحساب تكاليف الإصدار خارج الرسم فهي 4.16% وهي أقل من تكلفة الاقتراض المصرفي.

علما أن المؤسسة تعتمد في تمويل استثماراتها بشكل أساسي على التمويل الذاتي بنسبة تفوق 80% حيث بلغت قدرة التمويل الذاتي 3.41 مليار، و3.69 مليار دينار بين سنتي 2007 و2008 على التوالي، بينما بلغ إنفاقها الاستثماري 2.26 مليار و 2.42 مليار على التوالي في نفس الفترة ومن حيث تأثير القرض السندي على المؤشرات المالية للمؤسسة فقد ارتفعت نسبة القروض متوسطة وطويلة الأجل إلى الأموال الخاصة، ويمكن القول أن القرض السندي سمح للمؤسسة تمويل ذاتي مرتفعة تمكنها من الوفاء بالقرض في مواعد استحقاقه، وبالتالي كان خيارا موفقا.

المبحث الثالث: محاولة تحليل العوامل المؤثرة في تطوير سوق السندات في الجزائر
سوق السندات الكفاء والفعال يؤثر ويتأثر بالعديد من العوامل، أما في الجزائر ونظرا لحدثة السوق ووضعها الراهن فلا يمكن الحديث عن أي تأثير له لكنه يتأثر بالعديد من العوامل المرتبطة به والمحيطه به، وندرس في هذا المبحث:

- العوامل المرتبطة بالسوق.

- العوامل المحيطة بالسوق.

- مخطط عصرنة السوق المالية في الجزائر.

المطلب الأول: العوامل المرتبطة بالسوق

يتطلب تطوير سوق السندات توفير الآليات التي يمكن للسوق أداء دوره من خلال مجموعة من العوامل المرتبطة بالسوق.

الفرع الأول: قواعد السوق

تتمثل قواعد السوق في:

1- البنية التحتية للسوق:

يعد توفر البنية التحتية ذات الفعالية شرطا أساسيا وعاملا حاسما في تطوير الأسواق المالية، تتمثل البنية التحتية في القوانين المنظمة لعمل السوق، قواعد عمل هيئات الرقابة والإشراف وفعالية أنظمة التداول والمقاصة والتسوية، في الجزائر تتولى هذه المهام ثلاث هيئات وهي لجنة متابعة وتنظيم عمليات البورصة، مؤسسة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي للسندات⁽¹⁾.

أعدت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها تقييما تحليليا للإطار القانوني والوظيفي للجنة بالنظر إلى المبادئ التي أوصت بها المنظمة الدولية للجان القيم.

ولخص التحليل إلى تشخيص عدة نقائص في الإطار القانوني، ومن هذه النقائص التي تستوجب التعديل:

- ضرورة أن يتضمن النص القانوني مسؤوليات وسلطات واختصاصات اللجنة عوض تحديدها في النظام الداخلي كما هو معمول به حاليا لإعطائها قوة قانونية يمكن الاحتجاج بها أمام القضاء.

- دعم استقلالية اللجنة عن السلطة التنفيذية من خلال دعم استقلاليتها المالية ومن خلال الحالات التي يمكن فيها إنهاء مهام رئيس اللجنة بوضوح.

¹ - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، التقرير السنوي لسنة 2009، ص 83-102.

- دعم استقلالية اللجنة إزاء المتعاملين في السوق من خلال تحديد القواعد المتعلقة بتنازع المصالح وبيان العقوبات المطبقة بشأنها في حال حدوث تنازع ما.
من الناحية التنظيمية، اقترحت اللجنة ضرورة تعديل الهياكل الإدارية والتقنية للجنة لكي تتوافق مع المهام الموكلة إليها، من أجل ضمان توزيع أمثل للعمل، وتحديد أحسن للمهام والمسؤوليات الموكلة إلى كل هيكل.

2 - المصدرون:

بالرغم من دخول عدد من المؤسسات الخاصة للسوق السندي فإن أغلب المؤسسات المصدرة للقروض السنديّة هي مؤسسات عمومية هذا الوضع يعبر عن عزوف المؤسسات الخاصة على التمويل السندي الذي يمكن إرجاعه للعوامل التالية:

- توسع نشاط المصارف في تقديم القروض طويلة ومتوسطة الأجل خلال السنوات الأخيرة.
- استفادة المؤسسات العمومية من تخفيض نسبة الفائدة على القروض الممنوحة من المؤسسات المالية.

- عدم انتشار ثقافة الأسواق المالية لدى مدراء المؤسسات المتعودين لفترة طويلة التعامل مع القطاع المصرفي.

3- قاعدة المستثمرين:

يسمح توسيع قاعدة المستثمرين بزيادة التنافسية بين المتدخلين في السوق، وبتخفيض محسوس في تكاليف المعاملات وتكاليف اللجوء العلني للإدخار، تتوفر السوق المالية الجزائرية على عدد ضئيل من المستثمرين المؤسساتيين، يتمثل في المصارف والمؤسسات المالية المعتمدة إضافة إلى المتخصصين في قيم الخزينة، أما هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة المتخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية (خاصة السندات) فهي غير موجودة عمليا وبالتالي تنحصر المنافسة في السوق المالية بين المصارف والمؤسسات المالية الأمر الذي لا يسمح بتطوير السيولة في السوق الثانوية، ومن ثم تحفيز الإصدار في السوق الأولية.

الفرع الثاني: المهن المرافقة

لا يمكن تطوير السوق المالية دون وجود عدد من مقدمي الخدمات المرتبطة بإصدار وتداول الأوراق المالية، يتميز السوق المالية الجزائري بغياب كلي للعديد من المهن المرتبطة بالسوق كمهنة صانع السوق والسماصرة، وضعف نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، ومهنة تسيير المحافظ الاستثمارية (صناديق الاستثمار) كما يفتقر السوق المالية في الجزائر، إلى وكالات

التقييم الائتماني، وخدمات التحليل والاستشارة المالية في توظيف القيم المنقولة، فهذه الخدمات توفر تقييما مستقلا للوضع المالية للمصدرين، الأمر الذي يتطلب العمل على ترقية هذه المهنة، فهي تعد ضرورية لتشجيع الاستثمار في السندات وترقية السوق المالية، وكان ينبغي التفكير في تطوير هذه الصناعة منذ انطلاق العمل في بورصة الجزائر.

وبالرجوع إلى التجربة الآسيوية في هذا المجال قامت العديد من الحكومات بإنشاء وكالات التصنيف الائتماني منذ الثمانينات والتسعينات في المراحل الأولى لتطوير السوق، وفي المراحل اللاحقة لعبت هذه الوكالات دورا هاما في ترقية الاستثمار المالي وزرع الثقة بين أطراف التعامل في السوق .

