

هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية

دراسة حول

إطار تفعيل سوق أدوات الدين في سورية

المحتويات

الصفحة	العنوان		
3	المقدمة		
5	دوافع تفعيل أسواق الدين في سورية وأهدافها:		الفصل الأول
5	تفعيل سوق أدوات الدين العام	1 - 1	
6	تفعيل دور سوق دمشق للأوراق المالية	2 - 1	
7	تفعيل صناديق الاستثمار والصندوق السيادي	3 - 1	
8	توفير مصادر تمويل للشركات المساهمة	4 - 1	
9	تنويع الأدوات الاستثمارية	5 - 1	
9	توسيع قاعدة المستثمرين	6 - 1	
10	امتصاص السيولة السلبية	7 - 1	
11	الجوانب القانونية والتنظيمية لأسواق الدين في سورية		
11	الإطار القانوني والتنظيمي لسوق الدين العام	1 - 1	
11	1 - المرسوم رقم /60/ لعام 2007		الفصل الثاني
11	2 - التعليمات التنفيذية		
12	3 - دليل إجراءات الأوراق المالية		
12	الإطار القانوني والتنظيمي لسوق السندات للشركات المساهمة	2 - 1	
13	الجوانب القانونية والتشريعية		
13	الجوانب التنظيمية والإدارية (الدليل الإرشادي لإصدار وطرح الأوراق المالية)		
14	الجوانب المتعلقة بعملية إدراج أسناد القرض في سوق دمشق للأوراق المالية	3 - 1	
15	تقييم التجربة السابقة ومتطلبات النجاح		الفصل الثالث

مقدمة:

تلعب أسواق الدين أو أسواق السندات، إلى جانب القطاع المصرفي، دوراً رئيسياً في تسهيل عملية تحويل الأموال من الجهات التي لديها فائض في السيولة (المدخرين) إلى الجهات التي تنقصها السيولة (المصدرين للسندات) وذلك من أجل تمويل مشاريع حكومية أو توسعة ونمو الأعمال الخاصة أو تمويل العمليات القائمة. لقد نمت أسواق الدين بشكل ملفت خلال العقود الماضية حتى تجاوز حجم سوق السندات القائم الـ90 تريليون دولار أمريكي مع نهاية العام 2014. وتشير الاحصائيات في هذا الصدد إلى أن حجم سوق السندات القائم في منطقة اليورو، على سبيل المثال، قد بلغ 14,3 تريليون يورو مع نهاية الربع الأول من عام 2015،¹ شكلت حصة سندات الدين الحكومية منها ما نسبته 48% في حين بلغت حصة سندات الدين لشركات القطاع الخاص ما نسبته 6,12%. بالمقابل شكلت سندات الدين طويل الأجل ما نسبته 93% من إجمالي هذا السوق. أما بالنسبة لحجم الإصدار فقد بلغ 479,4 مليار يورو في نهاية الربع الأول من العام 2015 شكلت سندات الدين الحكومي منها ما نسبته 38% مقابل 10% حصة سندات الدين لشركات القطاع الخاص من إجمالي هذا الإصدار.

يعد تطوير أسواق المال² من أولويات صانعي السياسات الاقتصادية والمالية في مختلف دول العالم، نظراً للوظائف المهمة التي تؤديها في الاقتصاد كتعبئة المدخرات وزيادة كفاءة تخصيص الموارد وتسهيل تداول أداة الدين وتوزيع المخاطر والتحوط لها، حيث أن المخاطر لا تتوقف على شكل التمويل فقط وإنما على الظروف المحيطة بالمصدر والقطاع والاقتصاد ككل وتمويل الأنشطة المختلفة سواء للشركات أو للحكومات، بما ينعكس إيجاباً على معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق الاستقرار المالي والنقدي.

يمثل تفعيل وتطوير أسواق الدين في سورية بشكل خاص بما توفره من تنوع في الأدوات الاستثمارية أمام المستثمرين ومن مصادر تمويل بأجال مختلفة (قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل) سواءً للحكومة أو للشركات، أحد التحديات التي تواجه الحكومة والقطاع الخاص (بشقيه المالي وغير المالي) على حدٍ سواء ومدى قدرتهما على مواجهة ظروف الأزمة الراهنة والاستعداد الجدي والحقيقي لمرحلة ما بعد الأزمة وما تتطلبه من حشد كبير للطاقات والإمكانات المادية.

¹ بلغ حجم سوق السندات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال نفس الفترة 36 تريليون دولار أمريكي منها 43% حصة سوق السندات الحكومية في حين بلغ حجم هذا السوق في اليابان 11,2 تريليون دولار منها 75% حجم سوق السندات الحكومية.

² شهدت أسواق الأسهم والسندات وفقاً لتقرير صادر عن المنظمة الدولية للأوراق المالية – securities market risk 2015-2014 outlook - نمواً كبيراً، حيث بلغت قيمة الاصدارات في سوق السندات /3.6/ تريليون دولار

لقد أدى تراجع إيرادات الدولة من مختلف مصادر الدخل بشكل حاد بفعل ظروف الأزمة الراهنة وما رافقها من دمار وتخريب كبير طال مختلف نواحي الحياة الاقتصادية والاجتماعية من بنى تحتية ومشاريع ومؤسسات وهجرة الكوادر البشرية إلى وقوع مؤسسات الدولة ومؤسسات القطاع الخاص في عجوزات كبيرة نتيجة تكبدها لخسائر متتالية وعدم قدرتها على تأمين احتياجاتها اللازمة لضمان الانتاج ومن ضمنها صعوبة الحصول على التمويل اللازم. كما ساهمت العقوبات الاقتصادية الجائرة والظالمة التي فرضت على سورية في تفاقم مشاكل القطاع الاقتصادي وأهمها صعوبة تأمين المواد الأولية والمواد الضرورية من آلات وتقنيات حديثة الداخلة في العملية الانتاجية وصعوبة التسويق والوصول إلى الأسواق المجاورة والعالمية لتصريف المنتجات.

