



الموضوع

دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات
الصغيرة و المتوسطة
دراسة حالة شركة SOFINANCE الجزائرية
الفترة : 2015 – 2018

مذكورة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي و بنكي

الإستاذ المشرف :

محمد عدنان بن الضيف

إعداد الطالب:

خالد سلاطنية

إهداء

الحمد لله الذي أعاننا وأكرمنا بالتقوى ، جئت ابحث عن كلمة ظننتها توفي حق الذين أعطوني الحياة والأمل، الدافع والقوة، إلى أناس كانوا السر في وجودي . نهدي هذا العمل المتواضع الى كل من ساهم من قريب او بعيد ، وساعدنا بتوصياته و ارائه وتشجيعاته ...

إلى روعي ابي ركيزة طفولتي ومصدر إلهاميرحمه الله و اسكنه فسيح جنانه
إلى سندي في الحياة أمي الغالية والحبيبة واعز الناس على قلبي، إلى ام اولادي و ابنائي محمود وتسليم
حفضهم الله و رعاعهم الى جميع افراد عائلتي

الى اختي الصغيرة مريم التي ساعدتني في كتابة البحث

إلجميع زملائي في العمل ومساعداتهم و نصائحهم .

إلى من جعلتهم أيام الدراسة إخوة لي زميلاتي وزملائي كل باسمه .

إلى كل من ساعدني في انجاز هذا العمل ، إلى كل من ساهم قلبي ولكن قلبي لم ينساهم .

الى روعي شهدائنا الابرار، الى روح الارض الطيبة الجزائر بلدنا العزيز حفصها الله من الاعداء

الى كل محبي العلم والمعرفة .

شكر و عرفان

الحمد لله رب العالمين ، الصلاة والسلام على اشرف المرسلين ، سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم وعلى اله وصحبه اجمعين ، ومن تبعهم بإحسان الى يوم الدين ، اما بعد :

اولا نحمد الله حمدا كثيرا على توفيقه لنا في انجاز هذا البحث ، وما كنا لنوفق لولا توفيق الله ، وعملا بقوله عليه ازكى الصلاة والسلام : (من استعان منكم بالله فأعينوه، ومن سألكم بالله فأعطوه ، ومن دعاكم فاستجيبوا له ، ومن صنع اليكم معروفا فكافئوه ، فان لم تجدوا ما تكافئوه فأدعوا له حتى تروا انكم قد كافأتموه). وان كان لا بد من الشكر ، فإننا لا نبالغ ان قلنا اننا الكلمات لا تكفي مهما ثقلت معانيها ، فمن باب العرفان بالفضل نتقدم بالشكر للأخ الأستاذ : محمد عدنان بن الضيف لتوجيهه لعملنا بإكليل من النصح والارشادات ، فكان لنا خير معين وسند في انجاز هذا البحث.

كما لا يفوتنا ان نتوجه بالتحية والشكر الى :

- جميع الاساتذة الذين ساهموا في مشوارنا الدراسي ، بارك الله فيهم، ووفقهم الله الى ما يصبون اليه، والى جميع من ساهم في تلقيننا في جميع اطوار الدراسة.

- وأيضا نتقدم بشكرنا الى السيد : باجو إطار بشركة sofinance العاصمة الذي أفادنا بمعلومات قيمة جزاه الله خيرا .

- كما لا تفوتنا الفرصة لنقدم تحيتنا الخالصة لكل من ساهم من قريب او بعيد في هذا العمل .

الملخص

الملخص :

حاولت هذه الدراسة الى تبيان دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر ، باعتباره من السبل المستخدمة التي تستخدمها مؤسسات راس المال المخاطر بمد هذا النوع من المؤسسات بالاموال و الخبرة في ادارة و تنظيم اعمالها ، و ذلك من خلال دمج اموال مؤسسات راس المال المخاطر مع اموال المؤسسات الممولة و بما يحقق لها تمويل محفز و ارباح معتبرة ، و قصد معرفة ماهية هذا الدور فقد تم تسليط الضوء على عدة تجارب عالمية ناجحة كالولايات المتحدة الامريكية ، كندا و النموذج الاسلامي عموما ، والتي تعتبر كنماذج يحتدى بها في هذا الاطار ، و التي استطاعت تجسيد هذه بفاعلية ونجاح على ارض الواقع ماجعل بعض الدول تسعى الى الاخذ به و تقليده كالجزائر .

الكلمات الافتتاحية : راس المال المخاطر ، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، تجربة الجزائر ، تجارب عالمية.

Abstract :

This study aims at identifying what role venture capital can play in financing small and medium-sized enterprises, as one of the latest alternatives used by financial institution to provide these enterprises with funds and expertise to manage and organize their activities . This is made possible by integrating funds of venture capital with in money –funded institution, which is likely to ensure incentive funding and large profits .

And in order to gain more insights , we are examined more successful experience in the world , like usa , canada and islamic type which proved highly successful in the field and encouraged countries like algeria .

Key words : venture capital, small and medium-sized enterprises funding, algerian type , experiences and type in word.

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
	الفصل الاول :الاطار النظري لرأس المال المخاطر
3	المبحث الأول: ماهية رأس المال المخاطر
3	المطلب الأول: نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر
3	الفرع الاول :نشأة رأس المال المخاطر
4	الفرع الثاني : مفهوم رأس المال المخاطر
5	المطلب الثاني: مصادر وخصائص رأس المال المخاطر
5	الفرع الاول :مصادر رأس المال المخاطر
7	الفرع الثاني : خصائص رأس المال المخاطر
8	المطلب الثالث أهمية أهمية رأس المال المخاطر والأطراف المتدخلة فيه
8	الفرع الاول : أهمية رأس المال المخاطر
9	الفرع الثاني :الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر
10	المبحث الثاني: شركات رأس المال المخاطر وعلاقتها بالمؤسسات الممولة
10	المطلب الاول : مفهوم شركات رأس المال المخاطر وتركيبها القانونية
10	الفرع الاول : مفهوم شركات رأس المال المخاطر
11	الفرع الثاني :التركيب القانوني لشركات رأس المال المخاطر
13	المطلب الثاني: تأسيس شركات رأس المال المخاطر والرقابة على إنشائها
13	الفرع الاول : تأسيس شركات رأس المال المخاطر
13	الفرع الثاني :الرقابة على انشاء شركات رأس المال المخاطر
15	المطلب الثالث: علاقة شركات رأس المال المخاطر بالمؤسسات الممولة وأهم المخاطر التي تواجهها
15	الفرع الاول :علاقة شركات رأس المال المخاطر بالمؤسسات الممولة
16	الفرع الثاني :اهم المخاطر التي تواجهها المؤسسات الممولة
18	المبحث الثالث: عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر
18	المطلب الأول: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر و الرقابة عليها
18	الفرع الأول : مراحل الإستثمار عن طريق رأس المال المخاطر
19	الفرع الثاني: الرقابة في عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وأهميتها
22	المطلب الثاني: عملية الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

22	الفرع الأول: طرق الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر
22	الفرع الثاني: عوامل المؤثرة على إختيار طريقة الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر
الفصل الثاني: التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة	
28	المبحث الأول ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
28	المطلب الأول: مفهوم المؤسسة
28	الفرع الأول: تعريف وتصنيف المؤسسة
30	الفرع الثاني: خصائص ووظائف المؤسسة
32	الفرع الثالث: أهداف المؤسسة والفرق بين المؤسسة والشركة
34	المطلب الثاني: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
34	الفرع الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (النشأة، المفهوم ، الخصائص)
45	الفرع الثاني: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهم المشاكل التي تعرقل تمويلها
48	المبحث الثاني : ماهية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة
48	المطلب الاول : مفهوم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
48	الفرع الأول: مفهوم التمويل، خصوصياته في المؤسسة الصغيرة والمتوسطة
50	الفرع الثاني: الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها
59	الفرع الثالث: خصائص وأهمية التمويل
60	المطلب الثاني: مفهوم التمويل عن طريق رأس المال المخاطر
60	الفرع الأول: أسباب أهمية ومراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر
63	الفرع الثاني: الخصائص، الإشكالات والخطوات للتمويل عن طريق رأس المال المخاطر
67	الفرع الثالث: طرق، مزايا وعيوب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر
الفصل الثالث : الاطار الميداني لرأس المال المخاطر لدول العالم و الجزائر	
73	المبحث الأول: تجارب تمويلية عالمية عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة المتوسطة.
73	المطلب الأول: التجربة التمويلية الأمريكية عن طريق رأس المال المخاطر
73	الفرع الأول: ظهور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية وعوامل نجاح صناعته
76	الفرع الثاني: طرق الخروج من استثمارات وأداء رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية
79	المطلب الثاني: التجربة التمويلية الكندية عن طريق رأس المال المخاطر
80	الفرع الأول: تنظيم سوق رأس المال المخاطر والسياسات الحكومية الرامية إلى تنشيطه.
82	الفرع الثاني: قياس أداء السوق الكندي لرأس المال المخاطر في تطوير الاستثمارات البريد وأهم الاستثمارات في كندا

83	المطلب الثالث: النموذج الإسلامي للتمويل عن طريق رأس المال المخاطر
87	المبحث الثاني: التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتجربة الجزائرية
87	المطلب الأول: الإطار القانوني والتنظيمي والمالي لسوق رأس المال المخاطر في الجزائر
87	الفرع الأول: مفهوم رأس المال المخاطر في الجزائر
91	الفرع الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر
96	الفرع الثالث: سوق رأس المال المخاطر في الجزائر
99	المطلب الثاني: التجربة الجزائرية لرأس المال المخاطر –تجربة sofinance-
99	الفرع الأول: تقديم شركة رأس المال المخاطر sofinance
102	الفرع الثاني: مسار التمويل عن طريق رأس المال المخاطر و ممارساته في sofinance
107	الفرع الثالث: تقييم نشاط و خدمات sofinance

قائمة الجداول

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
24	العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الخروج من الاستثمار	01
33	الفرق بين المؤسسة و الشركة	02
41	تعريف المؤسسات الصغيرة و الصغيرة جدا في اليابان	03
43	تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق المشروع الجزائري	04
74	أكبر خمس شركات عالمية من حيث القيمة السوقية	05
81	مختلف السياسات الحكومة الكندية لدعم سوق رأس المال المخاطر	06
97	طبيعة الطالبين لبراءات الاختراع لسنة 2010	07
102	ملخص للإستثمارات في الأسهم القائمة إلى غاية 2018/12/31	08
108	تقييم نشاط Sofinance من 2015 إلى 2017 (en K DA)	09
109	يبين مشاريع الممولة من طرف Sofinance حسب النشاط وطبيعة التمويل	10
110	تقييم خدمات Sofinance خلال الفترة 2015-2017 (en K Da)	11
111	تحليل تطور ميزانية Sofinance خلال الفترة 2014-2016	12

قائمة الاشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
63	مخطط مراحل التمويل برأس المال المخاطر	01
75	النظام البيئي المقاولاتي في الولايات المتحدة الأمريكية	02
77	وضعية العرض العام على الجمهور في الو.م.أ خلال الفترة 2004-2016	03
78	وضعية سوق الاندماج والاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2004، 2016	04
80	السوق الكندية لتمويل لمؤسسات الناشئة	05
83	سيولة رأس المال المخاطر الإجمالية في كندا للفترة (2001-2010) (الوحدة مليار دولار كندي)	06
86	تطبيق العقود الإسلامية في إطار رأس المال المخاطر	07
98	عدد براءات الاختراع المسجلة في الجزائر 1988-2007	08
105	استثمارات الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف	09
106	المبالغ المستمرة في شكل رأس مال مخاطر على مستوى Sofinance ما بين 2007-2014	10
108	تمثيل بياني لمعطيات الجدول رقم (05) تقييم نشاط Sofinance	11
111	تمثيل بياني لمعطيات الجدول رقم 11	12
112	تمثيل بياني لمعطيات الجدول رقم (09) لتطور ميزانية Sofinance من 2015 إلى 2017	13

مقدمة

تشكل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مساهم من المساهم في دفع النمو الاقتصادي كونها تؤدي دورا هاما في تحفيز و استدامة التنمية الاقتصادية و الاجتماعية ، و ذلك باعتبارها محركات استثمارية رائدة تتمتع بمرونة عالية و ديناميكية كبيرة ، إضافة إلى الإمكانيات الهائلة التي تملكها هذه المؤسسات في إنتاج الثروات و خلق فرص الشغل ، زيادة الصادرات و استيعاب التكنولوجيا المتجددة ، لذا أصبح الاتجاه السائد اليوم بين دول العالم سواء المتقدمة أو النامية هو تحسين المناخ الاستثماري لهذه المؤسسات و تشجيع العمل على إيجاد جميع الأطر و المتطلبات لنجاحها و الارتقاء بها من جهة و توفير التمويل اللازم لها من جهة أخرى ، الأمر الذي جعلها تكتسي أهمية بالغة على الصعيدين المحلي و الدولي

ويعتبر التمويل هو العائق الأساسي المحدد لبقاء و تطور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لذلك حظيت مسألة تمويل هذه المؤسسات في الدول المتقدمة بالأولوية ضمن مختلف الإستراتيجيات المرصدة للتنمية ، و ذلك بفضل تنوع الخدمات التمويلية المتاحة بسوق الأموال و إبتكار استخدام تقنيات حديثة على مستوى البنوك بما يمكنها من التحكم في المخاطر و التكاليف و من ثم التوجه نحو خدمة هذا القطاع ، في حين نجد مثيلا لها في الدول النامية عامة و الجزائر خاصة لا زالت تعترضها صعوبات عديدة عند محاولة حصولها على مصادر التمويل الضرورية .

ومن بين الآليات التمويلية المستحدثة نجد رأس المال المخاطر الذي يعتبر مصدرا و أداة تمويلية مهمة توفر الغطاء التمويلي اللازم للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة أو الناشئة أو المتعثرة الواعدة بالنمو ذات المخاطر المرتفعة ، و تقوم من خلال المشاركة في المشروعات بتقديم المساندة المالية أو الفنية أو الإدارية حتى إذا ما تم تغلب المشروع على أسباب التعثر و أصبح يحقق عوائد مرتفعة، تقوم الشركة ببيع نصيبها محققة ربحا يتناسب مع درجة المخاطرة التي تعرضت لها.

1- إشكالية الدراسة

الجزائر كمثيلا لها من الدول التي سعت و منذ الاستقلال الى دفع عجلة النمو و تحقيق تنمية متوازنة بإعطاء الأولوية للمؤسسات الكبرى في إطار استراتيجيات الصناعات المصنعة و أقطاب النمو ، تم التوصل الى إعادة النظر في أسلوب التنمية وذلك من خلال الاهتمام بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة خاصة بعد تطور هذه المؤسسات بعد أزمة الثمانينات التي عرفه الاقتصاد الوطني و نجحها في معظم دول العالم .

إذا كان التمويل برأس المال المخاطر من الأساليب الحديثة المطبقة في الجزائر في بداية التسعينات لتمويل هذا النوع من المؤسسات ، وإنطلاقا من هنا فإن الإشكالية التي يمكن طرحها في هذا المجال تتمحور حول تساؤل رئيسي و هو :

- فيما يتمثل دور تقنية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر من خلال

تجربة sofiance ؟

يندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي عدة أسئلة فرعية منها :

- كيف يتم تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر ؟
- ماهو حجم مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر ؟
- ما هي سبل دعم مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر ؟

2- فرضيات الدراسة

الفرضية الاولى : يعتبر راس المال المخاطر من أهم الوسائل الكفيلة لمساعدة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ماليا .

الفرضية الثانية : يقوم راس المال المخاطر فقط بتقديم الأموال اللازمة لتمويل العمليات الإنتاجية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

الفرضية الثالثة : التمويل براس المال المخاطر جد محدود في الجزائر، وهذا راجع لعدة عوامل أهمها قلة الشركات المختصة في هذا المجال ، و غياب آليات الخروج المناسب من المشاريع التي تم تمويلها

الفرضية الرابعة : يختص التمويل برأس المال المخاطر مشاريع مؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي لا يتم تمويلها من قبل البنوك و الاسواق المالية لعدم توفرها على الشروط اللازمة

3- أهداف الدراسة

تتمثل أهداف الدراسة في النقاط التالية :

- التعرف على النمط التمويلي الجديد المسمى رأس المال المخاطر و إبراز دوره في تمويل المشاريع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من أجل الاعتماد عليها للنهوض بالجانب التكنولوجي و الابتكار و الإبداع في جميع النواحي وتنمية المؤسسات
- إبراز الاختلاف بين رأس المال المخاطر و التمويلات الأخرى
- عرض تجارب بعض الدول في العالم و في الجزائر .
- الخروج باقتراحات حول كيفية الاستفادة بطريقة مثلى و نموذجية من هذه التقنية .

4- أهمية الدراسة

تتمثل أهمية الموضوع في الأهمية العلمية و الأهمية العملية

- أ-الأهمية العلمية :** تتجلى من خلال اهتمام الباحثين وعلماء المالية في دراسة موضوع التمويل و آلياته و اساليبه الحديثة من اجل تلبية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف و في الوقت المناسب من حياة المشروع الاستثماري .
- ب- الأهمية العملية** تتجلى الأهمية العلمية للموضوع من خلال الأهمية التي تمثلها المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و دورها في تطوير الاقتصاد و توفير مناصب الشغل كما تظهر الأهمية في التمويل الحديث بصفة عامة و التمويل براس المال المخاطر بصفة خاصة وهو موضوع بحثنا و الذي يتمثل في توفير التمويل للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة دون ضمانات كما هو الحال بالنسبة للتمويل البنكي الذي يعتمد على القروض .

5-أسباب اختيار الموضوع

إن من أسباب اختيار الموضوع أسباب ذاتية و أخرى موضوعية

- أ- أسباب ذاتية :** كون هذا الموضوع قريب جدا من اختصاصي العلمي و الدراسي و التعرف أكثر على هذه التقنية الجديدة و الخاصة بالتمويل برأس المال المخاطر الخاصة بالمؤسسات الابتكارية الناشئة تحمل أفكار مشاريع ابتكاره .
- ب- الأسباب الموضوعية :** تبيين دور رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع بالجزائر و خاصة بعد تجربة التمويل بالقروض البنكية في إطار هيئات الدعم المختلفة .وكذلك لتشابه هذا النمط بالتمويل الإسلامي .

6- صعوبات الدراسة

تتمثل أهم الصعوبات التي واجهتنا في إنجاز هذا العمل :

- قلة المراجع حول الموضوع في مكتبة الجامعة
- عدم رغبة مسؤولي مؤسسات راس المال المخاطر بمدنا بالمعلومات وتلقينا تبريرات بسرية المعلومات و خصوصيتها ماعدا مندوبية شركة sofinance الجزائر العاصمة التي ارسلت لنا وثيقتن عبر البريد الالكتروني بعد ارسال طلبنا وهي مشكورة ، وبالرغم من هذه الصعوبات استطعنا بحمد الله إنجاز هذا العمل .

7- منهج الدراسة

من اجل الإمام و الإحاطة بمختلف جوانب موضوع الدراسة و الإجابة على الإشكالية الرئيسية المطروحة تم الاعتماد على :

- **المنهج الوصفي** : في التعريف بالمتغيرين و هما رأس المال المخاطر و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عموما وفي الجزائر خصوصا
- **المنهج التحليلي** : لتوضيح دور ، أداء و فاعلية المتغيرين محل الدراسة وكذا في دراسة الحالة وهي توضيح دور تقنية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر .

08-الدراسات السابقة :

يعتبرموضوع التمويل براس المال المخاطر من المواضيع التي لقيت اهتماما كبيرا من الباحثين خاصة في الدول المتقدمة التي نجحت في هذا المجال و موضوع بحثنا هذا تميز بتعدد الدراسات التي تناولته من زوايا مختلفة ، سنحاول عرض اهم هذه الدراسات التي لها علاقة بموضوع بحثنا :

الدراسة الاولى : دراسة محمد براق و بن زواي محمد الشريف ، راس المال المخاطر تجارب و نماذج عالمية ، الطبعة الاولى ، المكتب الجامعي الحديث.

قدمت مجموعة من التجارب العالمية التي نجحت حكوماتها في هندسة سوق راس المال المخاطر من خلال محاكاة التجربة الامريكية التي قاد نجاحها قوى السوق ثم تطرقت الدراسة الى التجربة الجزائرية من خلال تحليل كيفية تنظيم سوق راس المال المخاطر فيها ، مقترحة في الاخير نمودجا عاما للتقنية يمكن تطبيقه في الجزائر .

وتختلف دراستنا على هذه الدراسة من خلال تقديم نمودج من الشركات التي تمارس مهنة راس المخاطر في الجزائر و هي شركة sofinance في لبداية حاولنا تقديم الشركة ، مسارها التمويلي، ممارساتها وتقييم نشاطها و خدماتها .

الدراسة الثانية : دراسة نبيل قدورة و حمزة العرابي ، التمويل براس المال المخاطر و اهم تجاربه في بعض دول العالم ، مجلة الدراسات المالية و المحاسبية و الادارة ، العدد07، جوان 2017.

قدمت مجموعة من التجارب العالمية لدول متقدمة كالولايات المتحدة الامريكية وفرنسا و المملكة المتحدة ودول نامية كالجزائر وتونس ، قدمت الداسة تعريف بالنمط التمويلي لراس المال المخاطر و مقارنته بالانماط التمويلية الاخرى لابرز خصائصه ، وقد توصلت الدراسة الى ان التجربة الجزائرية في راس المال المخاطر تعد جد متواضعة وتحتاج لجهود لتذليل العقبات.و تختلف دراستنا في النماذج المدروسة وهي الولايات المتحدة ، كندا و النموذج الاسلامي وتتشابه في النتائج المتوصل اليها.

الدراسة الثالثة : دراسة احلام بوقفة ، مقال تحت عنوان : واقع نشاط راس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمار ،المساهمة و التوظيف ،جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة،مجلة البحوث الاقتصادية و التجارة و المالية ،المجلة الرابعة العدد الأول ،جوان 2017.

قامت بدراسة تحليلية للتمويلات المقدمة في شكل راس مال مخاطر على مستوى الشركة المالية لاستثمارات،المساهمة و التوظيف Sofinance -الجزائر- وقد توصلت الى نتيجة ان التمويل براس المال المخاطر على مستوى سوفينانس يعتبر نشاط ثانوي ، بعد قرض الإيجار ، يمارس على أساس انه عملية اخذ مساهمة في راس مال مشروع استثماري ، ينتهي ببيع هذه المساهمة لصاحب المشروع الممول بعد فترة معينة متفق عليها.وتختلف دراستنا عن هذه الدراسة من خلال دراسة وتحليل مسار التمويل عن طريق راس المال المخاطر في Sofinance و دراسة تطور نشاط راس المال المخاطر فيها من 2007 الى 2014 وكذا المبالغ المستثمرة فيه في نفس الفترة وكذا تقييم نشاطها من 2015 الى 2017.

الدراسة الرابعة : دراسة خليفة وفاء مقال بجامعة الجزائر سنة 2015 و تطرقت الباحثة بتقديم وصف لتقنية راس المال المخاطر و مقارنتها بالتمويل البنكي و العلاقة بين التمويلين حيث توصلت الى ان المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تواجه صعوبات حين تلجا للتمويل البنكي نظرا للقيود المفروضة و اهمها الضمانات مما يضطرها الى اللجوء الى البديل الافضل و هو راس المال المخاطر الذي اساسه المشاركة في الربح و الخسارة . وتختلف دراستنا عن هذه الدراسة في وصفنا راس المال المخاطر و شركاته و اخترنا كنموذج للدراسة شركة Sofinance من اجل توضيح دور راس المال المخاطر في الجزائر.

09 - هيكل البحث :

بما توفر لدينا من معلومات و مراجع حاولنا الإمام بأهم الجوانب المفيدة لهذا الموضوع مقسمين بحثنا الى ثلاث فصول ، وكان هيكل البحث كمايلي :

- مقدمة : و التي كان فيه الإشكالية ، الفرضيات ، الأهمية ، الأهداف و الدراسات السابقة.

- الفصل الأول :الإطار النظري لراس المال المخاطر

تطرقنا الى التعريف بتقنية راس المال المخاطر، شركاته و عملية الاستثمار عن طريقه.

