

ملاحظات حول طرق التمويل الحديثة للمؤسسات الجزائرية، مع الإشارة إلى حالة القرض السندي لمؤسسة سوناطراك

بوكساني رشيد

أستاذ محاضر جامعة بومرداس، عضو بالمخبر

صيودة ايناس

أستاذة مساعدة جامعة بومرداس

ملخص: إذا كانت المؤسسات الاقتصادية في الدول المتقدمة قد تجاوزت الكثير من الصعوبات التمويلية وذلك بفضل ابتكار واستخدام تقنيات جديدة على مستوى البنوك بما يمكنها من التحكم في المخاطر والتكاليف، ومن ثم التوجه نحو خدمة هذا القطاع، فإن على مثيلاتها في دول الجنوب عامة والجزائر خاصة لازالت تواجه الكثير من صعوبات التمويل التي أصبحت فعلا تعيق تطورها بدء من مرحلة الإنشاء إلى التوسع وهذا نظرا لأن منح القروض المصرفية، يتطلب فضلا عن دراسة الجدوى، توفر الضمانات الكافية لمنح القروض ومخاطر أخرى.

ولهذا أصبح من الضروري البحث عن بدائل تمويلية خارج القطاع المصرفي التقليدي، وهنا فإن للدولة دور كبير في دعم أساليب التمويل المختلفة وذلك من خلال تفعيل دور الهيكل الموجودة وطرح مصادر أخرى للتمويل وذلك مثل الاعتماد الإيجاري، شركات رأس المال المخاطر والقرض السندي. وهذه الأساليب وإن كانت كلاسيكية في دول أخرى فهي تدخل حديثا إلى الجزائر ولها تجربة خاصة مثل القرض السندي لسوناطراك 1998 و2003، وهو ما نحاول تسليط بعض الضوء عليه في هذه الورقة.

تمهيد:

تعتبر وظيفة التمويل من الوظائف البالغة الأهمية في مختلف المنشآت، ذلك لما يترتب عليها اتخاذ مجموعة من القرارات، أهمها تلك القرارات المتعلقة باختيار مصادر التمويل والقرارات المتعلقة بالانتماء وبناء على ذلك فإن الإدارة المالية، تبدأ باختيار مصادر التمويل بعد القيام بمهمة تحديد كمية احتياجاتها من الأموال و قد يكون عليها أن تقرر كيفية المزج بينها من حيث الكم و النوع والمصدر، مع الأخذ في الحسبان تأثير المديونية على ربحية المؤسسة وقيمتها الإضافية إلى المزيج المقبول والمناسب للمؤسسة. وتبدأ هذه العملية من البحث واختيار أسلوب التمويل الذي يرتبط ويتحدد بالسياسة المالية للمؤسسة، وسوف نتطرق إلى ثلاثة طرق للتمويل الحديث وهي التمويل الإيجاري ذي الجذور القديمة والتمويل عن طريق شركات رأسمال المخاطر ثم القرض السندي، التي قامت شركة سوناطراك بتجربة خاصة في السنوات الأخيرة مع اتجاه الاقتصاد الوطني

نحو اقتصاد السوق. فما هي تجربة الجزائر في هذه الطرق الحديثة للتمويل وهل كان القرض السندي لسوناطراك لأغراض مالية بحتة؟

وللإجابة على هذا السؤال سوف ينقسم محتوى هذه الورقة إلى ثلاثة محاور، أولها عن القرض الإيجاري والثاني عن شركات رأس المال المخاطر وبعدهما طريقة القرض السندي وتجربة سوناطراك في الموضوع لسنة 1998 ثم سنة 2003.

1- التمويل عن طريق الائتمان الإيجاري

من أجل القيام بنشاطها واستثماراتها على المؤسسة توفير الأموال اللازمة التي تمكنها من توفير مستلزمات النشاط الضرورية، ولأجل ضمان ذلك تقوم بمجموعة من العمليات والأنشطة التي توفر بها الأموال المناسبة. فالتمويل هو عملية إيجاد وتخصيص الموارد المالية اللازمة ومن مختلف مصادرها، من أجل توظيفها في مشاريع استثمارية أو تمويل عمليات الاستغلال بهدف ضمان استمرار نشاط المؤسسة.

1.1- نظرة على طرق ومصادر التمويل التقليدية

وتنقسم مصادر التمويل التقليدية المتاحة للمؤسسة تبعا لمعيار العلاقة بالمؤسسة إلى داخلية أو ذاتية ومصادر تمويل خارجية. والتمويل الذاتي يسمح لها بتمويل نشاطها بواسطة أموالها الخاصة ويقصد به مقدرة المؤسسة على تمويل نفسها من مصادرها الداخلية ويعتبر مؤشرا عن قدرة المؤسسة المالية وله دور في تحديد صحتها المالية. كما يعتبر عنصرا من عناصر التقييم المستعمل من طرف البنك¹. وهو التدفق النقدي الذي تحتفظ به المؤسسة بعد توزيعها للأرباح². وتكمن أهمية التمويل الذاتي في كونه يعبر عن مدى ملاءة المؤسسة التي تشكل عنصرا هاما في إمكانية الاقتراض³.

لكن التمويل الذاتي قد لا يكفي لتغطية كل احتياجات المؤسسات التي تتوسع في نشاطاتها خارج قيد امكاناتها الخاصة وضمن سياسة التمويل المتبعة، فهي تلجأ إلى مصادر التمويل الخارجية. ومن المصادر الأساسية للتمويل الخارجي قصير الأجل نجد الائتمان التجاري الذي يعرف على أنه ذلك القرض الممنوح لمؤسسة معينة نتيجة شراء مواد أولية أو بضاعة دون أن يترتب عليها دفع قيمة هذه المشتريات نقدا، إنما تأخذ صفة المشتريات الآجلة⁴.

أما عن المصادر الخارجية طويلة الأجل فهي الأموال التي تتوفر للمؤسسة لتمويل القروض الاستثمارية المتاحة، ويمكن تقسيمها على أساس تركيبة الهيكل

المالي أي إلى أموال الملكية المتمثلة في الأسهم العادية والممتازة، والأموال المقترضة المتمثلة في السندات والقروض طويلة الأجل.

ومع تزايد الحاجة إلى التمويل وتغير طرق التسيير ودخول تكنولوجيا المعلومات والتطور السريع الذي شهده الاقتصاد الدولي، إتجه المتعاملون إلى بدائل تمويلية خارج القطاع المصرفي التقليدي ضمن ما يسمى بالطرق الحديثة للتمويل.

1.2- ظهور التمويل عن طريق الائتمان (الاعتماد) الايجاري

لقد ظهر الائتمان الايجاري منذ القدم، أي أنها تقنية تمويل قديمة حيث عرفت أول عملية تأجير في عهد السومريين قبل 2000 عام قبل الميلاد، وذلك من خلال تأجير العتاد الضروري للفلاحة⁵، كما جاءت في قانون حمورابي وعرفت كذلك في عهد الرومان. إلا أن فكرة الائتمان الايجاري في صورتها الأصلية المعروفة باصطلاح "leasing" ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية لدى رجل الصناعة الأمريكي "D.P Booth junior"⁶، الذي كان يملك مصنعا صغيرا لإنتاج بعض المواد الغذائية المحفوظة. إذ في سنة 1950 لم يكن يملك المعدات اللازمة لمواجهة إنتاج كمية طلبية كبيرة للقوات المسلحة الأمريكية، كما لم تكن لديه الأموال الكافية لشراء مثل هذه المعدات، وانطلاقا من هذا توصل "Booth" إلى فكرة استئجار مثل هذه المعدات بدلا من شراءها.

ورغم عدم قدرته على الحصول على مؤجر لتلك الآلات وعجزه على تلبية صفقة القوات المسلحة، إلا أنه تمكن من اكتشاف أن استئجار المعدات والآلات اللازمة للإنتاج يمكن أن يكون مصدرا للأرباح المتعظمة⁷. وهكذا قام "Booth" بتأسيس أول شركة للتأجير في الو.م. أ سنة 1952م وأطلق عليها اسم "United States leasing corporation"⁸.

وكان أول ظهور لهذه التقنية في أوروبا في بداية الستينيات من القرن العشرين، وقد تم إبرام أول العقود الخاصة بالاعتماد الايجاري في فرنسا سنة 1962، من قبل شركة "locafrance" وتحت تسمية "leasing". بعدها بدأت دول العالم الثالث في اكتشاف الاعتماد الايجاري.