من هنا، تنطلق رؤية تفعيل أسواق الدين في سورية من محورين أساسيين، يتعلق الأول بالأوضاع التي تمر بها البلاد ومتطلبات إعادة الإعمار- في إطار البرنامج الحكومي لإعادة الإعمار- من مصادر تمويل وطنية، أما الثاني فيتعلق بأهمية هذه الأسواق في توفير مصادر التمويل للحكومة والشركات المساهمة وتنويع أدوات الاستثمار المتاحة بالشكل الذي يمكن من تفعيل دور قطاع الأوراق المالية وسوق دمشق للأوراق المالية، وبما يساهم في تخفيف آثار الأزمة على الاقتصاد الوطني ويساعد في تحقيق الاستقرار المالي والنقدي على المستوى الكلي.

لقد عرض البيان الحكومي أولوياته والتي تتضمن بند خاص حول التهيئة والاستعداد لعملية إعادة الإعمار. وذكر البيان ضرورة تحديد آليات تنفيذ إعادة الإعمار بشكل علمي، كما أكد على ضرورة تحديد وسائل التمويل الخاصة بعملية إعادة الإعمار دون أن يحددها، ومن هنا تأتي أهمية الدراسة من خلال الاستفادة من وجود منظومة قانونية وإدارية حديثة بمشروع الحكومة وبيانها.

في سورية تقتصر الأدوات الاستثمارية المستخدمة حالياً في سوق دمشق للأوراق المالية على أداة استثمارية وحيدة وهي الأسهم العادية والتي تصدرها الشركات المساهمة، وبرزت بشكل أوضح مخاطر الاعتماد على نوع واحد من الأدوات المالية في ظل الأزمة إذ توقفت خلالها عملية الإصدارات الجديدة من الأسهم أو تأسيس شركات مساهمة عامة، لا بل أكثر من ذلك حيث تعرضت العديد من الشركات القائمة لعمليات السرقة والدمار من قبل العصابات الارهابية مما أدى إلى تراجع عدد الشركات المحتمل إدراجها في السوق، إضافة إلى الصعوبات التي واجهتها الشركات إجمالاً في البحث عن مصادر تمويل بديلة عن مصدر التمويل التقليدي المتمثل في الاقتراض من المصارف.

الفصل الأول

دوافع تفعيل أسواق الدين في سورية وأهدافها

في إطار سعي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية إلى تفعيل قطاع الأوراق المالية في الاقتصاد الوطني، وإيماناً منها بالدور الذي يمكن أن يؤديه هذا القطاع خاصة في ظل الأزمة التي تمر بها سورية، قامت الهيئة بإعداد دراسة حول محفزات وطرق تفعيل أسواق الدين والتي يمكن بيان أبرزها بالآتي:

1 – تفعيل سوق أدوات الدين العام:

إن حاجة الحكومة إلى حشد المدخرات وزيادة حجم الاستثمارات في شكل مساهمات تعتبر من أهم دوافع العمل على تفعيل سوق أدوات الدين العام، حيث يعتبر تفعيل هذه السوق من أهم خطوات عقلنة الدين العام والحد من اللجوء المتزايد إلى أسلوب التمويل بالعجز عن طريق الاقتراض المباشر من المصرف المركزي والاستناد لمصادر تمويل حقيقية تتصف بالمصداقية والشفافية بعيداً عن إحداث ضغوط تضخمية على الاقتصاد الوطني وما يرافقه من آثار سلبية تتمثل بارتفاع تكاليف الإنتاج وسوء توزيع الموارد وتراجع القدرة الشرائية للمواطنين وارتفاع معدلات البطالة نتيجة الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار وعدم مواكبة نمو الإنتاج الحقيقي لنمو الكتلة النقدية.

بشكل عام، يسهم طرح سوق السندات اليوم في:

- تمويل المشاريع الاستثمارية وزيادة معدل نمو الاستثمار في الاقتصاد الوطني، من خلال تشجيع الادخار الاستثماري بشكل عام وتوجيهه بشكل رئيسي نحو مشاريع التنمية الاقتصادية (تحديداً في إطار برنامج إعادة الإعمار).
- الحد من عمليات المضاربة على العملة الوطنية والعملات الأجنبية من خلال زيادة الطلب على العملة الوطنية لشراء السندات المصدرة.
- دراسة العائد الفعال للسندات الذي يزيد من جاذبية الاستثمار في سوق السندات ويشكل تعويضاً مجزياً للمستثمرين عن الفرص الاستثمارية البديلة والمخاطر المرتبطة بها.
- تحديد الاحتياجات التمويلية للحكومة في ضوء مستوى فائض السيولة المتوفرة لدى الأفراد والشركات، والذي يمكن توجيهه للاستثمار في السندات وتحديد آليات استثماره.

وقد كان لسورية تجربة سابقة في هذا الموضوع، كما سنأتي على ذكره لاحقاً، وذلك من خلال صدور المرسوم رقم /60/ لعام 2007، وإجراء ستة إصدارات لأدوات الدين العام (سندات و أذون) ، حيث حدد المرسوم الهدف من الأسناد الحكومية بالآتي :

- تمويل عجز الموازنة العامة.
- تمويل المشاريع ذات الأولوية الوطنية المدرجة في الخطة العامة للدولة.
- توفير التمويل اللازم للكوارث والحالات الطارئة.
- تسديد الديون المستحقة على الدولة.

ومن خلال ذلك تظهر الحاجة إلى تفعيل سوق أدوات الدين العام، إذ تبدو سورية بحاجة إلى تحقيق تلك الأهداف في هذا الوقت أكثر من أي وقت مضى، والأمر يحتاج إلى تحديد رؤية استراتيجية واضحة حول كيفية إدارة الأموال المتأتية من تلك الإصدارات وكيفية التصرف بها (إدارة الدين العام) كما سنشير لاحقاً عند دراستنا لمتطلبات النجاح.

2 – تفعيل دور سوق دمشق للأوراق المالية:

يقتصر التداول في سوق دمشق للأوراق المالية على الأسهم العادية ، وتفتقر هذه السوق إلى أدوات مالية حديثة ، كما تعمل في بنية أعمال مثقلة بالعديد من المشاكل التي خلفتها الأزمة. لم يكن تأسيس وتشغيل سوق دمشق للأوراق المالية إلا إنسجماً مع الفعالة المتعاضدة لدى الجهات الاقتصادية في الحكومة بأهمية الدور الذي سيلعبه في مجهودات التنمية الاقتصادية، إلا أن الأهداف المنشودة من إنشاء هذه السوق لازالت متواضعة، حيث أن :

أ- السوق لاتزال صغيرة الحجم وضيقة ولا تتمتع بدرجة مقبولة من السيولة ولا من التنوع (تركز النشاط في القطاع المالي (مصارف وتأمين)، وغياب الشركات الصناعية والإنتاجية الفاعلة)، وقد يعود السبب في ذلك إلى حدائتها من جهة وإلى وجود عوامل ثقافية واجتماعية من جهة ثانية تؤثر على نمط ملكية الشركات وتنظيمها (سيطرة نمط شركات الأشخاص – الشركات العائلية) بالإضافة إلى عدم إدراج أسهم الشركات المساهمة في السوق.

