



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية والتجارية



المرجع : 2021/

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم مالية ومحاسبية

التخصص: مالية المؤسسة

مذكرة بعنوان:

فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الجزائر-

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية (ل.م.د.)
تخصص " مالية المؤسسة "

تحت إشراف:

د. بن جدو سامي

إعداد الطالبة

- بولشراب أحلام

- هدواس سهام

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	كنيدة زليخة
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	لخميسي الواعر
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	بن جدو سامي

شكر وتقدير

أولا وقبل كل شيء، باسم الله والحمد لله الذي أماننا لإتمام هذا العمل

أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى الأستاذ الفاضل سامي بن جدو لتفضله بالإشراف على هذه المذكرة ولما وجهه لنا من نصع وإرشاد كان له الفضل في انجاز هذا البحث .

كما نتقدم بأسمى معاني الشكر والعرفان إلى اللجنة المناقشة لقبولهما مناقشة هذه المذكرة والحضور لإثرائها.

فكل الشكر والتقدير للأساتذة الكرام وجزاكم الله خيرا.

والحمد لله أولا و آخرأ.

الإهداء

الحمد لله رب العالمين حمدا يليق بجلاله وكماله وعظم سلطانه

والصلاة والسلام على من أنزل عليه القرآن فقام به حق قيام سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم

وعلى آله وصحبه وسلم تسليما كثيرا

أهدي ثمرة جهدي إلى من قال فيهما الله عز وجل

"وبالوالدين إحسانا"

إلى نبع الحنان التي تنير دربي أُمي حفظها الله لي

إلى الذي لم يبخل علي يوما الشمعة التي تضيء دربي أبي حفظه الله لي

إلى أحب الناس إلى قلبي أختي وإخوتي

إلى زوجي وأفراد عائلته

إلى كل عائلتي صغيرها وكبيرها

إلى صديقتي في هذا البحث وإلى كل صديقاتي

إلى كل أساتذتي في كل المراحل

إلى كل طلبة مالية المؤسسة وإلى كل من طلب العلاء وسهر الليالي.

أحلام

إهداء

إلى من بلغ وأدى الأمانة، ونصح الأمة إلى نبي الرحمة ونور العالمين
محمد صلى الله عليه وسلم.

إلى الذي وهبني كل ما أملك حتى أحقق له الآمال، إلى من كان
يدفعني قدما نحو الأمام

إلى الذي سهر على تربيته وتعليمي، أبي الغالي علي أطال الله في
عمره.

إلى من أضاءت شمعة حياتي وعلمتني الصبر، إلى ملاكي في الحياة، إلى
بسمه الحياة وسر الوجود، إلى من كان دعاؤها سر نجاحي وحنانها بلسان
جراحي، أمي الحبيبة هجيرة.

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والنفوس البريئة إلى رباحين حياتي أخي
فiras وأخواتي أحاسن الله

إلى رفيق دربي وصديقاتي وزملائي

إلى كل عائلتي

سہ ماہی

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وعرفان
	إهداء
I	فهرس المحتويات
I	فهرس الجداول والأشكال
أ	مقدمة عامة
20-03	الفصل الأول: الإطار النظري لرأس المال المخاطر
3	المبحث الأول: ماهية رأس المال المخاطر
3	المطلب الأول: نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر
6	المطلب الثاني: أهداف وخصائص ودور رأس المال المخاطر
8	المطلب الثالث: أهمية رأس المال المخاطر والأطراف المتداخلة فيه
14	المبحث الثاني: شركات رأس المال المخاطر وعلاقتها بالمؤسسات الممولة
14	المطلب الأول: مفهوم شركات رأس المال الممولة وتركيبها القانونية
16	المطلب الثاني: آلية عمل شركات رأس المال المخاطر وتجارب بعض الدول
17	المطلب الثالث: أهم المخاطر التي تواجهها شركات رأس المال المخاطر
20	خلاصة الفصل
44-22	الفصل الثاني: الإطار النظري لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها
23	المبحث الأول: ماهية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
23	المطلب الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
30	المطلب الثاني: ماهية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومراحله
34	المطلب الثالث: أطراف التمويل برأس المال المخاطر والتدابير المتبعة قبل دخوله وآثاره
36	المبحث الثاني: عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

36	المطلب الأول: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر
37	المطلب الثاني: الرقابة على عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وأهميتها
40	المطلب الثالث: عملية الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر
44	خلاصة الفصل
72-46	الفصل الثالث: دراسة حالة رأس المال المخاطر في الجزائر
47	المبحث الأول: المقاربة النظرية لرأس المال المخاطر في الجزائر
47	المطلب الأول: مفهوم رأس المال المخاطر في الجزائر بالنسبة للمشرع الجزائري وسبل دعمه وتطويره
53	المطلب الثاني: المؤسسات والهيكل الداعمة لرأس المال المخاطر في الجزائر
55	المطلب الثالث: معوقات رأس المال المخاطر في الجزائر والحلول المساعدة على ترقيته
57	المبحث الثاني: التجربة الجزائرية لرأس المال المخاطر
57	المطلب الأول: التجربة الجزائرية لشركة sofinance
64	المطلب الثاني: التجربة الجزائرية لشركة finalep
71	المطلب الثالث: مقترحات لتفعيل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر برأس المال المخاطر
72	خلاصة الفصل
74	الخاتمة العامة
	ملخص
	قائمة الملاحق

فهرس الجداول والأشكال

الرقم	عنوان الجدول	الصفحة
01	مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر و المشروعات الممولة ذاتيا في أمريكا	17
02	مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر و المشروعات الغير الممولة به في فرنسا:	17
03	تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الاتحاد الأوروبي	27
04	تعريف منظمة التمويل الدولية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	27
05	العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الخروج من الاستثمار	43
06	التوزيع القطاعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف شركة Sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر خلال فترة 2012_2017.	61
07	عمليات رأس المال المخاطر لشركة Sofinance	62
08	نشاط شركة Sofinance	62
09	تطور المبادلة المستثمرة حسب نمط التمويلات المقدمة للمشاريع الاستثمارية	63
10	نسب المساهمة إلى إجمالي المبالغ المستثمرة	63
11	المؤسسات الممولة من طرف finalep خلال الفترة (1991 2016)	65
12	جدول الاستثمارات	66
13	جدول التمويل والحصص (1000دج)	67
14	حسابات النتائج	68
15	جدول التدفقات النقدية	68
16	جدول تقديري لحساب حصة finalep من الأرباح	69
17	الجدول محددات المردودية المتوقعة لفيئالب	70

الرقم	عنوان الشكل	الصفحة
01	استثمارات الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف 2014-2007	58
02	المبالغ المستثمرة في شكل رأس المال المخاطر على مستوى 2014-2007 sofinance	59
03	عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف شركة sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر خلال فترة 2017-2012	66

مقدمة عامة

تعتبر مشكلة التمويل من أبرز ما يعيق تطور المؤسسات المنتجة لخلق منتجات جديدة تعتمد على تكنولوجيا عالية مما يجعلها ذات مخاطرة مرتفعة في الجزائر، وأيضاً المؤسسات التي تكون في مرحلة الانطلاق أو التوسع، وحيث أن اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة والذاتية كمصدر تمويلي داخلي غالباً ما تكون غير كافية لتغطية مختلف احتياجاتها عبر مراحل نشاطها خاصة المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية التجديدية والتوسعية، فإنه لا يكون أمامها إلا خيار اللجوء إلى التمويل الخارجي المتضمن تمويلاً مالياً عن طريق السوق المالية الذي لا يحضى بأية ثقة رغم وجود مؤسساته المتخصصة التي يبقى نشاطها التمويلي ضعيفاً، أو تمويلاً بنكياً عن طريق الوساطة البنكية الذي لا يزال شكل المصدر الأكثر أهمية في الجزائر دون أن تتمكن المؤسسات التي تتقدم بطلب القروض البنكية من الحصول عليها بشرط الحصول عليها بالشروط الملائمة، نظراً لعدة عوامل متداخلة تجعل الاستفادة من التمويل المصرفي تتميز بالمحدودية، منها ما يخص البنوك فيما يتعلق بثقل عنصر الضمانات المطلوبة بمختلف أنواعها وارتفاع تكلفة القروض التي لا تشجع على الاستثمار.

وفي ظل واقع التمويل في الجزائر، وباعتبار مختلف الظروف المحيطة بما فيها التحولات العميقة التي يعرفها الاقتصاد الوطني نتيجة مختلف الضغوطات الداخلية والخارجية، المفروضة على المؤسسات والمجسدة في الاندماج الاقتصادي والتجاري العالمي.

وقد أصبح من الضروري الاهتمام بمصادر تمويلية أخرى كرأس المال المخاطر والذي أثبت نجاحه في عدة دول أوروبية على غرار الولايات المتحدة الأمريكية.

عكس الدول النامية ومن بينها الجزائر التي تواجه مشكلة كبيرة في مجال التمويل وهذا ما يعيق تطور صناعة رأس المال المخاطر في مرحلة الانطلاق والتوسع، في ظل عدم قدرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاعتماد على مصادر تمويلها الذاتية وعدم وجود بيئة مناسبة تشجع مؤسسات رأس المال المخاطر بالنظر إلى ارتفاع درجة المخاطر.

من خلال ما سبق تظهر لنا ملامح إشكالية الموضوع في السؤال الجوهري التالي:

ما مدى فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟.

ومن هذا المنطلق يمكن تجزئة السؤال الرئيسي في شكل أسئلة فرعية نوجزها فيما يلي:

1. هل يعتبر التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بديلاً أمثل لتمويل التقليدي؟
2. هل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مؤهلة لاستخدام تقنية رأس المال المخاطر؟
3. هل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر ناجح في الجزائر؟

للإجابة عن الأسئلة المطروحة نضع إجابة مبدئية تتمثل في الفرضيات التالية:

الفرضيات:

- يعتبر التمويل بتقنية رأس مال المخاطر البديل الأمثل الذي يتماشى مع خصوصيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مؤهلة لاستخدام تقنية رأس مال المخاطر؛
- يعتبر التمويل برأس مال المخاطر في الجزائر ناجح.

أسباب اختيار الموضوع :

تنقسم الأسباب التي تناولناها في هذا الموضوع إلى:

أ/أسباب ذاتية:

- يندرج هذا الموضوع ضمن اختصاص مسارنا التكويني؛

-التعرف على هذه التقنية الجديدة والخاصة بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ب/أسباب الموضوعية:

- تبيان فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الجزائرية؛

- تشابه هذا النمط بالتمويل الإسلامي.

أهداف الدراسة:

- إثبات مدى ملائمة نظام التمويل برأس المال المخاطر مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكيف يساهم في الرفع من قدرتها المالية سواء في مرحلة الإنشاء أو التوسع؛

- إظهار أهمية التمويل برأس المال المخاطر ومدى صلاحيته للتطبيق في مختلف القطاعات والمجالات؛

-عرض تجارب بعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؛

- إبراز الاختلاف بين رأس المال ومختلف التمويلات الأخرى.

أهمية الدراسة:

الأهمية العلمية: اهتمام العلماء وخبراء المالية في دراسة موضوع التمويل وآلياته وأساليبه الحديثة من أجل تلبية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف وفي الوقت المناسب من حياة المشروع الاستثماري.

الأهمية العملية: تتضمن الأهمية التي تمثلها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ودورها في تطوير الاقتصاد وتوفير مناصب شغل.

منهج الدراسة:

تم إتباع المنهج الوصفي التحليلي من خلال تحليل بعض النسب والمؤشرات ذات الصلة بموضوع الدراسة.

صعوبات الدراسة:

- قلة المراجع في موضوع رأس المال المخاطر على مستوى مكتبة المركز الجامعي.

الدراسات السابقة:

أهم هذه الدراسات والتي لها علاقة بموضوع بحثنا نجد:

- دراسة عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر (دراسة مقارنة مع التمويل بنظام الشركة)، مذكرة ماجستير سنة 2008/2007. قدمت هذه الدراسة جملة من الأهداف حيث ساهمت في إبراز البدائل التمويلية للاقتصاد الذي يكتسي أهمية كبيرة، حيث حاولت هذه الدراسة تسليط الضوء على التمويل برأس المال المخاطر، وتوضيح الفروق القائمة علميا وعمليا بين التمويل برأس المال المخاطر والتمويل بالمشاركة ومقارنة فعاليتها الاقتصادية، كما قدمت أيضا هذه الدراسة البحث عن شبكة من مؤسسات المصرفية التي تشكل الإطار التنظيمي لهذا البديل، ورفع كفاءتها التمويلية. وقد توصل الباحث إلى مجموعة من النتائج التي تتضمن أن التمويل هو الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة بالإضافة إلا أنه من الوظائف البالغة الأهمية في مختلف المنشآت وخاصة الكبيرة منها، كما قدمت أيضا أدوات التمويل التي تتمثل في البنوك وشركات التأمين والبورصات أما التمويل فتقسم إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية، فبالنسبة للمصادر الداخلية (هي رأس مال أصحاب المشروع متمثلا في الأسهم، أو المساهمة الدولة، أو الاحتياطات بكافة أنواعها والأرباح المحتجزة)، أما بالنسبة للمصادر الخارجية وهي (الاقتراض المحلي أو الأجنبي، السندات، الأسهم الممتازة، الودائع، الائتمان المصرفي، والائتمان التجاري)، كما توصل إلى أن هناك نقاط تشابه بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي. وأن مهنة رأس المال المخاطر تعبر عن الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة التي تحقق تمويلا مجانيا، بعكس اقتصاد الاستدانة الذي يستتبع سدادا أو أعباء أخرى، فمؤسسات رأس المال المخاطر توفر غطاء تمويلي اللازم للمشروعات في سبيل مؤازرة ظهورها و تطورها، فكما هو واضح من أسمها فهي

تقبل تحمل المخاطرة في تمويلها المجاني أملا في التعويض المستقبلي لهذا الاستثمار بفائض قيمة ذو معدل مرتفع، كما أنها لا تقتصر في الدعم المالي فقط للمشروع بل تشارك أيضا في اتخاذ القرارات والتدخل في توجيه مساراته وذلك بإمداده بالنصائح المتصلة بتسيير سبل التطور.

- دراسة محمد براق، وبن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، الطبعة الأولى المكتب الجامعي الحديث. قدمت الدراسة مجموعة من التجارب العالمية التي نجحت حكومتها في هندسة سوق رأس المال المخاطر من خلال محاكاة التجربة الأمريكية التي قاد نجاحها قوى السوق ثم تطرقت الدراسة إلى أهم النتائج وهي التجربة الجزائرية من خلال تحليل كيفية تنظيم سوق رأس المال المخاطر فيها، مقترحة في الأخير نموذجا عاما للتقنية يمكن تطبيقه في الجزائر.

- دراسة بن ساعد عبد الرحمان، وصابور سعاد، رأس المال المخاطر ودوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، العدد الخامس، فيفري 2019، المركز الدولي برلين_ألمانيا. قدمت هذه الدراسة استعراض تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال فترة 2010-2016، ومدى مساهمتها في خلق مناصب شغل بالإضافة إلى أهم العقبات التي تواجه تمويلها وهو ما يشكل محتوى تمويلي مستحدث لنظام التمويل القديم، كما وضحت أهم نتائج هذه الدراسة آلية عملها عن طريق شركات رأس المال المخاطر وإظهار دور وأهمية شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سواء القائمة أو الجديدة أو التوسعية العالية المخاطر نظرا لما تتميز به هذه التقنية من مزايا، كما قدمت دراسة عن شركة Sofinance وFinalep الجزائر من حيث نشاط الاستثمارات والميزانية من 2014/2016 مع التطرق إلى متطلبات إنجاح هذا النوع من الشركات، فرغم ضعف عدد شركات رأس المال المخاطر في الجزائر إلا أن نشاطها في تطور مستمر حيث لا تتعدى نسبة المساهمة في رأس المال 49% كحد أقصى وتمول أنشطة تتميز بمخاطر ضعيفة.

- دراسة أحلام بوقفة، بعنوان واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلة الرابعة، العدد الأول، جوان 2017. قدمت هذه الدراسة بدراسة تحليلية للتمويلات المقدمة في شكل رأس المال المخاطر على مستوى الشركة المالية للاستثمارات، وقد توصلت إلى نتيجة أن التمويل رأس المال المخاطر على مستوى Sofinance يعتبر نشاط ثانوي بعد قرض الإيجار، يمارس على أساس أنه عملية أخذ مساهمة في رأس مال مشروع استثماري، ينتهي ببيع هذه المساهمة لصاحب المشروع الممول بعد فترة زمنية متفق عليها.

هيكل البحث

تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاث فصول وهي:

الفصل الأول الموسوم بعنوان الإطار النظري لرأس المال المخاطر؛ وقد تم التطرق فيه إلى مختلف المفاهيم المتعلقة رأس المال المخاطر وخصائصه... وأهمية رأس المال المخاطر والأطراف المتداخلة فيه وشركات رأس المال الممولة وتركيباتها القانونية.

الفصل الثاني الموسوم بعنوان الإطار النظري لشركات رأس المال المخاطر وعلاقتها بالمؤسسات الممولة التي تم التطرق فيه هو الآخر إلى مختلف مفاهيم المتعلقة بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كمرحلة أولى، وكمرحلة ثانية تم التطرق إلى عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر (مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر، الرقابة في عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وعملية الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر).

بينما الفصل الثالث الموسوم بعنوان الإطار الميداني رأس المال المخاطر في الجزائر تم التطرق فيه هو الآخر إلى المقاربة النظرية لرأس المال المخاطر في الجزائر كمرحلة أولى، وكمرحلة ثانية تم التطرق إلى التجربة الجزائرية لكل من شركة Sofinance وFinalep.

الفصل الأول

الإطار النظري لرأس المال

المخاطر

تمهيد:

يتبادر للذهن تعريفات وتأويلات مختلفة لرأس المال المخاطر، لكل تصوره الخاص حول هذا النمط التمويلي الذي يعتبر ظهوره حديثاً وانتشاره قليلاً، ويعتبر من أهم المشاكل التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية سواء في مرحلة الإنشاء أو النشاط الاستثماري خاصة في ظل محدودية النظام الائتماني للبنوك التجارية، الذي أصبح لا يتوافق مع احتياجات المؤسسات بالرغم من قلة وبساطة حجم رأس مالها في بعض الأحيان كالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثلاً وهذا بسبب ثقل عنصر الضمانات المطلوبة، وارتفاع التكلفة وضعف الوضعية المالية المستحدثة نجد التمويل برأس المال المخاطر الذي سوف نتطرق إليه في هذا الفصل.

وعليه سنقسم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول: ماهية رأس المال المخاطر

المبحث الثاني: تأسيس شركات رأس المال المخاطر و علاقتها بالمؤسسات الممولة

المبحث الأول: ماهية رأس المال المخاطر

يعتبر رأس المال المخاطر أول أشكال رأس المال الاستثماري ظهوراً، وهو تمويل يتدخل في المراحل المبكرة لحياة المؤسسة، وحتى قبل انطلاقها. ونظراً لأهمية وحساسية هذه المراحل، فإن هذا النشاط التمويلي يكتسي أهمية تميزه عن غيره من النشاطات رأس المال الاستثماري الأخرى. إلا أنه لا يغري الكثير من المستثمرين، الأمر الذي تترجمه الأرقام المقدمة حول حجم الاستثمارات في المراحل المبكرة من حياة المنشأة. وقد صرح كل من LERNER و GOMPERS في كتابهما أنه: "لا إشكال في كيفية نظرنا للأرقام لكن نشاط رأس المال المخاطر يخدم كمصدر مهم في النمو الاقتصادي، الثروة وخلق منصب شغل".¹

الأمر الملاحظ هو تداخل واختلاف التسميات والمصطلحات التي تطلق على هذه الصناعة نظراً لغياب تعريف دقيق لها وقبل تقديم تعريف لرأس المال المخاطر والحديث عن ظهوره أن نتطرق إلى مطلب أول: النشأة والمفهوم، المطلب الثاني: مصادر وخصائص رأس المال المخاطر ومطلب ثالث: دور رأس المال المخاطر والأطراف المتدخلة فيه.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر

سننتظر في هذا المبحث إلى: الفرع الأول: نشأة رأس المال المخاطر وإلى الفرع الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر.

الفرع الأول: نشأة رأس المال المخاطر²

يرجع أصل نشأة رأس المال المخاطر إلى اليوناني Thales De Milol الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي (استخراج زيت الزيتون) بفضل الأموال التي حل عليها من مقرضين مخاطر، وقد تكررت التجربة بعد ألفي سنة مع رحلات الإسبان والبرتغال إلى العالم الجديد خلال القرنين 15 و 16 التي تعهد بها رأس ماليون مخاطرون Venture Capitalistes الذين اشتروا السفن ومولوا الرحلات، كما ظهر رأس المال المخاطر في شبه الجزيرة العربية قبل الإسلام.

عرف المفهوم الحديث رأس المال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال أول مؤسسة لرأس المال المخاطر، تم تأسيسها سنة 1946 في بوسطن (Boston). من طرف كارل كامتون (Karl campton) وجورج دوربوت (جنرال فرنسي) (George Doriot) والتي تحمل اسم (الشركة الأمريكية للبحث والتطوير American Research Corporation (ARD) المتخصصة في تمويل المؤسسات الإلكترونية الناشئة .

¹ محمد السبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية جامعة منتوري - بقسنطينة، سنة 2008/ 2009، ص 24

² خالد سلاطينة، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة شركة SOFINANCE الجزائر، مذكرة لنيل شهادة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، الجامعة محمد خيضر - بسكرة - سنة

تم تطوير سوق رأس المال المخاطر بعد سنة 1950 نتيجة لظهور الصناعات الإلكترونية بمنتجاتها الجديدة، من فترة السبعينات كانت مدرجة في سوق الأوراق المالية أما في أوروبا فقد تأسست في بروكسل عام 1983 الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر إذ تطور بفضلها نشاط رأس المال المخاطر خلال (4) أربعة سنوات منذ إنشائها، حيث عرفتة إنجلترا أولا ثم فرنسا ثم هولندا ثم انتشر بداية من 1992 في ألمانيا وباقي الدول الأوروبية وباقي الدول العربية كمصر وتونس، وفي مطلع القرن الحالي في باقي دول العالم كالجزائر والمغرب ودول الخليج استجابة إلى احتياجات التمويل الاستثماري.

بعدما ظهر أسلوب المضاربة الذي اقتبسته أوروبا من الاقتصاد الإسلامي خصوصا في القرن 19 أخذ مرة أخرى يظهر في شركات رأس المال المخاطر، فشركات رأس المال المخاطر أنقذت الولايات المتحدة الأمريكية من التخلف التكنولوجي أما اليابان وهي عبارة عن رؤوس أموال تتجمع في البنوك تعطي للمشاريع الريادية والابتكارات، فشركات ماكنتوش وميكروسوفت كانت عبارة عن بقاله عام 1980. وقد سارعت كل دول العالم المتقدمة إلى تبني هذا الأسلوب، ولكن النتائج اختلفت وبينما نجحت إنجلترا وهولندا وتعثرت إيطاليا، إسبانيا وألمانيا.

الفرع الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر

هناك العديد من المفاهيم لرأس المال المخاطر نذكر منها:

التعريف الأول: تعرف الجمعية الأوروبية EVCA رأس المال المخاطر:

"أنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي، لكنها تنطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك هو مصدر المخاطر)، أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا، حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة وهذه الحالة تعتبر تعويض للمخاطر.

التعريف الثاني: حسب تعريف Pierre BATTINI

رأس المال المخاطر هو: عبارة عن تقنية تمويلية مبتكرة تقوم على أساس المساهمة بالأموال الخاصة في رأس مال المؤسسات الغير مدرجة بالبورصة لتمويل مختلف مراحل حياتها، من الإنشاء إلى التحويل مروراً بمرحلة الانطلاق والنمو.

التعريف الثالث: يعرفه Fraïnoise BASTIE

على أنه مساهمات في رأس المال المؤسسات التي عادة ما تكون غير مسعرة (Non cotées)، وذلك لتمويل المراحل التي تسبق إنشائها، إلى تمويل انطلاقها، ثم تمويل تطويرها، وصولاً إلى تمويل تحويل ملكيتها.¹

التعريف الرابع:

يعرف أيضاً رأس المال المخاطر على أنه تقنية أو أسلوب تمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل الكلاسيكي بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع بدون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله، ولهذا نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال. ومن أجل التخفيف من حدة المخاطر فإن المخاطر برأس المال لا يكتفي بتقديم النقد فحسب بل يساهم في إدارة بما يحقق تطورها و نجاحها، ولا يقتصر دور شركات رأس المال المخاطر على تمويل مرحلة الإنشاء فحسب بل يمتد أيضاً إلى مرحلة التجديد، وكذا تمويل التوسع والنمو.