1.3- تعريف الاعتماد الايجاري

الاعتماد الايجاري هو عقد من خلاله يلتزم أحد الأطراف (المستأجر) بالتسديد للطرف الآخر (المؤجر) سلسلة من الدفعات الدورية التي مجملها يفوق ثمن شراء الأصل موضوع العقد، وعادة هذه الدفعات تمتد لتغطي الجزء الأكبر من الحياة الاقتصادية الأصل المقتنى.⁹

أما القانون الجزائري فقد عرفه في مادته الأولى والثانية من القانون التشريعي المتعلق بالانتماء الإيجاري¹⁰ كمايلي: يعتبر الاعتماد الإيجاري موضوع هذا الأمر عملية تجارية ومالية: يتم تحقيقها من قبل البنوك والمؤسسات المالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونياً ومعتمدة، مع المتعاملين الاقتصاديين الجزائريين أو الأجانب أشخاصاً طبيعيين كانوا أم معنويين تابعين للقانون العام أو الخاص؛ قائمة على عقد إيجار يمكن أن يتضمن أو لا يتضمن حق الخيار بالشراء لصالح المستأجر؛ وتتعلق فقط بأصول منقولة أو غير منقولة ذات الاستعمال المهني أو بالمحلات التجارية أو بالمؤسسات الحرفية.

من خلال هذا يمكن استنتاج أن الانتماء الإيجاري: عملية تمويل أصول رأسمالية ليس بهدف قيام المشتري بتملك الأصول أو تملكها للمستأجر، وإنما يهدف إلى إتاحة فرصة للعمل لاستخدامها مقابل أداء قيمة إيجارية يتفق عليها. وتقوم العملية أساساً بين ثلاث أو أربعة أطراف، ويقوم بموجبها المستأجر وهم مستخدم الأصل الإنتاجي بدفع مبالغ دورية للمؤجر تكفي قيمة استرجاع رأس المال، مقابل حقه في الحصول على الأصل الإنتاجي واستخدامه.

هناك عدة أسباب تجعل من الاعتماد الإيجاري هاما وجذابا منها¹¹: إقدام أكبر المؤسسات العالمية المتطورة، خاصة الأمريكية، على التعامل بهذه التقنية مع زبائنهم؛ ظهور عدد كبير من المؤسسات المالية المتخصصة في مجال ممارسة وتطبيق هذه التقنية؛ توجه المصارف نحو فتح فروع لها تتخصص في منح قرض الإيجار المنقول أو العقاري على حد سواء، أو إدماج هذا النشاط ضمن نشاطاتها التقليدية لما أثبتته من مردودية أكيدة بضمانات قوية وأخطاء ضئيلة؛ المرونة، السرعة والبساطة يتسم بها قرض الإيجار وكذا التحفيزات المصاحبة له خاصة الجبائية.

1.4- أنواع الاعتماد الإيجاري

يتخذ الاعتماد الإيجاري أشكالا عديدة، وذلك حسب عدة اعتبارات، ووفقا للمرسوم التنفيذي رقم 09/96 المؤرخ بتاريخ 10/01/1996 نذكر منها:

1.4.1- الاعتماد الإيجاري حسب طبيعة العقد: ينقسم هذا النوع إلى إيجاري

مالي وتشغيلي:

أ- الاعتماد الإيجاري المالي: في الجزائر وحسب المادة الثانية من المرسوم 09/96 المذكور سلفا، المتعارف بالاعتماد الإيجاري يعتبر قرضا إيجاريا ماليا إذا تم تحويل كل الحقوق، الالتزامات، المنافع، المساوئ والمخاطر المرتبطة بملكية

الأصل المعني إلى المستأجر، ويعني هذا أن مدة العقد كافية لكي تسمح للمؤجر باستعادة كل نفقات رأس المال مضافا إليها عوائد هذه الأموال المستثمرة.

ب- الاعتماد الإيجاري التشغيلي (العملي): حسب المادة الثانية من المرسوم 09/96¹²، يعتبر انتمانا إيجاريا عمليا إذا لم يتم تحويل كل الحقوق، الالتزامات، المنافع، المساوي و المخاطر المترتبة عن ملكية الأصل إلى المستأجر، وهذا ما يسمح بالقول أن جزء من كل هذا يبقى على عاتق المؤجر، و بالتالي فإن فترة العقد غير كافية لكي يسترجع المؤجر كل نفقاته و هذا ما يؤدي إلى انتظاره لفترة أخرى لاستعادة ما تبقى من النفقات سواء بتجديد العقد أو بيع الأصل.

1.4.2- الاعتماد الإيجاري حسب طبيعة موضوع العقد: ينقسم إلى ما يلي:

1.4.2.1- الاعتماد الإيجاري للأصول المنقولة: يستعمل هذا النوع من التأجير من طرف المؤسسة المالية لتمويل الحصول على أصول منقولة تتشكل من تجهيزات وأدوات استعمال ضرورية لنشاط المؤسسة المستعملة.

1.4.2.2- الاعتماد الإيجاري للأصول غير المنقولة (العقارات): يعتبر عقد إيجار العقارات عقدا يمنح من خلاله طرف يدعى: "المؤجر" وعلى شكل تأجير لصالح طرف آخر يدعى "المستأجر" مقابل الحصول على أقساط إيجار واحدة ثابتة، أصولا ثابتة مهنية اشتراها أو بنيت لحسابه، مع إمكانية المستأجر الحصول على ملكية مجمل الأصول المؤجرة أو جزء منها في أجل أقصاه انقضاء مدة الإيجار.

1.4.2.3- الاعتماد الإيجاري المتعلق بالمحلات التجارية والمؤسسات الحرفية:¹³ يعتبر سنداً يمنح من خلاله طرف يدعى المؤجر على شكل تأجير مقابل الحصول على أقساط إيجار و لمدة ثابتة لصالح طرف يدعى "المستأجر"، محلا تجاريا أو مؤسسة حرفية من ملكه مع الوعد من جانب واحد بالبيع لصالح المستأجر بمبادرة منه عن طريق دفع سعر متفق عليه يأخذ بعين الاعتبار على الأقل جزئيا الأقساط التي تم دفعها بموجب أقساط الإيجار، مع عدم إمكانية المستأجر إعادة التأجير للمحل التجاري أو هذه المؤسسة الحرفية لصاحب الملكية الأول.

1.4.3- الاعتماد الإيجاري حسب الإقامة: نجد حسب هذا المعيار نوعين

هما:

1.4.3.1- الاعتماد الإيجاري المحلي (الوطني): يمكن الحديث عن اعتماد إيجاري محلي عندما تجمع العملية شركة تأجير أو مصرف أو مؤسسة مالية بمتعامل اقتصادي وكلاهما مقيمان في الجزائر.¹⁴

1.4.3.2- الاعتماد الإيجاري الدولي: يمكن القول عن الاعتماد الإيجاري أنه دولي عندما يكون العقد يركز على¹⁵: إمضاء بين متعامل اقتصادي مقيم في الجزائر و شركة تأجير أو مصرف أو مؤسسة مالية غير مقيمة في الجزائر أو إمضاء بين متعامل اقتصادي غير مقيم في الجزائر وشركة تأجير أو مصرف أو مؤسسة مالية مقيمة في الجزائر.

وتنشأ عملية الاعتماد الإيجاري بين ثلاثة أو أربعة أطراف وتتمثل في المؤجر، المستأجر، المورد(المنتج) والمقرض.¹⁶ حيث أن المورد هو الطرف الذي يسلم الأصل المطلوب من طرف المؤجر، المؤجر أي مؤسسة القرض الإيجاري التي تقبل بتمويل العملية، المستأجر الطرف الذي تتم عملية التأجير لصالحه، المقرض الذي يقدم خدماته المصرفية والمتمثلة في منح القروض إلى المستأجر أو المؤجر أو يشارك في إقامة شركة الاعتماد الإيجاري.

1.5- مزايا وعيوب الاعتماد الإيجاري

للاعتدال الإيجاري العديد من المزايا مقابل عدد من العيوب، وهي عناصر يجب أخذها بعين الاعتبار عند التعامل معه، ومنها على الخصوص:

1.5.1- مزايا الاعتماد الإيجاري : لهذه الطريقة في التمويل العديد من المزايا على مختلف الأصعدة نذكر منها ما يلي: دفع عجلة التنمية الاقتصادية، ذلك أن الائتمان الإيجاري لا يتطلب التمويل الكامل بنسبة 100% لتشغيل أصول رأسمالية تتمثل إنتاجيتها إضافات للنتاج القومي مما يدفع ببرامج التنمية؛ كما يسمح الاعتماد الإيجاري للمؤجر بالحصول على عوائد معتبرة، وذلك من خلال الفرق بين مجموع الإيجارات عند نهاية العقد المدفوعة من طرف المستأجر، والقيمة الحقيقية للأصل المؤجر؛ ويعتبر الاعتماد الإيجاري بالنسبة لأي مؤسسة بديلا جيدا في حالات التوسعات الجديدة أو الإضافات الرأسمالية عن طرحها لأسهم جديدة أو البحث عن شركاء جدد وما يكلف ذلك من صعوبات ومصاريف مختلفة؛ وأيضا يعتبر الاعتماد الإيجاري وسيلة لترقية ونمو مبيعات المورد وبالتالي الرفع من رقم أعماله وهذا يخلق أسواق ومنافذ جديدة.