من ناحية أخرى، فإن دخول نظام المحاسبة المالية حيز التطبيق وشروع المؤسسات المسعرة في نشر بياناتها المالية وفق نظام المحاسبة المالية سيدعم جودة المعلومات المنشورة ولتدعيم مصداقية هذه المعلومات، ألزمت لجنة متابعة وتنظيم عمليات البورصة سنة 2009، المؤسسات المسعرة بالبورصة بضرورة الاستعانة بخبير مستقل تقوم باختياره من أجل متابعة سنداتنا وتحليل نشاطها مع إعداد مذكرة بحث فصلية حول نتائج المؤسسة وآفاقه بهدف تقديم إعلام دوري وصحيح وواضح، يعد هذا الإجراء خطوة أولى للإرساء مهنة التصنيف الائتماني، إلا أن الملاحظ أن المؤسسات ذات القيم المسعرة تقوم حاليا بنشر البيانات المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج)، وهي معلومات موجزة وتفتقد إلى كل تحليل وتعليق بشأن سياسة الاستثمار والآفاق المستقبلية.

الفرع الثالث: الأدوات الاستثمارية

تشكل السندات واحدة من الأدوات المالية ذات الدخل الثابت الممكن تداولها في الأسواق المالية، إلا أن السوق الجزائري لا يتوفر إلا على نوع واحد فقط وهي السندات التقليدية، وبالرغم من أن المشرع الجزائري رخص بأنواع أخرى من السندات هي: سندات المساهمة (أسهم ممتازة)، سندات الدين القابلة للتحويل إلى أسهم وسندات الدين ذات قسيمة الاكتتاب بالأسهم، وبما أن السندات التقليدية غير مستخدمة على نطاق واسع من قبل المؤسسات فلا يتوقع استخدام هذه الأنواع، لذلك يجب العمل على إثراء السوق من خلال توفير المزيد من أنواع الأوراق المالية ذات الدخل الثابت تكون أكثر قابلية للإصدار من قبل المؤسسات، وأكثر قبولا للاكتتاب فيها من قبل المستثمرين، من هذه الأدوات⁽¹⁾:

¹ - لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (cosob)، التقرير السنوي لسنة 2010، ص 25.

- الصكوك الإسلامية: لا يتضمن التشريع الجزائري أي سند قانوني يسمح بإصدار وتداول الصكوك الإسلامية، فهي لا تمثل قيمة منقولة كما هو منصوص عليه في القانون التجاري، بل هي تستند إلى مرجعية مفهوم الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال)، وبالتالي فهي غير مطابقة للمفهوم المحدد بموجب القانون المدني، لذلك لا بد من مراجعة النصوص ذات الصلة لضمان التغطية القانونية لهذه الأداة التي أصبحت تلقى رواجاً كبيراً في الأسواق الدولية في السنوات الأخيرة.

بما أن السندات التقليدية محرمة شرعياً لتضمنها الربا، فإن ذلك من أهم العوامل التي تحد من الاكتتاب فيها من قبل المستثمرين الأفراد، لذلك تعد الصكوك الإسلامية بديلاً مناسباً للمستثمر الجزائري، إلا أن ذلك يتطلب إضافة إلى تعديل النصوص القانونية ووضع مبادئ توجيهية وضوابط لإصدار الصكوك لدعم مصداقيتها.

- سندات الدين القابلة للتفاوض: تمثل سندات الدين القابلة للتفاوض من أدوات مالية غاية في الأهمية يمكن من خلال إثراء السوق المالية ومدته بمنتجات جديدة تلبي حاجيات كل من المصدرين والمستثمرين المحتملين، فيجب العمل على إصدار الإطار القانوني الذي ينظم إصدار وتداول هذه الأوراق وتمثل في الأصناف الرئيسية لهذه السندات فيما يلي:

- أوراق الخزينة التي تصدرها المؤسسات غير المالية.

- شهادات الإيداع التي تصدرها المؤسسات المالية.

- سندات الدين قصيرة الأجل.

المطلب الثاني: العوامل المحيطة بالسوق

في المراحل الأولى لتطوير سوق السندات ترتفع حساسيته للتغيرات في البيئة الاقتصادية، والمالية والاجتماعية والقانونية المحيطة به، تتمثل أهم العوامل ذات التأثير المباشر على تطوير سوق السندات في العناصر التالية:

الفرع الأول: القطاع المصرفي والنمو الاقتصادي

1 - القطاع المصرفي:

في غياب هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ووسطاء من القطاع الخاص، تشكل المصارف المتدخل الرئيسي في سوق السندات في الجزائر (الوسطاء المعتمدين) وتشكل المستثمر الرئيسي في هذا السوق، فمع ارتفاع السيولة المصرفية ونمو محدود في فرص توظيف الأموال في معاملات الزبائن قامت المصارف بتوجيه جزء من نشاطها إلى السوق المالية⁽¹⁾.

¹ - Banque d'Algérie "Rapport d'activité 2010", P 84.

كما أن المصارف العمومية لم تطور تدخلها في السوق المالية، حيث يقتصر دورها في التوظيف وتحويل الأوامر وتسيير الحساب، على حساب الوظائف الأخرى كتقديم الاستشارة للشركات (ما عدا في السوق الأولية)، وفي مجال التوظيف والتسيير لحساب الغير.

من حيث المخاطر، فإن ارتفاع السيولة المصرفية سمح بتدنية مخاطر السيولة لدى المصارف، إلا أن الخطر الأساسي الذي يبقى يواجه القطاع المصرفي هو الخطر الائتماني فبالرغم من التحسن في إدارة تلك المخاطر إلا أن نسبة القروض المتعثرة تبقى مرتفعة، وفي إطار إدارة مخاطر السيولة ألزم بنك الجزائر المصارف بالالتزام بمعامل سيولة قصيرة الأجل (الحد الأدنى للسيولة) قدره 100 % في كل وقت، وهو ما يتطلب من المصارف ضرورة الموازنة بين الأصول والالتزامات قصيرة الأجل فإن هذا الإجراء يمكن أن يؤثر في سوق السندات من حيث:

- ستكون المصارف ملزمة بتوظيف تلك الموارد في استثمارات قصيرة الأجل على حساب الاستثمار في السندات طويلة الأجل، أما في الظروف الحالية فلن يكون لهذا الإجراء تأثير على استثمار المصارف في الأوراق المالية طويلة الأجل بسبب محدودية هذه الأوراق في السوق.

