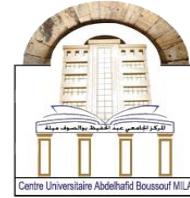




الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية والتجارية



المراجع : 2021/

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم مالية ومحاسبة

الشخص: هالية المؤسسة

مذكرة بعنوان:

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

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة (L.M.A)

" هالية 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 ميلة	كنيدة زليخة
مناقش	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	لخميسي الوعار
مشرقا ومقرا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	بن جدو سامي

السنة الجامعية 2021/2020

شُكْر وَتَقْدِير

أولاً وَقَبْلَ كُلِّ شَيْءٍ بِاسْمِ اللَّهِ وَالْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي أَعْانَنَا لِإِتْمَامِ هَذَا

العمل

أَتَقْدِمُ بِجُزِيلِ الشُّكْرِ وَالْعِرْفَانِ إِلَى الْأَسْتَاذِ الْفَاضِلِ سَامِيِّ بْنِ جَادِهِ
لِتَفْضِلَهِ بِالإِشْرَافِ عَلَى هَذِهِ الْمَذْكُورَةِ وَلِمَا وَجَّهَهُ لَنَا مِنْ نَصِّ
وِإِرْشَادٍ كَانَ لِهِ الْفَضْلُ فِيهِ اِنْجَازُ هَذَا الْمَعْرِثَ.

كَمَا نَتَقْدِمُ بِأَسْمَى مَعَانِيِ الشُّكْرِ وَالْعِرْفَانِ إِلَى الْجَنَّةِ الْمَنَاقِشَةِ
لِقِبْوَلِهِمَا مَنَاقِشَةَ هَذِهِ الْمَذْكُورَةِ وَالْمُضْرُورِ لِإِثْرَائِهِمَا.

فَكُلِّ الشُّكْرِ وَالتَّقْدِيرِ لِلْأَسَاذَةِ الْكَرَامِ وَجَزَاكُمُ اللَّهُ خَيْرًا.

وَالْحَمْدُ لِلَّهِ أَوَّلًا وَآخِرًا.

اللَّادِعُ

الحمد لله رب العالمين حمدًا يليق بجلاله وكماله وعظيم سلطانه
والصلوة والسلام على من أنزل عليه القرآن فقام به حق قيام سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم
وعلى آله وصحبه وسلم تسليماً كثيراً
أهدي ثمرة جهدي إلى من قال فيهم الله عز وجل
"وبالوالدين إحساناً"
إلى نبع المغان التي تنير دربي أمي حفظها الله لي
إلى الذي لم يبذل علي يوماً الشمعة التي تضيء دربي أبيي حفظه الله لي
إلى أحب الناس إلى قلبي أختي وإنوثتي
إلى زوجي وأهراط عائلته
إلى كل عائلتي صغيرها وكبيرها
إلى صديقتي في هذا العيش وإلى كل صديقاتي
إلى كل أستاذتي في كل المرافق
إلى كل طلبة مالية المؤسسة وإلى كل من طلب العلا وسهر الليالي.

أحلام

إِهْدَاء

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

إلى الذي وهبني كل ما أملك حتى أتحقق له الأمال، إلى من كان
يدهعني قديماً نعم الأباء

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

إلى من أضاء شمعة حياتي وعلمني الصبر، إلى ملائكي في الحياة، إلى
بسمة الحياة وسر الم وجود، إلى من كان دعاؤها سر فجاجي وحنانها دلسه
جراجي، أمي العربية هبيرة.

إلى القلوب الطاهرة الرقيقة والذفون البريئة إلى رياحين حياتي أخي
فراش وأخواتي أحاسيم الله

إلى رفيق دربي وصديقتي وزملائي

إلى كل عائلتي

سلام

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	شكر وعرفان
	إهداء
١	فهرس المحتويات
١	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 المملوكة
14	المطلب الأول: مفهوم شركات رأس المال المملوكة وتركيبتها 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 للمشروع الجزائري وسبل دعمه وتطويره
53	المطلب الثاني: المؤسسات والهيئات الداعمة لرأس المال المخاطر في الجزائر
55	المطلب الثالث: معوقات رأس المال المخاطر في الجزائر والحلول المساعدة على ترقيتها
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: مقتراحات لتفعيل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر برأس المال المخاطر
72	خلاصة الفصل
74	الخاتمة العامة
	ملخص
	قائمة الملاحق

فهرس الجداول والأشكال

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

فهرس الجداول والأشكال

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

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 التوسيع، حيث 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 يحظى 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 تقدم بطلب القروض البنكية من الحصول عليها بشرط الحصول عليها بالشروط الملائمة، نظراً لعدة عوامل متداخلة تجعل الاستفادة من التمويل المصرفي تتميز بالمحظوظية، منها ما يخص البنوك فيما يتعلق بنقل 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 العميقية التي يعرفها الاقتصاد الوطني نتيجة مختلف الضغوطات الداخلية والخارجية، المفروضة على المؤسسات والمحددة 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 والتتوسيع، 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 الجوهرى 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 بدلاً 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؟

للاجابة 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:

- يدرج 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 التوسيع؛
- إظهار أهمية التمويل برأس المال المخاطر ومدى صلاحيته للتطبيق في مختلف القطاعات وال المجالات؛
- 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 وأالياته 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، دورها 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 بلعيدي، التمويل برأس المال المخاطر (دراسة مقارنة مع التمويل بنظام الشركة)، مذكرة ماجستير سنة 2007/2008. قدمت هذه الدراسة جملة من الأهداف حيث ساهمت في إبراز البديل التمويلي للاقتصاد الذي يكتسي أهمية كبيرة، حيث حاولت هذه الدراسة تسليط الضوء على التمويل برأس المال المخاطر، وتوضيح الفروق القائمة علمياً وعملياً بين التمويل برأس المال المخاطر والتمويل بالمشاركة ومقارنته فعاليتها الاقتصادية، كما قدمت أيضاً هذه الدراسة البحث عن شبكة من مؤسسات المصرفية التي تشكل الإطار التنظيمي لهذا البديل، ورفع كفافتها 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 أيضاً أدوات التمويل التي تتمثل في البنوك وشركات التأمين والبورصات أما التمويل فتقسم إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية، وبالنسبة للمصادر الداخلية (هي رأس مال أصحاب المشروع متمثلاً في الأسهم، أو المساهمة الدولة، أو الاحتياطيات 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 تمويلاً مجانياً، بعكس اقتصاد الاستدانة الذي يستتبع سداداً أو أعباء أخرى، فمؤسسات رأس المال المخاطر توفر غطاء تمويلي اللازم للمشروعات في سبيل معاونة ظهورها وتطورها، فكما هو واضح من أسمها فهي

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

- دراسة **محمد براق، وبين 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 تطرقـت الدراسة إلى أهم النتائج وهي التجربة الجزائرية من خلال تحليل كيفية تنظيم سوق رأس المال المخاطر فيها، مقترنة في الأخير نموذجاً عاماً للتقنية يمكن تطبيقـه في الجزائر.

- دراسة **بن ساعد عبد الرحمن، 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 مساحتها في خلق مناصب شغل بالإضافة إلى أهم العقبات التي تواجه تمويلـها وهو ما يشكل محتوى تمويلي مستحدث لنظام التمويل القديم، كما وضـحت أهم نتائج هذه الدراسة آلية عملـها عن طريق شركـات رأس المال المخاطـر وإظهـار دور وأهمـية شركـات رأس المال المخاطـر في تمويلـ المؤسسـات الصغـيرة والمتوسطـة سواء القائمة أو الجديدة أو التوسيـعة العـالية المـخاطـر نـظراً لـما تمـيزـ به هـذه التقـنية من مزاـيا، كما قـدمـت دراسـة عن شـركـة Sofinance و Finalep الجزائـر من حيث نـشـاطـ الاستـثمـاراتـ والمـيزـانـية من 2014/2016 مع التـطرقـ إلى متـطلـباتـ إنجـاحـ هـذا النوعـ منـ الشـركـاتـ، فـرغـ ضـعـفـ عـدـدـ شـركـاتـ رـأسـ المـالـ المـخـاطـرـ فيـ الجـزـائـرـ إـلاـ أنـ نـشـاطـهاـ فيـ تـطـورـ مـسـتـمرـ حـيـثـ لاـ تـتـعـدـىـ نـسـبةـ المـسـاـهـمـةـ فيـ رـأسـ المـالـ 49%ـ كـحدـ أـقـصـىـ وـتـمـولـ أـنـشـطةـ تـتـمـيزـ بـمـخـاطـرـ ضـعـيفـةـ.

- دراسة **أحلام بوقفـةـ، بـعنـوانـ وـاقـعـ نـشـاطـ رـأسـ المـالـ المـخـاطـرـ فيـ الشـرـكـةـ المـالـيـةـ لـلـاستـثـمارـ، المـسـاـهـمـةـ وـالتـوظـيفـ**، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة، مجلة البحث الاقتصادي والمالي، المجلة الرابعة، العدد الأول، جوان 2017. قدمـتـ هـذهـ الـدرـاسـةـ بـدـرـاسـةـ تـحـلـيلـيـةـ لـلـتـموـيلـاتـ المـقـدـمةـ فيـ شـكـلـ رـأسـ المـالـ المـخـاطـرـ عـلـىـ مـسـتـوـيـ الشـرـكـةـ المـالـيـةـ لـلـاستـثـمارـ، وـقـدـ تـوـصـلـتـ إـلـىـ نـتـيـجـةـ أـنـ التـموـيلـ رـأسـ المـالـ المـخـاطـرـ عـلـىـ مـسـتـوـيـ Sofinanceـ يـعـتـبرـ نـشـاطـ ثـانـويـ بـعـدـ قـرـضـ الإـيجـارـ، يـمـارـسـ عـلـىـ أـسـاسـ أـنـهـ عـمـلـيـةـ أـخـذـ مـسـاـهـمـةـ فيـ رـأسـ مـالـ مـشـرـوعـ اـسـتـثـمـاريـ، يـنـتـهـيـ بـبـيـعـ هـذـهـ مـسـاـهـمـةـ لـصـاحـبـ الـمـشـرـوعـ المـمـولـ بـعـدـ فـتـرـةـ زـمـنـيـةـ مـتـفـقـ

عليـهاـ.