التعريف الخامس: أما تعريف المشرع الجزائري لرأس المال المخاطر فجاء كما يلي

"تهدف شركة رأس المال المخاطر إلى المشاركة في رأس مال الشركة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من الأموال الخاصة أو الشبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة. يمارس نشاط الرأس مال المخاطر من قبل الشركة، لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وحسب مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل. تتمثل كيفية تدخل شركات رأس المال المخاطر في رأس مال الجدي، رأس المال التأسيسي، رأس مال النمو رأس مال التحويل، استرجاع المساهمات، و/أو حصص يحوزها رأس المال المخاطر (مخاطر برأس المال) آخر وتتدخل شركة رأس المال المخاطر بواسطة اكتتاب أو اقتناء أسهم عادية، و/أو شهادات استثمارية، و/أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، و/أو حصص الشركاء.

¹ عبد الله إبراهيم ، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مواجهة مشكل التمويل ، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية ، الشلف ، يومي 17، 18 أفريل 2006 ، ص389.

مما سبق نصل إلى تعريف رأس المال المخاطر أنه: "تمويل للاستثمار في مؤسسات صغيرة ابتكارية بواسطة أسهم أو أدوات تتصل بها حيث يكون المخاطر برأس المال وسيطا ماليا يأتي بالأموال من مجموعة مستثمرين مثل (البنوك، صناديق، لمعاشات التقاعدية و شركات التأمين...)" .

و من أبرز المعايير التي يستخدمها المخاطر برأس المال اختبار المشروعات الصغيرة والمتوسطة:

- أن تكون الفكرة ذات قيمة مضافة قابلة للتنفيذ والنمو، وتلبي حاجات المجتمع؛
- معدل العوائد المتوقعة للاستثمار في المشروع المقترح عالي ويناسب مع درجة المخاطرة؛
- أن يكون المبادر صاحب الفكرة والمشروع وفريق عمل المشروع على قدر كبير من المهارات والخبرات.

المطلب الثاني: أهداف وخصائص ودور رأس المال المخاطر

سننتظر في هذا المطلب إلى ثلاثة فروع: الفرع الأول خصائص رأس المال المخاطر، الفرع الثاني أهداف رأس المال المخاطر، أما الفرع الثالث فهو دور رأس المال المخاطر.

الفرع الأول: خصائص رأس المال المخاطر

يقوم رأس المال المخاطر على أساس مبدأ المشاركة، وتتدخل شركة رأس المال المخاطر في المشاريع الممولة كشريك في رأس المال كما تقدم الدعم والتوجيه في الإدارة بالإضافة إلى المشاركة تقوم بالمرافقة حتى يتضح المشروع، ومن هنا يمكن استنتاج خصائص رأس المال تتمثل فيما يلي¹:

1- وساطة مالية:

تعتبر معظم عمليات رأس المال المخاطر وساطة مالية لحساب مستثمرين كما هو الأمر بالنسبة لكل مهن رأس المال الاستثماري بصفة عامة، لكن الخصوصية هنا أن هناك بعض عمليات رأس المال المخاطر لا تعتبر وساطة مالية كما هو الشأن مثلا بالنسبة لنشاط ملائكة الأعمال Business Angels ، الذي ينصف ضمن رأس المال المخاطر غير الرسمي؛

2- استثمار بالأموال الخاصة وشبه الخاصة:

حيث أن التمويل يستهدف أعلى الميزانية، اعتمادا على الأموال الخاصة عادة التي تزود المستثمرين بمعلومات معتبرة وتعطيهم حقوق رقابية؛

3- مساهمة نشطة:

بالمتابعة التسييرية للفريق المسير، نظرا للدعم الكبير الذي يحتاج إليه مسيرو المشاريع الناشئة من جهة، وبسبب الخطر العالي للاستثمار من جهة أخرى، وهذا ما يسمى بالمساهمة غير المالية؛

4- استثمار متوسط/طويل الأجل:

¹ محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 41 42.

رأس المال المخاطر هو تمويل لأجل محدد من الزمن بهدف تحقيق عائد مالي حيث أن المستثمرين يبيعون حصصهم بعد مدة تتراوح من سنتين إلى عشر سنوات، حسب تطور المنشأة المحفظة من أجل تحقيق أهدافهم بتحصيل قيم مضافة؛

5- استثمار خطر:

يعود الخطر العالي للاستثمار أساساً إلى الطبيعة الخاصة للمشاريع الناشئة. حيث تكون المخاطر المرتبطة بالمرحلة المبكرة عادة أكبر من المراحل اللاحقة للنمو إذ المستثمرون مهددون بفقد كل أو جزء من أموالهم الموظفة في هذه المشاريع. ونظراً لارتفاع المخاطر، فإنهم يتوقعون عائد مرتفع نسبياً (من 25 إلى 45 %، حسب طور التدخل).

6- استثمار في المشاريع الناشئة:

إن تحقيق عائد كبير بالقدر المذكور أعلاه، يكون فقط لدى المنشآت التي تمتلك استعدادات معتبرة للنمو وهي عادة المشاريع ذات المحتوى التكنولوجي العالي التي تقدم منتجات متميزة سواء في الإعلام الآلي (الكمبيوتر، الإعلام والاتصال، الانترنت) أو الصحة (التكنولوجيات الحيوية والطب) أو في مختلف القطاعات الأخرى عالية التكنولوجية، والتي يكون أصحابها من الباحثين والمبتكرين الذين لا يملكون لا الخبرة التسييرية، ولا الأموال الكافية واللازمة لتجسيد أفكارهم في مشاريع استثمارية، أو لتحقيق النمو المرغوب بالنسبة للذين قاموا بإنشاء مشاريعهم ويرغبون في تطويرها. الأمر الذي في إمكان أطراف أجنبية تقديمه، وهذه الأطراف تتمثل في المخاطرين برأس المال المخاطر (venture capitalists) الذين يملكون الخبرة التسييرية الكافية، والعلاقات التجارية الواسعة، إضافة إلى رؤوس الأموال.

الفرع الثاني: أهداف رأس المال المخاطر

من خلال خصائص رأس مال المخاطر يمكن استنتاج أهداف رأس المال المخاطر في نقاط الآتية:

- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل المخاطر؛¹
- التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشرط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة؛
- توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر أو التي تتوفر لديها إمكانيات نحو عائد مرتفع. وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات الغير قادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، وهذه الاستثمارات هي لأجل طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية ولكن بعوائد عالية نسبياً؛
- توفير المعونة الفنية والإدارية لأصحاب المشاريع، وتضمن لهم المرافقة الحسنة لمشاريعهم، خاصة المقاولين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في مجال الاستثمار.

¹عابد نصيرة، بريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد

كما أن إنشاء وتدعيم شركات رأس المال المخاطر له أهداف أخرى، وهي أهداف تساعد القطاع المصرفي وتتمثل في:

- مساعدة البنوك على توظيف السيولة الزائدة التي تملكها ولا تستطيع في بعض الأحيان توظيفها بسبب ارتفاع المخاطر والقيود التي يفرضها عليها النظام المصرفي؛
- تمويل الابتكارات الجديدة وصناعة البرمجيات والتي لا تستطيع البنوك تمويلها، لدرجة مخاطرها العالية وكذلك عدم امتلاكها لضمانات كافية.

الفرع الثالث: دور رأس المال المخاطر

يمكن حصر دور رأس المال المخاطر فيما يلي:

إن الأفكار لا تساوي شيئاً مهما كانت أهميتها وقيمتها الاستثمارية والاقتصادية ما لم يتم تجسيدها ومن ثم تطويرها، وهو أمر ليس بالهين ويحتاج إلى مهارات فنية وقدرات خاصة للتغلب على المشاكل التي تعترض عملية ترقية الفكرة من مجرد فكرة إنتاج على الورق إلى واقع ملموس "وتبرز هذه الميزة بسبب روح المغامرة لدى أصحاب المشروعات الصغيرة فهم إما يتبعون أساليب جديدة للإنتاج على نطاق واسع وإما يتبعون ابتكارهم لشركة أكبر" إن الحصول على براءة الاختراع أمراً مهم جداً لتحويل هذه الفكرة إلى سلعة مفيدة لكنه ليس مجرد آلية تبين أصالة الفكرة وأحقية احتكارها ما يجعل الأمر أكثر تعقيداً وقد يكون سبباً في تنفير المستثمرين عنها لاعتقادهم أن السلعة الجديدة والاستثمار فيها ينطوي على مخاطرة كبيرة.

المطلب الثالث: أهمية رأس المال المخاطر والأطراف المتداخلة فيه

سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى فرعين: الفرع الأول أهمية رأس المال المخاطر، والفرع الثاني الأطراف المتداخلة فيها.

الفرع الأول: أهمية رأس المال المخاطر:

من خلال خصائص رأس المال المخاطر يمكن أن نلاحظ دوره في تعزيز ودعم التحول أو الاستثمار في الاقتصاد المعرفي، حيث أن تدعيم الابتكار هو أبرز أشكال الاقتصاد المبني على العلم و المعرفة، إضافة إلى زيادة عدد الوظائف، كما تم تنشيط البرامج التمويلية للمؤسسات المالية ويزيد الطلب على التمويل لاحقاً في حال نجاح وتوسع هذه المشاريع و تتمثل أهمية رأس المال المخاطر في:¹

1. تمويل الاقتصاد:

يشغل رأس المال المخاطر مكانة أساسية في تمويل الاقتصاد فنجد مثلاً في الولايات المتحدة الأمريكية الاستثمارات بين عامي 1970/2000 قدرت بحوالي 273 مليار دولار وقد حققت للاقتصاد الأمريكي بحوالي 1300 مليار دولار.

¹ خالد سلاطينية (مرجع سبق ذكره) ص 8 ص 9

2. خلق مناصب الشغل:

ويكون ذلك عن طريق إنشاء مؤسسات جديدة عن طريق التمويل برأس المال المخاطر، وبالتالي امتصاص البطالة من المجتمع.

3. استثمارات المدخرات المحلية الصغيرة:

عملية خلق مصادر تمويلية جديدة كرأس المال المخاطر من شأنه أيضا تشجيع المقاولين في إنشاء مؤسساتهم الخاصة وبالتالي استثمار المدخرات العائلية وإسهامها في الدورة الاقتصادية.

4. المساهمة في تخفيض الواردات:

عملية تدعيم المشاريع الناشئة من شأنها أيضا خلق إنتاج محلي وبالتالي التخفيض من نسبة الواردات وحتى المساهمة في رفع قيمة الصادرات.

5. التصدي لظاهرة هجرة الأدمغة:

ويتم ذلك عن طريق مجموعة من آليات منها :

➤ إتاحة الفرصة لهم لتطبيق وتجسيد أفكارهم وأبحاثهم في الداخل، عن طريق تمويل تطبيق الابتكارات الجديدة ولا تعد جذابة للبنوك إما لارتفاع درجة المخاطرة بها أو لعدم توفر القدرات المالية والطاقات الكافية لأصحاب المشروعات.

➤ عن طريق تشمين البحث العلمي وترقيته وبتحفيز العلماء والمخترعين وجامعاتهم ومعاهدهم المختصة على الاستمرار في عطائهم العلمي والتكنولوجي خاصة إذا ربطوا بين فوائد الإنتاج العلمي وربحية السوقية العالمية.

6. مساعدة البنوك:

وتكون المساعدة على عدة أصعدة منها:

➤ توفير المعونة الفنية والإدارية لعملاء البنوك حيث لا تتوفر لدى البنوك الإمكانيات اللازمة لتوفير هذه المعلومة.

➤ إقالة عملاء البنوك المتعثرين بتوفير موارد مالية إضافية لهم، حيث لا تستطيع البنوك في بعض الحالات إقراض أو المساهمة في المشروعات نتيجة للقيود التي تفرضها نظم العمل المعرفي.

➤ المساعدة في إعادة هيكلة شركات القطاع العام التي يتم خصصتها مما يؤدي إلى تصحيح مسارها وتسديد ديونها للبنوك.

الفرع الثاني: الأطراف المتداخلة في رأس المال المخاطر ومحددات عوامل نجاحه

أولا: الأطراف المتداخلة في رأس المال:

إن التمويل برأس المال المخاطر يتطلب توفر ثلاثة أطراف أساسية تتمثل في: شركات رأس المال المخاطر التي تلعب دور الوساطة، المستثمرون (أصحاب الفائض المالي)، المستفيدون (أصحاب العجز

المالي)، بالإضافة إلى طرف رابع يبرز بعد انتهاء العملية التمويلية من خلال قيام بشراء الحصص المكتتب فيها من قبل شركات رأس المال المخاطر لدى المؤسسات الممولة وفيما يلي سوف نتطرق لكل طرف على حدى.

1/ شركات رأس المال المخاطر:

هي عبارة عن شركات ذات أسهم، تعمل على توظيف أموالها الخاصة بالإضافة إلى أموال المحصلة من قبل المستثمرين الذين يرغبون باستثمارها في مشاريع ذات مخاطر مرتفعة لكن بالمقابل تتوفر لديها آفاق النمو والتطور بشكل كبير، من خلال أخذ مساهمات في رأس مالها والمشاركة في أرباح والخسائر المحققة، وبذلك تعتبر هذه الشركات صورة من صور الوساطة المالية ولا بد الإشارة إلى الدعم المالي المقدم يكون مرفقا بدعم فني كذلك، تقوم شركات رأس المال المخاطر بمرافقة المؤسسات الممولة في التسيير والإدارة بما يحقق نموها وتطورها.

وتنقسم شركات رأس المال المخاطر إلى أربعة أنواع:¹

- شركات الرأس المال المخاطر المستقلة:

تقوم بتشكيل رأس مالها من مصادر خارجية (مستثمرين خارجيين) تتمثل في الشركات التامين بنوك صناديق التقاعد الأفراد الخواص

- شركات رأس المال شبه المقيد:

تقوم بتسيير الأموال التي تستمدّها من المستثمرين الخارجيين عنها كما تعمل نيابة عن الشركة الأم هذه الأخيرة تكون عبارة عن مؤسسة مالية أو مؤسسة صناعية كبيرة

- شركات رأس المال المخاطر المقيدة:

وهي شركات فرعية تابعة للشركة الأم التي تكون عبارة عن مؤسسة صناعية كبيرة أو مؤسسة مالية و تكون مرتبطة بهذه الأخيرة ماليا وإداريا حيث لا تعتمد على مصادر التمويل الخارجية و في نفس الوقت تسيير عن طريق موظفين تابعين للشركة الأم

- شركات الرأس المال المخاطر العمومية:

تمتلك السلطات العمومية رأس المال هذه الشركة أو جزء منه وفي غالب الأحيان يتم إنشاء هذه الشركات لتمويل المؤسسات في بداية نشاطها من أجل تحقيق أهداف اجتماعية و اقتصادية.

¹ حريد رامي، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر-، رسالة مقدمة لنيل الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم إقتصادية، تخصص إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014

2/المستثمرون:

يتدخل هؤلاء المستثمرون من خلال الموارد المالية الطويلة الأجل الذين يكونون على استعداد للمخاطرة بها، حيث أنها تمنح دون ضمانات، وليس من حق المستثمرين المطالبة بتسديدات آنية، بل يجب عليهم الانتظار لغاية تحقيق نجاح المشروع الممول. ويتمثل هؤلاء المستثمرون في صناديق التقاعد، شركات التأمين، البنوك، الأفراد(تعتبر هذه الأخيرة قليلة نظرا لنسبة المخاطرة المرتفعة) والصناديق المشتركة لتوظيف (التي يشترك فيها عدد كبير من المستثمرين وتسيير من خلال خبراء مختصين).

3/المستفيدون:

هم عبارة عن المشاريع الناشئة أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذين يعانون من نقص في التمويل الذاتي، وصعوبة حصولهم على القروض من المؤسسات أخرى نظرا لعدم توفرهم على الضمانات الكافية، فيلجئون إلى شركات رأس المال المخاطر قصد حصولهم على الدعم المالي والفني من خلال الاعتماد على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر.

4/المستأنفون:

يبرز دور هؤلاء المستثمرون عند انتهاء العملية التمويلية بنجاح (مرحلة الخروج)، تقوم شركات رأس المال ببيع حصصها المكتتب فيها عن بداية العملية لتعيد استثمار الأموال الناتجة في المؤسسات أخرى، وعادة المستأنفون عبارة عن المسيرين الأساسيين في المؤسسة الممولة قصد استعادة الملكية الكلية، أو عبارة عن مؤسسات رأس المال المخاطر الاستثماري التي تقوم بشراء الحصص بهدف استكمال تمويل المؤسسة في أطوار أخرى من مراحلها.

ثانيا: محددات نجاح رأس المال المخاطر:

إن نجاح وصناعة رأس المال المخاطر مرتبطان بعدة عوامل أهمها:

دور السلطات العمومية:

تلعب الدولة والهيئات الرسمية دورا محوريا في صناعة رأس المال المخاطر، لأنها تحدد المحيط القانوني، الضريبي، المالي والتنظيمي الذي تمارس فيه هذه الصناعة، وهذا ما يمكننا تسميته بالتدخل غير مباشر، كما تتدخل أيضا مباشرة بتوظيف الأموال العمومية في المؤسسات وصناديق رأس المال المخاطر.

- دور الجمعيات المهنية:

تلعب الجمعيات المهنية لصناعة رأس المال المخاطر دورا تنظيميا ورقابيا هاما يساهم في تطويرها وتقوم بتهيئة محيط ملائم للممارسة المهنة، نذكر على سبيل المثال لجان أخلاقيات المهنة للجمعية الفرنسية للمستثمرين لرأس المال، والكتاب الأبيض للجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر الذي ينظم مختلف الجوانب المتعلقة بممارسة المهنة.

- دور المستثمرين المؤسسيين:

يلعب المستثمرون المؤسسيون دوراً محورياً في تطوير صناعة رأس المال المخاطر خصوصاً فيما يتعلق بجانب عرض الأموال ومن أبرز المستثمرين المؤسسيين نجد صناديق التقاعد التي توفر الادخار طويل الأجل وكذلك البنوك نظراً لما تمتلكه من إمكانيات تخولها ولعب دور محوري في صناعة رأس المال المخاطر.

- دور السوق المالي:

نظراً للاهتمام الكبير الذي يعبره المخاطر برأس المال للخروج ورغم أن السوق المالي يمثل الطريقة المفضلة للخروج لتمكينه من تحقيق عوائد أكبر من الطرق الأخرى، إلا أن شروط وضوابط هذا الأخير تعتبر أكثر ملائمة للمؤسسات الكبرى وغير ملائمة للمشاريع الناشئة، الأمر الذي دعا إلى ضرورة إنشاء أسواق متخصصة بشروط أقل تشدداً على غرار سوق "ناسداك الأمريكي" الذي أنشئت أسواق مشابهة له في مناطق عديدة من العالم، لكن النتائج كانت مختلفة.

- أهمية الكفاءات:

يعتبر عامل الكفاءات عنصراً هاماً من أجل تطوير صناعة رأس المال المخاطر وذلك في جانبي العرض والطلب على حد سواء فمن جانب العرض تتطلب عمليات تسيير المحافظ، انتقاء تقييم ومتابعة المشاريع الناشئة كفاءات عالية متميزة ومتنوعة يجب توافرها في المخاطر برأس المال، أم من جانب الطلب فإن المبادرين لكونهم خريجي الجامعات ومخابر البحث فإنهم عادة ما يفتقرون للخبرة التسييرية اللازمة وثقافة العمل ضمن فريق مع المخاطرين برأس المال المخاطر الأمر الذي يدعو إلى إيجاد حلول تكوينية في هذا الصدد.

- أهمية براءات الاختراع:

يهتم المخاطر برأس مال بشكل كبير بحماية الفكرة التي تقوم عليها المشروع عن طريق امتلاك المبادر لبراءة الاختراع، حتى يضمن الأول احتكار السوق وبالتالي عائدات أكبر، إذن لا بد من إرسال ثقافة براءات الاختراع لدى المبتكرين وتسهيل إجراءات حصولهم عليها، لتحفيز المخاطرين برأس المال المخاطر ولعل ذلك يتم عن طريق خلق أجهزة متخصصة في هذا المجال على غرار الوكالة الوطنية للابتكار بفرنسا ANVAR أو الديوان الأوروبي لبراءات الاختراع.

ثالثاً: مزايا وعيوب رأس المال المخاطر:¹

تتضح مزايا رأس المال المخاطر كأسلوب للتمويل فيما يلي:

¹ بريش السعيد ، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة ، العدد 5 ، 2007 ، ص 10 .

-المشاركة:

إن أصحاب التمويل يعتبرون شركاء في الجدوى والمسؤولية. فإذا كان صاحب المشروع يعتبر من خلال رأس ماله المؤسس للشركة فإن شركة رأس المال المخاطر تقوم بالوساطة بين الطرفين نظير حصة ربح تحصل عليها، والأطراف تتمثل في المستثمر وهو صاحب المال الذي يريد استثماره، والممول أي الذي يقوم بدور شركة رأس المال المخاطر في إدارة صندوق المخاطر نظير حصة من الربح يحصل عليها وهي من 15% إلى 30% حسب الاتفاق بالإضافة إلى 2.5% مقابل المصاريف الإدارية سنوياً. ويقل هذا إلى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين والمقترضين لدى البنوك الربوية، فالمقترض عليه أن يرد القرض في موعد معين ويدفع فائدة ثابتة مدة الدين، فإذا انخفض العائد تعرض المشروع للإفلاس وهذا من شأنه أن يدفع المستثمر إلى المغامرة دون نظر إلى حجم الخسارة فهو في كلا الحالتين قاصر، ويضع المقرض يده على الشركة، بينما لو ربح فسيحصل على الربح كاملاً. وهذا لا نجده في المشاركة حين يشترك الجميع في الربح والخسارة حيث تتفق المصالح والوجهة ولا تتعارض. وكثيراً ما يكون الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيداً للشركة ومساعداً على نجاحها لهذا السبب فضلاً عن أنها تفسح المجال للمشاركة طويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة، وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوافر في الديون قصيرة الأجل.

- الانتقاء:

أمام الممول فرصة لاختيار الموضوع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر ولكنها تكون ذات أرباح عالية وتتضاعف بعد ذلك قيمة أصولها. بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن الشركات المليئة (صاحبة القدرة على السداد) ولا تبالي بمستقبل الشركة وإمكانية نجاحها، ولذلك فهي تستهدف الشركات الكبيرة والمستقرة والتي غالباً ما تكون قد توقفت طاقاتها للابتكار، ويكون مفيداً للغاية للتنمية الاقتصادية.

- المرحلية:

من خصائص رأس المال المخاطر أن التمويل يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة، هذه المرحلية تلائم التمويل بالمشاركة وذلك أنه في عقد المشاركة يضطر المستثمر للرجوع إلى الممول للحصول على التمويل التالي وفي هذا ضمان لصدق المستثمر في عرض نتائج الأعمال ويعطي الفرصة حين فشل المشروع قبل تضاعف الخسارة، أو تعديل خطط المشروع وإصلاح مساره.

- التنوع:

يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع متباينة المخاطر، بحيث ما تخسره شركة تعوضه الأخرى ثم إن المشاركة تقتت الخطر ومن ثم تكون القدرة على تحمل المخاطر أعلى من القرض، فضلاً عن أن الرقابة والمتابعة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات.

- التنمية والتطوير:

إن هذا النوع من المشاركة قادر على تمويل مشاريع عالية المخاطر ومن ثم يستطيع أن يفتح مجالات للاستثمار لا يطررها إلا الرواد القادرون ويعوضه عن هذا الخطر ما يتحقق من مكاسب وعائد كبير. لقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة "كابل" و"مايكروسوفت" و"كومباك" و"الميدرا" وإكسبرس" و"جنيتك"... وغيرها وكانت التقنية القائمة بها شبه مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية.

- توسيع قاعدة الملكية:

يستمر التمويل حتى تتضج الشركة وتستوي، وبعدئذ يمكن أن تباع لمستثمر آخر يشده نجاح الشركة ونوع نشاطها أو تطرح كأسهم على المساهمين ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة.

أما عيوبها فيمكن إيجازها فيما يلي:

على عكس المزايا السابقة قد يمثل المخاطرون للمؤسسين خطراً معيناً، يرجع إلى :

- الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة (كالمشاركة في القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع)؛
- تطلب مبالغ مرتفعة، في حالة نجاح المشروع لاسترداد حصص المخاطرين (لكن ينبغي أن لا ننسى بطبيعة الحال أن ذلك ما يقيم ميزان العدالة، حيث تعتبر هذه المبالغ مقابل المجازفة التي قبلها المخاطرون وقت الإنشاء، والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقدان كافة أموالهم والتي شاركوا بها في المشروع).

المبحث الثاني: شركات رأس المال المخاطر وعلاقاتها بالمؤسسات الممولة

المطلب الأول: مفهوم شركات رأس المال الممولة وتركيباتها القانونية

إن حداثة شركات رأس المال المخاطر جعلها غير معروفة بشكل واضح وكاف في الاقتصاديات العالمية، حيث تختلف التعريفات وتعدد التسميات من دولة إلى أخرى بل ومن كاتب لآخر، بالإضافة إلى كون هذا النشاط لم يعرف ويدرس كباقي التخصصات وطرق التمويل والأخرى وهذا ما جعل مفهومه يشوبه بعض الغموض.