- الموازنة بين الأصول طويلة الأجل والالتزامات طويلة الأجل قد تؤدي بالمصارف إلى تغيير سياسة الاقتراض طويل الأجل، مما قد يشجع المؤسسات على التوجه إلى السوق المالية.

- الموازنة بين الأصول طويلة الأجل والالتزامات طويلة الأجل تفرض على المصارف في المرحلة اللاحقة تطوير إستراتيجيتها لتنمية الودائع الآجلة، وبالتالي منافسة سوق السندات.

2- النمو الاقتصادي:

وجود الفرص الاستثمارية في الاقتصاد هو المحرك الأساسي للطلب على التمويل، وفي الجزائر سجل النمو الاقتصادي معدلات منخفضة خلال السنوات الماضية بين 2.4% و 3.4%، وهو معدل غير كاف لتحفيز الطلب على التمويل، كما أن مساهمة القطاع الصناعي في معدل النمو جد ضعيفة وهي في تراجع بلغت سنة 2011 بنسبة 4.3%، وتراجعت مساهمته في نسبة الناتج المحلي الإجمالي خارج قطاع المحروقات من 8.9% سنة 2007 إلى 6.8% سنة 2011، وهذا الوضع غير كاف لتحفيز الاستثمار والطلب على التمويل⁽¹⁾.

كما يتميز مناخ الاستثمار في الجزائر بالعديد من المعوقات التي تحول دون انتعاش الاستثمار والطلب على التمويل، فقد احتلت الجزائر المرتبة 152 عالميا في تقرير البنك الدولي حول

¹ - بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، 2005-2006، ص 286.

مناخ الأعمال 2013، من بين المؤشرات الواردة في التقرير، إن عدد الإجراءات التي يتطلبها البدء في مشروع هو 14 إجراء مقابل 8 إجراءات، وفي مجال الحصول على الائتمان فمؤشر القيم الائتمانية هو 3 من أصل 10 درجات في كل من الجزائر ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وهو 7 درجات في منطقة منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بالإضافة إلى ذلك، يشكل الاقتصاد الموازي في الجزائر عقبة أما تطوير سوق السندات والسوق المالية بشكل عام، فهو يشكل قطب يجتذب المستثمرين والمدخرين، فهو يوفر لهم فرص الحصول على أرباح سهلة.

الفرع الثاني: معدلات الفائدة

يشكل تحمل الخزينة لجزء من أعباء الفائدة على القروض الممنوحة للمؤسسات بموجب أحكام المادة 51 من قانون المالية التكميلي لسنة 2011 عائقاً أمام توجه المؤسسات إلى سوق السندات، حيث تنص أحكام هذه المادة على الترخيص للخزينة للتكفل بالفوائد المتعلقة بمدة تأجيل الدفع، وتخفيض نسب فوائد القروض الممنوحة من قبل المصارف والمؤسسات المالية للمؤسسات الجزائرية في إطار تمويل برامجها الاستثمارية، وحددت نسبة تخفيض الفائدة بـ 2% لمدة تتراوح بين 3 و5 سنوات حسب أجل استحقاق القروض ومعدل الفائدة المطبق، كما يتكفل الصندوق الوطني للاستثمار المنشأ على أنقاض البنك الجزائري للتنمية بدعم التمويل المصرفي المحلي الضروري للمشاريع الكبرى لتفادي الاستدانة الخارجية، وتقديم قروض للمؤسسات على أن تأخذ الخزينة العمومية فارق نسبة الفائدة على عاتقها. وبالتالي فإن المؤسسات المقترضة من سوق السندات لا تستفيد من تخفيض الفائدة، الأمر الذي يضعف من المنافسة في السوق المالية، ولتطوير سوق السندات يجب أن تمتد هذه الامتيازات لتشمل القروض السندية المقيدة للتداول بالبورصة. كما أن اتجاه معدل التضخم إلى الارتفاع خلال السنوات الماضية (4.11) سنة 2010 و(5.7%) سنة 2011 يعد عاملاً معيقاً لحيازة السندات ذات معدل الفائدة الثابت.

الفرع الثالث: السياسة النقدية

من حيث قبول سندات المؤسسات في عمليات السياسة النقدية حدد بنك الجزائر عدداً من الشروط الواجب توفيرها في هذه السندات تتمثل في:

- أن تكون لها مبلغ أساسي ثابت غير مشروط.
- أن تكون لها قيمة بمعدل فائدة ثابتة.

- أن تتضمن توقيعاً من جودة عالية (نوعية المؤسسة، ضمانات مقدمة قابلة للتسديد عند أول طلب).

- أن تكون محررة بالدينار الجزائري.

بالرجوع إلى السندات المصدرة في السوق المالية فكلها لا تستجيب لتلك الشروط، لاسيما الشرط المتعلق بالجودة، حيث لا تتوفر السوق المالية على جهات مستقلة تقوم بإعطاء تقييم محايد للسندات، في هذا الصدد اقترحت مؤسسة التمويل الدولية تقديم ضمانات مالية للشركات الراغبة في إصدار قروض سنوية، مما يسمح لها بالحصول على تصنيف مرتفع بالجودة يؤهلها للقبول في عمليات السياسة النقدية.

بقبول سندات المؤسسات التي تتوفر فيها الشروط السابقة الذكر في عمليات السياسة النقدية لتصبح أكثر سيولة (انخفاض خطر السيولة)، مما يشجع المستثمرين على الاكتتاب فيها وتداولها بشكل أوسع وسينخفض هامش العائد بينها وبين سندات الخزينة إلى الحد الأدنى، مما سيجعل أسعار السوق تعكس القيمة الأكثر واقعية للسند وللمؤسسة المصدرة له، كما أن الشرط المتعلق بثبات معدل الفائدة على القسائم يفرض في المستقبل التوجه إلى اعتماد معدلات الفائدة الثابتة في إصدار السندات، وهذا يتطلب التحكم في معدل التضخم في الحدود الدنيا، وهذا ما يسعى إليه بنك الجزائر من خلال اعتماده المقاربة القائمة على استهداف التضخم في إدارته للسياسة النقدية.

المطلب الثالث: مخطط عصرنة السوق المالية في الجزائر

قامت وزارة المالية سنة 2008 بالتفكير في وضع مخطط لعصرنة السوق المالية الجزائرية بهدف تكيفه مع التطورات الحاصلة في الاقتصاد الوطني، وتمكينه من تلبية متطلبات التمويل المباشر للأعوان الاقتصاديين، بعد المرحلة التمهيديّة التي شارك فيها كل المتدخلين في الساحة المالية التي امتدت بين شهري مارس وماي 2009، ثم وضع مخطط عمل لبرنامج الإصلاح يرتكز على 5 محاور كبرى ينصب عليها الإصلاح ووفقاً له سيتم تنفيذ المشروع على مرحلتين:

الفرع الأول: المرحلة الأولى التقييم والتصميم

مدتها 8 أشهر وتهدف هذه المرحلة على وجه الخصوص إلى تقديم التجربة المكتسبة وتحديد الخصائص والخدمات والمنتجات الواجب تطويرها، وتحديد التنظيم النموذجي الواجب اعتماده ووضع مخطط محدد للهدف.

