

مجلة العلوم القانونية والاجتماعية

Journal of legal and social studies

Issn: 2507-7333

Eissn: 2676-1742

السندات الخزينة العمومية وسندات الإستحقاق في القانون الجزائري

Title in English Government's bonds and corporate's bonds in Algerian law

زروقي بوزناد*

¹ جامعة وهران 2 محمد بن احمد، الجزائر، إيميل الباحث - zerouki.bouziane@univ-

oran2.dz، مخبر الإستثمار والتنمية المستدامة لكلية الحقوق والعلوم السياسية لجامعة وهران 2

محمد بن احمد

تاريخ النشر: 2022/03/01	تاريخ القبول: 2022/01/28	تاريخ ارسال المقال: 2021/12/09
-------------------------	--------------------------	--------------------------------

* المؤلف المرسل

الملخص :

تعالج هذه الورقة البحثية أنواع سندات الخزينة العمومية وأشكال صدورها في السوق الأولية، وتبين طرق وكيفيات تداولها في السوق الثانوية في القانون الجزائري. تتفرع سندات الخزينة إلى ثلاثة (3) أنواع، سندات الخزينة حسب الصيغ، وسندات الخزينة في الحساب الجاري التي لا يتعد أجل إستحقاقها سنة واحدة (1)، وسندات الخزينة في الحساب الجاري التي تتعد مدة إستحقاقها خمس (5) سنوات، أما السندات الشبيهة بالخزينة التي تصدر لأجل إستحقاق سبع (7) أو عشرة (10) أو خمس عشر (15) سنة، لا يسوغ الإكتتاب بها وتداولها في سوق كتل الخزينة ببورصة الجزائر إلا بوساطة "المختصين في قيم الخزينة". وقد تصدر شركة المساهمة أو الشركة ذات التوصية بالأسهم سندات الإستحقاق التي لا يتعد أجل إستحقاقها في الغالب خمس (5) سنوات. تنقسم هذه السندات إلى عدة أنواع، سندات إستحقاق عادية وأخرى غير عادية، سندات إستحقاق بسيطة وسندات إستحقاق مركبة.

الكلمات المفتاحية: سندات الخزينة العمومية ؛ سندات الإستحقاق ؛ سندات الإستحقاق القابلة للتحويل للأسهم؛ سندات الإستحقاق ذات قسيمات إكتتاب للأسهم

Abstract:

The present study investigates the 'Government Bonds' types which are naturally issued by Algeria's treasury in primary market. They are traded on the secondary market. The analysis has shown that the Algerian's bonds could mainly be divided into three types. There is '5-year Treasury bonds in formulas term'; '1- or 5-year Treasury bonds in account current term'; and '7- 10- or 15-years term Treasury bonds' which are issued and traded on treasury blocks market by "Treasury Bonds Dealers". In the contrary, the '5-years term debentures' that may be issued by a joint stock company, they are divided into – ordinary obligations - or extraordinary obligations – 'convertible obligation' and 'stock purchase warrants'.

Keywords: Government's bonds ؛ corporate's bonds ؛ Convertible bonds ؛ stock purchase warrants

المقدمة:

في القانون الجزائري، يعتبر القرض السندي مصطلحا جامعا لسندات الخزينة الصادرة من الدولة من جهة وسندات الإستحقاق المصدرة من شركة المساهمة والشركة ذات التوصية للأسهم من جهة أخرى. يمثل أهم أدوات السوق المالية القصيرة، المتوسطة والطويلة الأجل، وإيرادا هاما من الإيرادات غير العادية الداخلية للدولة وشركة المساهمة¹. تهدف الدولة من خلال سندات الخزينة لتحقيق هدفين من الناحية العملية، تمويل خزنتها العامة لتغطية عجز ميزان المدفوعات من أجل تسديد نفقاتها العمومية المؤقتة في إنتظار تحصيل كامل مواردها، وتمويل

نفقات الإستثمار². فمن الناحية الإقتصادية، تستعمل لضبط التراجع المتدني بسبب إختيار أسعار المحروقات في حالة إنخفاضه عن السعر المرجعي الذي تعتمد عليه البلاد في تحديد ميزانيتها السنوية، وذلك قصد خلق موارد مالية إحتياطية جديدة لتفادي اللجوء للإستدانة الخارجية³.

في الجزائر، يسوغ لشركة المساهمة اللجوء لسندات الإستحقاق لسد نقص الموارد والإحتياجات الداخلية كبديل تمويلي عوض اللجوء للقرض البنكي⁴، الذي يتميز بشروط تمويل تعجيزية وتفاضلية عديدة⁵. وتعد سندات الخزينة من أبرز الأدوات المالية لسوق سندات الدين العام القابلة للتداول، حيث أنه يمكن توظيفها من طرف البنوك مثل (بنك الجزائر) والمؤسسات المالية بسرعة وفعالية، التي تكون في حالة نقص أو فائض في السيولات النقدية. كما قد تستخدم من طرف الخزينة العمومية وبنك الجزائر في تنظيم السوق النقدية لسندات الخزينة العمومية⁶، علاوة عن أدوات وعمليات السوق النقدية الأخرى مثل مزايدة القروض عن طريق المناقصات، أدوات السوق المفتوحة (نظام الشراء والبيع النهائي لسندات الخزينة في السوق المفتوحة)، عمليات الأخذ والمنح على سبيل الأمانة أو الرهن المصرفي⁷.

ويتوجب الإشارة أن الجزائر إعتمدت نظام إصدار سندات الخزينة منذ الإستقلال، كأداة أساسية مكملّة لأدوات تمويل الخزينة التقليدية على غرار الضرائب وحواصل أملاك الدولة. سائر هذا النظام التطور المصرفي والإقتصادي للبلاد عبر عدة عقود، في الوقت الذي كانت تشهد فيه المنظومة القانونية والتنظيمية التجارية الجزائرية غيابا لنظام سندات الإستحقاق الذي يمثل وسيلة مقابلة لتمويل قروض الأشخاص المعنوية الخاصة على رأسها شركات المساهمة.

نطرح الإشكالية الرئيسية في هذا البحث المتمثلة في الفرق بين سندات الخزينة العمومية وسندات الإستحقاق التي تندرج تحتها العديد من الأسئلة الثانوية. فما هي أنواعها وأشكال صدورها؟ وما هو أثر ونجاعة سندات الخزينة العمومية على توازن خزينة الدولة؟ علما أن الجزائر تسعى إلى تنويع إقتصاداتها والتحرر من التبعية لإرادات البترول والغاز، وتحقيق الإكتفاء الإقتصادي الذاتي في شتى المجالات، من خلال تقليص فاتورة الإستيراد الخارجي وتثمين وتشجيع الإستثمار الوطني وتشجيع إستهلاك المنتج الوطني من جهة. وما مدى مساهمة سندات الإستحقاق في تفعيل وتطوير المشاريع التنموية للشركات المساهمة من جهة أخرى؟ وما هو الشكل الذي يمكن أن تتحده هذه السندات التي تساهم في تمويل خزينة الشركة؟ ما هي شروط إصدارها والتعامل بها؟ وفيما تكمل الأهداف والنتائج المتوخاة من الإستثمار فيها؟

اعتمدنا على المنهج التحليلي من وراء هذه الدراسة التي سعينا من خلالها تسليط الضوء على وظيفتين رئيسيتين من تبني نظام سندات الخزينة العمومية وسندات الإستحقاق على ما إستقصيناه من الأحكام القانونية والتنظيمية ومجموعة من الدراسات الإقتصادية والقانونية. تكمن الوظيفة الأولى في "الوظيفة التمويلية" للخزينة العامة للدولة أو خزينة شركة المساهمة، والمقصود من هذه أن تتعلق بتمويل الخزينة بتقليص عجز المداخيل في تمويل النفقات العمومية. والوظيفة الثانية هي "الوظيفة الإستثمارية" وهي التعامل بها لأهداف تجارية ومالية. لذا، سيتم معالجة كلتا هاتين الوظيفتين ضمن المبحثين التاليين.

المبحث الأول: مفهوم السندات التمويلية

تعددت طرق وشروط إصدار سندات الدين التي تسمح للدولة أو للشركة بالبحث عن الطرق المثلى للحصول على الأموال المدخرة، كما اختلفت أنواعها ومدد إستحقاقها ونسبة فوائدها وكيفيات تسديدها حسب الأهداف المبتغاة من إنشائها عبر عدة مراحل. وتنوعت الهيئات المتدخلة في إصدارها وتداولها، بيد أنه لم تحظ سندات الإستحقاق بما حظيت به سندات الخزينة العمومية من التنظيم في القانون الجزائري. وبالرغم من تقنين سندات الإستحقاق في القانون التجاري الجزائري، ما زالت تشهد ندرة في إصدارها والتعامل بها بنذرة عدد الشركات المساهمة المسعرة في بورصة الجزائر. وفي كل الأحوال، يتوجب في هذا الصدد التطرق إلى الوظيفة التمويلية لكل نوع من هذه السندات في القانون الجزائري ومقارنتها ببعض التشريعات والقوانين الأجنبية، وذلك في المطلبين الآتيين.

المطلب الأول: الطابع التمويلي لسندات الخزينة العمومية

يتوجب الإشارة أن سندات الخزينة العمومية كسندات حكومية، تلعب دورا تمويليا أساسيا لخزينة الدولة، فهي أداة من الأدوات الرئيسية البديلة لتمويل نفقاتها العامة فيما تقوم سندات الإستحقاق بتمويل خزينة شركة المساهمة⁸. وفي هذا الشأن، سنتعرض في البداية لمعالجة مفهوم وخصائص سندات الخزينة العمومية وشروط وأشكال صدورهما في القانون الجزائري في الفرعين اللاحقين.

الفرع الأول: خصائص وطرق إصدار سندات الخزينة العمومية في القانون الجزائري

لا يعرف القانون الجزائري من المنظور القانوني مصطلح سندات الخزينة بالمعنى الدقيق للكلمة، وإنما يقوم بتعريف أساسها القانوني في قرارات وزير المالية ومدير الخزينة العامة، فهي وحدها دون سواها التي تبين أنواعها وأشكالها وتواريخ إستحقاقها ونسب فوائدها وكيفيات تسديدها⁹. ومهما يكن من أمر، تمثل سندات الخزينة العمومية نوع من القروض العامة التي تصدرها الدولة، والتي تدخل في قائمة تجارة الديون، غالبا ما تصدرها الدولة لأجل قصير لا يقل عن سنة واحدة (1) لتمويل النفقات العامة. تشكل ديناً على الدولة تخول للمقرض حق إسترجاع أصل الدين أي المبلغ الإسمي للقرض الذي أقرضه المكتتب مع مكافأة ثابتة تمثل نسبة فائدة طيلة مدة إستحقاق القرض¹⁰.

وفي سياق آخر، سندات الخزينة العمومية هي دين على عاتق خزينة الدولة المصدرة قد تكون مجسدة في أوراق مالية، قد تصدر في شكل "سندات خزينة حسب الصيغ" على غرار سندات القرض الوطني للنمو الإقتصادي لسنة (2016)¹¹، أو تطرح في شكل "سندات خزينة في الحساب الجاري" التي تمثل في حسابات مالية على مثال سندات الخزينة في الحساب الجاري الصادرة سنة (1962)¹²، تطرحها للإكتتاب من طرف الأشخاص الطبيعية و/أو الأشخاص المعنوية (البنوك والشركات)، الذين يجوز لهم تداولها في السوق المالية أم الثانوية¹³. وقد تصدرها الدولة سواء بشكل مباشر بعرضها للإكتتاب للجمهور لأول مرة في السوق الأولية، أو بطريقة غير مباشرة عن طريق "المختصين في سندات الخزينة" وهم البنوك والمؤسسات المالية المعتمدة بهذه الصفة بموجب قرار صادر من مدير الخزينة العمومية الجزائرية¹⁴. وتكون سندات الخزينة في الحساب الجاري غير مدرجة

في قسيّمات "Coupons" خلافاً لسندات الخزينة حسب الصيغ التي تكون مجسّدة بقسيّمات حسب جانب من الفقه الجزائري¹⁵.

هكذا، يعرف جانب من الفقه الجزائري سند الخزينة بأنه عقد قرض قصير أو متوسط أو طويل الأجل، تصدره الدولة أو الولاية أو البلدية أو المؤسسة العمومية ذات الطابع الإداري، في شكل سندات مادية أو رقمية، بمقتضاها تتعهد بدفع للمقرض قيمة المبلغ الإسمي للقرض محل السندات مصحوبة بسعر فائدة بتاريخ الإستحقاق المتفق عليه في عقد الإصدار. ويصدر هذا القرض السندي بمبلغ إجمالي يقسم إلى سندات أي أجزاء ذات قيمة إسمية متساوية من نفس الإصدار¹⁶. وبالتالي، يحمل السند عدة عناصر، وهي قيمة إسمية وتاريخ إستحقاق ومعدل فائدة محدد في السند، الذي يمتاز بكونه سند قابل للتداول والإنقال بالطرق التجارية. ومن ثم، يمكن القول أن هذا القرض يربط المصدر المجسد في الدولة التي تحدد شروط الإصدار والتداول وضمائن تسديده والقيمة الإسمية ومعدل الفائدة وميعاد الإستحقاق والممول الممثل في المقرض¹⁷.

لقد تنوعت كميّيات إصدار سندات الخزينة العمومية في القانون الجزائري. إذ يمكن للخزينة العمومية أن تلجأ إلى إصدار السندات العامة بعدة طرق مختلفة. تتولى الخزينة العمومية بنفسها في الطريقة الأولى وهي طريقة "الإكتتاب المباشر والعام" بعرض على الجمهور للإكتتاب في سندات التي تصدرها مباشرة¹⁸، فهي من تحدّد شروط ومزايا القرض وتبين مبلغ القرض ونسبة فوائده، وتاريخ إفتتاح وقفل الإكتتاب، وتعرضها الخزينة العمومية للشراء من صنادق الدولة على غرار مكاتب الخزينة، ومكاتب البريد والمواصلات أو عبر شبائيك البنوك والمؤسسات المالية العمومية، على غرار سندات التجهيز لسنة (1974) وسندات القرض الوطني للتضامن لسنة (1989)¹⁹.

بينما تعتمد طريقة الإصدار الثانية على الإكتتاب المصرفي، ويتجسد هذا الأخير في قيام خزينة الدولة بالتنازل عن طريق البيع عن كافة سندات الخزينة العمومية للبنوك والمؤسسات المصرفية بمبلغ إجمالي، ويترك لهذه الأخيرة حرية إستثمارها بإعادة بيعها للجمهور مباشرة وفق السعر الذي تحدده في السوق الثانوية، حيث تتيح هذه الطريقة حصول الخزينة على المبلغ المقترض كاملاً وبسرعة، بيد أنه يتم التنازل عنها لصالح البنوك بسعر منخفض ما قد يمكنها من تحقيق أرباح كبيرة عن الطريقة الأولى²⁰. في حين تتميز الطريقة الثالثة بالإكتتاب بالمزايدة أو المناقصة، التي تنظم لدى المديرية العامة للخزينة أو لدى بنك الجزائر، وهو أن تعرض الخزينة العامة سندات الخزينة العمومية على الجمهور و/أو على البنوك والمؤسسات المالية عن طريق المزايدة، التي تحدّد الخزينة العمومية خلالها سعر أدنى قبل الإصدار ويرسو المزايد على المكتتبين الأشخاص الطبيعيين و/أو المعنويين الذي يقدمون عروضهم حسب نسب الفائدة أو السعر لمن قدم أعلى سعر، ثم إلى من يتلوّه إلى غاية تغطية مبلغ القرض العام جميعه²¹، حيث تستعمل هذه الطريقة على الأخص بالنسبة لسندات الخزينة في الحساب الجاري²².