هيكل البحث

تم تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة 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 المملوكة وتركيباتها القانونية.

الفصل الثاني الموسوم بعنوان الإطار النظري لشركات رأس المال المخاطر وعلاقتها بالمؤسسات المملوكة التي تم التطرق فيه هو الآخر إلى مختلف مفاهيم المتعلقة بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كمرحلة أولى، وكمراحلة 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، وكمراحلة 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 يتواافق مع احتياجات المؤسسات بالرغم من قلة وبساطة حجم رأس مالها في بعض الأحيان كالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثلاً وهذا بسبب نقل عنصر الضمانات المطلوبة، وارتفاع التكاليف 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 صرَّح كل من GOMPERS و LERNER 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 ننطرق 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

سننطرق 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 لرأس المال المخاطر إلى اليوناني Thales De Milol في التصنيع الزراعي (استخراج زيت الزيتون) بفضل الأموال التي حل عليها من مقرضين مخاطرين، وقد تكررت التجربة بعد ألفي سنة مع رحلات الإسبان والبرتغال إلى العالم الجديد خلال القرنين 15 و 16 التي تعهدوا رأس مليون 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 كامpton (Karl campton) وجورج دوريوت (جنرال فرنسي) (George Doriot) والتي تحمل اسم (الشركة الأمريكية للبحث والتطوير American Research Corporation) 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 منتوبي - بقسنطينة، سنة 2008/2009، ص 24

² خالد سلطانية، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة شركة SOFINANNCE الجزائر، مذكرة لنيل شهادة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نفطي وبنكي ، الجامعة محمد خيضر - بسكرة- سنة 2015/2018، ص 03

تم تطوير سوق رأس المال المخاطر بعد سنة 1950 نتيجة لظهور الصناعات الإلكترونية بمنتجاتها الجديدة، من فترة السبعينيات 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 عرفته إنجلترا أولا ثم فرنسا ثم هولندا ثم انتشر بداية من 1992 في ألمانيا وبقى الدول الأوروبية وبقى 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 أنفقت الولايات المتحدة الأمريكية من التخلف التكنولوجي أما اليابان وهي عبارة عن رؤوس أموال تجتمع في البنوك تعطي للمشاريع الريادية والابتكارات، فشركات ماكتوش وميكروسوفت كانت عبارة عن بقالة 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 ذكر 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 تتطلب في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (ونذلك 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 باليورصة لتمويل مختلف مراحل حياتها، من الإنشاء إلى التحويل مرورا بمرحلة الانطلاق والنمو.

التعريف الثالث: يعرفه Frainçoise BASTIE

على أنه مساهمات في رأس المال المؤسسات التي عادة ما تكون غير مسورة (Non cotées)، وذلك لتمويل المراحل التي تسبق إنشاؤها، 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 ونجاحها، ولا يقتصر دور شركات رأس المال المخاطر على تمويل مرحلة الإنشاء فحسب بل يمتد أيضاً إلى مرحلة التجديد، وكذا تمويل التوسيع 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 حصة من الأموال الخاصة أو الشبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوخصة. 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 ، السلف ، يومي 17، 18 أفريل 2006 ، ص389.

ما سبق نصل إلى تعريف رأس المال المخاطر أنه: "تمويل للاستثمار في مؤسسات صغيرة ابتكاريه بواسطة أصحاب أو بآدوات تتصل بها حيث يكون المخاطر برأس المال وسيطا ماليا يأتي بالأموال من مجموعة مستثمرين مثل(البنوك ، صناديق المعاشات 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 المقترن عالي ويناسب مع درجة المخاطرة؛

► أن يكون المبادر صاحب الفكرة والمشروع وفريق عمل المشروع على قدر كبير من المهارات والخبرات.

المطلب الثاني: أهداف وخصائص دور رأس المال المخاطر

سنتطرق 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، وتدخل شركة رأس المال المخاطر في المشاريع المملوكة كشريك في رأس المال كما تقدم الدعم والتوجيه في الإدارة بالإضافة إلى المشاركة تقوم بالمراقبة حتى يتضح المشروع، ومن هنا يمكن استنتاج خصائص رأس المال تمثل 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 التسليبية للفريق المسير، نظرا للدعم الكبير الذي يحتاج إليه مسيرو المشاريع الناشئة من جهة، وبسبب الخطر العالى للاستثمار من جهة أخرى، وهذا ما يسمى بالمساهمة غير المالية؛

4- استثمار متوسط/طويل الأجل:

¹ محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 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 بالمراحل 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، الانترن特) أو الصحة (التكنولوجيات الحيوية والطب) أو في مختلف القطاعات الأخرى عالية التكنولوجيا، والتي يكون أصحابها من الباحثين والمبتكرين الذين لا يتملكون 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 تقديمها، وهذه الأطراف تمثل في المخاطرين برأسم 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 توفر 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 لآجال طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية ولكن بعوائد عالية نسبياً؛
- توفير المعونة الفنية والإدارية لأصحاب المشاريع، وتتضمن لهم المراقبة الحسنة لمشاريعهم، خاصة المقاولين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في مجال الاستثمار.

¹ عابد نصيرة، بريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 19، سنة 2018، ص212.

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

- مساعدة البنوك على توظيف السيولة الزائدة التي تملكتها 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 الكافية.

الفرع الثالث: دور رأس المال المخاطر

يمكن حصر دور رأس المال المخاطر فيما يلي:

إن الأفكار لا تساوي شيئاً مهماً 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 تعرّض 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 تغير 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 تدريم الابتكار هو أبرز أشكال الاقتصاد المبني على العلم والثقافة، إضافة إلى زيادة عدد الوظائف، كما تم تنشيط البرامج التمويلية للمؤسسات المالية ويزيد الطلب على التمويل لاحقاً

في حال نجاح وتوسيع 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 سلطانية (مراجع سبق ذكره) ص 8 من 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 حتى المساهمة في رفع قيمة الصادرات.

5. التصدي لظاهرة هجرة الأدمغة:

و يتم 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 تثمين البحث العلمي وترقيته وتحفيز العلماء والمخترعين وجامعتهم 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.

► إقامة عملاء البنوك المتعلمين 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 خوصصتها مما يؤدي إلى تصحيح مسارها وتسييد ديونها للبنوك.

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

أولاً: 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) ، المستفيدين(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 المملوكة 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 توفر لديها آفاق النمو والتطور بشكل كبير، من خلالأخذ مساهمات في رأس مالها والمشاركة في أرباح والخسائر الحقيقة، وبذلك تعتبر هذه الشركات صورة من صور الوساطة المالية ولا بد الإشارة إلى الدعم المالي المقدم يكون مرفقاً بدعم فني كذلك، تقوم شركات رأس المال المخاطر بمراقبة المؤسسات المملوكة في التسيير والإدارة بما يحقق نموها وتطورها.

وتتقسم 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 التأمين بنوك صناديق التقاعد الأفراد الخواص

- شركات رأس المال شبه المقيد:

تقوم بتسيير الأموال التي تستمدها 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 مالياً و إدارياً حيث لا تعتمد على مصادر التمويل الخارجية و في نفس الوقت

تسير 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 حميد رامي، البادل التمويلي للإقرارات الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم إقتصادية، تخصص اقتصاديات النقد والبنوك والأسوق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014، ص 87/2015.

2/المستثرون:

يتدخل هؤلاء المستثرون 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 المستثرون في صناديق التقاعد، شركات التأمين، البنوك، الأفراد (تعتبر هذه الأخيرة قليلة نظراً لنسبة المخاطرة المرتفعة) والصناديق المشتركة لتوظيف (التي يشترك فيها عدد كبير من المستثمرين وتسيير من خلال خبراء مختصين).

3/المستفيدين:

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

4/المستألفون:

يبرز دور هؤلاء المستثرون 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 المستألفون عبارة عن المسيرين الأساسيين في المؤسسة المملوكة قصد استعادة الملكية الكلية، أو عبارة عن مؤسسات رأس المال المخاطر الاستثماري التي تقوم بشراء الحصة بهدف استكمال تمويل المؤسسة في أطوار أخرى من مراحلها.

ثانياً: محددات نجاح رأس المال المخاطر:

إن نجاح وصناعة رأس المال المخاطر مرتبطة بعدة عوامل أهمها:

دور السلطات العمومية:

تلعب الدولة والهيئات الرسمية دوراً محورياً 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 أيضاً مباشرة بتوظيف الأموال العمومية في المؤسسات وصناديق رأس المال المخاطر.

- دور الجمعيات المهنية:

تلعب الجمعيات المهنية لصناعة رأس المال المخاطر دوراً تنظيمياً ورقابياً هاماً يساهم في تطويرها وتقوم بتهيئة محيط ملائم للممارسة المهنية، ذكر 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 المؤسساتيين:

يلعب المستثمرون المؤسساتيين دوراً محورياً في تطوير صناعة رأس المال المخاطر خصوصاً فيما يتعلق بجانب عرض الأموال ومن أبرز المستثمرين المؤسساتيين نجد صناديق التقاعد التي توفر الأدخار طويل الأجل وكذلك البنوك نظراً لما تمتلكه من إمكانيات تحولها 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 لتمكنه 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 تشديداً على غرار سوق "ناسداك الأمريكي" الذي أنشئت أسواقاً 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 تسخير المحافظ، انتقاء تقييم ومتابعة المشاريع الناشئة كفاءات عالية متميزة ومتعددة يجب توافرها في المخاطر برأس المال، أمّا من جانب الطلب فإن المبادرين لكونهم خريجي الجامعات ومخابر البحث فإنهم عادة ما يفتقرون للخبرة التسويقية 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 بفرنساANVAR أو الديوان الأوروبي لبراءات الاختراع.