تأخر انطلاق هذه المرحلة الذي كان مقررا سنة 2010 إلى غاية شهر أكتوبر 2011، بسبب تأخر توفير الموارد المالية اللازمة، حيث تطلب اللجوء إلى الخبرة الدولية توقيع اتفاق مع برنامج الأمم الإنمائي، يقدم بموجبه الصندوق دعم مالي وفني لتنفيذ المشروع حيث يتكفل الصندوق بتوظيف 5 خبراء دوليين في مجالات القانون المتعلق بالبورصة، الأنظمة والتكنولوجيات المتصلة بالبورصة، تنظيم وتطوير ممارسة المهن المرتبطة بالسندات في السوق، التنظيم الاستراتيجي للأسواق المالية، استراتيجيات الاتصال والتسويق في المجال المالي، تهدف هذه الخبرة إلى تقديم المنشورة ومساعدة السلطات والمتعاملين في السوق المالية في ضبط المخطط المحدد للأهداف في مجال تنظيم السوق وسيرها، وفي إعداد إطار قانوني وتنظيمي جديد، وفي مرافقة المتعاملين في عملية التأهيل واستغلال الأنظمة والإجراءات والتنظيمات المقرر وضعها قيد التنفيذ.

في ديسمبر 2011، نظمت لجنة الإشراف على مشروع الإصلاح ملتقى الخبراء أعضاء فريق التقييم، عرضوا من خلاله النتائج الأولية التي توصلوا إليها إثر قيامهم بتقييم الحالة الراهنة للسوق المالية، وفي شهر ديسمبر 2012 نظم ملتقى آخر قدم النتائج النهائية لأشغال المرحلة الأولى، يمكن تلخيص أهم النتائج المتوصل إليها فيما يلي:

1- نظام المعلومات:

يرى الخبير الدولي في مجال أنظمة المعلومات المتعلقة بالأسواق المالية Pezet Eric⁽¹⁾ أن نظام التداول المستخدم في بورصة الجزائر يحتوي على مجموعة قواعد لا تشجع على سيولة السوق وثقافته، لهذا يقترح الخبير الدولي وضع نظام معلومات جديد يمكنه استيعاب أكبر قدر من المؤسسات المحتمل إدراج سنداها بالبورصة، ويسمح للوسطاء بممارسة مهامهم بيسر من خلال تمكينهم من الوصول إلى كل المعلومات المتعلقة بالسوق وبالمؤسسات ذات القيم المتداولة، كما اقترح وضع نظام تسعير متعدد الأوامر يمكنه من استيعاب كل الأسعار التي تعقد بها الصفقات في السوق ونشرها لتمكين المتعاملين من إجراء التحاليل الضرورية، ويقترح إنشاء مؤشر للسوق يسمح بمتابعة التغييرات في السوق، وكذا نظام لمراقبة السوق يمكنه اكتشاف أي خلل في التسعير أو أي مضاربات أو تلاعبات تحدث في السوق، كما

¹ - Pezet eric, « **evaluation des systemes d'information** », journée d'étude « projet de Réforme du Marché financier en Algérie- systèmes d'information" organise par: PNUD D'Algérie, Ministère des Finances et Cosob, Alger le 05/ 12/ 2012.

يقترح وضع نظام للتجارة الإلكترونية للقيم المنقولة، فهو يرى أن هذا النظام يسمح بتوسع قاعدة المستثمرين الأفراد في الأوراق المالية.

2- الإطار القانوني والتنظيمي:

أظهر تقييم الخبير أن البيئة القانونية والتنظيمية في الجزائر تعيق تنمية السوق المالية بدلا من تشجيعه، إضافة إلى البيئة الثقافية التي لا تشجع على تنمية السوق المالية لغياب الشفافية في تسيير المؤسسات، وانتشار ثقافة "أن المؤسسات إما تكون عمومية أو عائلية".

يرى الخبير الدولي NICOLAS ROY⁽¹⁾، أن العديد من المتعاملين ينظرون إلى النصوص القانونية على أنها غامضة وقابلة للتأويل ولا تتمتع بالمرونة، لذا فهو يقترح إصدار قانون جديد واضح ودقيق في ضوء المعايير الدولية التي أقرتها المنظمة الدولية للجان القيم بحيث يضمن التشريع الجديد حماية المستثمرين ومرافقة تطور السوق المالية، ويحقق عدالة وكفاءة السوق ويحقق نظام للإفصاح المستمر أكثر تفصيلا مع التركيز على حوكمة المؤسسات والتحديد الدقيق لمجالات تدخل لجنة تنظيم عمليات البورصة وراقبتها.

أما الخبير الدولي Leroy xavier⁽²⁾، فقدم عدة مقترحات لتطوير السوق، وذلك من خلال العمل على تحفيز العرض والطلب على الأوراق المالية، ففي مجال العرض يقترح تقديم تحفيزات جبائية للمؤسسات المدرجة بالبورصة، والقيام ببرامج توعية وتحسيس تستهدف المؤسسات العائلية ومشاريعهم لتحفيزهم على فتح رأس مال المؤسسة، والعمل على تطوير التمويل برأس المال المخاطر، بالإضافة إلى العمل على إدخال منتجات جديدة للسوق كالصكوك الإسلامية، والأوراق المالية التي تصدرها صناديق الاستثمار وفي مجال الطلب يقترح تحفيز الأفراد على الاستثمار في الأوراق المالية من خلال توسيع استخدام حسابات الادخار بالأوراق المالية وتمكينهم من تقديم الأوامر ومعالجتها إلكترونيا، أما المستثمرين المؤسساتيين فيمكن تحفيزهم من خلال تطوير المهن المتصلة بالاستثمار المالي وتوفير تكوين متخصص في هذا المجال.