علاوة عن ذلك، قد يقرر وزير المالية طرح سندات الخزينة العمومية للإكتتاب بسوق البورصة، وقد يتم ذلك سواء لأول مرة في السوق الأولية مثل إصدار السندات الشبيهة بالخزينة، فهي سندات خزينة طويلة الأجل

يتوجب إصدارها وتداولها بسوق بوصة الجزائر، بالسعر الذي تحدده هذه السوق²³. "وفي هذا الشأن، يفرض القانون الجزائري أن تصدر سندات الخزينة في الحساب الجاري الطويلة الأجل في سوق البورصة فيما يكون ذلك إختياريا بالنسبة للسندات الخزينة في الحساب الجاري القصيرة والمتوسطة الأجل"²⁴. "ولقد أدرج القانون الجزائري طريقة خامسة سنة (2011)، وهي إصدار سندات الخزينة في الحساب الجاري عن طريق نقابة التوظيف المكونة من ممثلي الخزينة العامة وممثلي البنوك والمؤسسات المالية"²⁵.

الفرع الثاني : أنواع وأشكال سندات الخزينة العمومية في القانون الجزائري

تعددت أنواع وأشكال سندات الخزينة في القانون الجزائري ومدد إستحقاقها ونسب فوائدها وكيفيات تسديدها حسب الأهداف المتوخاة من إنشائها عبر عدة مراحل، كما تباينت الهيئات المتدخلة في إصدارها والتعامل بها منذ الإستقلال. فقد صدرت في المرحلة الأولى سنة (1962) لمدة أقصاها ثلاث (3) سنوات، تحت تسمية "سندات الخزينة حسب الصيغ" و "سندات الخزينة في الحساب الجاري" بموجب الأمر رقم (103) المؤرخ في 1962/07/27، ثم تلاه القرار الوزاري المؤرخ في 1962/09/18 المحدد لشروط إصدارها. "وجهت السندات الأولى للجمهور فيما خصصت السندات الثانية للبنوك والمؤسسات المالية. وقد طرحت تحت ثلاث شرائح، صدرت الشريحة الأولى لأجل إستحقاق من (175) يوم إلى (195) يوم ذات نسبة فائدة تساوي (2.75%) بالمائة"، "والشريحة الثانية لمدة إستحقاق من (355) يوم إلى (365) يوم ذات معدل فائدة يساوي ثلاثة (3%) بالمائة"، "والثالثة بمدة إستحقاق من (715) يوم إلى (725) يوم بسعر فائدة يساوي (3.25%) بالمائة،" وقد دفعت فوائدها مسبقا عند الإكتتاب"²⁶.

فيما تميزت المرحلة الثانية بترخيص قانون المالية لسنة (1984) لوزارة المالية عبر مدير الخزينة العامة الجزائرية بإصدارات دائمة "لسندات التجهيز حسب الصيغ الهادفة لتمويل نفقات الإستثمار"²⁷، والتي صدرت بنوعين، "سندات خزينة ذات الفوائد الثابتة المدفوعة سنويا أو "سندات خزينة ذات الفوائد التي تتصاعد بتزايد سنوات القرض"، سددت بعد سنة واحدة (1) من يوم الإكتتاب بها من المصالح التابعة لوزارة المالية، بينما وجه الإكتتاب الحر "لسندات التجهيز في الحساب الجاري" للهيئات العامة"²⁸. وقد إستمرت هذه العملية من بداية سنوات الستينات إلى غاية أواخر الثمانينات، نظرا للأزمات الإقتصادية التي شهدتها البلاد خاصة (أزمة السكن)²⁹.

وتجدر الإشارة أن سندات الخزينة حسب الصيغ سندات مجسدة في أوراق مالية، تصدر للمكتتب في شكل قسيمة تمثل نسبة فائدة، وتنتهي مدتها برد المبلغ الإسمي للقرض مع الفوائد المتصلة به بإنهاء أجل إستحقاقها، "وعادة ما تكون موجهة للخواص عن طريق الإكتتاب العام، سواء بشكل مباشر عن طريق صفقة مباشرة أو بوساطة مالية بغية شرائها من الوسطاء الماليين، وذلك بعد الإعلان عن شروط القرض ومبلغه ومدد إستحقاقه والفوائد المترتبة عنه في الجرائد والمجلات القانونية والوطنية"³⁰. تصدر بمبلغ غير محدد ولمدة قصيرة بنسبة فائدة ضعيفة³¹.

وقد أصدر مدير الخزينة العمومية الجزائرية في سنة (1989) "سندات الإقتراض الوطني للتضامن" لأول مرة في شكل سندات خزينة حسب الصيغ، صدرت للحامل أو إسمية، حدد مبلغها الإجمالي الأقصى بالعملة الوطنية وبالفرنك الفرنسي حسب ثلاث (3) شرائح قابلة للتداول بمدد إستحقاق قصيرة متوسطة وطويلة الأجل. طرحت الأولى لمدة ثلاث (3) سنوات بنسبة فائدة تساوي (0%) بالمائة، "والثانية لمدة خمس (5) سنوات بمعدل فائدة يساوي (9%) بالمائة، والثالثة لمدة إستحقاق تساوي إثني عشرة (12) سنة بمعدل فائدة يساوي (8%) بالمائة مع الفوائد، حيث "سددت عن طريق السحب أو القرعة"³².

وفي ذات الشأن، أصدر مدير الخزينة العمومية سنة (1994) سندات الخزينة حسب الصيغ، "التي قدرت نسبة فائدتها السنوية ب(16.5%) بالمائة، ذات مدة إستحقاق طويلة وصلت لإثني عشرة (12) سنة، صدرت بثلاث (3) قسيمات وهي (2000 دج) دينار و(10000 دج) دينار و(100000 دج) دينار، وجهت لكافة الأشخاص الطبيعية والمعنوية. وقد طرحت للإكتتاب بها لدى كافة خزائن الدولة وقباضات الضرائب والبريد والمواصلات ومفتشيات الأملاك العامة والمحافظات العقارية فضلا عن الوكالات المصرفية والبنكية"³³. ثم أعاد المشرع الجزائري طرح سندات الخزينة حسب الصيغ سنة (1995) "بإصدار ثاني تحت صيغة سندات التجهيز لفائدة الأشخاص الطبيعية التي أطلق عليها "بسندات القرض الوطني لتمويل السكن الإجتماعي"، حيث أنه "سقفت نسبة فائدتها ب(18%) بالمائة لأجل إستحقاق وصل إلى (6) سنوات، صدرت بقسيمات ذات (10000 دج) دينار و(50000 دج) دينار و(100000 دج) دينار"³⁴.

وفي كل الأحوال، إستقر تنظيم الصيغة العامة لشروط وكيفيات إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ بالقرار الصادر في سنة (1999) لفائدة الأشخاص الطبيعية³⁵، في حين تم تنظيم "شروط وكيفيات وسير قيم سندات الخزينة الصادرة في الحساب الجاري" بالقرار الصادر في سنة (1998) لفائدة الأشخاص المعنوية، التي تصدر ضمن سوق مالية خاصة تختلف بإختلاف قيمة السندات والهيئات المتداخلين في الإكتتاب والتعامل بها وكذا الوسائل والمكانيزمات المستعملة³⁶. "وقد صدرت هذه السندات الأخيرة وفق ثلاثة (3) أنواع، "سندات قصيرة الأجل يستحق تسديدها لمدة تقل عن سنة واحدة (1)، بين (13) و(26) أسبوع تكون في الأغلب مجمدة في حسابات جارية. وقد شرعت الخزينة العمومية في عملية طرح سندات الخزينة ذات أجل الإستحقاق الذي يساوي (13) أسبوع بتقنية المزايدة كوسيلة لتسيير سيولة البنوك سنة (1995)، فيما بدأت طرح السندات ذات أجل الإستحقاق الذي يساوي (52) أسبوع سنة (1999)، بعد إنشاء سوق قيم الخزينة"³⁷.

"غير أنه تتراوح مدة دفع فوائد سندات الخزينة في الحساب الجاري ذات أجل الإستحقاق المتوسط، بين سنة (1) واحدة وخمس (5) سنوات". "أما سندات الخزينة في الحساب الجاري الطويلة المدة، فتتجاوز آجال تسديدها خمس (5) سنوات"، حيث "يفرض القانون تسجيل هذه الأخيرة في حسابات مفتوحة في سجلات بنك الجزائر"³⁸. وفي نفس المضممار، تصدر "السندات الشبيهة بالخزينة" لسبع (7) سنوات أو عشر (10) سنوات أو خمس عشرة (15) سنة فيما يتعلق بسندات الخزينة المطابقة للخطوط المصدرة التي يجري تسويتها وتسليمها وجوبا

في سوق البورصة من خلال تسجيلها لدى المؤتمن المركزي على السندات"، «علما أنه تعد كلها قابلة للتسديد بفائدة سنوية وقابلة للتسديد بقيمتها الإسمية»³⁹.

وعلى سبيل المقارنة مع القانون الجزائري، تختلف التشريعات الفرنسي والإنجليزي والأمريكي في إصدار سندات الدين العمومي. وفي هذا المجال، تنقسم السندات الخزينة التي تصدرها وكالة الخزينة الفرنسية إلى ثلاثة (3) أنواع، يتمثل النوع الأول في سندات الخزينة ذات الفائدة الثابتة (BTF) وهي المماثلة لسندات الخزينة (Bill Treasury) الشائعة في القانون الإنجليزي، من حيث مدة إستحقاقها، فهي سندات ذات آجال قصيرة تقل عن سنة واحدة (1) تصدر لأجل (13) أسبوع في إنجلترا⁴⁰، بينما قد تتراوح بين (13) و (26) إلى (52) أسبوع، وبين (20) إلى (24) أسبوع، وبين (48) إلى (52) أسبوع في فرنسا⁴¹، غاية ما تمتاز به هذه السندات أن فوائدها تدفع مسبقا من وكالة الخزينة الفرنسية⁴².

وفي ذات السياق، يكتب بهذه السندات عن طريق مناقصة أسبوعية وفق جدول زمني ثلاثي (3) الأشهر من وكالة خزينة فرنسا، التي "تحدد تواريخ إستحقاقها ونسب فوائدها، فهي تشبه سندات الخزينة القصيرة الأجل التي «تصدرها الحكومة الأمريكية لآجال إستحقاق تتراوح بين (4) و (8) و (13)، و (26)، و (52) أسبوع»⁴³، عن تلك التي تصدرها خزينة إنجلترا⁴⁴. بيد أن الإختلاف يظهر في عدم منح الخزينة البريطانية أو الخزينة الأمريكية الحق «في تسديد فوائدها مسبقا، فهي ذات قسيمات تساوي الصفر (0) "Zero-Coupon Bonds"»⁴⁵. في حين أنه «تصدر (Treasury bill) لمدة إستحقاق يساوي (91) يوم في إنجلترا، حيث أنه تدفع قسيمتها كل ستة (6) أشهر في الولايات المتحدة الأمريكية»⁴⁶.

في القانون الفرنسي، يبرز النوع الثاني في سندات الخزينة ذات الفوائد السنوية (BMTN)، وهي المماثلة لسندات الخزينة المتوسطة الأجل التي تصدر من وكالات الخزائن الإنجليزية والأمريكية تحت تسمية (note Treasury)، «تتميز بكونها سندات خزينة ذات آجال متوسطة تتراوح بين سنتين (2) وخمس (5) سنوات»⁴⁷. «تصدر في القانون الفرنسي بمبلغ إسمي يساوي واحد (1) أورو»⁴⁸، "حيث تصدر الأولى كل (6) أشهر والثانية كل سنة"⁴⁹. أما النوع الثالث فيطلق عليها بالسندات الشبيهة بالخزينة، وهي سندات خزينة طويلة الأجل يتم تداولها في سوق كتل الخزينة ببورصة الجزائر، تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية لتمويل نفقات التجهيزات والمشاريع الإستثمارية الكبرى، لأجل (7) سنوات، و (10) سنوات وقد تصل إلى (15) سنة، وتصدر لمدة إستحقاق ما بين (7)، و (8) سنوات وقد تصل إلى (50) سنة في فرنسا⁵⁰، بينما قد تصل إلى (30) سنة في التشريعات الأنجلوسكسونية، حيث «يطلق عليها في إنجلترا بسندات الجيفتس (Gilts)، التي قد تصدر لمدة (5) سنوات، (10) سنوات، أو (30)، أو (40)، أو (50) سنة، وقد تصل إلى (55) سنة، وهي الأكثر ضمانا في العالم»⁵¹.

المطلب الثاني: الطابع التمويلي لسندات الإستحقاق

يمثل تمويل شركات المساهمة بسندات الإستحقاق أحد أهم التوظيفات الثابتة الفعالة للمكتتب التي تضمن له فوائد مستقرة وثابتة وتشجعه على الإدخار من جهة، وتساهم في تمويل خزينة الشركة والدفع بعجلة إستثماراتها وتنويع وتمتين رؤوس أموالها من جهة أخرى. وفي هذا الصدد، يتوجب علينا تحديد مفهوم سندات

الإستحقاق وبيان مميزاتها وخصائصها وأنواعها وأشكال صدورها في القانون الجزائري ومقارنتها ببعض التشريعات الأجنبية. كما يكون من الواجب تمييزها عن نظام سندات الخزينة العمومية في هذا الشأن عبر الفرعين المستقلين التاليين.

الفرع الأول: خصائص وطرق إصدار سندات الإستحقاق في القانون الجزائري

تعرف سندات الإستحقاق بأنها سندات قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة بمبلغ إجمالي ومحدد، "تخول بالنسبة للإصدار الواحد نفس حقوق الدين بالنسبة لنفس القيمة الإسمية"⁵²، تدرج ضمن الأموال المثلية⁵³. وتعتبر وفق نظرة من الفقه الجزائري بأنها سندات دين تمثل "صكوكا تثبت ديننا شخصا للدائن على شركة المساهمة أو الشركة ذات التوصية بالأسهم، تصدر تحت شكل أوراق مجسدة أو غير مجسدة مصحوبة غالبا بفائدة ثابتة خلال آجال محددة مسبقا في عقد الإصدار مع دفع كامل القيمة الإسمية للدين بحلول أجل الوفاء"⁵⁴. وبالتالي، تمثل سندات الإستحقاق إقرارا بدين على عاتق الشركة المقترضة تجاه المقرضين (المدخرين)، قد يحدد سعرها إما بناء على السوق أو في وقت الإصدار. ويلاحظ أن القانون التجاري الجزائري لم يذكر صراحة قيمة إسمية دنيا أو قصوى ولا تاريخ إستحقاق ولا نسبة فائدة، وإنما ترك تحديد حرية الشركة المصدرة في عقد الإصدار، وذلك على نقيض سندات الخزينة العمومية التي يخضع تنظيمها لقرارات وزير المالية⁵⁵. ومع ذلك، يسوغ للشركة المصدرة أن تمدد تاريخ الإكتتاب لأجل مسمى أو تكتفي بالمبالغ المحصلة عند إقفاله. بيد أنه يستوجب عليها تغطية كامل مبلغ القرض المذكور في عقد الإصدار ولو كان الدفع مجزءا أو مقسما، وتقبل الإكتتاب عند تغطيته. فإذا لم يتحقق تغطية مبلغ القرض بكامله، جاز للشركة المصدرة أن تبطل عملية الإكتتاب لو إشتطت الإكتتاب بكامل المبلغ الإسمي للقرض في عقد الإصدار، «أما إذا تجاوزت مجموع الإكتتابات مجموع قيمة القرض، فقد تقوم إما بتخفيضه حسب شروط عقد الإصدار، وإما بالتساوي بنسبة عدد السندات. وفي حالة إنقضاء مدة الإكتتاب دون تغطية المبلغ الإجمالي للقرض، فيجوز حينئذ للمكتتبين مطالبة الشركة برد ما سدد لها»⁵⁶.