والملاحظة أنه لا يوجد تعريف موحد لهذا النمط التمويلي، رغم تشابه التسميات وتطابقها في بعض الأحيان فإن الاختلاف يقع حول مراحل ومجالات التدخل.¹ من الواضح أن مصطلح شركة رأس المال المخاطر مكونة من ثلاثة مفردات: الشركة، رأس المال والمخاطر.

أولاً مفهوم الشركة:

حسب نص المادة 416 من القانون المدني: الشركة عقد يلتزم بمقتضاه شخصان طبيعيان أو اعتباريان على المساهمة في نشاط مشترك بتقديم حصة من عمل أو مال أو نقد، هدفًا اقتسام الربح الذي قد

¹ عديش سامية، مرجع سبق ذكره، ص 42.

ينتج أو تحقيق اقتصاد أو بلوغ هدف اقتصادي ذي منفعة مشتركة. كما يتحملون الخسائر التي قد تتجر عن ذلك.¹

ثانياً: مفهوم رأس المال

رأس المال (بالإنجليزي (Capital): هو الثروة التي تُشكّل نوعاً من أنواع الأصول، و يُستخدم للإشارة إلى القوة الماليّة الخاصّة بالمنشآت أو الأفراد، ويُعرّف رأس المال بأنّه عبارة عن الأموال المُستخدمة في صناعة المزيد من الثروة، أو البدء بمشروع جديد. من التعريفات الأخرى لرأس المال هو النقود أو غيرها من الممتلكات التي يملكها الأفراد المنشآت، و يُستخدم رأس المال بهدف تأسيس مؤسسة أو شركة، أو لاستثماره في مجالاتٍ مُتنوّعة.²

ثالثاً مفهوم المخاطر:

المخاطر بالمعنى المالي أو الاقتصادي هي احتمالية تعرض المؤسسة إلى خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها، أو تذبذب العائد المتوقع على استثمار معين، كما يمكن تعريفه بأنها عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور.³ ومنه نستنتج أن شركات رأس المال المخاطر هي وسيلة تمويلية للمشروعات الناشئة، التي لاقت رفضاً من قبل طرق التمويل التقليدية وتتميز بدرجة مخاطرة عالية، كما أنه إلى جانب الدعم المالي التي تقدمه هذه المؤسسات فإنها تقدم خبراتها الفنية للاجئين إليها والذين يعدون شركاء لها كما تقوم شركات رأس المال المخاطر على المشاركة لا الإقراض وتعمل على تحقيق الربح الرأسمالي لها والقيمة المضافة للمؤسسة.

وتحدد أهمية شركات رأس المال المخاطر في ما يلي:⁴

- ✓ تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي: نجد أن الدول التي تطبق برامج الإصلاح الاقتصادي والتي تعتمد على خصوصية القطاع العام تحتاج إلى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة تقدمها مؤسسات رأس المال المستعدة لتحمل المخاطر و تقديم الدعم والتي تحتاج إلى هيكلية مالية وفنية؛
- ✓ دعم تمويل المؤسسات الجديدة: يمثل الدعم خاصة في بداية المؤسسات الجديدة دون اشتراط ضمانات وقيود على التمويل بخلاف كفاءة فكرة المشروع و فاعلية أشخاصه وهذه الوظيفة هامة جداً؛

¹ نص المادة 416 من القانون رقم 88/14 المؤرخ في 03 مايو (1988 جريدة رسمية 18 ص) 750 والتي حررت في ظل الأمر رقم 75/58

² كارل ماركس، نقد الاقتصاد السياسي، ترجمة محمد عيتاني، ص 209

³ خالد سلاطينية، مرجع سبق ذكره ص 11

⁴ علي سمائي، ليلي أولاد إبراهيم، شركات رأس المال المخاطر كتقنية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، العدد الأول، سنة 2018، ص 100.

✓ دعم المؤسسات المتعثرة: تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني والإداري لأنها شريكة فيها فهي تحرص أشد الحرص على المتابعة المالية والفنية الضرورية لإصلاح مسارها وبث روح الطمأنينة في نفوس المستثمرين للاستفادة من الربح الرأسمالي المستقبلي.

رابعاً: أهداف شركات رأس المال المخاطر¹

انتشرت هذه المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية وبعده في الدول الأخرى بهدف:

- ❖ مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري ؛
- ❖ التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة؛
- ❖ توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع.

المطلب الثاني: آلية عمل شركات رأس المال المخاطر وتجارب بعض الدول

الفرع الأول : آلية عمل شركات رأس المال المخاطر

تتدخل شركات رأس المال المخاطر عند كافة مراحل تطور المؤسسة و يمكن تقسيم تلك المراحل إلى

ثلاث مراحل:²

1-مرحلة ما قبل الإنشاء (capital d'amorçage):

تتولى شركة رأس المال المخاطر في هذه المرحلة تمويل نفقات البحث والتنمية ونفقات إجراء التجارب بما في ذلك بيع سلعة أو منتج جديد في السوق.

2- مرحلة الانطلاق (start up capital de démarrage):

تتولى الشركة في هذه المرحلة تجسيد تطبيق المشروع على أرض الواقع حيث تتولى تمويل الهيئة شراء المعدات وحتى القيام بعمليات الدعاية وتسويق المنتج.

3- مرحلة التوسع (capital développement):

في هذه المرحلة تقوم الشركة بتمويل مؤسسات قائمة و عند تجسيد فكرة التوسع بواسطة المؤسسة بمفردها يقودها إلى ضائق مالي، فتتدخل شركة رأس المال إلى سد العجز و زيادة الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، والبحث عن أسواق جديدة.

الفرع الثاني: تجارب بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر

-أولاً : التجربة الأمريكية: تتميز شركات رأس المال المخاطر بالتخصص في مجال الشركات الناشئة

وتختار القطاعات التي تمتاز بفرص نمو مرتفعة كقطاع التكنولوجيا، وفي دراسة شملت 500 مؤسسة أمريكية تم تمويلها برأس المال المخاطر عمرها لا يتجاوز الأربعة سنوات وحوالي 80 % منها تعمل في

¹ أعلي سماي، مرجع سبق ذكره ص ص 101 102.

² آية عكاش سمير، داودي فاطمة الزهراء، رأس المال المخاطر كآلية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر -دراسة حالة sofiance، المنعقد يومي 14 و 15/11/2016، جامعة محمد بوضياف مسيلة، ص55.

القطاع التكنولوجي مقارنة بعدد مماثل من المؤسسات الممولة ذاتيا كانت النتائج كما هو مبين في الجدول الموالي:

جدول رقم (01) : مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر و المشروعات الممولة ذاتيا في أمريكا

أوجه المقارنة	المشروعات الممولة برأس مال المخاطر	المشروعات الممولة ذاتيا
خلق عمالة كفؤ	(59%)	(59%)
العمالة المنشأة سنويا	(25+%)	(3%)
نفقات البحث والتطوير بالنسبة للشخص الواحد (بالدولار)	16000	8000
معدل الاستثمارات السنوية	(35+%)	(9+%)
معدل الإنتاجية السنوية	(12+%)	(5+%)

المصدر: عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية 2001، ص11.

- ثانيا: التجربة الفرنسية:

اعتمادا على تقرير بنك فرنسا تم اختيار مجموعة من المؤسسات 38 % منها تعمل في القطاع التكنولوجي (كالاكترونيات و المعلوماتية) و 30 % منها فقط منشأة منذ 1990 والباقي منشأ منذ 1980، وتستخدم ما بين 100-499 عامل، هذه المجموعة ممولة برأس المال المخاطر ومجموعة أخرى غير ممولة وكانت الفوارق واضحة كما في الجدول الموالي:

جدول رقم (02) : مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر و المشروعات الغير الممولة به في فرنسا

:

أوجه المقارنة	المشروعات الممولة برأس المال المخاطر	المشروعات الغير الممولة برأس المال المخاطر
تطور رقم الأعمال	(34+%)	(5,3+%)
تطور حجم الصادرات	(67,8+%)	(12+%)
تطور حجم الاستثمار	(51,3+%)	(4-%)
تطور حجم العمالة	(19,9+%)	(3,4-%)
تطور معدل الإيرادات المتوسطة	(5,4+%)	(3,5-%)

المصدر: عبد الباسط وفاء، نفس المصدر السابق، ص15.

من الجدول يمكن أن نستنتج أن المشروعات الممولة برأس المال المخاطر، تفوق كثيرا عن نظيرتها الممولة بطرق التقليدية؛

وللإشارة إلى نجاح هذه الشركات فقد تعدى عددها في فرنسا 1500 شركة رأس مال مخاطر سنة 1996.

المطلب الثالث: أهم المخاطر التي تواجهها شركات رأس المال المخاطر

أهم المخاطر التي تواجه هي ¹:

• مدخل نظرية الوكالة:

حسب sahmann (1990) فإن أهم المخاطر التي تواجه هذه الشركات في عمليات التمويل التي تقوم بها وهي مخاطر الاختيار الغير صائب والمخاطر الأخلاقية والمخاطر التحويل ولقد طور Meckling Et Jensen عام 1976 وبعده FAMA واللذان اعتبرا المؤسسة مجموعة من العقود بين مجموع المعنيين بالمؤسسة واعتبرا حوكمة المؤسسة عبارة عن العقد الذي يجمع بين (الموكل والموكل له) للقيام بعمل مما ينشأ من خلال العقد سلطة القرار وهي أساسية لفهم العلاقات التي تنشأ بين المساهمين (الموكل) والمديرين (الموكل له) في تسيير المؤسسة والتي تنشأ عنها مخاطر تتحملها شركات رأس المال المخاطر في سياق عمليات التمويل.

• مخاطر الاختيار الغير صائب:

وهي المخاطر التي تتحقق قبل الدخول في العملية التمويلية والتي تتعرض لها شركات رأس المال المخاطر وهي الاختيار الغير صائب إذ أن شح المعلومات لديها على

• ربحية المشروع و عدم تماثل المعلومات:

التي تكون عليها أطراف عملية التفاوض وذلك لتقييم المرحلة المالية للمشروع ومدى قدرته على خلق قيمة و قيمة التدفقات النقدية المستقبلية وكذلك على قدرة المقاولين على القيام بهذه المرحلة التسييرية مما يجعلها تتقدم على اختيار المشاريع ذات المخاطرة العالية إذ حسب (All et ARmit 1990) فإن المقاولين الأقل كفاءة سيلجئون إلى الاعتماد على شركات رأس المال المخاطر لمشاريعهم.

• المخاطر الأخلاقية:

تتجلى هذه المخاطر المرحلة اللاحقة التي عملية التمويل من قبل شركات رأس المال المخاطر إذ المديرين قد يلجئون إلى سلوك غير أخلاقي اتجاه المساهمين (شركات رأس المال المخاطر) وهذا بالعمل على تعظيم منافعهم من المؤسسة بدل العمل على تعظيم القيمة و زيادة الأرباح كأن يعمدون إلى انتهاج سياسة استثمارية توسعية تكون من خلال مكاسب نفعية خاصة على حساب المؤسسة وهذا ما ذهب الباحثين إليها التي يكون فيها استحالة مراقبة المديرين لعدم تماثل المعلومات.

• مخاطر التحويل:

وهي الحالة التي من خلالها يتمكن المدير من عمل على تعظيم منفعه وهذا من خلال الثغرات الموجودة في العقود التمويلية التي تربطه بشركات رأس المال المخاطر وتكون هذه الحالة عندما يكون

¹ جمال ايدروج ، دور شركات رأس المال المخاطر في تحسين المؤسسات الممولة ، من موقع www.asjp.cerist.dz/en/article/54752

المشروع ذو تقنية عالية ولم يتمكن من الوقوف على هذه الميزات التقنية فلا يحدد معالم العقد بدقة فيستعملها المسير لصالحه، كل هذه المخاطر تضطر شركات رأس المال المخاطر إلى انتهاج سياسة الرقابة والتي من أجلها تقوم بدمج مصاريف و تحمل تكاليف إضافية.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل الذي تم فيه عرض الإطار النظري لرأس المال المخاطر وشركاته وكذا الإطار التاريخي والقانوني، مع إبراز أهمية اللجوء إليها ومختلف المشاكل التي تواجه ظهور المنشآت الجديدة في الجزائر، والأهمية العملية الضرورية لخلق حلول ملائمة لمواجهة هذه الصعوبات، وخاصة بتبني الجزائر توجهات حديثة نحو اقتصاد السوق وما يتطلبه من إصلاحات جذرية.

ولعل خلق مثل هذه الشركات يعد خطوة ايجابية سارت عليها الجزائر على غرار مختلف دول العالم حيث تجلت بصورة واضحة أهمية شركات رأس المال المخاطر كبديل تمويلي وبامتياز لصالح المشاريع الصغيرة والمتوسطة وكنتيجة حتمية على التنمية المحلية والوطنية لاقتصاد البلاد مع إبراز مختلف الفوارق الموجودة بين شركات رأس المال المخاطر وشركات المساهمة.

وبأخذ نظرة شاملة على رأس المال المخاطر يأتي الفصل الثاني ليفصل لنا تقنياتها وإستراتيجيتها في تمويل واستثمار في المشاريع الصغيرة والمتوسطة.

الفصل الثاني

الإطار النظري للمؤسسات
الصغيرة والمتوسطة ومصادر
تمويلها

تمهيد

تعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البديل الأقوى للدول خاصة منها النامية، في ظل التغيرات والتحديات التي تفرضها البيئة الاقتصادية الراهنة، حيث تشكل جزءاً منها من النشاط الاقتصادي نظير مساهماتها الكبيرة في دفع عجلة التنمية. وتواجه هذه المؤسسات العديد من المعوقات والتي تحد في قدرتها على القيام بدورها، يعد التمويل أحد العقبات الرئيسية التي تقف أمام استمرارها، حيث أن طبيعتها وخصوصيتها المالية تشكل عائقاً أمام حصولها على التمويل خصوصاً من المصادر التقليدية، الأمر الذي استدعى ضرورة البحث عن آليات تمويلية جديدة.

يهدف هذا الفصل إلى تقديم مفاهيم عامة حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتعرف على التمويل واحتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها، والتعرف على الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تطرقنا إلى تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين وفق الآتي:

- المبحث الأول: ماهية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛

- المبحث الثاني: مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

حظيت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باهتمام كبير في العقود الأخيرة، نتيجة الدور الهام الذي لعبته في تطوير اقتصاديات العالم في ظل التحديات وتغيرات الكبيرة التي شهدتها في منتصف القرن الماضي وتوافقت آراء الباحثين والخبراء الاقتصاديين حول الأهمية الكبيرة لهذه المؤسسات، رغم العراقيل والمشاكل التي تواجهها مما أثار اهتمامهم بدراسة.

المبحث الأول: ماهية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

عرفت البدائل التمويلية المستحدثة انتشارا واسعا خلال السنوات الأخيرة، فمنذ ظهورها أصبحت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعتمد عليها بشكل كبير في تلبية احتياجاتها، نظرا لنجاحاتها في حل مشاكلها التمويلية من جهة، وتعدد صيغها التمويلية من جهة أخرى، مع أخذها بعين الاعتبار لخصوصيتها المالية

المطلب الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الفرع الأول: تعريف المؤسسة¹

هي عبارة عن نظام اجتماعي يظل بالتنسيق بين عمل مجموعة من الأفراد بعلاقات مترابطة ومتداخلة لتحقيق أهداف مشتركة وهنا تختلف مسميات هذه المجموعات من الأفراد مثل:

- شركة؛
- مؤسسة؛
- منشأة؛
- منظمة.

المؤسسة: هي ترجمة لكلمة ENTREPRISE وبالتالي أعطيت تعاريف مختلفة نذكر منها: ¹

- المؤسسة هي الوحدة الاقتصادية التي تجمع فيها الموارد البشرية والمادية اللازمة للإنتاج الاقتصادي.

- المؤسسة هي تنظيم إنتاجي معين، الهدف منه هو إيجاد قيمة سوقية معينة من خلال الجمع بين عوامل إنتاج معينة، تتولى بيعها في السوق لتحقيق الربح المتحصل من الفرق بين الإيراد الكلي، الناتج من ضرب سعر السلعة في الكمية المباعة منها وتكاليف الإنتاج- المؤسسة هي الوحدة الاقتصادية التي تمارس النشاط الإنتاجي والنشاطات المتعلقة به من تخزين وشراء وبيع من أجل تحقيق الأهداف التي أوجدت المؤسسة من أجلها؛

- وفي تعريف آخر اعتبرت المؤسسة "كمنظمة اقتصادية واجتماعية مستقلة نوعا ما تؤخذ فيها القرارات حول تركيب الوسائل البشرية، المالية، المادية والإعلامية بغية خلق قيمة مضافة حسب الأهداف في نطاق زمني ومكاني"

¹ سمير سحنون، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر-دراسة حالة: تونس، المغرب والجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان-الجزائر، 2012-2013، ص116.

كما يعرفها مكتب العمل الدولي على أنها: "كل مكان لمزاولة نشاط اقتصادي ولهذا المكان سجلات مستقلة" من كل التعريفات السابقة يمكن أن نعتبر المؤسسة تنظيم اقتصادي مستقل ماليا في إطار قانوني واجتماعي معين هدفه دمج عوامل الإنتاج من أجل إنتاج أو تبادل سلع وخدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين بغرض تحقيق نتيجة ملائمة وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي يوجد فيه، وتبعا لحجم نشاطه.

الفرع الثاني: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لا يوجد تعريف متفق عليه عموما للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم ولا ربما كان هناك سبب وجيه لذلك، فطبقا لمنظمة العمل الدولية، لا يمكن تعريف واحد أن يشمل جميع أبعاد الحجم الصغير أو المتوسط العمل التجاري ولا يمكن لهذا التعريف، ولا يتوقع منه أن يعبر عن الاختلافات بين الشركات أو القطاعات أو البلدان ذات مستويات التنمية المختلفة. وتستند معظم تعريفات الحجم إلى معايير من قبل عدد العاملين أو الميزانية الإجمالية أو الرقم السنوي للأعمال غير أن أي معيار من هذه المعايير لا يسري بضرورة عبر الحدود.

ومن هنا نتطرق إلى تعريف كل مؤسسة على حد¹:

أولا: تعريف المؤسسة الصغيرة:

يقصد بالمؤسسة الصغيرة العمل التجاري الذي يستخدم ما يتراوح بين 6 أشخاص إلى 50 شخصا ويكون في هذا العمل غالبا عدد من خطوط النشاط ومن المتصور أن يكون له أكثر من موقع مادي واحد وغالبا ما تكون المؤسسة الصغيرة في حاجة إلى قروض مالية ويتعين عليها أن تقدم تقارير إلى المقرضين وقد تكون كشوف مرتبات المؤسسة الكبيرة جدا والمعقدة نسبيا، وتكون في حاجة إلى معلومات إدارية بشأن رقم الأعمال وإلى تحليل التكاليف بحسب خط الإنتاج وقد تباشر المؤسسة جزءا من أعمالها عن طريق الائتمان مما يجعلها بحاجة إلى نظام أكثر دقة للمحاسبة والمراقبة، قد لا يتعين عليها النظر في قضايا المعاشات التقاعدية، الإيجارات والأدوات المالية، وقد تكون المؤسسة الصغيرة بحاجة إلى موظف متفرغ لمسك الدفاتر المتعلقة بالإدارة؛

ثانيا: تعريف المؤسسة المتوسطة الحجم:

تشير هذه العبارة على أن المؤسسة تستخدم ما يتراوح بين 51 إلى 250 موظفا ويكاد يكون من المؤكد أن تعمل هذه المؤسسة في أكثر من موقع واحد مما يعني ضرورة الاتصال بين عدد من المديرين وتكون لهذه المؤسسة خطوط إنتاج عديدة تؤدي قدرا كبيرا من عملها عن طريق الائتمان، ربما بالإضافة إلى

¹د. زاهرة سواد، محاسبة المنشآت العامة والخاصة، الطبعة الأولى، دار النشر الراية، سنة 2011م/1432، ص 91

مبيعات الصادرات، الواردات، وتحتاج هذه المؤسسة إلى بنية محاسبية متطورة بدرجة معقولة، بالإضافة إلى أدوات للمراقبة الداخلية وحسابات إدارية مفصلة لمديري مختلف المنتجات.

إن إعطاء تعريف دقيق وشامل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يخضع إلى جملة من المعايير منها ما هو كمي ومنها ما هو نوعي. وتعد المعايير الكمية الأكثر استخداما في تعريفها في أغلب دول العالم وتتم **حجم العمالة:**¹

يعتبر من المعايير الأكثر استخداما لتمييز حجم المؤسسة ويختلف أيضا بين دولة وأخرى، ومن بين التصنيفات التي استخدمت في هذا المجال، التصنيف الآتي:

- مؤسسات أسرية من 1 إلى 9 عمال؛

- مؤسسات صغيرة من 10 إلى 49 عاملا؛

- مؤسسات متوسطة من 50 إلى 99 عاملا.

• معيار معامل رأس المال:

المؤسسات الصغيرة ضمن هذا المعيار هي المؤسسات التي لا تتجاوز رأس المال المخاطر فيها حد أقصى معين يختلف باختلاف الدول التي توجد بها تلك المؤسسات، وذلك تبعا لدرجة النمو الاقتصادي التي بلغت الدولة، وتبعا لمدى الوفرة أو الندرة النسبية في عناصر الإنتاج المختلفة، وبناء على هذا المعيار فإنه يتم وضع حدود قصوى لقيمة الأصول الرأسمالية الثابتة في المؤسسات الصناعية الصغيرة وذلك للتمييز بينهما وبين المؤسسات الكبيرة، ويختلف حجم رأس المال الثابت واللازم لتحديد حجم المؤسسات الصناعية المختلفة من دولة إلى أخرى، وقد حدد البنك الدولي الحد الأقصى لقيمة الأصول الرأسمالية الثابتة للمؤسسات الصناعية الصغيرة بمبلغ ألف دولار بأسعار عام 1976 بعد استبعاد قيمة الأرض، وتوصى منظمة العمل الدولية بأن لا يتجاوز الاستثمار في المؤسسات الصغيرة 100 ألف دولار.

• معيار معامل رأس المال:

يعتبر كلا من معيار رأس المال ومعيار العمالة من المعايير المحددة للطاقة الإنتاجية للمؤسسة لذا فإن الاعتماد على أي منهما منفردا يؤدي إلى نتيجة غير دقيقة في تحديد حجم المؤسسة، فقد نجد أن عدد العمال لدى المؤسسة ما قليل ولا يعني ذلك أن حجمها صغير، إذ من المحتمل أن يكون رأس المال بها كبيرا نسبيا، وبالتالي تصنف هذه المؤسسة حسب معيار رأس المال من المؤسسات الكبيرة، وقد تكون بالفعل كذلك في حين أنها صغيرة أو متوسطة وفقا لمعيار العمالة، وربما يحدث العكس فقد نجد رأس المال صغيرا وحجم

¹عابد نصيرة، بريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد

العمالة كبيراً فيتم تصنيف المؤسسة كبيرة وفقاً لمعيار العمالة وصغيرة وكبيرة وفقاً لرأس المال، لذا وجد معيار معامل رأس المال الذي يمزج بين المعيارين.

• معيار رقم الأعمال:

يعتبر معيار رقم الأعمال من المعايير الحديثة والمهمة لمعرفة قيمة وأهمية المؤسسات وتصنيفها من حيث الحجم، ويستخدم لقياس مستوى نشاط المؤسسة وقدراتها التنافسية، كما يستعمل هذا المعيار بصورة كبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، حيث تصنف المؤسسات التي تبلغ مبيعاتها مليون دولار فأقل ضمن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويرتبط هذا المعيار أكثر حالة الارتفاع المتواصل لأسعار السلع المباعة فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع رقم أعمال المؤسسة ويسود الاعتقاد بأن ذلك نتيجة تطور أداء المؤسسة ولكن في الواقع فهو ناتج عن ارتفاع أسعار السلع المباعة، ولذلك يلجأ الاقتصاديون على تصحيح الصورة عن طريق الرقم القياسي لتوضيح النمو الحقيقي لرقم الأعمال إضافة إلى ذلك يواجه هذا المعيار صعوبة أخرى تكمن في خضوع المبيعات في كثير من الأحيان إلى الفترات الموسمية، وهذا يؤكد لنا بأن هذا المعيار ضروري لكنه غير كافٍ.

نستخلص من عرضنا لأهم المعايير الكمية لتصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أنها تطرح صعوبات كبيرة أهمها اختلاف طريقة العمل بها على مختلف الأنشطة الاقتصادية من بلد إلى آخر، ومع هذا يبقى المعيار السائد غالباً هو معيار عدد العمال على أساس أنه سهل التوفير والتحصيل فيما يخص نشاطات المؤسسة.

كما عرف الاتحاد الأوروبي المؤسسات المتوسطة والصغيرة بالاعتماد على معيار العمالة ومعيار رقم الأعمال ومجموع الميزانية، مثلما يوضحه الجدول التالي رقم (1/1):

الجدول رقم 03: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب الاتحاد الأوروبي

الصنف	العمالة	رقم الأعمال	مجموع الميزانية
مؤسسات مصغرة	أقل من 10	أقل من 2 مليون 1 يورو	أقل من 2 مليون يورو
مؤسسات صغيرة	أقل من 50	أقل من 10 مليون يورو	أقل من 10 مليون يورو
مؤسسات متوسطة	أقل من 250	أقل من 50 مليون يورو	أقل من 43 مليون يورو

المصدر: إيمان فنيش، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الأمريكي في فترة 2013/2018، أطروحة لنيل شهادة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة جيجل، سنة 2018/2019، ص 9.