- الفصل الثاني :التمويل عن طريق راس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تطرقنا فيه بعرض المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وكذا تمويلها عن طريق راس المال المخاطر

- الفصل الثالث :الإطار الميداني لراس المال المخاطر في دول العالم و الجزائر

تطرقنا في هذا الفصل الى بعض التجارب التمويلية الناجحة في العالم ثم التجربة الجزائرية في مؤسسة Sofinance

- خاتمة : و التي سيكون فيها نتائج اختبار الفرضيات و نتائج البحث و الاقتراحات المقدمة و كذا افاق بحثية

الفصل الأول

الاطار النظري لراس المال المخاطر

تمهيد:

يعتبر مشكل التمويل من أهم المشاكل التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية سواء في مرحلة الإنشاء أو النشاط الاستثماري خاصة في ظل محدودية النظام الائتماني للبنوك التجارية، الذي أصبح لا يتوافق مع إحتياجات المؤسسات بالرغم من قلة وبساطة حجم رأس مالها في بعض الأحيان كالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثلا وهذا بسبب ثقل عنصر الضمانات المطلوبة، وإرتفاع التكلفة وضعف الوضعية المالية للمؤسسات، لهذا بات من الضروري البحث عن المصادر التمويلية الحديثة تتماشى مع إحتياجات هذه المؤسسات ومن بين المصادر المستحدثة نجد التمويل بالرأس المال المخاطر الذي سوف نتطرق إليه في هذا الفصل.

وعليه فقد سنقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول: ماهية رأس المال المخاطر والذي سنتطرق فيه إلى نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر، مصادر وخصائص رأس المال المخاطر ودوره والأطراف المتدخلة فيه.

المبحث الثاني: شركات رأس المال المخاطر وعلاقتها بالمؤسسات الممولة والذي سنتطرق فيه إلى مفهوم شركات رأس المال المخاطر وتركيباتها القانونية، تأسيس شركات رأس المال المخاطر والرقابة على إنشائها وعلاقة شركات رأس المال المخاطر بالمؤسسات الممولة وأهم المخاطر التي تواجهها.

المبحث الثالث: عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر و الذي سنتطرق فيه إلى 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.

المبحث الأول: ماهية رأس المال المخاطر

عند تسليط الضوء على الأدبيات النظرية التي تناولت دراسة رأس المال المخاطر نجد أنها في مجملها تتفق بأنها آلية تمويل التي غالباً ما تمتاز بدرجة عالية من المخاطر وتمتلك ضمانات من الحصول على التمويل البنكي، لذا سنقوم في هذا المبحث بتوضيح تقنية رأس المال المخاطر أكثر بالتطرق إلى مطلب أول: النشأة والمفهوم، مطلب ثاني: مصادر وخصائص رأس المال المخاطر ومطلب ثالث: دور رأس المال المخاطر والأطراف المتدخلة فيه.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر

سنطرق في هذا المطلب إلى: الفرع الأول: نشأة المال المخاطر و إلى الفرع الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر

الفرع الأول: نشأة رأس المال المخاطر

يرجع أصل نشأة رأس المال المخاطر إلى اليوناني Thales De Milol الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي (استخراج زيت الزيتون) بفضل الأموال التي حصل عليها من مقرضين مخاطرين، وقد تكررت التجربة بعد ألفي سنة مع رحلات الإسبان والبرتغال إلى العالم الجديد خلال القرنين 15 و 16 التي تعهد بها رأس مال يون مخاطرون Venture capitalist الذين اشتروا السفن ومولوا الرحلات¹، كما ظهر رأس المال المخاطر في شبه الجزيرة العربية قبل الإسلام.

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

تم تطوير سوق رأس المال المخاطر بعد سنة 1950 نتيجة لظهور الصناعات الإلكترونية بمنتجاتها الجديدة، من فترة السبعينات كانت مدرجة في سوق الأوراق المالية² أما في أوروبا فقد تأسست في بروكسل عام 1983 الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر إذ تطور بفضلها نشاط رأس المال المخاطر خلال 04 سنوات منذ إنشائها، حيث عرفته إنجلترا أولاً ثم فرنسا وهولندا ثم انتشر بداية من 1992 في ألمانيا وباقي الدول الأوروبية وباقي الدول العربية كمصر وتونس وفي مطلع القرن الحالي في باقي دول العالم كالجناز والمغرب ودول الخليج استجابة لاحتياجات التمويل الاستثماري³.

بعد أن توارى أسلوب المضاربة الذي إقتبسته أوروبا من الاقتصاد الإسلامي خصوصاً في القرن الـ 19 أخذ مرة أخرى يظهر في شركات رأس المال المخاطر، فشرركات رأس المال المخاطر أنقذت الولايات المتحدة الأمريكية من التخلف التكنولوجي أما اليابان وهي عبارة عن رؤوس أموال تتجمع في البنوك تعطي للمشاريع الريادية والابتكارات، فشرركات ماكنتوش وميكروسوفت كانت عبارة عن بقالة عام 1980. وقد سارعت مل دول العالم المتقدمة إلى تبني هذا الأسلوب، ولكن النتائج اختلفت فبينما نجحت إنجلترا وهولندا وتعثرت إيطاليا، إسبانيا وألمانيا⁴.

1-نبيلة قدور ،حمزة العرابي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم، جوان 2017، مجلة الدراسات المالية ص 885

2- براق محمد ، بن زواي محمد الشريف، رأس المال المخاطر، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية، مصر سنة 2014 ص

3- بلعيد عبد الله ،مقلاتي عاشور، المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع أمكانية التكامل بينهما، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17 ص233

4-منير خروف وريم ثومرية، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مقال بمجلة التنمية الاقتصادية، جامعة الوادي العدد 04، سنة 2017، ص380.

الفرع الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر

هناك العديد من التعاريف لرأس المال المخاطر نذكر منها :

التعريف الأول: يعتبر رأس المال المخاطر هو تمويل المشاريع الاستثمارية لكل من المؤسسات الصغيرة والحديثة في مرحلة ما بعد الإنشاء من خلال المساهمة برأس المال وتقديم الخبرة والمشورة لتسيير هذه المؤسسات، وليس نوع المؤسسات التي توظف فيها الأموال هو ما يميز استثمارات رأس المال المخاطر عن بقية أشكال الاستثمارات التقليدية¹.

التعريف الثاني: يعرف رأس المال المخاطر على أنه استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطر يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة، يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد².

التعريف الثالث: يعرف رأس المال المخاطر على أنه تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى شركات رأس المال المخاطر وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة بحيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه وبذلك فهو يخاطر بأمواله، في هذه التقنية يتحمل المخاطر (المستثمر) كلياً أو جزئياً الخسارة في حال فشل المشروع الممول ومن أجل التقليل من المخاطر فإن المخاطر لا يكتف بتقديم النقد فقط بل يساهم في إدارة المؤسسة مما يحقق تطورها ونجاحها.

التعريف الرابع: عرفته الجمعية الأوروبية (EVCA) هو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد³.

التعريف الخامس: حسب المشرع الجزائري: في الفصل الأول من القانون 06-11 الصادر بتاريخ: 24 جوان 2006 يعرف المشرع الجزائري شركات رأس المال الاستثماري بأنها الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس مال الشركة، وفي كل عملية تمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة. ويمكن أن نستنتج النقاط التالية من التعاريف السابقة :

1- رأس المال المخاطر هو تمويل المشاريع الاستثمارية في مرحلة البداية مع تقديم الخبرة والمشورة.

2- رأس المال المخاطر هو استثمار مرفق بمخاطر عالية.

3- رأس المال المخاطر هو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى شركات رأس المال المخاطر دون نقد.

4- رأس المال المخاطر هو رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص ذو مخاطر عالية.

5- رأس المال المخاطر حسب المشرع الجزائري هو رأس مال تشاركي.

ويمكن تلخيص التعاريف السابقة لرأس المال المخاطر أنه كل رأس يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال تعيينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (ذلك هو مصدر الخطر)، أملاً في الحصول على فائض قيمة في المستقبل⁴.

1- براق محمد وبين زواي محمد الشريف، مرجع سابق ص 16.

2- محمد الشريف بن زواي، رأس المال المخاطر الإسلامي كأداة لتنمية أموال الزكاة والوقف في الجزائر، دراسة بالأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 16، جوان 2016، ص 17.

3- نفس المرجع السابق، ص 07 و 08.

4- عابد نصيرة وبريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مقال بمجلة اقتصاديات شمال افريقيا المجلة 14، العدد 19، سنة 2018، ص 212.

اعتبر Battini رائد رأس المال المخاطر من أن مصطلح (capital -risque) ليس معناه (Venture Capital) الأمريكي أو الإنجليزي حيث فسر أن المصطلح الأول هو كل العمليات التمويلية التي تتضمن قدر معين من المخاطرة وفسر المصطلح الثاني بأنه رأس المال المشارك في المغامرة ويعتبر الكثير من الباحثين أن المصطلح الثاني هو الأنسب لأنها تناسب المخاطرة من جانبها الإيجابي ويحضر فيه معنى التضحية والبذل والعطاء وهذا المعنى حقيقة يظهر في الممول الذي يدفع بماله متحملا أقصى المخاطر من أجل أن يعود عليه المشروع بعائد مرتفع أعلى من معدل العائد في السوق¹.

كما يعرف على أنه المخاطرة التي تنجم على قبول المستثمرين أن يصبحوا مساهمين في مؤسسة غير مدرجة في البورصة، وفي هذه الحالة لا يحق لهم إدارتها ولكنهم يساهمون بخبراتهم التقنية لتحقيق عائد على شكل فائض في القيمة على حصص مساهمتهم فيها². يرى (Gille Copin) 1986 أنه من الصعب تعريف رأس المال المخاطر، يرى أن التعريف يقوم على ثلاث اتجاهات:

- **التعريف الضيق:** إن التمويل برأس المال المخاطر هو قبول شركة مالية متخصصة في تمويل المؤسسات التكنولوجية بالمساهمة في رأس مالها الخاص وتهدف هذه الوساطة للحصول على قيمة مضافة مقبولة في الآجال المتوسطة.

- **التعريف الواسع:** إن تقنيات رأس المال المخاطر تعمل على تقوية الهيكل المالي للمؤسسات برأس المال الخاص ويخفض أعباءها المالية لكثرة الاستدانة من الوسطاء التقليديون.

- **التعريف الواسع:** إن رأس المال المخاطر هو حقن رؤوس أموال خاصة في مؤسسات إنتاجية وخدمية تمتلك إمكانية تحقيق نجاحات في الأفق سواء في مرحلة الانطلاق أو في مرحلة التوسع³.

بالنسبة للجزائر تم اعتماد مصطلح رأس المال الاستثماري في حين انه يوجد فرق بين التمويل برأس المال المخاطر والتمويل برأس المال الاستثماري حيث أن برأس المال الاستثماري capital investissement أكثر المصطلحات المستخدمة على الصعيد الدولي يعبر على جميع تقنيات التمويل التساهمي تكون فيه المؤسسة في مرحلة متقدمة بينما يشير المصطلح الأول (رأس المال المخاطر) لمفهوم ضيق إلى تلك التمويلات التي تتعلق بالمؤسسات الابتكارية قبل مرحلة التأسيس أو تكون مشروعات عالية المخاطر حديثة النشأة ويواجه الممول درجة عالية من حالات عدم التأكد (مرحلة ما قبل وبعد الانطلاق) ومصطلح رأس المال المخاطر هو أكثر شيوعا في الاستخدام⁴.

المطلب الثاني: مصادر وخصائص رأس المال المخاطر

رأس المال المخاطر تقنية لاقت اقبالا كبيرا من قبل العديد من الدول عبر العالم لما لها من علاقة مع الأسواق من حيث المصادر واكتساب هذا النظام لمجموعة من الخصائص في دعم المشاريع الاستثمارية عن طريق التمويل وتقديم الخدمات الاستثمارية والفنية.

الفرع الأول: مصادر رأس المال المخاطر

أولا: المصادر الرسمية: يتكون السوق الرسمي من نوعين من تنظيمات رأس المال المخاطر وهي إما شركات أو صناديق استثمار مخاطرة. ويمكن توضيحهم فيما يلي :

1) **شركات رأس المال المخاطر:** ويوجد هنا ثلاث أنواع من الشركات ذات التمويل المخاطر وهي:

1- بلعدي عبد الله ومقاتي عاشور، رأس المال المخاطر وحاضرات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع إمكانية التكامل التنموي بينهما، مقال بمجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 06، ديسمبر 2016، ص319.

2- لوكال أمال شهرزاد، رهانات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، مقال في مجلة أبعاد اقتصادية، ص176.

3- سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس مال المخاطر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية سنة 2012-2013، ص83 و84.

4- سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر، أطروحة دكتوراه، بقسم العلوم الاقتصادية بجامعة تلمسان، سنة 2012-2013، ص81 و82.

أ- شركات رأس المال المخاطر الخاصة المستقلة: أغلبية مؤسسات رأس المال المخاطر هي مؤسسات مخاطرة مستقلة، بمعنى أنها غير منطوية تحت أي هيئة مالية أخرى وتسمى بالشركات الخاصة المستقلة، وتقوم بجمع الأموال لدى المستثمرين المحتملين معتمدة على شهرتها وتخصصها وخبرتها.

ب- شركات رأس المال المغامر الشريك العام: تستثمر نسبة كبيرة من المؤسسات أموالها من خلال صناديق منظمة كشركات محدودة، أين يلعب رأس المال المخاطر دور الشريك العام، وقد ظهر هذا النوع أواخر الستينات في الولايات المتحدة الأمريكية حيث ظهرت الشركات الصغيرة والخاصة التي تقوم بتمويل رأس المال المخاطر فيها كالشريك العام وتتلقى أجرا للإدارة ونسبة من الأرباح مقابل كل صفقة، ويقوم الشركاء المحدودين في العادة مؤسسات مثل : صناديق التبرع، صناديق التقاعد، دوائر الإيداع في البنوك، شركات التأمين وكذا الأثرياء من الأفراد أو العائلات.

ت- شركات رأس المال المخاطر التابعة: تطور هذا النوع أيضا في نفس الفترة وهي أواخر الستينات في الولايات المتحدة الأمريكية ويقصد بالتابعة هنا أنها أفرع لشركات المساهمة الكبرى التي تأسسها وتوفر رأس المال اللازم لها وهي نوعان:

- تابعة لمؤسسات مالية: شركات رأس المال المخاطر هذه يمكن أن تكون فرع لبنك تجاري، بنك استثماري أو مؤسسة تأمين وتقوم بالاستثمار لصالح المؤسسة الأم أو عملائها.

- تابعة للشركات الصناعية الكبرى: وهنا تكون فرعا لها تستثمر لصالحها.

2) صناديق الاستثمار المخاطرة : تعرف صناديق الاستثمار على أنها مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثماراتها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين وللاستثمار القومي ككل، وتعد صناديق رأس المال المخاطرة الأشكال الجديدة والمبتكرة تحصل على الأموال اللازمة لممارسة نشاطها من صناديق التأمين والمعاشات وشركات التأمين ومن بعض المنشآت تغير الهادفة للربح، كما يلاحظ أن جزءا صغيرا منها يتم الحصول عليه من بعض وحدات الشركات الضخمة مثل البنوك وشركات التأمين على الحياة. كما يمكن لهذه الصناديق إعانة المشاريع المتعثرة من خلال تزويدها بتمويل جديد Frech capital في شكل ملكية وتقديم النصائح الفنية والمالية لها، ثم يمكن بعد ذلك بيع حصتها في هذه المشروعات عندما تسترد صحتها المالية¹

ثانيا: المصادر غير الرسمية: يتكون السوق غير الرسمي لرأس المال المخاطر مما يسمى ملائكة الاعمال «busniss angels» ويطلق عليهم أيضا مستثمرو العناية الإلهية investisseurs providentiels مستثمرون فرديون investisseurs individuels وكذا رأس المال غير الرسمي informel غير أن المصطلح الأول هو الأكثر شيوعا واستخداما وملائكة الأعمال، ويعرف ملائكة الأعمال على أنهم أشخاص طبيعيين يستثمرون جزءا من أموالهم في مؤسسات محددة «innovante» وواعدة، والذين بالإضافة إلى أموالهم يضعونوبالجان تحت تصرف صاحب المؤسسة خبراتهم وكفاءاتهم وعلاقاتهم وجزءا من وقتهم، ويوفر ملائكة الأعمال هؤلاء، الأموال اللازمة

¹- رقية حساني، راس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ،مجلة العلوم الانسانية ،جامعة بسكرة ، العدد16،مارس 2009 ،ص92

للمرحلة الأولى أي l'amorçage وتقوم الشركات التي يتم تمويلها بجمع الأموال اللازمة للمرحلتين الثانية والثالثة عادة من شركات رأس المال المخاطر أو سوق الأسهم العامة.

والخاصية الأساسية لملائكة الأعمال هي أن استثمارهم لا يكون إلا في مؤسسات محددة وواعدة تواجه مخاطر عالية جدا هذه المخاطر العالية في حالة نجاح المؤسسة ستترجم في عوائد مالية جد معتبرة، ومصطلح محددة هنا يعني ما هو جديد مقارنة مع ما هو موجود حاليا، ولا يتعلق إذا فقط بالتحديد التكنولوجي، كما يتميز ملائكة الأعمال بجملة أخرى منها:

متعلمون والعديد منهم يحملون شهادات جامعية، معظم الشركات التي يتم تمويلها تقع على بعد يوم واحد من السفر، معظم التمويل يكون للشركات التي هي في طور الإنشاء أو التي تبلغ أقل من 05 سنوات من عمرها قد يتشاركون مع 9-12 مستثمر اخر، المجالات المفضلة للتمويل: التصنيع (السلع الصناعية، السلع الاستهلاكية)، الطاقة والمواد الطبيعية، الخدمات، التجارة

الفرع الثاني: خصائص رأس المال المخاطر

يقوم رأس المال المخاطر على أساس مبدأ المشاركة وتدخل شركات رأس المال المخاطر في المشاريع الممولة كشريك في رأس المال كما تقدم الدعم والتوجيه في الشركة ومن هنا يمكن استنتاج الخصائص في المشاركة والانتقاء حيث تقوم بانتقاء مشاريع عالية التكنولوجيا واحتمال تحقيق عوائد في المستقبل والمرحلية حيث تدخل هذه الشركات في مراحل نمو مختلفة للمشاريع بالإضافة الى خصائص مثل: التنوع، التنمية والتطوير¹.

يتميز رأس المال المخاطر بالخصائص التالية:

1- يعد نشاط رأس المال المخاطر من الأنشطة طويلة الأجل والتي تتراوح فيها مدة مشاركة رأس المال المخاطر من 5 إلى 7 سنوات.

2- يتميز رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدما للتمويل

3- يتم اتخاذ القرار الاستثماري من جانب المستثمر بناء على النتائج المتوقعة للمشروع الذي يتم تمويله وفي تاريخ مستقبلي، وتمثل النتائج في العائد خلال فترة التمويل.

4- يتم تحقيق العائد على رأس المال المخاطر في نهاية مدة بقاء رأس المال المخاطر بالمشروع موضوع التمويل ولا تشكل الأرباح التي يتم توزيعها خلال هذه المدة إلا جزءا قليلا من هذا العائد، وبعبارة أخرى يتم تحصيل العائد عند خروج رأس المال المخاطر وعندئذ يحصل المستثمر في مجال رأس المال المخاطر علة أصل رأس المال بالإضافة للعائد الرأسي المتوقع وهو العائد الأساسي المستهدف من الاستثمار.

5- يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل قائمة المشاريع الصغيرة والمتوسطة أو تميل إلى التوسع في مشروعات قائمة أو لإعادة هيكلة شركات قائمة أو لتمويل عمليات التعثر المالي، غالبا مات كون ذات مخاطر مرتفعة ولكن العائد المتوقع لها يكون كبيرا.

¹-عابد نصيرة وبريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مقال بمجلة اقتصاديات شمال افريقيا، المجلة 14، العدد19 (2018)، ص212.

6- غالبا ما يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مشروعات لها أسواق واحدة من ناحية التنمية الاقتصادية، كما أنها غالبا ما تكون مشروعات وضع أفكار وأبحاث علمية أو تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع والتي لا يتوافر لأصحابها الأموال اللازمة¹.

المطلب الثالث: أهمية رأس المال المخاطر والأطراف المتدخلة فيه

سنحاول في هذا المطلب التطرق الى اهمية راس المال المخاطر و الاطراف المتدخلة فيه

الفرع الأول: اهمية رأس المال المخاطر:

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

- 1-تمويل الاقتصاد: يشغل رأس المال المخاطر مكانة أساسية في تمويل الاقتصاد فنجد مثلا في الولايات المتحدة الأمريكية أن الاستثمارات بين عامي 1970-2000 قدرت بحوالي 273 مليار دولار قد حققت للاقتصاد الأمريكي بحوالي 1300 مليار دولار.
- 2-خلق مناصب الشغل: ويكون ذلك عن طريق إنشاء مؤسسات جديدة عن طريق التمويل برأس المال المخاطر، وبالتالي امتصاص البطالة من المجتمع.

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

4-المساهمة في تخفيض الواردات:عملية تدعيم المشاريع الناشئة من شأنها أيضا خلق إنتاج محلي وبالتالي التخفيض من نسبة الواردات وحتى المساهمة في رفع قيمة الصادرات².

5-التصدي لظاهرة هجرة الأدمغة: ويتم ذلك عن طريق مجموعة من الآليات منها:

- إتاحة الفرصة لهم لتطبيق وتجسيد أفكارهم وأبحاثهم في الداخل، عن طريق تمويل تطبيق الابتكارات الجديدة ومشروعات لا تعد جذابة للبنوك إما لارتفاع درجة المخاطرة بها أو لعدم توافر القدرات المالية والطاقات الكافية لأصحاب المشروعات.
- عن طريق تتمين البحث العلمي وترقيته بتحفيز العلماء والمخترعين وجامعاتهم ومعاهدتهم المتخصصة على الاستمرار في عطاءهم 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 المعونة.

¹خبيبة قنور وحزمة العرابي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد07، جوان 2017، ص886.

²عابد نصيرة وبريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتقديم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد (10)، سنة 2018، ص213-214.

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

-المساعدة في إعادة هيكلة شركات القطاع العام التي يتم خصصتها مما يؤدي إلى تصحيح مسارها وتسديد ديونها للبنوك¹.

الفرع الثاني: الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر:

إن التمويل برأس المال المخاطر يتطلب توفر ثلاث أطراف أساسية تتمثل في شركات رأس المال المخاطر التي تلعب دور الوساطة، المستثمرون (أصحاب الفائض المالي)، وأخيرا المستفيدين (أصحاب العجز المالي)، بالإضافة إلى طرف رابع يبرز دوره بعد انتهاء العملية التمويلية من خلال قيامه بشراء الحصص المكتتب فيها من قبل شركات رأس المال المخاطر لدى المؤسسات الممولة وفيما يلي سوف نتطرق لكل طرف على حدى:

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

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

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

رابعا-المستأنفون: يبرز دور هؤلاء المستثمرين عند انتهاء العملية التمويلية بنجاح (مرحلة الخروج) أين تقوم شركات رأس المال المخاطر ببيع حصصها المكتتب فيها عند بداية العملية لتعيد استثمار الأموال الناتجة في مؤسسات أخرى، وعادة ما يكون المستأنفون عبارة عن المسيرين الأساسيين في المؤسسة الممولة قصد استعادة الملكية الكلية، أو عبارة عن مؤسسات رأس المال المخاطر الاستثماري التي تقوم بشراء الحصص بهدف استكمال تمويل المؤسسة في أطوار أخرى من مراحلها².

1- رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق، ص87.

2- حشماوي محمد، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة (دراسة حالة الجزائر)، مقال مجلة المدير، العدد (03)، جوان 2017، جامعة الجزائر3، ص10.

المبحث الثاني: ماهية لشركات رأس المال المخاطر وعلاقتها بالمؤسسات الممولة

يستأثر كل من رأس المال المخاطر بحيز معتبر من الاهتمام في النظرية الاقتصادية ونظرية العقد والالتزام، إذ ترتبت عنها آثار قانونية واقتصادية تستوجب النظر فيها بالعين القانونية والاقتصادية، وخلال السنوات الأخيرة ارتبطت بمهدين العاملين شركة تدعى شركة رأس المال المخاطر لذا شكل هذا المبحث محاولة لاستقراء إطار هذه الشركة من حيث مفهومها وتركيبها القانونية يتم التطرق إليهما في المطلب الأول وفي المطلب الثاني تأسيس شركة رأي المال المخاطر والرقابة على إنشائها وفي المطلب الثالث العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر وعلاقتها بالمؤسسات الممولة وأهم المخاطر التي تواجهها.

المطلب الأول: مفهوم شركات رأس المال المخاطر وتركيبها القانونية

سنحاول في هذا المطلب التطرق الى مفهوم شركات راس المال المخاطر ثم التطرق الى تركيبها القانونية

الفرع الأول: مفهوم شركات رأس المال المخاطر

من الواضح أن مصطلح شركة رأس المال المخاطر لفظ مركب من ثلاث مفردات: الشركة، رأس المال، المخاطر، ولنفهم مدلوله وما يكتنفه من مضامين اقتصادية من الضروري معرفة ما تعنيه هذه المفردات في العلوم الاقتصادية.