ثالثاً: مزايا وعيوب رأس المال المخاطر:¹

تتضح مزايا رأس المال المخاطر كأسلوب للتمويل فيما يلي:

¹ برييش 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 المصروفات الإدارية سنوياً. ويقلل 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 تتقى المصالح والوجهة ولا تتعارض. وكثيراً ما يكون الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيدة للشركة ومساعداً على نجاحها لهذا السبب فضلاً عن أنها تقسح 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 طاقتها للابتكار، ويكون مفيدة للغاية للغاية التنموية 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.

- التنويع:

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 الشرك 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 يطرقها إلا الرواد القادرون ويعوضه عن هذا الخطر ما يتحقق من مكاسب وعائد كبير. لقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة "كابل" "ومايكروسوفت" و"كومباك" و"الميدرايال إكسبرس" و"جينيتك"... وغيرها وكانت التقنية القائمة بها شبه مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية.

- توسيع قاعدة الملكية:

يستمر التمويل حتى تتضخم 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 فيما يلي:

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

- الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة (المشاركة في القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع)؛
- طلب مبالغ مرتفعة، في حالة نجاح المشروع لاسترداد حصة 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 وعلاقتها بالمؤسسات المملوكة**المطلب الأول: مفهوم شركات رأس المال المملوكة 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 لأخر، بالإضافة إلى كون هذا النشاط لم يعرف ويدرس كباقي التخصصات وطرق التمويل والأخرى وهذا ما جعل مفهومه يشوبه بعض الغموض.

والملحوظة أنه لا يوجد تعريف موحد لهذا النمط التمويلي، رغم تشابه التسميات وتطابقها في بعض الأحيان فإن الاختلاف يقع حول مراحل و المجالات 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، هدفاً اقتسام الربح الذي قد

¹ عبديش سامية، مرجع سبق ذكره، ص 42.

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

ثانياً: مفهوم رأس المال

رأس المال (بالإنجليزي Capital): هو الثروة التي تشكّل نوعاً من أنواع الأصول، وُيستخدم للإشارة إلى القوة المالية الخاصة بالمنشآت أو الأفراد، ويُعرف رأس المال بأنه عبارة عن الأموال المستخدمة في صناعة المزيد من الثروة، أو البدء بمشروع جديد. من التعريفات الأخرى لرأس المال هو النقود أو غيرها من الممتلكات التي يملّكها الأفراد المنشآت، وُيستخدم رأس المال بهدف تأسيس مؤسسة أو شركة، أو لاستثماره في مجالات متعددة.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 يعودون 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 وتقديم الدعم والتي تحتاج إلى هيكلة مالية وفنية؛
- ✓ دعم تمويل المؤسسات الجديدة: يمثل الدعم خاصة في بداية المؤسسات الجديدة دون اشتراط ضمانات وقيود على التمويل بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفاعلية أشخاصه وهذه الوظيفة هامة جداً؛

¹ نص المادة 416 من القانون رقم 14/1988 المؤرخ في 03 مايو (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 سلطان، مرجع سبق ذكره ص 11

⁴ علي سماي، ليلى 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 والفنى والإداري لأنها شريكه 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 تتواجد 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 التوسيع (capital développement)

في هذه المرحلة تقوم الشركة بتمويل مؤسسات قائمة و عند تجسيد فكرة التوسيع 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 بالشخص في مجال الشركات الناشئة وتحتلر القطاعات التي تمتاز بفرض نمو مرتفعة كقطاع التكنولوجية، وفي دراسة شملت 500 مؤسسة أمريكية تم تمويلها برأس المال المخاطر عمرها لا يتجاوز الأربعة سنوات وحوالي 80 % منها تعمل في

¹ أعلى سماعي، مرجع سابق ذكره ص ص 101-102.

² آية عكاش سمير ، داودي فاطمة الزهراء ، رأس المال المخاطر كآلية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - دراسة حالة sofinance ، المنعقد يومي 14 و 15/11/2016، جامعة محمد بوضياف مسيلة، ص 55.

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

جدول رقم (01) : مقارنة بين المشروعات المملوكة برأس المال المخاطر و المشروعات المملوكة ذاتياً في أمريكا

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

المصدر: عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية 2001، ص 11.

- ثانياً: التجربة الفرنسية:

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

جدول رقم (02) : مقارنة بين المشروعات المملوكة برأس المال المخاطر و المشروعات الغير المملوكة به في فرنسا

:

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

المصدر: عبد الباسط وفاء، نفس المصدر السابق، ص 15.

من الجدول يمكن أن نستنتج أن المشروعات المملوكة برأس المال المخاطر ، تفوق كثيراً عن نظيرتها المملوكة 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 هي¹:

- **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 FAMA والذان اعتبرا المؤسسة مجموعة من العقود بين مجموع المعينين بالمؤسسة واعتبروا 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) والمسيرين (الموكل له) في تسيير المؤسسة والتي تنشأ عنها مخاطر تتحملها شركات رأس المال المخاطر في سياق عمليات التمويلية.

- **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 لتقدير 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 المسيرين 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 لأن يعمدون إلى انتهاج سياسة استثمارية توسعية تكون من خلال مكافحة نفعية خاصة على حساب المؤسسة وهذا ما ذهب الباحثين إليها التي يكون فيها استحالة مراقبة المسيرين لعدم تماثل المعلومات.

- **مخاطر التحويل:**

وهي الحالة التي من خلالها يمكن المسير من عمل على تعظيم منافعه وهذا من خلال التغرات الموجودة في العقود التمويلية التي تربطه بشركات رأس المال المخاطر وتكون هذه الحالة عندما يكون

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 بدفع مصاريف و تحمل تكاليف إضافية.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل الذي تم فيه عرض الإطار النظري لرأس المال المخاطر وشركته 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 بتبنيالجزائر توجهات حديثة نحو اقتصاد السوق وما يتطلبه من إصلاحات جذرية.

ولعل خلق مثل هذه الشركات يعد خطوة إيجابية سارت عليها الجزائر على غرار مختلف دول العالم حيث تجلت بصورة واضحة أهمية شركات رأس المال المخاطر كبديل تمويلي وبامتياز لصالح المشاريع الصغيرة والمتوسطة و كنتيجة 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 تقنيتها 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 نشـك عائقاً أمام حصولها على التمويل خصوصاً من المصادر التقليدية، الأمر الذي استدعاـ 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 مباحثين 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 كبيرة شهدتها في منتصف القرن الماضي وتوقفت آراء الباحثين والخبراء الاقتصاديين حول الأهمية الكبيرة لهذه المؤسسات، رغم العرقلـ والمشاكل التي تواجهها مما أثار اهتمامـ بدراسـتها.

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

عرفت البذائل التمويلية المستحدثة انتشارا واسعا خلال السنوات الأخيرة، فمنذ ظهورها أصبحت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعتمد عليها بشكل كبير في تلبية احتياجاتها، نظرا لنجاعتها في حل مشاكلها التمويلية من جهة، وتعدد صيغها التمويلية من جهة أخرى، معأخذها 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 متربطة ومترادفة لتحقيق أهداف مشتركة وهذا تختلف مسميات هذه المجموعات من الأفراد مثل:

- شركة؛
- مؤسسة؛
- منشأة؛
- منظمة.

المؤسسة: هي ترجمة لكلمة ENTREPRISE وبالتالي أعطيت تعاريف مختلفة ذكر منها:

- 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 تطاق زماني 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، 2013-2012، 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 أعون اقتصاديين آخرين بغرض تحقيق نتيجة ملائمة وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي يوجد فيه، وتبعاً لحجم نشاطه.

الفرع الثاني: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لا يوجد تعريف متفق عليه عموماً للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم ولا ربما كان هناك سبب وجيه لذلك، فطبقاً 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 ننطرق إلى تعريف كل مؤسسة على حدا:

أولاً: تعريف المؤسسة الصغيرة:

يقصد بالمؤسسة الصغيرة العمل التجاري الذي يستخدم ما يتراوح بين 6 أشخاص إلى 50 شخصاً ويكون في هذا العمل غالباً عدد من خطوط النشاط ومن المتصور أن يكون له أكثر من موقع مادي واحد وغالباً ما تكون المؤسسة الصغيرة في حاجة إلى قروض مالية ويتعين عليها أن تقدم تقارير إلى المقرضين وقد تكون كشف مرتبات المؤسسة الكبيرة جداً والمعقدة نسبياً، وتكون في حاجة إلى معلومات إدارية بشأن رقم الأعمال والى تحليل التكاليف بحسب خط الإنتاج وقد تباشر المؤسسة جزءاً 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؛

ثانياً: تعريف المؤسسة المتوسطة الحجم:

تشير هذه العبارة على أن المؤسسة تستخدم ما يتراوح بين 51 إلى 250 موظفاً ويقاد 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 قدرًا كبيراً من عملها عن طريق الائتمان، ربما بالإضافة إلى

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

مبيعات الصادرات، الواردات، وتحتاج هذه المؤسسة إلى بنية محاسبية متقدمة 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 استخداماً في تعريفها في أغلب دول العالم وتنتمي حجم العمالة:¹

يعتبر من المعايير الأكثر استخداماً لتمييز حجم المؤسسة ويختلف أيضاً 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 عمالاً؛

- مؤسسات متوسطة من 50 إلى 99 عمالاً.