1.5.2- عيوب و مخاطر التمويل بالاعتماد الإيجاري: بالرغم من الإيجابيات والمنافع التي يتمتع بها الاعتماد الإيجاري والتي تعود على كل من المؤسسة المؤجرة، المستأجرة، المورد وأيضاً على الاقتصاد الوطني، فإننا نلمس بعض

السلبات و المخاطر التمويلية نذكر منها:¹⁷ ارتباط المستأجر مع المؤجر بعقد ملزم لكل طرف، يحد من إمكانية المستأجر في تغيير العتاد أو نقله دون إذن من المؤجر؛ في حالة إفلاس المستأجر أثناء الإيجار، من حق المؤجر استرجاع الاستثمار وبيعه في السوق، فمبلغ رأس المال المتبقي وغير المهلك يكون حتما أقل من القيمة السوقية للاستثمار، فهنا يواجه المؤجر خطرا مقابل انخفاض قيمة رأس المال المتبقي.

1.6- تجربة الاعتماد الإيجاري في الجزائر

مع تزايد تطور أهمية القرض الإيجاري في الكثير من البلدان أعيد النظر فيه على المستوى الوطني من خلال قانون خاص بهذا النوع من أنواع التمويل و ذلك وفقا للأمر 96 - 09 بتاريخ 10/01/1996، الذي تناول قرض الإيجار من جوانب عديدة حتى يسهل اعتماده واستعماله. وبعد التأطير القانوني والتنظيمي لصيغة التمويل التأجيري في الجزائر وتقديم المزايا الجبائية والجمركية التي تصاحب تطبيق هذه الصيغة، ظهرت بعض التجارب في هذا الميدان إلا أن عملياتها تتسم بالضيق والحذر الشديدين، ونذكر منها:

1.6.1- شركة SALEM: * تعتبر هذه الشركة فرعا من فروع الصندوق الوطني للتعاون الفلاحي ** CNMA ، وهي شركة ذات أسهم معتمدة من طرف بنك الجزائر في القرار رقم 03/97 المؤرخ في 28/05/1997، تخضع لأحكام القوانين والتنظيمات المعمول بها في الجزائر، وخاصة القانون 96-09 بتاريخ 10/01/1996 المتعلق بالاعتماد الإيجاري.¹⁸ يقدر رأسمالها الاجتماعي بـ 1.650.000.000 دج، موزع بين CNMA بـ 1.000.000.000 دج و بنوك SOFINANCE, CNEP, CPA, BADR بـ 650.000.000 دج.

أما عن ميدان نشاط الشركة فيشمل ما يلي:¹⁹ قطاع الفلاحة بمختلف أحجامه، أشكاله وأنواعه؛ قطاع الصيد البحري و كل النشاطات المتعلقة به؛ التجهيزات الصناعية؛ تمويل المشاريع الصغيرة و المتوسطة.

1.6.2-- شركة ASL: *** هي شركة تختص في التمويل التأجيري أنشئت بمشاركة البنك الخارجي الجزائري ومجموعة البركة، وأنشأت في إطار تطوير أنشطته الجديدة، تهدف هذه الشركة إلى تمويل الواردات بالعملة الصعبة من التجهيزات الموجهة إلى النشاط المهني وليس النشاط التجاري، وتتمثل هذه التجهيزات في:²⁰ وسائل النقل؛ تجهيزات المرافقة؛ وسائل صناعية؛ وسائل الإعلام الآلي والوسائل الطبية.

1.6.3- الشركة العربية للإيجار المالي ALC: **** أقدم كل من بنك المؤسسة العربية المصرفية، الشركة العربية للاستثمار، مؤسسة التمويل الدولية، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط وشركة ديجماكس وألجيماكتو من القطاع الخاص الجزائري، على تأسيس الشركة العربية للإيجار المالي وذلك سنة 2001، وبدأت نشاطها الفعلي في 2002/05/18. رأسمالها الاجتماعي يقدر بـ 785 مليون دج²¹.

وقد وجب على الجزائر العمل على الاستفادة وترسيخ ثقافة التمويل التأجيري فيها بإزالة كل العقبات التي تقف حائلا دون تطوره وذلك للعمل على توفير حل لمشكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي فشلت إلى حد ما مختلف البدائل المطبقة فيه إلى حد الآن، والتي ظهر رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويلها.

2- التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر

تنسب النشأة الحديثة لرأسمال المخاطر إلى الجنرال "DORIoT" الفرنسي الأصل، الذي أنشأ في أمريكا سنة 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم "ARD"****، التي تخصصت في تمويل الشركات الالكترونية الشابة²². يقوم هذا النمط بتمويل استثمارات تحتوي على نسب مخاطرة أعلى من المتوسط المتعارف عليه. وهو في الوقت نفسه يحتوي على أرباح عالية في حالة النجاح، وهو تأكيد لمبدأ أن الربحية مرتبطة إلى حد كبير بمستوى المخاطرة في الاستثمار، ولذلك فلا عجب أن تسمى صناعة رأس المال المخاطر، الاستثمار الذي يبنى الاستثمارات²³.

2.1- معنى شركات رأس المال المخاطر

اختلفت التعاريف وتنوعت حول رأس المال المخاطر، نذكر منها ما يلي: رأس المال المخاطر، هو استثمار في الأموال الخاصة²⁴ لحساب مؤسسات اقتصادية تريد تحقيق أكبر مردودية ممكنة مقابل مخاطر تواجهها لمدة محددة من الزمن، خلال مختلف مراحل حياتها من إنشاء، تطوير وتحويل لتساعد المؤسسة الناشئة على النمو والعمل²⁵.

وعرفته الجمعية الأوروبية لرأسمال المخاطر، أنه كل رأسمال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تنطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (و ذلك هو مصدر المخاطرة)،

أملا في الحصول على فائض قيمة كبير في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات.²⁶

2.2- أهداف شركات رأس المال المخاطر

انتشرت هذه التقنية في الولايات المتحدة الأمريكية ثم في الدول الأخرى بهدف: مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري؛ التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة وتوفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر و التي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع؛ وبذلك فإن رأسمال المخاطر هو طريقة لتمويل المؤسسات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، و هذه الاستثمارات هي لأجل طويلة و غير سائلة و ذات المخاطر العالية لكن بعوائد عالية نسبيا.

تجدر الإشارة إلى أن المؤسسات الاقتصادية الناشئة التي تلجأ إلى شركات رأسمال المخاطر لتمويلها تتميز بـ:²⁷ قدرة تمويل ذاتي غير كافية، وضعف قدرة التفاوض مع المستثمرين واللجوء إلى البنوك؛ محفظة نشاطات قليلة مع التحولات الحالية، وظهور تكنولوجيات جديدة في تلك النشاطات؛ غياب التسعيرة في السوق المالية مع عجز المعلومات على الحكم على الصحة المالية للمؤسسة؛ غياب الأصول المادية كضمان للقروض البنكية، رغم وجود أحيانا أصول معنوية وعدم التأكد من عدة عناصر مستقبلية كالتدفقات النقدية الداخلة، المنتج أو الخدمة، أو حتى الكفاءات التسييرية الفعلية.

2.3- إجراءات تطبيق التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر

ترتبط وظائف شركات رأسمال المخاطر بمراحل الاستثمار ومتابعة الأعمال²⁸، لذلك نميز بين المراحل التالية:

في مرحلة أولى من نشاط شركة رأسمال المخاطر تقوم هذه الشركة بتجميع الموارد المالية وهنا تظهر قدرة الفريق المكون لهذه الشركة ومهارته في جمع الموارد واجتذاب المستثمرين؛ وبعدها تأتي مرحلة البحث التي يتمثل هدفها في إثارة ملفات الترشيح التي تقدم من طرف المؤسسات الطالبة لهذا النوع من التمويل وهنا تظهر فعالية شركات رأس مال المخاطر وفي مرحلة مكملة يتم تصنيف ملفات الترشيح بحسب درجة المصادقية وذلك بإجراء اختبار معمق للملفات لاختيار المناسب منها؛ بعدها تصل شركة رأس مال المخاطر إلى مرحلة تحديد شكل أو كيفية تدخلها في المؤسسات المستفيدة من التمويل والمساعدات الأخرى، المتعلقة بمرحلة الإنشاء والانطلاق أو المتعلقة بتسويق المنتجات وتسهيل العلاقات مع

البنوك أو البحث عن شركاء آخرين؛ وكمرحلة أخيرة في إطار ممارسة هذا النشاط التمويلي تقوم شركات رأس مال المخاطر بإعادة بيع الاشتراكات للخروج من المؤسسات الممولة، لتعيد طرح اشتراكاتها في السوق التمويلي.