أولاً: مفهوم الشركة:

عرفها المشرع الجزائري في المادة 410 من القانون المدني بأنها: «عقد بمقتضاه يلتزم شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع ما بتقديم حصة من المال (عيني/نقدي) أو عمل على أن يقتسموا ما قد ينشأ عن هذا المشروع من ربح أو خسارة»¹. ولكي يصح ذلك العقد يجب أن تتوفر فيه الأركان العامة من الرضا السليم من العيوب بين الأطراف المتعاقدة على شروط العقد جميعها، والمحل الذي يشير إلى الغرض من الشركة، والسبب في تأسيس الشركة الرغبة في تحقيق الربح واقتسامه بين الشركاء، وتنقسم الشركات بحسب معيار طبيعة النشاط إلى الشركات المدنية والشركات التجارية، التي تتمتع بالشخصية المعنوية. تنقسم الشركات التجارية إلى شركات الأشخاص وشركات الأموال أما شركات الأشخاص فهي التي تقوم على الاعتبار الشخصي بين الشركاء، مما يعني أن الشريك لا يمكنه التصرف في حصته من غير رضى باقي الشركاء، وتنقسم بدورها إلى شركات التضامن والتوصية البسيطة والمحاصة².

أما شركات الأموال فهي التي يكون فيها الاعتبار فقط للأموال التي تستغل في مشروع الشركة والتي يتكون منها رأس مالها، وتنقسم هي الأخرى إلى شركات المساهمة وشركات التوصية بالسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة.

ثانياً: مفهوم رأس المال:

يقصد برأس المال الأموال والموارد والأدوات والقوى العاملة اللازمة لإنشاء نشاط اقتصادي/تجاري، أو أي مشروع استثماري يهدف لزيادة القدرة الإنتاجية لجهة ما وتوليد الفوائد والدخل، ويتكون من مجموعات أساسية غير متجانسة، يتفرع كل منها إلى أشكال فرعية من المستخدمات القادرة على الإنتاج مثل: الأدوات، المواد الخام، الموارد البشرية، والمواد المساعدة في الإنتاج.

¹-المادة410 من الأمر رقم 58/75 المؤرخ في 26 سبتمبر1975، والمتضمن القانون المدني المعدل والمتمم.

²- رفيق مزاهدية وعبد الله بلعدي، شركة رأس المال المخاطر، رؤية شرعية قانونية واقتصادية، مقال بمجلة الحقوق والعلوم السياسية بجامعة خنشلة، عدد128، سنة2017، ص143.

ثالثا: مفهوم المخاطر

المخاطر بالمعنى الاقتصادي أو المالي هي احتمالية تعرض المؤسسة إلى خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها أو تذبذب العائد المتوقع على استثمار معين كما يمكن تعريفها بأنها عدم التأكد من حتمية حصول العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور وتنقسم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة إلى ثلاث أنواع:

1- **مخاطر قانونية:** وتنشأ من توثيق العقود والاتفاقات والالتزامات التعاقدية وتنفيذها ومن صورها: مخاطر التعديلات

التشريعية والضريبية والتسعيرية ومشاكل الوكالة والخطر المعنوي وخطر الاختيار المعاكس.

2- **مخاطر مالية:** تتضمن جميع المخاطر المتصلة بإدارة الموجودات والمطلوبات المتعلقة بالبنوك والمؤسسات وترتبط بحركة

السوق والاسعار والعمولات والأوضاع الاقتصادية العامة والعلاقة بالأطراف الأخرى ذات العلاقة ومن أشكالها مخاطر

الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر التضخم، مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والصرف ومخاطر الدورات التجارية وتغيرات

السياسات النقدية والمالية¹.

رابعا: مفهوم شركة رأس المال المخاطر

تتميز به من قدرات وكفاءات عالية في التعامل مع المخاطر التي يمكن أن تواجهها هذه المؤسسات، وذلك بأسلوب سليم وسريع

نظرا لخبرتها وامكانياتها الواسعة على اعتبار أنها متخصصة في مجال التمويل الذي يختلف عن التمويل التقليدي حيث لا تكمن أهمية هذه

الشركات في جلب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل المشروعات فقط وإنما تقدم لها مساعدات غير مالية كالإدارة والتسيير أيضا².

الفرع الثاني: التركيبة القانونية لشركات رأس المال المخاطر:

تتضمن التركيبة القانونية لشركات رأس المال المخاطر لتأدية مهمة تمويل المشاريع الاستثمارية عنصرتين مهمتين وهما: عقد المساهمين

والشكل القانوني.

أولا: عقد المساهمين

هو وثيقة أساسية ذات قيمة قضائية، ترسخ نوعية وطبيعة العلاقات بين فريق المبادرين Promoters (الشركة الممولة) وفريق

المغامرين Venture Capitalists وحقوق والتزامات أطراف العقد.

هذا العقد غير منظم بموجب القانون، فهو يخضع لمبدأ الحرية التعاقدية لكن لا ينبغي أن يخالف نصوص القانون ويتسم بالسرية

عكس عقود المساهمين في الشركات المدرجة في البورصة، ويرجع ذلك لرغبة المغامرين برأس المال في عدم معرفة المنافسين بتفاصيل المشروع

والعقود المبرمة وينظم لعقد مساهمة المستثمرين المغامرين في رأس مال الشركة، والطريقة القانونية لتحقيق التدخل ان كان ذلك سيتم عن

طريق زيادة رأس المال أو التنازل في الحصة أو الاكتتاب في حصة التأسيس ووسائل التدخل إما بالأسهم أو السندات ومدة التدخل أو

الاستثمار وشروط الانسحاب ويهدف العقد إلى:

1- **مراقبة جغرافية رأس المال:** يسعى كل مستثمر إلى ممارسة الرقابة على جغرافية رأس المال الشركة الممولة، فالأول يطمح إلى خضوع

الشركة لرقابته أملا في تقييد دخول شركاء جدد غير مرغوب فيهم¹.

1- رفیق مزاهدیة، عبد الله بلعیدی، مرجع سابق، ص144.

2- عبیدیش سامیة، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة ماجستير في القانون العام لسنة 2013-2014، ص08.

والحفاظ على حصة معينة في الشركة تضمن له خروجاً مريحاً. والثاني يسعى إلى الحفاظ على سيطرته على الشركة واستئناف نشاطها. وتصنف بنود مراقبة جغرافية رأس المال إلى فئتين وهما: بنود تهدف إلى مراقبة التنازل عن الحصص أو الأسهم وبنود تهدف إلى إخطار المستثمر بمخاطر تخلف مساهمته بسبب حدوث عمليات اندماج للمنشأة أو رفع رأسمالها دون إشراكه.

2- بنود تهدف إلى تنظيم سلطات المستثمرين ذوي الأقلية: تتصف حصة المخاطر برأس المال في المنشأة الممولة بالأقلية، لذلك يتيح له عقد المساهمين حق استخدام رافعات قانونية لتنظيم وهيكله ومتابعة مساهمته ومن بينها بند الاعلام الذي يلزم المبادر بتقديم تقارير دورية عن مستجدات الشركة. وبند الاستشارة والترخيص المسبق التي تلزم المسير باستشارة المخاطر عند الشروع في اتخاذ بعض القرارات المهمة كالتنازل عن الأصول وتوظيف الإطارات المهمة إلى جانب بنود أخرى تنظم حضور المستثمرين في المنشأة من خلال مقعد في مجلس إدارتها أو مجلس المراقبة.

3- بنود خاصة: ومنها بند عدم المنافسة الذي يحد من إمكانية أخذ أحد الأطراف المسيرة حصة من منشأة أخرى وممارسة أي نشاط إداري فيها، وبند خروج الموثق الذي يحد من قيام المساهمين بالتنازل لطرف أجنبي عن المنشأة ما لم يبدي هذا الأخير استعداده للانضمام إلى عقد المساهمة.

4- بنود معالجة الصعوبات التي تفترض تنفيذ العقد: قد يعترض تنفيذ عقد المساهمين مجموعة من الصعوبات التي ترجع إلى جهل حركة رأس المال المخاطر بحقيقة أصول وخصوم الشركة الممولة التي يمكن أن تعتمد على عدم التصريح عن بعض أصولها أو خصومها ويمكن أن يترتب عن هذا الأمر إضرار بشركة رأس المال المخاطر، إلى جانب ذلك يمكن أن تحدث نزاعات حول تنفيذ بنود العقد، وحماية شركة رأس المال المخاطر يتم إدراج بند ضمان الأصول والخصوم ويكون موضوع إعفاء الشركة من دفع الديون غير المصرح بها، أو مراجعة سعر الحصة المتنازل عنها لشركة رأس المال المخاطر المدفوعة من قبلها، ومعالجة النزاعات تم إدراج بند كيفية تسوية النزاعات ضمن عقد المساهمين بالطريقة الودية أو باللجوء إلى القضاء².

ثانياً: الشكل القانوني

تفرض التشريعات التجارية وقوانين الشركات على المؤسسين تحديد الشكل القانوني عند تأسيس الشركة و يحدد الشكل القانوني المعتمد من طرف المنشأة الممولة شكل الشراكة التي تجمع بين الممول برأس المال المخاطر و صاحب الفكرة , إذ تتيح هذه الجزئية صورة عن طبيعة و مدى تدخل المساهم في تسيير شؤون المنشأة و الرقابة عليها, و توافق شركة رأس المال المخاطر من حيث الطبيعة القانونية مع شركة المساهمة société par actions التي تعطي للمستثمرين المغامرين أفضلية أكبر في تسيير و مراقبة شؤون الشركة الممولة مقارنة بباقي الأشكال القانونية التي يمكن للشركات الناشئة تقمص شكلها , لذلك لا يرحب المستثمرون المغامرون بشركة التضامن و شركة التوصية بالأسهم كإطار للتمويل و الاستثمار , وذلك لان شكلها القانوني يتعارض مع الطبيعة الإدارية و القيادية لنفسيتهم , إذ لا يتيح ذلك الشكل للشركاء المتضامنين و الموصين الحق في التدخل في المنشأة و ممارسة الرقابة بفعالية عليها حتى وإن كانوا في وضعية الاغلبية

1- رفيق مزاهدية و عبد الله بلعدي، شركة رأس المال المخاطر، مرجع سابق، ص152.

2- رفيق مزاهدية و عبد الله بلعدي، شركات رأس المال المخاطر، مرجع سابق، ص153.

المطلب الثاني: تأسيس شركات رأس المال المخاطر والرقابة على إنشاءها

لإنشاء شركات رأس المال المخاطر يتطلب مجموعة من القواعد القانونية التي يضعها المشرع، فتحضغ للقانون التجاري كونها شركة مساهمة مع احترام النظام القانوني الخاص بها.

إن إنشاء شركات رأس المال المخاطر تخضع لرقابة السلطة الإدارية المختصة لرصيد مدى احترامها للأنظمة القانونية والإدارية المفروضة على هذا النشاط نظرا لصيغتها الغالب عليها عنصر المخاطرة، وكذا الحرص على توجيه نشاطها بما يتلائم ومصصلحة الاقتصاد الوطني التي تسعى الدولة إلى تحقيقها عن طريق تغيير سياستها الاقتصادية نمو الانفتاح على الاقتصاد العلمي، وفتح المجال أمام القطاع الخاص.

الفرع الأول: تأسيس شركات رأس المال المخاطر

يختلف الشكل القانوني الذي تتبناه هذه الشركات من دولة إلى أخرى، فعلى سبيل المثال في فرنسا، تكون هذه الشركات عبارة عن شركة معلقة أو شركة توصية بالأسهم.

لكن في العموم فإن الشكل الأكثر انتشار لدى شركات رأس المال المخاطر هو شركة مساهمة.

في الجزائر الطبيعة القانونية لهذه الشركات لم تكن محددة بشكل واضح وصريح إلا بعد سنة 2006 وهو تاريخ تقنين نظام هذه الشركات، هذه الشركات أخذت شكلين:

1- **مؤسسات مالية:** حيث كانت شركات رأس المال المخاطر في الجزائر في شكل مؤسسة مالية في إطار قانون 90-10 المؤرخ في 26 أوت 1990 المتعلق بالنقد والقرض المعدل والمتمم، حيث حول للمؤسسات المالية أخذ وحيارة مساهمات في أية مؤسسة حسب المادة 117 من القانون 90-10 المعدلة بالمادة 74 من الأمر 03-11. فيمكن للبنوك والمؤسسات المالية أن تأخذ مساهمات وتحوزها ولا يجوز أن تتعدى هذه المساهمات بالنسبة للبنوك الحدود التي رسمها مجلس النقد والقرض.

2- **مؤسسات تجارية:** وهو الشكل الثاني لشركات رأس المال المخاطر حيث تأخذ شكل شركة مساهمة تخضع للقانون التجاري ولها إيجابيات أنها هذه الشركات لا تخضع لقيود بنك الجزائر وكذا تجسيد مبدأ الفصل بين الأموال التابعة للدولة التي لا يمكن التنازل عنها وبين الأموال التجارية للدولة الخاضعة للقانون التجاري¹.

الفرع الثاني: الرقابة على إنشاء شركات رأس المال المخاطر

يخضع نشاط شركات رأس المال المخاطر إلى رقابة سابقة تتبعها رقابة لاحقة لتأسيسها، وأثناء ممارسة نشاطها للتأكد من عدم ممارسة حرق الأحكام القانونية للنشاط.

أولاً: الرقابة السابقة للتأسيس: تعتبر الرقابة السابقة على إنشاء هذه الشركات أسلوب وقائي عن طريق منح رخصة من طرف الوزير المكلف بالمالية بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبنك الجزائر².

1- عبيدش سامية، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مرجع سابق، ص10.

2- المادة 10 من القانون 06-10 المؤرخ في 24-06-2006 يتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.

يشترط منح الرخصة أن يودع مؤسس الشركة طلب لدى الوزير المكلف بالمالية الوثائق التالية: عقد المساهمين، مشاريع القوانين الأساسية، بطاقات المعلومات عن المؤسسين، قائمة المساهمين الحائزين أكثر من 10 % من رأس المال، طريقة التنظيم والعمل وأية وثيقة أو معلومة أخرى.

ثانيا: الرقابة اللاحقة: تتم هذه الرقابة بعد إتمام إجراءات إنشاء الشركة واكتسابها الشخصية المعنوية والشروع في ممارسة نشاطها، حيث يمارس هذا النوع من الرقابة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تتأكد من مطابقة نشأ الشركة للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها وكذا من قبل الوزير المكلف بالمالية باستقباله التقارير المنتظمة للجنة ومحافظ الحسابات حول نشاط الشركة، حيث تمارس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على هذه الشركات المهام والسلطات التي يخولها إياها المرسوم 93 المؤرخ في 23 ماي 1993 لا سيما أحكام المواد من 58 إلى 60 من نفس المرسوم¹

ما يمكن ملاحظته في الرقابة اللاحقة هو وجود دور لكل من مندوب الحسابات، لجنة تنظيم عمليات البورصة والوزير المكلف بالحسابات المالية.

أ- دور مندوب الحسابات: يتم مراقبة الشركات المساهمة من خلال مندوبي الحسابات أو ما يسمى بحافظي الحسابات حيث تتكفل الجمعية العامة العادية للمساهمين بتعيين مندوب أو أكثر لمدة 03 سنوات يختارهم من بين المهنيين المسجلين على جدول المصنف الوطني. وإذا تم تعيين الجمعية العامة مندوب الحسابات أو في حالة وجود مانع أو رفض واحد أو أكثر من مندوبي الحسابات المعينين يتم تعيينهم أو استبدالهم بأمر من رئيس المحكمة التابعة لمقر الشركة بناء على طلب مجلس الإدارة أو مجلس المديرين.

وأهم مهام مندوب الحسابات: التحقيق في الدفاتر والأوراق المالية للشركة - مراقبة انتظام حسابات الشركة - يدقق في صحة المعلومات المقدمة في تقرير مجلس الإدارة - احترام مبدأ المساواة بين المساهمين - استدعاء الجمعية العامة في حالة الاستعجال - الاطلاع على مجلس الإدارة أو مجلس المديرين أو مجلس المراقبة.

ب- دور لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها: التأكد من أن كل الشركات المقبول تداول قيمها المنقولة في بورصة القيم المنقولة تتقيد بالأحكام التشريعية والتنظيمية السارية العمل بها - تشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانونية - نشر الملاحظات المسجلة من قبل اللجنة أو أي اعلام آخر - تجري اللجنة تحقيقات لدى الشركات التي تلتجئ إلى التوفير العلني حول مساهمتها في العمليات الخاصة بالقيم المنقولة أو في المنتوجات المالية المسعرة.

ج- دور الوزير المكلف بالمالية: سحب الرخصة في حال ملاحظته أية مخالفة فيما يخص شروط ممارسة المهنة - استلامه للتقارير من طرف الشركة مثل التقارير السياسية مرفقا بوضعية حافظ السندات وكذا مختلف الوثائق المالية والحاسبية لنهاية السنة المعنية وكذا تقرير محافظي الحسابات².

¹-المادة 24 من القانون 11-06 السابق الذكر.

²- عبيدش سامية، مرجع سابق، ص76،75.

المطلب الثالث: علاقة شركات رأس المال المخاطر بالمؤسسات الممولة وأهم المخاطر التي تواجهها

إن العلاقة التي تربط المخاطر برأس المال ومسير المؤسسة الممولة تعد في قلب العملية التمويلية برأس المال المخاطر ويعتبر من أهم خصوصياتها.

سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى العلاقة التي تربط رأس المال المخاطر بالمؤسسات الممولة في فرع أول وأهم المخاطر التي تواجهها شركات رأس المال المخاطر في فرع ثاني.

الفرع الأول: علاقة شركات رأس المال المخاطر بالمؤسسات الممولة

يقود عدم تماثل المعلومات بين صاحب رأس المال المخاطر والمقاولين أو مسيري المؤسسات الممولة للحديث عن نظرية الوكالة، التي تقر بوجود فصل بين ملكية المؤسسة والرقابة على التسيير في المؤسسة الحديثة، بحيث الرئيس (المالك) يتحمل الخطر العام، لكن الوكيل (المسير) يوجه ويسير المؤسسة، وحتى يصرف الرئيس الوكيل عن الاهتمام بمصالحه الخاصة، تقوم مؤسسة رأس المال (الرئيس) بتحفيز الوكيل (مسير المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال المخاطر) من خلال تملكه جزء من المؤسسة أو منحه دخل متغير مرتبط بنسب أداء عالية¹.

أولاً- نظرية الوكالة: نقطة انطلاق نظرية الوكالة أعطيت من خلال مقال تم نشره سنة 1976 من طرف Jenson et Meckling في محله Financial economics of journal وكان عنوانه "نظرية المنظمة" بناء على Jenson et Meckling فإنه يوجد داخل كل المنظمات تعارض للمصالح بين المساهمين والمسيرين غير الملاك (فصل الملكية عن الإدارة) هذان الطرفان تربطهما علاقة وكالة فبالنسبة لهما تعرف نظرية الوكالة على أنها: عقد يشغل بموجبه شخص أو أكثر (الموكل) وشخص آخر (الوكيل) لإنجاز أعمال معينة باسمه يتضمن ذلك تحويله صلاحية اتخاذ بعض القرارات.

وقد جاء كل ذلك نتيجة انفصال وظائف الملكية عن وظائف اتخاذ القرار وبالتالي ظهور تباعد في المصالح بين المالكين لرأس المال وبين مصالح مالكي مهارة التسيير أي المسؤولين عن إدارة المؤسسة، مما يوحى إلى هؤلاء المسيرين اعتماد سلوكيات تسييرية وإستراتيجية يحققون بها مصالحهم على حساب مصالح المساهمين، نشأت الفكرة الأساسية لنظرية الوكالة التي اعتبرت عند الكثيرين الإطار الفطري للحكومة حيث سعت هذه الأخيرة إلى توضيح الأطراف المتعاقدة العقود لتقليل التكاليف المرتبطة بها وتخفيض حدة التضارب في المصالح بين طرفي علاقة الوكالة ومحاوله ربط مصالحها بما يجعل الوكيل يعمل لمصلحة الموكل أما تطبيقها في مجال المالية فأتى لتبرير تفويض المسؤولية بين المتعاقدين باعتبار أن الموكل ضحية عدم تماثل المعلومات، يترك المجال للوكيل للتصرف اعتمادا على المعلومات التي يمتاز بقدرته على الحصول عليها لكن الأشكال المطروح هو إمكانية انحراف الوكيل عن المهمة الموكلة اليه وبحته عن تحقيق منفعة الذاتية وذلك بتسييره للأمر في الاتجاه الذي يخدم مصالحه الخاصة مما يدخل الطرفين في صراع مصالح ويعتبر العقد حسب نظرية الوكالة أداة المركزية التي تقود التنسيق بين الطرفين حيث يهدف الموكل إلى الحد من الاختلاف بوضع نظام تحفيزات/ عقوبات ووسائل مراقبة. هناك فرضيتان أساسيتان من أجل إقامة علاقة وكالة هما: فرضية اختلاف الأولويات لأطراف العلاقة وفرضية عدم تماثل المعلومة². هناك ثلاث أنواع لعلاقة الوكالة في رأس المال المخاطر :

¹- براق محمد وبن زواي محمد الشريف، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية مرجع سابق، ص19.

²-خلفة ساهل زينب، حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر -دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/المسير، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 6 العدد 01، 01 جوان 2018، ص232.

أولاً مؤسسة رأس المال المخاطر لها حافز لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المستثمرين فيها، فهي تعد كوكيل بالنسبة للمستثمرين فيها. ثانياً، المقاول له حافز لتفضيل مصالحه الخاصة على مصالح مؤسسة رأس المال المخاطر ومنه يمكن اعتبار المقاول كوكيل لمؤسسة رأس المال المخاطر، ثالثاً يمكن أن يكون لمؤسسة رأس المال المخاطر حافز لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المقاول ومنه يمكن أن تكون كوكيل لهذا الأخير.

ثانياً- نظرية العدالة الاجرائية:

نظرية العدالة الإجرائية هي مقارنة إجتماعية تعالج مفهوم العدالة ضمن الإطار التنظيمي، مع التركيز على مدى إدراك أطراف العلاقة لهذه العدالة، فأمام أي وضعية كانت، تختلف ردة فعل كل طرف من أطراف العلاقة بالنظر إلى مدى إدراكه لماذا سيفعل اتجاه هذه الوضعية، فمن أجل الفهم أكثر، التوقع، رد الفعل، يجب معرفة العوامل المساهمة في مدى إدراك كل طرف لمفهوم العدالة. يرجع الفضل في بروز العدالة الإجرائية إلى جهود كل من Thisbant et Walker (1975)، حيث قام الباحثان بتعريف للعدالة الإجرائية عبارة عن إدراك الأفراد للعدالة المتعلقة باستخدام الأساليب والإجراءات والظرائق التي يتم بها تحديد القرارات المتعلقة بالمخرجات.

إن هذه الإجراءات وحسب باحثين آخرين يشترط خضوعها لمجموعة محددة من المعايير الموضوعية حتى تكون عادلة، والتي تشمل: -الثبات في جميع الأوقات، والشمولية على جميع الأشخاص بالمنظمة. -الدقة والواقعية، بالحصول على معلومة كاملة وصادقة. -الحياد، بوقوف متخذ القرار على نفس المسافة تجاه الأطراف المتأثرين بالإجراءات، أخلاقية، عن طريق احترام المبادئ والأخلاق العامة حال تطبيق تلك الإجراءات¹.

الفرع الثاني: أهم المخاطر التي تواجهها شركات رأس المال المخاطر

حسب Sahlmann (1990) فإن أهم المخاطر التي تواجه هذه الشركات في عمليات التمويل التي تقوم بها وهي مخاطر الاختيار الغير صائب والمخاطر الأخلاقية ومخاطر التحويل ويعتمد على فهم هذه المخاطر على نظرية الوكالة التي تم التطرق إليها في السابق والتي تم تطويرها من طرف Jenson et Meckling عام 1976 وبعده FAMA 1980 واللذان اعتبروا المؤسسة عبارة على العقد الذي يجمع بين عدة أشخاص (الموكل، الموكل له) فيلجأ الموكل إلى الموكل له للقيام بعمل ما، مما ينشئ من خلال العقد سلطة القرار وهي أساسية لفهم العلاقات التي تنشأ بين المساهمين (الموكل) والمسيرين (الموكل لهم) في تسيير المؤسسة والتي تنشأ عنها مخاطر تتحملها شركات رأس المال المخاطر في سياق العمليات التمويلية التي يقوم بها لصالح المؤسسة لتعظيم القيمة وتحقيق الأرباح إذ أن المسيرين والمساهمين لهم دوال منفعة مختلفة وكل منها يعمل على تعظيمها.

1- مخاطر الاختيار الغير صائب: وهي المخاطر التي تتحقق حتى قبل الدخول في العملية التمويلية والتي تتعرض لها شركات رأس المال المخاطر وهي الاختيار الغير صائب، إذ أن شح المعلومات لديها على ربحية المشروع وعدم تماثل المعلومات التي تكون عليها أطراف عملية التفاوض وذلك لتقييم القيمة المالية للمشروع ومدى قدرته على خلق القيمة وقيمة التدفقات النقدية المستقبلية وكذلك على قدرة المقاولين على القيام بهذه المهمة التسييرية مما يجعلها تقدم على اختيار المشاريع ذات المخاطر العالية إذ حسب ARMIT et ALL (1990)

1- خلفه ساهل زينب، حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر، مرجع سابق، ص237.