ب- تتميز هذه السوق بقلّة عدد المؤسسات الممارسة لعمليات التداول، وانعدام صناعة السوق وضعف تغطية الإصدارات حيث لوحظ تدني تغطية الإصدارات الحديثة من الأسهم لعمليات زيادة

رأس المال لتلبية متطلبات قانونية خلال فترة الأزمة، إضافة إلى ضعف صناعة الإفصاح ونشر المعلومات عن أداء السوق أو الشركات المدرجة فيها بشكل مهني.

ج- الضعف في الهيكل القانوني والتنظيمي. إذ لا تزال السوق تعمل بقوانين وأنظمة تحتاج إلى تحديث تسمح بتطوير أدوات مالية جديدة، إضافة إلى ضعف الجانب التقني والذي يشكل العنصر الرئيسي لتطوير عمليات التداول والتسوية.

د- لم تنجح السوق في تصويب العادات والممارسات الاستثمارية والتمويلية للأفراد والمؤسسات، إذ يلاحظ اتجاه المؤسسات إلى مصادر التمويل التقليدية المتمثلة في القروض المصرفية، إضافة إلى توجه المستثمرين إلى أدوات استثمارية بديلة وأبرزها حيازة العملات الأجنبية والمعادن الثمينة. كل ذلك أدى إلى توجّه رؤوس الأموال إلى مجالات تحقق أرباحاً أكبر، كأسواق العملات، نظراً لتحقيقها معدلات عائد عالية نسبياً مقارنة بالاستثمارات الأخرى.³

3 – تفعيل صناديق الاستثمار والصندوق السيادي:

صندوق الاستثمار وفق قانون سوق الأوراق المالية رقم 55/ لعام 2005 والأنظمة القائمة هو وعاء استثماري يتخذ شكل شركة مساهمة عامة يهدف إلى إتاحة الفرصة للمساهمين فيه للمشاركة جماعياً بالاستثمار في الأوراق المالية، ولهذه الصناديق أهمية بالغة لما تؤديه من وظائف ومهام أبرزها :

- تجميع المدخرات من صغار وكبار المستثمرين .
- توجيه هذه المدخرات نحو الاستثمار في الأوراق المالية في المجالات المختلفة من حيث التوزيع الجغرافي والمجالات الاقتصادية المختلفة مما يعظم العوائد عند مستوى معين من المخاطر الاستثمارية.
- تحقيق عوائد أعلى من العوائد المحققة على الودائع المصرفية، وكل ذلك بإشراف خبراء متخصصين بتحليل وإدارة الأوراق المالية .

وقد صدر القانون رقم/2/ للعام 2012 القاضي بإحداث **الصندوق الوطني للاستثمار**، كما صدرت التعليمات التنفيذية المتعلقة بذلك، وذلك برأس مال مكون من ملياري ليرة سورية، وحدد مجال عمل الصندوق في: الاستثمار في السوق من خلال بيع وشراء الأوراق المالية لحسابه، أي

³ إن الأرباح الضخمة التي تولدها المضاربة بالعملات الأجنبية أدى إلى تحوّل معظم الأنشطة والمهن لممارسة أعمال الصرافة بالسوق السوداء، وذلك لسرعة دوران رأس المال وجني الأرباح.

أنشطة أخرى تكون منسجمة مع أهدافه وأغراضه الأساسية والمتمثلة في المساهمة في دعم استقرار السوق وتعزيز مستويات الثقة فيه عبر سياسة استثمارية طويلة الأجل وتحقيق عوائد وأرباح أعلى للمساهمين عن طريق تنويع الاستثمارات المالية وتوفير الخبرة والمشورة المهنية الملائمة.

مما لا شك فيه، إن تفعيل سوق أدوات الدين سيتيح تفعيل هذه الصناديق ويؤمن لها تنويع الأوراق المالية المتاحة في محافظتها. إلا أنه لا بد من التنويه أيضاً إلى عدد من المعوقات القانونية التي تحد من تفعيل هذه الصناديق أبرزها: اختصار نشاط هذه الصناديق على الأوراق المالية، حدود الملكية للشخصيات المعنوية والمنصوص عليها وفق القوانين والأنظمة النافذة. كما أن ظروف الأزمة حدّت من إمكانية مشاركة شريحة كبيرة من المواطنين والمستثمرين.

4 – توفير مصادر تمويل للشركات المساهمة:

تعتبر السندات إحدى المصادر التي تلجئ إليها الشركات لتمويل مشاريعها، وما يميز هذا النوع من التمويل أن حجم الائتمان الممنوح من قبل المصارف محدود وفي معظمه قصير ومتوسط الأجل ولا يفي بأي حال بالاحتياجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية الانتاجية.

قدمت الأزمات التي مرت بها دول مختلفة و الأزمات التي عصفت بالاقتصاديات العالمية كالأزمة المالية العالمية الأخيرة، دروساً مهمة جداً حول المخاطر الكبيرة التي تنتج عن تركيز التمويل في الاقتصاد عن طريق القطاع المصرفي، واتجهت دول متعددة للاعتماد على سوق السندات واستحداث أنواع جديدة منها، كما حدث في أوروبا⁴ خلال الفترة الماضية في أعقاب الأزمة المالية العالمية من التوجه نحو السندات المغطاة Covered Bonds. (شرح بسيط في أسفل الصفحة عن مفهوم السندات المغطاة)

كما اتجهت الدول العربية نحو تفعيل أسواق الدين، ففي مصر تقوم هيئة الرقابة المالية حالياً بدراسة تفعيل هذا السوق وإصدار السندات المغطاة لدعم توفير المزيد من قنوات التمويل لشركات التمويل العقاري والمصارف العاملة في هذا المجال أو حتى الشركات العقارية. كما أصدر مجلس التعاون الخليجي القواعد الموحدة لإصدار و طرح السندات والصكوك في دول المجلس عام 2014.