¹ -Nicolas Roy , « restitution de l'expert international juridique » journée d'étude « projet de réforme du marché financier en Algérie phase I évaluation et conception », organise par : pnud Algérie ministère des finances et cosob, Alger le 05-12-2012

² -Leroy Xavier , « potentiel du Marche des capitaux Algerien , modele d'organisation et de fonctionnement» journée d'étude « projet de réforme du marché financier en Algérie phase I évaluation et conception » organize par : pnud algerie ministère des finance et cosob, Alger le 05-12-2012

الفرع الثاني: المرحلة الثانية

تتمثل في تنفيذ البرنامج على أساس الخيارات المعتمدة انطلاقاً من نتائج المرحلة الأولى، وتمتد هذه المرحلة لفترة تتراوح بين 16 و18 شهراً، وسيتم الشروع فيها بعد انتهاء المرحلة الأولى والمصادقة على نتائجها، ويترب عن هذه المرحلة ما يلي:

- برنامج إصدار من طرف المؤسسات العمومية، والمجموعات الخاصة، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مع تقديم جبائية وإعادة تنظيم عملية التسعير.
- إصدار التنظيم الجديد مع تعزيز الإشراف من أجل حماية المستثمرين وضمان حسن سير السوق.

- إعادة تنظيم نشاط الوساطة في عمليات البورصة والعمل على احترافيتها بحسب كل مهنة من مهن السوق وتأهيل المتعاملين والأنظمة والإجراءات.
- وضع نظام إعلامي ومعلوماتي جديد خاص بالبورصة.
- دورات تكوين وحملات في ميدان الإعلام والتسويق

الفرع الثالث: برنامج تطوير سوق قيم الخزينة

في إطار مخطط تطوير السوق المالية، باشرت المديرية العامة للخزينة بوضع خطة تطوير سوق قيم الخزينة، فأوكلت مهمة تشخيص وضع السوق إلى مكتب دراسات أجنبي، الذي أعد تقريراً بذلك لخص فيه إلى أن سوق قيم الخزينة الجزائري أقل تطوراً من أسواق البلدان المجاورة من الناحية التكنولوجية ومن حيث الإجراءات، فتم تسطير مخطط عمل يرمي إلى إدخال تحديثات على السوق بهدف جعله يتماشى والمعايير الدولية في هذا المجال، من خلال⁽¹⁾:

- إنجاز منصة الكترونية تربط بين المتدخلين في السوق.
- إنجاز موقع الكتروني لنشر المعلومات الاقتصادية والمالية المرتبطة بنشاط السوق الأولية والثانوية.

- إعداد دليل لتسيير والتدخل في سوق الدين العمومي.
- تكوين المستخدمين والمسيرين لاستخدام البنية التحتية الجديدة يهدف هذا المخطط إلى تطوير تنظيم وعمل السوق الأولية والسوق الثانوية لقيم الخزينة وإلى تحقيق تسيير فعال للدين العمومي، وتطوير

¹ -République Algérienne démocratique et populaire, Ministère des Finances, Direction générale du trésor, projet de cahier des charges modernisation du marché des valeurs d'état juillet 2012, P 4.

التقارير الإحصائية والتحليل المرتبطة بالسوق كمعدلات الفائدة وآجال الاستحقاق، كما يهدف المخطط إلى تسيير أحسن للضمانات المقدمة من خلال:

- الاقتصاد في الوقت من خلال إجراء المزادات دون الحضور الشخصي للمشاركين.
- تحقيق أعلى قدر من الثقافية والأمان بما يحقق أعلى قدر من السيولة الاستقرار للسوق.
- إدخال تقنيات وإجراءات حديثة للسوق لإدارة الجلسات في السوق وإتمام الصفقات.
- تحديد إستراتيجية لتحليل الأسواق والمعدلات وتلخيص الدراسات وإعداد التقارير الدورية.

خلاصة الفصل الثالث:

من خلال تحليل سوق السندات في الجزائر، توضح لنا أن مساهمته في تعبئة المدخرات المحلية وتمويل المؤسسات ضئيلة للغاية وقد أصبح هذا السوق راكدا منذ سنة 2009، ومن خلال التشخيص تبين أن هناك العديد من مواطن الضعف التي تعيق تطور سوق السندات في الجزائر منها ما يتعلق بخصائص القروض السندية نفسها كمعدلات الفائدة، القيمة الاسمية وطريقة التسديد، حيث تعد تلك الخصائص غير ملائمة لتحفيز تداول السندات بين المستثمرين.

من العوامل المؤثرة في تطوير سوق السندات في الجزائر، انخفاض حجم الدين العمومي القابل للتداول، فسوق الأوراق المالية الحكومية هو المحرك الأساسي لسوق سندات المؤسسات، وبالرغم من سعي الخزينة العمومية لإدراج سندات الخزينة الشبيهة بالبورصة لتحفيز تداول القروض السندية، إلا أن ذلك لم يتحقق نتيجة انخفاض حجم التداول على سندات الخزينة الشبيهة، ومرد ذلك إلى حجمها الضئيل بسبب السياسة الحكومية الرامية إلى تقليص مستوى الدين العمومي.

قامت وزارة المالية منذ سنة 2008، في وضع مخطط لعصرنة السوق المالية، يندرج هذا المخطط في إطار الإستراتيجية الوطنية لتطوير وتنويع الاقتصاد والتقليل والاعتماد على النفط وتحسين القدرة التنافسية التجارية، إلا أنه عرف تأخرا في التنفيذ.

خاتمة

تعد عملية التمويل محركا أساسيا لأنشطة المؤسسة الاقتصادية ودافعا قويا لنموها وازدهارها، ولتحقيق أهداف المؤسسة التي تركز على تعظيم العائد من جهة وتدنية التكاليف من جهة أخرى، ينبغي على المؤسسة الاقتصادية المفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية الداخلية والخارجية.

ومن خلال ما سبق حاولنا فهم الأسباب التي تحول دون توسع استخدام القرض السندي كأداة تمويل من قبل المؤسسات وأداة تداوله بين المستثمرين في السوق المالية، واتضح في دراستنا لموضوع أسواق السندات أنها تحتل مكانة هامة في الأنظمة المالية الحديثة وأن لتطويرها أهمية بالغة في زيادة التنمية الشاملة للقطاع المالي من خلال توفير الائتمان للمؤسسات بطريقة أكثر تنافسية، وتحسين الوساطة المالية وتطوير البنية التحتية المالية ذات الصلة وتطوير المنتجات والخدمات المالية المقدمة للأفراد والمؤسسات بما يساهم في تحقيق التنمية الاقتصادية.

خلاصة البحث:

في ثمانيات وتسعينات القرن العشرين عرفت العديد من الدول المتطورة ركودا في اقتصادياتها نتيجة الأزمات المالية التي عرفتها في ذلك الوقت أدى بها هذا البحث عن بدائل تمويلية مناسبة فأدركت أهمية أسواق السندات بعد لجوؤها لها كبديل تمويل وبالفعل تمكنت تلك الدول من اجتياز الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 بأقل الخسائر نتيجة ما حققته لتطوير من أنظمتها المالية فكان لوجود سوق مرنة لأدوات الدين مساهمة هامة في تبعات تلك الأزمة باعتباره بديلا للتمويل المصرفي الذي تراجع دوره في تلك الفترة وبالتالي حققت أسواق السندات في تلك البلدان الأهداف التي طورت من أجلها.