ويرى جانب من الفقه اللبناني والمصري بأن السندات صكوك متساوية القيمة الإسمية وقابلة للتداول بها، تمثل قرضا طويل الأجل يطرح عن طريق الإكتتاب العام. وفي كل الأحوال، يعتبر حامل السند دائنا للشركة⁵⁷. ويجمع فريق من الفقه الفرنسي الكلاسيكي بأن سندات الإستحقاق هي «سندات قابلة للتداول تمثل ديننا ذات أجل طويل المدى على عاتق الشركة المصدرة»، "تقوم مقام قرض النقود"⁵⁸، تمنح لحامليها حق مديونية خاص على أموال الشركة، فهي جزء من ديون ذات إصدار كلي تعطي الحق في نسبة فائدة سنوية مع دفع قيمة القرض بالأولوية عند تاريخ الإستحقاق⁵⁹. فيما يرى جانب آخر أنها تمثل ديننا ذات أجل متوسط المدى على عاتق الشركة⁶⁰، "تمنح للملكية حق مديونية خاص على أموال الشركة"⁶¹، تمثل جزء من ديون ذات إصدار كلي تعطي الحق في نسبة من الفوائد تختلف نسبتها حسب الإصدار. ومن ثم، تلتزم الشركة بدفع قيمة القرض الأصلي بالأولوية في أجل الإستحقاق سواء حققت أرباحا أم لا⁶².

تقوم الشركة بتجزئة مبلغ القرض المصدر إلى سندات متساوية القيمة الإسمية لضمان المساواة بين كافة المقرضين حاملي السندات من نفس الإصدار⁶³. فلا يتفاوت سند عن آخر، فيشترط تقرير نفس القيمة الإسمية ونسبة فائدة واحدة وأجل إستحقاق واحد، ويتمتع حملة الإصدار الواحد بنفس الحقوق، فلا يمكن منح فائدة أعلى لسند أو بعض السندات دون حق أو تدعيم الوفاء بحق أفضلية أو إمتياز أو ضمانات شخصية أو عينية، فيجب أن يقع ذلك علي القرض كله⁶⁴. وتعتبر القيمة الإسمية تلك القيمة المقيدة على السند يوم الإصدار، بيد أنه قد يكتب المقرض في السندات التي يرعب في الحصول عليها بسعر الإصدار، الذي قد يكون وفق جانب من الفقه الجزائري أكبر من القيمة الإسمية أو أصغر منها أو يساويها، ويسمى الفارق بين القيمة الإسمية وسعر الإصدار بعلاوة الإصدار. وقد تصدر السندات بعلاوة إصدار، ويقصد بهذه العلاوة الفرق بين سعر الإصدار والقيمة الإسمية التي صدر بها السند، بخلاف القيمة السوقية التي تعد سعر السند إنطلاقاً من يوم الإصدار التي تعبر عن قيمته الحقيقية من تقلبات أسعار السوق⁶⁵.

بينما يقصد بقيمة التسديد القيمة الزائدة عن القيمة الإسمية. لذلك، يتكون عائد القرض السندي من عدة عوامل أهمها : سعر الإصدار بالإضافة لعلاوة الإصدار وسعر الفائدة السنوي المعبر عنه "بقسيمة الفوائد" والتخفيض الضريبي⁶⁶، في حين أنه على نقيض شروط سعر إصدار سندات الخزينة العمومية وسندات الإستحقاق البسيطة، "لا يسوغ أن يكون سعر إصدار سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم أو إلى شهادات استثمار، أقل من القيمة الإسمية للأسهم أو شهادات الإستثمار التي سيتحصل عليها حاملي السندات في حالة إختيار التحويل"⁶⁷.

وفي هذا الصدد، ينبغي القول أن سندات الإستحقاق تختلف عن سندات الخزينة العمومية من عدة أوجه، إذا كانت السندات الأولى تعبر عن دين على كاهل الشركة المصدرة تجاه صاحب هذه السندات قد تكون مضمونة أو غير مضمونة. فإنه على النقيض من ذلك، تمثل السندات الثانية ديناً على كاهل الخزينة العمومية للدولة، وهي مضمونة. بيد أنه تبقى إمكانية تعرض مكتب سندات الإستحقاق في الشركة المقترضة لمخاطر الدفع في حالة غياب أرباح سنوية عند عجزها أو إفلاسها ممكناً، فهي وإن كانت قد تدر فائدة ثابتة طوال ثبات عقد الإصدار⁶⁸، وإن كان للدائن حق الحصول بالأولوية عند تصفية الشركة في دفع القيمة الإسمية للقرض بالمرتبة الأولى قبل إسترداد الشركاء لحصص أرباحهم في الشركة، فالمدخر يكتسب ضماناً بالدفع «في حدود القيمة الإسمية للسند»، بينما يحوز المكتب بسندات الخزينة العمومية ضمان الدولة العام لكون الدولة لا تفلس.

ومهما يكن من أمر، لا يسوغ أن تصدر سندات الإستحقاق إلا بقرار من الجمعية العامة العادية للمساهمين، ما لم تفوض سلطة تنفيذ العملية لمجلس الإدارة أو لمسير الشركة ذات التوصية للأسهم⁶⁹، حسب الحالة دون تقرير وتحديد شروط الإصدار⁷⁰. هكذا، قد تصدر شركات الأسهم سندات إستحقاق بسيطة بطريقتين : إما بالطريق الخاص أو عن طريق اللجوء العلني للإدخار، بيد أنه تعتمد شركة المساهمة المسعرة في بورصة الجزائر عادة على طرح سندات الإستحقاق عن طريق اللجوء العلني للإدخار للجمهور على غرار طرح سندات الخزينة العمومية. وفي هذا الإطار، يتطلب الأمر بعد حصول الشركة المصدرة على تأشيرة لجنة تنظيم

ومراقبة عمليات البورصة وإعداد المذكرة الإعلامية، أن تبشر إجراءات الإشهار قبل البدء بعمليات الإكتتاب بعرض سندات إستحقاق للإكتتاب عن طريق اللجوء العلني للإدخار، بواسطة البنوك والمؤسسات المالية، من خلال "إعداد إعلان يوجه للجمهور" الذي ينشر نسخة منه في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية"، ويرفق هذا الإعلان بحصيلة يوافقون عليها الجمعية العامة وممثل الشركة المصدرة بملحقين. ويستلزم أن يشتمل هذا الإعلان على مجموعة من البيانات الخاصة "بالحالة القانونية والمالية للشركة المصدرة، تسميتها ورمزها، وشكلها، وعنوان مقرها، ومدتها، ومبلغ رأس مالها"، ورقم تسجيلها في السجل التجاري"، ومبلغ سندات الإستحقاق القابلة للتحويل لأسهم، «مع إرفاق الوثائق الموضحة بمجدول ميزانية يحدد أصول وخصوم الشركة لمدة لا تقل عن عشرة (10) أشهر" زيادة عن "تقرير عن سير أعمال الإدارة إنطلاقاً من السنة المالية الجارية والسابقة»⁷¹.

علاوة عن ذلك، يتوجب تحديد شروط إصدار كل فئة من فئات سندات الإستحقاق على غرار "مبلغ القرض الخاص بسندات الإستحقاق المضمونة من الشركة المصدرة"، "فترة التسديد وشروطه"، فضلاً عن شروط إعادة شراء السند"، "القيمة الاسمية للسندات المراد إصدارها والرقم الترتيبي للسند"، "نسب حساب الفوائد ونمطها"، "ضمانات سندات الإستحقاق"، "بيان كيفية تحويل سندات الإستحقاق إلى أسهم"، "آجال الاختيار الذي يمارسه الحاملون لتحويل سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم وأسس عملية هذا التحويل". "تودع نسخة من الإعلان لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، قبل شهرين (2) على الأقل من الإصدار"، "حتى تمنح لها الموافقة على بدء عملية الإصدار". كما تعيد النشرات والمناشر التي تطلع الجمهور عن إصدار سندات الإستحقاق ذكر وسرد بيانات الإعلان وسعر الإصدار، وتتضمن إدراج الإعلان، المذكور في النشرة الرسمية للإعلانات القانونية مع ذكر العدد"⁷².

وبمجرد إنتهاء عملية الإكتتاب لدى الشركة المصدرة أو المؤسسات المالية والبنوك، وتوقيع المكتتب على بطاقة الإكتتاب يكتسب صفة دائن، وينضم لجمعية حملة السندات، ويستمر الحامل لسند الإستحقاق على هذه الصفة إلى غاية أجل الإستحقاق ما لم يكن محل تنازل أو تحويل، ويتلقى الحامل فائدة ثابتة بشكل منتظم ودوري غالباً ما تكون سنوية⁷³. وعلى نقيض سندات الخزينة العمومية، "لا يسمح للدائن أن يسترد قيمة الدين الأصلي قبل أجل الإستحقاق ما لم ينص عقد الإصدار خلاف ذلك"، بيد أنه يمكن للجمعية العامة طلب رد سندات الإستحقاق في حالة حل الشركة دون الإدماج أو الانفصال⁷⁴. غير أنه تطرح في هذه الوضعية إشكالية حماية حاملي سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم عند عمليات إعادة هيكلة الشركة عن طريق الإدماج أو الانفصال من شركة أخرى.

الفرع الثاني: أنواع وأشكال سندات الإستحقاق في القانون الجزائري

لقد نظم القانون التجاري الجزائري إصدار سندات الإستحقاق في شركة المساهمة الذي يعد عملاً تجارياً بالتبعية بالنسبة للشركة المصدرة⁷⁵، بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08⁷⁶، الذي نص على أنه لا يجوز إصدار سندات الإستحقاق في القانون الجزائري سوى من طرف شركات المساهمة، التي لها وجود قانوني لا يقل عن سنتين (2) من تاريخ تسجيلها بالسجل التجاري، "والتي أعدت ميزانيتين ماليتين إثنتين (2) مصادق عليهما بانتظام وأن

يسدد كامل رأس مالها تحت طائلة بطلان العملية"⁷⁷، "ما لم تستفد هذه السندات من ضمان الدولة أو الأشخاص المعنوية الخاضعة للقانون العام وذلك "لحماية المكتتبين من الحالة القانونية والمالية للشركة"⁷⁸. وعلى نقيض القانون الجزائري، يجيز القانون التجاري الفرنسي للشركة ذات المسؤولية المحدودة إصدار سندات الإستحقاق بعد مراعاة شروط موضوعية وشكلية تحت طائلة البطلان. ومن ذلك، "يشترط أن تعد الشركة المصدرة ثلاث (3) سنوات مالية مصادق عليها بصفة نظامية من جمعية الشركاء، وأن تعين محافظا للحسابات، وينبغي أن تصدر في الشكل الإسمي، وأن تكون سندات إستحقاق إسمية، ولا يمكن للشركة أن تصدر هذه السندات عن طريق اللجوء العلي للإدخار، إلا بتطبيق بعض أحكام شركة المساهمة بالإحالة"⁷⁹.

تتفرع سندات الإستحقاق إلى سندات للحامل، وهي تلك التي لا يقيد فيها إسم صاحب السندات، ويعتبر المالك كل حامل لها حيث تنتقل ملكيتها من يد إلى يد بالمناولة بقيدها في سجل خاص لدى الشركة المصدرة، وسندات إستحقاق إسمية وهي تلك التي تحمل إسم المالك ولا تنتقل ملكيتها إلا بإستبدال إسم المالك بقيد تعديل القانون الأساسي للشركة المصدرة في السجل التجاري"⁸⁰.

كما قد تنقسم سندات الإستحقاق إلى سندات غير قابلة للتحويل أي تلك التي لا تعطي لحاملها حق تحويلها والتي تصدر عادة بنسب فائدة مرتفعة، وسندات إستحقاق قابلة للتحويل. كما قد تنقسم سندات الإستحقاق في القانون التجاري الجزائري إلى سندات إستحقاق بسيطة وأخرى مركبة أو سندات مصحوبة بسندات أخرى وسندات إستحقاق عادية وأخرى غير عادية"⁸¹. وفي كل الأحوال، تعتبر سندات الإستحقاق البسيطة صكوكا مثبتة لدين لصالح المكتتبين المتعاقدين تحول لهم حق مديونية متوسط أو طويل الأجل على الشركة، تصدر بمبلغ إجمالي للقرض الذي يقسم إلى عدد من السندات ذات قيمة متساوية، تعطي لحاملها الحق في تحصيل فوائد ثابتة في تواريخ محددة"⁸². أما سندات الإستحقاق المركبة، فهي سندات إستحقاق تحول الحق في سندات أخرى، بحيث تدخل المكتتب أو حامل سندات الإستحقاق بحصة في رأس مال شركة المساهمة، عن طريق تحويل هذه السندات أو بالتسديد، بحيث تسمح لمالكها بالانتقال من صفة إلى صفة مغايرة داخل نفس شركة المساهمة، على غرار "سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم"، و"سندات الإستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بالأسهم"، التي تمنح لحامل السند إمتياز في الإكتتاب بالأسهم المصدرة من الشركة عند زيادة رأس مالها بسعر أو عدة أسعار وفق شروط وآجال عقد الإصدار"⁸³. هكذا، قد أجاز القانون الجزائري للمؤسسات العمومية الإقتصادية إصدارها لأول مرة بموجب المرسوم التنفيذي رقم 91-170⁸⁴.

وفي كل الأحوال، "يتمتع حاملو سندات الإستثمار بحق الأفضلية في الإكتتاب وبصفة غير قابلة للتخفيض، وبما يتناسب وعدد سندات الإستحقاق التي يمتلكونها، بيد أنه لا يجوز تحويل هذه السندات إلا لشهادات الإستثمار". وفي هذه الحالة، "تمنح شهادات الحق في التصويت المطابقة لشهادات الإستثمار الصادرة بمقتضى هذا التحويل، إلى حاملي شهادات الحق في التصويت الموجودة بتاريخ المنح، بما يتناسب وحقوقهم"⁸⁵.

"كما يسوغ للشركات القابضة والشركات التابعة إصدار سندات إستحقاق، كما يجوز لهذه الشركات التابعة طرح سندات إستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بالأسهم التي تصدرها الشركات الأم"⁸⁶. فتسهيلا لعملية

التوظيف، "ترخص الجمعية العامة العادية للشركة التابعة بإصدار سندات إستحقاق ذات قسيماات إكتتاب بالأسهم من جهة، وترخص الجمعية العامة غير العادية للشركة الأم من جهة أخرى الإكتتاب بالأسهم لصالحها عن طريق تقنية زيادة رأس المال⁸⁷. "وقد تقرر الجمعية العامة غير العادية إصدار سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم بعد تقرير مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة الذي يحدد شروط وأسس تحويل السندات لأسهم بالإضافة لتقرير خاص لمندوبي الحسابات"⁸⁸، "في حين لا يمكن للدولة والجماعات المحلية والمؤسسات العمومية ذات الطابع الإداري وكذا التجمعات"⁸⁹، "إصدار إلا سندات الإستحقاق البسيطة، فالتجمع يمنع عليه أن يصدر سندات إستحقاق مركبة لصالح أعضائه لكونه لا يوجد أسهم في التجمع"⁹⁰.

وفي هذا الإطار، تتباين سندات الإستحقاق المركبة عن سندات الإستحقاق البسيطة من عدة أوجه. فقد يتمكن حامل سندات الإستحقاق ذات قسيماات الإكتتاب بالأسهم من إكتساب وضعيتين، يكون فيها مكتتبا دائئا للشركة المصدرة وشريكا فيها. فخلافا للسندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم، لا تلزم سندات الإستحقاق ذات قسيماات الإكتتاب بالأسهم الحامل الإختيار بين صفة المقرض وصفة المساهم المستقبلي طالما أن القسيماات المصحوبة بالسندات قابلة للإنفصال عنها. وقد تساهم سندات الإستحقاق البسيطة في تمويل خزانة الشركة بجمع مبالغ كبيرة من إكتتابات الجمهور من دون زيادة رأس المال أو عدد الشركاء، في وقت قصير وبأقل تكلفة، بينما تمول سندات الإستحقاق ذات قسيماات الإكتتاب بالأسهم الشركة بقرض سندي من جهة وبأموال خاصة من زيادة رأس المال من جهة ثانية⁹¹.