⁴أوضحت الدراسات الصادرة عن المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية على أن توفير الائتمان المحلي من قبل المصارف يتم استبداله تدريجياً بالتمويل من خلال السوق المالي، وذلك في الاقتصادات المتقدمة، حيث أن النمو في سندات الشركات القائمة قد ازدادت في السنوات الأخيرة التي أعقبت الأزمة العالمية لعام 2008 بشكل أسرع من الائتمانات المصرفية

وعليه فإن تفعيل سوق أدوات الدين بشكل عام والسندات بشكل خاص، يساعد الشركات المساهمة في التغلب على الصعوبات التي تواجهها خلال فترة الأزمات، والمتعلقة في جزء منها بتوفير مصادر التمويل الملائمة بعيداً عن التمويل المصرفي الذي تأثر بشكل كبير خلال الأزمة الحالية⁵. من حيث المبدأ لا يوجد ما يمنع الشركات (المصارف على وجه التحديد) من إصدار قروض السندات إلا أن الأمر يتطلب تحديد تكلفة التمويل في ظل محدودية الفرص الاستثمارية.

5 – تنوع الأدوات الاستثمارية:

يساهم تفعيل سوق الدين في تأمين قنوات استثمارية تتيح الاستثمار في أدوات مالية متعددة، مما يساهم في زيادة الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المستثمرين، فعادة ما يكون سوق السندات عامل جذب لكبار المستثمرين، ويقلل من الاعتماد على المصارف بالتالي يقلل من تكاليف الاقتراض، وهذا يساهم بشكل أساسي في توزيع مخاطر الاستثمار وإمكانية بناء محافظ استثمارية أكثر كفاءة.

إلا أن وجود معدلات تضخم مرتفعة يؤدي إلى خفض قيمة السندات بسبب لجوء السلطات النقدية إلى اتباع سياسة تقليدية تتمثل في رفع أسعار الفائدة بهدف الحد والسيطرة على ارتفاع معدلات التضخم الأمر الذي ينعكس سلباً على الاستثمار بالسندات ويحد من جاذبيته في بعض الأحيان.

لذلك يلجأ المستثمرون بالسندات إلى التحوط من خلال إصدار سندات تكون أسعار الفائدة عليها مرتبطة بالتغيرات الحاصلة في معدل التضخم (inflation-linked bonds). كما يمكن معالجة هذه المسألة أيضاً من خلال تداول مشتقات مالية تعالج آثار التضخم.

6 – توسيع قاعدة المستثمرين:

لعل هذا العامل من أهم العوامل المتعلقة بأهمية سوق الدين، والتوجه ليس فقط نحو المستثمرين من الأفراد وإنما المستثمرين من المؤسسات وصناديق التقاعد والنقابات وبنوك الاستثمار، الأمر الذي يساعد على إقامة قاعدة استثمارية متنوعة سواءً من حيث الآفاق الزمنية للاستثمار أو من حيث الرغبة في المخاطر أو الدافع من عملية التداول وتحقيق العائدات. ويعتبر المستثمرون من المؤسسات والصناديق سابقة الذكر من أهم الراغبين في الأدوات المالية ذات الدخل

⁵ تعاني المصارف عموماً من تراجع النشاط التشغيلي إضافة إلى تعثر جزء كبير من محافظها الائتمانية نتيجة توقف مجموعة من العملاء الكبار من سداد مديونيتهم تجاه المصارف

الثابت والمخاطر المنخفضة، فصناديق التقاعد والتأمينات والنقابات وشركات التأمين هي أطراف رئيسية في الطلب على الأدوات المالية طويلة الأجل.

7 – امتصاص السيولة الفائضة :

لأسواق الدين دوراً مهماً في زيادة كفاءة إدارة السيولة لدى المصارف من خلال تفعيل سوق ما بين المصارف (Inter-bank market) إقراضاً وإيداعاً، وإعادة توزيع الموارد ضمن القطاع المالي نحو الأنشطة الاقتصادية وفقاً للفرص المتاحة ولدرجة المنافسة القائمة في السوق المصرفية. كما أن لسوق أدوات الدين دور مهم في السياسة النقدية التي ينتهجها المصرف المركزي من خلال استخدامه لعمليات السوق المفتوحة كأحد أهم الأدوات غير المباشرة للتحكم بعرض النقد.

من هنا فإن لهذا السوق دور مهم في امتصاص فائض السيولة سواءً لدى القطاع المالي والمصرفي أو لدى الأفراد. إذ أظهرت الأزمة توجه الأفراد في المجتمع السوري نحو الادخار عن طريق حيازة المعادن الثمينة أو العملات الصعبة وهذا الأمر ترك أثراً سلبياً سواءً على الأفراد، نظراً لما تعرض له صغار المستثمرين من تآكل في قيمة مدخراتهم، أو على الاقتصاد ككل. إضافة إلى خلق فكر استثماري جديد من خلال توفير فرص استثمارية جديدة أمام المصارف (التي تعاني من فائض السيولة)⁶ بشرط أن تكون العوائد التي تحققها هذه الأدوات أعلى من معدلات الفائدة على الودائع.

⁶ تجدر الإشارة إلى أن سبب هذا الفائض يعود إلى سياسة التحوط لدى المصارف من مخاطر السحب المفاجئ للودائع وتخصيص مؤونات واحتياطات لتغطية ارتفاع نسب الديون غير المنتجة بفعل الأزمة الراهنة.

الفصل الثاني

الجوانب القانونية والتنظيمية لأسواق الدين في سورية

أولاً: الإطار القانوني والتنظيمي لسوق الدين العام:

تمّ تناول الأحكام التشريعية والتنظيمية المتعلقة بموضوع أدوات الدين العام من خلال ما يلي:

أ- المرسوم رقم /60/ لعام 2007.

أ- التعليمات التنفيذية الصادرة عن رئيس مجلس الوزراء بالقرار رقم /1329/ تاريخ 2008/3/30 المتعلقة بآلية إصدار السندات.

ب- دليل إجراءات الأوراق المالية الصادر بقرار وزير المالية رقم (963/و) تاريخ 2011.