يعد المصدرون والمستثمرون العاملان الأساسيين في تطوير سوق السندات فالمصدرون أي المؤسسات يجب أن تكون مدركة للتحويلات في البيئة المالية وقادرة على التكيف معها وعليها أن تكون ملمة بقواعد وتقنيات استخدام القروض لتمويل استثماراتها حتى يمكنها تزويد السوق بالسندات التي تلي احتياجاتها من جهة ومن جهة ثانية رغبات المستثمرين وتجدر الإشارة أن المؤسسات التي تأسست في بيئة مصرفية تجد صعوبة في التحول إلى التمويل من السوق المالية أما المستثمرين فإن الاستثمار المؤسسي هو المصدر الأساسي للطلب على السندات وتطويره يعد ضروريا لتطوير سوق السندات كون هذا الأخير أكثر قدرة على التعامل بالسندات والقيام بالأمور التي يصعب على الأفراد القيام بها، بالنسبة للمستثمرين

الأفراد لم يتجاوزوا مستوى انتشار ثقافة الأسواق المالية كون العامل الديني يلعب دورا أساسيا في قبولهم الاستثمار في السندات.

أما في الجزائر فلا تزال مكانة و دور سوق السندات محدود في الوساطة المالية وجاء تطويرها في سياق تطوير النظام المالي وانفتاحه تماشيا مع الإصلاحات الاقتصادية الرامية إلى التحول من اقتصاد يعتمد على التمويل المصرفي إلى اقتصاد متعدد المصادر لتوفير التمويل للأنشطة الإنتاجية التي يعول عليها تحقيق التنمية الاقتصادية خارج قطاع المحروقات وعرفت هاته السوق نشاطا نسبيا بين 2004 و 2008 وشرع عدد من مؤسسات القطاع الخاص في استخدام السوق المالية للحصول على القروض ثم تراجع دوره في حالة الركود.

ولتطوير السوق المالية استعانت الحكومة الجزائرية بخبراء أجانب لتقييم وضع السوق وتقديم الاقتراحات الملائمة المتمثلة في تطوير السوق في جانبي العرض والطلب وفي جانب البنية التحتية للسوق وهذه الأخيرة تسهم في تطوير سوق السندات في الأمد المتوسط والطويل لكن هذا مرهون بمدى السرعة في استجابة السلطات العمومية لتنفيذ الاقتراحات المقدمة من جهة، ومن جهة أخرى بمدى رغبة المؤسسات اللجوء إلى السوق المالية وتوفير الحافز.

اختبار صحة الفرضيات:

تبين لنا من خلال هذه الدراسة، صحة الفرضية الأولى التي تربط تطوير سوق السندات بنشر ثقافة الأسواق المالية في المجتمع، فالثقافة السائدة في المجتمع ذات تأثير مباشر وفعال في إقبال المؤسسات على التمويل بالقرض السندي، وفي رغبة الأفراد في الاكتتاب في السندات.

بالنسبة للفرضية الثانية ثبتت صحتها بحيث يتمتع التمويل عن طريق القرض السندي بأولوية عن باقي المصادر الخارجية لما يتمتع به من خصوصيات حيث يعتبر البديل التمويلي الأقل كلفة من بين مصادر التمويل الخارجية كما أنه يزيد من مردودية المؤسسة من خلال الأثر الإيجابي للرفع المالي غير أنه يزيد من مخاطر المؤسسة وينقص من استقلاليتها.

أما افتراض وجود عقبات قانونية تعيق تطور سوق السندات في الجزائر فقد أثبت تحليل خصائص سوق السندات والعوامل المؤثرة فيه صحة هذا الافتراض فجمود التشريعات لفترة طويلة وعدم تكييفها مع التغييرات في المحيط الاقتصادي والمالي تجعلها عقبة أمام تطوير سوق السندات.

نتائج الدراسة:

إذا كانت البيئة الاقتصادية في الجزائر تتميز بعدد من العوامل تعيق تطور القروض السندية، كضعف مناخ الإستثمار والأعمال وضعف معدل النمو، فإن البيئة المالية والقانونية لسوق السندات في الجزائر بها عدد من المشاكل التي تعيق تطوره أهمها:

- 1- غياب التحفيز الحكومي للتمويل من السوق المالية.
- 2- تصميم القروض السندية من حيث معدل الفائدة و طريقة التسديد لا تساعد المؤسسات على تكرار اللجوء إلى الإقتراض السندي، فلا تشجع على تداول السندات، لاسيما في ظل إرتفاع معدل التضخم.
- 3- النظرة السلبية للمؤسسات والجمهور اتجاه السوق المالية، ففي ظل ضعف كفاءة النظام المصرفي تتزعزع ثقة الجمهور في النظام المالي ككل.
- 4- الغياب شبه التام للمهن المرافقة التي تعد ضرورية لتنشيط السوق المالية.
- 5- عدم توفر السوق على عدد من المنتجات المالية التي يمكن من خلالها إثراء السوق السندي و ذلك نتيجة عدم ملائمة التشريعات القانونية سارية المفعول التي لا تتضمن الإعتراف القانوني لبعض المنتجات كالصكوك الإسلامية و شهادات الإيداع و لا تمكن المؤسسة الصغيرة و المتوسطة من الإشراف في السوق المالي.
- 6- غياب رؤية واضحة وإستراتيجية محددة لتطوير السوق المالية ويتجلى ذلك في:
 - لا يزال النظام المالي يتميز ببعض مظاهر الكبح المالي، و هو مناقض لمبادئ الإصلاح والتحرير المالي.
 - البطء الشديد في تنفيذ برنامج عصرنة السوق المالية الذي أعلن عنه في 2008 ولم ينتج عنه أي إجراءات ملموسة تنعكس عن السوق لحد الآن.
 - تطوير الموقع الإلكتروني لبورصة الجزائر أو الخزينة العمومية لا يتطلب بالضرورة إثارة أجنبية ومناقصة دولية و لا ينبغي أن يأخذ الكثير من الوقت.

التوصيات:

- بناء على ما سبق، فإننا نقدم بعض التوصيات لتطوير السندات في الجزائر وهذا من خلال:
- I- تحسين البيئة الإقتصادية والمالية:
 - تعزيز إصلاحات القطاع المصرفي له انعكاس مباشر على السوق المالية.