كما عرفت منظمة التمويل الدولية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتمادها على معيار حجم العمالة، ومعيار حجم الأصول ومجموع المبيعات السنوية مثلما يوضحه الجدول التالي (2/1):

الجدول رقم (04): تعريف منظمة التمويل الدولية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الصنف	حجم العمالة	حجم الأصول	مجموع المبيعات السنوية
المؤسسة المصغرة	أقل من 10 أشخاص	أقل من 100 دولار	أقل من 100 ألف دولار
المؤسسة الصغيرة	أقل من 50 و أكبر من 10	أكبر من 100 ألف دولار وأقل من 3 مليون دولار	أكبر من 100 ألف دولار وأقل من 3 مليون دولار
المؤسسة المتوسطة	أقل من 250 وأكبر من 50	أكبر من 3 مليون دولار وأقل من 15 مليون دولار	أكبر من 3 مليون دولار وأقل من 15 مليون دولار

المصدر: إيمان فنيش، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الأمريكي في فترة 2013/2018، أطروحة لنيل شهادة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة جيجل، سنة 2018/2019، ص 9 ص 11.

- للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مجموعة من الخصائص تؤهلها لتحقيق أهداف وجودها ومنها نذكر:
- **كثرة عددها مقارنة بالمؤسسات الكبيرة:** يشهد عالم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الآونة الأخيرة¹ توسعا كبيرا وملحوظا. حسب منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية فإن هذه المؤسسات تمثل بنسبة 95 بالمائة من مجموع المؤسسات، وتساهم بما يقارب نصف قيمة الإنتاج الداخلي الخام لأغلبية الدول المتقدمة؛
 - **تنوع أشكال الملكية:** نظرا لصغر حجم رأس المال اللازم لإنشائها، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تأخذ في الغالب طابع الملكية الفردية والعائلية أو شركات الأشخاص، فإن هذه المؤسسات لا تملك إمكانية الاستفادة من المزايا المرتبطة بالحجم الكبير؛
 - **ارتفاع معدلات إنشائها:** تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بسهولة إنشائها وتأسيسها من جهة، بارتفاع معدلات فشلها واختفائها من جهة أخرى وذلك لقصر الوقت اللازم لإعداد دراسات تأسيسها وسهولة إعداد مباني وتركيب خطوط الإنتاج من آلات وانخفاض التكاليف الإدارية وإجراءات تكوينها. أما في ما يخص ارتفاع معدلات الفشل يعود إلى سوء الإدارة من طرف الملاك والمسيرين لغياب الكفاءة؛
 - **المرونة العالية وسرعة التكيف مع التغيرات:** للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة القدرة على التكيف مع مختلف التغيرات التي تطرأ سواء داخلها أو خارجها لها قابلية تعديل العمل والتنويع تبعا لرغبة المستهلكين هنا تظهر مرونة سرعة الإنتاج أما مرونة العاملين فتظهر من خلال التغيير في تركيبته؛
 - **القدرة على الإبداع والتطوير:** تساعد المؤسسات الصغيرة على خلق كادر تقني يعتبر ضمن البيانات الأساسية للتنمية، فهي تلعب دورا حاسما في طرح التكنولوجيا الجديدة بفاعلية أكبر وتكلفة أقل؛
 - **سرعة الإعلام وسهولة انتشار المعلومة داخل هذا النوع من المؤسسات:** سرعة انتشار المعلومة بين مختلف الأفراد في هذه المؤسسات سببه الانفتاح في قناة الاتصال العمودي والأفقي، كما أن هناك بعض المؤسسات تعود ملكيتها للعائلات فهنا بساطة في التدرج الوظيفي؛
 - **دور حياة المؤسسة قصيرة:** إذ أنها تتأثر بأسباب بسيطة قد تؤدي إلى نهاية نشاطها وهذا راجع إلى هشاشتها فمثلا خسارة زبون مهم.

¹ أوبعيز ليلة، موسي مريم، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر -دراسة حالة تيفرالي بتيزي وزو-، مذكرة لنيل شهادة ماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية قسم علوم سياسية، تخصص سياسات عامة وإدارة الجماعة المحلية، سنة 2014/2015، بتيزي وزو، جامعة مولود معمري، ص10 ص11.

الفرع الثالث: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهم العراقيل التي تعرقل تمويلها

أولاً: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: نظراً للأهمية البالغة التي تحتلها هذه المؤسسات في اقتصاديات الدول فإن دورها بشكل واضح وأساسي على الصعيد الاقتصادي والاجتماعي:

1. الدور الاقتصادي: يمكن تلخيص هذا الدور في النقاط التالية:¹

1-1: تهيئة قوة العمل: من خلال استعمال تكنولوجيا قليلة رأس المال، كثيفة العمل

1-2: تعبئة الموارد المالية: وذلك بجمع أموال مختلفة المصادر، كأن يقوم احد الأشخاص أو احد العمال الماهرة مع مجموعة من العاملين بتكوين وحدات إنتاجية بالاعتماد على مدخراتهم وبالتالي تشكيل طاقات إضافية تمكنهم من إبراز كفاءتهم والمحافظة على استقلاليتهم المالية وحدتهم؛

1-3: رفع إنتاجية العمل: وذلك من خلال تجسيد نظام رقابي فعال وكذلك السيطرة على سير العمل نظراً لصغر حجم المؤسسات؛

1-4: خلق الناتج الخام الداخلي: وذلك من خلال مساهمة القطاع الخاص بنسبة معينة من الإيرادات في الناتج الخام الداخلي؛

1-5: ترقية التجارة الخارجية: تقوم هذه المؤسسات كغيرها من المؤسسات بجميع عمليات المبادلات التجارية من التصدير والاستيراد؛

1-6: توفير متطلبات السوق من السلع والخدمات: حيث أنها تستثمر في المنتجات البسيطة التي تعتمد ضرورية كمستلزمات للمؤسسات الكبرى فهي بمثابة الأولوية لها؛

1-7: حماية الطابع الصناعي المحلي من منافسة المنتج الأجنبي: فالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة تحمي منتجاتها عن طريق مراقبة الجودة التحكم في التكاليف ومحاولة خلق ميزة تنافسية لمواجهة تلك المنافسة فإنها بذلك تستطيع حماية المنتجات المحلية.

2: الدور الاجتماعي: تعمل هذه على تحقيق التوازن الجوهري وحدات تطورات على مستوى الاجتماعي ويمكن حصر الدور الاجتماعي لهذه المؤسسات في نقاط التالية:

- القضاء على الآفات الاجتماعية

- تحسين مستوى معيشة في الريف

ثانياً: أهم العراقيل التي تعرقل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- ضعف الترابط بين المؤسسات صغيرة والمتوسطة مما يصنع عليها استفاد من حدة فرص استثمار مرتبطة بإنتاج وتصنيع منتجات تلبية احتياجات السوق؛

- انعدام نظام إعلامي حيوي فعال يساهم على وصول المعلومة الاقتصادية في الوقت المطلوب حتى تتمكن من اتخاذ قرارات المناسبة بطريقة عقلانية؛

¹ أبو عزيز ليلي ، موسى مريم (مرجع سبق ذكره)، ص15 ص 16

-سوء استعمال براءة الاختراع من طرف أصحاب المؤسسات صغيرة والمتوسطة الذين يفترضون في معظم الحالات إلى الأموال الضرورية لتجسيد ابتكاراتهم ونقلها إلى مرحلة الإنتاج والتوزيع؛
-الاعتماد على العمالة الأسرية والمؤقتة والموسمية كذا العمالة الوافرة غير الحاصلة على ترخيص عمل.

المطلب الثاني: ماهية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ومراحلها

الفرع الأول: ماهية التمويل وخصائصاته في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أولاً: تعريف التمويل في المؤسسة:¹

هو الطريقة المناسبة للحصول على الأموال وتقسيمها قصد الحصول على مريح أفضل بينهما، ويعرف أيضاً على أنه احتياجات مالية المؤسسة كمّاً ونوعاً ويعكس طموحات وتوقعاتها المستقبلية.

ثانياً: خصائصات التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

يراعي الفكر الكلاسيكي بالدرجة الأولى أن مصلحة المؤسسة هو تعظيم الربح كما أن المؤسسة الصغيرة هي فقط مرحلة من مراحل نمو وقد سمحت المقاربة الحديثة في تناول مختلف العوامل في اختيار أسلوب تمويل وتظهر في عدة مقاربات نظرية من بينها:²

- نموذج دورة الحياة وتمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة: ويعني هذا النموذج انتقال المؤسسة إلى درجات من النمو إذ يتطلب الأمر مصادر إضافية حسب طبيعة الأسواق؛

- نظرية ترتيب أفضلية مصادر تمويل: تعني هذه النظرية على أن المؤسسة أكثر كفاءة وهي التي تقرض أقل من غيرها لأن نسبة التمويل الذاتي لديها مرتفعة والمؤسسة التي تستدين تفتقر إلى مصادرها الخاصة، غير أن الديون من البنوك هي أهم مصدر خارجي حسب مضمون النظرية؛

- نظرية تكاليف الوكالة والتمويل: وهي عبارة عن علاقة سواء دائمة أو مؤقتة مع افتراض أن كلى الطرفين يسعى إلى تعظيم المنفعة وعموما تظهر حالة الوكالة حين يتم حصول نزاع بين طرفي العقد أو عدم وجود معلومات كافية وتتسبب المعاملة في ظهور تكاليف إضافية منها تكاليف المراقبة.

ثالثاً: أشكال التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر:³

1-التمويل الذاتي:

في بداية الشركات العائلية فإن التمويل يكون من مصدر الفكرة الجديدة وهو أحد أفراد العائلة ويسمى بأموال البداية والبذور الأولى " seeding mone " ويحتاج المطور في هذه المرحلة إلى أموال مسيلة

¹فصيل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية-إطار النظري ومحتوى عملي للتمويل-الاستثمار-التخطيط-التحليل-، الطبعة لأولى، دار المسيرة للنشر والطباعة، عمان، سنة 2013، ص77.

²مسعود بن جواد، حمزة طيوان، المقاتلنية المستدامة-بين إشكالية البقاء وقيمة ابتكار خيارات تمويل المقاولات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، السنة 2017، ص163-164.

³بن راس اسماعيل (مرجع سبق ذكره).

ما يضطره إلى تسهيل بعض أصوله للحصول على هذه الأموال للبداية وقد يرهن بعضها للحصول على قرض صغير. ومع التطور الحديث وانتهاج أسلوب الحاضنات فإن هذه الأموال أصبحت تقدم من قبل الحاضنة مع المقر والخدمات الإدارية والفنية .

2- التمويل الموالي " العائلي " المؤسسات المهمة بالفكرة الجديدة " Angle investors ":

تدخل في هذه المرحلة الأموال القريبة من المطور مثل الأقرباء و الأصدقاء والزملاء ومؤسسات الرعاية في مجال الفكرة الجديدة والتي تتبع للجامعات والمراكز البحثية ومكاتب الإدارة البلدية وتكون في الغالب على شكل تقاسم لرأس المال أو قروض بدون فوائد أو منح.

3- التمويل ذو الأهداف المحددة (حكومي ، فدرالي وخاص):

ويتمثل في الصناديق الخيرية الوقفية على أعمال محددة كأعمال تطوير أجهزة المعاقين و المؤسسات الحكومية ذات الأهداف المحددة مثل أبحاث الفضاء وأهمها وكالة ناسا لأبحاث الفضاء في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تحفل بمزانية تتعدى ستين مليون دولار سنويا .

4- تمويل الأبحاث والتطوير:

حيث تقوم به الشركات التجارية الكبيرة لأغراض محددة خاصة بتطوير منتجاتها مثل شركات الاتصالات حيث تدفع الشركات الكبيرة ك نوكيا و أريك سون و موتور لا المتخصصة في إنتاج الهاتف الجوال كل منها على حدة ما يزيد عن مليار دولار في السنة .

5- التمويل الرأس المالي الضخم:

حيث يوفر الأغنياء والأثرياء الأموال وهو ما يسمى برأس المال الغير الرسمي وكذا المؤسسات المالية العائلية والتجمعات المالية التي تنضوي تحت مظلة رسمية واعتبارية بالإضافة إلى العمل الرأسمالي المؤسسي المالي والمبني على قواعد علمية وينحدر من تجارب فعلية وعملية سابقة ويسمى بـ venture capital حيث تترجم إلى العربية بأنها شركات رأس المال المخاطر أو المغامر وفي العادة لا يسمى هذا التمويل بهذا الاسم إلا إذا تعدت المشاركة خمسة ملايين دولار .

وتنفذ هذه المشاركة بواسطة أندية رأس المال المشارك " venture capital clubs " والتي تنشئها في العادة تجمعات مالية لخدمة أهداف هذه التجمعات وتسمى هذه الجمعيات في أوروبا "venture capital House" حيث تتكون من مجموعتين، المجموعة الأولى بيوت المال ورجال الاستثمار والتي تقبل في هذا النادي بعد سداد الاشتراك السنوي والشركات و المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي بدأت العمل الفعلي وقد يشترط تحقيق أرباح لمدة سنتين متواليتين وتدفع اشتراكا مقابل دخول هذا النادي قد يكون مقتطعا أو بشكل سنوي ويتم في هذا النادي الربط بين أصحاب الشركات الصغيرة والممولين بحيث يتقاسم الممولون الكبار "الأفراد الأثرياء والمؤسسات المالية الرسمية " حصص زيادة رأس المال في الشركات الصغيرة وذلك لتقاسم المخاطرة وكذلك الأرباح ويقوم صاحب الشركة الصغيرة بعرض خطته التجارية ودراسة للسوق و أداء

مؤسسته الناشئة في الحاضر وتصور لما يمكن عمله في المستقبل في اجتماعات دورية تجمع بين جميع الأطراف بحيث تكون شهرية أو ربع سنوية أو حسب ما تقتضيه ظروف العمل. وتدار هذه الجلسات من قبل محامين مختصين في العادة يكونون أعضاء في هذا النادي، وينظم إلى هذا النادي بعض المراقبين من بيوت بنوك التجارية والشركات المالية لدراسة فرص الإقراض لهذه الشركات الناشئة. وتكون هذه العملية مكاملة لبعضها ويستفيد جميع المنتسبين لهذا النادي كل حسب رغبته واختصاصه.

ولا يخفى على الجميع ما يعود على المجتمع كافة من فوائد في حالي تكوين هذه المنظومة الاستثمارية، حيث سيزداد الدخل القومي والفرضي وستتاح السلع والخدمات ذات الصيغة المحلية وستزداد سلة الصناعة التحويلية والأهم من ذلك زيادة الوظائف والقضاء على البطالة.

الفرع الثاني: مصادر تمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة:

تنقسم مصادر التمويل المتاحة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة تبعاً لآجالها إلى مصادر طويلة الأجل ومصادر تمويل قصيرة الأجل وتستخدم مصادر تمويل قصيرة الأجل لتمويل العمليات التشغيلية الجارية ومن ناحية أخرى تستخدم مصادر التمويل متوسط الأجل، وهو عبارة عن قروض مثل قروض المدة، قروض التجهيزات، القروض العامة، القروض الخاصة، قروض بالتزام. وتمويل قصير الأجل يكون من أموال خاصة، الإقراض من العائلات قروض طويلة الأجل وأرباح محتجزة لتمويل الأموال الثابتة الجزء الثابت من رأس المال العام ومن مصادر التمويل الحديثة نذكر منها:¹

1- التمويل التاجيري: وهو أسلوب من أساليب التمويل يقوم بمقتضاه الممول بشراء أصل رأسمالي يتم تحديثه ووضع مواصفاته بمعرفة المستأجر الجاري يستلم الأصل من المورد على أن يقوم بأداء قيمة انجازه محددة للمؤجر في فترة زمنية معينة مقابل الاستخدام هذا الأصل؛

2- بورصة المشروعات الصغيرة: ويمكن تعريفها على أنها تلك السوق المخصصة لتبادل أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واحدة في نمو رأس مالها وتتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها؛

3- عقد تمويل الفاتورة: يقصد بها شراء أو حجز ديون المؤسسة التجارية التي تشتغل على المستوى المحلي أو الدولي كمي، تقوم البنوك التجارية من جهتها شراء حسابات المدينين الموجودة بحوزة المؤسسات التجارية أو صناعية والتي تتراوح مدتها ما بين التحاق ربع؛

5- مؤسسات الرأس المال المخاطر: وهو أسلوب أو تقنية التمويل المشاريع بواسطة شركات رأس المال المخاطر وهي تقنية لا تقوم على النقد فحسب بل تقوم على أساس المشاركة حيث يقوم المشارك بتمويل

¹ جهاد همام، إدارة الاستثمار-الإطار النظري والتطبيقات العملية-، الطبعة الأولى، دار المجد للنشر والتوزيع، 2016، ص66.

المشروع من دون ضمان العائد ولا مبالغة و بذلك فهو يخاطر بأمواله ولهذا نرى إنها تساعد الكثير من التي تواجه صعوبات في هذا المجال.

6-تمويل البنوك الإسلامية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة:

ويتم بعدة الصيغ من أهمها ¹:

1.6-المشاركة: تعتبر المشاركة من احد أهم أدوات التمويل في البنوك الإسلامية إذ يعتبر التمويل بالمشاركة أكثر ضمانا في المشروعات الصغيرة؛

2.6- المضاربة: والمقصود بها أن تقوم البنوك بتوظيف أموالها المودعة في المشروع معين صناعي أو تجاري أو خدماتي وفي نهاية العام يقوم بحساب تكلفة هذا الاستثمار والربح يقسم بين المودع والبنك أما في الحالة خسارة فإن صاحب العمل يتحمل لوحده؛

3.6- المربحة: ويقصد بها بيع رأس المال بربح معلوم ومنفق عليه بين المشتري والبائع؛

4.6-البيع لأجل: وهو عقد يتم بموجبه بضاعة حاضر مقابل ثمن منفق عليه وفائدته توفير قدر من التمويل للمشتري؛

5.6- بيع السلم: ويقصد به البيع الفوري؛

6.6-الإستصناع: وهو عقد يكلفه الصانع بضاعة شيء محدد الجنس والنوع والصفة ويتم الإستصناع خلال أجل معين كما يجوز عدم تحديد الأجل.

الفرع الثالث: مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

يلبي رأس المال المخاطر احتياجات الشركات في مراحل التمويل المختلفة والتي تتمثل في: ²

1- تمويل المرحلة المبكرة :

يهدف رأس المال المخاطر إلى تمويل بحوث التنمية وتطوير المشروعات الجديدة أو تقنيات جديدة قبل بدء النشاط الإنتاجي على نطاق تجاري وإلى تمويل إنشاء مشروعات جديدة (رأس المال الثابت - رأس المال العامل) بحيث لا يتوفر للمستثمر الموارد المالية الكافية.

2- مرحلة التمويل اللاحقة:

يهدف رأس المال المخاطر في هذه المرحلة إلى تمويل وتنمية وتطوير شركات قائمة والتي تحتاج إلى متطلبات تمويلية خاصة وتقدم أفاق نمو جذابة، ويتضمن ذلك توفير التمويل لأغراض التوسع لشركات الغير المسجلة في البورصات بهدف مساعدتها على النمو ودخول أسواق جديدة أو الإحلال محل بعض الشركاء في رأس المال الشركات الراحبة والذين يرغبون في التكاثر.

3- تمويل الحالات الخاصة:

¹ سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-مع الإشارة لحالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص مالية، جامعة العربي بن المهيدي-أم البواقي، الجزائر، 2013-2014، ص 58-59

² بن راس اسماعيل، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة فيناليب، أطروحة لنيل شهادة الماستر، كلية علوم اقتصادية وعلوم تجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سنة 2013/2014، ص24

يوجه رأس المال المخاطر لتمويل احتياجات خاصة لشركات الناشئة والتي تكون غالبا أجزاء من شركات ضخمة ويتضمن تمويل شراء حصة الملكية والسيطرة على شركات قائمة إضافة إلى تمويل الشركات ذات الأداء الضعيف ولكن يتوفر لديها فرص واضحة للتحسن.

المطلب الثالث: أطراف التمويل برأس المال المخاطر والتدابير المتبعة قبل الدخول وآثاره

الفرع الأول: أطراف التمويل برأس المال المخاطر

تتمثل في¹:

1.1: المستثمر investor:

المستثمر هو من يرغب في استثمار أمواله على المدى المتوسط والطويل والحصول من ثم على عوائد مرتفعة نسبيا، هذه الفئة تشمل الأثرياء، كما تشمل مؤسسات الادخار، مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين، هذا النوع من الاستثمار يتميز عموما بالاستعداد للانتظار مددا طويلة نسبيا، ولذلك فهم يبحثون عن عوائد عالية في المقابل.

2.1: الممول venture capital:

أما الممول فهو يقوم بتوجيه أموال الصندوق واستثمارها في الشركات ذات المشاريع الأجدى والأعلى ربحية وعادة ما يكون الممول ذا خبرة فنية في بعض الصناعات كالصناعات الكيماوية أو الحاسوبية مثلا بالإضافة إلى الخبرة الإدارية المالية ويشارك الممول بنسبة قريبة من 1 بالمائة من رأس مال الصندوق، وهو من الناحية النظرية يتحمل حال الخسارة أكثر من حصته (مسؤولية لا محدودة) لكن هذا الشرط ليس له أثر كبير على أداء العمل نظرا لأن الصندوق لا يقترض ولا يتجاوز خصومه أصوله، في المقابل يصرف للممول مصاريف إدارية سنوية تعادل 2.5 بالمائة من رأس مال الصندوق كما يستحق من 15-30 بالمائة من أرباح الصندوق.

3.1: الرائد Entrepreneur:

ما يقارب من 93 بالمائة من الشركات التي تدعمها رأس المال المخاطر تعتبر صغيرة وتمثل الشركات الصغيرة الغالبية العظمى من الشركات والمؤسسات في و.م.أ وفي أغلب بلاد العالم يسمى مالك المؤسسة ومؤسسها "الرائد"، غالبا ما يبدأ الرائد منشأته بأمواله الخاصة، وقد يستعين بأصدقائه وأقربائه. ويعتبر رأس المال المخاطر من أحد المصادر الأساسية لتمويل المنشآت الصغيرة.

الفرع الثاني: التدابير المتبعة قبل الدخول في رأس المال:

- اختيار الأوراق المالية الهجينة:

¹ منير خروف، ريم ثوامرية، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-تجربة الولايات المتحدة الأمريكية-، مجلة التنمية الاقتصادية، العدد 04، سنة 2017، ص380.

يقوم المخاطرين برأس المال المخاطر حسب Stein باختيار هذه الأوراق المالية والاستفادة من خصائصها للتخفيف من مشكلة الاختيار المعاكس.

على سبيل المثال: يختار المخاطرين برأس المال المخاطر السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ويستعملون حق التحويل إذا لاحظوا أن الملاك المسيرين يعملون بالشكل الذي يعظم من قيمة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة.

- عقد المساهمين:

يعرفه cherif على أنه المستند الذي يتضمن مجموعة من البنود التي تجنب حدوث صراعات في المستقبل بين المستثمرين والملاك المسيرين للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن خصائص عقد المساهمين في مجال رأس المال المخاطر أنه عقد سري لا يعرف تفاصيله إلا الأطراف المتعاقدة، كما ينتهي عقد المساهمين بانتهاء المدة المحددة أو بدخول مستثمرين جدد؛

هيكلية تنظيم المجلس:

يمكن للمخاطرين برأس المال أن يتفاوضوا على عدد كبير من المناصب في مجلس الإدارة وذلك لمراقبة تصرفات المسير، وقد أظهرت أبحاث أكاديمية حول مجلس إدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن للمخاطرين برأس المال تأثير كبير على تنظيم وهيكلية مجلس المراقبة.

الفرع الثالث: آثار التمويل برأس المال المخاطر:¹

- الاستفادة من الخبرة التسييرية للمخاطر برأس المال المخاطر في مختلف المجالات، التمويل، التسويق... أي حوكت المنشأة بصفة عامة؛

- الاستفادة من شبكة اتصالات المخاطر برأس المال المخاطر؛

- وجود مخاطر برأس المال داخل المنشأة يساهم في تقليل عدم تماثل المعلومة ويرسل إشارات ايجابية للسوق، ما يشجع المتعاملين الاقتصاديين على التعامل معها؛

- التقليل من قيود حصول المنشأة على القروض البنكية، حيث أن وجود مخاطر برأس المال يؤدي إلى زيادة نسبة الأموال الخاصة، ما يزيد من إمكانية الاقتراض بسبب ارتفاع نسبة الاستقلالية المالية وانخفاض نسبة المديونية. بالإضافة إلى أن وجوده يعطي إشارة إيجابية للبنوك عن جودة المشروع ما يشجعهم على إقراضه.