فضلا عن ذلك، لا تدخر سندات الإستحقاق المركبة على غرار سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم فوائد كبيرة للمكتتبين، فهي عادة ما تصدر بسعر فائدة منخفض نظرا للإمكانية التي تتيحها لهم من تحويل المبلغ الإسمي للقرض إلى جزء من رأس المال في الشركة المصدرة. بيد أنه خلافا لسندات الخزينة العمومية، "لا يجوز تحت طائلة البطلان، أن يكون سعر إصدار سندات الإستحقاق القابلة للتحويل للأسهم أقل من القيمة الإسمية للأسهم التي تؤول إلى أصحاب هذه السندات في حالة إختيار التحويل"⁹².

ومهما يكن من أمر، تعتبر سندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم تلك السندات التي تحول لحاملها حق طلب تحويلها إلى أسهم في رأس مال الشركة المصدرة، وفق الشروط والآجال المحددة في عقد الإصدار، في حين أن سندات الإستحقاق ذات قسيماات الإكتتاب بالأسهم هي سندات إستحقاق مصحوبة بقسائم أو قسيماات، تتيح لحاملها الإكتتاب بأسهم جديدة عند زيادة رأس مال الشركة المصدرة وذلك حسب الآجال والشروط المحددة في عقد الإصدار⁹³. ومن ثم، تخلق القسيمة أو القسيماات فائض قيمة مستقبلي للشركة يشجع المدخر التخلي عن سند الإستحقاق الصادر بسعر فائدة منخفض⁹⁴.

كما قد تنقسم سندات الإستحقاق بحسب طبيعة الفائدة إلى "سندات إستحقاق ذات فائدة تساوي الصفر (0)، التي لا تحول فوائد طيلة مدة القرض السندي، لكنها تكون علاوة تسديدها مرتفعة كأجرة للحامل يؤجل إلى تاريخ إستحقاقها"⁹⁵، الذي يحصل من الفرق بين سعر الإصدار وسعر التسديد، و"سندات إستحقاق ذات فائدة ثابتة التي يحدد سعر فائدتها يوم الإصدار على القيمة الإسمية، فيبقى الدخل ثابتا خلال مدة القرض، و"سندات

ذات فائدة متغيرة" أي التي تختلف نسبة فائدتها أو قسيمة الفائدة حسب المعدل المتخذ كمرجع (سعر سوق الديون أو سعر السوق النقدية)، فيحدد المصدر نسبة فائدة أولية ثم تتغير النسب بتغير قسيمة الفائدة، أو بين "السندات المقيسة" التي تختلف وفقا لشروط الإستهلاك أو بنود الدفع والتسديد، أو وفقا لمدى إمكانية السحب من عدمه⁹⁶.

وعلى نقيض مدة إستحقاق وكيفيات تسديد سندات الخزينة العمومية التي تحدد في قرارات وزارة المالية أو مدير الخزينة، لا يحدد القانون التجاري الجزائري صراحة أجلا أدنى ولا أقصى لإستيفاء سندات الإستحقاق، كما لا يبين طرق دفع المكتتب للمبلغ الإسمي لسنداته يوم الإكتتاب حيث يعود تحديد ذلك في عقد الإكتتاب. لكنه، يلاحظ من إستقراء الواقع العملي بالنسبة للشركات الجزائرية المصدرة المذكورة أدناه، أنه غالبا ما تستحق سندات الإستحقاق لمدة خمس (5) سنوات كأدنى أجل للوفاء، كما أنه عادة ما تصدر لمواعيد وفاء طويلة، تسمح للشركة المصدرة تسديدها بعد تحقيق مشاريعها. وفي كل الأحوال، لا يوجد ما يمنع حسب جانب من الفقه الجزائري أن تصدر لتاريخ حياة الشركة المحدد بتسعة وتسعين (99) سنة⁹⁷. ويتوجب التذكير أنه توجد عدة كيفيات للتسديد، فيجوز أن تعتمد الشركة المصدرة عدة طرق، إما التسديد بحلول الأجل، حيث قد يقضي عقد الإصدار على دفع قسيمة الفائدة خلال أجل إستحقاق واحد في سنة أو عبر عدة مراحل⁹⁸، أو التسديد عن طريق السحب، أو التسديد المسبق أو التسديد عن طريق البورصة⁹⁹.

المبحث الثاني : مفهوم السندات الإستثمارية

يقصد بالوظيفية الإستثمارية من إصدار سندات الخزينة وسندات الإستحقاق من وجهة نظر تفرقة إقتصادية "تجارة الديون"، أي الإستثمار في سندات الخزينة العمومية وسندات الإستحقاق، ومدى تدخل مختلف المستثمرين والفاعلون والهيئات والمؤسسات المالية والمصرفية في إنعاش الحركة الإقتصادية في كافة ميادين الإستثمارات، التي تدر مداخيل وموارد ضخمة للدولة والأفراد¹⁰⁰. فنجد في هذه الحالة علاقة بين طرفين مصدر سندات دين من جهة (الدولة أو الجماعات المحلية أو شركة المساهمة أو المؤسسة العمومية الإقتصادية) والطرف المستثمر في هذه السندات عن طريق تقنية القرض والفائدة¹⁰¹. لذا، ينبغي دراسة كيفيات وشروط التعامل بسندات الخزينة وسندات الإستحقاق خلال مرحلة ما بعد التمويل أي عند المرحلة الإستثمارية، وما هي السندات الصادرة من الشركات والمؤسسات الجزائرية.

المطلب الأول: التعامل بسندات الخزينة العمومية

تعتبر سندات الخزينة قيما منقولة قابلة للتداول وفقا لإجراءات القانون التجاري¹⁰². ويجدر التنويه أنه لا يقتصر دور المستثمر على تمويل الطرف المصدر بشراء السندات فقط خلال عملية الإصدار، وإنما سيتحمل مخاطر إئتمانية عند توقيعه على عقد إصدار الشراء، حيث تختلف حجم هذه المخاطر باختلاف طبيعة الشخص الإعتباري المصدر (الدولة أو شركة المساهمة) والمنظم (المختصين في سندات الخزينة)، فتكون أقل خسارة وأشمل وأكمل ضمانا في سندات الخزينة العمومية على عكس سندات الإستحقاق التي لا تكون مضمونة. وفي ذات النطاق، يتوجب تحديد العمليات التي يمكن أن ترد على سندات الخزينة العمومية وسندات الإستحقاق .

الفرع الأول: شروط بيع وشراء ورهن سندات الخزينة العمومية في القانون الجزائري

تتميز طرق وكيفيات تداول سندات الخزينة حسب الصيغ عن سندات الخزينة في الحساب الجاري. والجدير بالذكر أنه "يتحقق بيع و/أو شراء و/أو الرهن المصرفي لسندات الخزينة حسب الصيغ سواء بالتسليم المادي أو اليدوي مباشرة، أو بتظهيرها من خلال نقلها عن طريق التظهير بالمناول. ويجري التعامل بها في سوق ثانوية حرة، لكنه لا يوجد ما يمنع التنازل عنها عن طريق المختصين في سندات الخزينة إختياريا"¹⁰³. ويجوز تداول سندات الخزينة في الحساب الجاري ذات الآجال القصيرة والمتوسطة "بالتراضي في السوق الثانوية"¹⁰⁴، فيما لا يفرض تداولها ببورصة الجزائر¹⁰⁵.

«بينما يفرض تداول سندات الخزينة في الحساب الجاري ذات الأجل الطويل والسندات الشبيهة بالخزينة وسندات المطابقة وجوبا في سوق بورصة الجزائر، بواسطة المختصين في سوق قيم الخزينة»¹⁰⁶، الذين يعتمدون من طرف المديرية العامة للخزينة، ويتمثلون في "البنوك والمؤسسات المالية والتعاضديات وشركات التأمينات الإقتصادية وصناديق التأمينات الإجتماعية والتقاعد والوسطاء في عمليات البورصة"¹⁰⁷.

وإذا كانت القاعدة العامة تقضي بعدم قابلية سندات الخزينة العمومية حسب الصيغ للتداول حتى ولو إتخذت شكل سندات للحامل تطبيقا للقرار الوزاري المؤرخ في 9 يونيو 1999 الذي يتضمن كيفيات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ¹⁰⁸، "ما لم يرد نص قانوني يميز إنتقال ملكيتها بكل حرية بالشراء و/أو بالتنازل وكذا بالرهن المصرفي"¹⁰⁹، "فإن القرار الوزاري المؤرخ في 26 مارس 2016 المتعلق بسندات القرض الوطني لم يفرض تداولها بيعا أو شراء أو رهنها رهنا مصرفيا إلا في الشكل الإسمي بعد تحويلها من شكل سندات لحاملها إذا كانت للحامل"¹¹⁰. وعلى النقيض من ذلك، يختلف الأمر فيما يتعلق بسندات الخزينة العمومية في الحساب الجاري التي تتأسس على حرية تداولها في "السوق الثانوية" أو سوق البورصة. نتيجة لذلك، لا يوجد ما يمنع وزير المالية من طرح هذه السندات المالية للإكتتاب والتداول بها في سوق البورصة التي تخضع في هذه الحالة للأسعار التي تحددها السوق¹¹¹، علما أن سندات الخزينة والسندات الشبيهة للخزينة التي تصدرها الدولة تقبل بقوة القانون في سوق البورصة¹¹².

الفرع الثاني: تداول السندات الشبيهة بالخزينة في سوق بورصة الجزائر

تقبل السندات الشبيهة للخزينة بشكل تلقائي في قسم المعاملات بالجملة لبورصة الجزائر بطلب من وزير المالية، وتتكفل لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بتبليغها للمتدخلين وتسييرها ومراقبتها¹¹³، التي تنظم عملية الإكتتاب والتعامل بها¹¹⁴. تتشكل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة من جميع الوسطاء في عمليات البورصة من البنوك والمؤسسات المالية المرخص لهم¹¹⁵، فضلا عن بنك الجزائر والخزينة العامة كأعضاء بقوة القانون الذين لهم حسابات فيه يمارسون من خلالها نشاطاتهم مع الزبائن والعملاء¹¹⁶.

تتكون "شركة تسيير بورصة القيم المنقولة" من البنوك المساهمين التسعة¹¹⁷. "وتتكفل هذه الشركة تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة بالتسيير المادي لسندات الخزينة موضوع التعاملات بإدراج هذه السندات في

التسعيرة"، "حيث تنظم جلسات التداول عليها، وبشكل خاص قيد وتسجيل التداولات بين الوسطاء وتسيير نظام التداول والتسعيرة"¹¹⁸، بالإضافة لنشر كل المعلومات المتعلقة بها في النشرة الرسمية للتسعيرة"¹¹⁹.

"بداية، تنظم "الشركة" حصص تداول السندات الشبيهة بالخزينة بالبورصة بموجب قرار مدير الخزينة العمومية. يجري تداولها أسبوعيا في خمسة (5) أيام من الأحد إلى الخميس بواسطة أوامر المختصين في سندات الخزينة، من طرف وكيلين أو ممثلين للتفاوض لصالح الزبون على الأقل". "تتعقد جلسات التداول «في مقصورة خاصة بسوق كتل السندات الشبيهة للخزينة بالبورصة بشكل آلي بواسطة نظام إلكتروني للتسعير بطريقة التسعير الثابت»، حيث تبدأ من الساعة التاسعة (9) صباحا وتختتم على الساعة الحادي عشرة (11)"¹²⁰.

تفتتح جلسة التداول بقيد الأوامر أي بتبادل أوامر البائع بالبيع والمشتري بالشراء بعد "تحديد سعر السندات المطلوبة وحجمها"، "وتواريخ صدورها وإنتهائها"، و"شروط السعر"، التي يقدمها المستثمرون للمختصين في قيم الخزينة الذين يسجلونها بدورهم في دفاتر خاصة، ويرسلونها "الشركة تسيير بورصة القيم المنقولة"، حيث تجمعها وتبدأ بفحصها وتثبيتها بمعية المؤتمن المركزي. وبمجرد قبول تنفيذ الأوامر من الشركة، تنطلق عملية نقل ملكية السندات المباعة وتسوية السندات المشتراة. وفي هذا الصدد، يستوجب على الوسطاء في عمليات البورصة والمختصين في قيم الخزينة تسجيل جميع أوامر زبائنهم في سجل الأوامر وتقديمها لمستولي غرفة التداول "الشركة تسيير بورصة الجزائر"، "حيث يفرض أن تحمل تاريخ إنشاء وتاريخ إنتهاء صلاحيتها، والأمر أو الشرط الذي يحدد بمقتضاه سعر السندات"، لتقوم غرفة التداول بتسعيرها. إذا، "يتحقق تداولها عن طريق أوامر البائعين والمشتريين من حساب إلى حساب عبر الوسطاء في عمليات البورصة والمختصين في قيم الخزينة تحت إشراف المؤتمن المركزي"¹²¹. وبذلك، "يتوسط المؤتمن المركزي ويضمن تزامن عمليات التسوية وتسليم السندات الشبيهة للخزينة بين المختصين في سوق البورصة"¹²²، «عن طريق قرن أوامر البورصة في سوق كتل السندات الشبيهة بالخزينة المتضمنة الأسعار موضوع التداول من خلال تسوية وتسليم السندات، أي تصفيتها بتحويل سندات الخزينة من حساب الزبون البائع لدى المختص في قيم الخزينة أو الوسيط في عمليات البورصة إلى حساب الزبون المشتري لدى المختص في قيم الخزينة أو الوسيط في عمليات البورصة»¹²³.

"تدرج السندات الشبيهة للخزينة في سوق البورصة عن طريق الإجراء العادي للسعر المرجعي الإرشادي، ويكون السعر المرجعي للسند وهو السعر المتوسط المعتدل الذي يجري ضبطه خلال جلسة المزايدة في السوق الأولية"¹²⁴، في حين يتداول بها في السوق الثانوية للبورصة عن طريق التسعير المباشر. وفي هذا الصدد، «تطبق شركة تسيير بورصة الجزائر نظاما ثابتا للتسعير من خلال فرض سعر واحد يسري على كافة التعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل سند خلال حصة التداول". "وتتغير قيمة السعر المرجعي للسند طيلة تداوله في السوق الثانوية، إذ يحسب السند بناء على قيمة المعدل الشهري المرجح على حجم أو عدد السندات المتداولة، وينشر في النشرة الرسمية للتسعيرة وفي الموقع الرسمي لشركة بورصة الجزائر»¹²⁵.

وبالتالي، "تسهر شركة بورصة الجزائر على عملية القرن من خلال عملية المقاصة التي تستكمل خلالها إجراءات تثبيت التداولات بتسليم البائع السندات للمشتري ودفع هذا الأخير مقابلها نقدا للبائع وذلك وفق

الآجال والشروط المحددة من الشركة"¹²⁶. "وتنتقل ملكية السندات بتنفيذ الأوامر بالنظام الفرعي لضبط الأوامر بين المتداولين بعد إشعارهم بالتنفيذ، ويرسل للوسطاء المؤهلين مصدري الأوامر الذين يردون بالرفض أو القبول بأجل معين. ومن ثم، يخطر الموثق المركزي، حيث يترتب عن الموافقة إصدار النظام الفرعي للموثق آليا أمرا بالتسليم مقابل الدفع على الطرفين ويرسل إلى النظام الفرعي لحل العمليات¹²⁷، ثم ينتهي هذا الحل بقيد العمليات ضمن دفاتر الحسابات في حسابات جارية بسندات الموثق المركزي ويقوم بنك الجزائر بالدفع النقدي للسندات موضوع التداول"¹²⁸. "وتقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بنشر نتائج الحصة في مقصورة التداول، وعلى شاشات التلفزيون وعلى موقعها على الإنترنت من أجل إطلاع الجمهور عليها".