- العمل على التحكم في معدل التضخم و عجز الموازنة، حيث بنيت الدراسات أن إستقرار الإقتصاد الكلي يعمل على تحسين عائد أسواق السندات وتجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين.

II- العمل على توسيع قاعدة المصدرين:

- العمل على خفض تكاليف الإصدار التي تعد مرتفعة بالنسبة لعدد كبير من المؤسسات.

- تعديل القوانين سارية المفعول للسماح الأكبر شريحة من المؤسسات بما فيها المؤسسة الصغيرة و المتوسطة بالوصول لسوق السندات.

III- العمل على توسيع قاعدة المستثمرين :

- تطوير الإستثمار المؤسسي من خلال إزالة القيود على إستثمار شركات التأمين و صناديق الإستثمار ذات رأس المال المتغير.

- تنويع المنتجات الإدخارية، من خلال تعديل القوانين السارية المفعول للسماح بإدراج أدوات مالية جديدة كالصكوك الإسلامية و شهادات الإبداع لإثراء السوق، ومده بمنتجات جديدة وتلبية رغبات أكبر شرائح ممكنة من المستثمرين المحتملين.

- العمل على نشر ثقافة الأسواق المالية في المجتمع ووضع إستراتيجية إعلامية وتسويقية ملائمة ومستمرة بإتباع كل الوسائل الممكنة.

آفاق البحث:

في الأخير، يعتبر هذا البحث محاولة لإظهار أثر إستخدام القرض السندي في عملية تمويل المؤسسة الإقتصادية، ونظرا لأهمية الموضوع وتشعبه وصعوبة الإلمام بكل جوانبه.

يمكن التطرق إلى العديد من الدراسات والبحوث التي يمكنها تناول الكثير من المحاور التي لم تتمكن من التطرق لها أو التي تفتح آفاق جديدة لمواصلة البحث ومن أهم هذه المحاور:

- استخدامات مصادر تمويل حديثة عن طريق السوق المالي لتنشيط بورصة الجزائر.

- دور الصكوك الإسلامية كبديل تمويلي للمؤسسة.

- دور القرض السندي لتمويل عجز الموازنة دراسة حالة الجزائر 2014-2016.

قائمة المراجع

أولاً - باللغة العربية:

- الكتب

- 01- أحمد بسيوني شحاتة، "المحاسبة المالية لشركات الأموال في القطاع الخاص وقطاع الأعمال العام"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006.
- 02- أجين برغام، "الإدارة المالية"، الجزء الأول، ترجمة محمد فتوح وآخرون، شعاع للنشر، حلب، 2010.
- 03- أسامة عبد الخالق الأنصاري، "الدليل العلمي للاستثمار بالبورصة"، دار السحاب للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
- 04- إسماعيل أحمد الشناوي و آخرون ، اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية، كلية التجارة ، جامعة الاسكندرية 2006.
- 05- الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك" ديوان المطبوعات الجامعية ، ط6، الجزائر 2007.
- 06- الزرري عبد النافع عبد الله وفرج غازي توفيق، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001.
- 07- برايان كويل، "هيكل رأس مال الشركات"، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، دار الفاروق للنشر القاهرة، 2006.
- 08- جمال الدين مرسي وأحمد عبد الله اللحلح، "الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)"، الدار الجامعية الإسكندرية، 2007.
- 09- جلال البناء، "الإدارة المالية لموارد واستخدامات الأرصد للمديرين الإداريين"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 10- حسين بن هاني، "الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة)"، دار الكندي، الطبعة الأولى، عمان، 2002.
- 11- حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، دار الوراق، عمان، 2004.
- 12- حنفي عبد الغفار، "استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 13- خالد وهيب الراوي، "إدارة المخاطر المالية"، دار المسيرة، عمان، 2009.
- 14- خالد وهيب الراوي ويوسف سعادة، "التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي"، دار المسيرة، عمان، 2000.

- 15- رواية حسن، "مدخل استراتيجي لتخطيط وتنمية الموارد البشرية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 16- سامح عبد المطلب عامر، "إدارة الأعمال الدولية"، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، 2010.
- 17- سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية"، دار النشر للجامعات القاهرة، 2009.
- 18- سامي محمد الخرابشة، "النظام القانوني للشركة المساهمة الخاصة"، دار البشير، عمان، 2005.
- 19- شيحا خميسي، "مالية المؤسسة"، هومة للنشر، الجزائر، 2009.
- 20- صلاح الدين حسن السيبي، "بورصات الأوراق المالية"، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، القاهرة، 2003.
- 21- طاهر حيدر حردان، "مبادئ الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 1997.
- 22- عبد أحمد أبو بكر، "رياضيات التمويل والاستثمار"، دار النشر، عمان، 2005.
- 23- عبد الحميد عبد المطلب، "البنوك الشاملة، عملياتها وإدارتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 24- عاطف وليد أندرواس، "أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها"، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
- 25- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات"، منشأة المعارف، ط2، الإسكندرية، 2008.
- 26- محمد صالح الحناوي، جلال العبد، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 27- محمد صالح الحناوي، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 28- محمد فتحي البدوي، "التمويل الدولي"، الكتاب الثاني، الأكاديمية الحديثة، القاهرة.
- 29- محمد بن إبراهيم السحيباني، "آليات التسوية والمقاصة في سوق الأوراق المالية"، دار كنوز إشبيليا،

- 30- محمد الصريفي، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2006.
- 31- محمود صبيح، "التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية"، البيان للطباعة والنشر، الطبعة الثالثة.
- 32- محمود أمين زويل، "بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها ومستقبلها"، دار الوفاء لدنيا الطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
- 33- محمود صبح، "أساسيات الإدارة المالية، المتاجرة على الملكية وتكلفة الأموال"، البيان للطباعة، ط2، مصر، 2005.
- 34- محمد مطر وفايز تيم، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر، عمان. 2005.
- 35- محمود فتوح وآخرون، "الإدارة المالية"، الجزء الأول، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2008.
- 36- محمد مجد الدين باكير، "محافظ الاستثمار إدارتها وإستراتيجيتها"، شعاع للنشر والعلوم، حلب، 2008.
- 37- محمد سمير الصبان، وعبد الله عبد العظيم هلال، "المحاسبة المالية في شركات الأموال"، الدار الجامعية، 2000.
- 38- مفلح محمد عقل، "مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي"، مكتبة المجتمع العربي، عمان، 2006.
- 39- نادية أبو فخرة ومحمود صبح وشامل الحموي، "الأسواق والمؤسسات المالية"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 2005.
- 40 - هيثم صاحب عجام، "التمويل الدولي"، دار زهران للنشر، عمان، 2006.
- 41- وسام ملاك، "البورصات وأسواق الأوراق المالية العالمية"، الجزء الأول، دار المنهل اللبناني، بيروت، 2003.
- 42- وليد أحمد صافي، "الأسواق المالية العربية- الواقع والآفاق"، رسالة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2003.
- المذكرات والأطروحات:**
- 01- بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006.
- 02- بريش عبد القادر، التحرير المصرفي ومتطلبات تطوير الخدمات المصرفية وزيادة القدرة التنافسية للبنوك الجزائرية، أطروحة لنيل شهادة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2005-2006.