كما أن الجهاز المصرفي يستفيد من إنشاء شركات رأس المال المخاطر من عدة جوانب أهمها:²⁹

- تمويل المؤسسات الصغيرة التي تتوافر لديها إمكانيات النمو والتطور بينما لا يتوافر لديها الضمانات الكافية للاقتراض من الجهاز المصرفي ومن ثم يمكن للجهاز المصرفي في مراحل لاحقة دخول مجال تمويل هذه المؤسسات؛

- تمويل تطبيق الابتكارات الجديدة وصناعة البرمجيات، وهي مشروعات لا تعد جاذبة للبنوك إما لارتفاع درجة المخاطرة بها أو لعدم توافر القدرات المالية والضمانات لأصحاب المشروعات ، و ثم يحتاج تطبيق المبتكرات إلى مساندة شركات رأس المال المخاطر وفي حالة نجاحها فإنه يمكن للبنوك دخول مجال التمويل لهذه المشروعات وبعد أن تتوافر لديها الشروط اللازمة؛

ويساعد رأس المال المخاطر على خلق و تطوير محيط اقتصادي ملائم لمؤسسات اقتصادية جديدة أو موجودة، سواء لتقوية أموالها الخاصة أو لتوفير تمويل قادر على الابتكار باعتباره محرك النمو داخل المؤسسة الاقتصادية.

2.4- نظرة على الشركات العالمية لرأس المال المخاطر في مجال

التكنولوجيا

لعبت الشركات الممولة لرأس المال المخاطر، خاصة في قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، دوراً أساسياً في قيادة الأنشطة الاقتصادية خلال التسعينات بفضل التطور السريع للتكنولوجيات الجديدة وتطبيقاتها خلال هذه الفترة. وقد نجحت الولايات المتحدة وكندا على السواء في تمويل شركات المرحلة المبكرة - مثل شركات "Amazon" و "Google" و "Microsoft" و "Intel" و "Sisco Systems" بما يوازي 0.15 % من ناتجها المحلي الإجمالي وبالرغم من أن النسبة الأكبر من التمويل الاستثماري موجودة في الولايات المتحدة، فإن هناك عدداً لا بأس به من رواد الأعمال في أنحاء العالم (أوروبا والصين الهند) و غيرها يعتمد على رأس المال المخاطر.

2.5- صناديق رأس المال المخاطر في بعض دول العالم³⁰

تقدمت صناعة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات في الصين بشكل رئيسي بفضل رأس المال المخاطر من قبل المستثمرين الدوليين. وقد دعم هذا الرأسمال

عددًا كبيراً من الشركات الرائدة في صناعة تكنولوجيا المعلومات والاتصالات التي تملكها أو تساندها الدولة. أما في أوروبا، فقد استثمر صندوق New Tech Venture Capital II (NTVC II) وهو صندوق رأس مال مخاطر مقره في لكسمبرغ، حوالي 6.7 مليون يورو، من أجل مساعدة شركات التكنولوجيا في المرحلة البذرية أو المرحلة المبكرة للحصول على دعم مالي حيوي، وبالتالي تطوير قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، خاصة في مجال أنظمة إدارة الشبكات، والاتصالات اللاسلكية، والخدمات، والبرمجيات، بتركيز على شركات التكنولوجيا الفتية التي تديرها فرق ماهرة.

أما عن الدول العربية فقد باشرت بعض الدول تجسيد فكرة إنشاء شركات رأس مال مخاطر حيث " عقد الاتحاد العربي لرأس المال المخاطر " اجتماعه الأول بتاريخ 2005/02/13 الذي شارك فيه 35 شركة تعمل في نشاط رأس المال المخاطر تمثل 6 دول هي مصر وتونس والسعودية والإمارات والأردن والكويت وتم الانتهاء من إجراءات تأسيسه، والموافقة على النظام الأساسي للاتحاد وإقراره. ويهدف الاتحاد العربي لرأس المال المخاطر إلى التعريف بنشاط الشركات الأعضاء فيه، والتي تعمل في مجال تبني الأفكار الجديدة غير التقليدية، وتمويلها بالاستثمارات اللازمة وتبنيها ثم جني الأرباح من ورائها، كما تعمل شركات رأس المال المخاطر في إعادة هيكلة الشركات المتعثرة، بعد شرائها وضخ أموال جديدة فيها، ثم إعادة بيعها.³¹

بالإضافة إلى الجمعية الخليجية لرأس المال المخاطر (Gulf Venture Capital Association (GVCA)) وهي جمعية لا تهدف إلى الربح، متخصصة في مجال رأس المال المخاطر وحقوق الملكية الخاصة، وتتخذ مقرّاً لها في البحرين لخدمة منطقة الخليج كلها. وهدفها تسهيل تمويل الأفكار الإبداعية لتفعيلها كشركات ومؤسسات ناجحة.³²

2.6- تجربة الجزائر في مجال رأس المال المخاطر

بالرغم من أهمية تقنية التمويل عن طريق رأس مال المخاطر فإن الاهتمام بهذه التقنية في التمويل ما يزال ضعيفاً حيث أن نشاط هذه الأخيرة يعتبر جد حديث و ضعيف الأمر الذي يحتم على البنوك الجزائرية تشجيع إقامة مؤسسات الوساطة المالية المتخصصة في هذه التقنية التي بقي عددها محدود جداً حيث يشمل شركتي Sofinance و Finalep.

2.6.1- شركة Sofinance : تم إنشاء شركة Sofinance في 04 أفريل

عام 2000 وتم اعتمادها من طرف بنك الجزائر في 2001/01/09 برأس مال قدره 5 مليار دج³³، من مهام هذه الشركة المساهمة في إنشاء المؤسسات الجديدة

في إطار الاستثمار الأجنبي المباشر. تؤدي هذه الشركة مهامها ووظائفها بهدف تدعيم و إنعاش الاقتصاد الوطني وذلك ببعث انطلاقة جديدة فيما يتعلق بتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتتلخص فيما يلي: ترقية و تطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من خلال المساهمة في رأسمالها؛ حيازة الديون و الأوراق التجارية، و المساهمة كوسيط في المعاملات الخاصة بها و بالأسهم و السندات؛ ترقية الاعتماد على قرض الإيجار باتجاه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

إضافة إلى الوظائف المذكورة و بموجب قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة المعتمد في 20 أكتوبر 2003 تم تحديد النقطتين التاليتين: تركيز نشاط الشركة على القطاع العام وتوسيع تدخلاتها في المهام فيما يتعلق بمساعدة المؤسسات في عملية الخصخصة وتسيير الموارد العامة التجارية غير المرصدة؛ تركيز مهام الشركة على دعم و تأهيل و تطوير المؤسسات عن طريق إرشادها ومساندتها في إعادة هيكلتها المالية و الإستراتيجية (التشخيص، فتح رأس المال، البحث عن الشراكة) وتوفير كل فرص التمويل الملائمة (مساهمة في رأس المال، قروض متوسطة، ضمان الكافلات والقرض الإيجاري).

2.6.2- شركة: FINALEP : تم إنشاؤها تحت شكل مؤسسة مالية في سنة 1991 ساهم في تأسيسها كل من :القرض الشعبي وبنك التنمية المحلية والوكالة الفرنسية للتنمية برأسمال قدره 732 مليون دينار جزائري , كان الهدف من إنشائها مساعدة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و المصغرة الإنتاجية على تخطي مشكل التمويل. وفي نفس الإطار، ومن أجل مساعدة المؤسسات الاقتصادية في الجزائر التي تواجه صعوبات، انطلق في جويلية 2000 اعتماد صيغة رأس المال المخاطر من طرف الصندوق الوطني للتأمين على البطالة CNAC من خلال تقديم حصص مساعدة تخص رأس المال الموجه لجوانب مختلفة و المشاركة المؤقتة في رأسمال المؤسسة الاقتصادية بمساعدتها في التسيير الذي يضمن المحافظة على مناصب الشغل و كذا زيادتها.

وباستعمال الصندوق لرأس المال المخاطر فهو يساعد المؤسسات الاقتصادية على مواجهة الصعوبات المالية ويعمل على تحقيق هدفين: الأول اجتماعي بعدم غلق المؤسسات الاقتصادية، وعدم تسريح العمال، والثاني نفسي وهو لحث المؤسسات على إنشاء شركات رأس المال المخاطر لمساعدة المؤسسات الاقتصادية.