فإن المقالين الأقل كفاءة سيلجئون إلى الاعتماد على شركات رأس المال المخاطر لمشاريعهم أما الكفاءة منهم فإنهم سيعتمدون على أنفسهم في تسيير مشاريعهم وهذا حتى لا يتقاسموا سلطة القرار أو تقسيم الأرباح المستقبلية.

إلا أن بعض الباحثين يؤدون على أن هذه الشركات لها من المعلومات ما يمكنها من تجاوز المخاطر عن طريق الخبرة المكتسبة على عدة قطاعات اقتصادية وذلك عن طريق التقييم الموضوعي لمدى ربحية هذه المشاريع.

2-المخاطر الأخلاقية: تتجلى هذه المخاطر الأخلاقية في المرحلة اللاحقة التي تلي 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 وزيادة الأرباح كأن يعمدون إلى انتهاج سياسة استثمارية توسعية تكون من خلال مكاسب نفعية خاصة على حساب المؤسسة وهذا ما ذهب إليه العديد من الباحثين التي يكون فيها استحالة مراقبة المسيرين لعدم تماثل المعلومات.

3-مخاطر التحويل: وهي الحالة التي من خلالها يتمكن المسير في العمل على تعظيم منفعه وهذا من خلال الثغرات 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 المميزات التقنية فلا يجد معالم العقد بدقة فيستعملها المسير لصالحه، كل هذه المخاطر قد تضطر شركات رأس المال المخاطر إلى انتهاج سياسة الرقابة، والتي من أجلها تقوم بدفع مصاريف وتحمل أعباء إضافية.

إن Copy et Hirigoyen (2001) يؤكدان على أن اختلاف وجهات النظر حول المخاطر، فشركات رأس أن المسيرين على عكس المساهمين لا يولون أهمية للمخاطر ويعتمدون على تنوع المخاطر لدى المساهمين فلا يكون سلوكهم من أجل المصلحة الخاصة للمساهمين¹.

¹- جمال إيدروج، دور شركات رأس المال المخاطر في تحسين حوكمة المؤسسات الممولة، كتابة الموقع www.asjp.cerist.dz/en/article/54752.

المبحث الثالث: عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

إن عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر لم يعد مرتبطا فقط باستثمارات السيولة في 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 والمشورة وبذلك الإسهام في إنشاء سوق رأس مال 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 المراحل المتميزة ومن ثم الاستكشاف مختلف المفاهيم المرتبطة به.

المطلب الأول: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر و الرقابة عليها

تمر العملية الاستثمارية عن طريق رأس المال المخاطر بمراحل محددة , كما تخضع لرقابة معينة

الفرع الأول : مراحل الأستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

أنجزت عدة بحوث على رأس المال المخاطر والتي ركزت على مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وخصوصا على معايير اتخاذ القرار الاستثماري بوضع مؤسسة رأس المال المخاطر لإستراتيجية واضحة ودقيقة كما تعتمد على فريق عمل يتميز بالخبرة والكفاءة، إلا أنه لوحظ أنه لا توجد مراحل استثمار متفق عليها، سنحاول في بحثنا هذا عرض أهمها وهي كالتالي:

أولاً- أصل الصفقة: تنظر مؤسسات رأس المال المخاطر الصفقات لتأتي إليها ثم تمر الصفقات التي ينظر إليها من قبل أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة على أنها أفضل فرص الاستثمار عبر الفحص العام، تأتي الصفقات للمقاول عبر عدة طرق إذ يمكن للمقاول أن يرسل مباشرة خطة العمل Business plan إلى مؤسسة رأس المال المخاطر عن طريق البريد العام أو الالكتروني كما يمكن للمؤسسات رأس المال المخاطر أن تبادل فرص الاستثمار فيما بينها.

ثانياً-فحص الاستثمار: يتم عبر اتخاذ القرار الاستثماري بمعايير أربعة وهي: قدرة المقاول / المقاولين، جاذبية المنتج / الخدمة، شروط المنافسة / السوق، والعائد المحتمل في حالة نجاح المشروع.

وقد 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 المدة في 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 التقييم يتم التركيز على قدرة الفريق على إنجاز المشروع وكذا قابلية المنتج للتحقيق وكذا قابلية المنتج للتبني من قبل المستهلك. تنقسم عملية تقييم الاستثمار من حيث المخاطر الى مخاطر داخلية و التي تتركز حول تقييم رأس المال البشري للمؤسسة المقولة و مراقبة نشاطها , أما فيما يتعلق بكيفية إستعمال الإستثمار هناك مخاطرة خارجية تتعلق بتقليل السوق للمنتج و رد فعل المنافس ' و أخيرا هناك المخاطرة العملية التي تتضمن تطوير إستراتيجية ومنتج ناجحين , ومن شأن عملية تقييم الإستثمار التقليل من هذه المخاطر.

ثالثاً-التفاوض: عند قبول المشروع المقترح في مرحلة التقييم، تدخل مؤسسة 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 بناء 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 الممولة عن طريق رأس المال المخاطر عن بقية المؤسسات لكونها مؤسسات جديدة ويصعب توقع التدفقات النقدية المستقبلية، كما أن حالة عدم التأكد التي يتميز بها محيط عمل هذه المؤسسات 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 للتعديل فيما بعد وإذا تم الاتفاق حول هذا السعر يتم تمويل المشروع. تسمح مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر بتقليص تكاليف الوكالة المحتملة.

الفرع الثاني: الرقابة في عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وأهميتها

تعد الرقابة إحدى المهام الأساسية لمؤسسة رأس المال المخاطر من خلال المراجعة المتكررة لأداء المؤسسات الممولة عن طريق التدقيق في حساباتها.

أولاً: أهمية الرقابة في عملية الاستثمار

تعنى 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 الفترة 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 يحصل عليها تكون مستقلة عما يثبته من مهارة وقدرة على الرقابة والشئ نفسه بالنسبة للتدفقات النقدية اللاحقة الناتجة عن الاستثمار.
- إذا احتفظ المقاول بحق الرقابة فإنه تصبح عائدات الاستثمار المنتظرة من طرف كل من المقاول ومؤسسة رأس المال المخاطرة والتي تتوقف على مهارة المقاول.

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

يجعل عدم تماثل المعلومات المرتبطة بتمويل المؤسسات الجديدة من الرقابة على المشاريع عنصراً مهماً جداً¹.

ثانياً : الرقابة في عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

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

¹- براق محمد وبن زواي محمد الشريف، مرجع سابق، ص 23-24.

1: الأوراق المالية القابلة للتحويل

تتم مؤسسة رأس المال المخاطر بالأفعال التي يقوم بها المقاول والتي من شأنها أن ترفع من المخاطرة المرفقة بالمشروع، لهذا فمؤسسة رأس المال المخاطر تبذل جهداً كبيراً في نصح ومراقبة المقاولين. غالباً ما يكون لدى المقاول الرغبة في اختصار عملية الاستثمار من أجل الدخول بسرعة إلى السوق، غير أن هذا السلوك من شأنه أن يرفع المخاطرة المرفقة بالمشروع، كما أنه لا يمكن لمؤسسة رأس المال المخاطر عادة مراقبة هذا السلوك أو التغييرات التي تطرأ على الإستراتيجية المتبعة، وتعد الأوراق المالية القابلة للتحويل إحدى الآليات التي تخفض من الرغبة في إتباع هذه السلوكيات.

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

تختلف الأوراق المالية القابلة للتحويل عن الأدوات المالية التقليدية السندات والأسهم، من حيث هيكلتها وآثارها على الاقتصاد، فهي عبارة عن أدوات الملكية وأدوات الدين وخيار الاستدعاء. وهذا يعني أنه بالمقارنة مع أدوات الدين وأدوات الملكية، فإن آليات الرقابة المرتبطة بالأوراق للتحويل 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 للتحويل¹.

تركز الكثير من الدراسات على مشكل التحفيز خلال فترة الاستثمار إذ يظهر جانبان للمخاطرة المعنوية، باعتبار أن كل من المقاول ومؤسسة رأس المال المخاطر مطالبة ببذل مستوى أمثلي من الجهد. وبسبب 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 للتحويل. وتمثل الفكرة الأساسية في أنه من جهة أولى، وبسبب طريقة التسديد عند استعمال الأوراق المالية القابلة للتحويل، والتي تكون عن طريق أجزاء ثابتة، يصبح للمقاول حافز، ألا وهو الوصول إلى دفعات فوق مستوى التسديد الثابت، من خلال جهده الخاص، ومن جهة ثانية، بسبب خيار التحويل يصبح لمؤسسة رأس المال المخاطر حافز أكثر وضوحاً لوضع جهد أكبر في حالة استعمال الأوراق المالية القابلة للتحويل مقارنة بالتمويل المباشر، ومنه لا تبذل مؤسسة رأس المال المخاطر الجهد المطلوب إلا في حالة امتلاكها حق تحويل الأوراق المالية، ولا تقوم بتحويل هذه الأوراق إلا في حالة بذل المقاول الجهد الكافي.

2: الشراكة بين المستثمرين

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

¹- براق محمد وبن زواي محمد الشريف، مرجع سابق، ص25.

أ-اقتسام المخاطرة:

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

ب-تحسين القدرة على اختيار الصفقات:

يمكن الشراكة بين المستثمرين، المؤسسات من تحسين قدرتها على اختيار الاستثمارات وتؤدي دور مهم في التقليل من مشكل الوكالة المحتمل بين مؤسسات رأس المال المخاطر والمقاولين، والذي تنجر عنه عادة مشاكل الاختيار المعاكس، من خلال تمكينه لمؤسسات رأس المال المخاطر من العمل سويا من أجل تقييم واتخاذ القرارات المرتبطة بمخاطر مرتفعة¹. غير أن بعض الدراسات الاستدلالية التي تم القيام بها في أوروبا، أوضحت المخاطرة المتعلقة بمشكل الوكالة قبل الاستثمار ليس المحفز الرئيسي لسلوك المستثمرين في سوق رأس المال المخاطر.

ج-زيادة فرص الاستثمار:

بعد الوصول إلى جودة فرص الاستثمار، من خلال تدفق أكثر لفرص الاستثمار عملية مهمة لجميع مؤسسات رأس المال المخاطر، وتعمل الشراكة بين المستثمرين على زيادة تدفق فرص الاستثمار، من خلال عقود الشراكة بين مؤسسات رأس المال المخاطر وأيضا من خلال تبادل فرص الاستثمار فيما بين هذه المؤسسات. وقد أثبتت الدراسات الإحصائية أن الشراكة بين المستثمرين تسمح بتوزيع المعلومات حول فرص الاستثمار المتاحة، وبالتالي توزيع الرقعة الجغرافية للمؤسسات التي بإمكانها الحصول على تمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

د-إيجابيات تعدد المستثمرين:

- يمكن أن يكون للشراكة بين المستثمرين عدة إيجابيات على كل من المستثمرين والمقاول منها:
- تجنب سيطرة مستثمر وحيد على قطاع الاستثمار.
- استفادة المؤسسة المقاول من الخبرة المشتركة لكل من مؤسسة رأس المال المخاطر المساهمة في الاستثمار.
- حجم التمويل يكون أكبر نسبيا مقارنة بالتمويل عن طريق مستثمر واحد.
- توفير مصادر أكثر للتمويل في المستقبل.

3 عدد دورات التمويل

أثبتت الدراسات الإحصائية أن تقديم التمويل حسب دورات معينة، يسمح لمؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بجمع المعلومات ومراقبة تطور المؤسسة الممولة، كما يتيح أيضا خيار ترك هذه المشاريع بشكل دوري.

¹- براق محمد وبن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، ص23.

ويعد تقديم التمويل بشكل دوري، الآلية الأكثر فعالية في الرقابة التي يمكن استخدامها من طرف مؤسسات رأس المال المخاطر. يمكن أن يمون الالتزام بتقديم التمويل بشكل دوري في مدة زمنية تتراوح بين ستة أشهر وستين، وذلك بالاعتماد على مسار نمو المؤسسة. ويعد التكرار الكبير لعدد دورات التمويل غير عملي، بسبب التكاليف القانونية والزمنية من أجل الكتابة والتفاوض على العقود، وكذا الحاجة إلى فرض رقابة من أجل وضع العقد، كما يرتبط التمويل حسب عدد دورات أقل بنقص في التركيز على الرقابة (انخفاض تكاليف الرقابة) ولكن تصحبه تكاليف وكالة مرتفعة.

المبادلة بين تخفيض تكاليف الوكالة وتحمل تكاليف التبادل وبين عدد دورات التمويل في حالة عدم وجود تكاليف الوكالة، التكاليف القانونية وتكاليف الرقابة، لا تتأثر قيمة المؤسسة بعدد دورات التمويل، لكن في حالة عدم وجود تكاليف الوكالة ووجود كل من تكاليف الرقابة والتكاليف القانونية لكتابة العقد، تنخفض قيمة المؤسسة كلما زاد عدد دورات التمويل. أما في حالة وجود كل من تكاليف الوكالة وتكاليف الرقابة، يكون هناك عدد دورات أمثلي، يعتمد على مقدار تكاليف الرقابة والتكاليف القانونية نسبة إلى الدرجة التي من خلالها يخفض عدد دورات التمويل من تكاليف الوكالة¹.

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

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

الفرع الأول: طرق الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

يمثل رأس المال المخاطر استثمارات تتميز بدرجة سيولة منخفضة لا يمكن بيعها بسهولة وسرعة كالأوراق المالية والبورصة، ويركز رأس المال المخاطر على الاستثمار في المؤسسات التي مرحلة الإنشاء أو بعد الإنشاء وتمثل عملية الخروج من الاستثمار الناجحة عنصر جذب المستثمرين من خلال العائدات المرتفعة من جهة، كما أنها تسمح برفع رأس المال بالنسبة لمؤسسة رأس المال المخاطر من جهة أخرى².

وتتمثل طرق (آليات) الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر فيما يلي:

1- اصدار المشروع أوراقا مالية يتم طرحها للاكتتاب العام وقدها ببورصة الأوراق المالية IPO

(Initial Public Offering) وفي هذه الحالة يحصل المستثمر في مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال المستثمر وعائده في صورة أوراق مالية مقيدة بالبورصة. ويحصل المستثمر على أوراق مالية صادرة عن المشروع يصبح خاضعا لقواعد وأحكام القيد بالنسبة للأوراق المالية الصادرة عن الشركات الصغيرة والمتوسطة والتي تقل حدة عن معايير قيد الأوراق المالية الصادرة عن الشركات من غير

1- براق محمد وبن زواي محمد الشريف، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، ص28.

2- سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم رأس المال المخاطر، ص28.

الشركات المتوسطة والصغيرة وذلك على نحو ما سنرى فيما بعد¹. ويعد الطرح الأولي للجمهور أفضل الطرق التي يسعى إليها أصحاب رأس المال المخاطر للخروج في كل مشروع، فهو يمكن من جني العوائد التي كان من المتوقع تحقيقها.

2- وقد لا يصدر المشروع أوراقا مالية لطرحها في اكتتاب عام، وإنما لطرحها على مستثمرين محددين من خلال طرح خاص Private Placement .

3- أما الطريقة الثالثة وهي الغالبة في أوروبا فتتمثل في التنازل عن المشروع إلى مستثمر آخر، والذي يتمثل في قيام عدد من المستثمرين من المؤسسات أو من الأفراد الطبيعيين بإنشاء شركة قابضة يكون الهدف منها الاستحواذ على المشروع. ويتم تمويل عملية السيطرة هذه عن طريق قيام الشركة القابضة بالاقتراض من البنوك أو من السوق. ويتم سداد أصل القرض وفوائده بمعرفة الشركة القابضة من حصيلة الأرباح التي تحققها الشركة التي تمت السيطرة عليها. وقد يتم الاستحواذ من قبل المستثمر برأس مال مخاطر في المشروع الصغير أو المتوسط -stupid- وعندئذ يكون هذا الشخص لديه معرفة شخصية بالمشروع الأمر الذي يجعل سعر الاستحواذ على المشروع يقترب كثيرا من سعر السوق، هذا على خلاف الحال لو أن المستحوذ لم يكن مستثمرا في المشروع منذ نشأته إذ تكون معلوماته عن المشروع أقل ومن ثم يتعد سعر الاستحواذ عن سعر السوق.

4- وقد يتم خروج رأس المال المخاطر عن طريق اندماج المشروع الذي تم تمويله برأس مال مخاطر في شركة قائمة. ويأخذ المستثمر في مجال رأس المال المخاطر أصل رأس المال المستثمر بالإضافة الى الأرباح في صورة أسهم في الشركة الداخلة والتي يكون لها قيمة سوقية نتيجة قيدها في بورصة الأوراق المالية.

5- وعندما يعمل رأس المال المخاطر من خلال صندوق استثمار، وهو أمر متاح قانونا في كل من مصر وفرنسا وإيطاليا، فإن خروجه يكون عن طريق بيع وثائق الاستثمار الصادرة عن الصندوق إلى الصناديق القابضة القائمة والتي تتكون محفظتها المالية من وثائق استثمار صادرة عن صناديق أخرى. والحقيقة أن ذلك يرجع إلى ما سمح به المشرع الفرنسي منذ عام 1998 لصناديق رأس المال المخاطر من شراء وثائق استثمار صادرة عن صناديق استثمار التي تعمل في مجال التمويل المباشر طويل الأجل والمعروفة باسم صناديق رأس المال المخاطر.

وقد تلعب صناديق الاستثمار المتخصصة دورا هاما في تأمين أفضل استراتيجية لخارج لرأس المال المخاطر مثل قيامها بشراء وثائق صناديق تعديل المسار turn around funds أو القيام بالاستحواذ على صناديق رأس المال المخاطر من خلال الحصول على قروض لتمويل عمليات الشراء حتى يتخارج حملة الوثائق².

الفرع الثاني: عوامل المؤثرة على إختيار طريقة الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر:

قدم كومين (comming) وماكنتوش (mackintosh) نظرية عامة حول العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الاستثمار، وقد لخصت نتائج الدراسة في الجدول رقم (1).

يواجه الملاك الجدد المرتبطين بصفقة الخروج من الاستثمار، مشاكل حول المعلومات المتعلقة بقيمة المؤسسة والرقابة على تسييرها، وتكون هذه المشاكل حاضرة أكثر عند اختيار طريقة الخروج عن طريق العرض العام على الجمهور، بحيث لا يتوفر للملاك الجدد الوقت

1- لوكال أمال شهرزاد، مرجع سابق، ص178.

2- سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم رأس المال المخاطر، موقع توعية المستثمر المصري سنة 2010، ص28-29-30.

اللازم لجمع المعلومات حول المؤسسة وتحليلها، مما يفتح المجال لحضور مشكل الوكالة، فضلا عن المشاكل الأخرى كالتكاليف المرتبطة بتحضير المؤسسة للعرض العام على الجمهور.

يواجه المستثمرون في المؤسسة المقابلة قرار جعل المؤسسة عمومية أو بيعها لمؤسسات خاصة، ويفضل المقاول جعل المؤسسة عمومية بغية كسب حقوق رقابة أكثر مقارنة ببيعها لمؤسسات خاصة، لكن يبقى الهدف المشترك بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمقاول هو الخروج من الاستثمار سواء عن طريق البيع للعامة للمستثمرين أو لمؤسسات خاصة.

الجدول رقم (1):العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الخروج من الاستثمار:

إعادة الشراء	البيع الثانوي	البيع	العرض العام على الجمهور	
1: للسيولة 2: للديون	2	2-1 1: للمؤسسات التكنولوجية	4	قدرة المالكين الجدد على حل مشكل عدم تماثل المعلومات حول قيمة المؤسسة
1: للسيولة 2: للديون	4	2-1 1: للمؤسسات التكنولوجية	5-4 5: للمؤسسات التكنولوجية	قدرة المالكين الجدد على مراقبة وضبط سلوك المسيرين
1	غير محددة	5	1	تفضيل المقاول جعل المؤسسة عمومية
2	2	2	4	تكاليف التبادل عند البيع
1	1	1	5	تكاليف عمل المؤسسة كمؤسسة عامة مقابل تكاليف عملها كمؤسسة خاصة
5	5	غير محددة	1	درجة سيولة الاستثمار بالنسبة للمشتري
2	غير محددة	غير محددة	1	السيولة عند الخروج من الاستثمار: نقدا 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 التسيير المخاطر
لا	لا	نعم	نعم	طريقة مشتركة للخروج من الاستثمار
		عادة	عادة	استراتيجية مشتركة للخروج من الاستثمار
5	4	2	1	تقدم حواجز بالنسبة لسمعة مؤسسة رأس المال المخاطر
5	3	غير محددة	1	تكاليف الوكالة بالنسبة للديون
5	5	غير محددة	1	صورة المؤسسة كمؤسسة عمومية

المصدر : من كتاب تحت عنوان : راس المال المخاطر تجارب و نماذج عالمية، للدكتوران براق سمير و محمد بن زواي ص 31-32.

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

خلاصة

ظهر راس المال المخاطر لأول مرة عند اليونان، ثم عاد للظهور بعد الفبي سنة مع رحلات الأاسبان والبرتغال لاستكشاف العالم الجديد وهو ما يعرف براس المال المخاطر القلم، ثم عاد للظهور بعد الحرب العالمية الثانية سنة 1946 في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة ظهور الصناعات الإلكترونية كما انتشر في الدول الأوروبية ولقي نجاحا كبيرا، ثم انتشر لباقي دول العالم بمافيه الدول العربية. يسمى كذلك براس المال الاستثماري ومصطلح راس المال المخاطر أكثر شيوعا في الاستخدام يشير الى مفهوم ضيق الى تلك التمويلات التي تتعلق بالمؤسسات الابتكارية قبل مرحلة التأسيس إما براس المال الاستثماري الذي يعبر عن جميع تقنيات التمويل التساهمي تكون فيه المؤسسة في مرحلة متقدمة.

ولراس المال المخاطر تعاريف وخصائص عديدة، وجاء من أجل تمويل المؤسسات الناشئة الصغيرة غير مدرجة في الاسواق المالية ولا تستطيع تقديم ضمانات كافية عند الحاجة الى التمويل.

يعرف راس المال المخاطر بتنظيمه الخاص وامتلاكه شركات متخصصة تعرف بشركات راس المال المخاطر تأخذ في الغالب شكل شركات مساهمة وقد تأخذ اشكال أخرى كشركات توصية بالأسهم كما هو الحال في فرنسا، يتم منح رخص إنشاء و مراقبة هذه الشركات من طرف الدولة أو هيئات خاصة كما هو الحال في الجزائر فان رخصة الإنشاء يمنحها الوزير المكلف بالمالية، وتراقب من قبل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومندوب الحسابات.

الفصل الثاني

التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات
الصغيرة و المتوسطة

تمهيد :

تهتم دول العالم اهتمامًا كبيرًا بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل تزايد المنافسة العالمية، حيث تمتاز الوحدات الصناعية والخدماتية بمرونة عالية مقارنة مع المؤسسات الكبرى وهذا ما ساعدها على مواجهة تقلبات أوضاع السوق، كما أنها وحدات قادرة على خلق قيمة مضافة على المستوى القومي وتسهم بنسب معتبرة في خلق فرص العمل لفئات مختلفة من المجتمع. على الرغم من النجاحات التي حققتها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإنها لا تزال تعاني من مشاكل، ومعوقات متعددة تقف في وجه تجسيدها واستمرارها وخاصة مشكلة التمويل، بالرغم من تعدد مصادره.

يعتبر التمويل بجميع أنواعه إحدى أهم ركائز الإستمرار لأي اقتصاد، فقد أصبح اليوم من معايير التمايز في العصر الحديث، فقياس التقدم الاقتصادي لأي دولة يعتمد على قياس صناعة التمويل باعتباره من الخدمات غير ملموسة التي تؤمن حاجات المجتمع والمؤسسات، وقد بات التمويل إحدى متطلبات التنمية الاقتصادية المختلف أنواعها، مما أحدث قفزة نوعية خاصة في اقتصاديات العديد من الدول، لذلك تطوير أدوات التمويل أخذ وما زال يأخذ حيزًا من اهتمام المالىين والمستثمرين على حد سواء.

سنحاول في هذا الفصل التطرق الى مبحثين :

المبحث الاول : ماهية المؤسسة الصغيرة و المتوسطة، وفيه يتم توضيح ماهية المؤسسة بصفة عامة والمؤسسة الصغيرة

والمتوسطة بصفة خاصة

المبحث الثاني: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، بالتطرق إلى مفهوم التمويل عن

طريق رأس المال المخاطر، آلياته، مراحل خصائصه، مزايا وعيوبه ودوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المبحث الأول ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن التطرق لموضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتطلب تحديد مفهوم هذه المؤسسات من أجل تحديد معالمها ومجالات تدخلها. في البداية سوف نقوم بتحديد مفهوم المؤسسة بصفة عامة في المطلب الأول ثم سوف نتطرق إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مطلب ثاني.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسة

تناولنا في هذا المطلب كل ما يخص المؤسسة في تعريف، نشأة، تصنيف، وظائف والأهداف.