• 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 تبعاً لدرجة النمو الاقتصادي التي بلغتها الدولة، وتبعاً لمدى الوفرة أو الندرة النسبية في عناصر الإنتاج المختلفة، وبناءً 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، وتوصي منظمة العمل الدولية بأن لا يتجاوز الاستثمار في المؤسسات الصغيرة 100 ألف دولار.

• معيار معامل رأس المال:

يعتبر كلاً من معيار رأس المال ومعيار العمالة من المعايير المحددة للطاقة الإنتاجية للمؤسسة لذا فإن الاعتماد على أي منها منفرداً 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 كبيراً نسبياً، وبالتالي تصنف هذه المؤسسة حسب معيار رأس المال من المؤسسات الكبيرة، وقد تكون بالفعل كذلك في حين أنها صغيرة أو متوسطة وفقاً لمعيار العمالة، وربما يحدث العكس فقد نجد رأس المال صغيراً وحجم

¹ عابد نصيرة، بريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 19، سنة 2018، ص 212.

العمالة كبيرة فيتم تصنيف المؤسسة كبيرة وفقاً لمعايير العمالة وصغرها وكبیرة 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 كافي.

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 الإتحاد الأوروبي المؤسسات المتوسطة والصغرى بالاعتماد على معيار العمالة ومتغير 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 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، ومتغير حجم الأصول ومجموع المبيعات السنوية مثلما يوضحه الجدول التالي (1/2):

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

الصنف	حجم العمالة	حجم الأصول	مجموع المبيعات السنوية
المؤسسة المصغرة	أقل من 10أشخاص	أقل من 100 دولار	أقل من 100ألف دولار
المؤسسة الصغيرة	أقل من 50 و أكبر من 10	أكبر من 100ألف دولار وأقل من 3 ملايين دولار	أكبر من 100ألف دولار وأقل من 3 ملايين دولار
المؤسسة المتوسطة	أقل من 250 وأكبر من 50	أكبر من 3 ملايين دولار وأقل من 15 ملايين دولار	أكبر من 3 ملايين دولار وأقل من 15 ملايين 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، تخصص إدارة مالية، جامعة جيجل، سنة 2018/2019، ص 11.

للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مجموعة من الخصائص تؤهلها لتحقيق أهداف وجودها ومنها ذكر:

- **كثرة عددها مقارنة بالمؤسسات الكبيرة:** يشهد عالم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الآونة الأخيرة¹ توسيعاً كبيراً وملحوظاً. 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:** نظراً 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 واحتراقها من جهة أخرى وذلك لقصر الوقت اللازم لإعداد دراسات تأسيسها وسهولة إعداد مبني وتركيب خطوط الإنتاج من آلات وانخفاض التكاليف الإدارية وإجراءات تكوينها. أما في ما يخص ارتفاع معدلات الفشل يعود إلى سوء الإدارة من طرف المالك 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 والتتويع تبعاً لرغبة المستهلكين هنا تظهر مرونة سرعة الإنتاج أما مرونة العاملين فتظهر من خلال التغيير في تركيبتهم؛
- **القدرة على الإبداع والتطوير:** تساعد المؤسسات الصغيرة على خلق كادر تقني يعتبر ضمن البيانات الأساسية للتنمية، فهي تلعب دوراً حاسماً 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 فمثلاً خسارة زبون مهم.

¹أوبيعزيز ليلة، موسى مريم، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر - دراسة حالة تيفاريزي وزو، مذكرة لنيل شهادة ماستر، كلية الحقوق والعلوم السياسية قسم علوم سياسية، تخصص سياسات عامة وإدارة الجماعة المحلية، سنة 2014/2015، بتيفاريزي وزو، جامعة مولود معمري، ص 10.

الفرع الثالث: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهم العوائل 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: **تثمين قوة العمل:** من خلال استعمال تكنولوجيا قليلة رأس المال، كثافة العمل

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

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 المبادرات 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 الأولية 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 تستطع 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 العوائل التي تعرقل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- ضعف الترابط بين المؤسسات صغيرة والمتوسطة مما يصنع عليها استقاد 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 (مراجع سبق ذكره)، ص15 ص 16

-سواء استعمال براءة الاختراع من طرف أصحاب المؤسسات صغيرة والمتوسطة الذين يفتقرون 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 ومراحله

الفرع الأول: ماهية التمويل وخصوصياته في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أولاً: تعريف التمويل في المؤسسة:¹

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

ثانياً: خصوصيات 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 سمح المقاربة الحديثة فيتناول مختلف العوامل في اختيار أسلوب تمويل وتظهر في عدة مقاربات نظرية من بينها:²

- **نموذج دورة الحياة وتمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة:** يعني 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 تفرض 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 وتمويل:** وهي عبارة عن علاقة سواء دائمة أو مؤقتة مع افتراض أن كلى الطرفين يسعى إلى تعظيم المنفعة وعموماً تظهر حالة الوكالة حين يتم حصول نزاع بين طرفي العقد أو عدم وجود معلومات كافية وتنسب 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 ميسولة

¹ فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية إطار النظري ومحفوظ عملى لتمويل-الاستثمار-التخطيط-التحليل، الطبعة لأولى، دار المسيرة للنشر والطباعة، عمان، سنة 2013، ص 77.

² مسعود بن جواد، حمزة طيونان، المقاولاتية المستدامة بين إشكالية البقاء وقيمة ابتكار خيارات تمويل المقاولات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، السنة 2017، ص 163.

³ بن راس اسماعيل (مرجع سبق ذكره).

ما يضطره إلى تسليل 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 المعايili "Angle investors" : المؤسسات المهتمة بالفكرة الجديدة

تدخل في هذه المرحلة الأموال القريبة من المطور مثل الأقرباء والأصدقاء والزملاء ومؤسسات الرعاية في مجال الفكرة الجديدة والتي تتبع الجامعات 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 الواقعية 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 بميزانية تتعدي ستين مليون دولار سنوياً .

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 وكذلك المؤسسات المالية العائلية والتجمعات المالية التي تتضمن تحت مظلة رسمية واعتبارية بالإضافة إلى العمل الرأسمالي المؤسسي المالي والمبني على قواعد علمية وينحدر من تجارب فعلية وعملية سابقة ويسمى ب 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 تتشكل في العادة تجمعات مالية لخدمة أهداف هذه التجمعات وتسمى هذه الجمعيات في أوربا "venture capital House" حيث تكون 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 متاليتين وتدفع اشتراكاً مقابل دخول هذا النادي قد يكون مقطعاً أو بشكل سنوي ويتم في هذا النادي الربط بين أصحاب الشركات الصغيرة والممولين بحيث يتقاسم الممولون الكبار "الأفراد الأثرياء والمؤسسات المالية الرسمية" حصة زيادة رأس المال في الشركات الصغيرة وذلك لنقاسم المخاطرة وكذلك الأرباح ويقوم صاحب الشركة الصغيرة بعرض خططه التجارية ودراسة السوق و أداء

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

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

الفرع الثاني: مصادر تمويل المؤسسة صغيرة والمتوسطة:

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

1- التمويل التأجيري: وهو أسلوب من أساليب التمويل يقوم بمقتضاه الممول بشراء أصل رأسمالي يتم تحديده 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 مالها وتتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها؛

3- عقد تمويل الفاتورة: يقصد بها شراء أو حجز ديون المؤسسة التجارية التي تشغله 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، ص.66.

المشروع من دون ضمان العائد ولا مبالغة و بذلك فهو يخاطر بأمواله ولهذا نرى إنها تساعده 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 أحد 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 فان صاحب العمل يتحمل لوحده؛

3- المرباحية: 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- بيع السلم: ويقصد به البيع الفوري؛

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

الفرع الثالث: مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

يلبي رأس المال المخاطر احتياجات الشركات في مراحل التمويل المختلفة والتي تمثل 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 يتتوفر 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 التوسيع لشركات الغير المسجلة في البورصات بهدف مساعدتها على النمو ودخول أسواق جديدة أو الإحلال محل بعض الشركاء في رأس المال الشركات الرابحة والذين يرغبون في التكامل.

3- تمويل الحالات الخاصة:

¹ سماح طلحي، دور البادئ 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 الهبيدي-أم البوachi، الجزائر، 2013-2014، ص 58-59

² بن راس اسماعيل، رأس المال المخاطر كديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، دراسة حالة فيناليب، اطروحة لنيل شهادة الماستر، كلية علوم اقتصادية وعلوم تجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سنة 2013/2014، ص 24

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

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

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 نسبياً، هذه الفئة تشمل الأثرياء، كما تشمل مؤسسات الادخار، مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين، هذا النوع من الاستثمار يتميز عموماً بالاستعداد للانتظار مدة طويلة نسبياً، ولذلك فهم يبحثون عن عوائد عالية في المقابل.

2.1 الممول :venture capital

أما الممول فهو يقوم بتوجيهه أموال الصندوق واستثمارها في الشركات ذات المشاريع الأجدى والأعلى ربحية وعادة ما يكون الممول ذا خبرة فنية في بعض الصناعات كالصناعات الكيميائية أو الحاسوبية مثلاً 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 نظراً لأن الصندوق لا يقرض ولا يتجاوز خصومه أصوله، في المقابل يصرف للممول مصارف 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"، غالباً ما يبدأ الرائد منشأته بأمواله الخاصة، وقد يستعين بآصدقائه 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 المالك الممسيرين 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 والمالك الممسيرين 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؛

هيكلة تنظيم المجلس:

يمكن للمخاطرين برأس المال أن يقاوضوا 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 وهيكلة مجلس المراقبة.

الفرع الثالث: آثار التمويل برأس المال المخاطر:¹

- الاستفادة من الخبرة التسirية للمخاطر برأس المال المخاطر في مختلف المجالات، التمويل، التسويق... أي حوكمة 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 إيجابية 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 الإيجابية لرأس المال المخاطر على المنشأة المملوكة، لكنه لم يسلم من الانتقادات البعض 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 كرغبتهم في التقليل قدر الإمكان من نفقات البحث

¹ محمد السبتي(مرجع سابق ذكره) ص90.