لكن يبقى نشاط رأسمال المخاطر في الجزائر جد حديث وضعيف ومحدودا جدا حيث لا تتعدى نسبة مساهمة Sofinance في التمويل 35 % من رأسمال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول المتقدمة.

كذلك لا تغطي كل الأنشطة ، بل ينحصر مجال أعمالها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات الغذائية ومواد التغليف وصناعة الألبسة و تحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية وكل هذه الأنشطة لا تتطلب مخاطرة كبيرة.

3- التمويل عن طريق القرض السندي

يعتبر القرض السندي أحد أهم البدائل المتاحة للمؤسسة من أجل تمويل استثماراتها، وفيما يلي سوف نتعرف على مختلف المفاهيم التي أعطيت للقرض السندي وبعض الخصائص التي يتمتع بها.

3.1- مفهوم القرض السندي

هناك عدة تعاريف قدمت للقرض السندي نذكر منها:

التعريف الأول: القرض السندي عبارة عن قرض ينشأ من إصدار السندات التي توزع بين العديد من المقرضين، وهي قروض مخصصة للشركات الكبرى لأن الثقة في المصدر أمر أساسي؛³⁴

الثاني: القرض السندي هو شكل خاص من القروض طويلة الأجل، يتم عن طريق إصدار أوراق مالية متداولة للجمهور والتي تمثل ديون على المؤسسة المصدرة، هذه الأوراق يتم طرحها وتداولها في السوق المالي عن طريق وسيط وهو البنك، تسمى هذه الأوراق سندات، أما مالکها فهو حامل السند؛³⁵

الثالث: تحقيق القرض السندي هو إبرام عقد دين لدى عدة مقرضين مؤهلين لهم الحق في استرجاع ديونهم إضافة إلى الفوائد، كما يملك حق المديونية على المؤسسة المصدرة ممثلة أوراق مالية تسمى السندات؛³⁶

من خلال ما سبق يمكننا تعريف القرض السندي كما يلي:

القرض السندي هو عبارة عن قرض يتعلق بمبالغ جد ضخمة، يقسم إلى أوراق مالية ذات مبالغ صغيرة تسمى سندات ويعقد بين طرفين: المقترض (المدين): وهي الجهة المصدرة للعقد؛ المقرضين (الدائنين): هي الجهة التي تكتب في القرض، أي الجهة التي تمنح الأموال للمصدر لها الحق في استرجاع ديونها إضافة إلى الفوائد.

3.2- أشكال القرض السندي

يتخذ القرض السندي أشكالا معينة من السندات قد تكون لحاملها أو اسمية:³⁷

3.2.1- السندات لحاملها: يقصد بالسند لحامله ذلك السند الذي لا يحمل اسم المستثمر. ويعد ورقة مالية يتم تداولها بيعا وشراء وتنازلا مثل بقية الأوراق المالية، ويعرف كذلك باسم سندات الكوبونات لكون الفائدة تدفع من خلال الكوبونات المرفقة، حيث يحصل المستثمر على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند، يتقدم به إلى البنك الذي يتوسط على الجهة المصدرة للسند ليدفع الفائدة نقدا؛

3.2.2- السندات الاسمية: السند الاسمي هو السند الذي يصدر باسم صاحبه، وهو سند غير قابل للتداول مثل السندات لحاملها، وإنما تتم عملية البيع والشراء وفق القواعد القانونية لنقل الملكية ويضم هذا النوع من السندات الحماية الكاملة للمستثمر من ناحية السرقة والتلف.

3.3- الأطراف المشاركة في الإصدار³⁸

هناك العديد من الأطراف التي تشارك في إصدار القرض السندي وهي:

3.3.1- المستثمر: هو الجهة التي تقوم بشراء السندات وتحمل مخاطر الإصدار مباشرة، وتتمثل في المؤسسات الاستثمارية، شركات التأمين، صناديق المعاشات، الصناديق المتخصصة، البنوك التجارية والمركزية والأفراد؛

3.3.2- المصدر: وهو المقترض الذي يجب أن يتمتع بوضعية مالية جيدة وهذا ليضمن إليه المستثمر لتوقيع اتفاقية شراء السندات، على جانب تمتعه بشخصية سيادية اعتبارية مستقلة؛

3.3.3- صانع السوق: ويمثل الجهة التي تقوم بالترويج للأوراق المالية من خلال تقديم عروض أفضل في سعر الشراء و البيع، مما يساهم في توفير درجة سيولة في سوق الأوراق المالية؛

3.3.4- السمسار: هو فرد أو مؤسسة و يعتبر كوكيل ينوب عن صانع السوق في بيع و شراء السندات، ويمد المستثمر بالآلية التي تمكنه من الدفع مباشرة للمقترض (المصدر)؛

3.3.5- المضارب أو المتعامل: وهو فرد أو مؤسسة يلعب دورا أساسيا في بيع وشراء السندات؛

3.3.6- المنظم: وهو المسؤول عن تنظيم وضمان اكتتاب إصدار السندات مقابل أتعاب يحصل عليها، وتتمثل بعض اختصاصاته فيما يلي: إمداد المصدر بكافة البيانات والتحليلات الخاصة بالسوق متضمنة مصادر التمويل وبدائل الأسعار؛ التفاوض على الشروط النهائية للإصدار؛ إعداد المستندات الخاصة

بالسند؛ المحافظة على استقرار سعر الإصدار من خلال شراء فائض السندات من السوق.

3.3.7- مؤسسات التقييم: هي الجهة المختصة بتقييم السندات من حيث المخاطر الائتمانية الخاصة بالمصدر وتعد هذه التقييمات الصادرة عن تلك المؤسسات بمثابة دليل معترف به في أسواق الائتمان.

3.4- الشروط القانونية للإصدار

القرض السندي هو عبارة عن عملية مالية مهمة وخطيرة لأنها تمس عددا كبيرا من الجمهور، لهذا فإن المشرع وضع قوانين وقواعد صارمة لهذا النوع من العقود. وفيما يتعلق بالقرض السندي الخاص فهو يصدر دون اللجوء إلى النداء العلني للجمهور وهو مخصص لبعض المكتتبين ونادر الاستعمال. أما عن المؤسسات المصدرة لهذا النوع من القروض فيجب أن تتوفر فيها بعض الشروط منها:³⁹ أن تكون شركة ذات أسهم؛ أن يكون رأسمالها محرر تماما؛ أن يكون قد مر على وجودها سنتين ويمكنها تبرير ذلك عن طريق تقديم ميزانيتين متتاليتين تمت الموافقة عليهما بصفة منتظمة.

بالنسبة للشرط الأخير فإنه غير ضروري لا في حالة إصدار سندات مرهونة بأوراق مالية مدينة للدولة (الجماعات المحلية) ولا في حالة السندات المضمونة من طرف الدولة (الجماعات العمومية أو الشركات التي لها سنتين من النشاط وبررت ذلك بميزانيتين متتاليتين تمت المصادقة عليها بانتظام).⁴⁰

والجمعية العامة للمساهمين العاديين هي التي تقرر وتسمح بإصدار قرض سندي في حالة إصدار سندات عادية، لأن هذا القرار لا يؤثر على رأس مال الشركة، ولا يمكنها منح تفويض لمجلس الإدارة إلا بسلطة تحقيقه. أما في حالة إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، فإن الجمعية العامة الاستثنائية هي التي تقرر إصدار هذا القرض.⁴¹ وإذا كان القرض المصدر موجه للجمهور، يجب نشر وثيقة المعلومات في الكشف الرئيسي للإعلانات القانونية، والتي تتضمن كل المعلومات المتعلقة بالوضعية المالية والقانونية للشركة وكل ما يتعلق بالإصدار، ويجب أن تتم المصادقة على هذه الوثيقة من قبل لجنة مراقبة البورصة و عملياتها.