1 – المرسوم رقم /60/ لعام 2007:

حدد من خلاله المُشرِّع مفهوم الدين العام والأوراق الحكومية التي حددتها المادة الأولى ب"أذونات وسندات الخزينة والأدوات المالية الإسلامية الصادرة عن وزارة المالية والتي تُسجل قيمتها الاسمية باسم المالك في السجل.

كما شكل المرسوم في المادة /3/ لجنة إدارة الأوراق المالية الحكومية مؤلفة من:

وزير المالية – حاكم مصرف سورية المركزي- رئيس مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية - معاون وزير المالية لشؤون الانفاق العام – مدير الدين العام في وزارة المالية – رئيس وحدة إدارة الأوراق المالية الحكومية في وزارة المالية – رئيس قسم الأوراق المالية في مصرف سورية المركزي .

2 – التعليمات التنفيذية:

حددت آلية إصدار وإدارة الأوراق المالية الحكومية (السندات وأذونات الخزينة):

✓ تحديد السعر أو الفائدة: يتم إصدار الأذونات وسندات الخزينة بواسطة المزادات، بحيث يتم إصدار الأذونات على أساس تحديد العائد، والسندات فيتم إصدارها على أساس تحديد السعر.

✓ المتعاملون: يضع المصرف المركزي قائمة الأشخاص الاعتباريين المؤهلين للمشاركة في مزادات الأوراق المالية الحكومية وبالتنسيق مع وزير المالية ورئيس هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية.

✓ التوقيت: يتم نشر روزنامة قبل نهاية العام.

✓ التقاص والتسوية.

✓ التسديد: يقوم المصرف المركزي بتاريخ الاستحقاق وبصورة آلية بالخصم على الحساب الجاري للوزارة بالمبلغ المستحق، وفي حال عدم توفر السيولة في حسابات الوزارة يقوم المصرف بإعادة الاصدار.

3 – دليل إجراءات الأوراق المالية:

يحدد الملامح التفصيلية والفنية والتشغيلية لإصدار الأوراق المالية الحكومية في السوق الأولي.

✓ أدونات الخزينة⁷ وتصدر بخصم من قيمتها الاسمية، أما سندات الخزينة فتصدر بقيمتها الاسمية⁸ وتحمل سعر فائدة ثابت.

✓ التداول: يتم التداول بسندات الخزينة بسوق دمشق للأوراق المالية بعد موافقة لجنة إدارة الأوراق المالية.

✓ آلية المزاد: تختلف باختلاف الورقة المالية (أدونات أو سندات للخزينة).

✓ الجهات المؤهلة لتقديم عروض المزادات (العارضون المؤهلون): المصارف – شركات التأمين – مصرف سورية المركزي، وهنا لا بد من الإشارة لإمكانية فتح باب لشراء السندات من قبل كل من الأشخاص الاعتباريين أو الطبيعيين عن طرق توكيل المصارف.

وعليه، فإن النظام القانوني والتشريعي والإداري لإصدار أدوات الدين العام مكتمل من خلال التكامل الحاصل بين كل من المرسوم رقم /60/ لعام 2007 والتعليمات التنفيذية ودليل إجراءات الأوراق المالية.

ثانياً: الإطار القانوني والتنظيمي لسوق السندات للشركات المساهمة:

تمّ تناول الأحكام التشريعية والتنظيمية المتعلقة بموضوع إصدار أسناد القرض في كل من:

- 1- قانون الشركات الصادر بالمرسوم التشريعي رقم /29/ لعام 2011.
- 2- نظام إصدار وطرح الأوراق المالية الصادر عن السيد رئيس مجلس الوزراء رقم /3945/ لعام 2006.
- 3- الدليل الإرشادي لإصدار وطرح الأوراق المالية.
- 4- نظام قواعد وشروط إدراج الأوراق المالية وتعديلاته الصادر عن مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق الصادر بقرار مجلس إدارة السوق رقم /505/ تاريخ 2010/1/17.

⁷القيمة الاسمية لأذن الخزينة بـ /1/ مليون
⁸القيمة الاسمية لسندات الخزينة بـ /3/ مليون

1 – الجوانب القانونية والتشريعية:

تضمن قانون الشركات رقم /29/ لعام /2011/ العديد من المواد التي شرّعت إصدار السندات بالنسبة للشركات المساهمة المغفلة، وتحديداً المواد (121-129) شروط إصدار السندات وآلية الاصدار وحقوق وواجبات حملة السندات والجهة المصدرة وآلية الاكتتاب.

كما تطرق نظام إصدار وطرح الأوراق المالية الصادر بموجب قرار مجلس الوزراء رقم /3945/ لعام 2006 في المادة /4/ متطلبات إصدار السندات، إضافة الى الأحكام المتعلقة بتنظيم عملية إصدار الأوراق المالية بشكل عام (أسهم – سندات) سواء من حيث مكونات نشرة الإصدار أو إعلان طرح الأوراق المالية أو الحملات الترويجية والإعلانية للإصدار إضافة إلى مسؤوليات كافة الجهات المشاركة بالعملية من مدراء الإصدار إلى مصارف الاكتتاب ... وهي جميعاً مشتركة بين الأسهم والسندات.

2 – الجوانب التنظيمية والإدارية:

تطرق الدليل الإرشادي لإصدار وطرح الأوراق المالية إلى الجوانب التنظيمية والإدارية المتعلقة بإصدار السندات من خلال:

1 – مناقشة الخطوات الواجب اتباعها للحصول على موافقة هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لإصدار وطرح السندات

✓ الخطوة الأولى: استصدار قرار من الجمعية العامة غير العادية والحصول على موافقة وزارة الاقتصاد (وزارة التجارة الداخلية وحماية المستهلك حالياً) مع موافقة الجهات المختصة صاحبة الحق في الترخيص.

✓ الخطوة الثانية: تقديم طلب الموافقة على إصدار السند إلى مجلس مفوضي الهيئة مرفق معه كافة الوثائق المطلوبة، حيث يتوجب على المجلس اتخاذ القرار خلال مدة 45 يوم، إما بالموافقة أو بتعليق الموافقة لحين تأمين بيانات أو معلومات أخرى أو وثائق مثل شهادة تقييم ائتماني، أو برفض هذا الطلب.