رغم الانعكاسات الايجابية لرأس المال المخاطر على المنشأة الممولة، لكنه لم يسلم من الانتقادات لبعض الآثار التي تعتبر سلبية، لعل أبرزها طغيان الجانب المالي المتمثل في تحقيق قيمة مضافة على اهتمام المخاطر برأس المال وقد يظهر ذلك في عدة نقاط كرهته في التقليل قدر الإمكان من نفقات البحث

¹ محمد السبتي (مرجع سبق ذكره) ص 90.

والتطوير، الحصول على توزيعات ورفض إعادة استثمار الأرباح المحققة، اغتنام ظروف مواتية في السوق المال للخروج وتحقيق قيمة مضافة أكبر دون الأخذ بعين الاعتبار مصلحة المشروع.

المبحث الثاني: عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

قطاع الصناعات التكنولوجية، بل أصبح يغطي مجموعة كبيرة من المؤسسات ويختلف أصحاب رأس المال المخاطر في نظرتهم لحجم ونوع القطاع المستهدف ويعملون على تقديم رأس المال المخاطر، وبذلك الإسهام في إنشاء سوق رأس المال المخاطر تدعم المؤسسات التي تساهم بشكل ملحوظ في إنشاء الثروة، كما يتم التطرق في هذا المبحث إلى عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر كسلسلة من مراحل التمايزة ومن ثم الاستكشاف مختلف المفاهيم المرتبطة به.

المطلب الأول: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر¹

تتم هذه العملية الاستثمارية عن طريق رأس المال المخاطر بمراحل محددة ، كما تخضع رقابة معينة أولاً -أصل الصفقة:

تتظر مؤسسات رأس المال المخاطر الصفقات لتأتي إليها ثم تمر التي ينظر إليها أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة على أنها أفضل فرص الاستثمار عبر فحص عام، تأتي الصفقات للمقاول عبر عدة طرق إذ يمكن للمقاول أن يرسل مباشرة خطة العمل إلى مؤسسة رأس المال المخاطر عن طريق البريد العام أو الإلكتروني، كما يمكن لمؤسسات رأس المال المخاطر أن يتبادل فرص الاستثمار فيما بينها.

ثانياً-فحص الاستثمار:

يتم عبر اتخاذ الاستثماري بمعايير أربعة وهي: قدرة المقاول /المقاولين، جاذبية لمنتج /الخدمة، شروط المنافسة /السوق، والعائد المحتمل في حالة نجاح المشروع. أثبتت الدراسات أن أغلب المشاريع يتم رفضها عند عملية الفحص.

ثالثاً-تقييم الاستثمار:

بعد مرور المشاريع المقترحة على الفحص تبدأ مؤسسة رأس المال المخاطر بجمع المعلومات حول المشروع المقترح، تتميز هذه المرحلة بطول مدة دراسة المشروع المقترح، في هذه المرحلة الهدف هو معرفة المشاكل التي يمكن أن يواجهها الاستثمار وكيفية تجاوزها عكس المراحل السابقة التي يتم تحديد المشاريع التي تستجيب للمعايير المحددة.

في مرحلة تقييم يتم التركيز على قدرة الفريق على إنجاز المشروع وكذا قابلية المنتج لتحقيق وكذا قابلية للتبني من قبل المستهلك.تنقسم عملية الاستثمار من حيث المخاطرة إلى مخاطرة داخلية والتي تركز حول تقييم رأس المال البشري للمؤسسة المقابلة مراقبة نشاطها، أما فيما يتعلق بكيفية استعمال الاستثمار

¹إبراق محمد، بن زواي محمد الشريف، رأس المال المخاطر، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية، مصر سنة 2014ص15

هناك مخاطرة خارجية تتعلق بتقليل السوق للمنتج ورد فعل المنافس وأخيرا هناك المخاطرة العملية التي تتضمن تطوير إستراتيجية ومنتج ناجحين، ومن شأن عملية تقييم الاستثمار التقليل من هذه المخاطر.

ثالثا-التفاوض:

عند قبول المشروع المقترح في مرحلة التقييم، تدخل المؤسسة رأس المال المخاطر في مفاوضات حول شروط خاصة بالاستثمار مع المقاول صاحب المشروع، خلال هذه المرحلة كل خطوة تقوم بها مؤسسة رأس المال المخاطر تكون بناءا على المعلومات التي تم جمعها وترجمتها من قبل إذ تتضمن هذه المرحلة التقييم المادي للمشروع، وتحديد بنود العقد التي تمثل حماية من خطر الوكالة، يختلف التقييم المادي للمؤسسات لكونها مؤسسات جديدة ويصعب توقع تدفقات النقدية المستقبلية، كما إنّ حالة عدم التأكد التي يتميز به محيط عمل هذه المؤسسات التي تعيق استخدام الطرق التقليدية التي تعتمد على السعر والعائد(التدفقات النقدية) لذا يتم اقتراح سعر مرجعي من طرف مؤسسة رأس المال المخاطر باعتبارها الطرف الذي يملك معلومات أكثر بحيث يكون قابلا لتعديل فيما بعد وإذا تم الاتفاق حول هذا السعر يتم تمويل المشروع.

المطلب الثاني: الرقابة على عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وأهميتها¹

الفرع الأول: أهمية الرقابة في عملية الاستثمار

تعني الاقتصاديات الحديثة بمهمة جديدة تتمثل في تحويل التكنولوجيات والأفكار الجديدة إلى عمليات إنتاجية والقناة الأساسية لهذه المهمة هي سوق رأس المال المخاطر ويمكن حصر أهم ما يميز عقد رأس المال المخاطر فيما يلي:

- لا يمكن للمقاول أن ينسحب بعد فترة الأولى من الاستثمار والتفاوض مع مؤسسة أخرى.
- هناك بند واضح في العقد يحتم على المقاول أن يظهر حد أدنى من المهارة لكي يحتفظ بحق الرقابة على الاستثمار في الفترات اللاحقة.
- إذا تولى المقاول على حق الرقابة فإنّ كل الحصص المالية التي يتحصل عليها تكون مستقلة عما يشته من مهارة وقدرة على الرقابة والشيء نفسه بالنسبة لتدفقات النقدية اللاحقة من الناحية الاستثمارية.
- إذا احتفظ المقاول بحق الرقابة فإنّه تصبح عائدات الاستثمار المنتظرة من طرف كل من المقاول والمؤسسة رأس المال المخاطرة والتي تتوقف على مهارة المقاول.

كل هذه البنود لعقد رأس المال المخاطر تسمح بالاستنتاج إنّ هناك فترة مسبقة للعقد والتي تتميز بكونها متجانسة من حيث المعلومات، لكن فترة ما بعد العقد تأثر على إيرادات كل من طرفي العقد كما تطرح إشكالية الرقابة (من سيقوم بالرقابة على الاستثمار).

¹ براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص25

يجعل عدم تماثل المعلومات المرتبطة بتمويل المؤسسات الجديدة من الرقابة على مشاريع عناصرها مهما جدا.

الفرع الثاني: الرقابة في عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر¹

يتم فرض الرقابة عند قبول عملية الاستثمار وتوجد ثلاث آليات لرقابة، مشتركة بين مختلف مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر تتمثل في استعمال الأوراق المالية القابلة لتحويل، تتعدد المستثمرين وتمويل الاستثمارات بشكل دوري.

1- الأوراق المالية القابلة لتحويل:

هي الأوراق المالية عادة ما تكون سندات أو التي يمكن تحويلها إلى أوراق مالية مختلفة وبالأخص إلى أسهم عادية للمؤسسة في أغلب الحالات، يقرر حامل الورقة المالية القابلة لتحويل كيف ومتى يتم التحويل، حالات أخرى إنّ تحتفظ المؤسسة بحق تحديد موعد تحويل الورقة المالية.

تختلف الأوراق المالية القابلة لتحويل عن الأدوات المالية التقليدية السندات والأسهم، من حيث هيكلتها وآثارها على الاقتصاد، فهي عبارة عن أدوات الملكية وأدوات الدين وخيار الاستدعاء. وهذا يعني أنّه بالمقارنة مع أدوات الدين وأدوات الملكية، فإنّ آليات الرقابة المرتبطة بأوراق التحويل تكون أكثر مرونة. في المؤسسات الصغيرة سريعة النمو، نجد إمكانية تعدد مشكل الخطر المعنوي (وأحيانا مشكل الاختيار المعاكس)، بحيث تكون في الوقت نفسه وفي عدة أشكال يستدعي وضع عقود مالية ذات درجة كبيرة من التعقيد، واستعمال أدوات مرونة عالية كأوراق المالية القابلة لتحويل.

ترتكز الكثير من الدراسات على مشكل التحفيز خلال فترة الاستثمار إذ يظهر جانبان للمخاطرة المعنوية، باعتبار أنّ كل من المقاول ومؤسسة رأس المال المخاطر مطالبة ببذل مستوى أمثل من الجهد، بسبب الضرر الناتج عن بذل أحد الطرفين لجهد أكبر من الطرف الآخر، قد لا يقوم المقاول أو مؤسسة رأس المال المخاطر بأفضل ما يستطيع من أجل تحسين فرص نجاح المشروع، غير أنّه يمكن معالجة هذا المشكل بطريقة أفضل من خلال استخدام الأوراق المالية القابلة لتحويل. وتتمثل الفكرة الأساسية في أنّه من جهة أولى، وبسبب طريقة التسديد عند استعمال الأوراق المالية القابلة لتحويل، والتي تكون عن طريق أجزاء ثابتة، يصبح للمقاول حافز ألا هو الوصول إلى دفعات فوق مستوى التسديد الثابت، من خلال جهده الخاص، ومن جهة ثانية، بسبب خيار التحويل يصبح للمؤسسة رأس المال المخاطر حافز أكثر وضوحا لوضع جهد المطلوب إلا في حالة امتلاكها حق تحويل الأوراق المالية، ولا تقوم بتحويل هذه الأوراق إلا في حالة بذل المقاول الجهد الكافي.

¹ براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص30

2- الشراكة بين المستثمرين

يمكن الحديث عن الشراكة بين المستثمرين، عند التحالف بين مؤسستين أكثر من مؤسسات رأس المال المخاطر، من أجل الاستثمار المشترك في المؤسسة ما واقتسام الأرباح وبتعبير آخر، يكون هناك شراكة بين المستثمرين، إذا تم امتلاك حصص المؤسسة من طرف أكثر من صندوق رأس مال المخاطر واحد. وقد ركزت العديد من الدراسات على أسباب الشراكة بين المستثمرين، وقد قدمت هذه الدراسات مجموعة من الأسباب يتم تقديم أهلها فيما يلي :

2-1. اقتسام المخاطرة:

يمكن تخفيض المخاطرة المرفقة بالاستثمار دون انخفاض في العائدات المتوقعة، وذلك من خلال التنويع الجيد في المحافظ الاستثمارية. لكن من الصعب الحصول على محفظة استثمارية ذات تنويع جيد مكون من مؤسسات ممولة عن طريق رأس مال المخاطر مقارنة بالمستثمرين في البورصة، وتبقى الشراكة بين المستثمرين هي الإستراتيجية الوحيدة المتبقية التي تمنح مؤسسة رأس مال المخاطر الفرصة للاستثمار في عدد أكبر من المؤسسات، وعادة ما يتم اللجوء إلى هذه الإستراتيجية عندما تتميز العائدات المتوقعة لمؤسسة رأس المال المخاطر بتباين كبير أو عندما يشكل الاستثمار نسبة كبيرة من أصول المستثمرين. وبالتالي تسمح الشراكة بين المستثمرين بالرفع من تنويع والتقليل من المخاطرة الكلية للصندوق.

2-2. تحسين القدرة على اختيار الصفقات:

يمكن الشراكة بين المستثمرين المؤسسات من تحسين قدراتها على اختيار الاستثمارات وتؤدي دور مهم في تقليل من مشكل الوكالة المحتمل بين المؤسسات رأس المال المخاطر والمقاولين، والذي تنجز عنه عادة مشاكل الاختيار المعاكس من خلال تمكينه لمؤسسات رأس المال المخاطر من العمل سويا من أجل تقييم واتخاذ القرارات المرتبطة بمخاطر مرتفعة.

2-3. زيادة فرص الاستثمار:

يعد الوصول إلى جودة فرص الاستثمار من خلال تدفق أكثر لفرص الاستثمار عملية مهمة لجميع مؤسسات رأس المال المخاطر تعمل الشراكة بين المستثمرين على زيادة تدفق فرص الاستثمار من خلال عقود الشراكة بين مؤسسات رأس المال المخاطر وأيضا من خلال تبادل فرص الاستثمار فيما بين هذه المؤسسات.

وقد أثبتت الدراسات الإحصائية أنّ الشراكة بين المستثمرين تسمح بتوزيع المعلومات حول فرص الاستثمار المتاحة، وبالتالي توزيع الرقعة الجغرافية للمؤسسات التي بإمكانها الحصول على تمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

2-4. تحسين القدرة على اختيار الصفقات:

يمكن الشراكة بين المستثمرين المؤسسات من تحسين قدراتها على اختيار الاستثمارات وتؤدي دور مهم في تقليل من مشكل الوكالة المحتمل بين المؤسسات رأس المال المخاطر والمقاولين، والذي تتجزأ عنه عادة مشاكل الاختيار المعاكس من خلال تمكينه لمؤسسات رأس المال المخاطر من عمل سويا من أجل تقييم واتخاذ القرارات المرتبطة بمخاطر مرتفعة.

2-5. زيادة فرص الاستثمار:¹

يعد الوصول إلى جودة فرص الاستثمار من خلال تدفق أكثر لفرص الاستثمار عملية مهمة لجميع مؤسسات رأس المال المخاطر تعمل الشراكة بين المستثمرين على زيادة تدفق فرص الاستثمار من خلال عقود الشراكة بين مؤسسات رأس المال المخاطر وأيضا من خلال تبادل فرص الاستثمار فيما بين هذه المؤسسات.

وقد أثبتت الدراسات الإحصائية أن الشراكة بين المستثمرين تسمح بتوزيع المعلومات حول فرص الاستثمار المتاحة، وبالتالي توزيع الرقعة الجغرافية للمؤسسات التي بإمكانها الحصول على تمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

2-6. إيجابيات تعدد المستثمرين :

- يمكن أن يكون للشراكة بين المستثمرين عدة إيجابيات على كل من المستثمرين والمقاول منها:
- تجنب سيطرة مستثمر وحيد على القطاع الاستثمار؛
- استفادة المؤسسة المقولة من الخبرة المشتركة لكل من مؤسسة رأس المال المخاطر المساهمة في الاستثمار.

المطلب الثالث: عملية الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

تختص مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل وتوجيه المؤسسات الجديدة ويعد أحد المستثمرين من القلائل طويل الأجل، وبالتركيز على مؤسسات رأس المال المخاطر، نجد أنها تمنح أهمية كبيرة لفترة الاستثمار، فمؤسسات رأس المال المخاطر لا تهتم بامتلاك المؤسسات الناشئة لمدة طويلة، ولكنها تهتم بتمويل هذه المؤسسات حتى تصل إلى مستويات معينة من النمو، ثم تقوم بالخروج منها فاتحة المجال أمام مستثمرين آخرين ولذا تعد عملية الخروج من الاستثمار عملية ذات أهمية كبيرة بالنسبة لمؤسسات رأس المال المخاطر.

الفرع الأول: طرق الخروج من الاستثمار

تتمثل طرق الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر فيما يلي:²

¹ براق محمد، مرجع سبق ذكره ص3031

² براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص35

1- إصدار المشروع أوراقا مالية يتم طرحها للاكتتاب العام ويقدمها ببورصة الأوراق المالية IPO وفي هذه الحالة يحصل المستثمر على أصل رأس المال المستثمر وعائده في صورة أوراق مالية مقيدة بالبورصة وبحصول المستثمر على أوراق مالية صادرة عن المشروع يصبح خاضعا لقواعد وأحكام القيد بالنسبة للأوراق المالية الصادرة عن الشركات الصغيرة والمتوسطة وبعد طرح الأولي للجمهور أفضل الطرق التي يسعى إليها أصحاب رأس المال المخاطر للخروج في كل مشروع، فهو يمكن من جني العوائد التي كان من جني العوائد التي كان من المتوقع تحقيقه؛

2- وقد يصدر المشروع أوراقا مالية لطرحها في الاكتتاب العام وإنما طرحها على مستثمرين محددين؛

3- أما الطريقة الثالثة فتتمثل في التنازل عن المشروع لمستثمر لآخر والذي يتمثل في قيام عدد من المستثمرين من المؤسسات أو من الأفراد الطبيعيين بإنشاء شركة قابضة ويتم التمويل بالاقتراض من البنوك و يتم سداد قسيمة القرض من الأرباح ،وقد يتم الاستحواذ من قبل المستثمر برأس المال المخاطر في المشروع الصغير أو المتوسط -stap up- وعندئذ يكون هذا الشخص لديه معرفة خاصة بالمشروع الأمر الذي يجعل سعر الاستحواذ يقترب جدا من سعر السوق؛

4- و قد يتم خروج رأس المال من الاستثمار عن طريق اندماج المشروع الذي تم تمويله برأس المال المخاطر في شركة قائمة؛

5- وعندما يعمل رأس المال المخاطر من خلال صندوق الاستثمار، فعند خروجه يكون عن طريق بيع وثائق الاستثمار الصادرة من الصندوق على صناديق القابضة القائمة و قد تلعب صناديق الاستثمار دورا هاما في تأمين أفضل إستراتيجية تخرج لرأس المال المخاطر مثل قيامها بشراء وثائق صناديق تعديل المسار والقيام بالاستحواذ على صناديق رأس المال المخاطر من خلال الحصول على قروض لتمويل عمليات الشراء حتى يستخرج حملة الوثائق.

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

قدم كومين (COMMING) وماكنتوش (MACKINTOSH) نظرية عامة حول العوامل المؤثرة على اختيار الاستثمار وقد لخصت نتائج الدراسة في الجدول (1)

يواجه الملاك الجدد المرتبطين بصفقة الخروج من الاستثمار، مشاكل حول المعلومات المتعلقة بقيمة المؤسسة والرقابة على تسييرها، وتكون هذه المشاكل حاضرة أكثر عند اختيار طريقة الخروج من الاستثمار عن طريق العرض العام للجمهور، بحيث لا يتوفر للملاك الجدد الوقت اللازم لجمع المعلومات حول المؤسسة وتحليلها، مما يفتح المجال لحضور مشكل الوكالة، فضلا عن المشاكل الأخرى كالتكاليف المرتبطة بتحضير المؤسسة للعرض العام على الجمهور.

يواجه المستثمرون في المؤسسة المقاول قرار جعل المؤسسة عمومية أو بيعها لمؤسسات خاصة، ويبقى الهدف المشترك بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمقاول هو الخروج من الاستثمار سواء عن طريق البيع للعامة للمستثمرين أو لمؤسسات خاصة.

الجدول رقم(05) العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الخروج من الاستثمار

إعادة الشراء	البيع الثانوي	البيع	العرض العام على الجمهور	
1: السيولة 2: للديون	2	2-1 1: للمؤسسات التكنولوجية	4	قدرة المالكين الجدد على حل مشكل عدم تماثل المعلومات حول قيمة المؤسسة
1: للسيولة 2: للديون	4	2-1 1: للمؤسسات التكنولوجية	5-4 5: للمؤسسات التكنولوجية	قدرة المالكين الجدد على مراقبة وضبط سلوك المسيرين
1	غير محددة	5	1	تفضيل المقاول جعل المؤسسة عمومية
2	2	2	4	تكاليف التبادل عند البيع
1	1	1	5	تكاليف عمل المؤسسة كمؤسسة عامة مقابل تكاليف عملها كمؤسسة خاصة
5	5	غير محددة	1	درجة سيولة الاستثمار بالنسبة للمشتري
2	غير محددة	غير محددة	1	السيولة عند الخروج من الاستثمار: نقداً أو مكافئاً للنقد
1، باختلاف	3	5-4	1	حوافز التسيير بعد الخروج من الاستثمار
لا	لا	لا	نعم	هل يجب الرفع من رأس المال؟
5	3	2-1	1	النمو الكبير للمؤسسات
5	غير محددة	1-باختلاف	1	الكفاءة في تسيير المخاطر
لا	لا	نعم	نعم	طريقة مشتركة للخروج من الاستثمار
		عادة	عادة	استراتيجية مشتركة للخروج من الاستثمار
5	4	2	1	تقدم حوافز بالنسبة لسمعة مؤسسة رأس المال المخاطر
5	3	غير محددة	1	تكاليف الوكالة بالنسبة للديون
5	5	غير محددة	1	صورة المؤسسة كمؤسسة عمومية

المصدر: براق محمد، بن زواي محمد الشريف، رأس المال المخاطر، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية، مصر سنة 2014، ص31ص32.

مفتاح الجدول: 1= مفضل بقوة. 2= مفضل. 3= محايد. 4= غير مفضلة. 5= غير مفضلة على الإطلاق.

خلاصة الفصل:

لقد أنصب اهتمامنا خلال الفصل الثاني إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي حضت في الآونة الأخيرة باهتمام كبير نظرا لأهميتها الاقتصادية الكبيرة، وتشكل آلية تمويلها المشكل الكبير الذي تواجهها خاصة في مرحلة الانطلاق فالاعتماد على الأموال الخاصة غير كافي في أغلب الحالات لتلبية مختلف احتياجات المؤسسة خلال مراحل تطورها خاصة مرحلة الانطلاق التي تلجأ فيها المؤسسات للتمويل التقليدي ممثلا في القروض والتي تشكل فوائدها عبئا إضافيا، من هنا استحدثت آلية جديدة للتمويل تتمثل في رأس المال المخاطر وما يتميز به من خصائص تمويلية وهذا نتيجة للمزايا التي يوفرها لها، كما أن تزايد المؤسسات العاملة في مجال رأس المال المخاطر، نتيجة للأرباح الرأس مالية الكبيرة التي يمكن تحقيقها من وراء تلك العمليات، أدى على منافسة كبيرة بينهما.

وقد أدى هذا النجاح إلى اهتمام الكثير من الدول بهذه التقنية وخاصة بالدور الذي يمكن أن تلعبه في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتي تعتبر الركيزة الأساسية للاقتصاديات الحديثة.

حيث قمنا بتركيز دراستنا على الوصف الدقيق لهذه التقنية التمويلية، من خلال عرض أهم المفاهيم المتعلقة بها كإعطاء بعض التعاريف الخاصة بها، خصائصها، وكذا التعرض لإستراتيجيتها الاستثمارية والعمليات التي تقوم بها في عملياتها الاستثمارية، كما قمنا بعرض طرق الخروج من الاستثمار وعرضنا مزايا تقنيات الخروج.

التمويل برأس المال المخاطر هو أسلوب أو تقنية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بواسطة شركات رأس المال المخاطر، وهي تقنية لا تقوم بتقديم النقد بل تقوم على أساس المشاركة دون ضمان المبلغ أو عائدته وبذلك فهو مخاطرة بالأموال.

الفصل الثالث

دراسة حالة رأس المال

المخاطر في الجزائر

تمهيد:

لقد أولت الدولة الجزائرية اهتماما كبيرا بالمشاريع الاستثمارية من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية ونظرا لأهمية الجانب التمويلي فقد سعت لوضع آليات متعددة لدعم تمويل المشاريع الاستثمارية، ومن هذه الآليات إدخال طرق وأنماط تمويلية متخصصة ومناسبة لطبيعة الحاجات التمويلية لها. ومن بين تلك الطرق رأس المال المخاطر الذي أثبتت نجاعته في العديد من الدول وهذا بدوره تم بالتزامن مع اتجاه معظم الدول إلى الاعتماد أكثر فأكثر على أشكال تمويل خاصة، تتناسب مع طبيعة الاحتياجات التمويلية الحديثة كرأس المال المخاطر

ولهذا الغرض انتهجت الجزائر سياسة تعتمد على التحسين المتواصل للإطار التشريعي والتنظيمي لرأس المال المخاطر حتى يكون أساس وأرضية لقيام سوق تمويلي لهذه التقنية للمساهمة في تمويل المشاريع الاستثمارية،

وبناء على ما سبق فإنه ضروري للتعرف على واقع رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال دراسة الجوانب التشريعية والتنظيمية له والهياكل التي تدعم هذه النشاط، بالإضافة إلى التعرف على أهم المؤسسات العاملة في هذا المجال وعرض خدماتها المقدمة للمشاريع الاستثمارية

وسنتطرق في فصلنا هذا إلى:

المبحث الأول: المقاربة النظرية لرأس المال المخاطر في الجزائر.

المبحث الثاني: التجربة الجزائرية لرأس المال المخاطر.

المبحث الأول: المقاربة النظرية لرأس المال المخاطر في الجزائر

لقد تبنت الجزائر رأس المال المخاطر بهدف ضمان تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة غير أنها لم تخصص لها إطارا قانونيا ينظم تعاملها، وسنحاول من خلال هذا المبحث دراسة الجوانب التشريعية والتنظيمية له والهيكل التي تدعم هذا النشاط

المطلب الأول: مفهوم رأس المال المخاطر في الجزائر بالنسبة للمشرع الجزائري وسبل دعمه

وتطويره

سنتناول في هذا المطلب إلى مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشرع الجزائري، وسبل دعمه وتطويره.