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 المتميزة 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:

تنظر 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 تتركز حول تقييم رأس المال البشري للمؤسسة المقاولة مراقبة نشاطها، أما فيما يتعلق بكيفية استعمال الاستثمار

¹ بران محمد، بن زواي محمد الشريف، رأس المال المخاطر، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية، مصر سنة 2014 ص 15

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

ثالثاً-التفاوض:

عند قبول المشروع المقترن 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 بناءاً 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 توقيع تدفقات النقدية المستقبلية، كما إنّ حالة عدم التأكيد التي يتميز بها 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 قابلاً 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 تخلى المقاول على حق الرقابة فإن كل الحصص المالية التي يتحصل عليها تكون مستقلة عما يثبته من مهارة وقدرة على الرقابة والشيء نفسه بالنسبة لتدفقات النقدية اللاحقة من الناحية الاستثمارية.
- إذا احتفظ المقاول بحق الرقابة فإنه 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 مجذ، مرجع سبق ذكره، ص25

يجعل عدم تماثل المعلومات المرتبطة بتمويل المؤسسات الجديدة من الرقابة على مشاريع عنصراً مهماً جداً.

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

يتم فرض الرقابة عند قبول عملية الاستثمار وتوجد ثلاثة أنماط لرقابة، مشتركة بين مختلف مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر تتمثل في استعمال الأوراق المالية القابلة لتحويل، تعدد 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 عاديّة للمؤسسة في أغلب الحالات، يقرر حامل الورقة المالية القابلة لتحويل كيف ومتى يتم التحويل، حالات أخرى إن تتحقق المؤسسة بحق تحديد موعد تحويل الورقة المالية.

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

تتركز الكثير من الدراسات على مشكل التحفيز خلال فترة الاستثمار إذ يظهر جانباً للمخاطرة المعنوية، باعتبار أن كل من المقاول ومؤسسة رأس المال المخاطر مطالبة ببذل مستوى أعلى 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 أنه يمكن معالجة هذا المشكل بطريقة أفضل من خلال استخدام الأوراق المالية القابلة لتحويل. وتمثل الفكرة الأساسية في أنه 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 وضوحاً لوضع جهد المطلوب إلا في حالة امتلاكها حق تحويل الأوراق المالية، ولا تقوم بتحويل هذه الأوراق إلا في حالة بذل المقاول الجهد الكافي.

¹ براغ مجذ، 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 حصة المؤسسة من طرف أكثر من صندوق رأس المال 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 التوسيع الجيد في المحافظ الاستثمارية. لكن من الصعب الحصول على محفظة استثمارية ذات تنوع جيد مكون من مؤسسات ممولة عن طريق رأس المال المخاطر مقارنة بالمستثمرين في البورصة، وتبقى الشراكة بين المستثمرين هي الإستراتيجية الوحيدة المتبقية التي تمنح مؤسسة رأس المال المخاطر الفرصة للاستثمار في عدد أكبر من المؤسسات، وعادة ما يتم اللجوء إلى هذه الإستراتيجية عندما تتميز العائدات المتوقعة لمؤسسة رأس المال المخاطر بتبيان كبير أو عندما يشكل الاستثمار نسبة كبيرة من أصول المستثمرين. وبالتالي تسمح الشراكة بين المستثمرين بالرفع من تنوع 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 تتجزء عنه عادة مشاكل الاختيار المعاكس من خلال تمكينه لمؤسسات رأس المال المخاطر من العمل سوياً من أجل تقييم واتخاذ القرارات المرتبطة بمخاطر مرتفعة.

2-3. زيادة فرص الاستثمار:

يعد الوصول إلى جودة فرصة 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 وأيضاً من خلال تبادل فرص الاستثمار فيما بين هذه المؤسسات.

وقد أثبتت الدراسات الإحصائية أنَّ 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 تتجزء عنه عادةً مشاكل الاختيار المعاكس من خلال تمكينه لمؤسسات رأس المال المخاطر من عمل سوياً من أجل تقييم واتخاذ القرارات المرتبطة بمخاطر مرتفعة.

2-5.زيادة فرص الاستثمار:¹

يعد الوصول إلى جودة فوائد 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 وأيضاً 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 الاستثماري؛
- استفادة المؤسسة المقاولة 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 ويعود أحد المستثمرين من القلائل طويلاً 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

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

¹ براغ مجذ، مرجع سابق ذكره ص3031

² براغ مجذ، مرجع سابق ذكره، ص35

١-إصدار المشروع أوراقاً 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 خاضعاً لقواعد وأحكام القيد بالنسبة للأوراق المالية الصادرة عن الشركات الصغيرة والمتوسطة وبعد الطرح الأولي للجمهور أفضل الطرق التي يسعى إليها أصحاب رأس المال المخاطر للخروج في كل مشروع، فهو يمكن من جني العائد الذي كان من جنى العائد الذي كان من المتوقع تحقيقه؛

٢- وقد يصدر المشروع أوراقاً مالية لطرحها في الاكتتاب العام وإنما طرحها على مستثمرين محددين؛

٣- أما الطريقة الثالثة فتتمثل في التأزّل عن المشروع لمستثمر آخر 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 stup up - وعندئذ يكون هذا الشخص لديه معرفة خاصة بالمشروع الأمر الذي يجعل سعر الاستحواذ يقترب جداً من سعر السوق؛

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

٥- وعندما يعمل رأس المال المخاطر من خلال صندوق الاستثمار، فعند خروجه يكون عن طريق بيع وثائق الاستثمار الصادرة من الصندوق على صناديق القابضة القائمة وقد تلعب صناديق الاستثمار دوراً هاماً 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 (١)

يواجه المالك الجدد المرتبطين بصفة الخروج من الاستثمار، مشاكل حول المعلومات المتعلقة بقيمة المؤسسة والرقابة على تسيرها، وتكون هذه المشاكل حاضرة أكثر عند اختيار طريقة الخروج من الاستثمار عن طريق العرض العام للجمهور، بحيث لا يتتوفر للمالك الجدد الوقت اللازم لجمع المعلومات حول المؤسسة وتحليلها، مما يفتح المجال لحضور مشكل الوكالة، فضلاً عن المشاكل الأخرى كالتكاليف المرتبطة بتحضير المؤسسة للعرض العام على الجمهور.

يواجه المستثمرون في المؤسسة المقاولة 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 المستثمرين 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	فضيل المقاول جعل المؤسسة عمومية
2	2		2	تكليف التبادل عند البيع
1	1		1	تكليف 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 مكافئ للنقد
1 ، باختلاف	3	5-4	1	حواجز 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
		عادية	عادية	استراتيجية مشتركة للخروج من الاستثمار
5	4	2	1	تقد حواجز بالنسبة لسمعة مؤسسة رأس المال المخاطر
5	3	غير محددة	1	تكليف 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، ص31 ص32.

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

خلاصة الفصل:

لقد أنصب اهتمامنا خلال الفصل الثاني إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي حضرت في الآونة الأخيرة باهتمام كبير نظراً 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 تلجم فيها المؤسسات للتمويل التقليدي ممثلاً في القروض والتي تشكل فوائدها عبئاً إضافياً، 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 غلى 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 التعريفات 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 عائده وبذلك فهو مخاطرة بالأموال.

الفصل الثالث

دراسة حالة رأس المال

المخاطر في الجزائر

تمهيد:

لقد أولت الدولة الجزائرية اهتماماً كبيراً بالمشاريع الاستثمارية من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية ونظراً لأهمية الجانب التمويلي فقد سعت لوضع آليات متعددة لدعم تمويل المشاريع الاستثمارية، ومن هذه الآليات إدخال طرق وأنماط تمويلية متخصصة ومتاحة 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 انتهت 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،

وبناءً على ما سبق فإنه ضروري للتعرف على واقع رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال دراسة الجوانب التشريعية والتنظيمية له والهيكل 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 حصة من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحليل أو الخوخصة وقد ركز المشرع على مراحل نمو المؤسسة موضوع التمويل كما حدد كيفيات تخل 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 واحتياطاتها 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 المقترضة في عمليات المساهمة، أما فيما يخص مراقبة النشاط، فإن مؤسسات رأس المال الاستثماري تخضع لرقابة لجنة عمليات البورصة ومراقبتها.

¹ المادة 2 المرسوم التنفيذي رقم 08-56 الصادر في 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 بـ100 مليون دج، هذا بالإضافة إلى القرار الذي يحدد مقاييس الكفاءة والاحترافية لمسيري شركة رأس المال الاستثماري، الصادر في 21 جانفي 2009، وفقاً 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.

ثانياً: 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 رأس المال كل شركة على أقصى تقدير، وهي نسبة قليلة جداً كما لا تغطي كل الأنشطة، بل ينحصر مجالها في الصناعات التحويلية و تخزين المنتجات وصناعة الألبسة

ثالثاً: شروط إنجاح شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

يجب على الدول الجزائرية توفير مجموعة من شروط إنجاح 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 العالمية
- 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 دفعه قوية لنشاط رأس المال المخاطر عن طريق إدخال تعديلات على بعض بنود القانون المتعلق بالضرائب، خاصة

¹ دراجي كريمو، مرجع سابق ذكره ، ص352

فيما يتعلق بالازدواج الضريبي، بالإضافة على إمكانية تخفيض قيمة الرسوم وذلك للنهوض بنشاط رأس المال المخاطر نظراً 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 نسبياً إليها، كما يمكن لكل من البنك والمؤسسات المالية والمستثمرين المستقلين وشركات التأمين وصناديق المعاشات أن تلعب دوراً حيوياً 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 تقترب بجدارة هذا المجال وتحتل فيه موقعًا متميزًا حسب التجارب الدولية المقارنة، كما يجب تقديم تحفيزات تتعلق بطرق الخروج من الاستثمارات، وتمثل هذه التحفيزات أساساً في تعديل شروط القبول في البورصة عن طريق العرض العام على الجمهور والذي يعد الطريقة الأمثل والمفضلة بالنسبة ل المؤسسات رأس المال المخاطر والمستثمرين، ويمكن أن تلعب المؤسسات التعليمية دوراً 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، وإنها تمد لها يد العون وتتابعها في كافة المجالات الفنية والإستراتيجية، وهذا ما نلاحظه في العديد من الدول التي تأوي مؤسسات متطرفة 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 أيضاً تشجيع إنشاء هذه المؤسسات بغض النظر عن جنسية مؤسسيها، ودعم أساليب الشراكة مع مؤسسات رأس المال المخاطر الأجنبية خاصة المالكة للتكنولوجيا العالمية، وكذلك لإنشاء مراكز البحث 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.