✓ الخطوة الثالثة: إعداد وتقديم نشرة الإصدار وإعلان الإصدار لاعتماده من قبل الهيئة. والبدء بالترويج للطرح.

ويذكر أنه على الرغم من أن الأحكام القانونية السائدة لا تستلزم من الشركات الراغبة في إصدار سندات الحصول على تقييم ائتماني من قبل شركات تقييم الجدارة الائتمانية، إلا أن الهيئة قد تطلب

من الشركات الراغبة بإصدار مثل هذه الأدوات تقديم شهادة تقييم ائتماني من مؤسسة أو أكثر من مؤسسات التقييم الائتماني، وذلك لاعتماد الإصدار. وتعرّز الحاجة لطلب شهادة للتقييم في الحالات التالية أو واحدة منها:

- ✓ عند إصدار سندات غير مضمونة تزيد فترة استحقاقها عن عامين أو أكثر.
- ✓ حجم إصدار كبير يفوق على سبيل المثال 100 مليون ليرة سورية.
- ✓ خسارة الشركة المصدرة للسندات لجزء من رأس مالها.

وتجدر الإشارة إلى أن درجة التقييم الائتماني الممنوحة للشركة طالبة الإصدار يجب ألا تقل عن المستوى الدال على قدرة هذه الشركة على الوفاء بالتزاماتها نحو حملة هذه السندات في موعد استحقاق قيمتها.

2 - تحديد نماذج كل من: استمارة طلب الموافقة على إصدار أسناد القرض والوثائق المطلوب رافقها اعتماداً على المادة /4/ من نظام إصدار وطرح الأوراق المالية⁹. نشرة إصدار أسناد القرض، ونموذج الاعلان لطرح الأسناد.

3 - الجوانب المتعلقة بعملية إدراج أسناد القرض في سوق دمشق للأوراق المالية:

تضمن نظام قواعد وشروط الإدراج وتعديلاته الصادر عن مجلس إدارة سوق دمشق للأوراق بالقرار رقم /505/ تاريخ 2010/1/17 والمصادق عليه من قبل الهيئة، الأحكام الناظمة لعملية إدراج السندات في السوق، حيث حدد القسم الرابع منه كل من شروط ادراج أسناد القرض¹⁰ والمرفقات والثبوتيات المطلوبة.

بالنتيجة:

-
- 9
- نسخة معتمدة من النظام الأساسي للجهة المصدرة وفقاً لآخر تعديل.
 - قرار الهيئة العامة بإصدار الورقة المالية معتمداً من وزارة الاقتصاد والتجارة (حالياً وزارة التجارة الداخلية وحماية المستهلك)، والمستندات والتقارير التي عرضت عليها في هذا الشأن.
 - نسخة للقوائم والبيانات المالية معتمد من مراقبي الحسابات عن السنوات الثلاث السابقة على الطرح أو عن المدة من تاريخ التأسيس حتى الطرح أيهما أقل.
 - نوع الورقة المالية المزمع إصدارها وبيانات وافية عنها وبيان ماهية الطرح.
 - العائد المتوقع لهذه الورقة وكيفية حسابه.
 - شروط ومواعيد استرداد الورقة المالية.
 - بيان بمصاريف الإصدار في حالة تقريرها وكيفية حسابها.
 - إيصال بسداد الرسوم المعتمدة من قبل الهيئة.
 - نسخة من نشرة الإصدار وإعلان الطرح وفق الصيغة المعتمدة من قبل الهيئة.
 - أية بيانات إضافية يراها المجلس ضرورية.
- ¹⁰ أن تكون الشركة المصدرة شركة مساهمة مدرجة في السوق، وقد حققت ربحاً صافياً في آخر ثلاث سنوات مالية، وأن لا يقل هذا الربح في أي من هذه السنوات عن 5%/ من رأس مال الشركة، وأن تتمتع بأوضاع مالية سليمة وبمكانة وسمعة جيدة داخل القطاع الذي تنتمي إليه، وأن تكون ملتزمة بأحكام قانون السوق والأنظمة والتعليمات الصادرة بموجبه.

يمكننا القول أن القوانين والأنظمة وفرت البيئة القانونية والتنظيمية لإصدار أسناد القرض من قبل الشركات المساهمة، لا بل اعتبرت أن ذلك من حقها بموجب قانون الشركات رقم /29/ لعام 2011، ونظام إصدار وطرح الأوراق المالية والدليل الإرشادي لإصدار وطرح الأوراق المالية، إلا أنها وضعت قيوداً على موضوع تداول تلك الأسناد في سوق دمشق للأوراق المالية، من خلال نظام قواعد وشروط إدراج الأوراق المالية وتعديلاته.

تقييم التجربة السورية في مجال إصدار السندات:

1. من خلال الإطلاع على المرسوم رقم /60/ لعام 2007 وتعليماته التنفيذية الصادرة بالقرار رقم /1329/ لعام 2008، نجد أن الهيكلية القانونية والإدارية قد تضمنت:
 - أ- تحديد مفهوم الدين العام والأوراق الحكومية.
 - ب- شكل لجنة إدارة الأوراق المالية الحكومية.
 - ت- آلية إصدار السندات وآلية تحديد سعر الفائدة.
 - ث- دليل الإجراءات للأوراق المالية والذي حدد الملامح التفصيلية والفنية والتنشغيلية لإصدار الأوراق المالية الحكومية.
2. جاءت التجربة تنفيذا للخطة الخمسية العاشرة.
3. تعتبر وزارة المالية الجهة المسؤولة عن إصدار وإدارة الدين العام، بما في ذلك إدارة السيولة الحكومية قصيرة الأجل.
4. تم طرح عدة مزادات خلال العامين 2010 – 2011
5. اقتصر العارضون المؤهلون للدخول في المزاد على المصارف العاملة ومصرف سورية المركزي.
6. إقبال المصارف العاملة المشاركة (وهي مصارف القطاع العام) للمشاركة في المزادات التي أجرتها الحكومة في عام 2010 لم يكن بدافع الاستفادة من معدلات الفائدة حيث أنها كانت دون مستوى تكلفة الأموال المودعة لديها، إلا أن المصارف استخدمت شريحة السيولة ذات التكلفة الصفرية أو المنخفضة للمشاركة في هذه المزادات.
7. وصلت معدلات الفائدة إلى أقل من 2.5% حيث يجوز للجنة إدارة الأوراق المالية الحكومية تحديد مدى مستهدف أي حد أعلى وحد أدنى لسعر الفائدة. (عند رفع تكلفة التمويل إلى

مستوى 2.7% في المزاد الثالث الذي تم إجراءه رفضت وزارة المالية وألغت المزاد مع الإشارة إلى أن متوسط تكلفة التمويل في تلك الفترة في المصارف تراوح ما بين (5-7%) .
8. جاء هذا المرسوم مع سعي الحكومة لافتتاح وتفعيل سوق دمشق للأوراق المالية إلا أنه لم يتم تداول هذه الأوراق في السوق على الرغم من ورود جوازية التداول في سوق دمشق للأوراق المالية وفق المادة /16/ من المرسوم وذلك بعد موافقة لجنة ادارة الأوراق المالية الحكومية.