الفرع الأول: مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشرع الجزائري

عرفه المشرع الجزائري في الفصل الأول من القانون رقم 06-11 بتاريخ 24 جوان 2006 على أن شركات رأس المال الاستثماري هي الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس المال الشركة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحليل أو الخصوصية وقد ركز المشرع على مراحل نمو المؤسسة موضوع التمويل كما حدد كفاءات تمل شركات رأس المال الاستثماري¹

والتي تتمثل في رأس المال المخاطر، الذي يشمل رأس المال الموجه للتمويل المؤسسات في مرحلة الإنشاء وفي مرحلة قبل الإنشاء، رأس المال النمو الموجه للتنمية المؤسسة بعد إنشائها ورأس المال التحويل بالإضافة إلى عمليات استرجاع مساهمات أو حصص يحوزها صاحب رأس المال استثماري آخر كما حدد القانون 06-11 شروط ممارسة نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر فيما يلي:

- تخضع ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري إلى رخصة مسبقة يسلمها الوزير المكلف بالمالية بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها و بنك الجزائر؛
- لا يجوز لشركة رأس المال الاستثماري أن تخصص أكثر من 5 من رأس مالها واحتياجاتها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة.

لا يتم المشاركة في رأس مال مؤسسة أخرى إلا على أساس عقد المساهمين، الذي يحدد على وجه الخصوص مدة المساهمة في الاستثمار وشروط الاستثمار في شركات رأس المال الاستثماري، كما لا يمكن لشركات رأس المال الاستثماري الاقتراض فيما يفوق 10 من أموالها الخاصة الصافية، ولا يمكنها استخدام المبالغ المقرضة في عمليات المساهمة، أما فيما يخص مراقبة النشاط، فإن مؤسسات رأس المال الاستثماري تخضع لمراقبة لجنة عمليات البورصة ومراقبتها.

¹ المادة 2 المرسوم التنفيذي رقم 08-56 الصادر 11 فيفري 2008 والمتعلق بشروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري.

تجدر الإشارة إلى أن القانون قد حدد الخطوط العريضة والعناصر العامة لنشاط مؤسسات رأس المال الاستثماري، أما التفاصيل فقد تركت للنصوص التنظيمية التي لم تنشر إلى غاية 2008، وقد تضمن تحديد رأس المال الأدنى لمؤسسة رأس المال الاستثماري الذي قدر بـ 100 مليون دج، هذا بالإضافة إلى القرار الذي يحدد مقاييس الكفاءة والاحترافية لمسير شركة رأس المال الاستثماري، الصادر في 21 جانفي 2009، وفقا لهذا القرار يجب أن يكون من رئيس مجلس الإدارة والمدير العام والإطارات المسؤولين حائزين على شهادة جامعية وعلى خبرة مهنية لا تقل عن 8 سنوات.

ثانيا: تقييم عمل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر بعيد كل البعد عن الدول المتقدمة وحتى الدول العربية فأغلب مساهمات هذه الشركات لا يتعدى 35% من رأسمال كل شركة على أقصى تقدير، وهي نسبة قليلة جدا كما لا تغطي كل الأنشطة، بل ينحصر مجالها في الصناعات التحويلية و تخوين /المنتجات وصناعة الألبسة

ثالثا: شروط إنجاح شركات رأسمال المخاطر في الجزائر

يجب على الدول الجزائرية توفير مجموعة من شروط لإنجاح هذه الشركات نلخصها في النقاط التالية:¹

- تشجيع إنشاء شركات رأس المال المخاطر في الجزائر بغض النظر عن جنسيتها
- دعم أساليب الشركة مع مؤسسات رأس المال المخاطر الأجنبية خاصة المالكة للتكنولوجيا العالية
- إنشاء مراكز بحوث و تدريب لمساعدة مشاريع ناشئة لدعمها بالتمويل والاستشارة
- إنشاء مركز وطني للإعلام الاقتصادي مهمته توفير معلومات للمستثمرين في كافة أوجه النشاط الاقتصادي

- الإسراع في إنشاء سوق أوراق مالية ليتم من خلاله تداول أسهم و الأوراق المالية خاصة لهذه الشركات
- تقديم حوافز ضريبية لهذه الشركات بالإضافة إلى تبسيط الشروط التنظيمية التي تحكم العمل هذه الشركات

الفرع الثاني: سبل دعم رأس المال المخاطر في الجزائر و تطويره

إن قلة عدد مؤسسات رأس المال المخاطر يؤدي بهذه المهنة أن لا تتطور في الجزائر دون إنشاء مؤسسات جديدة سواء من طرف القطاع الخاص أو بتدخل من الدولة أو عن طريق الشراكة بينهما، لذا يجب على الدولة توفير جملة من الشروط لإنجاح شركات رأس المال المخاطر وتطوير نشاطها، بحيث تشمل هذه الشروط الجوانب التشريعية والاقتصادية وكذلك السياسية، والتأسيس الجيد لمقومات نجاحه وإعطاء دفعة قوية لنشاط رأس المال المخاطر عن طريق إدخال تعديلات على بعض بنود القانون المتعلق بالضرائب، خاصة

¹ دراجي كريمو، مرجع سبق ذكره ، ص352

فيما يتعلق بالازدواج الضريبي، بالإضافة على إمكانية تخفيض قيمة الرسوم وذلك للنهوض بنشاط رأس المال المخاطر نظرا للدور الحيوي الذي يمكن أن يلعبه في تمويل الاستثمارات¹

أما ما يتعلق بالشق التشريعي فيجب على الدولة إصدار قوانين قابلة للتطبيق تتميز بالبساطة والسهولة وتحقيق مزيد من الأمان حتى يطمئن المستثمر نسبيا إليها، كما يمكن لكل من البنك والمؤسسات المالية والمستثمرين المستقلين وشركات التأمين وصناديق المعاشات أن تلعب دورا حيويا في تطوير شركات رأس المال المخاطر، فإن تدعيم الدولة ومساهمتها يؤدي إلى زيادة فعالية رأس المال المخاطر لمواجهة الحاجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لا يقبل عليها سوق التمويل التقليدي عادة لارتفاع المخاطر، وينبغي على البنوك الجزائرية أن تلعب الدور المرتقب منها في دفع وتدعيم مهنة رأس المال المخاطر لأن البنوك تقتحم بجدارة هذا المجال وتحتل فيه موقعا متميزا حسب التجارب الدولية المقارنة، كما يجب تقديم تحفيزات تتعلق بطرق الخروج من الاستثمارات، وتتمثل هذه التحفيزات أساسا في تعديل شروط القبول في البورصة عن طريق العرض العام على الجمهور والذي يعد الطريقة الأمثل والمفضلة بالنسبة لمؤسسات رأس المال المخاطر والمستثمرين، ويمكن أن تلعب المؤسسات التعليمية دور محل اعتبار في تطوير مهنة رأس المال المخاطر، وذلك بإمدادها بالكوادر المخصصة في مجاله، إذ أن هذه المؤسسات لا تتوقف على إمداد المشروعات بالتمويل اللازم، وإنما تمد لها يد العون وتتابعها في كافة المجالات الفنية والإستراتيجية، وهذا ما نلاحظه في العديد من الدول التي تأوي مؤسسات متطورة لرأس المال المخاطر، ويقتضي على الدولة الجزائرية توفير جملة من الشروط لإنجاح مؤسسات رأس المال المخاطر وتطوير نشاطها، بحيث تشمل هذه الشروط الجوانب التشريعية السياسية والاقتصادية، لأنه كلما ارتفعت حدة المخاطر كلما قل الاستثمار بسبب مواجهة خطر ذو بعدين، أحدهما خاص بمحيط المؤسسة والآخر خاص بالنشاط والمحيط التمويلي، كما يجب أيضا تشجيع إنشاء هذه المؤسسات بغض النظر عن جنسية مؤسسيها، ودعم أساليب الشراكة مع مؤسسات رأس المال المخاطر الأجنبية خاصة المالكة للتكنولوجيا العالية، وكذلك لإنشاء مراكز البحوث والتدريب لمساعدة المشاريع الناشئة لدعمها بالتمويل ومساعدتها في تقديم الاستشارات متابعة نشاطها، والإسراع في إنشاء سوق أوراق مالية ليتم من خلاله تداول الأسهم والأوراق المالية الخاصة بهذه الشركات.

ثانيا: التحفيزات الممنوحة لرأس المال المخاطر في الجزائر

في إطار دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند المشرع الجزائري إلى دعم مؤسسات رأس المال المخاطر من خلال التحفيزات التي منحها إياه والمتمثلة أساسا في التحفيزات الجبائية وتلك المتعلقة بطرق الخروج.

¹ بلعيد عبد الله، سبل دعم رأس المال المخاطر وتطويره، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 4، جوان 2020، ص 87، 86.

1- تحفيزات جبائية:¹

لقد أدرجت أغلب التحفيزات الجبائية الممنوحة لرأس المال المخاطر في الفصل السادس من القانون رقم 06-11 الصادر في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري ثم تم توضيحها أكثر من خلال المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المؤرخ 11 فيفري 2008 والمتعلق بشروط ممارسة شركة رأس المال الاستثماري.

تم إعفاء الشركات رأس المال المخاطر من دفع الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخل المتأتية من الأرباح، نواتج توظيف الأموال، نواتج وفوائض قيم التنازل على الأسهم والحصص. وبالنسبة لبقية حصص المداخل فهي تخضع إلى معدل منخفض 5 بالمائة الشركة بالمحافظة على الأموال المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن خمس سنوات، تحسب من أول جانفي من السنة المالية لتاريخ أي اكتتاب أو اقتناء.

تم إعفاء شركات رأس المال المخاطر التي تتدخل في مرحلة قبل الإنشاء والمرحلة الإنشاء (رأس المال المخاطر في مفهوم المشرع الجزائري) من الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس سنوات ابتداء من تاريخ بداية نشاطها مع الاستفادة من النظام الجبائي الممنوح لمؤسسات رأس المال المخاطر التي تتدخل في بقية مراحل حياة المؤسسة.

2- تحفيزات متعلقة بطرق الخروج من الاستثمارات

تمثلت هذه التحفيزات أساسا في تعديل شروط القبول في البورصة عن طريق العرض العام على الجمهور والذي يعد الطريقة الأمثل والمفضلة بالنسبة لمؤسسات رأس المال المخاطر والمقاولين إذ تم تقسيم المؤسسات التي تدخل البورصة إلى قسمين مؤسسات كبرى والمؤسسات صغيرة والمتوسطة.

يجب على المؤسسات الكبرى التي ترغب في دخول البورصة أن تكون لديها رأس المال محرر لا تقل قيمة عن خمس مائة مليون دينار (500.000.000 دج) بدل من مائة مليون دينار (دج) كما يجب أن يتم توزيع سندات الرأس المال على الجمهور لدى عدد لا يقل عن 150 مساهم بدل من 300 مساهم تستجيب سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل أساسي لحجبات سوق رأس المال المخاطر من خلال إتاحة فرص أكثر للاستثمار والخروج من الاستثمار كما تمنح هذه السوق جملة من المزايا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كالحصول على التمويل المباشر الذي يكمل التمويل البنكي الحصول على موارد ثابتة لتمويل الأصول طويلة الأجل دخول سهل وبأقل التكاليف للبورصة.

¹ زاري ميمي، مرجع سبق ذكره، ص 81.

المطلب الثاني: المؤسسات والهيكل الداعمة لرأس المال المخاطر في الجزائر

إن التمويل برأس المال المخاطر هو تمويل مرتفع المخاطر ومن أجل قيامه بدوره على أكمل وجه بدل أن تتوفر هياكل متخصصة تقوم بتوفير مناخ محفز لعمل رأس المال المخاطر ويمكن تصنيف الهياكل الداعمة لرأس المال المخاطر حسب المهام التي تقوم بها إلى ما يلي:¹

أولاً: ضمان التمويل المقدم من المؤسسات رأس المال المخاطر:

حيث تتدخل الدولة من أجل تحفيز نشاط رأس المال المخاطر وذلك بإنشاء صناديق لضمان التمويل التي تؤدي في هذا الصدد دوراً مزدوجاً أولها يتمثل في الضمان الجزئي للمشروعات (الناشئة والقائمة) حال اقتراضها لأجل متوسط أو قصير وثانيها الضمان الجزئي للمشروعات حال المساهمة المالية من المؤسسات التمويل بأن تحمل على عاتقها عبئ مخاطر الخسارة الأمر الذي يحفز مؤسسات رأس المال المخاطر على الاستثمار لوجود ضمان جزء للأموال التي يستثمرها في المشاريع وتتمثل هذه الصناديق في الصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والصندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسط.

1- صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة (FGAR):

وهو عبارة عن المؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي أنشئ في 11 نوفمبر 2002 بموجب المرسوم التنفيذي رقم: 028373 تطبيقاً للفقرة رقم 14 من القانون رقم 01-18 الصادر في 12 ديسمبر 2001 ولقد كانت الانطلاقة الفعلية لهذا الصندوق في مارس 2004 وذلك بإعلام رئيس الجمهورية عند افتتاحه الرسمي للجلسات الوطنية الأولى للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن إنشاء الصندوق الوطني لضمان القروض برأس المال قدره 30 مليار دينار جزائري ويسير منه طرف مجلس إدارة يتكون من ممثلي بعض الوزارات وممثل عن الغرفة الجزائرية للتجارة والصناعة ويتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية.

ويهدف هذا الصندوق إلى إيجاد حل لمشكل التمويل الذي تعانيه المشاريع الاستثمارية خصوصاً الناشئة والتي تتميز بارتفاع المخاطر خاصة في المرحلة الإنشاء وبدرجة أقل عند التوسع فإن حصول هذه المشاريع على التمويل اللازم صعب جداً بل يكاد يكون مستحيلًا في حالة انعدام الضمانات الكافية للحصول على التمويل لذا تقوم بمنح الضمانات الكافية للحصول على التمويل لذا تقوم بمنح الضمانات اللازمة للقروض الموجهة للاستثمار وذلك بالنسبة للضمان يمكن أن تصل إلى حوالي 70 وأما أنواع القروض فتشمل قروض الاستثمار وكذلك قروض الاستغلال ويقدم خدماته فقط للمؤسسات المنخرطة في الصندوق والتي

¹ زاري ميمي، مرجع سبق ذكره ص 83

تدفع علاوة سنوية أقصاها 2 من مبلغ القروض وخلال فترة القروض بتعويض البنك حسب نسبة الضمان المتقن عليها مسبقا وتتمثل الضمانات المقدمة من طرف الصندوق في العمليات التالية:

- إنشاء مؤسسات أو توسيع استثمارات مؤسسات قائمة أو التجديد لوسائل والتجهيزات الإنتاج؛
- حاجيات رأس المال العامل المترتبة عن الاستثمار الممول؛
- أن تكون المؤسسات المستفيدة من الضمانات الصندوق لها معايير الأهلية للاستفادة من القروض البنكية وهذا وقد تم ضمان لقد بلغت نسبة ضمان القروض ما يعادل 30.66 من إجمالي الطلبات التي استلمها الصندوق وهذا حتى نهاية شهر أوت 2005 وبلغت التكلفة المشاريع التي ضمنها الصندوق أكثر من 04 مليار دينار جزائري، في حين تجاوزت القيمة المالية للقروض المضمونة التي قدمتها البنوك 2.5 مليار دينار، وساهم الصندوق في تقديم مبلغ ضمان بقيمة 1.17 مليار دينار جزائري، وبلغت نسبة متوسط ضمان القروض 46 % من القيمة الإجمالية لقروض البنوك.

وقد تضمنت قائمة النشاطات والقطاعات التي شملتها ضمانات الصندوق، قطاع الصناعات الغذائية الذي استحوذ على 20% من إجمالي القروض المضمونة، متبوعا بقطاع مواد بناء ب13.83% ثم قطاع البيوتكنولوجيا والصحة ب7.69%، وهو نفس العدد في الصناعات البلاستيكية، أما صناعة المطاط فقد تمت الموافقة على 6.18 %، إضافة على 4.61% متعلقة بالنقل بمختلف أنواعه.¹

2-صندوق ضمان استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تم إنشاء صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمقتضى المرسوم الرئاسي رقم 134.04 المؤرخ في 19أفريل 2004، والمتضمن القانون الأساسي لصندوق ضمان استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يهدف الصندوق إلى ضمان تسديد القروض البنكية التي تستفيد منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بغية تمويل الاستثمارات المنتجة للسلع والخدمات المتعلقة باقتناء تجهيزات المؤسسة أو توسيعها أو تجديدها. هذا يستفيد من ضمان الصندوق القروض المنجزة في قطاع الفلاحة والقروض الخاصة بالنشاطات التجارية وكذا القروض الموجهة للاستهلاك، ويتكون رأس مال الصندوق المسموح به من 30مليار دينار، ويقدر الرأسمال المكتب ب20 مليار منها نسبة 60% على الخزينة ونسبة 40% على البنوك. وتستفيد من ضمان الصندوق القروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من قبل البنوك والمؤسسات المالية المساهمة فيه، كما يمكن أن تستفيد البنوك والمؤسسات المالية غير المساهمة من خدمات الصندوق حسب الشروط التي تحددها مجلس الإدارة.

وتتمثل أهمية هذا الصندوق في دعم نشاط رأس المال المخاطر في تحمل المخاطر التالية:

- عدم تسديد القروض الممنوحة من قبل المؤسسة القابضة؛
- التسوية أو التصفية القضائية للمؤسسة المقترضة.

¹ زاري ميمي، مرجع سبق ذكره، ص84.

ويكون الحد الأقصى لتغطية القروض وفوائدها بـ 80% عندما يتعلق الأمر بإنشاء مؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبمعدل 60% في حالات تمويل أو تجديد الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ويكون الحد الأقصى للقروض القابلة للضمان خمسين مليون دينار.

المطلب الثالث: معوقات رأس المال المخاطر في الجزائر والحلول المساعدة على ترقيته

يتضمن هذا المطلب معوقات رأس المال المخاطر وأهم الحلول المساعدة على ترقيته.

الفرع الأول: معوقات رأس المال المخاطر في الجزائر

لا تزال تقنية رأس المال المخاطر، تواجه العديد من الصعوبات والتمثلة في:¹

- **الفترة الزمنية للبرنامج:** إن تأخر وضع القوانين التي تضبط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر وتحدد النظام الجبائي الخاص بنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر قد أثر سلبا على نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر من حيث دخول مؤسسات جديدة خاصة، كما أن وضع آليات الخروج من المؤسسات المقولة وآليات ضمان التمويل جاء متأخر؛
- **مشكلة التحفيز:** تتفق مؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة بمبالغ كبيرة بغرض تحفيز المقاولين وبعد التحفيز الحل الوحيد لمشكل الوكالة، الذي يميز طبيعة الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر إلا أن مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر لا تستثمر بمبالغ كبيرة من الأموال التي بحوزتها إذ يبقى عدد المؤسسات المقولة الممولة قليلا يرجع هذا إلى سببين:
 - تجنب هذه المؤسسة للمخاطر؛
 - أو عدم وصول العدد الكافي من طلبات التمويل إليه.
- **غياب التنسيق بين الهياكل المساعدة والمخاطر مؤسسات رأس المال:** يؤكد المسؤولون عن عملية اقتناء المشاريع وتقييمها لمؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر أن أغلب المقاولين الذين يطلبون التمويل يجهلون تمام كيفية عرض مشاريعهم، مما يعني عدم حصولهم على التوجيه اللازم الذي من المفترض أن تقدمه الهياكل المساعدة؛
- **غياب ثقافة المؤسسة لدى المقاولين الجزائريين:** يجهل أغلب المقاولين الجزائريين للامتيازات المرتبطة بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر والتحفيزات التي تقدمها الحكومة من تسهيلات للحصول على العقار الصناعي، ضمانات للقروض والتمويلات الممنوحة بالإضافة إلى الهياكل التي تعمل على توجيه وتكوين المقاولين مما يجعل من إمكانية الاستفادة من هذه التحفيزات محصورة في عدد قليل من المقاولين؛
- **غياب لآلية خروج ملائمة:** من أهم محددات نجاح عمليات رأس المال المخاطر هو وجود لآليات ملائمة للخروج تضمن سهولة عملية وتحقيق قيم مضافة، لكن المؤسسات الجزائرية لا تتوفر على خيارات كثيرة للخروج، حيث أن عمليات الخروج تتم عن طريق بيع الحصة من مبادرين أصليين؛

¹ خالد سلاطينية، مرجع سبق ذكره، ص 88.

- **غياب لآلية الضمان:** توسيع وتطوير صناعة رأس المال المخاطر الجزائرية لا بد من وضع نظام أو آلية لضمان مساهمتها نظرا لما يتميز به نشاطات المؤسسات الناشطة في هذا المجال من مخاطرة عالية.
- الفرع الثاني: الحلول المساعدة على ترقية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر.**
- من بين الحلول التي يمكن اقتراحها لتفعيل دور شركات رأس المخاطر في الجزائر نذكر منها:¹
- **توفير لآليات خروج ملائمة:** من أهم محددات دخول رأس المال المخاطر في تمويل منشأ ما، وجود آليات ملائمة للخروج فغيابه أو ضعف نشاطه تضطر شركات رأس المال المخاطر إلى التفاوض لبيع حصصها باعتباره الوسيلة الوحيدة للخروج، مما يضعف موقفها ويخفض عوائدها. ومن ثم فإنشاء أسواق مالية متخصصة في الجزائر لاستقبال الأوراق لمثل هذا النوع من المؤسسات سيشجعها على الاستمرار أكثر فأكثر؛
- **توفير لآليات ضمان:** لتوسيع وتطوير صناعة رأس المال في الجزائر، لا بد من وضع نظام لضمان مساهمتها نظرا لما يتميز نشاط هذه المؤسسات من مخاطر. وقد قامت بإنشاء صناديق تتكفل بضمان مساهمات مؤسسات رأس المال المخاطر منها صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (FGAR)، فهذا الصندوق مؤهل لتشكيل حلقة الضمان المفقودة في سلسلة رأس المال المخاطر الجزائرية؛
- **تأهيل الموارد المالية المتخصصة:** إن صناعة رأس المال الخاطر تتطلب مهارات خاصة في مختلف الميادين، الأمر الذي لا يعتبر متوافرا بالكم والنوع الكافيين في الوقت الراهن، ولا يقتصر الأمر على تكوين الأشخاص العاملين في مؤسسات رأس المال المخاطر، بل يمتد إلى الأجهزة الأخرى التي لا علاقة لها بهذه الصناعة، فمثلا تكوين رجال قانون قادرين على التحكم في الخصائص القانونية لهذا النمط التمويلي سيشجع الخوض في هذا النوع من الاستثمارات؛
- **غرس ثقافة التمويل برأس المال المخاطر:** وذلك عن طريق توعية المقاولين الجزائريين بمختلف الفوائد التي تقدمها هذه التقنية الجديدة كما يمكن الاستعانة بصناديق وكالات دعم الشباب (كالوكالة الوطنية لدعم الشباب، الصندوق الوطني للتأمين على البطالة والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار) فهي صناديق معروفة للمقاولين الذين يواجهون صعوبة في التمويل، فضلا على ذلك فإن هذه الصناديق تعمل على تقديم الإرشاد والتوجيه؛
- **توفير صناديق لتقديم رأس المال الانطلاقة:** وجود مثل هذه الصناديق سيساعد أصحاب الأفكار الجديدة للحصول على أموال تمكنهم من تمويل على الأقل نسبة 51% من الأموال الخاصة الضرورية للحصول على رأس المال الاستثماري.

¹ خالد سلاطينية، مرجع سبق ذكره، ص 89.

المبحث الثاني: التجربة الجزائرية لرأس المال المخاطر

بهذه الحديث عن صناعة رأس المال المخاطر الجزائرية، نقوم من خلال هذا المبحث عن مختلف متعاملي رأس المال المخاطر في الجزائر، مع عرض بعض المعلومات المتعلقة بنشاطاتهم، وأرقام عن أدائهم، وفي آخر المطاف سننتقل إلى مقترحات لتفعيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر برأس المال المخاطر.

المطلب الأول: التجربة الجزائرية لشركة sofinance

سنحاول في هذا المطلب تقديم شركة sofinance، مسار تمويلها وتقييم نشاطها والخدمات التي تقدمها.

الفرع الأول: نشأة ومفهوم شركة sofinance

تعريف شركة sofinance: هي مؤسسة مالية عمومية وتعد مؤسسة للاستثمار المالي والأسهم، يغطي نشاطها المشاركة في الأسهم يتمثل التمويل في مساهمات نقدية في رأس المال المؤسسات عند الإنشاء والتطوير وإعادة الهيكلة.

sofinance تصبح مساهما فعليا وتبيع حصتها في نهاية الفترة المحددة في اتفاقية المساهمين¹.

الفرع الثاني: تطور نشاط شركة sofinance

تمارس شركة sofinance أربعة أنشطة تمويلية تتمثل في:

رأس المال المخاطر، البيع بالإيجار، الكفالات البنكية وتحصيل العوائد الثابتة مقابل الخدمات الاستشارية التي تقدمها؛

وقد شهدت هذه النشاطات تطورا واضحا قيمها خلال الفترة (2015-2017)².