ويمكن أن نلاحظ بأنه تسيطر سوق السندات الشبيهة للخزينة المسعرة بنسبة مائة (100 %) بالمائة من مجموع الإصدارات والتداولات في السوق الثانوية، حيث يلاحظ تطورا تصاعديا في حجم وقيمة السندات الشبيهة بالخزينة العمومية المصدرة والمتداولة في سوق بورصة الجزائر خلال السنوات من سنة (2008) إلى سنة (2016) ومن سنة (2014) إلى سنة (2020)، مع تسجيل إرتفاع في سنة (2020) بنسبة (6.7%) بالمائة للسعر الإجمالي للسندات موضوع التداول عن سنة (2019). وقد قدر بمبلغ (518,985) مليار دينار في سنة (2020) مقابل (486,362) مليار دينار في سنة (2019)، وبقي حجم المبلغ المصدر مستقرا خلال السنتين، فيما سجلت سنة (2020) إنخفاضا في حجم التعاملات بنسبة (5.25%) بالمائة¹²⁹.

المطلب الثاني : التعامل بسندات الإستحقاق بالبيع والشراء والرهن

قد لا يقرر حامل سندات الإستحقاق البسيطة أو المركبة إنتظار تاريخ الإستحقاق لإسترجاع المبلغ الأصلي للقرض، فقد يلجأ للتنازل عنها بالبيع و/أو الشراء أو يقوم بترتيب رهن عليها لضمان إلتزاماته تجاه الغير سواء كانت مسعرة في البورصة أو غير مسعرة. ولقد سبق الذكر بأن سندات الإستحقاق البسيطة أو المركبة سندات قابلة للتداول في سوق البورصة، وتتغير قيمة تداول السند تبعا لتغير نسب الفائدة، إذا ما كانت متغيرة أو كانت ثابتة لغاية إسترداد أصل القرض في الأجل المحدد، "بيد أنه يلزم القانون التجاري الجزائري صراحة على الشركة المصدرة التي أعادت شراء سندات الإستحقاق التي تملكها أو سندات الإستحقاق الناجمة عن السحب أو المسددة أن تلغيها، ولا يجوز لها التنازل عنها ولا يمكن إعادة تداولها"¹³⁰.

مع العلم أنه تختلف مردودية الإستثمار في سندات الإستحقاق حسب طبيعة الخطر ودرجة إئتمان المصدر وتاريخ الإستحقاق ومعدل الفائدة بالإضافة للإعتبارات الضريبية. فعلى سبيل المقارنة، تدر سندات الإستحقاق التي تصدرها الشركات والمؤسسات الخاصة لنفس مدة الإستحقاق عائدا مرتفعا عن العوائد التي تدرها سندات الخزينة العمومية التي تصدرها الخزينة العمومية، وذلك بالرغم من أن القيمة المالية للسندات الحكومية قد تكون ضخمة بالمقارنة مع سندات الإستحقاق. لذلك، يوصى بتكثيف إصدارها ولو بدون فوائد لتشجيع إستثمارات الشركات التجارية في القطاع الخاص¹³¹.

كما يوصي المكتب في سندات إستحقاق شركة المساهمة، أن يكون حذرا في الحفاظ على مصلحته، بأن يبحث عن الوسائل القانونية والتقنية التي تسمح له بضمان وتأمين إلتزاماته عند عجز وإفلاس الشركة المصدرة،

فقد يطالب بتأمينات شخصية أو تأمينات عينية. وعلى سبيل المثال لا الحصر، قد تصدر الشركة المقترضة القرض مصحوبا برهن عقاري يدعم من إئتمان المقرض بإستيفاء قيمة القرض بالأولوية على الدائنين الآخرين، كما يسوغ للمقترض أن يرتب رهنا حيازيا على المبلغ الإسمي للقرض، فليحرص على طلب هذه الضمانات والتأمينات¹³².

كما قد تصدر شركة المساهمة سندات إستحقاق عادية أي غير مضمونة برهن على عقار معين أو يكون مبلغها المستحق غير مضمون برهن أصول الشركة المقترضة، فلا يستوي فيه حامل سندات الإستحقاق مع الدائن العادي في المرتبة، وقد تصدر سندات إستحقاق مرهونة برهن على الشركة المصدرة لضمان إعسارها تجاه المقرضين بتعزيزه بتأمينات عينية (عقارية أو منقولة)¹³³.

وتجدر الملاحظة أن سندات الإستحقاق في الجزائر قد يتم تداولها في سوق حرة إذا كانت الشركة غير مسعرة. ويسوغ أن يتم إصدارها والإكتتاب بها في السوق الأولية، كما يجوز أن تكون محل تداول في السوق الثانوية. ومن ثم، ينصح أو بالأحرى يتوجب على الشركة المصدرة إدراج سندات في سوق البورصة حتى يتم إطلاع الجمهور على التسعيرات الواردة عليها. فهذه السوق المالية تكون محل قرض وإقتراض السيولة المالية من خلال إنشاء سندات الدين، فهي كوسيلة توظيف وإستثمار الديون تخول شراء سندات الإستحقاق للمستثمرين الخواص والمتعاملين فيها الذين قد يكونوا دائنين للمؤسسات والشركات الوطنية والخاصة. وفي هذا المضمار، "يختلف سعر سند الإستحقاق الذي يخضع لقانون العرض والطلب من تاريخ الإصدار إلى تاريخ الإستحقاق حسب عدة عوامل، فقد تكون قيمته السوقية أو التجارية أكبر أو أقل من قيمته الإسمية، « ويتم تسعير سندات الإستحقاق بالنسبة المئوية من القيمة الإسمية »"¹³⁴.

وفي نفس المنوال، ينبغي التذكير بأن سندات الإستحقاق سواء البسيطة أو المركبة هي صكوك قابلة للتداول بكل حرية، سواء إتخذت الشكل الإسمي أو للحامل، فلا يوجد نص صريح في القانون التجاري الجزائري يلزم إتخاذ أحد الشكلين على نقيض سندات الخزينة العمومية، حيث يوصى أن تفرض الشركة المصدرة بيد في القانون الأساسي أن تكون السندات إسمية من أجل التعرف على هوية الحاملين لها وعدد السندات التي يملكها كل واحد منهم، إذا تعلق الأمر بسندات الإستحقاق القابلة للتحويل إلى أسهم أو سندات الإستحقاق ذات قسيمات إكتتاب بالأسهم التي تخول على الفور أو لأجل الحق في التصويت في الجمعيات العامة لمساهميها، "دون أن يكون للشركة الحق في تعريف هوية حاملي سندات الإستحقاق البسيطة"¹³⁵.

ويجدر التنويه أنه تسري على سندات الإستحقاق المركبة قواعد خاصة، "ذلك أنه يسوغ التداول أو التنازل عن قسيمات الإكتتاب بالأسهم بصفة مستقلة عن سندات الإستحقاق، ما لم يشترط خلاف ذلك في عقد الإصدار"¹³⁶. فسند الإستحقاق وقسيمة الإكتتاب بالأسهم يعتبران سندا وحدا مركبا غير قابل للتجزئة، لكن تجزئته وتداوله بصفة مستقلة ليس من النظام العام، وبالرغم من عدم وجود نص يقضي بجواز تقييد تداولهما، فإذا كان الأمر واضحا بالنسبة لسندات الإستحقاق البسيطة حيث يجوز تقييد تداولها في القوانين التأسيسية،

فالأمر نقيض ذلك بالنسبة لسندات الإستحقاق المركبة¹³⁷. وفي هذا الإطار، نرى أنه على المساهم أن يبقى على أحدهما ويتنازل عن الأخرى لتنشيط الحركة الاقتصادية.

وفي هذا المضمار، يلاحظ من إستقراء تقارير لجنة تنظيم عملية البورصة ومراقبتها من سنة (1999) إلى سنة (2020)، توقف عملية إصدار وتداول السندات بإنهاء أجل سند الإستحقاق الصادر عن شركة (داهلي DAHLI) في سنة (2016). ويمكن تفسير هذا الإحجام عن الإصدار والتداول خوف المكتتبين في سندات الإستحقاق من تعرضهم لمخاطر عدم الدفع في ظل الأوضاع الاقتصادية والمالية المتدهورة والمتردية خلال السنوات العشر (10) الأخيرة بسبب غياب الأرباح السنوية، التي تدر فائدة ثابتة طوال ثبات عقد الإصدار، أو قد تنتج فائدة متغيرة وفقا لعدة مراجع مرتبطة بالشركة كالأرباح أو رقم الأعمال أو تلك المتصلة بعوامل خارجية في الأسواق المالية.

ولقد كان لإصدار شركة سونطراك (Sonatrach) لسندات إستحقاق باللجوء العلني للإدخار للجمهور القابلة للتداول في سوق البورصة، كأول عملية قرض سندي في سنة (1998) بمبلغ خمسة ملايين (5 مليار دج) دينار بمعدل فائدة سنوي مرتفع قدر ب(13%) بالمائة، لمدة خمس (5) سنوات، بعلاوة إصدار تساوي (2.5%) بالمائة، أثرا بالغا في إستقطاب كتلة مالية كبيرة قدرها (12.126) مليار دينار في ستة (6) أسابيع¹³⁸. كما إندفعت السوق الأولية بشكل قوي سنة (2004) بإصدار القرض السندي لشركة إعادة التمويل الرهني (SRH) بقيمة (1.16) مليار دينار لمدة خمس (5) سنوات.

وقد أصدرت اللجنة سنة (2015) تأشيرتين تتعلقان بقرضي إستحقاق، الأول صدر للبنوك والمؤسسات من شركة مغرب الجزائر للبيع الإيجاري (Maghreb Algérie Leasing) بمبلغ مليونين (2) دينار لأجل خمس (5) سنوات بسعر فائدة تصاعدي وإستهلاك سنوي قدره عشرين (20%) بالمائة، بضمان بنكي بالتناصف بين (CNEP-Banque و CPA)، وإنصب الإصدار على مائتي ألف (200000) سند ذات قيمة إسمية تساوي مائة ألف (100000 دج) دينار، حددت نسبة الفائدة السنوية لهذا القرض السندي ب(2.5%) لسنة (2015) وب(2.75%) بالمائة لسنة (2016) وب(3.75%) لسنة (2017) وب(4%) بالمائة لسنة (2018) وب(5%) بالمائة لسنة (2019). أما الإصدار الثاني صدر لأول مرة من طرف الشركة الوطنية للبيع الإيجاري (Société Nationale de Leasing) لتمويل مصادر حافظاتها، بمبلغ مليونين (2) دينار لخمس (5) سنوات ذات قسيمة فائدة تساوي (5.3%) بالمائة، صدر هذا القرض السندي بضمان بنكي بين (BNA و BDL). وفي هذا الشأن، يلاحظ صعود منحني سعر السندات المسعرة وغير المسعرة من (171.91 مليار دج) دينار بدل (18,91 مليار دج) دينار المسجلة في سنة (2014)، بسبب إصدار الصندوق الوطني للإستثمار (Fonds National d'investissement) لقرض سندي بمبلغ (160 مليار دج) دينار¹³⁹، حيث مثل نسبة (98%) بالمائة من الحجم الإجمالي فضلا عن تصادفه لتاريخ إستحقاق سندات شركة سونلغاز¹⁴⁰.

ويجدر الملاحظة أنه لم تشهد سوق سندات البورصة إصدار أي تأشيرة قرض سندي ولا إدراج في التسعيرة لأي سند إستحقاق خلال السنوات من سنة (2014) إلى سنة (2020)¹⁴¹. فيما سجلت سنة (2019) تداول

سنة (6) قروض سنديّة خارج البورصة وهي قرضين لشركة (FNI) السالفة الذكر تستحق لسنة (2024)، وقرضين لشركة (Maghreb Algérie Leasing) تستحق على التوالي لسنة (2020) و(2022)، وقرض سندي صادر من طرف شركة (SNL) يستحق لسنة (2020)، وقرض سندي لشركة إعادة التمويل الرهني (SRH) يستحق لسنة (2023)¹⁴².

الخاتمة :

يوصى من إستقراء مجموعة من الدراسات والأبحاث الإقتصادية أن تنويع الدولة لوسائل تمويل خزنتها أو مالية الشركة عن طريق تقنية القرض السندي، أصبح مطلباً ملحا لا مناص منه لتحديد توجهات السلطات العامة، وخطط وإستراتيجيات ضبط نموها وتطورها الإقتصادي على المدى المتوسط والطويل، بإستبدال المصادر التقليدية لتمويل ميزانية الدولة بالقرض السندي، أمام الحاجة المتزايدة للرفع من قدرة المؤسسات وتمويل إستثماراتها وخلق سيولة نقدية في السوق النقدية، بالرغم من الخلافات التي تثار بشأنه حول خطورة الإعتماد والإتكال عليه، بسبب الأعباء المتركمة على القرض وخدمته¹⁴³، في حالة نقص موارد التمويل الذاتي، مع ما ينجم عنه زيادة في النفقات العامة. وبالتالي، قد تقع رهينة العجز الموازي¹⁴⁴.

وعلى النقيض من ذلك، يرى جانب آخر فشل هذه التقنية التمويلية لأسباب تتعلق بإنعدام ثقة المقرضين في المقترض، وعدم بيان مصدر أو وجهة هذه الأموال المقترضة (تمويل مشاريع المؤسسات العمومية الإقتصادية)، وإنخفاض نسبة الفائدة مع الفرض الضريبي الكبير وزيادة نسبة التضخم. ويبرز ذلك في عدم بلوغ الشركات والمؤسسات العمومية (سونطراك) لمرادها لتحريك وتفعيل السوق المالي، فقد كانت طلبات الشراء مرتفعة بالمقارنة بطلبات البيع المنعدمة، ولم تؤتي ثمارها بسبب نسبة الفائدة المرتفعة¹⁴⁵. فضلا عن ذلك، يعد العامل الشرعي والديني أحد العوامل "المثبطة" التي تساهم في الإحجام في التعامل بهذه التقنيات المالية.

ومن بين التوصيات التي يمكن أن نخلص إليها في هذا المقال البحثي، هو أنه من المنظور الإقتصادي قد تساهم سندات الخزينة في تدخل الدولة الجزائرية في النشاط الإقتصادي وتوجيهه وفقا لسياستها المالية، فقد عادت بسبب إحتياجات الدولة المتزايدة وسيلة من الوسائل المالية التي لا غنى عنها في دفع عجلة تدعيم وتعزيز الخزينة العامة للدولة والخزائن الخاصة للبنوك بالسيولات النقدية سواء الآنية أو الحينية اللازمة، لتحديد من عمليات التضخم، وتمتص القوة الشرائية الزائدة وتقلص من نقص السيولة على الخصوص في الأوضاع الإقتصادية والمالية المتدهورة¹⁴⁶. كما يوصى مشرعا الجزائري بإعادة النظر في أحكام وتنظيمات سندات الخزينة العامة، ومواد القانون التجاري الجزائري الخاصة بسندات الإستحقاق، عبر مسايرة أحكام القانون الأوروبي والأمريكي في هذا المجال بتنظيم أدوات تمويلية وإستثمارية متعددة دون الإلحاح على عقد القرض المبني على (الدين والفائدة) مثل "العقود المستقبلية"، و"العقود الآجلة"، و"عقود المقايضة"، و"عقود المبادلات"، و"عقود الإختيار" التي تساهم في التحوط ضد المخاطر الإئتمانية للسندات.

زيادة عن ذلك، يوصى مشرعا بتوحيد الأحكام التنظيمية لإصدار سندات الخزينة حسب الصيغ بدل تقنين أحكام خاصة لكل إصدار لتعزيز الأمن القانوني، وهو ما نشهده من تنظيم القرار المؤرخ في 28 مارس

2016 بحالة خاصة، في ظل وجود نص عام وهو القرار المؤرخ في 9 يونيو 1999 الذي يتضمن كفاءات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ. لذلك، يتطلب الأمر تحيين هذا القرار الأخير متضمنا كل إمتيازات ومحفزات الإكتتاب بها وتداولها على غرار (حرية تحويل سندات خزينة الإسمية إلى سندات خزينة للحامل، إمكانية التسديد المسبق، الإعفاء الضريبي). كما يكون من الأخرى إستبدال العمل بسندات الخزينة في الحساب الجاري بدل سندات الخزينة حسب الصيغ.