وتلجأ الشركات الكبرى المدرجة إلى إصدار السندات كبديل عن الاقتراض البنكي، لأنه يمنحها العديد من الامتيازات مقارنة بالديون البنكية، منها أن السندات تتضمن شروط تمويل أفضل من القروض البنكية، خاصة أن المخاطر يتم اقتسامها في السوق المالي بين عدد كبير من المستثمرين، كما أن إصدار السندات يمنح المصدر فرصة إضافة العديد من الخصائص التي توجد في القروض البنكية. مثلا

أن السندات يمكن تحويلها إلى أسهم عادية. كما أن للقرض السندي أهمية كبيرة في تمويل المؤسسة وهي تتمثل في تعدد مصادر التمويل بتعدد الأطراف المكتتبة في السندات المصدرة، التي قد تكون مؤسسات، أفراد أو بنوك مما يمكنها من تجميع أموال معتبرة وتجنبها خطر عدم التمويل، إلى جانب اختلاف آجال الاستحقاق مما يسهل عليها خدمة الدين. كما تجدر الإشارة إلى أن التمويل عن طريق القرض السندي قد يشكل عبئا على المؤسسة إذا لم تحسن استغلال الأموال المتاحة لها و بالتالي عدم تحقيق الأرباح من مشروعها الاستثماري. وفيما يلي سوف نحاول دراسة القرض السندي الذي تم طرحه من طرف شركة سوناطراك.

3.5- القرض السندي لمؤسسة سوناطراك لسنة 1998 وسنة 2003

تعتبر سوناطراك من أوائل المؤسسات التي أنشأتها الجزائر بعد الاستقلال، أنشئت بمرسوم رئاسي رقم 491-63 المؤرخ في 31 ديسمبر 1963. وعرفت سوناطراك تطورا كبيرا في كافة ميادين قطاع المحروقات، بدء من التنقيب عن المحروقات حتى عملية تسويقها مروراً بالبحث والإنتاج، النقل والتصفية، البتروكيمياوية والتمويل غير أن أهمية سوناطراك لم تتأكد ولم تتغير إلا بتأميم المحروقات في 24 فيفري 1971. ومنذ ذلك التاريخ وسوناطراك تعمل على تعزيز عملية الاسترجاع الكامل للثروات البترولية و الغازية و التحكم في التكنولوجيا الخاصة بهذا القطاع، لتسد الحاجات الطاقوية المحلية. وإلى يومنا هذا عرفت سوناطراك نشاطات مكثفة في البحث والتنقيب وتطوير أجهزة ووسائل الاستغلال في الإنتاج والنقل والتسويق، وبناء المصانع لتكرير الخام والتمنيع والمعالجة.

3.5.1- القرض السندي لسوناطراك لسنة 1998: تعتبر شركة سوناطراك

أول مؤسسة في السوق الجزائري تقوم بطرح سندات لها للاكتتاب العام للجمهور وذلك سنة 1998، وقد أصدرت شركة سوناطراك القرض لتمويل برنامج استثماري طموح لتثمين المحروقات والذي يتمحور حول: تطوير الإنتاج والنقل وتمييع الغاز بغية الاستجابة للالتزامات التعاقدية لتسليم الغاز؛ التنقيب والبحث عن حقول جديدة وتطوير تلك التي اكتشفت لرفع الإنتاج الخام.

3.5.1.1- عملية إصدار القرض السندي لسوناطراك لسنة 1998: في

حقيقة الأمر كان طرح القرض السندي لمؤسسة سوناطراك مقررا من قبل الدولة الجزائرية التي أرادت تجربته للمرة الأولى للأسباب التالية: ضرورة وضع منظومة قانونية وتنظيمية لانطلاق السوق المالي في الجزائر، والذي يعتبر ركيزة أساسية للإصلاحات الاقتصادية؛ باعتبار أن برنامج تطوير سوناطراك يتطلب تعبئة كبيرة للموارد؛ تمويل سوناطراك جزء من نفقات استثماراتها بمواردها

الخاصة، والسوق المالي يسمح لها باستعمال مورد آخر سيكون تدريجيا أحد بدائل القرض البنكي؛ إشراك المؤسسات الوطنية وكذا الجمهور في عملية تثمين المحروقات؛ تعريف الجمهور بالتقاليد المالية أي إرساء ثقافة مالية وبورصية بصفة خاصة للشعب والمؤسسات؛ إصلاح وتدعيم المنظومة المالية الجزائرية.

ويعود السبب في اختيار الدولة لشركة سوناطراك إلى طبيعة عمل الشركة ومكانتها في الساحة الاقتصادية الجزائرية والاقتصاد الجزائري على المستوى الدولي، ولكونها الركيزة الأساسية في تمويل ميزان المدفوعات الجزائري، بالإضافة لاعتبارها الأحسن في جميع شروط نجاح هذا النوع من القروض، وخاصة ما تعلق منه بالمردودية وتأمين تعويض المدخرين.

ووفقا لتأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB المحررة تحت رقم 97/001 بتاريخ 18 نوفمبر 1997 أعطيت الموافقة لشركة سوناطراك لإصدار قرض سندي بقيمة 05 مليار دج بفائدة سنوية تقدر بـ 13% أصدرت شركة سوناطراك 03 فئات من السندات بالأسعار التالية: فئة 100.000 دج؛ فئة 50.000 دج؛ فئة 10.000 دج.⁴² بالإضافة إلى أن هذا القرض مسجل عن طريق الدعوة للدخار العام.

وفي 04 جانفي 1998 بدأت عملية بيع السندات، وكان الإقبال عليها كبيرا جدا حيث أنه تم بيع كل هذه السندات في ظرف قياسي لا يتعدى 14 يوما، رغم أنه تم تحديد آخر أجل لبيع هذه السندات يوم 28 فيفري 1998. وبعد الإقبال الذي حظيت به السندات التي قامت بطرحها مؤسسة سوناطراك، طلبت وزارة المالية بموافقة وزارة الطاقة والمناجم بفتح العملية حتى انتهاء الفترة المحددة 28 فيفري 1998، وفي اجتماع عاجل ضم كل من ممثل شركة سوناطراك، رئيس نقابة الإصدار وأعضاء من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، لتقييم الجزء الأول من عملية الإصدار، تقرر إصدار الشطر الثاني من القرض الذي حدد بـ 7.076.480.000 دج.

3.5.1.2- تقييم عملية القرض السندي لسوناطراك 1998: كما ذكرنا

سابقا، فإن الهدف والدافع الأساسي من وراء طرح القرض السندي لشركة سوناطراك في السوق الجزائرية كان خلق وإنشاء بورصة القيم المنقولة وتدعيم وإصلاح المنظومة المالية الجزائرية، وقد تم فعلا تحقيق هذا الهدف أو جزء منه وذلك بانطلاق نشاط السوق المالي أو بورصة القيم المنقولة بعد ستة أشهر من طرح هذا القرض للجمهور، كما أنه حقق العديد من الأهداف والنتائج والتي نذكر منها : تنمية ثقافة المجتمع المالية والبورصية وذلك من خلال التعامل بين أطراف هذا القرض من عملاء وبنوك ومؤسسات، وهذا ما أدى إلى خلق معلومات وثقافات

حول الموضوع؛ كان عبارة عن حافز للمؤسسات الجزائرية للدخول في مثل هذه التجربة والذي لمسنه في تجربة سونلغاز وشركة الخطوط الجوية الجزائرية سنة 2004؛ اعتماد مصدر جديد لتمويل المشاريع الكبرى يكون أقل تكلفة من المصادر الأخرى.

وبما أن شركة سوناطراك لم تدخل البورصة بمحض إرادتها، فإن عملية القرض السندي لهذه الشركة تبقى عملية افتتاحية وإشهارية للبورصة، وأن الشركة لم تكن تفكر في تلك الفترة في إعادة العملية خاصة في بورصة الجزائر، إلا أنها لم تستبعد القيام بها في بورصة أجنبية. لكن هل فعلا أن شركة سوناطراك لم تقم بإعادة تجربة القرض السندي بعد انتهاء مدة القرض الأول في 04 جانفي 2003 ؟

3.5.2- القرض السندي لسوناطراك لسنة 2003: كانت معاملات البورصة خلال فترة القرض السندي لـ1998 تستحوذ عليها سندات سوناطراك بنسبة 70% مما يجعل مستقبل البورصة مجهولا عند نهاية فترة تسعيرة السندات وعدم إدراج مؤسسة أخرى تحل محل الشركة. هذا ما دفع بوزارة المالية ووزارة الطاقة والمناجم إلى الطلب مرة ثانية من سوناطراك إعادة إصدار قرض سندي آخر لضمان سير واستمرارية البورصة التي كانت تشهد ركودا كبيرا في نشاطها، وعدم دخول شركات ومؤسسات جديدة ما دفع سوناطراك إلى قبول إعادة عملية القرض سنة 2003.