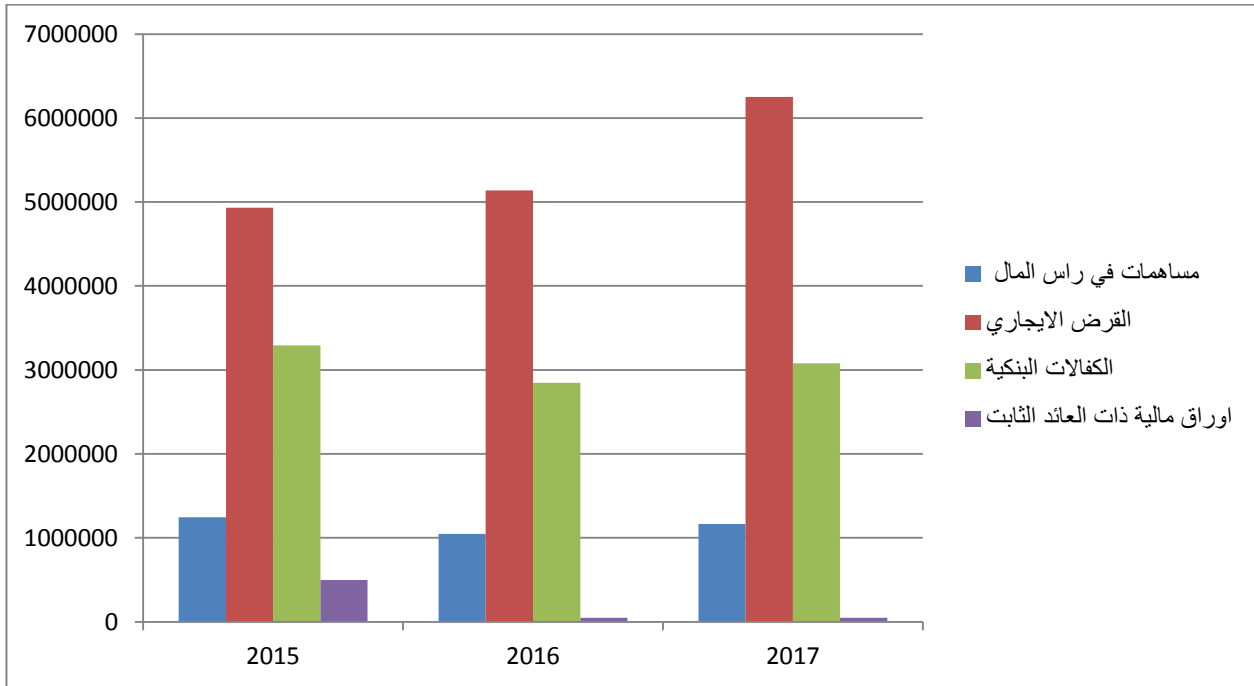
تأسست شركة sofinance بتاريخ 2001_01_9 برأس مال قدره 5 مليار (دج) ومن مهام هذه الشركة المساهمة في إنشاء المؤسسات الجديدة في إطار الاستثمار الأجنبي المباشر، ودعم وتأهيل وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق إرشادها ومساندها في إعادة هيكلتها المالية والإستراتيجية، وتوفير كل فرص التمويل الملائمة، أما بنسبة تمويلها فهي لا تتعدى 35 % من رأس مال الشركة كحد أقصى والشكل الموالي يوضح ذلك:³

¹ www.sofinance.dz

² مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد الرابع، العدد الأول، واقع نشاط رأس المال المخاطر.

³ www.sofinance.dz

الشكل رقم 01: استثمارات الشركة المالية لاستثمارات، المساهمة والتوظيف.(2015-2017)

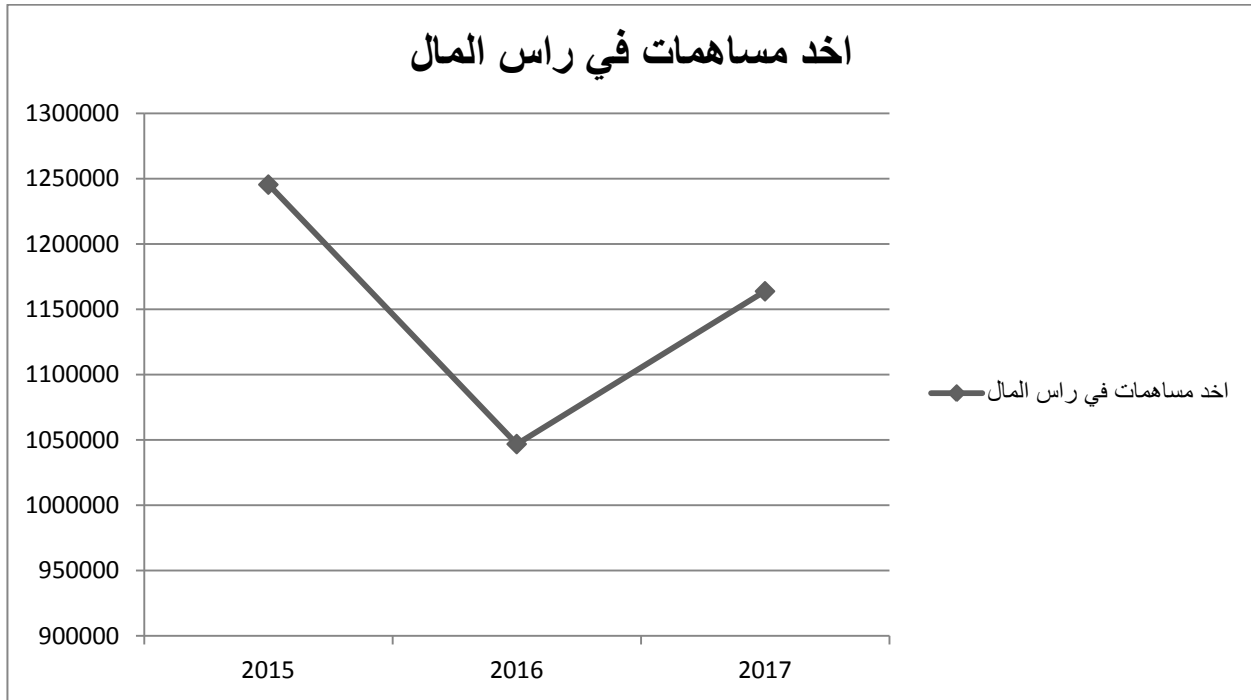


المصدر: www.sofinance.dz

من خلال الشكل أعلاه يظهر أن التمويل بقرض الإيجار الأكثر ممارسة من بين الأنشطة التمويلية التي تمارسها sofinance على مدار ثلاث سنوات لكن الأمر ليس نفسه بالنسبة للتمويل برأس المال المخاطر: لأن معالجة طلبات التمويل والمشاريع المعروضة على المكلف بالدراسات تتطلب وقتا حتى يتمكن هذا الأخير من انجاز دراسة تفصيلية لخطة المشروع المعروض، والتأكد من إمكانية تسويق الفكرة، إمكانية وجود الطلب على المنتج الذي سيعرض المنافسة في السوق، التفصيل في المساهمات العينية والنقدية التي سيحلها صاحب المشروع، المردودية المتوقعة تحقيقها، كل هذه الإجراءات تتطلب زمنا ليس بالقصير للحصول على الموافقة على انجاز المشروع.

من ناحية أخرى، فقد لاحظنا خلال فترة التبرص أن معظم القوانين الطالبين للتمويل يحملون أفكار تنمية للقطاع الفلاحي، وهو القطاع الذي لا تموله كل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر لأنه قطاع مستفيد من الدعم الحكومي، لهذا فمن الضروري فتح المجال أمام إنشاء شركات رأس المال المخاطر خاصة، تعمل بشكل أكثر مرونة من نظيرتها العمومية.

الشكل رقم 02: المبادل المستثمرة في شكل رأس المال المخاطر على مستوى Sofinance ما بين 2015-2017.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق

تميزت التمويلات الممنوحة من طرف المؤسسات المالية في شكل رأس المال المخاطر بالإنخفاض من سنة 2015 حتى 2016، أين ارتفعت قيمة المبادلة المستثمرة في هذا الجانب بشكل ملحوظ في سنة 2017 وهذا راجع إلى أن سنة 2017 تتفق مع نشاط صناديق الاستثمار الولائية السنة الخاصة بـ Sofinance، والتي تقوم بدور المسير للأموال المعهودة إليها من طرف الخزينة العمومية للمساهمة في زيادة الاستثمارات المحلية وتمويلها بهذه التقنية.

لكن رغم ما تقدمه الصناديق الولائية من حركية على مستوى ولايتها فيما يخص التمويل بالمخاطر، إلا أن هذا لا يكفي لتحسين مستوى هذا الأخير لأن صناديق الاستثمار الولائية يفرضها عدة قيود لتقوم بالدور المنوط بها.

على رأس القيود تسقف قيمة المساهمة في رأس المال المشاريع الاستثمارية بـ 50 مليون دج مهما كانت قيمة المشروع فإذا فرضنا أن الشركة قامت بمنح تمويل برأس المال المخاطر عن طريق أحد صناديقها، خلال السنة الحالية مثلاً: لأحد المشاريع التي بلغ رأس المال 300 دينار جزائري، فمساهمة Sofinance ستكون بمبلغ 50 مليون دينار جزائري أي ما نسبته 17% فقط من رأس المال الكلي وهي نسبة ضئيلة وسيظهر بعدها صاحب المشروع إلى البحث عن مصادر تمويلية أخرى لتلبية باقي احتياجات مشروعه، فبعد استعماله للتمويل الذاتي (أراضي، معدات ...) سيلجأ حتماً للتمويل البنكي، في هذه الحالة لا

يمكن القول أن التمويل برأس المال المخاطر على مستوى الشركة المالية هو تمويل بديل للمشاريع الاستثمارية لأن الواقع عكس هذا.

التوزيع القطاعي للمؤسسات صغيرة ومتوسطة الممولة من طرف شركة sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر يوضح الجدول الموالي التوزيع القطاعي للمؤسسات الصغيرة ومتوسطة الممولة من طرف شركة sofinance وذلك خلال فترة 2012_2017.

الجدول 06: التوزيع القطاعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف شركة sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر خلال فترة (2012_2017).

المنطقة	نوع النشاط	قطاع النشاط	نوع التمويل
العاصمة	شركة قرض الإيجار	خدمات	تمويل النمو
خنشلة	صناعة الأجر	صناعة	تمويل الإنشاء
سكيكدة	مدينة سياحية	خدمات	تمويل الإنشاء
غرداية	سكن سياحي	خدمات	تمويل الإنشاء
أم البواقي	الخرسانة	صناعة	تمويل الإنشاء
أم البواقي	وحدة التلحيم	صناعة	تمويل الإنشاء
باتنة	مشروبات وعصائر	صناعة	تمويل الإنشاء
بجاية	تصنيع منتجات الغلق المحكم	صناعة	تمويل الإنشاء
بجاية	توضيب السكر	صناعة	تمويل الإنشاء
بجاية	سياحة جبلية	خدمات	تمويل الإنشاء
بجاية	إنتاج مواد بناء	صناعة	تمويل الإنشاء
البلدية	مركز علاج طبيعى	خدمات	تمويل الإنشاء
وهران	تصنيع كبريتات المنيوم	-	تمويل الإنشاء
وهران	محطة	خدمات	تمويل الإنشاء
وهران	خدمات	صناعة	تمويل الإنشاء
تيارت	فندق	خدمات	تمويل الإنشاء
تيارت	فندق	خدمات	تمويل الإنشاء
تيارت	عيادة	خدمات	تمويل الإنشاء
تيارت	إنتاج عصائر الليمون	صناعة	تمويل الإنشاء
تيارت	إنتاج صيدلاني	صناعة	تمويل الإنشاء

المصدر: رامي حريد، سارة سلامة، صناعة رأس المال المخاطر مصدر تمويلي بديل للمؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الجزائر، مجلة الإقتصاديات المالية والبنكية، المجلد، 09 العدد 02، سنة 2020، ص 109-ص 10.

نلاحظ من الجدول أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف شركة sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر تتركز في إحدى عشرة ولاية بما فيها مجموعة شقة 19 مؤسسة ممولة، حيث يوجد النصيب الأكبر منها بولايي بجاية وتيارت اللتان تحوزان على 8 مؤسسات صغيرة ومتوسطة استقادة من التمويل وفق تقنية رأس المال المخاطر تليها ولاية وهران بثلاثة مؤسسات ثم أم البواقي بمؤسستين أما باقي

الولايات والتي عددها ستة فلم يتعدى عدد المؤسسات الممولة بالأموال الخاصة في كل واحدة منها مؤسسة واحدة، كما نلاحظ من الجدول أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي حظيت بفرصة التمويل برأس المال المخاطر في شركة sofinance عشرة منها تنتمي لقطاع الصناعة وتسعة لقطاع الخدمات بفروعه المختلفة.

-تقييم نشاط شركة sofinance

بالنظر إلى درجة اهتمام شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وبالضبط شركة sofinance فيبدو أن نسبة مساهمتها في التمويل مقارنة بنظيرتها في الدول المتقدمة هي نسبة ضئيلة جدا إذ تتراوح ما بين 10% و 35%

أما عن نشاط الشركة فهو لا يغطي كل القطاعات بل ينحصر مجال عملها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات الفلاحية ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية.¹

الجدول رقم 07: عمليات رأس المال المخاطر لشركة sofinance

العملية	سنة المساهمة	قطاع النشاط	الموقع	تاريخ الخروج
01	2001	الصناعة الالكترونية	البلدية	ديسمبر 2004
02	2001	الترقية والانجاز العقاري	الجزائر	-
03	2003	صناعة التبغ	الجزائر	ديسمبر 2004
04	2004	الأشغال العمومية	الجزائر	-
05	2005	الصناعة الكيماوية	وهران	-

المصدر: محمد السبتى، مرجع سبق ذكره: ص 176

الجدول رقم 08: نشاط شركة sofinance

السنوات	2005	2010	2011
صافي الدخل المصرفي	418381	475879	517422
نتيجة استغلال	199519	268840	335371
السنة	37	44	53

نلاحظ النتائج المقدمة بالجدول أعلاه أن كل من صافي الدخل المصرفي ونتيجة الاستغلال في تزايد مستمر وهذا يعني أن نشاط الشركة في توسع دائم وشمل العديد من الصناعات.

¹ حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مجلة علمية محكمة دورية، تصدرها جامعة سطيف، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد الثالث 2004، ص 7.

أما فيما يخص العمليات الاستثمارية التي قامت بها شركة Sofinance فقد قامت بأول عملية استثمارية سنة 2001 وتضاعفت مساهمتها لتبلغ 6 مساهمات سنة 2008 ويمكن توضيح تطور المبادلة المستثمرة حسب نمط التمويلات المقدمة للمشاريع الاستثمارية في الجدول التالي:

الجدول رقم 09: تطور المبادلة المستثمرة حسب نمط التمويلات المقدمة للمشاريع الاستثمارية

سنة	المساهمة في رأس المال	القرض الإيجاري	التعهد بالإمضاء	أوراق مالية ذات عائد ثابت
2008	613000	4893602	232977	21781000
2009	617500	4169222	266314	2231000
2010	622000	4309790	334205	1531000
2011	622000	3166000	295000	1431000

ومن أجل تحليل البيانات الواردة في هذا الجدول سنقوم بعرض نسب كل نشاط من الأنشطة المذكورة إلى إجمالي المبالغ المستثمرة من قبل المؤمنة في الجدول التالي:

جدول رقم 10: نسب المساهمة إلى إجمالي المبالغ المستثمرة

السنوات	نسبة أوراق مالية ذات عائد ثابت إلى إجمالي المبالغ المستثمرة	نسبة التعهد بالإمضاء إلى إجمالي المبالغ المستثمرة	نسبة القرض الإيجاري إلى إجمالي مبالغ مستثمرة	أوراق مالية ذات عائد ثابت
2008	79%	1%	18%	2%
2009	31%	4%	57%	8%
2010	23%	5%	63%	9%
2011	26%	5%	57%	11%

المصدر: من إعداد الطالبتين بناء على معطيات الجدول السابق.

تبين لنا من هذه النتائج ضعف نشاط الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف في رأس المال المخاطر حيث لا يتعدى نسبة 11% وهي أفضل نسبة مساهمة في رأس المال المخاطر إلى إجمالي الاستثمارات، وفي المقابل فهي تركز على جانبين هما القرض الإيجاري والاستثمار في الأوراق المالية ذات عائد ثابت حيث تتزايد نسبة النشاط في القرض الإيجاري خلال الفترة تصل حتى 63% من إجمالي استثماراتها التي تركز على التعامل بالقرض الإيجاري، التي باتت تأخذ الأهمية على حساب الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد الثابت حيث تنازلت نسبة الاستثمار فيها 79% إلى 26%.

ويمكن إرجاع تركيز أنشطة الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف على القرض الإيجاري والاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد الثابت إلى عدم رغبتها في تحقيق عوائد مرتفعة دون تحمل مخاطر عالية.

الفرع الثالث: المحفظة الاستثمارية للشركة المالية للتوظيف والاستثمار sofinance

تسعى الشركة المالية للاستثمار والتوظيف أثناء عملية تشكيل المحفظة الاستثمارية إلى مراعاة مجموعة من المعايير تتعلق بنوع القطاع المستهدف ونسبة المساهمة في المشروع ومدة البقاء في الاستثمار في المشروع، وتتمثل المعايير المتعلقة بالمساهمة في رأس المال المشروع¹:

- نسبة المشاركة في نفس المشروع هي من 10 إلى 35 من رأس المال المشروع؛
- أن لا تتعدى نسبة المساهمة في نفس المشروع 25 من إجمالي الأموال الخاصة للشركة؛
- مدة البقاء في المشروع منحصرة بين 3-5 سنوات؛
- القطاعات التي تساهم في تمويلها هي الصناعة، البناء، الأشغال العمومية والخدمات.

المطلب الثاني: التجربة الجزائرية لشركة finale

تضمن هذا المطلب كل من نشأة finalep و تعريفها

الفرع الأول: نشأة شركة finalep وأهدافها

أولاً: نشأة شركة finalep

تعتبر الشركة المالية للمساهمة finalep عميدة شركات رأس المال المخاطر في الجزائر، فهي شركة مختلطة الملكية حيث جسدت في إطار برامج التعاون الجزائرية الأوروبية بهدف المساهمة في تطوير قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذا أنشأت في 30 جوان 1991 برأس مال قدره 159,7 مليون دينار جزائري وذلك اثر مبادرة عدة أطراف تتمثل في بنك التنمية المحلية، القرض الشعبي الجزائري، الصندوق المركزي للتعاون الاقتصادي، ثم رفع رأس مالها إلى 191,7 مليون دينار جزائري موزعين على المساهمين كالتالي:²

- بنك التنمية المحلية 91,08 مليون دج.
- الوكالة الفرنسية للتنمية 55,08 مليون دج.
- بنك القرض الشعبي الجزائري 45,54 مليون دج.

ثانياً: أهداف شركة finalep³

- ضمان التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مرحلة الإنشاء.
- تفعيل الآليات والإجراءات الخاصة لعمليات رأس المال المخاطر.
- تشكيل نواة مؤثرة تعمل على دمج ونشر تقنيات هذه الصيغة التمويلية.
- دعم الهيكل المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال التدخل في أعلى الميزانية على غرار التمويلات التقليدية التي تدخل في ادنى الميزانية.

¹ زراري ميمي، مرجع سبق ذكره، ص 96.

² بلعابد سيف الاسلام النوي، واقع استثمارات شركات رأس المال، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مجلة أفاق علوم الإدارة والاقتصاد، جامعة الجزائر، 2019، ص 130.

³ زراري ميمي، مرجع سبق ذكره، ص 90.

الفرع الثاني: تطور النشاط شركة finalep

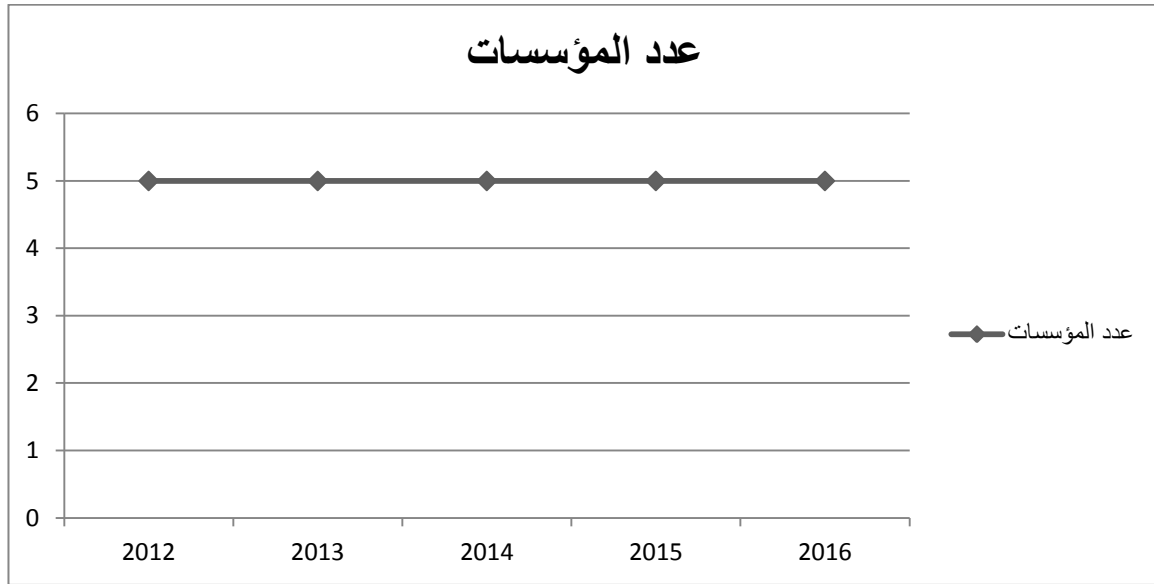
الجدول رقم 11: المؤسسات الممولة من طرف finalep خلال الفترة (1991 2016)

مكان النشاط	قطاع النشاط	المؤسسة
تيزابزة	إنتاج التبغ	ATLAS TOBACCO_SPA
الجزائر	ألواح الطاقة الشمسية	TECHNOSOLARSYSTEME PHOTOVOLTAIQUE
الجزائر	صناعة الأدوية	SOMEDIAL
عنازة	صناعة المركبات الغذائية	HIPPONE INDUSTRIE
الجزائر	الصناعات الالكترونية	ELECTRONIQUE INDUSTRIES SERVICE
الجزائر	الصناعات الميكانيكية	RECTA INDUSTRIES SPA
عنازة	البناء والتهيئة العمرانية	MEDITBAT
الجزائر	الصناعات الغذائية	SOYAMIN
تلمسان	صناعة الزجاج	V.I.A
عين تيموشنت	زراعة الكروم	RICHTER
الأغواط	المواد الغذائية	MILKO_SPA
البليلة	زراعة الكروم	CORELEL

المصدر: من إعداد الطالبتين

بدأت شركة finalep نشاطها الفعلي في سنة 1995 حيث ساهمت في رأس المال أول مؤسسة تنشط في تجارة التبغ، وقد كانت عبارة عن شراكة بين متعاملين جزائريين ويونانيين، ثم واصلت تمويلها عن طريق الأموال الخاصة لتسع مؤسسات أخرى إلى غاية سنة 2011، مما جعل محفظتها الاستثمارية تتكون من 10 مؤسسات صغيرة ومتوسطة لكن خلال سنتين 2004 و 2005 قامت الشركة بـ 3 عمليات خروج في 31 ديسمبر 2006، شكلت محفظتها من سبع مؤسسات بقيمة 177,41 مليون دج، بعدها حازت الشركة مساهمتين جديدتين.

الشكل رقم 03: تطور عدد المؤسسات للتمويل عن طريق رأس المال المخاطر لشركة finalep خلال الفترة (2012 2016)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق

نلاحظ من التمثيل البياني أن محفظتها الاستثمارية في كل سنة متكونة من خمس مؤسسات ويمكن التعليق على أن هذه الشركة مولت بشكل إجمالي 15 مؤسسة وهو عدد ضعيف جدا إذا قورن بالشركات التي تنشط في الدول المتقدمة وبالتالي هذا تأكيد للمحدودية والنقط الفادح في التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر.