ومن خلال ذلك تظهر الحاجة إلى تفعيل سوق أدوات الدين العام في ظل الاستفادة من التجربة السابقة-الهيكيلية القانونية والإدارية والتشغيلية- والوقوف على نقاط الخلل والضعف أو نقاط القوة ومدى انسجامها مع تحقيقها للأهداف المحددة في المرسوم 60 لعام 2006¹¹ .

متطلبات النجاح:

1 – الأهمية:

يجب أن يلقي تفعيل سوق السندات أهمية لدى صانعي السياسات الاقتصادية والمالية في سورية، في إطار استراتيجية وطنية تضع تطوير أسواق المال بشكل عام وأسواق أدوات الدين المتنوعة بشكل خاص كأولوية رئيسية لها وذلك بالاستفادة من الإطار التشريعي والقانوني الموجود حالياً والتأكيد على اجراء التعديلات التي تساعد على إزالة العوائق أمام تفعيل وتطوير هذه السوق.

2 – الدور الإشرافي والرقابي:

ضرورة وجود تنسيق وتناغم بين مختلف الجهات الإشرافية والرقابية والمتعاملين في السوق، وذلك من خلال وضع إطار لاستراتيجية تضمن تفعيل هذه السوق¹² وتطويره لتحقيق الهدف الرئيسي له، وبما يكفل تناغم التشريعات والأنظمة المتعلقة بهذه السوق وعدم ازدواجية الأدوار الإشرافية، وتسهيل آليات التداول.

- وزارة المالية: يتمثل دورها بشكل رئيسي في تحديد حجم التمويل المطلوب بناءً على الخطط والمشاريع المنوي تنفيذها ووفق إطار زمني محدد، إضافة الى تحديد التكلفة

¹¹يمكن التعرف على نتائج التجربة والوقوف على نقاط القوة والضعف من قبل وزارة المالية.

¹² من مهام لجنة إدارة الأوراق المالية الحكومية: وضع الاطار العام لسياسات واستراتيجيات إدارة الأوراق المالية الحكومية، ودراسة المقترحات والتوصيات المقدمة من الجهات الحكومية المعنية وتحديد أهداف واضحة على المدى القصير والطويل لادارة هذه الأوراق.

المقدرة للتمويل، وتحديد مصادر تغطية وتسديد الديون وذلك حفاظاً على ثقة المستثمر ونجاح عملية الإصدار واستمراريتها.

- مصرف سورية المركزي: إدارة المزادات المرافقة لعملية الإصدار من حيث إجراء كافة التسويات والترتيبات اللازمة وذلك بالتنسيق الكامل مع وزارة المالية، والتدخل لمنع انحراف تكلفة التمويل عن التكلفة المقدرة وذلك من خلال: إما التدخل المباشر في المزاد والمشاركة كمستثمر بما يتيح خفض تكلفة التمويل وإعطاء إشارة واضحة لمعدل الفائدة المرغوب، أو من خلال التدخل غير المباشر وعدم المنافسة مع وزارة المالية بحيث تكون الأولوية لتلبية احتياجات وزارة المالية.

- هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية: عن طريق تعديل بعض القوانين وإيجاد الأنظمة اللازمة لادراج وتداول هذه الأوراق في سوق الأوراق المالية والتنسيق مع سوق دمشق للأوراق المالية للبحث في كافة الإجراءات اللوجستية الضرورية لعملية الادرار والتسوية، ورفع الوعي الاستثماري بأهمية ومزايا الاستثمار في قطاع الأوراق المالية ووضع خطة فاعلة سواء على مستوى الشركات المساهمة العامة أو شركات الخدمات والوساطة المالية أو على مستوى المؤسسات (النقابات- صناديق التقاعد....) توضح آلية عمل سوق أدوات الدين وأهميتها كأداة للتمويل والاستثمار.

3 – إدارة الدين العام:

يتطلب إدارة الدين العام بكفاءة عالية وضع استراتيجية واضحة من قبل صانعي السياسات المالية والاقتصادية على مستوى البلد، مثل لجنة الأوراق المالية الحكومية، لإدارة الأموال المتأتية من خلال إصدارات الدين العام، بحيث يتم تحديد الهدف الأساسي لإصدار أدوات الدين العام، ونوع الأدوات في المرحلة الراهنة والمجالات التي تنفق فيها تلك الأموال، وكيفية سدادها مستقبلاً، ودراسة أثرها على الاقتصاد الوطني كما نبين في الفقرة التالية.

4 – الأثر على الاقتصاد:

يمارس سوق الدين دوراً هاماً في الاقتصاد من خلال التأثير الذي يتركه في كل من سوق النقد والسوق المالية، وذلك من خلال:

أ- نوع ومصدر الدين ونوع السندات، فقد يكون مصدر الدين حقيقي شركات غير مالية (شركات منتجة)، بالتالي قد يؤدي وظيفة استثمارية مهمة، أو قد يكون ظاهري مصدره

الشركات المالية (المشتقات والخيارات)، بالتالي قد تكون آثاره الاقتصادية الحقيقية غير ذات أهمية.