3.5.2.1- عملية إصدار القرض السندي لسوناطراك لسنة 2003: تعود دوافع وأسباب إصدار القرض السندي لسوناطراك سنة 2003 أساسا إلى مواصلة تحقيق الأهداف التي لم يتم تحقيقها في عملية القرض الأولى والتي يمكن تلخيصها فيما يلي: إشراك المؤسسات والبنوك في عملية الاكتتاب (لأن القرض الأول كان موجه للجمهور)؛ تنشيط وتفعيل البورصة عن طريق زيادة ورفع قيمة وعدد ونوعية الأوراق المالية المتداولة من خلالها؛ تحفيز المؤسسات سواء العمومية أو الخاصة للدخول في مثل هذه التجربة وطرح قروض سندية لتمويل احتياجاتها؛ تحفيزها على الدخول والتعامل من خلال بورصة القيم المنقولة؛ إضافة إلى الهدف الاقتصادي للشركة وهو جمع الموارد والأموال اللازمة لها لتمويل جزء من مخططاتها الاستثمارية.

وقد اجتمع مجلس إدارة سوناطراك في دورة عادية يوم 13 أكتوبر 2003 وأعطى موافقته لإصدار قرض سندي بقيمة 5.000.000.000 دج يتم سداؤه في مدة 05 سنوات؛ تتوزع على 50.000 سند، القيمة الاسمية لكل سند تقدر بـ100.000 دج؛ وحدد معدل الفائدة بـ04% سنويا؛ تم إصدار السندات عن طريق الاكتتاب بالمزاد العلني عن طريق السعر المطلوب "adjudication à la

Hollandaise"، والتي تسمح بعد التصنيف بالحصول على العروض الأكثر أهمية في الاكتتاب؛⁴³

وعلى إثر عملية الإصدار تم اكتتاب أربعة مستثمرين ممثلين في القائمة التالية أين تم قبولهم خلال المزاد: البنك الخارجي الجزائري 15.000 سند بقيمة 100.000 دج للسند؛ الصندوق الوطني للتأمين على البطالة 5.000 سند بقيمة 100.000 دج للسند؛ الشركة الجزائرية للتأمينات 400 سند بقيمة 100.000 دج للسند؛ الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط 29.600 سند بقيمة 100.000 دج للسند؛ مؤسسات الوساطة في عملية القرض السندي لسوناطراك 2003.

3.5.2.2- تقييم عملية القرض السندي لسوناطراك لسنة 2003: انطلاقا

من الأهداف التي سطرته الدولة بطرحها للقرض الثاني لشركة سوناطراك يمكننا أن نستخلص بعض النتائج التي تم تحقيقها من وراء ذلك فيما يلي: فتح المجال أمام المؤسسات لإصدار قروض سنديّة في السوق و التي نذكر منها كأول تجربة بعد شركة سوناطراك وهي سونلغاز وشركة الخطوط الجوية الجزائرية اللتان قامتا بطرح قرضين سنة 2004؛ عرفت بورصة القيم المنقولة بعض النشاط من خلال فتح بعض الشركات لرأسمالها بمعنى الاكتتاب في الأسهم وتداولها في البورصة نذكر منها: شركة صيدال، شركة الرياض سطيف وشركة فندق الأوراسي؛ ومنه يمكننا القول أن الدولة الجزائرية عملت جاهدة على تطوير النظام المالي الجزائري عن طريق اللجوء إلى أكبر الشركات الوطنية كسوناطراك في محاولة منها لخلق سوق مالي في الجزائر والذي مازال إلى الآن يعاني من محدودية نشاطه لأسباب عديدة ومختلفة.

ولمعرفة ما مدى احتياج الشركة لطرح هذين القرضين قمنا بالإطلاع على التقارير المالية لسنة 1997 و 2002 فوجدنا مايلي:

رأس المال الاجتماعي يقدر بـ 254.000.000.000 دج؛ رقم الأعمال المحقق خلال سنة 1997 يبلغ 831.288.000.000 دج؛ رأس المال العامل يقدر بـ 20.161.000.000 دج؛ رقم الأعمال المحقق خلال سنة 2002 قدر بـ 1.565.477.000.000 دج و رأس المال العامل 454.737.000.000 دج. بالإضافة إلى أن احتياجاتها لسنة 1998 قدرت بـ 19 مليار دولار، فهل لمؤسسة بهذا الحجم و بحجم هذه الاحتياجات أن تقوم بطرح قرض سندي بقيمة 5.000.000.000 دج؟

إن قرار طرح القرض السندي المتخذ من طرف وزير الطاقة كان تبعا لبرنامج بيداغوجي هدف أساسا إلى تشجيع الادخار تحت شكل جديد وهو بورصة القيم المنقولة، في إطار إصلاح النظام المصرفي والمالي الجزائري، أي أن الدافع

من وراء طرح مثل هذا القرض بيداغوجي- سياسي أكثر منه اقتصادي، وإن لم يكن لأغراض مالية بحتة فهو يعود بالفائدة على الاقتصاد الجزائري ككل وليس على الشركة بصفة خاصة، لأن احتياجات الشركة في سنة 1998 تجاوزت 19 مليار دولار أي ما يعادل 500 مليار دج، وهي تعتمد بالأساس في تمويل مشاريعها على قرض المشتري *le crédit acheteur* مع متعاملين وبنوك دوليين، أي أن هذا القرض لا يلبي احتياجات الشركة من التمويل.

وقد قامت الدولة باختيار سوناطراك للقيام بهذه العملية باعتبارها أكبر شركة عمومية خاصة من الناحية المالية، لا تعاني من عجز مالي ولديها السيولة الكافية لتحمل أعباء هذه العملية وتحمل الخسارة في حالة وقوعها أي لديها إمكانيات تسديد كل مستحقاتها في الآجال المتفق عليها دون أي إشكال.

وبما أن شركة سوناطراك أكبر شركة على المستوى الوطني ولديها مكانة جد حساسة على المستوى الدولي وخوفا منها على هذه المكانة وحفاظا منها على سمعتها الداخلية والخارجية فقد عملت جاهدة لنجاح هذه العملية التي تعتبر الأولى من نوعها في حياة الشركة و التي لم تفكر إطلاقا بالقيام بها بهذه الطريقة خاصة في السوق الجزائرية. وقد حققت الهدف الذي من أجله تم إصدار القرض وهو خلق بورصة القيم المنقولة سنة 1998 وتنشيطها من خلال قرض سنة 2003.

لذلك يعتبر القرض السندي لشركة سوناطراك كحالة خاصة لأنه لم يكن من أجل تمويل المؤسسة كباقي القروض التي تم إصدارها فيما بعد والتي نذكر منها: القرض السندي لسونغاز، القرض السندي لشركة الخطوط الجوية الجزائرية و الذي قامت بطرحه من أجل شراء عدد من الطائرات، القرض السندي لاتصالات الجزائر، القرض السندي لشركة العربية للإيجار المالي، وكآخر قرض سندي حاليا في السوق الجزائري هو قرض مؤسسة DAHLI والذي تم طرحه لإنشاء مشروع " الجزائر مدينة".

الخاتمة

على ضوء هذه الدراسة ومما سبق الإشارة إليه توصلنا إلى جملة من النتائج نذكرها على النحو التالي:

1- يعد الاعتماد الإيجاري من وسائل وصيغ التمويل الأكثر شيوعا في العالم خاصة بالنسبة لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مما يساعدها على تخطي العقبات وتطوير نشاطها وبالتالي تطور القطاع ككل، ومن ورائه الاقتصاديات الوطنية وما يتركه من آثار إيجابية على مختلف النواحي كالتشغيل، المبادلات الاقتصادية ونمو الاقتصاد ككل؛ وتعتبر شركات رأس المال المخاطر كبديل

تمويلي مستحدث لنظام التمويل التقليدي وذلك لتوفير التمويل للمشروعات الجديدة وعالية المخاطر والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع؛ تعتبر القروض السندية من أهم وسائل التمويل التي تعتمد عليها المؤسسات الكبرى في تمويل مشاريعها لأنه يتم اللجوء إليها لتمويل الاستثمارات عالية التكاليف والتي لا تستطيع البنوك تمويلها من خلال القروض المصرفية؛

2- يعتبر الإصدار السندي بالنسبة للشركات أقل تكلفة من إصدار أسهم، والسبب في ذلك راجع للجانب الضريبي، حيث أن أعباء القرض السندي الناتجة عن تسوية الفوائد على السندات المصدرة يتم طرحها من الربح قبل الضريبة على أرباح الشركات. في حين أن العوائد المكتسبة من اهتلاك الأسهم تقطع من أرباح الشركة بعد دفع الضريبة، وتجربة سوناطراك رغم كونها ذات هدف بيداغوجي أكثر منه اقتصادي، كما أشرنا إليه، فهي تعطي فكرة عن محتوى الموضوع وتقربنا منه أكثر؛

3- إن لجوء مؤسسة سوناطراك إلى طرح قروض سندية كان حالة خاصة للقروض، وذلك لأنها قامت بطرحه ليس من أجل تمويل احتياجاتها وإنما لتساهم في خلق وتنشيط بورصة الجزائر، لذلك لم يكن له أي تأثير على وضعيتها المالية طيلة فترة القرض، باستثناء التكاليف والمصاريف التي تحملتها الشركة لإصدار وإنجاح هذه العملية.