جدول رقم 12: جدول الاستثمارات

2003	2002	2001	2000	1999	1998	التنمية
-	-	-	-	-	2000	مصاريف إعدادية
-	-	-	-	-	2000	دراسات هندسة
15000	25500	19600	4375	10850	10133	معدات الإنتاج
-	-	-	-	-	2000	ترتيب وتركيب
-	-	-	-	210	2862	معدات مكتبية وبرمجيات
-	-	-	-	112	820	أثاث مكتب
-	-	-	-	3400	800	معدات النقل
-	-	-	-	-	6300	تكوين ومساعدة
-	-	-	-	-	61063	الاحتياج من رأس المال
-	-	-	-	-	2005	حقوق جمركية

تكلفة الاستثمار عند الانطلاق قدرت بحوالي 95 مليون دج
يتم التمويل المشروع كلي بالأموال الخاصة موزعا بين الشركاء finalep كما يوضحه الجدول الآتي:
الجدول رقم 13: جدول التمويل والحصص (1000 دج)

الشركاء	%	أموال خاصة	رأس المال الجماعي	حسابات جارية للشركاء
SEEGEL AG	21	19950	10500	9450
ALSAR	20	19000	10000	9000
ELEG	20	19000	10000	9000
EPA/METAL	20	19000	10000	9000
FINALEP	19	18500	9500	8550
إجمالي	100	95000	50000	45000

تكافئ الحسابات الجارية للشركاء بما يعادل 12% هذا المعدل يعاد النظر فيه باستمرار من طرف مجلس الإدارة في كل مرة نتغلب فيها معدلات الإقراض البنكية، أما الأموال الخاصة فجزء منها عيني وجزء آخر نقدي، حيث أن مساهمة SEEGEL AG جزء منها نقدي 4 مليون دج والباقي عيني، مساهمة SPA /EPA/METAL تتألف من مايقدر بـ(5مليون دج معدات الإنتاج، أما الشركتين ELEG وALSAR فتساهمان في المشروع نقداً.

جدول رقم 14: حسابات النتائج (1000 دج)

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	الحسابات
800000	800000	800000	700000	600000	555000	500000	رقم الأعمال
348000	348000	348000	316000	277000	315000	319000	مواد أولية
91766	11206	10672	10164	9240	8400	6000	خدمات
100000	100000	100000	90000	88000	48000	40000	مقاولة بالباطن
340234	340794	341328	283836	225760	178600	135000	القيمة المضافة
152289	152289	150943	132075	113208	98585	84906	مصاريف العاملين
58688	58688	58278	7925	6792	5915	5094	ضرائب ورسوم
25000	25000	24000	21000	18500	17000	15500	مصاريف مختلفة
13818	15988	17425	18057	14131	13262	10523	مخصصات اهتلاك
16000	16000	16000	14000	12000	11000	10000	مصاريف مالية
74439	72829	74682	90779	61123	32838	9247	النتيجة الخام
28287	27675	-	-	-	-	-	ضريبة
46152	45154	74682	90779	61123	32838	9247	النتيجة الصافية
59970	61142	92107	108836	75260	46100	19500	التدفقات المالية

جدول التدفقات: من أجل التمكن من حساب صافي القيمة الحالية (VAN) التي يستحقها الاستثمار وكذا العائد الداخلي (TRI) المتوقع تم إعداد الجدول التالي:

الجدول رقم 15: جدول التدفقات النقدية (1000 دج)

2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	التسمية
59970	61142	92107	108836	75260	46100	19500	رقم الأعمال
-	-	-	-	2896	1642	462	الاحتياطات القانونية
8550	-	-	-	-	-	-	تعويض الحسابات الجارية
-	93	313	10229	10132	2910	3347	تغيرات الاحتياج من ر م ع
-	-	15000	25500	19600	4375	13672	استثمار جديد
91420	61049	76794	73107	42632	37173	2019	التدفقات النقدية الجارية
344194	292774	231725	154931	81824	39192	2019	التدفقات النقدية متراكمة

توصل المكلف بالملف إلى

- صافي القيمة الحالية (بمعدل خصم 15 لمدة 7 سنوات) 163300 ألف دج .
- معدل عائد داخلي: 51,5.

■ فترة استيراد رأس المال: 3 سنوات و 3 أشهر

تقدير المردودية التي تحققها finalep

مصادر ربح المالية الجزائرية الأوروبية للاستثمار تتمثل في:

➤ الأرباح المحصلة سنويا والمتعلقة بمساهمتها في رأس المال الاجتماعي.

➤ مكافئة المساهمة بالحسابات الجارية للحسابات.

➤ القيمة المضافة للتنازل على الأسهم.

جدول رقم 16: جدول تقديري لحساب حصة finalep من الأرباح

التسمية	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
التدفقات النقدية	19500	46100	75260	108836	92107	61142	59970
تعويض الحسابات الجارية	-	-	-	-	-	-	8550
تغيرات الاحتياج من ر م ع	3347	2910	10132	10229	313	93	-
استثمار جديد	13672	4375	19600	25500	15000	-	-
الأرباح المحتجزة	-	-	-	21316	47211	62002	61525
النتيجة القابلة للتوزيع	2019	37173	42632	94423	124005	123051	61525
الأرباح القابلة للتوزيع	-	-	4050	8970	11780	11690	10730

القيمة الحالية للأرباح التي تحصلها Finalep وفق لمعدل خصم بقدر 15% على 7 سنوات

22730 ألف دج

المردودية المتوقعة finalep

من أجل التمكن من حساب المردودية المتوقعة للمالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة يجب أولا تحديد

سهم التنازل عن الأسهم الني بحوزتها هذا وفق العلاقة التالية:

سهم التنازل الكلي = صافي الأصول + القيمة المضافة = رأس المال + احتياطات
+ الأرباح المحتجزة + القيمة المضافة.

نحسب القيمة المضافة بواسطة علاقة شهرة المحل التالية:

$$GW = [(R_{n-3}) + 2(R_{n-2}) + 3(R_{n-1})] / 6N$$

حيث:

R = النتيجة

N = عدد الأسهم

نسبة التنازل finalep عن الأسهم

من أجل المتطلبات الحسابية يجب معاينة الفرضيات التالية:

- اتفاق حول صيغة التنازل.
- خروج finalep في السنة الثامنة.
- تحديد قيمة الاسمية للسهم بـ 100000 دج.
- رأس المال الاجتماعي 50 مليون أي 500 سهم.
- مساهمة finalep في رأس المال تقدر بـ 9500000 أي ما يعادل 95 سهم.

الجدول رقم 17: محددات المردودية المتوقعة finalep

النتيجة	العلاقة	التسمية
180000	$((90438)/6 \times 500) + 3(88829) + (90680)$	قيمة الشهرة لكل سهم
116525000	$61,525000 + 50000000 + 5000000$	صافي الأصول
413000	$(116625000/500) + 180000$	قيمة التنازل عن السهم
39235000	413000×95	القيمة الكلية لتنازل finalep
29735000	$39235000 - 9500000$	القيمة المضافة الخام finalep
11179000	$29735000/1.15^7$	القيمة المضافة الصافية

وبالتالي تكون المردودية المتوقعة: القيم الحالية الفوائد على الحسابات الجارية للشركاء الأرباح القيمة المضافة أي

$$211\% = (9,500,000 + 85550000)(4,270,000 + 22730,000 + 11,179,000)$$

من هذه الدراسة توصلنا إلى التحليل التالي:

لم يتم اللجوء لاستعمال الحسابات الجارية للشركاء لأن مردودية المشروع كانت أحسن من المتوقع، وتمكن من تحقيق سيولة اكتب عن استعمال الحسابات الجارية للشركاء.

الفرع الثالث: المحفظة الاستثمارية ل finalep¹

تخضع عملية تكوين محفظة استثمارية ل finalep لمعايير منها:

- ✓ حدود المساهمة في رأس المال المشروع 49 كحد أقصى؛
- ✓ لا يجب أن تتعدى نسبة المساهمة في نفس المشروع 25 من إجمالي رأس مال finalep؛
- ✓ مساهمة المقاول بـ 30 من إجمالي المبلغ؛
- ✓ أن لا تتعدى نسبة الإقراض 10 من مجموع الأموال الخاصة لتمويل العملية الاستثمارية؛
- ✓ تقدير العائد الحدي للمشروع؛

¹ زراري ميمي، مرجع سبق ذكره، ص 91

✓ تحرير وثيقة تحتوي على قيمة المساهمات من الطرفين في المبلغ الإجمالي من المشروع وطريقة الخروج التي يرغب بها الطرفين (التنازل لصالح المقاول الاكتتاب العام في السوق المالي، الاندماج في مؤسسات أخرى.

المطلب الثالث: مقترحات لتفعيل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر برأس مال المخاطر

بالنظر إلى أحداث المشرع الجزائري لمؤسسات المختصة بالتمويل برأس مال المخاطر ووجود قدرات مالية تزرع بها الجزائر إضافة إلى إمكانيات بشرية مؤهلة للابتكار، وأمام العراقيل السابقة الذكر التي تتحول بين الابتكار وتمويله، فإن هناك جملة من المقترحات التي يمكن أن تفعل الابتكار وإيجاد الطرق اللازمة لتمويله برأس المال المخاطر، مما يساهم في تنمية وتطوير المؤسسات والمنتجات وتنمية الاقتصاد، وتتمثل هذه الاقتراحات في الآتي:

❖ تحسين البيئة القانونية التنظيمية والقاعدية لخلق المعرفة والعمل من أجل تصنيف عالمي أفضل يأخذ بالحسبان كل المؤشرات التي تساهم في بناء اقتصاد المعرفة؛

❖ تشجيع الابتكار من خلال الاهتمام بالبحث والتطوير من طرف الجامعات والمراكز البحث والمؤسسات الاقتصادية وخلق توأمة بينهما بتفعيل دور التنظيمات العلمية المخولة وتعاون المؤسسات الاقتصادية في هذا المجال؛

❖ إيجاد حوافز للابتكار من خلال الجوائز والمسابقات والرعاية؛

❖ تفعيل دور الحاضنات التكنولوجية والأعمال كحاضنة سيدي عبد الله بالعاصمة وغيرها من أجل رعاية الشباب المبتكرين لإنشاء مؤسسات تترجم أفكارهم إلى سلع أو خدمات ذات قيمة، وكذا دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة من خلال الوساطة بين هؤلاء ومؤسسات رأس المال المخاطر وتوفير انتقال المعلومة بشكل أفضل؛

❖ مراجعة الأطراف القانونية التي تضبط مؤسسات رأس المال المخاطر وتكييف القانون التجاري والقانون الضريبي بما يشجع المستثمرين المحليين والأجانب لممارسة هذه التقنية؛

❖ تدخل السلطات العمومية بتوظيف أموال لدى مؤسسات رأس المال المخاطر وإنشاء صناديق استثمارية لا تقدم قروض وتسهيلات فقط؛

❖ تحفيز مؤسسات رأس المال المخاطر والمساهمة ومتابعة المؤسسات الممولة في كل المراحل (ما قبل إنشاء الانطلاق، التوسع)، والتركيز على المشاريع؛

❖ تطوير عمل كل من صندوق ضمان استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحيث لا يساهمان في ضمان القروض فحسب وإنما لضمان مخاطر المساهمة في رأس مال المؤسسات.

خلاصة الفصل:

يعتبر ظهور نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر حديثاً، حيث حاولت الدولة الجزائرية بعث نشاط تمويلي حديث بغرض توفير الدعم اللازم للمشاريع الاستثمارية إذ قامت بإنشاء أول مؤسسة رأس المال المخاطر هي "الشركة المالية الجزائرية الأوروبية" (FINALEP) سنة 1991 والتي أسست بهدف ضمان التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ثم قامت بتأسيس "الشركة المالية للاستثمار المساهمة والتوظيف" SOFINANC، غير أن هذه المؤسسات ظلت تعمل دون أي إطار تنظيمي ينظم نشاطها الأمر الذي شكل عائقاً أمام المستثمرين الذين لم يجدوا إلا أسلوبين للاستثمار في هذا المجال إما الشكل التجاري أو الشكل المالي تحت قيود البنك المركزي، وفي سنة 2006 تم إصدار أول إطار تنظيمي له إذ تضمن العديد من النصوص التشريعية المنظمة لنشاط رأس المال المخاطر والقيام بمنح امتيازات وتسهيلات جبائية لتشجيع قيام مؤسسات رأس مال مخاطر جديد وكذلك تحفيز المشاريع الاستثمارية على اللجوء لهذا النمط التمويلي.

الخاتمة العامة

رأس المال المخاطر هو تمويل بالأموال الخاصة وشبه الخاصة، مرفق بالدعم التسييري موجه لتمويل المنشآت غير المدرجة بالبورصة في المراحل المبكرة من نشأتها والمراحل التي تسبق إنشاءها تلك التي تشهد دراسة قابلية المشروع، ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية منتصف الماضي، وانتقل إلى أوروبا بدءا ببريطانيا، ثم انتشر بعد ذلك ليظهر في باقي دول العالم بدرجات متفاوتة من التطور.

أخذ هذا النمط التمويلية يحظى باهتمام متزايد، خاصة من طرف الجهات الرسمية، باعتباره بديلا تمويليا يستجيب للحاجات التمويلية للمشاريع الناشئة.

وقد طورت انطلاقا من مبادئ رأس المال المخاطر تمويلات أخرى شبيهة، تهتم بتمويل مختلف المراحل اللاحقة للنمو، فكون المجموع ما أصبح يعرف برأس المال الاستثماري وهو عبارة عن وساطة مالية تقوم من خلالها مؤسسات مالية وشبه مالية، مجموعات صناعية، خواص أو سلطات عمومية، بأخذ مساهمات لمدة زمنية محددة في منشآت غير مدرجة بالبورصة، وذلك على أمل الحصول على حصص في الأرباح الموزعة دوريا وتحقيق قيمة مضافة عند الخروج ببيع الحصة المشتريات.

يعتبر رأس المال المخاطر أول أوجه التدخل رأس المال الاستثماري من حيث تاريخ الظهور، وأكثر أهمية نظرا لحساسية المراحل التي يهتم بتمويلها ويقوم باستثمار رؤوس الأموال بمخاطر مرتفعة مع توقع تحقيق عائد مرتفعة له أهمية بارزة في التنمية الاقتصادية ويقدم المساعدة في إدارة الشركة لتعدد ابتكاراته وأفكاره مقترحة مما يحقق تطورها.

يمكن القول أن مؤسسات رأس المال المخاطر تعتبر إحدى قنوات التمويل المهمة في العصر الحديث، نظرا لما تقوم به من دور حيوي في تقديم الدعم المالي والتقني للمؤسسات الاقتصادية التي تعمل في مجالات استثمارية عالية المخاطر أملا في تحقيق أرباح رأسمالية ذات معدل مرتفع في الأجلين المتوسط والطويل، وعلى الرغم من استعمال هذه التقنية في الجزائر ليس واسعا جدا لحد الساعة، إلا أن تفعيلها بالشكل الملائم يمكن أن يكون له الأثر الكبير في المساهمة في دفع الاقتصاد لاسيما من خلال تشجيع المؤسسات المنتجة لمختلف السلع والخدمات، لكن أولا يجب توفير المناخ الملائم لهذه التقنية لتؤدي دورها.

تسعى مختلف الدول لتشجيع صناعة رأس المال المخاطر، وذلك بالعمل على توفير العوامل المساعدة على ذلك وتحسينها، أما فيما يخص حالة الجزائر فإن صناعة رأس المال المخاطر تعتبر حديثة النشأة وليس واسعا جدا لحد الساعة.

1_نتائج اختبار الفرضيات :

الفرضية الأولى: يعتبر رأس المال المخاطر من أهم الوسائل الكفيلة لمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة الناشئة منها على توفير التمويل نتيجة نقص الضمانات، باعتبار أن الشركات رأس المال المخاطر تدخل كمشاركة في رأس المال خلال مختلف حياة المؤسسة؛

الفرضية الثانية: يعتبر رأس المال المخاطر خيار تمويلي استراتيجي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛

الفرضية الثالثة: التمويل برأس المال المخاطر جد محدود في الجزائر، وهذا راجع لعدة عوامل أهمها قلة المؤسسات المختصة في هذا المجال، غياب آليات الخروج المناسب من المشاريع التي تم تمويلها، تعد التجربة في مجال رأس المال المخاطر جد متواضعة وتحتاج إلى المزيد من بذل الجهد وتوسيع العمل بهذا الأسلوب في كافة القطاعات ومجالات الاستثمار، وهذا لما لمسناه من خلال تجربة الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف **sofinance** والشركة المالية الجزائرية الأوروبية **finalep**.

2_نتائج البحث:

يعد رأس المال المخاطر أداة مهمة في تمويل ومرافقة نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما انه يساهم في خلق مناصب الشغل وزيادة النمو الاقتصادي في الدولة، وبعد تحليلنا لواقع رأس المال المخاطر في الجزائر توصلنا لمجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

يعتبر التمويل برأس المال المخاطر بديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى جانب المصادر التمويلية الأخرى.

تعتبر تقنية رأس المال المخاطر في الجزائر حديثة إذ تعتبر هامشية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقارنة مع النتائج المحققة من طرف البنوك وهيكل الدعم والمرافقة إنشائها الدولة في هذا المجال وعلى الدولة بذل المزيد من الجهد لترقية هذه المؤسسات من خلال اتخاذ تدابير لتعزيز حماية الحقوق الملكية والفكرية وبراءات الاختراع، تكوين إطارات مختصة في مجال رأس المال المخاطر.

نشاط حركة **SOFINANCE** وشركة **FINALEP** ضعيف ومحدود حيث تركز على التمويل التأجيري مقارنة برأس المال المخاطر.

3_ الاقتراحات

- العمل على تحسين الإطار التشريعي الخاص بصناعة رأس المال المخاطر الذي مازال يتميز بجملة من النقائص التي تتطلب إدخال تحسينات عدة، ولعل ذلك سيأتي مع الممارسة التي ستظهر النقائص الواجب معالجتها.
- العمل على إنشاء صناديق عمومية يتم توظيف أموالها في نشاط رأس المال المخاطر، وتكون موجهة لتمويل المراحل المبكرة جدا التي لايحظى باهتمام كبير من الخواص.
- العمل على إنشاء صناديق جهوية مرفقة بتحفيزات ضريبية خاصة، موجهة لتشجيع التنمية في مناطق معينة.
- إنشاء سوق مالي جديد يتم الخروج من خلاله، لأن المخاطر برأس المال المخاطر يفكر في الخروج قبل الدخول.
- العمل على تشمين الابتكارات ونتائج البحث العلمي عن طريق وكالات متخصصة.
- إنشاء جمعية مهنية لرأس المال المخاطر تتولى لعب دور المراقب والمنظم، وكذا تعمل على تحسين ظروف ممارسة نشاط إعطائها بالتفاوض مع السلطات العمومية من خلال تفاوض أقوى.

4_ آفاق الدراسة:

- وضع التجربة الجزائرية تحت المجهر وتحليل الممارسات أكثر فتحليل معيار اقتناء مشاريع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإشكالية الدخول على مستوى الشركات.
- إظهار دور رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الابتكارية.
- واقع رأس المال المخاطر في ظل انعدام بورصة متخصصة لرأس المال المخاطر.

قائمة المراجع

➤ الكتب:

- 1- براق محمد وبن زاوي محمد الشريف ، رأس المال المخاطر نماذج وتجارب عالمية ، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية، مصر سنة2004.
- 2- جهاد همام، إدارة الاستثمار- الإطار النظري والتطبيقات العملية -دار المجد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى2016.
- 3- زاهرة سواد، محاسبة المنشآت العامة والخاصة، الطبعة الأولى، سنة2011م/1432هـ، دار النشر الراية.
- 4- عبد الله جوهر ، الإدارة في الشركات والمؤسسات(القيادة-التسويق-العمل و إدارة القوة العاملة-الحوكمة)، الاسكندرية، دار النشر مؤسسة شباب الجامعة.
- 5- فيصل محمود الشاورة، مبادئ الإدارة المالية ، إطار نظري ومحتوى علمي(ال نقول- الاستثمار-التخطيط-التحليل المالي)، جامعة مؤتة، دار النشر المسيرة، الطبعة الأولى 2013.
- 6- كارل ماركس، نقد الاقتصاد السياسي، ترجمة محمد عيتاني.

➤ الأطروحات والمذكرات:

- 7- أوبعيز ليلة، موسي مريم، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر-دراسة حالة تيفرالي بتيزي وزو - مذكرة لنيل شهادة ماستر، بتيزي وزو، جامعة مولود معمري، سنة 2014/2015.
- 8- إيمان فنيش، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الأمريكي في فترة 2013/2018- ، أطروحة لنيل شهادة ماستر، سنة 2018/2019
- 9- بن راس اسماعيل، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، اطروحة لنيل شهادة ماستر، جامعة ورقلة، سنة 2013-2014.
- 10- خالد سلاطنية، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة شركة SOFINANCEالجزائر - ، مذكرة لنيل شهادة ماستر علوم الاقتصادية، تخصص محمد بسكرة-سنة 2015/2018.
- 11- زراري ميمي، دور رأس المال المخاطر في دعم المشاريع الاستثمارية-دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب- مذكرة لنيل شهادة ماستر، جامعة أم البواقي، سنة 2013-2014.
- 12- سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر ، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، سنة 2012-2013.

- 13- سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - حالة الجزائر - ، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة العربي بن المهيدي أم البواقي، الجزائر، 2013-2014.
 - 14- عبيدش سامية، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة ماجستير في القانون العام لسنة 2013-2014.
 - 15- محمد السبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير جامعة منتوري- بقسنطينة، سنة 2008/ 2009.
 - 16- نسبية حسيني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة لنيل شهادة ماستر، جامعة أم البواقي، سنة 2012-2013.
- المجالات العلمية:
- 17- بريش السعيد، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 5، 2007.
 - 18- بلعابد سيف الإسلام النوي ، واقع استثمارات شركات رأس المال، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة أفاق الإدارة والاقتصاد، جامعة الجزائر، 2019.
 - 19- بلعيد عبد الله، سبل دعم رأس المال المخاطر وتطويره، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 4 جوان 2020.
 - 20- دراجي كريمو، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات ، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 09، سنة 2013.
 - 21- عابد نصيرة، بريش عبد القادر ، رأس المال المخاطر كمدخل لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة شمال إفريقيا، العدد 09، سنة 2018.
 - 22- عابد نصيرة، بريش عبد القادر ، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 19، سنة 2018.
 - 23- علي سمي، ليلي أولاد إبراهيم، شركات رأس المال المخاطر كتقنية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، العدد الأول، سنة 2018.
 - 24- مسعود بن جواد، حمزة طيوان ، المقاولة المستدامة بين إشكالية البقاء والقيمة ابتكار خيارات تمويل المقاولات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، سنة 2017.

- 25- منير خروف، ريم ثوامرية، رأس المال المخاطر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مجلة التنمية الاقتصادية، العدد 04، سنة 2017.
- 26- واقع نشاط رأس المال المخاطر ، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد الرابع، العدد الأول.
- 27- حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد الثالث، سنة 2004.
- 28- رامي حريد، سارة سلامة، صناعة رأس المال المخاطر مصدر تمويلي بديل للمؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة شركة sofiance - مجلة اقتصاديات المالية والبنكية وإدارة أعمال، المجلد 9، العدد 2، سنة 2020.
- الملتقيات العلمية:
- 29- آية عكاش سمير، داودي فاطمة الزهراء، رأس المال المخاطر كآلية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-المنعقد سنة 2016، جامعة المسيلة.
- 30- عبد الله إبراهيم، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل ، ورقة بحثية مقدمة حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، الشلف، سنة 2006 .
- النصوص القانونية والتنظيمية:
- 31- المادة 2 المرسوم التنفيذي رقم 08-56 الصادر 11 فيفري 2008 والمتعلق بشروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري.
- 32- نص المادة 416 من القانون رقم 14-88 المؤرخ في 03 مايو، حررت في ظل الأمر رقم 75-58.
- 33- القانون 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006 يتعلق بشركات رأس المال المخاطر من الجريدة الرسمية، العدد 42 الصادرة يوم 25-06-2006.
- المواقع الالكترونية:
- 34-WWW.SOFINANCE.DZ
- 35-جمال ادروج دور شركات رأس المال المخاطر في تحسين المؤسسات الممولة
www.asjp.cerist.dz/en/article/54752

ملخص الدراسة :

هدفت هذه الدراسة إلى البحث في أحد أهم الحلول الممكنة لمشكلة التمويل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وهو التمويل عن طريق رأس المال المخاطر والذي يعتبر البديل الأحدث والأفضل لهذا النوع من المؤسسات، خاصة وأنه يتماشى مع خصوصيتها واحتياجاتها المالية. بغية تحقيق ذلك تم معالجة هذه المشكلة في عينتين من المؤسسات هما الشركتين Sofinance والمؤسسة الجزائرية الأوروبية finalep. وقد خلصت نتائج الدراسة من خلال حساب القيمة الحالية الصافي (VAN) (Valeur actuel Nette) أن رأس المال المخاطر في شركة Sofinance ضئيلة حيث لا تتعدى 11% فهي تركز على القرض الإيجاري والاستثمار في الأوراق المالية ذات عائد أما شركة finalep فهي الأخرى نشاطها ضعيف جدا في بعث ديناميكية النشاط.

Summary of the study:

This study aimed to look at one of the most important possible solutions to the problem of financing in SMEs in Algeria, namely venture capital financing, which is the newest and ideal alternative to this type of enterprise, Especially since it is in line with its privacy and financial needs. In order to achieve this, this problem has been addressed in two samples of institutions, Sofinance and The Algerian-European Foundation finalep. The results of the study were concluded by calculating the current net value van (Valeur actuel Nette) has little risk capital at Sofinance, with only 11% focusing on rental loan and investment in return securities, while finalep is also very weak in resurrecting activity.

قائمة الملاحق