الفرع الأول: تعريف وتصنيف المؤسسة

أولاً: تعريف المؤسسة:

هي ترجمة لكلمة *Entreprise* وبالتالي أعطيت لها تعاريف مختلفة⁽¹⁾.

- المؤسسة هي الوحدة الاقتصادية التي تتجمع فيها الموارد البشرية والمادية اللازمة للإنتاج الاقتصادي.
- المؤسسة هي تنظيم إنتاجي معين، الهدف منه إيجاد قيمة سوقية معينة من خلال الجمع بين عوامل إنتاجية، تتولى بيعها في السوق لتحقيق الربح المتحصل من الفرق بين الإيراد الكلي الناتج من ضرب سعر السلعة في الكمية المباعة منها تكاليف 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 نوعاً ما تؤخذ فيها القرارات حول تركيب الوسائل البشرية، المادية والإعلامية بغية خلق قيمة مضافة حسب الأهداف في نطاق زمني ومكاني»⁽²⁾.

كما يعرفها مكتب العمل الدولي على أنها: «كل مكان لمزاولة نشاط اقتصادي ولهذا المكان سجلات مستقلة».

من كل التعاريف السابقة يمكن أن نعتبر المؤسسة تنظيم اقتصادي مستقل مالياً في إطار قانوني واجتماعي معين هدفه دمج عوامل الإنتاج من أجل إنتاج أو تبادل سلع وخدمات مع أعوان اقتصاديين آخرين بغرض تحقيق نتيجة ملائمة، وهذا ضمن شروط اقتصادية تختلف باختلاف الحيز المكاني والزمني الذي يوجد فيه وتبعاً لحجم نشاطه.

ثانياً: تصنيف المؤسسة

تتخذ المؤسسات أنواعاً مختلفة وذلك تبعاً لعدة تصنيفات:

1/ التصنيف على أساس الملكية: تنقسم إلى:

- المؤسسات الخاصة: وهي التي تعود ملكيتها لشخص أو مجموعة من الأشخاص تكون في مجموعها ما يسمى بالقطاع الخاص.
- المؤسسات العمومية: يعود رأس مالها للدولة أو الجماعات المحلية وهي تكون ما يسمى بالقطاع العام.
- المؤسسات المختلطة: تكون ملكيتها للقطاع العام والخاص.

(1): عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، طبعة 5، الجزائر، 2007، ص 24.

(2): عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2002، ص 25.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

2/ التصنيف على الأساس القانوني: يمكن تقسيمها إلى مؤسسات أموال (أو شركات أموال) أو مؤسسات أشخاص (شركات أشخاص).

أ- شركات الأشخاص: شركات الأشخاص تقوم على الاعتبار الشخصي بين الشركاء بمعنى أنها تعتمد على شخصية الشركاء والثقة المتبادلة بينهم، وليس على ما يقدمه كل منهم من مساهمات عينية أو نقدية، ومن شركات الأشخاص نجد:

* **المؤسسات الفردية:** وهي تلك المؤسسات التي تمتلك وتقوم وتسير من قبل شخص واحد، هو المسؤول الوحيد عن نتائج نشاطها من ربح وخسارة وينتشر هذا النوع من المؤسسات في بعض الاقتصاديات.

* **شركات التضامن:** شركة التضامن هي عقد بين اثنين أو أكثر يكونون مسئولين شخصيا وبالتضامن عن كل الإلتزامات الناشئة عن هذا التعاقد ولا تتحدد مسؤولية الشريك بقدر حصته في الشركة وإنما تتجاوزها إلى أمواله الخاصة كما أن الشركاء في هذا النوع من الشركات يكتسبون صفة التاجر.

* **شركات التوصية البسيطة:** يتكون هذا النوع من الشركات من نوعين من الشركاء، شركاء متضامنون وهم الذين يتولون إدارة الشركة وممارسة أعمالهم، كما هو الحال في شركة التضامن وشركاء موصون لا يسألون إلا بمقدار الحصة التي قدموها في رأس مال الشركة أو التي تعهدوا بتقديمها، بمعنى آخر يساهم الشركاء الموصون بنسبة معينة في رأس مال الشركة ولا يتدخلون في الإدارة ويكون كل منهم مسؤول عن ديون الشركة التزاماً بمقدار حصته في رأس مالها (مسئولية مالية محدودة).⁽¹⁾

* **شركات المحاصة:** وهي شركات تجارية تنعقد بين شخصين أو أكثر، ويدير أعمالها ويمارسها شريك ظاهر يتعامل مع الغير، ولا يعتبر الشريك غير الظاهر في شركته المحاصة تاجرًا إلا إذا مارس العمل التجاري بنفسه.

وتكون الشراكة في هذا النوع من الشركات مقتصرة على العلاقة الخاصة بين الشركاء على أنه يجوز إثبات الشركة بين الشركاء بجميع طرق الإثبات، حيث أن شركة المحاصة لا تتمتع بالشخصية الاعتبارية ولا تخضع لأحكام وإجراءات التسجيل والترخيص.

ب- **شركات الأموال:** شركات الأموال تقوم على الاعتبار المالي بين الشركاء أي تقوم على أساس تكوين رؤوس الأموال الضخمة من طرف الأفراد مما يحقق وفرة رأس المال وغياب العنصر الشخصي في تكوين الشركة ومن شركات الأموال نجد:

* **شركات المساهمة:** وهي أكثر إنتشارًا، ويقسم رأس مال شركات المساهمة إلى أسهم مساوية القيمة وقابلة للتداول، وتقتصر مسؤولية المساهم فيها على قيمة الأسهم التي يمتلكها، إذ لا يكتسب فيها الشركاء صفة التاجر ويستمر نشاطها بغض النظر عن إفلاس أو وفاة أحد الشركاء.

* **شركة ذات المسؤولية المحدودة:** هذا النوع من الشركاء يعتبر خليط بين شركات الأموال وشركات الأشخاص إذ تجمع الشركة بين خصائص النوعين حيث يتحلى الشركاء المسؤولية في حدود ما قدموا في حصة ويشترط في إسم الشركة أن تذكر عبارة «ذات مسؤولية محدودة» ومن الناحية الاقتصادية فإن هذا النوع من الشركات يناسب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يقبل الشركاء فيها المسؤولية المطلقة التي تقوم في شركات التضامن ولا يصل رأس مالها إلى الحد الأدنى اللازم إلى شركة المساهمة.

(1):نسيمة حسيني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، علوم التسيير، تخصص مالية بنوك، جامعة أم البواقي، السنة 2012-2013، ص 2-4.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

* شركة التوصية بالأسهم: يتكون هذا النوع من الشركات من نوعين من الشركاء النوع الأول شركاء متضامنون كل شريك منهم مسؤول في جميع أمواله عن كل ديون الشركة، أما النوع الثاني فيهم شركاء موصون أو المساهمين لا يقل عددهم عن أربعة ولا يسألون عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمهم.

* شركة التعاونية: يقسم رأس مال هذه الشركات إلى حصص أو أسهم متساوية القيمة وغير قابلة للتجزئة، ويجوز أن ينص عقد الشركة على مسؤولية الشركاء في حالة إفلاس الشركة مسؤولية إضافية عن ديونها في حدود ضعف قيمة حصص الشركاء.⁽¹⁾

3/ التصنيف على أساس النشاط الاقتصادي:

تكون مجموع المؤسسات التي بما نفس النشاط الرئيسي أو ما يسمى بالقطاع الاقتصادي حيث نجد ثلاث أنواع رئيسية تستخدم على المستوى الكلي:

- القطاع الأولي: يشمل جميع النشاطات التي لها علاقة مباشرة مع الطبيعة كالأنشطة الزراعية والصيد البحري، إنتاج المواد الأولية الزراعية.

- القطاع الثانوي: يضم الأنشطة المتعلقة بعملية التحويل والتصنيع، البناء، الأشغال العمومية، المحروقات.

- القطاع الثالث: يضم كل المؤسسات الخدمية كالبنوك، شركات التأمين، النقل، التوزيع، المؤسسات التجارية.

4/ التصنيف على أساس الحجم: تنقسم على أساس هذا المعيار إلى:

- مؤسسات صغيرة ومتوسطة جدًا.

- مؤسسات متوسطة.

- مؤسسات كبيرة.

الفرع الثاني: خصائص ووظائف المؤسسة

أولاً: خصائص المؤسسة: من التعاريف السابقة يمكن استخلاص الخصائص التالية:

1- الشكل الاقتصادي: ويكون على شكل سلع أو على شكل وسائل الإنتاج أو خدمات يستعملها المواطن، ولكي تستمر عملية الإنتاج لا بد من ضمان الموارد المالية ويكون ذلك عن طريق الإعتمادات أو القروض أو الجمع بين هذه العناصر والتحديد الواضح للأهداف والسياسة والبرامج وأساليب العمل فكل مؤسسة تصنع أهداف معينة تسعى لتحقيقها.

2- الشكل التقني: المفهوم التكنولوجي والتقنيات الحديثة التي تتطور باستمرار حيث كل دورة إنتاجية فيها ادخالات جديدة وبالتالي تأثر معلومات تقنية جديدة.

3- الشكل القانوني: تعتبر المؤسسة شخصية معنوية قانونية مستقلة تحمل اسمًا خاصًا، لها ميزانيتها ولها خططها الخاصة بها، ملكيتها الخاصة، ولها حقوق وصلاحيات وهي مسؤولة أمام العدالة.

4- الشكل الاجتماعي: المؤسسة لها طابع جماعي بالنسبة للعمال لإنتاجها⁽²⁾ مرتبط بمؤسسات أخرى، إذ سلعتها تنفيذ مجموعة كبيرة من المواطنين وهناك خصائص أخرى منها:

(1): نسيمه حسيني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات صغيرة ومتوسطة، مرجع سابق، ص 5.

(2): الموقع الإلكتروني: [Research-ready-blog spot.com/2012/06/fondiation,htm](http://Research-ready-blog-spot.com/2012/06/fondiation,htm) L.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

- أن تكون المؤسسة قادرة على البقاء بما يدخل لها من التمويل الكافي وظروف سياسية مواتية ويد عاملة كافية على تكييف نفسها مع الظروف.

- زوال المؤسسة إذا ضعف مبرر وجودها أو تضاءلت كفاءتها.⁽¹⁾

ثانيا: وظائف المؤسسة:

تنوع وظائف المؤسسة ويختلف عددها وطبيعتها باختلاف المؤسسات نفسها، ومع ذلك فقد اتفق معظم الباحثين والمهتمين بإدارة الأعمال على أن هناك العديد من الوظائف والتي قد تكون جزءاً منها بالنسبة لإدارة أي مؤسسة، كالوظيفة المالية، الوظيفة الإنتاجية، الوظيفة التسويقية ووظيفة الموارد البشرية.

1: الوظيفة المالية: هي عبارة عن جملة العمليات المرتبطة بتلبية الحاجات الضرورية للمؤسسة من خلال البحث عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة، وذلك في إطار تحديد المصادر المالية المتاحة لهذه المؤسسة، ويكون ذلك أساساً من خلال إعداد البرامج والخطط الاستثمارية المتعلقة بالتمويل لضمان إستمرار نشاط المؤسسة في السوق وتحقيق مجمل أهدافها.

وتجدر الإشارة إلى أن فعالية هذه الوظيفة مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بفعالية التحكم في الأدوات المحاسبية المختلفة كالميزانية، جدول حساب النتائج، الجداول الملحقه الأخرى.

2: الوظيفة الإنتاجية: تعبر الوظيفة الإنتاجية عموماً عن نشاط المؤسسة الذي تزاوله في أسواقها من خلال إنتاج السلع والخدمات وتوجيهها إلى المستهلكين، وتم هذه الوظيفة بالإستعانة بمختلف المدخلات من مواد أولية، رأسمال، عمل وغيرها وتحويلها إلى سلع وخدمات من خلال عدة عمليات تحويلية كال تصنيع، الورشات... إلخ.

3: الوظيفة التسويقية: تمثل وظيفة التسويق في المؤسسة في الحثيات التي تهتم بها المؤسسة من خلال إستراتيجيتها التي تعتمد عليها في إيصال مختلف السلع والخدمات التي تنتجها إلى مختلف زبائنها بهدف إشباع حاجياتهم ورغباتهم⁽²⁾ حيث نشير إلى أن التسويق هو ذلك النشاط الإنساني الذي يهدف إلى إشباع حاجات ورغبات المستهلك من خلال عمليات التبادل (تعريف كوتلر **KOTLER**)، حيث ينطوي هذا التعريف الأساسي للتسويق في طبياته على انسيابية سلع وخدمات المؤسسة من خلال ما يسمى بالمزيج التسويقي.

4: وظيفة الموارد البشرية: يعتبر هذه الوظيفة من أهم الوظائف التي تهتم بها المؤسسات الاقتصادية وذلك على اعتبار أن العنصر البشري هو رأس المال الحقيقي للمؤسسة. وهو العنصر المحرك لمختلف عملياتها على مختلف مستوياتها الإدارية.⁽³⁾

(1): نفس المرجع السابق:

(2): سميرة عميش، مطبوعة محاضرات مقياس اقتصاد المؤسسة، جامعة محمد بوضياف المسيلة، السنة الجامعية 2015-2016، ص 18-19.

(3): نفس المرجع، ص 19.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

الفرع الثالث: أهداف المؤسسة والفرق بين المؤسسة والشركة

أولاً: الأهداف الرئيسية للمؤسسة:

تعبر الأهداف عن النتائج أو الغايات التي ترغب المؤسسة بلوغها وحسب الكاتب سكوت (Scott) يمكن تعريف الأهداف على أنها: «تصورات لنهاية مرغوبة- ظروف وحالات يسعى العاملون لتحقيقها من خلال أداء واجباتهم» كما عرفها الكاتب بيرو (Perrow) على أنها: «تمثل الخرجات المحددة التي تضعها المؤسسة وتسعى لتحقيقها».

حيث تعتبر هذه الأهداف بيانات عامة لما يجب أن تفعله المؤسسة.

هناك العديد من المهداف التي تسعى المؤسسة الوصول إليها من خلال القيام بنشاطها (سواء كانت عمومية أو خاصة) ولنخصها

في العناصر التالية:

1/ الأهداف الاقتصادية: تتمثل الأهداف الاقتصادية للمؤسسة فيما يلي:

أ- تحقيق الربح: يعتبر الربح من أهم المعايير الدالة على صحة المؤسسة اقتصاديًا نظرًا لحاجة المؤسسة إلى الأموال من أجل تحقيق الإستمرارية في النشاط والنمو. حيث تحقيق الربح يسمح بتوسيع نشاط المؤسسة، تحديد التكنولوجيا المستعملة وتسديد الديون، وطبعًا تختلف درجة الإهتمام بالأرباح بين المؤسسة العمومية والخاصة.

ب- تحقيق متطلبات المجتمع: إن تحقيق المؤسسة للنتائج المسطرة يمر حتمًا عبر بيع الإنتاج المادي (السلع) وتغطية تكاليفها، فهي بذلك تحقق طلبات المجتمع، وعليه يمكن القول بأن المؤسسة الاقتصادية تحقق هدفين في نفس الوقت:

- تحقيق طلبات المجتمع (المستهلكين).

- تحقيق الأرباح.⁽¹⁾

ج- عقلنة الإنتاج: يتم ذلك من خلال الإستعمال العقلاني لعوامل الإنتاج، رفع إنتاجها بواسطة التخطيط الجيد والدقيق للإنتاج والتوزيع بالإضافة إلى مراقبة عملية تنفيذ هذه الخطط والبرامج، وهو ما يسمح بتحقيق رضا المستهلكين.

2/ الأهداف الاجتماعية: تتمثل الأهداف الاجتماعية للمؤسسة فيما يلي:

- ضمان مستوى مقبول من الأجور مقابل مجهوداتهم وهو ما يسمح بتحسين مستوى معيشة العمال.

- الدعوة إلى تنظيم وتماسك العمال من خلال علاقات مهنية واجتماعية رغم إختلافهم في المستوى العلمي، الإلتزام السياسي والاجتماعي.

- توفير التأمين والمرافق للعمال (التأمين الصحي، التأمين ضد حوادث العمل التقاعد...).

3/ الأهداف الثقافية والرياضية: تتعلق هذه الأهداف بالجانب التكويني والترفيهي ومن بينها:

- توفير الترفيهية والثقافية التي تعمل على إفادة العمال.

- تدريب العمال المبتدئين ورسكلة القدامى وخاصة مع تطور وسائل التكنولوجيا يتطلب الأمر التدريب.

- تخصيص أوقات للرياضة: تسمح المؤسسة للعمال بمزاولة نشاط رياضي في وقت محدد (اليابان: بعد الغداء).

(1): iqtissad.blog.spot.com/2012/09/blog-post_4820.html

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

4/ الأهداف التكنولوجية: من خلال قيام المؤسسة بالبحث والتطوير وذلك بتوفير إدارة خاصة بعملية تطوير الوسائل والطرق الإنتاجية علميًا وترصد لها مبالغ كبيرة.⁽¹⁾

ثانيا: الفرق بين المؤسسة والشركة

بعد تطرقنا في الفصل الأول إلى تقنية رأس المال المخاطر والتوصل إلى أنها تعمل بواسطة شركات تسمى شركات رأس المال المخاطر التي تقوم بتمويل المؤسسات ارتأينا في هذا الفرع توضيح الفرق بين المؤسسة التي تستقبل التمويل والشركة التي تمد التمويل وتم تلخيص الفروقات في جدول رقم 02 للتوضيح أكثر:

الجدول رقم 02: الفرق بين المؤسسة و الشركة

من حيث	المؤسسة	الشركة
التأسيس	<ul style="list-style-type: none"> - الحصول على الوثيقة الخاصة بالسجل التجاري. - توفير وثيقة الملكية أو إيجار موقع المؤسسة مع الإذن الخاص بالأشغال. - تقديم هوية الأحوال المدنية. - توقيع الشخص المسئول عن التأسيس. 	<ul style="list-style-type: none"> - اختيار اسم الشركة ولا يجب أن يكون مشابه لاسم شركة أخرى. - تحديد طבעة عمل الشركة. - معرفة الالتزامات المالية المرتبطة حيث يجب على أصحاب الشركات التعرف على متطلبات القانون الخاص بالشركات والحرص على الوفاء بكافة الالتزامات المرتبطة بهم.
الخصائص	<ul style="list-style-type: none"> - تمتلك كل مؤسسة شخصية اعتبارية وقانونية خاصة بها ومستقلة عن أصحابها. - تعد المؤسسة وحدة اقتصادية في قطاع الاقتصاد. - تسعى المؤسسة إلى تحقيق العديد من الأهداف النوعية والكمية قصيرة أو متوسطة أو بعيدة المدى. 	<ul style="list-style-type: none"> - تعد الشركة كيان قانوني يتميز باستقلالية خاصة عن الأعضاء المؤسسين لها إذ من الممكن البيع والشراء والمشاركة في الصفقات باستخدام اسم الشركة. - تعتبر بعض الشركات ذات مسؤولية محدودة حيث تقتصر مسؤولية المساهمين فيها على قيمة الأسهم الخاصة بهم. - يظل وجود الشركة مستمر بشكل هام مهما ظهرت تغيرات في ملكيتها (نقل الملكية).
أهداف المؤسسة	<ul style="list-style-type: none"> - تحقيق الأرباح: هو الهدف الرئيسي للمؤسسة الذي يحافظ على إستمراريتها ويتطلب منها في البداية تحقيق أقل مستوى من الأرباح من أجل رفع قيمة رأس المال الخاص بها. - توفير مستوى أجور مناسب: هو اعتبار الموظفين من أوائل المستفيدين من النشاطات 	<ul style="list-style-type: none"> - الأهداف المالية: هي دور مديري الشركات في وضع أهداف مالية خاصة بها ويجب أن تكون أهداف واقعية من الممكن قياسها مثل زيادة إيرادات وأرباح شركة. - المبيعات والتسويق: هي توفير قياس لصناعات الشركة من أجل معرفة هدف نجاح مبيعاتها أمام

(1): نفس المرجع السابق.

<p>الشركات المنافسة.</p> <p>الموارد البشرية: هي تغطية الأمور المتعلقة بالهيكل التنظيمي والقضايا الخاصة بالموظفين، كما تشمل الاهتمام بالأهداف الخاصة بالتطوير والتدريب والسعي نحو تحسين معدل الإنتاجية من خلال تطبيق مجموعة من البرامج التدريبية داخل بيئة عمل الشركة.</p> <p>خدمة الزبائن: هي هدف الشركة في قياس الرضا الخاص بالعملاء عن جودة وأسعار الخدمات أو السلع التي تقدمها، كما يشمل هذا الهدف التقليل من الوقت الخاص بتوفير المنتجات للزبائن، وسرعة الإستجابة لإستفسارات وآراء العملاء.⁽¹⁾</p>	<p>الخاصة بالمؤسسة لذا يحصلون على أجور كنتيجة لعملهم بها، وترتفع مستويات الأجور للإرتفاع والإنخفاض وفقا لطبيعة عمل المؤسسة ونوعية النظام الاقتصادي السائد.</p> <p>التميز بتطبيق سلوكيات تؤثر على ثقافة المجتمع وهو دور المؤسسة في تقييم التدريب للموظفين الجدد أو الحاليين لمواكبة التطورات السريعة.</p> <p>البحث عن وسائل الإنتاجية العلمية: وهي مواكبة المؤسسة للتكنولوجية بهدف دعم تحقيق نسبة مرتفعة من الأرباح التي تتناسب مع حجم المؤسسة.</p>
---	--

المصدر www.mawdoo3.com

المطلب الثاني: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تتم علوم اقتصاد المؤسسة بدراسة واقع وظروف وتحديات البيئة المؤسساتية على المؤسسة، ويوفر هذا العلم في الوقت نفسه أسس ومناهج مختلفة للتعريف بالوحدات الاقتصادية.

لذلك وجود عوامل بيئية عديدة تحكم حجم ونشاط المؤسسة وتؤثر على مساراته المستقبلية تجعل تصنيفات المؤسسات يأخذ بعين الاعتبار محددات عديدة قد تكون مادية أو غير مادية كالإهتمام بالهيكل التنظيمية أو بالتكنولوجيات المستخدمة أو بالقدرة التنظيمية للملاك أو محددات أخرى كالمحددات النظرية.

والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبالرغم من النجاحات التي حققتها، فإنها لا تزال تعاني من مشاكل عديدة وأهمها الإحتياجات المالية التي تدفعها للبحث عن مصادر التمويل المختلفة.

وبغرض التعرف أكثر على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سوف نتطرق إلى التعريف بها والأهمية، الدور، الخصائص، الأشكال والمشاكل التي تواجهها وكذا التطرق للإحتياجات المالية ومصادر تمويلها.