03- جمعة محمود مصطفى عباد، "أهمية استخدام السندات بديلا للاقتراض المصري الطويل الأجل وأثره على المؤسسات المساهمة العامة الأردنية والمستثمرين"، رسالة دكتوراه، جامعة عمان العربية، كلية الدراسات المالية والإدارية، قسم التمويل، 2002-2003.

الرياض، 2009.

04- رشيد هولي، مدى فعالية سوق الأوراق المالية المغاربية في تنفيذ برنامج الخصخصة، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة 2011

05- مريم باي، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، مذكرة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007-2008.

06- كريمة منصر، "السوق المالية نشأتها وإجراءات تحسين سير عملها في الدول المغاربية"، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2002.

المجلات والدوريات:

- حوليات لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، رقم 01، 1995، الجزائر.

المدخلات والمحاضرات:

- مقال "مزاي ومخاطر الاستثمار في السندات في البورصة - دراسة شاملة" التاريخ: 24 / 12 / 2011.

القوانين والمراسيم والتقارير:

- الأمر 75- 59 المؤرخ في 20 رمضان 1395 الموافق 26 سبتمبر 1975 الذي يتضمن القانون التجاري المعدل والمتمم.

- نظام رقم 09- 02 مؤرخ في أول جمادي الثانية عام 1430 هـ الموافق 26- 05- 2009 وإجراءاتها الصادر في الجريدة الرسمية للجمهورية الديمقراطية الشعبية عدد 53 سنة 2003.

- قرار مؤرخ في 30 صفر عام 1433، الموافق 24 يناير سنة 2012، يتضمن التصديق على نظام لجنة عمليات البورصة ومراقبتها ل 12 يناير 2012 الذي يعدل ويتمم

- النظام رقم 97- 03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

- قانون النقد والقرض المتعلق بالنقد والقرض الصادر في 14- 04- 1990 الجريدة الرسمية العدد 16.

-Les ouvrages :

01 -Ammour Benhlimma, "le système bancaire Algérien: textes et réalités", Ed Dahlab Alger 1996.

02- Banque d'Algérie rapport d'activité, 2011.

03- Banque d'Algérie "Rapport d'activité 2010.

04-Berrada Mohamed Azzedine, « le système financière face au redéploiement libérale de l'économie Marocaine », Maroc, 1991.

05-PIGET PATRICK, « Gestation Financiere d'entreprise», Ed Economica, Paris, 1998.

06 -Mansouri Mansour, "la bourse des valeurs mobilières d'Alger" Ed Houma, Alger, 2005.

07-sonelgaze , “dossier presse ,rapport d’activité et comptes de gestion consolidés du groupe sonelgaze 2009

08 -Pezet eric, « evaluation des systemes d’information » ,journée d’etude « projet de Réforme du Marché financier en Algérie- systèmes d'information" organise par: PNUD D'Algérie, Ministère des Finances et Cosob, Alger le 05/ 12/ 2012.

09- Pierre conso,"gestion financière de l’entreprise", Edition Dunod, 2eme Edition, Paris, 1989.

10-jensen .m & meckling ,”the theory of the firm ,managerial bahaviour agency costs and ownership structure “,journal of financial economics , 3oct 1976 .

11-Franco modigliani et merton miller ,deux professeurs du massachutts institute of technology , publient dans l’american economic review de juin 1958 un article intitule “ the cost of capital corporation and the theory of investment “

12 -République Algérienne démocratique et populaire, Ministère des Finances, Direction générale du trésor, projet de cahier des charges modernisation du marché des valeurs d'état juillet 2012.

ملخص:

تتعدد مصادر تمويل المؤسسة الاقتصادية لاسيما عند لجوئها الى السوق المالية، أين يوفر لها هذا الاخير بديلين تمويليين اساسيين هما الاسهم التي تمثل حق ملكية و السندات التي تمثل مستند دين و يبقى على عاتق المؤسسة المفاضلة بين هذين البديلين.

تعتبر الثنائيتين تكلفة/عائد، عائد/مخاطرة من العوامل الاساسية للمفاضلة بين البدائل التمويلية الطويلة الاجل، وكلاهما يبرز خصوصية التمويل عن طريق القرض السندي باعتبار السوق عن طريق السندات الاقل تكلفة من بين مصادر التمويل الخارجية، كما انه يزيد من مردودية المؤسسة بالاستفادة من الاثر الايجابي للرفع المالي، غير انه يزيد من مخاطر المؤسسة بسبب التزام المؤسسة بتسديد الفوائد واصل القرض في اجالها.

كما يمكن كذلك اضافة عامل تأثير البديل التمويلي على قيمة المؤسسة كمعيار للمفاضلة بين البدائل التمويلية، رغم الجدل القائم بين المفكرين الاقتصاديين حول مدى تأثير راس هيكل المال على قيمة المؤسسة.

الكلمات المفتاحية:

مصادر تمويل المؤسسة، تكلفة /عائد، عائد/ مخاطرة، قيمة المؤسسة، القرض السندي.

Résumé :

L'entreprise économique a des multiples sources de financement, notamment quand elle a entrée au marché financier, où il fournit le dernier deux modes principaux de financement : les actions qui représentent un droit de propriété, les obligations qui représentent un contrat de crédit, et l'entreprise a le choix entre ces deux sources.

Les couples cout/rendement ,rendement/risque sont deux facteurs essentiels de faire la distinction entre les modes de financement à long terme, à la fois du financement par le biais du emprunt obligataire a un priorité, comme le financement par l'émission des obligations est moins cher des sources de financement extérieur, car il augmente la rentabilité de l'entreprise bénéficiere de l'impact positif de le levier financier, mais il augmente le risque de l'entreprise parce qu'elle s'est engagée à payer les intérêt et le montant principale l'emprunt.

On peut également ajouter l'impact du mode de financement sur la valeur de l'entreprise comme un critère de distinction entre les modes de financement malgré la controverse entre les penseurs économiques sur l'impact de la structure financière sur la valeur de l'entreprise.

Mots- clés :

Sources de financement, cout/rendement, rendement /risque, la valeur de l'entreprise, l'emprunt obligataire.