"قد تعتبر سندات الإستحقاق حسب نظرة إقتصادية ومالية من أنجع الوسائل ليس فقط من ناحية التمويل المبدئي للشركة أو المؤسسات الإقتصادية الجزائرية من خلال جلب رؤوس الأموال وشحن الإدخارات في السوق الثانوية أو سوق البورصة من جهة، وإنما قد تستحوذ على الأسواق والإستثمارات من خلال إعادة توظيفها وإعادة الهيكلة بأقل التكاليف والمخاطر¹⁴⁷، نظرا للعائد الذي قد يعود على الشركة والدائنين من جهة أخرى الذين يثبت لهم حقوقا في الفوائد وإسترداد أصل الدين في الأجل المحدد مهما كانت حالة الشركة حتى ولو في فترات التضخم المالي"¹⁴⁸، غير أنه قد لا يجنبها ذلك المخاطر المحتملة كتغيير أسعار الفائدة بفعل عوامل العرض والطلب، وأسعار السندات السوقية وأسعار الفائدة السوقية، وتأثر السندات بمخاطر التضخم، وبمخاطر سعر الصرف، ومخاطر عدم الدفع، ومخاطر نقص السيولة النقدية¹⁴⁹.

ومهما يكن من أمر، ينبغي تشجيع وتسهيل الشركات الصغيرة والمتوسطة للإنضمام إلى بورصة الجزائر بتبسيط الإجراءات، وتقرير التخفيض الضريبي على أعباء القرض السندي (العام أو الخاص)، وتوجيه إصدارات سندات الخزينة أو سندات الإستحقاق للشركات الكبرى الطويلة الأجل، لتمويل الإستثمارات الإنتاجية، التي يكون لها آثار إيجابية على الإقتصاد الوطني والإستثمار الخاص مثل (تشغيل الشباب...)، وعدم الإكتفاء بإصدار سندات خزينة ذات آجال قصيرة لتمويل نفقات إستهلاكية قد يكون لها آثار سلبية إنكماشية تؤدي إلى (عجز تسديد القرض وفوائده من الخزينة، رفع الضرائب، رفع الأسعار...). وبالرغم من تضمن السندات من نسبة فوائد محرومة شرعا التي تحجم الأفراد عن العمل بها، يبقى على الدولة البحث عن أنجع البدائل والأدوات القانونية والشرعية مثل تشجيع العمل بالصكوك الإسلامية.

المراجع :

1- الكتب باللغة العربية :

- بلعيساوي محمد الطاهر، الشركات التجارية - شركات الأموال-، الجزء الثاني، دار للنشر والتوزيع، 2013، الجزائر.
- حريزي رابح، البورصة وأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس للنشر، بدون سنة نشر، دار البيضاء -الجزائر.
- الطيب بلولة، قانون الشركات، ترجمة إلى العربية محمد بن بوزه، برقي، 2008، الجزائر.
- عمورة عمار، شرح القانون التجاري الجزائري، دار المعرفة، 2000، الجزائر.
- محمد فريد العربي ومحمد السيد الفقي كمال طه، الشركات التجارية، منشورات الحلبي الحقوقية، 1999.
- فضيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2008، الجزائر.
- فوزي محمد سامي، الشركات التجارية الأحكام العامة والخاصة (دراسة مقارنة)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، 2008، عمان.
- بلس شاوش بشير، المالية العامة، المبادئ العامة وتطبيقاتها في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، 2013.

2- Ouvrages en langues étrangères :

- G. ARNOLD, *Bond and money markets*, PEARSON Edition, 2015.

- M. CHOUDHRY, *The Bond and Money Markets : Strategy, Trading, Analysis*, Butterworth-Heinemann, 2001.
- A. COURET et Autres, *Droit financier*, Dalloz, 2^{ème} éd., 2012.
- A. COUSSE, *Droit bancaire et financier*, Mare et Martin, éd., 2015.
- M. COZIAN, A. VIANDIER et. Fl. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, LexisNexis, Paris, 29^{ème} éd., 2016, Paris.
- M. DE JUGLART et B. IPPOLITO par J. DUPICHOT, *Cours de droit commercial, sociétés commerciales*, Vol. 2, Montchrestien, 2^{ème} éd., 1999, Paris.
- H. DE LA BRUSLERIE et C. ELIEZ, *Trésorerie d'entreprise, Gestion des liquidités et des risques*, Dunod, 4^{ème} éd., 2017.
- Y. GUYON, *Droit des affaires*, T. 1, Économica, 6^{ème} éd., 1990, Paris.
- J. HÉMART et F. TETTÉ et P. MABILAT, *Sociétés commerciales -valeurs mobilières. Comptes sociaux. Filiales et participations. Fusion et scission. Liquidation. Publicité*, T. 3, Dalloz, 1978, Paris.
- J. HAMEL, G. LAGARDE et A. JAUFFRET, *Droit commercial, Sociétés- Groupement d'intérêt économique- Entreprises publiques*, Dalloz, T.1, V. 2, 2^{ème} éd., 1980, Paris.
- A. JONATHAN A. BATTEN THOMAS FETHERSTON AND PETER G. SZILAGYI, *European Fixed Income Markets Money, Bond, and Interest Rate Derivatives*, John Wiley & Sons, 2004, UK
- M. KOBAN, *Le trésor public*, O.P.U, 1990, Alger.
- LASARY, *Le marché des capitaux, le marché monétaire, le marché financier, les produits dérivés, cas de l'Algérie*, Collection "C'est plus facile", 2014.
- M. MANSOURI, *La bourse des valeurs mobilières d'Alger, législation, jurisprudence, commentaires*, Editions Distributions HOUMA, 2005, Alger.
- G. RIPERT et R. ROBLOT, *Traité de droit commercial, les sociétés commerciales*, par M. GERMAIN, L.G.D.J., T. 1, vol. 2, 18^{ème} éd. 2002, Paris.
- N.- E. TERKI, *Les sociétés commerciales*, AJED, éd., 2010, Alger.

3- المذكرات الماجستير وأطروحات الدكتوراه :

- فنينخ نوال، سندات الإستحقاق البسيطة و سندات الإستحقاق المركبة دراسة مقارنة، رسالة ماجستير في القانون الخاص، جامعة وهران -السانيا-، السنة الدراسية 2000-2001.
- آيت مولود فاتح، حماية الإيداع المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012.

4- المقالات الفقهية باللغة العربية :

- بقيق ليلي أسمهان وبورقة سنوسي، دور قناة القرض المصرفي في نقل أثر السياسة النقدية في إقتصاديات الإستدانة - حالة الجزائر دراسة قياسية (1990-2004)-، مجلة الإقتصاد والمالية، ع. 1، 2016، ص. 23-48.
- بلقيرة عبلة وبين حمودة محمود، القرض السندي وتنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر -دراسة حدود التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2019، مجلة دراسات في الإقتصاد والتجارة المالية، ع. 1، 2019، جامعة الجزائر 3، ص. 494.
- بن شيحة قادة هشام وبسبع عبد القادر، أهمية القرض السندي كمصدر تمويلي وأثره على السيولة المصرفية، مجلة السياسات الإقتصادية، ع. 6، جوان 2017، جامعة ابو بكر بلقايد تلمسان، ص. 113-124.
- بن عبيد فريد وقسوري إنصاف، آليات التمويل بالقرض السندي، مجلة الدراسات الإقتصادية المعاصرة، ع. 4، 2017، جامعة بسكرة، ص. 132.
- بوجلال مفتاح، ملاحظات حول سندات الخزينة العمومية المسماة القرض الوطني للنمو الإقتصادي، حوليات جامعة الجزائر 1، 2017، ع. 03، ص. 56-75.
- بوشوشة محمد، سياسة الإستدانة في المؤسسة : المفاضلة بين التمويل بالإقتراض البنكي والتمويل السندي، مجلة الإقتصاد الجديد، ع. 4، سبتمبر 2012، ص. 297-316.

- بوكساني رشيد وصبوذة إيناس، ملاحظات حول طرق التمويل الحديثة للمؤسسات الجزائرية - مع الإشارة إلى حالة القرض السندي لمؤسسة سونطراك، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، ع.6، 2009، ص. 94.
- حشماوي محمد ولاغا تغريد، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز"، المؤسسة، ع. 1، 2012، جامعة الجزائر 3، ص. 36.
- دغوم هشام، واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، ع.33، ج. 20، 2016، ص. 95-75.
- زروقي بوزناد، دور المختصون في سندات الخزينة، مجلة العلوم القانونية والإجتماعية، ع. 3، سبتمبر 2019، جامعة زيان عاشور بالجلفة، ص. 448.
- شكرين محمد، سوق القروض السندية في الجزائر بين متطلبات تمويل المؤسسة وتطوير السوق المالي، مجلة "الأبحاث الاقتصادية"، جامعة سعد دحلب، البليدة، ع. 4، 2010، ص. 61-74.
- طالب ياسن، سندات القرض الحكومية بين النظرة الشرعية والإعتبارات الاقتصادية - حالة الجزائر 2016-، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية-، ع.1، 2017، ص. 462.
- العمري صالح، المركز القانوني للوسيط في عمليات تداول القيم المنقولة في بورصة الجزائر، مجلة الإجتهد القضائي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ع. 11، 2014، ص. 275-296.
- غالم عبد الله، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية، - الوظائف الاقتصادية نشأتها، خصائصها وأقسامها -، مجلة الإجتهد القضائي، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة محمد خيضر بسكرة، ع. 11، 2014، ص. 69-88.
- معيوف أحمد، سوق قيم الخزينة بالجزائر بين متطلبات تمويل الخزينة العامة والتحول نحو إستخدام الأدوات غير المباشرة لإدارة السياسة النقدية، دراسات اقتصادية، ع. 1، ص. 71.
- نوال فنينخ، مزايا القرض السندي والحقوق المخولة لحملة سندات الإستحقاق، مجلة المؤسسة والتجارة 2005، ع. 1، جامعة وهران، ابن خلدون للنشر والتوزيع، ص.9.

5- Articles de doctrine en langue étrangère :

- B. CHAIB, S.CHEBAB, L.KHOUANI, « L'idée de l'emprunt obligataire est-elle convenable et appropriée pour une mobilisation des ressources financières en Algérie ? », Revue Algérienne des finances publiques, n° 6, Décembre 2016, Université Aboubeker Belkaid, Tlemcen, p. 78.
- DALI Ali, *Une alternative au crédit bancaire : L'emprunt obligataire*, Revue de Sonatrach, n° 9, 1998, p. 42.
- P. GRANGERAU et M. HAROUN, *Financements de projets et Financements islamiques, Quelques réflexions prospectives pour des financements en pays de droit civil*, Banque et Droit, n° 11, septembre-octobre 2004, p. 52.
- M. HALTALLI, *Développement du marché financier en Algérie PREMIER PAS*, Revue de Sonatrach, n° 11, novembre 1998, p. 36.
- H. HOVASSE, *Titres participatifs*, Encycl. D. soc, mars 2009, n° 1, p. 1.
- F.-X. LUCAS, *Retour sur la notion de valeur mobilière*, Bull. Joly soc, août 2000, n° 28, p. 779.
- C.-J. SERHAL et G. SAINT-MARK, *Titrisation islamique : Comment accéder à une nouvelle base d'investisseurs*, Banque et Droit, n° 109, septembre-octobre 2006, p. 29.
- I. TREPANT, *Pays émergents et nouvel équilibre des forces*, Courrier hebdomadaire du CRISP, 2008/6, p. 22.

6- القوانين والأنظمة الجزائرية باللغة العربية :

- القانون رقم 65- 93 المؤرخ في 8 أبريل 1965، ج.ر. 14 ابريل 1965، ع. 32، ص.370.
- الأمر رقم 71- 86 المؤرخ في 31 ديسمبر 1971 يتضمن قانون المالية لسنة 1972، ج.ر. 31 ديسمبر 1971، ع. 108، ص. 1878.
- القانون رقم 83- 19 المؤرخ في 18 ديسمبر 1983، ج.ر. 31 ديسمبر 1983، ع. 55، ص. 3361.
- القانون رقم 84- 17 المؤرخ في 7 يوليو 1984 يتعلق بقوانين المالية، ج.ر. 10 يوليو 1984، ع. 28، ص. 1040.

- القانون رقم 85-06 المؤرخ في 23 يوليو 1983 ج.ر. 24 يوليو 1985، ع. 31، ص. 1051.
- القرار المؤرخ في 22 أبريل 1989 يحدد شروط إصدار الخزينة العامة لاقتراض مقابل سندات وكيفياته يسمى "بالاقتراض الوطني للتضامن" - المرحلة الأولى-، ج.ر. 7 يونيو 1989، ع. 23، ص. 635، المعدل بالقرار المؤرخ في 20 يونيو 1989 يتعلق بتمديد مدة الاكتتاب بسندات "الاقتراض الوطني للتضامن" - المرحلة الأولى-، ج.ر. 16 غشت 1989، ع. 34، ص. 785.
- القانون رقم 89-26 المؤرخ 31 ديسمبر 1989 يتضمن قانون المالية لسنة 1990، ج.ر. 3 يناير 1990، ع. 57، ص. 37.
- القانون رقم 90-10 المؤرخ في 8 أبريل 1990، ج.ر. 23 سبتمبر 1990، ع. 16، ص. 520.
- المرسوم رقم 91-170 المؤرخ في 28 مايو 1991 يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها، ج.ر. 1 يونيو 1991، ع. 26، ص. 939.
- القرار الوزاري المؤرخ في 18 يوليو 1994 يتضمن إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ المسماة "سندات الخزينة حسب الصيغ" ب16.5% 1994، ج.ر. 31 غشت 1994، ع. 55، ص. 14.
- القرار الوزاري المؤرخ في 15 نوفمبر 1995 يحدد الشروط والكيفيات التي تصدر الخزينة العمومية وفقها سندات القرض الوطني لتمويل السكن الاجتماعي، ج.ر. 31 غشت 1994، ع. 12، ص. 18.
- الأمر رقم 96-08 يتعلق بمحيطات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و (ص.م.ت)، ج.ر. 14 يناير 1996، ع. 3، ص. 23.
- القانون رقم 96-27 المؤرخ في 9 ديسمبر 1996 المتضمن تعديل وتنظيم القانون التجاري، ج.ر. 11 ديسمبر 1996، ع. 77، ص. 6.
- القرار الوزاري المؤرخ في 21 يناير 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في حساب جاري وسيرها، ج.ر. 18 مارس 1998، ع. 15، ص. 21 المعدل والمتمم بالقرار الوزاري المؤرخ في 2 يوليو 2001، ج.ر. 12 غشت 2001، ع. 45، ص. 20 وبالقرار الوزاري المؤرخ في 2 نوفمبر 2011، ج.ر. 13 مايو 2012، ع. 29، ص. 23.
- القرار الوزاري المؤرخ في 9 يونيو 1999 يتضمن كفاءات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، ج.ر. 7 يوليو 1999، ع. 44، ص. 11 المعدل والمتمم بالقرار الوزاري المؤرخ في 1 يوليو 2001، ج.ر. 25 يوليو 2001، ع. 40، ص. 27 وبالقرار الوزاري المؤرخ في 12 سبتمبر 2004، ج.ر. 20 أكتوبر 2004، ع. 66، ص. 19.
- النظام للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس 2003 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج.ر. 18 مارس 2003، ع. 73، ص. 13.
- القرار الوزاري المؤرخ في 23 يناير 2005 يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-02 المؤرخ في 10 نوفمبر 2004 المتعلق بشروط التداول خارج البورصة للسندات المسعرة في البورصة الموقع الرسمي لCOSOB.
- النظام للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 09-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 2009 يحدد قواعد حساب العملات التي تتلقاها شركة تسيير بورصة القيم المنقولة عن العمليات التي تجري في البورصة.
- النظام للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 12 يناير 2012 يعدل ويتمم المادة 77 من النظام رقم 97-03 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم السالف الذكر.
- التعليمات لبنك الجزائر رقم 15-01 المؤرخة في 16 جويلية 2015 تعدل وتتمم لتعليمات بنك الجزائر رقم 95-28 المؤرخة في 22 أبريل 1995 المتضمنة تنظيم السوق النقدية.
- القرار لوزارة المالية المؤرخ في 26 مارس 2016 يحدد الشروط والكيفيات التي تصدر الخزينة العمومية وفقها سندات القرض الوطني للنمو الاقتصادي، ج.ر. 30 مارس 2016، ع. 20، ص. 33.