الفرع الأول: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (النشأة، المفهوم و الخصائص)

أولاً: النشأة التاريخية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

حل المؤسسات الإنتاجية الكبيرة اليوم أصبحت مؤسسات عابرة للقارات كانت في بداية مراحلها عبارة عن مؤسسات صغيرة في صيغة ما كان يصطلح عليه المانيفاكشور في بداية تشكل النظام الاقتصادي الرأسمالي خلال القرنين الثامن عشر، غير أن بعض الكتابات تشير إلى أن المؤسسات الصغرى نشأت في الصين في أواخر أربعينيات القرن الماضي، وفي أوائل خمسينياته في الولايات المتحدة الأمريكية ومنتصف ستينياته في اليابان، وحضيت برعاية الحكومات والمنظمات المحلية من خلال إصدار التشريعات التي حققت لها الاستقرار

(1): الموقع الإلكتروني: mawdoo3.com

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

والحماية والنمو والتطور وذلك بإنشاء المؤسسات والأجهزة التي تقوم برعايتها ومساعدتها على تسويق منتجاتها وحمايتها من التغيرات المفاجئة في أسعار عوامل الإنتاج، وذلك بتقديم الإعانات والقروض وتعتبر اليابان في طليعة الأكثر تنظيمًا لهذه المؤسسات، في حين يعتمد الاقتصاد الصيني على المؤسسات الصغيرة التي هي محور النشاط الاقتصادي وتعمل الدولة حاليًا على تملكها للقطاع الأهلي وتنتهج هذه الدول عدة سياسات لدعمها تتمثل على الأخص في الإعفاء من الضرائب ووضع النظم التمويلية المساندة بالإضافة إلى التدريب والتأهيل والمشورة الفنية.⁽¹⁾

ثانيا: مفهوم وتعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لا يوجد تعريف دقيق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فالمؤسسات التي تعتبر في الدول المتقدمة صغرى، تعتبرها الدول النامية كبرى، كما يوجد أكثر من تعريف في الدولة الواحدة. من الصعب. إيجاد تعريف موحد ينطبق على كل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك أن مفهوم هذه المؤسسات يختلف من دولة إلى أخرى ومن نظام اقتصادي إلى آخر، إذ أن هناك أكثر من 50 تعريفا مختلفا يتم إستخدامه في 75 دولة وفي هذا الإطار اعتبر صندوق النقد الدولي المؤسسة التي تستخدم أقل من (5) عمال صغيرة في حين المؤسسة هي التي تستخدم من 05 إلى 19 عاملاً، وتعتبر المؤسسة كبيرة عندما تستخدم 20 عاملاً فأكثر وبالمقابل صنف البنك الدولي ومنظمة العمل الدولية هذه المؤسسات حسب مستوياتها إلى المؤسسات الفردية، وهي التي يعمل بها أقل من 15 عاملاً لا يزيد قيمة الأصول الثابتة بخلاف الأراضي والمباني عن 10000 دولار أمريكي.⁽²⁾

1- معايير تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

لقد تبنت الدول معايير مختلفة لتعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يرى جوليان ومورال (P.A.Julien,B.Morel) أن التعدد والاختلاف في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يعتبر أولى الخصائص الحقيقية الاقتصادية المتعلقة، بهذا النوع من المؤسسات، ويمكن النظر إلى إشكالية تعريف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة من خلال التطرق إلى إشكالية اختلاف التعاريف، باختلاف المداخل والأغراض، والتطرق إلى إشكالية تحديد التعريف تختلف المعايير الدولية المعتمدة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا ان ثمة معيار مشترك بينما في كل القطاعات الاقتصادية، فمعيار اليد العاملة تستعمله جميع القطاعات، إذ يعتبر أكثرها دلالة، إلا أنه يجب إدخال العامل المالي في التعريف كونه ضروري ومكمل لمعيار اليد العاملة ويساعد على تحديد أهمية المؤسسة الصغيرة والمتوسطة أما المعايير الأخرى فتستعمل في بعض القطاعات دون الأخرى، فقطاع الصناعة عادة ما يستعمل معيار رأس المال أو إجمالي أصول الميزانية مثل كوريا الجنوبية.⁽³⁾

(1):محمد راتول، بن داودية وهيبية، بعض التجارب الدولية في دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدولة العربية يومي 17، 18 أبريل 2006، ص 172.

(2):دراجي كريمة، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات، دراسة حالة الجزائر، مقال بمجلة الاقتصاد الجديد، العدد 09- سبتمبر 2013، ص 344.

(3): العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة (2 مؤ) المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه بجامعة قسنطينة 2010-2011، ص 156.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

بينما يستخدم قطاع الخدمات أو الأنشطة التجارية معيار رقم الأعمال السنوي ويرجع ذلك بالدرجة الأولى إلى اختلاف دلالة ومردودية الأصول من قطاع إلى آخر، فأصول القطاعات الصناعية تكون عادة أكبر من أصول قطاعات الخدمات، كما يستعمل معيار الوعاء الضريبي في تحديد مفهوم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، وذلك لتحديد أغراض معينة كالإستفادة من الدعم الحكومي، الإعفاء الضريبي أو تخفيض معدل الضريبة والحصول على تمويل مناسب للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة بالرغم من المحاولات المتعددة والمختلفة من قبل المنظمات المتخصصة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإنعقاد مؤتمرات وندوات علمية إلا أنه لا يوجد حتى الآن تعريف محدد وشامل ومتفق عليه لهذه المؤسسات، لذا وقع شبه إجماع بين العديد من الباحثين ومراكز البحث على أنه من الضروري الاحتكام إلى مجموعة من المعايير والمؤشرات من أجل وضع تعريف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يمكننا أن نفرق بين معيارين كمي ونوعي.

أ: المعايير الكمية:

إن تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يخضع لجملة من المعايير والمؤشرات الكمية لقياس أحجامها ومحاولة تمييزها عن باقي المؤسسات والتي من شأنها أن تستخدم لأغراض إحصائية وأخرى تنظيمية. إذ يسهل بمقتضاها جمع البيانات الإحصائية تمهيدا للاستفادة منها، كما أنها تساعد الجهات التنظيمية المهتمة بدعم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أداء مهامها. حيث تصنف إلى معايير كمية بسيطة كعدد العمال، حجم الإنتاج وقيمة الأصول الثابتة...، وأخرى مركبة تربط بين أكثر من معيار كرأس المال وعدد العمال معا. وهناك من يصنفها إلى معايير تقنية واقتصادية وأخرى إلى نقدية ومالية وفيما يلي أهم هذه المعايير:

1: معيار العمالة:

يعتبر معيار عدد العاملين من أهم المعايير الكمية التي تستخدم في تعريف المؤسسات الصغيرة وأكثرها شيوعا. وذلك نظرا لأن هذا المعيار يتمتع بالعديد من المزايا بسبب سهولة الحصول على البيانات والمعلومات الخاصة بحجم العمالة في مختلف المؤسسات. حيث أنها لا تنطوي على أية حساسة أو سرية خاصة وأنها تطلب في أغلب الأحيان لأغراض إدارية مختلفة. بالإضافة إلى سهولة استخدامه عند إجراء المقارنة الدولية نظرا لبساطة تطبيقه مما يسمح بإجراء مقارنة دقيقة وفعالة بين المؤسسات التابعة للقطاع الواحد، كما يتمتع بالثبات النسبي أكثر من المعايير الأخرى خاصة النقدية منها فهو لا يتأثر بتغيرات قيمة النقود وارتفاع معدلات التضخم.

لكن الاسترشاد بهذا المعيار لوحده لا يعكس بالضرورة الحجم الحقيقي للمؤسسة بسبب تجاهله لحجم رؤوس الأموال المستثمرة وتقنيات الإنتاج والتكنولوجيا المطبقة، هذا إلى جانب انعدام مصداقية المعلومات المقدمة أحيانا نتيجة عدم تصريح أرباب الأعمال بالعدد الفعلي للعمال، كما يعاب على هذا المؤشر اعتماده على العدد المطلق للعمال دون الأخذ بعين الاعتبار مستوى تعليمهم، تكوينهم، مهاراتهم ودرجاتهم⁽¹⁾ بالإضافة إلى أنه يطرح مشكل المقارنة بين حجم المؤسسات في الدول المتقدمة والنامية بسبب اختلاف معامل رأس المال، ففي الوقت الذي تميل فيه الأولى إلى تكثيف رأس المال نسبيا، تميل الدول النامية إلى تكثيف العمالة، مما يؤدي إلى اختلاف استخدام هذا المعيار من دولة لأخرى وكذلك داخل الدولة ذاتها من قطاع لآخر بل وحتى داخل نفس القطاع.

(1): سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، الموسم 2013-2014، ص 26.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

أ2: معيار رأس المال المستثمر:

يرى بعض الباحثين أن الاسترشاد بمعيار رأس المال المستثمر قد يكون أكثر فاعلية في تحديد حجم المؤسسة لأنه يمثل عنصراً هاماً في تحديد الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، خاصة بالنسبة لبرامج تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تركز على حجم الأصول الرأس مالية عند تقرير منح الإعانات أو القروض الميسرة.

ومع ذلك يعاب على هذا المعيار صعوبة الفصل بين الأموال والممتلكات الخاصة لصاحب المؤسسة والأصول الرأس مالية للمنشأة ذاتها، وإغفال صاحب المؤسسة الصغيرة والمتوسطة عن بعض مكونات رأس المال المستثمر أو عدم رغبته في الإفصاح عنها أو إظهارها بقيمتها الحقيقية، إلى جانب تعذر التقدير الدقيق لقيمة الآلات والمعدات كأصول ثابتة نظراً لحصول المؤسسة عليها في أوقات مختلفة. بالإضافة إلى صعوبة إجراء المقارنة الدولية بين أحجام المؤسسات بسبب مشاكل أسعار الصرف وضرورة تحويل عملات الدول المختلفة إلى عملة واحدة.

أ3: معيار معامل رأس المال:

تفادياً للانتقادات التي وجهت للمعيارين السابقين تم المزج بينهما في معيار مشترك يمثل النسبة بين رأس المال الثابت وعدد العمال، والذي يعمل على تقييم الكمية اللازمة من رأس المال لتوظيف عامل واحد بدقة كبيرة. حيث توجد علاقة طردية بين هذا المعامل وحجم رأس المال الذي تختلف نسبته حسب طبيعة النشاط الممارس في المؤسسة وطبيعة الكثافة العمالية والأموال المستخدمة فيها، لذا نجد أن هذا المعامل يرتفع في المؤسسات الصناعية وينخفض في المؤسسات التجارية والخدماتية.

لكن ما يأخذ على هذا المعيار أن تطبيقه يؤدي إلى استبعاد المؤسسات التي توظف أعداداً قليلة من العمال ولكنها تتطلب استثمارات عالية تفوق الحد الأقصى لرأس المال، وكذلك المؤسسات التي تتميز بارتفاع أعداد المشتغلين بها عن الحد الأقصى للعمالة رغم صغر حجم استثماراتها. في حين يسمح بإدراج المؤسسات الكبيرة مثيفة العمالة ضمن دائرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

أ4: معيار رقم الأعمال:

يتميز هذا المعيار بصلاحيته للتطبيق على المؤسسات الصناعية، التجارية والخدمية، وإن كان يتطلب توفر معلومات وبيانات دقيقة عن المبيعات السنوية للمنشآت وهو ما يتعذر في حالة أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة تلك التي لا تحتفظ بدفاتر وحسابات منتظمة، كما يصعب تطبيقه في حالة الرغبة في إجراء مقارنات بين نوعيات مختلفة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفي حالة الأنشطة التي تتصف بمبيعاتها بالتغيرات أو التقلبات الموسمية لذا يفضل حساب متوسطها لستين على الأقل بدل سنة واحدة، خاصة أن قيمة المبيعات خاضعة للتغيرات الحاصلة في أنظمة التسيير إلى جانب صعوبة الاعتماد على هذا المؤشر عند المقارنة بين فترات زمنية مختلفة بسبب تغيرات الأسعار ومعدلات التضخم ومشاكل تقلبات أسعار الصرف.⁽¹⁾

أ5: معيار القيمة المضافة:

يقصد بالقيمة المضافة صافي إنتاج المؤسسة بعد استبعاد قيمة المستلزمات الوسيطة المشتراة من الغير ويصلح هذا المعيار للتطبيق في المجال الصناعي. حيث يمكن حساب قيمة الإنتاج أو المبيعات السنوية وقيمة الخامات والمستلزمات الداخلة في الإنتاج. ولكنه لا يصلح

(1): نفس المرجع السابق، ص 27.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

لإجراء المقارنة بين الأنشطة والقطاعات المختلفة، هذا إلى جانب صعوبة حساب تكلفة المستلزمات والقيمة المضافة في حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

نستخلص مما سبق أنه بالرغم من الأهمية البالغة للمعايير الكمية يبقى معيار حجم العمالة الأكثر شيوعا واستخداما في أغلب الدول. غير أن اختيار المعيار المناسب يتوقف على طبيعة القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة، وكذا الغرض من التحليل والدراسة ونوعية البرامج المقترحة وتوفير الخدمات الداعمة لتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما يفضل الاعتماد على المعايير المزدوجة والمركبة إذا ما توفرت البيانات والمعلومات التي تمكن من استخدامها بما يتوافق وخصائص قطاع ونشاط المؤسسة التابعة له. ونظرا لاشتمال المعايير الكمية على مجموعة من النقص والصعوبات، كان من الضروري إدراج معايير أخرى مختلفة التوجه عن سابقتها لإحداث نوع من التوازن في التفرقة بين المؤسسات وفقا لمعايير نوعية تعطي صورة أكثر وضوحا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ب: المعايير النوعية:

يرتكز هذا الاتجاه على أن النشاط الاقتصادي والاجتماعي يمكن أن يكون محددًا لنوع المؤسسة من خلال الاعتماد على مجموعة من المعايير النوعية يتم الانطلاق منها لتجميع المؤسسات ذات الخصائص الوظيفية المتشابهة والتي تشمل نمط الملكية السائد والمكونات التنظيمية. حيث تفيد مثل هذه المعايير في تحليل الدور الذي يمكن أن تقوم به المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التنمية المحلية. وفيما يلي أهم المعايير النوعية.

ب1: معيار الاستقلالية:

ونعني به استقلالية الإدارة والتسيير حيث يكون المالك هو المسير المشرف على تسيير جميع وظائف المؤسسة، فهو الذي يتولى اتخاذ القرارات، ويتحمل المسؤولية الكاملة للنتائج والالتزامات اتجاه الغير، خاصة من خلال استقلالية المؤسسة عن أي شكل اقتصادي. لذلك تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غالبا على الإدارة الشخصية بدل الاعتماد على هيكل إداري متخصص.⁽¹⁾

ب2: معيار الملكية:

غالبا ما تكون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تابعة للقطاع الخاص إلا أنها في بعض الحالات تكون تابعة للقطاع العام أو مختلطة. حيث تعتبر الملكية الخاصة جد ملائمة لنشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ب3: معيار الحصة السوقية:

تعتبر درجة هيمنة المؤسسة على السوق من بين أهم المعايير التي تحدد حجمها لأنه في أغلب الأحيان نجد أن المؤسسة التي تسيطر على السوق من خلال عدة فروع تتميز بكبر حجمها وذلك لمتطلبات الإنتاج. أما المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فتكون في الحالات العامة متخصصة في إنتاج معين تغطي به نطاقا محدودا من السوق. إلا أن هذه الخاصية تبقى نسبية لأننا نصادف مؤسسات صغيرة تغزو حتى الأسواق الخارجية من خلال عملية التصدير بسبب درجة الجودة والدقة التي تتمتع بها منتجاتها.

(1): نفس المرجع السابق، ص 28.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

ب4: طبيعة النشاط:

قد تفرض طبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة تحديد حجم هذه الأخيرة فهناك بعض الصناعات الخفيفة التي لا تتطلب رؤوس أموال كبيرة ولا عدد كبير من العمال كالصناعات الحرفية والتقليدية بينما تجد بعض الأنشطة تتطلب مؤسسات كبيرة تضم مئات العمال والمعدات الضخمة كما هو الحال في الصناعات البترولية.

ب5: مستوى التكنولوجيا:

تميل أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى استخدام تقنيات تكنولوجية بسيطة غير معقدة بهدف التقليل من التكاليف، فهي مؤسسات كثيفة العمالة ونادرة رأس المال نسبياً، عكس المؤسسات الكبيرة التي تستعمل مستويات عالية التكنولوجيا لآليات الإنتاج. وبالرغم من جدارة هذا المعيار فإن قياس مستوى التكنولوجيا ليس بالأمر السهل وإنما يتطلب توفر الخبرات المتخصصة في مجال تحديد درجة تقدمها ومدى تعقيدها.

ب6: معيار الإدارة والتنظيم:

يستند هذا المعيار إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لها ما يميزها عن المؤسسات الكبيرة من حيث مستوى التنظيم والإدارة، فغالبا ما تنقصها الأصول العلمية في التسيير إذ تتم بطريقة مبسطة من قبل صاحب المؤسسة الذي يتولى إدارتها من حيث الإنتاج، التسويق والتمويل...إلخ.

مما هو واضح عدم خلو هذه المعايير من بعض النقائص لأن معظمها إن لم نقل كلها ركزت على إبراز خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث طبيعة الملكية والإدارة والتسيير والتي غالبا ما تعود إلى صاحب المؤسسة ومدى تواجدها في السوق ونوع التكنولوجيا المستعملة. إلا أنها أهملت جانبا مهما وهو وضع حدود ومعايير موضوعية تفصل بدقة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة، لأنه يمكن أن نجد وبساطة مؤسسة كبيرة الحجم تتوفر فيها المعايير السابقة.⁽¹⁾

عموما يمكن القول أن المعايير المعتمدة بنوعيتها الكمية والنوعية سمحت لنا إجمالاً بفهم الحدود الفاصلة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة، ولو أن كل نوع تضمن جملة من النقائص تؤثر على تحديد المفهوم الدقيق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لذلك فإن التعريف المناسب والشامل يبرز الخصائص الحقيقية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الاعتماد على مبدأ الازدواجية في المعايير بالدمج والمزج والجمع بين المعايير الكمية والنوعية على حد سواء دون الاعتماد على أحدهما وإهمال الآخر. كما أن التعريف يجب أن يبنى على اسس ومعايير علمية دقيقة تجعله مرنا وقابلا للتغير والتجاوب بسرعة مع التغيرات والظروف الاقتصادية والاجتماعية الحاصلة واحتياجات التنمية لكل بلد.

2- تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بعض الدول

كما تطرقنا في السابق، أنه لا يوجد تعريفاً موحداً للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين مختلف دول العالم، وفي ما يلي نقدم تجارب بعض الدول في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

(1): نفس المرجع السابق، ص 29،30

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

أ) الإتحاد الأوروبي: وضع الإتحاد الأوروبي في سنة 1996 تعريفاً موحداً للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم بناءً على توصيات المفوضية الأوروبية التي حددت أهداف وضع التعريف والمتمثلة في المعاملة التفضيلية، وبرامج الإعانة والدعم الموجه، ولم يتغير التعريف المعتمد سنة 1996 إلى غاية 2003 أين تم اعتماد تعريف موحد من قبل المجلس الأوروبي على النحو التالي:

- تضم المؤسسة المتوسطة أقل من 250 عامل، وتحقق رقم أعمال سنوي أقل أو يساوي 50 مليون أورو (40 مليون يورو سنة 1996)، أو إجمالي أصول لا تتعدى 43 مليون أورو (27 مليون أورو سنة 1996).
- تشغل المؤسسة الصغيرة عدد من الأشخاص يقل عن 50، تحقق رقم أعمال سنوي لا يزيد عن 10 ملايين أورو (7 ملايين أورو سنة 1996) وإجمال أصول ميزانيتها أقل أو يساوي 10 ملايين أورو (5 ملايين أورو سنة 1996).
- تشغل المؤسسة الصغيرة جداً (Très petite entreprise) أقل من 10 اشخاص ورقم أعمال السنوي لا يتعدى 2 مليون أورو أو إجمالي أصول ميزانيتها لا يتعدى 2 مليون أورو.

يشترط الإتحاد الأوروبي في هذا التعريف استقلال المؤسسة بمعنى أن لا يكون أكثر من 25% من ملكية رأس المال أو حقوق التصويت مملوكاً لمؤسسة كبيرة، كما يشترط أيضاً في العمالة أن تكون الوظائف مشغولة بصفة دائمة.⁽¹⁾

ب) الولايات المتحدة الأمريكية: أنشأت الولايات المتحدة الأمريكية مكتب نطاق الأحجام "O.S.T" ومهمته تعريف وتعديل التعاريف الموجودة للمؤسسات الصغيرة وذلك للأغراض المتعلقة بالبرامج الحكومية، ومع ذلك تحدد كل ولاية تعريف خاص بها، وجميع تلك التعاريف استمدت جوهرها من التعريف الرسمي المحدد من طرف ميثاق المؤسسات الصغيرة.

تستخدم الولايات المتحدة معيار واحد بالنسبة لكل قطاع فإما أن يستخدم معيار عدد العمال، أو معيار إجمالي رقم الأعمال السنوي، حيث يستخدم في قطاعي الصناعة وتجارة الجملة معيار عدد العمال، وتعد من خلال مؤسسة صغيرة كل مؤسسة تضم أقل من 500 عامل، أما قطاع تجارة التجزئة والخدمات، وأقل من 28.5 مليون دولار في قطاع البناء.

ج) اليابان: أنشأت وزارة الاقتصاد والتجارة والصناعة في اليابان مجلس المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وهو عبارة عن هيئة استشارية لدى الوزارة تدرس المسائل المتعلقة بالقطاع وتقدم لها التوصيات والإقتراحات المتعلقة بتحديد التعريف وكانت أول خطوة هي وضع قانون يسمى القانون الأساسي للمنشآت الصغيرة والمتوسطة، والذي يعتبر بمثابة دستور المنشآت الصغيرة كما قدم القانون تعريف رسمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أضحاً بعين الاعتبار معيار عدد العمال ورأس المال بالنسبة للمؤسسات الصغيرة أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة جداً فتستخدم معيار العمالة فقط. أما المؤسسات المتوسطة لم يتناولها التعريف.

يبين الجدول التالي تعريف المؤسسات الصغيرة والصغيرة جداً في اليابان:

(1): العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مرجع سابق، ص 164.

الجدول رقم 03 : تعريف المؤسسات الصغيرة و الصغيرة جدا في اليابان.

نوع المؤسسة	القطاع	معيار عدد العمال	معيار رأس المال
الصغيرة جدًا	الصناعي	20	/
	غير صناعي	5	/
الصغيرة	الصناعة	300	2.5 مليون دولار
	الخدمات	100	417000 دولار
	تجارة الجملة	100	833333 دولار
	تجارة التجزئة	50	417000 دولار

تاريخ الإطلاع: 22 ماي 2005. Source : www ,Seine.jp/policies.⁽¹⁾

د- التعريف في التشريع الجزائري:

جاء في القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رقم 01-18 المؤرخ في: 2001/12/12، والذي أكدت عليه الجزائر بتوقيعها على ميثاق Pologne في جوان 2002 وهذا التعريف هو نفسه الذي قدمه الإتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 1996. والذي يركز على ثلاث معايير وهي: العمال، رقم الأعمال السنوي، واستقلالية المؤسسة وفي هذا الإطار تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مهما كانت وظيفتها القانونية بأنها كل مؤسسة إنتاجية أو خدماتية توظف من 1 إلى 250 عامل حيث رقم أعمالها لا يتجاوز 2 مليار دج وأن إجمالي الحصيلة السنوي لا يتجاوز 500 مليون دج وتحترم مقاييس الإستقلالية.⁽²⁾ يشترط التعريف في القانون: 01-12 المؤرخ في 12-12-2001 ضرورة تمتع المؤسسة بالاستقلالية، أين حدد نسبة الحد الأقصى لمساهمة الغير بها، بنسبة 25%.

تعرف المؤسسة المتوسطة، بأنها كل مؤسسة تشغل ما بين 50 إلى 250 شخص ولا يتجاوز رقم أعمالها 2 مليار دينار كما لا يجب أن يقل عن 200 مليون، وأن ينحصر إجمالي أصول ميزانيتها ما بين 100 و 500 مليون دينار، أما المؤسسة الصغيرة فهي التي تشغل ما بين 10 إلى 49 شخص، ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 200 مليون دينار، أو لا يتجاوز إجمالي أصول ميزانيتها السنوي 100 مليون دينار، بينما المؤسسة الصغيرة جدًا (المصغرة) فهي المؤسسة التي تشغل من عامل إلى 9 عمال وتحقق رقم أعمال أقل من 20 مليون دينار، ولا يتجاوز إجمالي أصول ميزانيتها السنوي 10 ملايين دينار جزائري.⁽³⁾

ونظرًا للأدوات التي تلعبها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عملت السلطات العمومية على تنظيم أحكام خاصة للتشريع وإنشاء هذه المؤسسات بحيث يعتبر صدور القانون 02-17 المؤرخ في 10 جانفي 2017 المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

(1): نفس المرجع السابق، ص 167.

(2): مسعود بن جواد، حمزة طيوان، المقاولاتية المستدامة- بين إشكالية البقاء وحتمية الابتكار - خيارات تمويل المقاولات الصغرى والمتوسطة في الجزائر، مقال بمجلة اقتصاديات المال والأعمال JFBE جوان 2017، ص 161.