ب- استخدام الأموال المتأتية من إصدار السندات -خاصة في مجال أدوات الدين العام- حيث يعتبر هذا العامل من العوامل المهمة جداً في موضوع سوق أدوات الدين العام، فهناك خيارات متاحة أمام الدولة في استخدام حصيلة طرح هذه الأدوات كما حدد المرسوم رقم 60/ لعام 2007، إما في تمويل نفقات جارية تساعد الحكومة في توسعة الطلب المحلي وزيادة معدلات الاستهلاك والادخار لدى الأفراد والشركات (ضبط استقرار نسبي للأسعار وخفض معدلات التضخم¹³)، أو في مشاريع حيوية منتجة تحتاج إليها البلاد خلال الأزمة سواء كانت متوسطة أم طويلة الأجل (لتغطية عجز الموازنة، للتوسع في الانفاق الحكومي....)، مثل مشاريع البنية التحتية بشكل يسهم في نمو الناتج المحلي، أو لكلا السببين بحيث يتضمن هذا السوق أدوات قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.

ت- كيفية سداد الدين، أو مصدر الأموال التي ستستخدم لسداد الدين، إذ يمكن سداد الدين العام من خلال تخصيص إيرادات محددة لسداد تلك الديون (تخصيص مصادر الدين في تمويل الاستثمارات والمشاريع المنتجة، بشكل يؤدي إلى زيادة الإنتاج وزيادة معدل نمو الناتج المحلي)، أو اللجوء إلى فرض ضرائب غير مباشرة، أو فرض الضرائب المباشرة على الفعاليات الاقتصادية الخاصة التي من المفترض أن تشكل الجزء الأكبر من الموارد العامة للدولة¹⁴، أو من خلال التوسع في طرح النقود (الاقتراض المباشر من المصرف المركزي). إن تكلفة إصدار السندات تبقى أقل من تكلفة الاقتراض المباشر من المصرف المركزي وما يترتب عليه من آثار اقتصادية سلبية.

تفعيل السوق الثانوية:

التي تتيح إمكانية تداول وتسجيل سندات الدين بأنواعها وتؤمن مزايا التقييم العادل للورقة المالية. كما تتيح إمكانية إعادة شراء الورقة المالية من قبل المصدر نفسه وفقاً لشروط وضوابط محددة. تلعب السوق الثانوية أيضاً دوراً هاماً في تعزيز دور المصرف المركزي واستكمال الإطار

¹³ مع ملاحظة أن استخدام الأموال في تغطية النفقات الجارية سيفيد في معالجة التضخم على المدى القصير حيث إن إعادة الأموال إلى السوق أي تسديد الديون إلى مستحقيها سيقوض من النتائج المرجوة من إصدار هذه الأدوات.

¹⁴ وهنا لا بد من التأكيد على فرض مزيد من الإجراءات الرقابية على المكلفين ضريبياً وتعزيز سبل التحقق من نتائج أعمال المؤسسات والشركات، والتدقيق على عمل مكاتب وشركات التدقيق، وفرض العقوبات في حق المؤسسات والشركات ومكاتب التدقيق المخالفة

التشغيلي اللازم لتفعيل السياسة النقدية وامتلاك الأدوات التي تمكنه من إدارة السيولة (عمليات السوق المفتوحة) وفقاً لاحتياجات الاقتصاد الوطني.

5 – توسيع قاعدة المستثمرين وتنويعها:

يعتبر توسيع قاعدة المستثمرين وتنويعها لتشمل المستثمرين من المؤسسات والهيئات المختلفة كصناديق التقاعد والنقابات وشركات التأمين وبنوك الاستثمار، من أبرز التحديات ليس فقط في نجاح سوق السندات وإنما في نجاح أي سوق مالي، وقد يتطلب الأمر جهود خاصة سواء من خلال عمليات التوعية أو من خلال إصدار التشريعات الكفيلة بدخول هؤلاء المستثمرين إلى السوق، لما لذلك من أثر كبير على تحسين إدارة المخاطر وتعزيز السيولة. فالكثير من النقابات وصناديق التقاعد لديها السيولة الكفيلة بتنشيط الاستثمار في هذا السوق وقد تكون بحاجة إلى توفر هذه الأدوات المالية لاستثمار أموالها بها، كما أن تطوير القطاع المالي غير المصرفي القادر على جذب المدخرات طويلة الأجل يظل تحدي مهم في هذا الإطار، وقد يتطلب الأمر تعزيز التشريعات القائمة أو إصدار تشريعات جديدة وخلق الحوافز اللازمة لتطوير أنشطتها.

وتجدر الإشارة إلى أن مسؤولية توسيع قاعدة المستثمرين بالشكل السابق هي مسؤولية لا تقع على عاتق هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وحدها، وإنما هي مسؤولية مشتركة بين اللاعبين الأساسيين في القطاع المالي والنقدي كالمصرف المركزي وهيئة الإشراف على التأمين.....

6 – نوع أدوات الدين:

من القضايا المهمة أيضاً تحديد نوع السندات التي يمكن للشركات إصدارها أو أدوات الدين العام المطلوبة في المرحلة الراهنة، وإمكانية إصدار أنواع محددة تعطي حماية أكبر للمستثمرين من المخاطر خاصة تلك المخاطر المتعلقة بالتضخم وتغيرات سعر الصرف، كإصدار سندات ذات فائدة متغيرة مثلاً أو دراسة نوع الضمانات المقدمة أو الرهون أو غير ذلك...

7 – معدلات الفائدة:

وضع دراسة لمعدلات الفائدة أو حدودها (سعر الفائدة المرجعي واعتماد نافذة الخصم) ومدى علاقتها مع الفوائد في القطاع المصرفي سواءً فوائدهم الإقراض أو الإيداع، أو معدلات الفائدة على أدوات الدين الحكومي في حال إصدارها حيث يساعد سعر الفائدة المرجعي في توفير الأساس اللازم لتسعير الأصول بشكل عادل.

8 – التقييم الائتماني:

تضافر الجهود المبذولة من قبل الأطراف المختلفة لتوفير البيئة المناسبة لإنشاء مؤسسات تعنى بتقييم الجدارة الائتمانية لما لوجودها من دور أساسي في تقديم صورة واضحة ودقيقة عن الملاءة المالية للجهة المصدرة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها المستقبلية. وعليه فإنه من الضروري إيجاد الإطار القانوني الذي يسمح لشركات التقييم الائتماني الدولية بالعمل في سورية لتقديم هذه الخدمة في ظل عدم توفر الخبرات الوطنية اللازمة في هذا المجال.