ثانياً: 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 أساساً في التحفيزات الجبائية وتلك المتعلقة بطرق الخروج.

¹ بلعيدي عبد الله، سبل دعم رأس المال المخاطر وتطويره، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والادارية، الجلد 4، العدد 4 جوان 2020، ص 86، 87

1- تحفيزات جبائية:¹

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

تم إعفاء الشركات رأس المال المخاطر من دفع الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخيل المتأتية من الأرباح، نواتج توظيف الأموال، نواتج وفوائض قيم التنازل على الأسهم والحقوق. وبالنسبة لبقية حقوق المداخيل فهي تخضع إلى معدل منخفض 5 بالمائة الشركة بالمحافظة على الأموال المستمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن خمس سنوات، تحسب من أول جانفي من السنة المولالية لتاريخ أي اكتتاب أو اقتتاء.

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 الاستثمار

تمثل 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 لمؤسسات صغيرة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل أساسي لحاجات سوق رأس المال المخاطر من خلال إتاحة فرص أكثر للاستثمار والخروج من الاستثمار كما تمنح هذه السوق جملة من المزايا لمؤسسات صغيرة 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 والهيأكل الداعمة لرأس المال المخاطر في الجزائر

إن التمويل برأس المال المخاطر هو تمويل مرتفع المخاطر ومن أجل قيامه بدوره على أكمل وجه بدل أن توفر هيأكل متخصصة تقوم بتوفير مناخ محفز لعمل رأس المال المخاطر ويمكن تصنيف الهيأكل الداعمة لرأس المال المخاطر حسب المهام التي تقوم بها إلى ما يلي¹:

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 (الناشرة 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 طبقاً للفقرة رقم 14 من القانون رقم 14-01 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 ويسيير منه طرف مجلس إدارة يتكون من ممثلي بعض الوزارات وممثل عن الغرفة الجزائرية للتجارة والصناعة ويتتمتع 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 التوسيع فإن حصول هذه المشاريع على التمويل اللازم صعب جداً بل يمكن مستحيلًا في حالة انعدام الضمانات الكافية للحصول على التمويل لذا تقوم بمنح الضمانات الكافية للحصول على التمويل لذا تقوم بمنح الضمانات الالزمة 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 خلال فترة القروض بتعويض البنك حسب نسبة الضمان المتقن عليها مسبقاً وتمثل 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، متبعاً بقطاع مواد بناء بـ 13.83 % ثم قطاع البيوتكنولوجيا والصحة بـ 7.69 %، وهو نفس العدد في الصناعات البلاستيكية، أما صناعة المطاط فقد تمت الموافقة على 6.18 %، إضافة إلى 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 19 أبريل 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 باقتناص تجهيزات المؤسسة أو توسيعها أو تجديدها. هذا يستفيد من ضمان الصندوق القروض المنجزة في قطاع الفلاحة والقروض الخاصة بالنشاطات التجارية وكذا القروض الموجهة للاستهلاك، ويكون رأس مال الصندوق المسموح به من 30 مليار دينار، ويقدر الرأسمال المكتب بـ 20 مليار منها نسبة 60 % على الخزينة ونسبة 40 % على البنوك. وتستفيد من ضمان الصندوق القروض المنوحة 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 تحدها مجلس الإدارة.

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

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

¹ زاري ميمي، مرجع سبق ذكره، ص 84.

ويكون الحد الأقصى لتفعيل 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 والمتمثلة 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 سلباً على نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر من حيث دخول مؤسسات جديدة خاصة، كما أن وضع آليات الخروج من المؤسسات المقاولة 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 المقاولة المملوكة قليلاً يرجع هذا إلى سببين:
 - تجنب هذه المؤسسة للمخاطر؛
 - أو عدم وصول العدد الكافي من طلبات التمويل إليه.
- **غياب التنسيق بين الهيئات المساعدة والمخاطر مؤسسات رأس المال:** يؤكّد المسؤولون عن عملية اقتناص المشاريع وتقييمها لمؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر أنّ أغلب المقاولين الذين يطلبون التمويل يجهلون تماماً كيفية عرض مشاريعهم، مما يعني عدم حصولهم على التوجيه اللازم الذي من المفترض أن تقدمه الهيئات المساعدة؛
- **غياب ثقافة المؤسسة لدى المقاولين الجزائريين:** يجهل أغلب المقاولين الجزائريين للامتناعات المرتبطة بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر والتحفيزات التي تقدمها الحكومة من تسهيلات الحصول على العقار الصناعي، ضمنيات القروض والتقويلات المنوحة بالإضافة إلى الهيئات التي تعمل على توجيه وتكوين المقاولين مما يجعل من إمكانية الاستفادة من هذه التحفيزات محصورة في عدد قليل من المقاولين؛
- **غياب آلية خروج ملائمة:** من أهم محددات نجاح عمليات رأس المال المخاطر هو وجود لآليات ملائمة للخروج تضمن سهولة عملية وتحقق قيمة مضافة، لكن المؤسسات الجزائرية لا تتوفر على خيارات كثيرة للخروج، حيث أن عمليات الخروج تتم عن طريق بيع الحصة من مبادرين أصليين؛

¹ خالد سلطانية، مرجع سبق ذكره، ص.88.

- **غياب آلية 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 المال المخاطر في الجزائر ذكر منها:¹

- **توفير آليات خروج ملائمة:** من أهم محددات دخول رأس المال المخاطر في تمويل منشأ ما، وجود آليات ملائمة للخروج فنياً أو ضعف نشاطه تضطر شركات رأس المال المخاطر إلى التناول ببيع حصصها باعتباره الوسيلة الوحيدة للخروج، مما يضعف موقعها ويخفض عوائدتها. ومن ثم فإن إنشاء أسواق مالية متخصصة في الجزائر لاستقبال الأوراق لمثل هذا النوع من المؤسسات سيشجعها على الاستمرار أكثر فأكثر؛

- **توفير آليات 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 تتکلف 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 متوفرا 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، فمثلاً 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، فضلاً على ذلك فإن هذه الصناديق تعمل على تقديم الإرشاد والتوجيه؛

- **توفير صناديق لتقديم رأس المال الانطلاق:** 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 سلطانية، مرجع سبق ذكره، ص.89.

المبحث الثاني: التجربة الجزائرية لرأس المال المخاطر

بهدف الحديث عن صناعة رأس المال المخاطر الجزائرية، نقوم من خلال هذا البحث عن مختلف متعاملي رأس المال المخاطر في الجزائر، مع عرض بعض المعلومات المتعلقة بنشاطاتهم، وأرقام عن أدائهم، وفي آخر المطاف سنتطرق إلى مقتراحات لتعزيز 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، يعطي نشاطها المشاركة في الأسهم

يتمثل التمويل في مساهمات نقدية في رأس المال المؤسسات عند الإنشاء والتطوير وإعادة الهيكلة.

sofinance تصبح مساحتها فعلياً وتتبع 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 تطويراً واضحاً قيمتها خلال الفترة (2015-2017)².

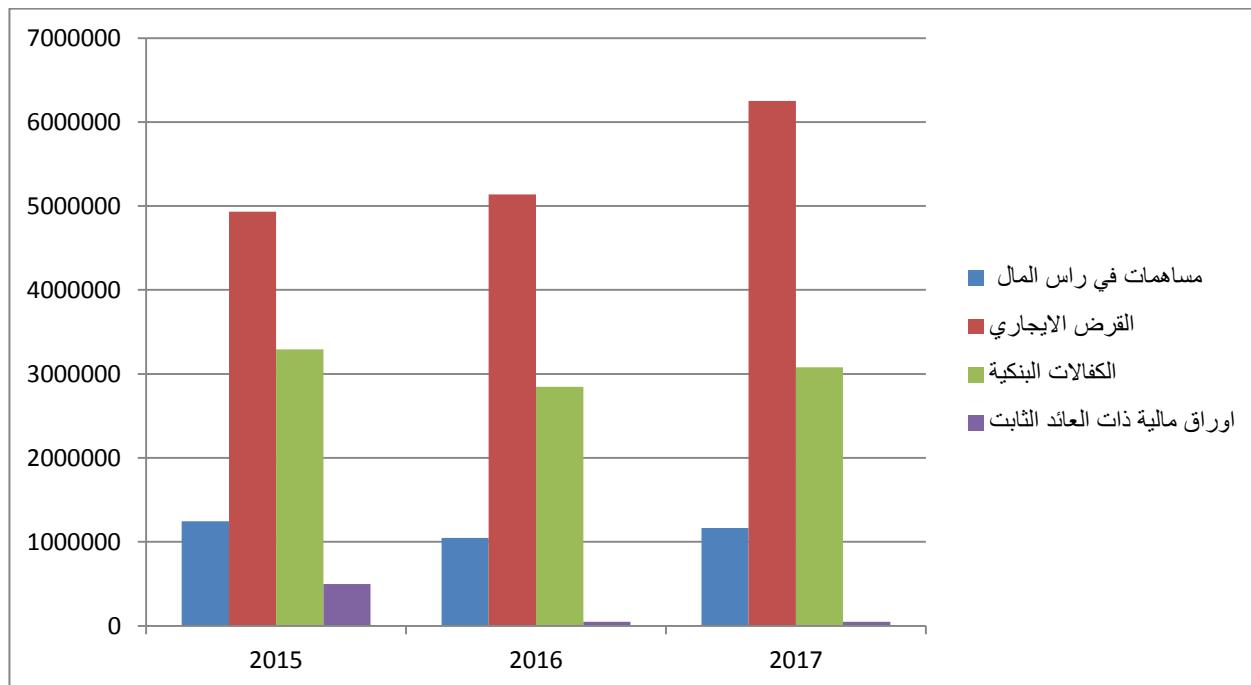
تأسست شركة sofinance بتاريخ 01_09_2001 برأس مال قدره 5 مليار (دج) ومن مهام هذه الشركة المساهمة في إنشاء المؤسسات الجديدة في إطار الاستثمار الأجنبي المباشر، ودعم وتأهيل وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق إرشادها ومساندتها في إعادة هيكلتها المالية والإستراتيجية، وتوفير كل فرص التمويل الملائمة، أما بنسبة تمويلها فهي لا تتعدي 35% من رأس مال الشركة كحد أقصى والشكل المولاي يوضح ذلك³:

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)

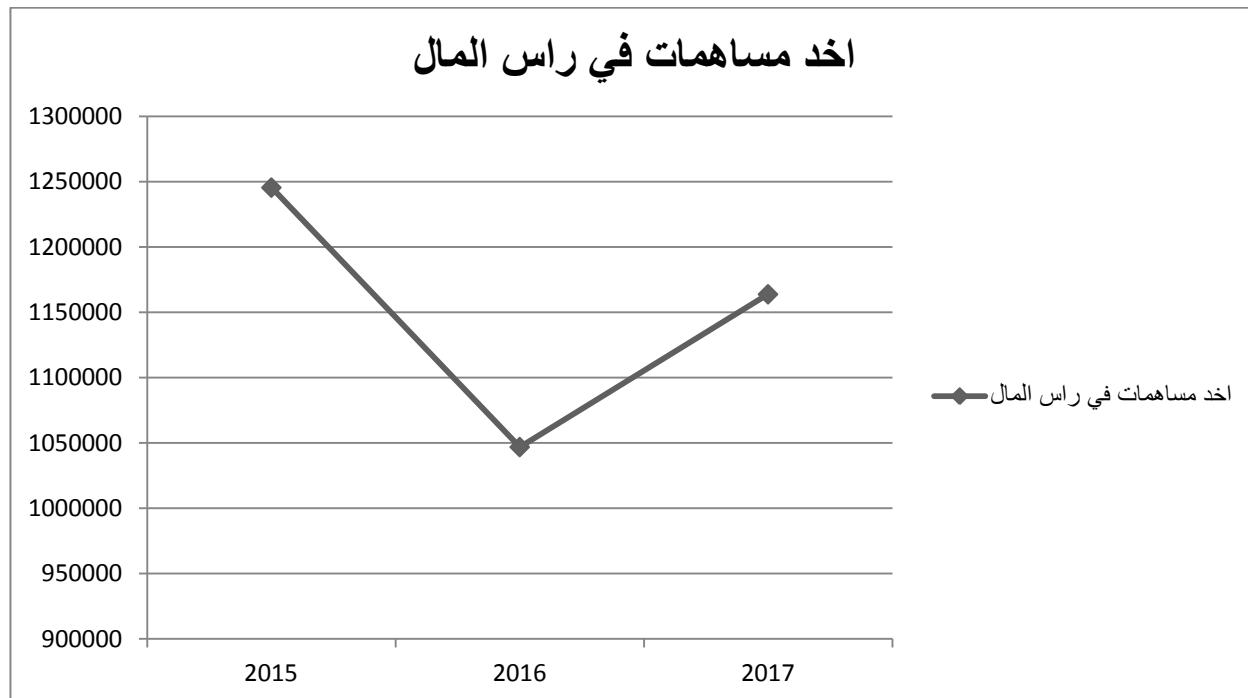


المصدر : www.sofinance.dz

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 وقتاً حتى يمكن هذا الأخير من إنجاز 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 زمناً ليس بالقصير للحصول على الموافقة على إنجاز المشروع.

من ناحية أخرى، فقد لاحظنا خلال فترة الترخيص أن معظم القوانين الطالبين للتمويل يحملون أفكار تنموية 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 مرنة من نظيرتها العمومية.

الشكل رقم 02: المبادل المستثمرة في شكل رأس المال المخاطر على مستوى sofinance مابين 2015-2017.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على معطيات الجدول السابق

تميزت التمويلات المنوحة من طرف المؤسسات المالية في شكل رأس المال المخاطر بالإختلاض 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 الولاية السنة الخاصة بـ Sofinance، والتي تقوم بدور المسير للأموال المعهودة إليها من طرف الخزينة العمومية لمساهمة في زيادة الاستثمارات المحلية وتمويلها بهذه التقنية.

لكن رغم ما تقدمه الصناديق الولاية من حركة على مستوى ولايتها فيما يخص التمويل بالمخاطر، إلا أن هذا لا يكفي لتحسين مستوى هذا الأخير لأن صناديق الاستثمار الولاية 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 مثلا: 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، وبعد 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 المملوكة من طرف شركة sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر يوضح الجدول الموالي التوزيع القطاعي للمؤسسات الصغيرة ومتوسطة المملوكة من طرف شركة sofinance وذلك خلال فترة 2012_2017.

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

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

المصدر: رامي حميد، 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 109-110.

نلاحظ من الجدول أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المملوكة من طرف شركة sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر تتركز في إحدى عشرة ولاية بما فيها مجموعة شقة 19 مؤسسة مملوكة، حيث يوجد النصيب الأكبر منها بولاية 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 يتعذر عدد المؤسسات المملوكة 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 sofiance عشرة منها تتبع القطاع الصناعي وتسعة لقطاع الخدمات بفروعه المختلفة.

-تقييم نشاط شركة sofiance

بالنظر إلى درجة اهتمام الشركات برأس المال المخاطر في الجزائر وبالضبط شركة sofiance فيبدو أن نسبة مساهمتها في التمويل مقارنة بنظيرتها في الدول المتقدمة هي نسبة ضئيلة جداً 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 sofiance

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

المصدر: محمد السبتى، مرجع سابق ذكره: ص 176

الجدول رقم 08: نشاط شركة sofiance

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

نلاحظ النتائج المقدمة بالجدول أعلاه أن كل من صافي الدخل المصرفي ونتيجة الاستغلال في تزايد مستمر وهذا يعني أن نشاط الشركة في توسيع 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 بناءً 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 تتعدي نسبة المساهمة في نفس المشروع 25 من إجمالي الأموال الخاصة للشركة؛
- مدة البقاء في المشروع منحصرة بين 3-5 سنوات؛
- القطاعات التي تساهمن في تمويلها هي الصناعة، البناء، الأشغال العمومية والخدمات.

المطلب الثاني: التجربة الجزائرية لشركة finale

تضمن هذا المطلب كل من نشأة finalep وتعريفها

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 الجزائري الأوروبي بهدف المساهمة في تطوير قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذا أنشأت في 30 جوان 1991 برأسمال 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 زاري ميمي، مرجع سبق ذكره، ص96.

² بلعايد سيف الاسلام النوي، واقع استثمارات شركات رأس المال، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، مجلة أفاق علوم الإدارة والاقتصاد، جامعة الجزائر، 2019، ص130.

³ زاري ميمي، مرجع سبق ذكره، ص90.

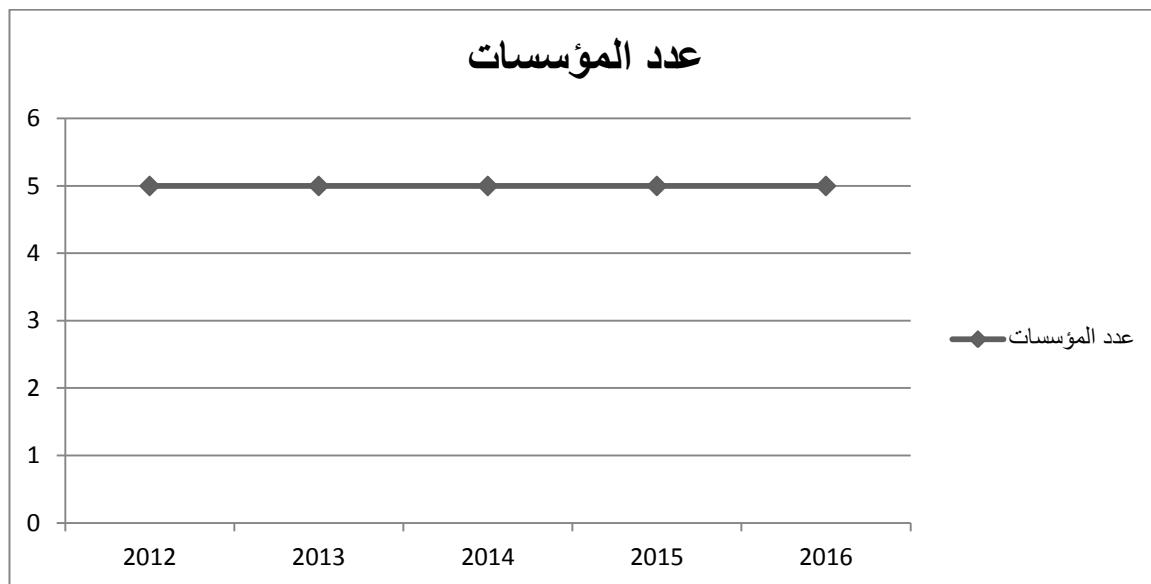
الفرع الثاني: تطور النشاط شركة finalep**الجدول رقم 11: المؤسسات المملوكة من طرف finalep خلال الفترة (1991 2016)**

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

المصدر: من إعداد الطالبيتين

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 لتسعم مؤسسات أخرى إلى غاية سنة 2011، مما جعل محفظتها الاستثمارية تتكون من 10 مؤسسات صغيرة ومتعددة لكن خلال سنين 2004 و2005 قامت الشركة بـ 3 عمليات خروج في 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 مكونة 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

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

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 والمحصص (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 تتغلب 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 ما يقدر بـ(5) ملايين دج معدات الإنتاج، أما الشركتين ELEG و ALSAR فتساهمان في المشروع نقدا.