(3): العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مرجع سابق، ص 171.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

يعرف المشرع الجزائري بمقتضى القانون 17-02 سالف الذكر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها مؤسسة إنتاج السلع/ أو الخدمات مهما كانت طبيعتها القانونية:

- تشغل من واحد (01) إلى مائتين وخمسون (250) شخص.
- لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي أربعة (04) ملايين دينار جزائري أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوي مليار (01) دينار جزائري.
- تستوفي معيار الإستقلالية كما هو محدد في النقطة الثالثة أعلاه.
- فبالمقارنة مع التعريف الوارد في القانون السابق رقم 01-18 يتضح لنا أنه تم تغيير معيار رقم الأعمال السنوي ومجموع الحصيلة السنوي وذلك بالزيادة عما كان سابقا، وهنا راجع أساسًا إلى ضرورة تمييز القيم المالية من جهة وتدهور قيمة الدينار في السوق الوطنية والدولية من جهة أخرى.
- ولقد جاء القانون الجديد بتحديد المقصود بما ورد في التعريف أعلاه كما يلي:
- **الأشخاص المستخدمون:** هم عدد الأشخاص الموافق لعدد وحدات العمل السنوي، بمعنى عدد العاملين بصفة دائمة خلال سنة واحدة، أما العمل المؤقت أو الموسمي فيعتبران أجزاء من وحدات العمل السنوي.⁽¹⁾
- **الحدود المعتبرة لتحديد رقم الأعمال أو مجموع الحصيلة:** هي تلك المتعلقة بآخر نشاط مقفل مدة 12 شهر.
- **المؤسسة المستقلة:** كل مؤسسة لا يمتلك رأس مالها بمقدار 25% فما أكثر من قبل مؤسسة أو مجموع مؤسسات أخرى، لا ينطبق عليها تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- لقد صنف القانون رقم 17-02 المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب عدة معايير، منها ما يتعلق بعدد العمال ومنها ما يتعلق برقم الأعمال أو الحصيلة السنوية، وانطلاقًا من المعايير السابقة الذكر يمكن تصنيف هذه المؤسسات كما يلي:
- **المؤسسة المتوسطة:** هي تلك المؤسسة التي تشغل ما بين خمسين (50) إلى مائتين وخمسين (250) شخصًا، ورقم أعمالها السنوي ما بين أربعة (04) ملايين دينار جزائري، أو مجموع حصيلتها السنوي ما بين مائتين (200) مليون دينار جزائري إلى واحد (01) مليار دينار جزائري.
- **المؤسسة الصغيرة:** هي تلك المؤسسة التي تشغل ما بين عشرة (10) إلى تسعة وأربعين (49) شخصًا، ورقم أعمالها السنوي لا يتجاوز أربع مائة (400) مليون دينار جزائري، أو مجموع حصيلتها السنوية لا يتجاوز مائتين (200) مليون دينار جزائري.
- **المؤسسة الصغيرة جدًا:** هي تلك المؤسسة التي تشغل ما بين واحد شخص (01) إلى تسعة (09) أشخاص، ورقم أعمالها السنوي أقل من أربع مائة (400) مليون دينار جزائري، أو مجموع حصيلتها السنوي لا يتجاوز عشرين (20) مليون دينار جزائري.
- وقبل البدء في الخطوات العملية لتنفيذ المشروع يجب أن يتعرف صاحبه على الأصناف القانونية والإجراءات الحكومية للمشروعات بوجه عام وعلى ما يصلح منها للمشروع الصغير بوجه خاص ويمكن تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب المعيار القانوني كما يلي:

(1): الموقع الإلكتروني : HTML : Frssiwa.blogspot.com/2017/04/17-02

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

- مؤسسات فردية: هي مؤسسات يمتلكها شخص واحد يعتبر رب العمل أو صاحب رأس المال لعوامل الإنتاج الأخرى ويقدم هذا الشخص رأس المال المكون الأساسي لهذه المؤسسة بالإضافة إلى عمل الإدارة والتنظيم أحياناً وغالباً لا يكون عدد العاملين فيها مرتفع.⁽¹⁾

جدول رقم 04 : تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق المشروع الجزائري⁽²⁾

صنف المؤسسة	عدد العمال	رقم الأعمال السنوي	مجموع الميزانية السنوي
مؤسسة صغيرة جداً	من 10 إلى 9 أشخاص	أقل من 40 مليون دج	أقل من 20 مليون دج
مؤسسة صغيرة	من 10 إلى 49 شخصاً	أقل من 400 مليون دج	أقل من 200 مليون دج
مؤسسة متوسطة	من 50 إلى 250 شخصاً	ما بين 400 مليون دج و 4 ملايين دج	ما بين 200 مليون دج ومليار دج

المصدر : HTML : Frssiwa.blogspot.com/2017/04/17-02

*تبقى النصوص التنظيمية للقانون 01-18 المؤرخ في 12-12-2001 المتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سارية المفعول إلى غاية نشر النصوص التنظيمية المتخذة لتطبيق هذا القانون.⁽³⁾

ثالثاً: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تحمل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الخصائص ما يؤهلها لتحقيق الأهداف المرجوة وهي الميزات التي أدت إلى تزايد الإهتمام بها على جميع المستويات وبأبعاد دولية وسنحاول تناول أهمها:

1- محدودية الملكية وإستقلالية القرار: تعتبر المشروعات الصغيرة والمتوسطة حافزاً أساسياً للأفراد الذين يملكون الرغبة في إنشاء مشاريع خاصة بهم ومن ثم فإن حرية تأسيس مؤسسة فردية هي وسيلة إشباع الحاجات وطموحات مختلفة سواء كانوا أسراً، أو أصدقاء أو أقرباء.

إن ملكية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قد تتحدد بالبيئة الاقتصادية السائدة وأعراف وثقافة المجتمع، ويرى (2000) O.Gélinier شيوع المؤسسات الفردية ومؤسسات ملك للعائلة لتفادي النزاعات حيث تمثل أكثر نسبة عن سائر أشكال القانونية أخرى للمؤسسة يشير F.Janssen (1998) أنه توجد علاقة وطيدة بين حياة المؤسسة وحياة مالكيها، ولذلك نجد أن معظم هذه المؤسسات المرتبطة بمؤسس، وغالباً ما تختفي حين تقاعد صاحبها أو في حالة وفاته.

يتمتع معظم أصحاب المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بالاستقلالية في السيطرة على كل صغيرة أو كبيرة في أمور التسيير الروتيني ومعظم القرارات الإستراتيجية، كما أن الهيكل التنظيمي للمؤسسة الصغيرة غالباً ما يكون بسيطاً ولا يتميز بالتعقيد في حالة نمو أسواقها وبالتالي فإن اتصال صاحب المؤسسة مع العمال تتميز بالسرعة والمرونة في أغلب الظروف.

(1): نفس المرجع السابق.

(2): عوادي مصطفى، هيئات مرافقة ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ملتقى وطني حول إشكالية إستدامة المؤسسات الصغيرة في الجزائر يومي 6-7 ديسمبر 2017 بجامعة الوادي ص 03.

(3): المادة 39 من القانون 02-17 المؤرخ في 10 جانفي 2017 المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

2- مرونة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: تمتاز أغلبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمرونة، ويرى B.BARANQUE (1999) أن المؤسسة الصغيرة لها قدرة كبيرة على تغيير وتعديل نشاطاتها التجارية سواء في حالة الرواج أو في حالة كساد السوق، وترتفع وتيرة المرونة في المؤسسات أقل حجمًا حيث يكون في مقدور مالكيها إتخاذ قرارات بشكل سريع وإستباقي.

3- إستخدام الخامات والمعارف المحلية: إن نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المناطق الريفية يفتح آمال لفئات قاطنة في المناطق الريفية وهذا أمر له فوائد كثيرة للحد من نزوح الأرياف إلى المدن، كما أن تطوير المؤسسات الصغيرة في المناطق النائية يستعمل على استخدام خامات مهمة ويقدم تقنيات مبتكرة خاصة بالمنطقة وقابلية تطويرها على نطاق محلي.⁽¹⁾

4- سهولة التأسيس ومرونة الإدارة: تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بانخفاض قيمة رأس المال المطلوب للتأسيس وتشغيلها وبالتالي محدودية القروض اللازمة والمخاطر المنطوية عليها، كما تتميز بسهولة إجراءات تكوينها وتتميز بانخفاض تكاليف التأسيس والتكاليف الإدارية نظرًا لبساطة وسهولة هيكلها الإداري والتنظيمي.

تتبع المؤسسات خطوط واضحة وسياسات مرنة وإجراءات عمل مبسطة وتتميز هذه المؤسسات بارتفاع مستوى العلاقات الشخصية في النشاط الإداري اليومي سواء داخل المؤسسة من خلال التقابل والإحتكاك المباشر بين اصحاب هذه المشروعات يكون لهذا التقارب أثر على زيادة الإنتاج.

5- التجديد: لا يمكن لأية مؤسسة أن تستمر لفترة طويلة إلا إذا واكبت التطورات الاقتصادية والتكنولوجية من خلال التجديد والإبتكار لمواجهة ظهور ما يسمى بالبدايل الجديدة للمنتوج الناتجة عن نهاية دورة حياته.

6- إنخفاض رؤوس الأموال: تمتاز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بانخفاض نسبي لرؤوس الأموال سواء في فترة الإنشاء أو التشغيل.

7- المعرفة التفصيلية بالعملاء: سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة محدودة نسبيًا والمعرفة الشخصية للعملاء تجعل من الممكن التعرف على شخصياتهم واحتياجاتهم التفصيلية وتحليلها ودراسة توجهها وبالتالي سرعة الإستجابة لأي تغير فيها.⁽²⁾

خصائص أخرى:

- نظام تسيير بسيط وإمكانيات مستعملة محدودة.
- الهيكله عادة وظيفية المستويات وبسيطة وأقل رسمية في العلاقات بينها.
- إتخاذ القرارات بسرعة وسهولة، إضافة إلى مركزيتها وتساهميتها.
- الدور الفعال للمالك المسير في المؤسسات الصغيرة جدًا.
- انخفاض تكلفة اليد العاملة بما أنها لا تتطلب عدد كبير من الكفاءات العالية المستوى.
- سرعة الإعلام وانتقال المعلومة.

(1): سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر، دراسة حالة: تونس، الجزائر، المغرب، رسالة دكتوراه في الاقتصاد، جامعة تلمسان، 2012-2013، ص 29-33.

(2): أزراية أسماء، أثار سياسة تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على النمو الاقتصادي في الجزائر، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، جوان 2011، ص 13-14.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

- سرعة الإستجابة للتغيرات التي تحدث في السوق لقدرةًها على ردة الفعل.

- محدودية الإنتشار الجغرافي نظرًا لمحدودية حجمها.⁽¹⁾

الفرع الثاني: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهم المشاكل التي تعوق تمويلها

سنتطرق في هذا الفرع الى اهمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ثم اهم المشاكل التي تعوق تمويلها

أولاً: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: لقد أصبح تزايد الاهتمام العالمي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل ظاهر لافتة النظر، من أبرز ملامح هذا الاهتمام وإنعكاساته، هو النمو الكثيف والواسع في أعداد هذه المؤسسات في جميع دول العالم حيث أدركت تلك الدول أهميتها وقدرًا على تحقيق عوائد اقتصادية مجدية وتحويلها إلى قوى عمل حقيقية ومنتجة من خلال إنخراطها في حركة الإنتاج ولأنها تقوم بالدور الأساسي والمحرك للتنمية والتشغيل، وتساهم في الإستخدام الأمثل للموارد المحلية كما لها دور ملحوظ في زيادة الناتج المحلي الخام والصادرات كذلك التجديد والابتكار علاوة على دورها في التكامل مع المؤسسات الكبيرة خاصة في ظل التحولات التي يشهدها المحيط الاقتصادي والسياسي والاجتماعي الحالي.

وإذا لاحظنا على سبيل المثال الإتحاد الأوروبي الذي يتمتع بتجربة ناجحة في هذا المجال نجد أن عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيه يعادل 23.25 مليون مؤسسة (أقل من 250 عامل)، تشغل 66% من اليد العاملة التشغيلية وبذلك تعتبر الأداة الأكثر نجاعة في تحقيق التنمية الاقتصادية.

هذه الأهمية نابعة من خصائص هذه المؤسسات المتعددة، أهمية متقاسمة بين جميع الدول، تبحث في تبني طرق ووسائل لتطويرها ولتجاوز عقباتها المتعددة خاصة المالية. وفي النقاط التالية الركائز التي زادت من أهميتها:

- تحتاج إلى استثمارات منخفضة مقارنة بما تحتاجه المؤسسات الكبرى.
- تتيح الفرص لجميع فئات المجتمع ولجميع المناطق.
- تساهم في تحقيق التكامل مع المؤسسات الكبرى.
- تساهم في الصادرات بـ 47% في إيطاليا، 30% في اليابان، 27% في فرنسا، كما تساهم في الإنتاج الداخلي الخام بـ 57% بكندا، 56.7% بالدانمارك، 61.8% بفرنسا و 56% في اليابان.⁽²⁾
- تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على العمالة المكثفة، وتميل إلى توزيع الدخل بصورة أكثر عدالة مقارنة بالمؤسسات الكبيرة.
- مستوى الادخار والاستثمار يرتقي من خلال تعبئة رؤوس الأموال من الأفراد والجمعيات والهيئات غير حكومية وغيرها من مصادر التمويل الذاتي.⁽¹⁾ وهو ما يعني إستقطاب موارد مالية كانت ستوجه إلى الاستهلاك الفردي الذي يعد غير منتج.

(1): طراد فارس، مناخمنت الإبداع وتأثيره على نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، 2006-2007، ص 40-41.

(2): طراد فارس، مناخمنت الإبداع وتأثيره على نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس 2007، ص 41-42.

- رفع الكفاءة الإنتاجية وهذا لتنمية القدرات التصديرية في الأسواق.
- زيادة الاستثمار الأجنبي المباشرة وبالتالي يزيد الدخل في مشروعات مشتركة في الدول المضيفة بدلاً من الاعتماد المطلق على نظم التصدير والتراخيص التي تواجهها صعوبات في ظل التكتلات الاقتصادية الإقليمية الحالية.
- تعظيم الاستفادة من الخدمات المحلية.
- استخدام التكنولوجيا المحلية في أحيان كثيرة.⁽²⁾
- تعتبر مكاناً خصباً للرياديين والمبدعين الذين يبحثون عن تطبيق إبداعاتهم.
- توفر هذه المؤسسات مصدر منافسة والقضاء على الاحتكار أين انعكس هذا إيجاباً على تحسين جودة المنتجات ورفع على القدرة الشرائية للمستهلك.
- تساهم في تنمية قدرات الأفراد بالاعتماد على أنفسهم لتسيير مشاريعهم الخاصة.⁽³⁾

ثانياً: مشاكل ومعوقات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- تشير عدة أبحاث ودراسات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سواء في البلدان النامية أو المتقدمة، أنها تعاني من عراقيل ومشاكل تعيق تطورها بدرجة مخاطرة تختلف من سياسة اقتصادية إلى أخرى، فرغم أهميتها إلا أنها تمتاز بضعف أدائها في الأجل الطويل، ما يسر من بقائها وإستمراريتها بمدى توفر العوامل والمناخ الملائمين لتخطي مختلف العراقيل التي تحد من إستمراريتها ومن أهمها: المشاكل الإدارية والتنظيمية، مشكل القيود الحكومية، القيود على النقد الأجنبي، القيود على الاستثمارات، قيود التسعير، قيود على التجارة الخارجية، مشكل الضرائب، مشكل الحصول على تراخيص التشغيل بالإضافة إلى الشكل التمويلي الذي يبقى من أهمها:⁽⁴⁾
- **المشاكل الإدارية والتنظيمية:** إن تركز إدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في يد شخص واحد هو المالك يجعل صعوبة الإلمام بمهارات كل المهام والمسئوليات الفنية، الإدارية، التمويلية والتسويقية. الأمر الذي من شأنه أن يجعل تحكمه في تسيير جميع تلك الوظائف ليس في مستوى التخصص المطلوب نتيجة نقص امكانياته وخبراته الفنية ومؤهلاته العلمية، والتي تعتبر من أهم عوامل فشل هذا النوع من المؤسسات بالإضافة إلى افتقاد العديد من هذه المؤسسات للهيكل التنظيمية واللوائح والنظم المسيرة للعمل.
 - **المشاكل الفنية والإنتاجية:** تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من تسرب اليد العاملة المدرجة إلى المؤسسات الكبيرة بحثاً عن شروط عمل أفضل من حيث الأجور الأعلى، المخاطر الأقل وتوافر فرص أكبر للترقية، وهو ما يجعلها توظف عمالة أقل كفاءة ومهارة كما تتحمل مشاكل وأعباء تدريبهم فضلاً عن دفع أجور مرتفعة لبعض التخصصات النادرة لضمان بقائها في العمل، هذه كلها أسباب من

(1): رحمانى أسماء، دور براءة الاختراع في دعم تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، جامعة بومرداس، سنة 2008-2009، ص 9.

(2): نفس المرجع السابق، ص 11.

(3): شادلي شوقي، تحليل العوامل المؤثرة على درجة توجه عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لإستخدام تكنولوجيا الإعلام والاتصال، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، سنة 2016-2017، ص 49.

(4): بوعبد الله هيبية وحسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، مقال بمجلة الاقتصاد والتنمية البشرية بجامعة برج بوعريريج، ص 153-154.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

شأنها أن تؤثر سلبًا على نوعية السلع والخدمات التي تنتجها هذه المؤسسات إلى جانب ارتفاع التكاليف وهذا راجع إلى عدم اهتمام معظم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالاستثمار في الموارد البشرية لتنمية وتطوير المهارات الفنية والإدارية للعاملين بها.

- **المشاكل التسويقية:** تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبات كثيرة عند تسويق منتجاتها وخدماتها في الأسواق المحلية والخارجية، حيث يرجع ذلك على المنافسة الشديدة المفروضة عليها من قبل المؤسسات الكبيرة والتدفق غير المنضبط للسلع المستوردة وكذا محدودية قنوات التوزيع، وذلك نتيجة الاعتماد و سطاء تجارين وقبول أسعارهم المنخفضة من جهة وضعف القوى الشرائية للمستهلكين، وعدم قدرتها على تقديم خدمات ما بعد البيع أو توفير تسهيلات الدفع للعملاء من جهة أخرى إضافة لانعدام سياسة واضحة للتسعير من أجل ضبط التكاليف بدقة والتحكم فيها مما يجعل أسعار منتجاتها تظهر بأسعار غير تنافسية، كما أنها لا تهتم بسياسة الإشهار والدعاية خاصة في مجال الإعلان نظرًا لعدم امتلاكها للخبرة الكافية للمشاركة في المعارض وإقامة علاقات مع المستثمرين المرتقبين أو فتح أسواق جديدة بالداخل أو الخارج وذلك بسبب نقص الكفاءات والإمكانات المادية مما ينعكس على عدم احترامها لمواصفات الجودة العالمية حتى وإن فرضت عليها بالإضافة إلى نقص الوعي التسويقي.

- **المشاكل القانونية والإجرائية:** أهم العوائق القانونية وهي المتعلقة بالإنشاء وذلك نظرًا لانعدام الأطر القانونية المنظمة لها والتي تبدأ أولاً بصعوبة الحصول على تراخيص التشغيل بسبب عمليات المتابعة من قبل الجهات المختصة للتحقق من تحقيقها للشروط المطلوبة⁽¹⁾ إضافة إلى تعدد مراحل الإنشاء الطويلة والمعقدة والمكلفة.

- **المشاكل التمويلية:** يعتبر مشكل التمويل أبرز وأهم المشاكل التي تعيق إنشاء وتطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث أن اعتمادها على التمويل الذاتي غالباً ما يكون غير كافٍ لذا تلجأ إلى التمويل الخارجي البنكي الذي يتميز بالمحدودية نظرًا لثقل عنصر الضمانات المطلوبة.

- **مشاكل أخرى:** يمكن تلخيص الصعوبات الأخرى التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في النقاط التالية:

- ◆ ضعف الترابط بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مما يضيع عليها الاستفادة من عدة فرص استثمارية مرتبطة بإنتاج وتصنيع منتجات تلبى احتياجات السوق.
- ◆ انعدام نظام إعلامي حيوي فعال يسهل وصول المعلومة الاقتصادية في الوقت المطلوب حتى تتمكن من اتخاذ القرارات المناسبة بطريقة عقلانية.
- ◆ سوء استعمال براءة الاختراع من طرف أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذين يفتقرون في معظم الحالات إلى الأموال الضرورية لتجسيد ابتكاراتهم ونقلها إلى مرحلة الإنتاج والتوزيع.
- ◆ الاعتماد على العمالة الأسرية والمؤقتة والموسمية وكذا العمالة الوافرة غير الحاصلة على ترخيص عمل، المر الذي يؤدي إلى ارتفاع معدل الغياب والإنقطاع عن العمل وانخفاض إنتاجية العاملين، فضلاً عن صعوبة الحصر الدقيق للعمالة الفعلية الملحقه بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.⁽²⁾

(1): سماح طلحي، دور البادئ الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، موسم 2013-2014، ص 56-58.

(2): نفس المرجع السابق، ص 59.

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

يعتبر موضوع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أبرز الموضوعات نقاشا في المحافل الدولية، فقط ربط الباحثون أمثال:

(2001) B.BARANQUE و (2000) J.LECHMAN أن امكانية تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يحتاج

بالضرورة لمنظومة تمويل متطورة. سنحاول في هذا الطلب التعريف بالتمويل، والاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها.

المطلب الاول : مفهوم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

سنحاول في هذا المطلب التطرق الى مفهوم التمويل و خصوصياته

الفرع الأول: مفهوم التمويل، خصوصياته في المؤسسة الصغيرة والمتوسطة

أولاً: مفهوم التمويل في المؤسسة:

توجد عدة مفاهيم للتمويل ومنها ما هو تعريف شامل، حيث يعرف أنه عملية تدبير الأموال والموارد المالية لقيام بنشاط اقتصادي، أو بعبارة أخرى هو نقل القدرة التمويلية من أصحاب الفائض لأصحاب العجز وتخصيصها للأغراض التنموية، فالتمويل من هذا المنظور هو نشاط قائم على تدبير الأموال من أصحاب الفائض سواء كانوا أفراد، مؤسسات مالية، أو دول تم توجيه هذا الفائض لأصحاب العجز فهم يفتقدون إلى رؤوس الأموال لأغراض الإنتاج، الإستغلال أو الاستهلاك ويعرف لغويا واقتصاديا كما يلي:

– لغويا: هو تدبير الأموال أو إنفاق المال، أما اصطلاحاً **Financement** حسب القاموس الفرنسي ضيق لأنه يعني توفير الإمكانيات المالية الضرورية لتسيير وتطوير المشروع.

إقتصاديًا: إن التمويل على مستوى المؤسسة يعرف أنه البحث عن مصادر مالية بتكلفة مناسبة تضمن للمؤسسة تحقيق استمرار نشاطاته أو من أجل أغراض التوسع والتطوير.

كما نجد لمفهوم التحويل اطار ضيقا يتعلق بسياسة المالية في المؤسسة، ويعرف أنه الطريقة المناسبة للحصول على الأموال وتقييمها قصد الوصول إلى مزيج أفضل بينهما، ويعرف أيضا أنه الإحتياجات المالية للمؤسسة كمًا ونوعًا يعكس طموحات (أهداف استراتيجية) للمؤسسة وتوقعاتها المستقبلية.⁽¹⁾

– الإمداد بالأموال أوقات الحاجة.

– التمويل في المؤسسات هو «تدبير الموارد المالية اللازمة لتمويل النشاط الاقتصادي في المؤسسة».⁽²⁾

كذلك يمكن تحديد مفهوم التمويل للمؤسسات بأنه اختيار وتوفير احتياجات من الأموال، حتى تتمكن من الحصول على احتياجاتها المادية سواء كان مصدر هذه الأموال ذاتيا (مملوكة)، أو غير ذاتية (مصادر أخرى غير مملوكة).

إذن التمويل هو عبارة عن عملية الحصول أو توفير الموارد المالية وتكوين رؤوس الأموال الجديدة أو تكريسها لبناء مؤسسات وتجهيزات لإنشاء المشروعات الاستثمارية اللازمة قصد إنتاج السلع والخدمات.⁽¹⁾

(1): سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر، مرجع سابق، ص 42.

(2): هالم سليمة، هيئات الدعم والتمويل ودورها في تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة بسكرة، 2016-2017، ص 66-67.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

ثانيا: خصوصيات التمويل في المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في النظرية الاقتصادية

يرى النيوكلاسيك أن التمويل والاستثمار متغير أساسي في الاختيار بين المشاريع الاستثمارية البديلة، ويراعي الفكر الكلاسيكي بالدرجة الأولى أن مصلحة المؤسسة هو تعظيم الربح وفي مقابل تخصيص الأمثل للتكاليف، كما أن المؤسسة الصغيرة هي فقط مرحلة من مراحل نمو، لأن المؤسسة تنمو باستمرار عبر الزمن.

وقد سمحت المقاربة الحديثة في تناول مختلف العوامل في إختيار أسلوب التمويل وتفسير إلى حدٍ ما سياسة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتظهر في عدة مقاربات نظرية من بينها:

1- نموذج دورة حياة وتمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة:

يعني نموذج دورة حياة المؤسسة هو انتقال المؤسسة إلى درجات من نمو إذ يتطلب الأمر مصادر اضافية حسب طبيعة الأسواق. وقد تكون مراحل نمو المؤسسة بالشكل الآتي:

- **النشأة والإنطلاق:** تحتاج المؤسسات الصغيرة إلى تمويل طويل الأجل للشراء معدات وتجهيزات لبدء النشاط كشراء أصول ثابتة (أراضي، مباني، تجهيزات...).

ونظراً لانعدام الضمانات يعتمد ملاك المؤسسة على الموارد الذاتية أو تلجأ لجهات متخصصة كالمساعدات الحكومية والقروض الميسرة.

- **التوسع:** إذا نجحت المؤسسة في الإنطلاق جراء ارتفاع الطلب على منتجاتها مما يجعلها تبحث عن موارد جديدة لتوسيع قدراتها الإنتاجية وحصولها على أسواق جديدة.