7- Législation et réglementation Algériennes en langue française :

- L'ordonnance n° 62-13 du 27 juillet 1962.-Autorisation d'émission de bons du trésor algérien, J.O.R.A du 21 août 1962, n° 7, p. 66; et l'Arrêté du 18 septembre 1962 fixant les conditions d'émission de bons du trésor algérien (en compte courant), J.O.R.A du 24 septembre 1962, n° 19, p. 325.
- Arrêté du 18 septembre 1962 fixant les conditions d'émission de bons du trésor algérien (en compte courant), J.O.R.A du 24 septembre 1962, n° 19, p. 325.
- L'instruction de la banque d'Algérie n° 95-28 du 22 Avril 1995 portant Organisation du Marché Monétaire, www. banquedalgerie.dz.

- Décision n° 01 de la SGBV/2012, Règles de gestion des séances de négociation des Obligations Assimilables du Trésor au niveau de la Bourse d'Alger //www.sgbv.dz.

8- Sites internet :

- <http://www.bank-of-algeria.dz>
- <http://www.sgbv.dz>
- www.cosob.org
- <https://www.asjp.cerist.dz>

الهوامش:

- ¹ - يلس شاوش بشير، المالية العامة، المبادئ العامة وتطبيقاتها في القانون الجزائري، ديوان المطبوعات الجامعية، 2013، ص. 268.
- ² - M. KOBTAN, *Le trésor public*, O.P.U, Alger, 1990, n° 125, p. 88.
- ³ - بن شريحة قادة هشام وبسبع عبد القادر، أهمية القرض السندي كمصدر تمويلي وأثره على السيولة المصرفية، مجلة السياسات الاقتصادية، ع. 6، جوان 2017، جامعة ابو بكر بلقايد تلمسان، ص. 113-124.
- ⁴ - بلبقرة عبلة وبن حمودة محمود، القرض السندي وتنشيط سوق الأوراق المالية في الجزائر - دراسة حدود التداول في بورصة الجزائر خلال الفترة 1999-2019، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة المالية، ع. 1، 2019، جامعة الجزائر 3، ص. 494.
- ⁵ - محمد بوشوشة، سياسة الإستدانة في المؤسسة : المفاضلة بين التمويل بالإقتراض البنكي والتمويل السندي، مجلة الإقتصاد الجديد، ع. 4، سبتمبر 2012، ص. 297-316.
- ⁶ - بقبقي ليلي أسمهان وبورقعة سنوسي، دور قناة القرض المصرفي في نقل أثر السياسة النقدية في إقتصاديات الإستدانة - حالة الجزائر دراسة قياسية (1990-2004)، مجلة الإقتصاد والمالية، ع. 1، 2016، ص. 23-48.
- ⁷ - LASARY, *Le marché des capitaux, le marché monétaire, le marché financier, les produits dérivés, cas de l'Algérie*, Collection "C'est plus facile", 2014, p. 47.
- ⁸ - بوكساني رشيد وصبيوة إيناس، ملاحظات حول طرق التمويل الحديثة للمؤسسات الجزائرية - مع الإشارة إلى حالة القرض السندي لمؤسسة سونطراك، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والإندماج في الاقتصاد العالمي، ع. 6، 2009، ص. 94، بلبقرة عبلة وبن حمودة محمود، المرجع السالف الذكر، ص. 494.
- ⁹ - M. KOBTAN, *Le trésor public*, op. cit., n° 124, p. 90.
- بلبقرة عبلة وبن حمودة محمود، المقال السالف الذكر، ص. 494.
- ¹¹ - القرار لوزارة المالية المؤرخ في 26 مارس 2016 يحدد الشروط والكيفيات التي تصدر الخزينة العمومية وفقها سندات القرض الوطني للنمو الاقتصادي، ج.ر. 30 مارس 2016، ع. 20، ص. 33.
- ¹² - Arrêté du 18 septembre 1962 fixant les conditions d'émission de bons du trésor algérien (en compte courant), J.O.R.A du 24 septembre 1962, n° 19, p. 325.
- ¹³ - طالب ياسن، سندات القرض الحكومية بين النظرة الشرعية والإعتبارات الإقتصادية - حالة الجزائر 2016، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات إقتصادية، ع. 1، 2017، ص. 462.
- ¹⁴ - زروقي بوزناد، دور المختصون في سندات الخزينة، مجلة العلوم القانونية والإجتماعية، ع. 3، سبتمبر 2019، جامعة زيان عاشور بالجلفة، ص. 448.
- ¹⁵ - R. KANDLI et T. GHOMRI, *Les bons du Trésor Comme Moyen de Financement Public: Avantages et Inconvénients au Regard du Contexte Economique Algérien*, مجلة البشائر الاقتصادية، 2021, V. 7, n° 2, Université de Béchar, p. 1156.
- ¹⁶ - حريزي رابح، البورصة وأدوات محل التداول فيها، دار بلقيس للنشر، بدون سنة نشر، دار البيضاء - الجزائر، ص. 117.
- ¹⁷ - بلبقرة عبلة وبن حمودة محمود، المقال السالف الذكر، ص. 495.
- ¹⁸ - بن شريحة قادة هشام وبسبع عبد القادر، أهمية القرض السندي كمصدر تمويلي وأثره على السيولة المصرفية، المقال السالف الذكر، ص. 118.
- ¹⁹ - القرار الوزاري المؤرخ في 22 أبريل 1989 يحدد شروط إصدار الخزينة العامة لإقتراض مقابل سندات وكيفياته يسمى "بالإقتراض الوطني للتضامن" - المرحلة الأولى، ج.ر. 7 يونيو 1989، ع. 23، ص. 635.
- ²⁰ - زروقي بوزناد، دور المختصون في سندات الخزينة، المقال السالف الذكر، ص. 489.
- يلس شاوش بشير، المرجع السالف الذكر، ص. 255 و 256.

²² - المادة الأولى من القرار المؤرخ في 21 يناير 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في حساب جاري وسيرها، ج.ر. 18 مارس 1998، ع. 15، ص. 21 المعدل والمتمم بالقرار المؤرخ في 2 يوليو 2001، ج.ر. 12 غشت 2001، ع. 45، ص. 20 وبالقرار المؤرخ في 2 نوفمبر 2011، ج.ر. 13 مايو 2012، ع. 29، ص. 23 والتعليمة رقم 01-15 تعدل وتتمم القرار المؤرخ في 21 يناير 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في حساب جاري وسيرها .

- زروقي بوزناد، دور المختصون في سندات الخزينة، المقال السالف الذكر، ص. 500. ²³

²⁴ - المادة 2 من القرار المؤرخ في 2 يوليو 2001، ج.ر. 12 غشت 2001، ع. 45، ص. 21 المعدل والمتمم بالقرار المؤرخ في 21 يناير 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في حساب جاري وسيرها، السالف الذكر، ص. 21.

²⁵ - المادة الأولى من القرار المؤرخ في 21 يناير 1998، السالف الذكر، المعدل والمتمم بالمادة 2 من القرار المؤرخ في 2 نوفمبر 2011، ج.ر. 13 مايو 2012، ع. 29، ص. 23.

²⁶ - Arts. 2 et 3 de l'ordonnance n° 62-13 du 27 juillet 1962.-Autorisation d'émission de bons du trésor algérien, J.O.R.A du 21 août 1962, n° 7, p. 66, Arrêté du 18 septembre 1962 fixant les conditions d'émission de bons du trésor algérien (en compte courant), J.O.R.A du 24 septembre 1962, n° 19, p. 325.

²⁷ - المادة 4 من القانون رقم 83-19 المؤرخ في 18 ديسمبر 1983 يتضمن قانون المالية لسنة 1984، ج.ر. 31 ديسمبر 1983، ع. 55، ص. 3362.

²⁸ - M. KOBTAN, *op.ct.*, n° 137, p. 93.

²⁹ - القانون رقم 65-93 المؤرخ في 8 أبريل 1965، ج.ر. 14 أبريل 1965، ع. 32، ص. 370، المادة 3 من الأمر رقم 71-86 المؤرخ في 31 ديسمبر 1971 يتضمن قانون المالية لسنة 1972، ج.ر. 31 ديسمبر 1971، ع. 108، ص. 1878، والقانون رقم 85-06 المؤرخ في 23 يوليو 1983 ج.ر. 24 يوليو 1985، ع. 31، ص. 1051 و قانون رقم 90-10 المؤرخ في 8 أبريل 1990، ج.ر. 23 سبتمبر 1990، ع. 16، ص. 520.

³⁰ - المادة 4 من القرار المؤرخ في 9 يونيو 1999 يتضمن كفاءات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، ج.ر. 7 يوليو 1999، ع. 44، ص. 11 المعدل والمتمم بالقرار المؤرخ في 1 يوليو 2001، ج.ر. 25 يوليو 2001، ع. 40، ص. 27 وبالقرار المؤرخ في 12 سبتمبر 2004، ج.ر. 20 أكتوبر 2004، ع. 66، ص. 19.

- يلس شاوش بشير، المرجع السالف الذكر، ص. 270. ³¹

³² - المواد 3 و 4 من القرار الوزاري المؤرخ في 22 أبريل 1989، السالف الذكر، ص. 635، المتمم بالقرار الوزاري المؤرخ في 20 يونيو 1989 يتعلق بتمديد مدة الإكتتاب بسندات "الإقتراض الوطني للتضامن" - المرحلة الأولى-، ج.ر. 16 غشت 1989، ع. 34، ص. 785.

³³ - المواد 4 و 6 و 8 من القرار الوزاري المؤرخ في 18 يوليو 1994 يتضمن إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ المسماة " سندات الخزينة حسب الصيغ" ب 16.5% 1994، ج.ر. 31 غشت 1994، ع. 55، ص. 14.

³⁴ - القرار الوزاري المؤرخ في 15 نوفمبر 1995 يحدد الشروط والكفاءات التي تصدر الخزينة العمومية وفقها سندات القرض الوطني لتمويل السكن الاجتماعي، ج.ر. 31 غشت 1995، ع. 12، ص. 18.

³⁵ - القرار الوزاري المؤرخ في 9 يونيو 1999 يتضمن كفاءات وشروط إصدار سندات الخزينة حسب الصيغ، المعدل والمتمم السالف الذكر، ص. 11.

³⁶ - القرار الوزاري المؤرخ في 21 يناير 1998، السالف الذكر، ص. 21.

³⁷ - أحمد معيوف، سوق قيم الخزينة بالجزائر بين متطلبات تمويل الخزينة العامة والتحول نحو إستخدام الأدوات غير المباشرة لإدارة السياسة النقدية، دراسات إقتصادية، ع. 1، ص. 71.

³⁸ - المادة 2 من القرار المؤرخ في 2 نوفمبر 2011، المعدل والمتمم للمادة 2 من القرار المؤرخ في 21 يناير 1998، السالف الذكر.

³⁹ - المادة 2 من القرار المؤرخ في 2 يوليو 2001، السالف الذكر والقرار المؤرخ في 2 نوفمبر 2011، السالف الذكر المعدلين والمتممين للقرار المؤرخ في 21 يناير 1998 السالف الذكر.

⁴⁰ - JONATHAN A. BATTEN THOMAS A. FETHERSTON And Peter G. SZILAGYI AND FRANK S. SKINNER, *European Fixed Income Markets Money, Bond, and Interest Rate Derivatives*, John Wiley & Sons, 2004, UK, n° 25.4.2.1, p. 458 and 459.

⁴¹ - Agence France Trésor, *Financer 2020 la France Rapport d'activité*, p. 103 : <https://www.aft.gouv.fr/>

⁴² - L'Arrêté du 13 juillet 2012 relatif à la création de bons du Trésor à taux fixe et intérêts annuels 1 % 25 juillet 2017 en euros, n° 0165 du 18 juillet 2012, Texte n° 4.

⁴³ - A. COURET et Autres, *Droit financier*, Dalloz, 2^{ème} éd., 2012, n° 739, p. 503; H. DE LA BRUSLERIE, *Trésorerie d'entreprise-Gestion de liquidité et de risques-*, Dunod, 4^{ème} éd., 2017, p. 262.

⁴⁴- M. CHOUDHRY, *The Bond and Money Markets: Strategy, Trading, Analysis*, Butterworth-Heinemann, 2001, n° 11.2.7, p. 213.

⁴⁵- JONATHAN A. BATTEN THOMAS A. FETHERSTON And Peter G. SZILAGYI AND FRANK S. SKINNER, *op. cit.*, p. 458 and 459.

⁴⁶- G. ARNOLD, *Bond and money markets*, PEARSON Edition, 2015, p. 67.

⁴⁷- A. COUSSE, *Droit bancaire et financier*, Mare et Martin, éd., 2015, n° 725, p. 383; H. DE LA BRUSLERIE, *op.cit.*, p. 262; Arrêté du 2 mai 2002 relatif à la création de bons du Trésor à taux fixe et intérêts annuels 4,75 % Juillet 2007 en euros, J.O.R.F. du 4 mai 2002, n° 104, p. 8323; Arrêté du 10 février 2012 relatif à la création de bons du Trésor à taux fixe et intérêts annuels 1,75 % 25 février 2017 en euros, J.O.R.F. du 5 février 2012, n° 0039, p. 2600.

⁴⁸- Art. 4 du l'arrêté du 10 février 2012 relatif à la création de bons du Trésor à taux fixe et intérêts annuels 1,75 % 25 février 2017 en euros.

⁴⁹- A. COURET et Autres, *op.cit.*, n° 740, p. 503.

⁵⁰- Exemple : L'Arrêté du 8 juillet 2020 relatif à la création d'obligations assimilables du Trésor indexées sur l'inflation 0,10 % 1er mars 2036, J.O.R.F. n° 0172 du 14 juillet 2020.

⁵¹- G. ARNOLD, *op.cit.*, p. 67.

⁵²- المادة 715 مكرر 81 ق.ت.ج.

Art. L. 213-5 C. mon. fin. fr.

⁵³- F.-X. LUCAS, *Retour sur la notion de valeur mobilière*, Bull. Joly soc, août 2000, n° 28, p. 779.

⁵⁴- بلعيساوي محمد الطاهر، الشركات التجارية - شركات الأموال-، الجزء الثاني، دار للنشر والتوزيع، 2013، الجزائر، ص. 76، فتيحة يوسف المولود عماري، أحكام الشركات التجارية وفقا للنصوص التشريعية والمراسيم التنفيذية، دار الغرب للنشر والتوزيع، 2007، وهران، ص. 217، عمورة عمار، شرح القانون التجاري الجزائري، دار المعرفة، 2000، الجزائر، ص. 251 وما يليها.

⁵⁵- M. MANSOURI, *La bourse des valeurs mobilières d'Alger, législation, jurisprudence, commentaires*, Editions Distributions HOUMA, 2005, Alger, p. 193.

⁵⁶- نوال فنينخ، سندات الإستحقاق البسيطة و سندات الإستحقاق المركبة دراسة مقارنة، رسالة ماجستير السالفة الذكر، ص. 88 و 89.

⁵⁷- محمد فريد العربي ومحمد السيد الفقي كمال طه، الشركات التجارية، منشورات الحلبي الحقوقية، 1999، ف. 181، ص. 255 وفوزي محمد سامي، الشركات التجارية الأحكام العامة والخاصة (دراسة مقارنة)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، 2008، عمان، ص. 400.

⁵⁸- J. HAMEL, G. LAGARDE et A. JAUFFRET, *Droit commercial, Sociétés- Groupement d'intérêt économique- Entreprises publiques*, Dalloz, T.1, V. 2, 2^{ème} éd., 1980, n° 548, p. 268; Y. GUYON, *Droit des affaires*, T. 1, Economica, 6^{ème} éd., 1990, n° 755, p. 758.