جدول رقم 14: حسابات النتائج (1000 دج)

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

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)

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

توصيل 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 تتحققها finalep

مصادر ربح المالية الجزائرية الأوروبية للاستثمار تتمثل في:

► الأرباح المحصلة سنوياً المتعلقة بمساهمتها في رأس المال الاجتماعي.

► مكافأة المساهمة بالحسابات الجارية للحسابات.

► القيمة المضافة للتازل على الأسهم.

جدول رقم 16: جدول تقديرى 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 رم 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 أولاً تحديد سهم التازل عن الأسهم التي بحوزتها هذا وفق العلاقة التالية:

$$\text{سهم التازل الكلي} = \text{صافي الأصول} + \text{القيمة المضافة} = \text{رأس المال} + \text{احتياطات} + \text{الأرباح المحتجزة} + \text{القيمة المضافة}$$

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 التازل 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	((90680+2(88829)+3 (90438)/6×500)	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 $(9,500,000+85550000)(4,270,000+22730,000+11,179,000) = 211\%$ 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 لـ ¹finalep

تُخضع عملية تكوين محفظة استثمارية لـ 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: مقتراحات لتفعيل تمويل المؤسسات صغيرة والمتوسطة في الجزائر برأس مال

المخاطر

بالنظر إلى أحداث المشرع الجزائري لمؤسسات المختصة بالتمويل برأس مال المخاطر وجود قدرات مالية تخر بها الجزائر إضافة إلى إمكانيات بشرية مؤهلة لابتكار، وأمام العراقيل السابقة الذكر التي تحول بين الابتكار وتمويله، فإن هناك جملة من المقتراحات التي يمكن أن تفعل الابتكار وإيجاد الطرق الازمة 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؛
- ❖ تثمين الابتكار من خلال الاهتمام بالبحث والتطوير من طرف الجامعات والمعاهد البحثية والمؤسسات الاقتصادية وخلق توأمة بينهما بتعزيز دور التنظيمات العلمية المخولة وتعاون المؤسسات الاقتصادية في هذا المجال؛
- ❖ إيجاد حوافز لابتكار من خلال الجوائز والمسابقات والرعاية؛
- ❖ تعزيز دور الحاضنات التكنولوجية والأعمال كحاضنة سيدتي 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 المملوكة في كل المراحل (ما قبل إنشاء الانطلاق، التوسيع)، التركيز 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 حديثا، حيث حاولت الدولة الجزائرية بعث نشاط تمويلي حيث بغرض توفير الدعم اللازم للمشاريع الاستثمارية إذ قامت بإنشاء أول مؤسسة رأس المال المخاطر هي "الشركة المالية الجزائرية الأوروبية" (FINALEP) سنة 1991 والتي أُسست 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 عائقا 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 لتشجع 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 التسبيري 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 بدءاً ببريطانيا، ثم انتشر بعد ذلك ليظهر في باقي دول العالم بدرجات متباينة من التطور.

أخذ هذا النمط التمويلي يحضى باهتمام متزايد، خاصة من طرف الجهات الرسمية، باعتباره بديلاً تمويلياً يستجيب للحاجات التمويلية للمشاريع الناشئة.

وقد طورت انطلاقاً 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 دورياً وتحقيق قيمة مضافة عند الخروج ببيع الحصة المشترية.

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

يمكن القول أن مؤسسات رأس المال المخاطر تعتبر إحدى قنوات التمويل المهمة في العصر الحديث، نظراً لما تقوم به من دور حيوي في تقديم الدعم المالي والتقني للمؤسسات الاقتصادية التي تعمل في مجالات استثمارية عالية المخاطر أولاً في تحقيق أرباح رأسمالية ذات معدل مرتفع في الأجلين المتوسط والطويل، وعلى الرغم من استعمال هذه التقنية في الجزائر ليس واسعاً جداً لحد الساعة، إلا أن تفعيلها بالشكل الملائم يمكن أن يكون له الأثر الكبير في المساعدة في دفع الاقتصاد لاسيما من خلال تشجيع المؤسسات المنتجة لمختلف السلع والخدمات، لكن أولاً يجب توفير المناخ الملائم لهذه التقنية لتوسيع 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 واسعاً جداً 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 ومرافقنة نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ،كما انه يساهم في خلق مناصب الشغل وزيادة النمو الاقتصادي في الدولة، وبعد تحليينا الواقع 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 وهياكل الدعم والمرافقنة إنشائهما الدولة في هذا المجال وعلى الدولة بذل المزيد من الجهد لترقية هذه المؤسسات من خلال اتخاذ تدابير لتعزيز حماية حقوق الملكية والفكرية وبراءات الاختراع، تكوين إطاراً مختصاً 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 النقصان التي تتطلب إدخال تحسينات عده، ولعل ذلك سيأتي مع الممارسة التي ستظهر النقصان الواجب معالجتها.
- العمل على إنشاء صناديق عمومية يتم توظيف أموالها في نشاط رأس المال المخاطر ، وتكون موجهة لتمويل المراحل المبكرة جدا التي لا يحظى 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 تثمين 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 إعطائهما بالتقاوض مع السلطات العمومية من خلال تفاوض أقوى.

4_آفاق الدراسة:

- وضع التجربة الجزائرية تحت المجهر وتحليل الممارسات أكثر فتحليل معيار اقتداء مشاريع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإشكالية الدخول على مستوى الشركات.
- إظهار دور رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الإبتكارية.
- 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 سنة 2004.
- 2- جهاد همام، إدارة الاستثمار - الإطار النظري والتطبيقات العملية - دار المجد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2016.
- 3- زاهدة سواد، **محاسبة المنشآت العامة والخاصة**، الطبعة الأولى، سنة 2011م/1432هـ، دار النشر الراية.
- 4- عبد الله جوهر، **الإدارة في الشركات والمؤسسات (القيادة-التسويق-العمل و إدارة القوة العاملة-الحكومة)**، الاسكندرية، دار النشر مؤسسة شباب الجامعة.
- 5- فيصل محمود الشواورة، **مبادئ الإدارة المالية** ، إطار نظري ومحنوى علمي(ال تقويل- الاستثمار-التخطيط-التحليل المالي)، جامعة مؤتة، دار النشر المسيرة، الطبعة الأولى 2013.
- 6- كارل ماركس، **نقد الاقتصاد السياسي**، ترجمة محمد عيتاني.

► الأطروحات والمذكرات:

- 7- أويعزيز ليلة، موسى مريم، **دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية الاقتصادية في الجزائر**-دراسة حالة تيفاري بتizi وزو - مذكرة لنيل شهادة ماستر، بتizi 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 كديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، اطروحة لنيل شهادة ماستر ، جامعة ورقلة، سنة 2013-2014.
- 10- خالد سلطانية، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة شركة SOFINANNCE الجزائر - ، مذكرة لنيل شهادة ماستر علوم الاقتصادية، تخصص محمد بسكرة-سنة 2015/2018.
- 11- زاري ميمي، دور رأس المال المخاطر في دعم المشاريع الاستثمارية-دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب- مذكرة لنيل شهادة ماستر، جامعة أم البوachi، 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 طحي، دور البائع الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة – لحالة الجزائر- ، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة العربي بن المهيدي أم البوقي، الجزائر، 2013-2014.
- 14- عبيش 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 الاوروبية للمساهمة ، مذكرة لنيل شهادة ماجستير جامعة منتوري- بقسنطينة، سنة 2008/ 2009.
- 16- نسيبة حسني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مذكرة لنيل شهادة ماستر ، جامعة أم البوقي، سنة 2012-2013.
- المجالات العلمية:
- 17- بربيش 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- بلعيدي عبد الله، سبل دعم رأس المال المخاطر وتطويره، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والادارية، 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، بربيش عبد القادر ، رأس المال المخاطر كمدخل لتدعم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة شمال إفريقيا، العدد 09، سنة 2018.
- 22- عابد نصيرة، بربيش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعم التمويل الاستثماري في الجزائري، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 19، سنة 2018.
- 23- علي سماعي، ليلى 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 طيبان ، المقاولية 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 البحث الاقتصادي 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 sofinance - مجلة اقتصadiات 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 56-08 الصادر 11 فيفري 2008 والمتصل بشروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري.

32- نص المادة 416 من القانون رقم 88-14 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.

► الواقع الالكتروني:

34-WWW.SOFINANCE.DZ

35- جمال ادروج دور شركات رأس المال المخاطر في تحسين المؤسسات المملوكة
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 والأمثل 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 Valeur actuel. وقد خلصت نتائج الدراسة من خلال حساب القيمة الحالية الصافي VAN finalep (Nette) أن رأس المال المخاطر في شركة Sofinance ضئيلة حيث لا تتعدي 11% فهي تتركز على القرض الإيجاري والاستثمار في الأوراق المالية ذات عائد أما شركة finalep فهي الأخرى نشاطها ضعيف جداً 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 valuevanValeur 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