بناء على النتائج التي تحصلنا عليها في هذه الدراسة تمكنا من وضع مجموعة من الاقتراحات والتوصيات التالية:

1- العمل على ترسيخ ثقافة الاعتماد الإيجاري بإزالة كل العقبات التي تقف حائلا دون تطوره، وذلك للعمل على توفير حل لمشكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي فشلت إلى حد ما مختلف البدائل المطبقة فيه إلى حد الآن؛

2- تشجيع الدولة على إقامة شركات رأس المال المخاطر من خلال الأدوات التي تملكها وذلك مثل القيام بتخفيضات جبائية على هذه الشركات، والتشجيع على الاستثمار فيها بمنح امتيازات؛ ضرورة استعمال تقنية رأس المال المخاطر في الجزائر لتساهم في تطوير السوق المالية عن طريق إدخال مؤسسات اقتصادية في البورصة بعد انسحاب شركات رأس المال المخاطر منها في مرحلة لاحقة من نضجها، حيث سوف تعتبر وسيلة توظيف متاحة في السوق للمستثمرين الخواص والمؤسسات المحلية والأجنبية، بجانب سندات الخزينة وسندات الشركات الموجودة حاليا في السوق؛

3-حث وتشجيع المؤسسات الاقتصادية للدخول في بورصة الجزائر، بطرح جزء من رأسمالها للجمهور كأداة توظيف مالي طويل المدى، أو عن طريق سندات كأداة اقتراض و تسليف من أجل زيادة عدد المؤسسات المسعرة في البورصة؛ نشر ثقافة البورصة لدى عامة الجمهور وتطويرها على مستوى البنوك والمؤسسات والمتعاملين، وذلك باستخدام كافة الوسائل المتاحة.

الهوامش:

¹ لأن البنوك تشترط في الكثير من الأحيان على المؤسسات التي ترغب في الحصول على قروض أن لا يقل التمويل الذاتي للمشروع الإستثماري فيه عن نسبة معينة.

² Conso Pierre, Farouk Hemici, Gestion financière de l'entreprise, Dunod, 10^e Edition, Paris, 2000, P 241.

³ عبيد علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض و بيان كيفية معاملته ضريبيا، دار النهضة العربية، مصر 2001، ص 36.

⁴ الزبيدي حمزة، الإدارة المالية المتقدمة ، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، 2004، ص 941.

⁵ Eric Garrido, le cadre économique et réglementaire du crédit- bail, Revue BANQUE Edition, TOME1, Paris, 2002, P 23.

⁶ هاني محمد دويدار: التأجير التمويلي من الوجهة القانونية: الجديد في عمل المصارف من الوجهتين القانونية والاقتصادية، أعمال المؤتمر العلمي السنوي لكلية الحقوق بجامعة بيروت العربية، الجزء الثاني: الجديد في التمويل المصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت- لبنان- 2002، ص 10.

⁷ قدري عبد الفتاح الشهاوي، موسوعة التأجير التمويلي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 16.

⁸ El Mokhtar Bey, Christian Gavalda, le crédit bail mobilier, collection presse universitaire de France, 1981,p20.

⁹ Josette Peyrard: dictionnaire de France édition ruibert, 1999, P58.

¹⁰ المرسوم التنفيذي رقم 09/96 المؤرخ بتاريخ 10/01/1996، الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 14/01/1996، عدد 03، ص 25 المادة 04.

¹¹ إبراهيم عبد الله، قرض الإيجار "leasing" في الجزائر، فرصة جديدة أمام المؤسسات الصغيرة المتوسطة، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثلجي الأغواط، الجزائر، 8- 9 أفريل 2002، ص- ص: 96- 97.

¹² المرسوم 09/96، مرجع سابق، المادة 02، ص 26.

¹³ المرجع نفسه، المادة 09.

¹⁴ المرسوم رقم 09/96، مرجع سبق ذكره، المادة 05.

¹⁵ المرجع نفسه.

- ¹⁶ الحمزاوي محمد كمال خليل، اقتصاديات الائتمان المصرفي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2000، ص 429.
- ¹⁷ مصطفى رشدي شبيحة، النقود و المصارف و الائتمان، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 1999، ص 299.
- * SALEM: Société Algérienne de Leasing Mobilier.
- ** CNMA: Caisse Nationale de Mutualité Agricole.
- ¹⁸ <http://www.cnma.dz/presentationssalem.htm> , le 02/04/2009 à 17:54h.
- ¹⁹ <http://www.cnma.dz/domaineactivite.htm> , le 02/04/2009 à 17:56h.
- *** ALS: Algérie Saudi Leasing.
- ²⁰ http://www.bea.dz/index.php?option=com_content&task=view&id=52&Itemid=66 , le 02/04/2009 à 19:49.
- **** Arab Leasing Corporation.
- ²¹ <http://www.arableasing-dz.com> , le 03/04/2009 à 15:36.
- ***** ARD: American Research & Development Company.
- ²² Vanina PAOLI- GAGIN, Véronique de LALANDE, Le Capital Risque: Acteurs- Pratiques- Outils, Gualino éditeur, 2^{ème} édition, Paris, 2003, p17.
- ²³ عبد المحسن بن إبراهيم البدر، الأبعاد الاقتصادية لرأس المال المخاطر، الاقتصادية الإلكترونية، http://www.aleqt.com/2008/03/11/article_11783.html، بتاريخ 2009/04/09 الساعة 10:06.
- ²⁴ Jean Lechmann, Capital Risque et Capital Investissement, Economica, Paris, 1999, p09.
- ²⁵ Gilles Mougenot, Tous savoir sur le capital risque, Guallino éditeur, France, 2002, p27.
- ²⁶ عبد الله إبراهيمي، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مواجهة مشكل التمويل، ورقة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة حسنية بن بوعلي- الشلف، الجزائر، يومي 17-18 أبريل 2006، ص 389.
- ²⁷ Mondher Chérif, Ingénierie Financière & Private Equity, Revue Banque édition, France, 2000, p11.
- ²⁸ خليل عبد الرزاق، Capital Risque et financement des PME ، مداخلة ضمن الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و دورها في التنمية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الأغواط، الجزائر، 8- 9 أبريل 2002، ص 36.
- ²⁹ نشاط رأس المال المخاطر، www.idbe-egypt.com/doc/nshat.doc ، 2009/04/12 الساعة 10:01.

³⁰ لموارد المالية، رأس المال المخاطر و ريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات، تقرير اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا(الاسكوا)، الأمم المتحدة، نيويورك، 2007/10/30، ص47. من الموقع www.escwa.un.org/information/publications/edit/upload/ictd-07-12-a.pdf ، بتاريخ 2009/04/16 الساعة 12:33.

31

<http://www.aawsat.com/details.asp?section=6&article=282880&issueno=9575>, le 16/04/2009 à 22:30.

³² دور و أهمية التمويل الخاص و رأس المال الجريء، المنتدى الثاني للجمعية الخليجية لرأس المال الجريء، الرياض- السعودية، 10-11/03/2008، من موقع <http://www.gvca2008.com/ar/indexar.asp> ، بتاريخ 2009/04/16 الساعة 23:00.

³³ <http://www.sofinance.dz> , le 16/04/2009 à 23:15.

³⁴ Z.Bodie, R.Merton, C.Thibierge, Finance: caractéristiques des emprunts obligataires, wikipedia, le 10-02-2009 à 19:53, fr.wikipedia.org

³⁵ Pierre Conso, La Gestion Financière De L'entreprise, Dunod, 7^{ème} édition, Paris, 1999, p 375.

³⁶ S.Ballada et J, C,Coille, Outils et mécanismes de gestion financière, 3^{ème} édition, Maxima, Paris, 1996, p 454.

³⁷ حمزة محمد الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، 2001، ص- ص: 226- 227.

³⁸ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2001، ص- ص: 282- 283.

³⁹ Pierre Conso, op.cit, p 375.

⁴⁰ Deppallens Georges et Jobard Jean Pierre, Gestion financière de l'entreprise, 11^{ème} édition, Dalloz, Paris, 1997, p 891.

⁴¹ Juliette Pilverdier et Joanne Hamet, Le Marché Financier Français, 4^{ème} édition, Economica , Paris , 2000, p 90.

⁴² Convention SONATRACH portant l'emprunt obligataire 1998.

⁴³ Convention SONATRACH- BEA Portant sur l'émission de l'emprunt obligataire 2003, Article 03, p02.