⁵⁹- M. DE JUGLART et B. IPPOLITO par J. DUPICHOT, *Cours de droit commercial, sociétés commerciales*, Vol. 2, Montchrestien, 2^{ème} éd., 1999, Paris, n° 327, p. 403.

⁶⁰- Y. GUYON, *Droit des affaires, op. cit.*, n° 755, p. 743.

⁶¹- M. DE JUGLART et B. IPPOLITO par J. DUPICHOT, *op.cit.*, n° 286, p. 343.

⁶²- نوال فنينخ، مزايا القرض السندي والحقوق المخولة لحملة سندات الإستحقاق، مجلة المؤسسة والتجارة، 2005، ع. 1، جامعة وهران، ابن خلدون للنشر والتوزيع، ف. 8، ص. 9.

⁶³- J. HÉMART et F. TETTÉ et P. MABILAT, *Sociétés commerciales -Valeurs mobilières. Comptes sociaux. Filiales et participations. Fusion et scission. Liquidation. Publicité-*, T. 3, Dalloz, 1978, n° 169, p. 116.

⁶⁴- فنينخ نوال، سندات الإستحقاق البسيطة وسندات الإستحقاق المركبة -دراسة مقارنة-، رسالة ماجستير في القانون الخاص، جامعة وهران -السانيا، السنة الدراسية 2000-2001، ص. 66.

⁶⁵- حشماوي محمد ولاغا تغريد، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الإقتصادية -دراسة حالة المؤسسة الوطنية للكهرباء والغاز "سونلغاز"، المؤسسة، ع. 1، 2012، جامعة الجزائر 3، ص. 36، بلبقرة عبلة وبن حمودة محمود، المقال السالف الذكر، ص. 494 و 595.

⁶⁶- M. MANSOURI, *La bourse des valeurs mobilières d'Alger, législation, jurisprudence, commentaires, op.cit.*, p. 194.

- المادة 715 مكرر 118 ف. 2 ق.ت.ج. ⁶⁷

⁶⁸- N.- E. TERKI, *Les sociétés commerciales*, AJED, éd., 2010, Alger, n° 663, p. 280.

⁶⁹- M. SALAH, M. SALAH, *Les valeurs mobilières émises par les sociétés par actions*, EDIK, 2001, Oran, n° 38-1, p. 53.

⁷⁰- المادة 715 مكرر 84 ق.ت.ج.

⁷¹- المادة 20 من المرسوم التنفيذي رقم 95-238 السالف الذكر.

- ⁷² - المواد 20 إلى 23 من المرسوم التنفيذي رقم 95-238 السالف الذكر، المرسوم التشريعي 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج. ر. 23 مايو 1993، ع. 34، ص. 4.
- ⁷³ - بلعيساوي محمد الطاهر، شركات الأموال، المرجع المذكور سالفًا، ص. 76.
- ⁷⁴ - المادة 715 مكرر 103 ق.ت.ج.
- ⁷⁵ - المادة 4 ق.ت.ج.
- المواد 715 مكرر 114 إلى 715 مكرر 132 ق.ت.ج.⁷⁶
- ⁷⁷ - الطيب بلولة، قانون الشركات، ترجمة إلى العربية محمد بن بوزه، برتي، 2008، الجزائر، ص. 308.
- ⁷⁸ - المادة 715 مكرر 81 و 82 ق.ت.ج، المادة 715 مكرر 77 ق.ت.ج.
- ⁷⁹ - Arts. L. 223-11 al. 2 et L. 223-35, R. 223-7 et R. 223-10 C. com. fr.
- ⁸⁰ - فضيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، 2008، الجزائر، ص. 217.
- ⁸¹ - فضيل نادية، شركات الأموال في القانون الجزائري، المرجع السالف الذكر، ص. 218.
- ⁸² - بن عبيد فريد وقسوري إنصاف، آليات التمويل بالقرض السندي، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، ع. 4، 2017، جامعة بسكرة، ص. 132.
- المادة 715 مكرر 127 ف. 1 ق.ت.ج.⁸³
- ⁸⁴ - المرسوم رقم 91-170 المؤرخ في 28 مايو 1991 يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها، ج. ر. 1 يونيو 1991، ع. 26، ص. 939.
- المادة 715 مكرر 71 ق.ت.ج.⁸⁵
- ⁸⁶ - المادة 17 من القانون رقم 96-27 المؤرخ في 9 ديسمبر 1996 المتضمن تعديل وتتميم القانون التجاري، ج. ر. 11 ديسمبر 1996، ع. 77، ص. 6.
- المادة 715 مكرر 126 ق.ت.ج.⁸⁷
- ⁸⁸ - المواد 715 مكرر 116 و 110 ق.ت.ج
- المواد 796 و 799 مكرر 4 ق.ت.ج.⁸⁹
- ⁹⁰ - المادة 33 من الأمر رقم 96-08 يتعلق بميثاق التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م) (ش.إ.ر.م.م) و (ص.م.ت)، ج. ر. 14 يناير 1996، ع. 3، ص. 23.
- ⁹¹ - G. RIPERT et R. ROBLOT, *Traité de droit commercial, les sociétés commerciales*, par M. GERMAIN, L.G.D.J., T. 1, vol. 2, 18^{ème} éd. 2002, Paris, n° 1855, p. 575.
- المادة 715 مكرر 119 ق.ت.ج.⁹²
- ⁹³ - DALI Ali, *Une alternative au crédit bancaire : L'emprunt obligataire*, Revue de Sonatrach, n° 9, 1998, p. 42.
- ⁹⁴ - M. COZIAN, A. VIANDIER et. Fl. DEBOISSY, *Droit des sociétés*, LexisNexis, Paris, 29^{ème} éd., 2016, Paris, n° 1264, p. 536.
- حريزي رابح، البورصة وأدوات محل التداول فيها، المرجع السالف الذكر، ص. 117.⁹⁵
- ⁹⁶ - LASARY, *op. cit.*, p. 163 à 168.
- ⁹⁷ - نوال فنيخ، سندات الإستحقاق البسيطة و سندات الإستحقاق المركبة دراسة مقارنة، رسالة ماجستير السالفة الذكر، ص. 87.
- ⁹⁸ - J. MESTRE, D. VELARDOCHIO et autres, *Lamy Sociétés commerciales*, éd., 2020, n° 5029.
- ⁹⁹ - LASARY, *op. cit.*, pp. 198 à 202.
- ¹⁰⁰ - بوكساني رشيد وصيودة إنناس، ملاحظات حول طرق التمويل الحديثة للمؤسسات الجزائرية - مع الإشارة إلى حالة القرض السندي لمؤسسة سونطراك، مقال السالف الذكر، ص. 106.
- ¹⁰¹ - B. CHAIB, S. CHEBAB, L. KHOUBANI, *op. cit.*, p. 79.
- المادة 3 ق.ت.ج.¹⁰²
- ¹⁰³ - المادة 5 من القرار المؤرخ القرار المؤرخ في 26 مارس 2016 المذكور سالفًا.
- ¹⁰⁴ - المادة 8 ف. 2 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 يتعلق ببورصة القيم المنقولة، ج. ر. 23 مايو 1993، ع. 34، ص. 4، والمعدل والمتمم بموجب الأمر رقم 96-10 المؤرخ في 10 يناير 1996، ج. ر. 14 يناير 1996، ع. 3، ص. 34 وكذا بالقانون رقم 03-

- 04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ج.ر. 19 فبراير 2003، ع 11، ص. 20، المادة 15 من القرار المؤرخ في 21 يناير 1998 يتضمن تأطير سوق قيم الخزينة في حساب جاري وسيرها السالف الذكر.
- ¹⁰⁵ - القرار المؤرخ في 23 يناير 2005 يتضمن الموافقة على نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-02 المؤرخ في 10 نوفمبر 2004 المتعلق بشروط التداول خارج البورصة للسندات المسعرة في البورصة الموقع الرسمي لـ COSOB.
- زروقي بوزناد، دور المختصون في سندات الخزينة، المقال السالف الذكر، ص. 448. ¹⁰⁶
- ¹⁰⁷ - المادة 2 من القرار الوزاري المؤرخ في 21 يناير 1998 المعدل والمتمم، السالف الذكر، ص. 21.
- المادة 8 من القرار المؤرخ في 9 يونيو 1999 السالف ذكره. ¹⁰⁸
- ¹⁰⁹ - المادة 10 من القرار المؤرخ القرار المؤرخ في 26 مارس 2016 المذكور سالفًا.
- ¹¹⁰ - المادة 9 من القرار المؤرخ القرار المؤرخ في 26 مارس 2016 المذكور سالفًا.
- بلس شاوش بشير، المالية العامة المرجع السالف الذكر، ص. 256. ¹¹¹
- ¹¹² - المادة 77 من النظام رقم 97-03 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم السالف الذكر، والمادة 13 من النظام رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس 2003 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، ج.ر. 18 مارس 2003، ع. 73، ص. 13 والمادة 10 و 11 من النظام رقم 01-12 المؤرخ في 12 يناير 2012 يعدل ويتمم النظام رقم 97-03 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.
- ¹¹³ - Art. 2 de la décision n° 01 de la SGBV/2012, Règles de gestion des séances de négociation des Obligations Assimilables du Trésor au niveau de la Bourse d'Alger : //www.sgbv.dz.
- ¹¹⁴ - دغوم هشام، واقع نمو وتطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة ما بين 1999، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، ع. 33، ج. 20، 2016، ص. 78، عبد القادر بن شني، المقال السابق، ص. 83.
- ¹¹⁵ - Art. 3 du Règlement COSOB n° 03-02 du 18 mars 2003 relatif à la tenue de compte-conservation de titres approuvé par l'arrêté du 15 Septembre 2003 Portant approbation du règlement de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse, J.O.R.A du 30 novembre 2003, n° 73, p. 16.
- ¹¹⁶ - أيت مولود فاتح، حماية الإيداع المستثمر في القيم المنقولة في القانون الجزائري، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، 2012، ص. 181.
- ¹¹⁷ - البنوك المساهمون حاليا في "شركة تسيير بورصة القيم المنقولة" تسعة، وهم : بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الجزائر الخارجي BEA، والبنك الوطني الجزائري BNA، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط- بنك CNEP-Banque، والقرض الشعبي الجزائري CPA، والبنكين الخاصين بي ان بي باريبا الجزائر BNP Paribas El djazair، Société Générale Algérie، وشركات خاصة Tell Markets، البركة بنك الجزائر AlBaraka Banque Algérie، السلام بنك للجزائر Al Salam Bank Algeria : www.sgbv.dz
- ¹¹⁸ - Décision n° 01 de la SGBV/2012, Règles de gestion des séances de négociation des Obligations Assimilables du Trésor au niveau de la Bourse d'Alger : //www.sgbv.dz.
- ¹¹⁹ - المادة 1 وما بعدها من النظام رقم 97-03 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم السالف الذكر، المعدل بالنظام رقم 12-01 المؤرخ في 12 يناير 2012 يعدل ويتمم النظام رقم 97-03 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.
- ¹²⁰ - Art. 14 al. 1 de la décision SGBV n° 01-2012 portant règles de gestion des séances de négociation des Obligations Assimilables du Trésor au niveau de la Bourse d'Alger : //www.sgbv.dz.
- ¹²¹ - المواد 22 و 23 من النظام رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس 2003 المذكور أعلاه.
- ¹²² - المادة 11 من القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 المعدل المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 السالف الذكر، المواد 1 و 6 و 31 من النظام رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس 2003 يتعلق بالنظام العام للمؤتمن المركزي على السندات، السالف الذكر.
- ¹²³ - أيت مولود فاتح، رسالة دكتوراه السالفة الذكر، ص. 185 إلى 195.
- ¹²⁴ - Art. 7 de la décision n° 01 de la SGBV /2012, op., cit., p. 1.
- ¹²⁵ - Art. 7 de la décision n° 01 de la SGBV /2012, op., cit., p. 2.
- المادة 128 وما بعدها النظام رقم 97-03 والمتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة المعدل والمتمم السالف الذكر. ¹²⁶
- المواد 31 و 57 من النظام رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس 2003 المذكور أعلاه. ¹²⁷
- المادة 136 من النظام رقم 03-01 المؤرخ في 18 مارس 2003 المذكور أعلاه. ¹²⁸
- ¹²⁹ - Rapport annuel du COSOB 2020, p. 7.
- المادة 715 مكرر 102 ق.ت.ج. ¹³⁰

¹³¹- M. GUENDOUZI et CH. BIA, *La place du financement obligataire dans la croissance économique en Algérie*, Revue des Réformes Economiques et Intégration en Economie Mondiale, V. 13 n° 1, 2019, École Supérieure de Commerce d'Alger, p. 164.

¹³²- M. MANSOURI, *La bourse des valeurs mobilières d'Alger, législation, jurisprudence, commentaires*, op. cit., pp. 239 et 240.

¹³³- DALI Ali, *Une alternative au crédit bancaire : L'emprunt obligataire*, op. cit., p. 42.

¹³⁴- LASARY, op. cit., pp. 140 et 152.

- المادة 715 مكرر 36 ق.ت.ج. ¹³⁵

- المادة 715 مكرر 130 ق.ت.ج. ¹³⁶

¹³⁷- نوال فنينخ، سندات الإستحقاق البسيطة وسندات الإستحقاق المركبة دراسة مقارنة، رسالة الماجستير السالفة الذكر، ص. 64.

¹³⁸- M. HALTALLI, *Développement du marché financier en Algérie PREMIER PAS*, op. cit., p. 36.

¹³⁹- Rapport annuel du COSOB 2015, p. 54 et 55, source : <https://www.cosob.org/rapports-annuels/>

¹⁴⁰- AZZAOU Khaled et M. TABTA Lyes, *L'emprunt obligataire en Algérie*, op. cit., p. 44.

¹⁴¹- Rapport annuel du COSOB 2020, p. 69, source : <https://www.cosob.org/rapports-annuels/>

¹⁴²- Rapport annuel du COSOB 2019, p. 58, source : <https://www.cosob.org/rapports-annuels/>

¹⁴³- R. KANDLI et T. GHOMRI, op. cit., p. 1154-1174.

¹⁴⁴- بن شبيحة قادة هشام و بسبع عبد القادر، أهمية القرض السندي كمصدر تمويلي وأثره على السيولة المصرفية، المقال السالف الذكر.

¹⁴⁵- بن عبيد فريد وقسوري إنصاف، آليات التمويل بالقرض السندي، المقال السالف الذكر، ص. 136 و 138.

¹⁴⁶- CHAIB Baghdad, CHEBAB Sihem, KHOUANI Leila, « *L'idée de l'emprunt obligataire est-elle convenable et appropriée pour une mobilisation des ressources financières en Algérie ?* », Revue Algérienne des finances publiques, n° 6, Décembre 2016, Université Aboubeker Belkaid, Tlemcen, p. 78.

¹⁴⁷- شكرين محمد، سوق القروض السندية في الجزائر بين متطلبات تمويل المؤسسة وتطوير السوق المالي، مجلة "الأبحاث الاقتصادية لجامعة سعد دحلب البليدة"، ع. 04، ديسمبر 2010، ص. 61.

¹⁴⁸- A. COURET et H. LE NABASQUE et M-L. COQUELET et TH. GRANIER et D. PORACCHIA et A. RAYNOUARD et A. REYGROBELLET et D. ROBINE, *Droit financier*, Dalloz, 2^{ème} éd., 2012, n° 605, p. 416; A. LECOURT, *Obligation*, Encycl. D. soc, novembre 2017, n° 1, p. 1.

¹⁴⁹- عبد الله غالم وعبد الغني ربوح، دور بورصة الجزائر في تطوير المؤسسات الاقتصادية في ظل الإقتصاد العالمي دراسة حالة القرض السندي "سونطراك" "رياض سطيف" "مجمع صيدال" "فندق الأوراسي"، مجلة البحوث والدراسات، ع. 6، 2008، جامعة الواد، ص. 180.