- **النضج:** قد لا تكفي المصادر الداخلية ولا الخارجية المعتادة لمواجهة التقدم التكنولوجي ومنها نفقات البحث والتطوير وهذا يدفع بعض المؤسسات إلى البحث عن مصادر أخرى دون القروض البنكية كالحصول على شركاء أو دخول البورصة.⁽²⁾

2- نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل **Théorie de financement hiérarchique**:

ساهمت المقاربة النظرية في تحديد اسس هامة لإختيارات المؤسسة لمصادر التمويل وهذا وفق حاجات وخصائص المؤسسة، وانطلاقاً من أعمال كل من Miller و Modigliani في سنة 1958 تم رفض فرضية وجود هيكل أمثل، واعتبار أن المؤسسة تستخدم مصادر التمويل على شكل هرمي، وتعني أن المؤسسة ستعطي الأولوية للتمويل الذاتي ثم الديون ثم فتح رأس المال. وبما أن كل مصدر يتعلق بتكاليف خاصة به فإن التمويل يتوقف على المصادر الخاصة بمحدود التكلفة أولاً ثم مصادر أخرى ذات تكاليف.

تنص النظرية أيضاً أن المؤسسة الأكثر كفاءة هي التي تقترض أقل من غيرها لأن نسبة التمويل الذاتي لديها مرتفعة والمؤسسة التي تستدين تفتقر إلى مصادرها الخاصة، غير ان الديون من البنوك هي أهم مصدر خارجي حسب مضمون النظرية، عموماً ساهمت النظرية

(1): رحالي كريمة، آلية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة نيل شهادة ماستر، جامعة بسكرة، 2016-2017، ص 13.

(2): سحنون سمير، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير، جامعة تلمسان، 2004-2005، ص 57-58.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

في تفسير اختيارات المؤسسة لمختلف مصادر التمويل، بحيث يمثل التمويل الذاتي أول مصدر للمؤسسة، ويتم في حالات نقصه استخدام مصادر أخرى بأقل تكلفة ممكنة لاستمرار نشاطها.

3- نظرية تكاليف الوكالة والتمويل *Théorie des coût d'agence*:

يعرفها كل من Jensen و Meckling (1976) «أنها تلك علاقة أو العقد بين شخص (المالك) أو مجموعة من الأشخاص (الشركاء) مع شخص آخر (الوكالة) بهدف القيام بمهام لفائدة المؤسسة (سواء إداري أو تمويلي...) ويكون لهذا الأخير قرار في مصيرها». وهي علاقة سواء دائمة أو مؤقتة مع افتراض ان كلى الطرفين يسعى إلى تعظيم المنفعة وعمومًا تظهر حالة الوكالة حين يتم:

- حصول نزاع، بين طرفي العقد أو عدم وجود معلومات كافية (عدم تماثل المعلومات).

- تسبب المعاملة في ظهور تكاليف إضافية منها تكاليف المراقبة، تكاليف الظرفية، تكاليف التأمين، تكاليف الإفلاس...⁽¹⁾

الفرع الثاني: الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها

سننتظر في هذا الفرع إلى الاحتياجات المالية للمؤسسة ثم مصادر تمويلها

أولاً: الاحتياجات المالية للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة

1- تعريف الحاجة للتمويل:

يهدف تحليل تمويل المشاريع إلى دراسة الاحتياجات والموارد التمويلية بهدف البحث عن الأموال الضرورية التي تسمح لها ببدء النشاط، وإطلاق المنتج، واستمرار نشاطها، وإنشاء خطة تمويل (خطة استثمار كذلك) يكون ناتجاً من تلخيص عوامل الاحتياجات والموارد التمويلية المتاحة. تختلف الاحتياجات التمويلية حسب نوع نشاط المشروع، ولا توجد نفس الاحتياجات عند كل المشاريع. ستوجه العناصر الموائية لتوضيح هذا الأمر.

إن القيام بمشروع معين من الإنشاء، ثم الانتقال إلى العمل وتحقيق الربح، وربما التوسع في النشاط، هي مراحل تمر بها المؤسسة ويظهر على مستوى كل مرحلة احتياجات معينة للتمويل.

يقصد بالحاجة إلى التمويل الحاجة إلى زيادة النشاط أو على الأقل المحافظة عليه، فطلب التمويل والبحث عنه هو السبيل لإشباع هذه الحاجات.

2- تقسيم الاحتياجات المالية: توجد عدة احتياجات مالية نذكر منها:

أ: الاحتياجات المرتبطة بدورة الاستغلال:

تقوم المؤسسة خلال دورة حياتها بممارسة ثلاث أنشطة اقتصادية هي، النشاط الاستثماري، النشاط المالي والنشاط الاستغلالي. يرتبط كل نشاط بمجموعة من العمليات؛ وتتميز الدورة الاستغلالية بارتباطها بمجموعة من العمليات المتتابعة المرتبطة بالنشاط العادي للمؤسسة، من شراء البضائع الجاهزة وبيعها في حالة المؤسسة التجارية؛ أو اقتناء المواد الأولية وتحويلها إلى منتجات تامة الصنع، وتسويقها إلى مجموعة من الزبائن. تكون دورة الاستغلال في العموم دورة قصيرة الأجل ومنظمة.

(1): نفس المرجع السابق، ص 61-62.

- الاحتياجات قصيرة الأجل:

هي الاحتياجات اليومية التي تلزم المؤسسة لبقائها مثل: دفع المصاريف الاجتماعية والجبائية، التكاليف الخارجية "ديون الموردين" والأعباء المالية. فهذه الاحتياجات تجعل المؤسسة تطلب ائتمانا (قروضا) قصير الأجل. هذه القروض نادرا ما تستعمل عند انطلاق المؤسسة، ولكنها مطلوبة جدا خلال دورة حياتها تحت شكل رؤوس أموال عاملة. تستعمل القروض قصيرة الأجل بهدف تمويل شراء المواد الأولية بموجب إنتاج تسويقي.⁽¹⁾

- الاحتياجات المتوسطة والطويلة الأجل:

تخدم إجمالا تمويل التكاليف في البحث والتطوير لنمو الأسواق. وتعتبر هذه الاحتياجات أكبر قيمة وأكثر خطرا، وهو ما يجعل وزن هذه القروض في المحفظة يزيد من حصة مخاطرها، وهذا يلزم تنبؤا أكثر ويجعل المصدر التمويلي أكثر كلفة. تأخذ القروض متوسطة الأجل أو قروض الاستثمار، التجهيز والتجديد فترة من الزمن تكون من سنة إلى 3 سنوات. هذا النوع من التمويل يكون صعبا خصوصا عند التأسيس، فمن جهة نجد أن المقرض سيتحمل خطرا معتبرا، ومن جهة أخرى التكلفة المرتفعة لدعم التقنيات التي يجب تزويدها لضمان جدوى نشاطات الإنتاج وكذلك لضمان الاسترداد والعمل الجيد للنظام. يوضح الشكل التالي مميزات دورة الاستغلال في المشروع وتوقيت نشوء احتياجاتها التمويلية.

ب: الاحتياجات المرتبطة بدورة الاستثمار:

يمتاز الاستثمار بطول مدته لهذا فهو يرافق تطور المؤسسات ويشترط الفعالية والاستدامة.

1- عند إنشاء المؤسسة: يتطلب هذا إنجاز استثمارات مهمة لبدء النشاط: الآلات، حقوق الإيجار والمباني.

2- خلال حياة المنشأة: تختلف وتيرة الاستثمار باختلاف الاستراتيجية المختارة، إن الحفاظ على القدرة على الإنتاج في إطار استراتيجية تركيز أو تخصص، دون زيادة النشاط، لا يحتاج في الغالب إلا إلى استثمارات استبدال عندما تصل التجهيزات في نهاية الحياة ويصبح أداؤها غير كافي.

لكن استراتيجيات التنويع، قيادة التكلفة أو النمو الداخلي تترجم بوتيرة استثمار للتحديث أو الإنتاج - موجهة لزيادة قدرة الإنتاج - أكثر دعما.

في الأخير استراتيجيات النمو الخارجي تستدعي غالبا استثمارات مالية دقيقة ومهمة (مساهمة، مشروع مشترك، حيازة...). لهذا تحتاج هذه الاستثمارات إلى موارد مالية مهمة ومستقرة، فرؤوس الأموال المستعملة تكون لا غنى عنها خلال مرحلة طويلة ولا يتم استرجاعها إلا في المدى البعيد.

(1): أحلام بوقفة، رأس المال المخاطر كنموذج تمويل المشاريع الاستثمارية - حالة الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف Sofinance، مذكرة دكتوراه، جامعة بسكرة 2017-2018، ص 42.

ت: الاحتياجات الاقتصادية والاجتماعية:

الحاجات الاقتصادية هي التي تستلزمها اعتبارات التقدم الاقتصادي والتكنولوجي سواء من خلال زيادة حجم الإنتاج أو سرعة وسهولة تداول هذا الإنتاج في الداخل (الاستهلاك) والخارج (التصدير). ولذا فإن التمويل في أي صورة من صورها، لا يكون حقيقياً أو إيجابياً، إلا إذا ساهم بطريقة فاعلة في إحداث تقدم في الجهاز الإنتاجي للدولة وزيادة مرونته في حد ذاته.

أما فيما يتعلق بالاحتياجات الاجتماعية، فهي التي تتطلبها الشريعة الإسلامية، واعتبارات التكافل الاجتماعي بصرف النظر عن العائد أو الربح الاقتصادي وعن مدى التقدم والتطور الحادث في الجهاز الإنتاجي للدولة.⁽¹⁾

3- الاحتياجات المالية اللازمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال مراحل حياتها

إن كل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تمر بنفس مراحل التطور والتي عادة ما يشار إليها بمصطلح "دورة حياة المؤسسة" غير أن الإختلاف الموجود بينها وبين غيرها من المؤسسات فيما يخص دورة الحياة، إنما يتمثل في متطلبات وخصوصية كل مرحلة من هذه المراحل، لذا يجب أن يكون صاحب المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على دراية بتطورها وبكيفية وضع الخطط المستقبلية التي تؤهلها للإنتقال إلى المرحلة التالية، فلكل مرحلة متطلباتها واحتياجاتها الخاصة بما نظرًا لتغير مردودية و إختلاف مخاطر كل مرحلة عن الأخرى.⁽²⁾

حيث نميز ستة مراحل أساسية خاصة بدورة حياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي: مرحلة استقرار المشروع، مرحلة الانطلاق، مرحلة التوسع، مرحلة النمو القوي، مرحلة النمو حتى النضج، مرحلة الانحدار أو التدهور.

أ: مرحلة استقرار فكرة المشروع (مرحلة الصفر):

وهنا يحتاج صاحب المشروع إلى تمويل يسبق انطلاقه الفعلي، وتكون الاحتياجات التمويلية في هذه المرحلة موجهة لتمويل دراسات جدوى المشروع الاقتصادية والفنية، وإعداد خطة العمل لإقناع المستثمرين بجدوى المشروع. في هذه المرحلة يصعب على صاحب المشروع الحصول على أموال من مصادر خارجية (مرحلة التهرب التمويلي) من طرف البنوك التجارية) بسبب ارتفاع المخاطرة وعدم معرفة كفاءة صاحب المشروع ولا مدى تقبل السوق الجديد. لهذا يكون لزاماً عليه من أجل تطوير الفكرة، الاعتماد على الأموال الداخلية المتمثلة أساساً في المدخرات الشخصية بالإضافة إلى الأموال المتحصل عليها من الأهل والأقارب والأصدقاء Love money، لشراء الأصول الثابتة كالآلات والمعدات والأراضي والمباني.

ب: مرحلة الانطلاق (أول مرحلة بعد الإنشاء):

تكون احتياجات المؤسسة في هذه المرحلة محدودة، وتتمثل في الرغبة في تمويل الانطلاق وفي تصنيع وبيع المنتج، بهدف كسب الزبائن وفرض نفسها في السوق. وتعتمد المؤسسة في هذه المرحلة في تمويلها على رؤوس أموال المالكين، لكن التمويل الداخلي لا يكفيها فتضطر للجوء إلى القروض البنكية (مصادر تمويل خارجية)، لكن هذه المرحلة تتسم بالتخوف التمويلي والتحفظ من طرف البنوك بسبب حساسية المرحلة واتسامها بحالات عدم التأكد والنتائج السلبية المحققة. في هذه المرحلة يمكن أن تلعب الدولة أو المنظمات غير الحكومية

(1): نفس المرجع السابق، ص 43-44.

(2): سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق، ص 82.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

دور الضامن للقروض البنكية حتى تشجع المؤسسات المالية الخاصة على الاشتراك في تمويل هذه المرحلة. كما يمكنها الاعتماد على البيع بالتقسيط أو قرض الإيجار لاقتناء الأصول الثابتة، أو الاعتماد على الائتمان التجاري للتزود بالمواد الأولية من الموردين.⁽¹⁾

ت: مرحلة التوسع والتطور:

تتميز هذه المرحلة بنمو سريع لمستوى الإنتاج، المبيعات وبالتالي نمو الأرباح والتدفقات النقدية الموجبة، يعني أن المؤسسة استطاعت النجاح في جذب زبائن وإثبات وجودها في السوق. في هذه المرحلة تزداد الاحتياجات المالية للاستثمارات بغرض التوسع في القدرات الإنتاجية وكذلك الاحتياجات لرأس المال العامل، وهنا يلجأ أصحاب المؤسسة إلى التمويل الخارجي وزيادة القروض التجارية لتمويل الزيادة في المبيعات، مع ضرورة الاستعانة بالأرباح المحتجزة التي ستحقق في هذا الوقت. تزداد حاجة المؤسسة في هذه المرحلة إلى الأموال لتغطية زيادة الإنتاج، لذا يكون أصحاب المؤسسة في بحث عن رؤوس أموال خاصة أو مؤسسات رأس مال مخاطر (رأسمال النمو) لتمويل النمو والتوسع واجتياز مرحلة جديدة واللجوء إلى أسواق جديدة. بعض المؤسسات تتحول من مؤسسة غير مسعرة في البورصة إلى مؤسسة مسعرة وترفع من الأموال التي هي بحاجة إليها لبعث أسهم عادية.

ث: مرحلة النمو القوي:

بانتقال المؤسسة إلى مؤسسة مسعرة في البورصة، تكون خيارات التمويل مرتفعة، ويرتفع رقم الأعمال والأرباح (بسبب الرواج الذي تلقاه منتجاتها في السوق). عموماً المؤسسات المسعرة في هذه المرحلة من التطور، تهتم أكثر بحصة رأس المال تحت شكل أسهم عادية. وتكون بحاجة إلى موارد مالية بهدف توسيع قدراتها الإنتاجية وقوتها البيعية بهدف تطوير وتمويل منتجات جديدة، وتكون القروض في هذه المرحلة قابلة للتحويل وأكثر توجهها من طرف المؤسسات لرفع أموالها (بتحويل المقرض إلى مساهم).

ج: مرحلة النمو حتى النضج:

تتسم هذه المرحلة بالاستقرار في النمو، تواجه المؤسسات عموماً في هذه المرحلة ظاهرتين هما: استمرار الأرباح والتدفقات النقدية في الارتفاع السريع، مع اتجاه الاحتياج لاستثمارات جديدة إلى الانخفاض، لأن المؤسسة في هذه المرحلة تسعى للحفاظ على حصتها من المبيعات والإبقاء على مستوى رأس المال الثابت والعامل دون زيادة. يكون الأثر الصافي لهاتين الظاهرتين هو الانخفاض الكبير في الاحتياجات المالية، حيث يغطيها التمويل الذاتي، لكن المؤسسة تبقى في احتياج مستمر للتمويل قصير أجل وبنسبة أقل، وتحتاج أحياناً للتمويل الطويل الأجل لمواجهة متطلبات المنافسة، وذلك بطرح منتجات جديدة واقتناء آلات ذات تكنولوجيا عالية. تكون المؤسسات هنا أكثر توجهها لاستعمال الدين (قروض بنكية أو سندات) لتمويل احتياجات الاستثمار.⁽²⁾

د: مرحلة الانحدار:

وهي آخر مرحلة في دورة حياة المؤسسة، أين ينخفض الطلب على منتجاتها بسبب ظهور منتجات بديلة منافسة، فتراجع المبيعات وينخفض رقم أعمالها وأرباحها مع موازاة مع وصولها إلى النضج وتستمر في إفراز تدفقات نقدية حتى مع وتيرة انحدار المؤسسة لا تملك إلا القليل من احتياجات استثمارات جديدة. وتكون احتياجاتها التمويلية في هذه المرحلة تطلب من أجل تمويل إضافي محاولة منها

(1): أحلام بوقفة، رأس المال المخاطر كنموذج تمويل المشاريع الإستثمارية، مرجع سابق، ص 45.

(2): نفس المرجع السابق، ص 46.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

لإطالة عمر فترة نموها، من خلال التجديد في هياكل الإدارة والتكنولوجيا، طرح منتجات جديدة للسوق، استقصاء حول التغييرات الحاصلة في أذواق المستهلكين ومحاولة تليبيتها لضمان الاستمرارية.

ونتيجة لهذا، يتجه التمويل الذاتي لتجاوز احتياجات إعادة الاستثمار، وتكون المؤسسة أقل ميولا لطرح أسهم وسندات جديدة، بل ترغب في استعادة وإعادة شراء أوراقها. يعني أن المؤسسة تتسبّل ذاتيل وبشكل تدريجي⁽¹⁾.

ثانيا: مصادر تمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة

تواجه المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مشكلة التمويل لنشاطاتها المختلفة بمصادر مختلفة منها مصادر تقليدية، مصادر حديثة ولاسيما الاسلامية منها التي تعتمد على المشاركة على الربح والخسارة.

1- مصادر التمويل التقليدية (الكلاسيكية):

تنقسم مصادر التمويل المتاحة للمشروعات الصغيرة والمتوسطة تبعا لآجالها إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل ومصادر تمويل متوسطة وطويلة الأجل، وتستخدم مصادر التمويل قصيرة الأجل لتمويل العمليات التشغيلية الجارية للمؤسسة، ومن ناحية أخرى تستخدم مصادر التمويل متوسط الأجل (وهو عبارة عن قروض مثل: قروض المدة، قروض التجهيزات، القروض العامة، القروض الخاصة، الخصم التجاري والقروض بالتزام).

وتمويل طويل الأجل يتكون من: أموال خاصة والإقتراض من العائلات قروض طويلة الأجل وأرباح محتجزة لتمويل الأصول الثابتة والجزء الثابت من رأس المال العام⁽²⁾.

أ- مصادر التمويل الذاتي: ونقصد بالتمويل الذاتي أو كما يطلق عليه التمويل الداخلي للمؤسسة، بأنه مجموعة الموارد والإمكانات المتاحة للمؤسسة والتي يمكن الحصول عليها دون اللجوء إلى الخارج، والتي تمكنها من إبقائها تحت تصرفها ولمدة طويلة. ويتم التمويل عن طريق المدخرات الشخصية لصاحب المشروع، أو عن طريق إقناع أفراد أسرته بالدخول كشركاء في المشروع. للتمويل الذاتي مزايا عديدة نذكر منها:

- الزيادة، في إستقلالية المؤسسة تجاه المؤسسة المالية.
- السماح للمؤسسة باستغلال الفرص الاستثمارية التي يتيحها السوق.
- ربح الوقت في عدم اللجوء لمصادر التمويل الأخرى وما يترتب عنها من إجراءات إدارية وعقود وضمانات...إلخ.
- استعمال التمويل الذاتي في استثمارات منخفضة المردودية.
- عدم كفاية التمويل الذاتي لتمويل كل الفرص الاستثمارية⁽³⁾.

(1): نفس المرجع السابق، ص 46-47.

(2): مسعود بن جواد، حمزة طيوان، المقاولاتية المستدامة - بين إشكالية البقاء وقيمة الابتكار - خيارات تمويل المقاولات الصغرى والمتوسطة في الجزائر، مقال بمجلة اقتصاديات المال والأعمال JFBE، جوان 2017، ص 163-165.

(3): إبراهيم خملة، دور هيئات الدعم الحكومي في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 20016-2017، ص 25-26.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

ب- مصادر التمويل غير الرسمي:

كثيراً ما يعتمد المقيمون في المناطق النائية البعيدة في المؤسسات المالية الرسمية أو الذين يتطلبون منتجات أكثر مرونة وتنوعاً عن التمويل غير رسمي من خلال مقرضي الأموال أو أفراد الأسرة أو الأصدقاء وكذا الجمعيات غير الرسمية والبنوك المجتمعية القروية ويشمل التمويل غير الرسمي: التمويل العائلي والأصدقاء، تمويل المؤسسات والزبائن، السوق غير الرسمية للتمويل.

ب1: مصادر العائلة والأصدقاء: أن قروض العائلة من أهم مصادر التمويل في مختلف أحجام المؤسسة يتم بطلب الفرد من العائلة إما بشكل مساهمة أو بشكل من اشكال القروض.

ولهذا التمويل مشاكل وسلبيات في حالة تمويل المؤسسة بشروط مما يؤثر على إتخاذ القرار قد يتسبب في فشل المشروع منذ الإنطلاق.

ب2: مصادر من المؤسسات والزبائن: وهي مجموعة مصادر وتحويلات بين المؤسسات في شكل علاقات المورد والزبون وتنقسم إلى:

- **قروض المورد:** يعد تمويل المورد كتمويل مباشر لنشاط الإستغلال ويستخدم عادة في المؤسسة الصغيرة لتمويل نشاطاتها بتوريد المواد والسلع الوسيطة من موردين بفترة السماح.

- **تسيقات الزبائن:** تلجأ المؤسسة الصغيرة وخصوصاً الحرفية إلى مصدر مسبق، وهو التمويل الكلي أو الجزء بسلعة أو خدمة للزبون في صفقة دون الحصول عليها في اللحظة، وهذه الحالة متطورة في البلدان النامية وتعد من أساليب تمويل المؤسسات الحرفية.

ب3: التمويل من سوق غير رسمي: ويتميز هذا المصدر التمويلي بشكل واضح في دول العالم الثالث، ويأت من الأهمية في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في البلدان في المرتبة الثانية وربما الأولى أحياناً، وتلجأ المؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية الموارد الذاتية أو المستمدة من الأهل والأقارب.

ولا شك أن عبء التمويل من السوق غير الرسمي ثقيل جداً على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بسبب الفائدة المرتفعة جداً، بل وأنه في حالات كثيرة تقع المؤسسة تحت وطأة عبء ديونها التي تتراكم عليها في الاطار.⁽¹⁾

ب4: التمويل من مصادر رسمية (البنوك التجارية)

بما أن البنوك التجارية تعتبر من أهم مصادر التمويل المباشر للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة إلا أنها تولي اهتماماً أكثر لتلك المؤسسات.

وللتمويل البنكي أهميته:

- الإجراءات الإدارية التي تطلبها البنوك التجارية عند لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إليها للحصول على قرض تساوي نفس التكلفة تقريباً التي تمنحها البنوك التجارية للمؤسسات الكبيرة.

- عدم قدرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على تقديم الضمانات المقنعة للبنوك التجارية يقيها في ضيق مال.

- ارتفاع درجة المخاطرة يفرض على البنوك التجارية تقديم القروض للمؤسسات الكبرى.

(1): نفس المرجع السابق، ص 28.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

- ارتفاع معدلات الفائدة على القروض والعمولات التي تتقاضها البنوك التجارية عند لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إليها، مع قصر فترة السداد لذلك تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبئا على البنوك التجارية...إلخ.

2- مصادر التمويل الحديثة:

أ: التمويل التأجيري: أسلوب تمويل حديث ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1952 واستخدم في فرنسا لأول مرة سنة 1965 في الجزائر عند صدور قانون النقد والقرض 90-10 ثم تبعه القانون 96-09 المؤرخ في 10 جانفي 1996 والمتعلق بالإئتمان الإيجاري ثم النظام 96-09 المؤرخ في 03 جويلية 1996 المحدد لكيفية تأسيس شركات الإئتمان الإيجاري وشروط إنشائها وأهم شركاته:

- الشركة العربية للإيجار المالي ALC (10 أكتوبر 2001).

- الشركة الجزائرية لإيجارات المنقولات (SALAM).

- الشركة الجزائرية السعودية للقرض الإيجاري ASL.

- شركة المغرب للإيجار الجزائرية MLA.

- الشركة الوطنية للإيجار المالي NL.

- شركة إعادة التمويل البترولي SRH...إلخ.

ويعرف التمويل التأجيري بأنه «أسلوب من أساليب التمويل يقوم بمقتضاه الممول بشراء أصل رأسمالي يتم تحديده ووضع مواصفاته بمعرفة المستأجر الذي يتسلم الأصل من المورد على أن يقوم بأداء قيمة إيجاره محددة للمؤجر كل فترة زمنية معينة مقابل استخدام هذا الأصل»⁽¹⁾.

وللتمويل التأجيري أنواع:

- البيع وإعادة التأجير: وهو اتفاق بين منشأة وطرف آخر قد تكون شركة تأمين أو مؤسسة مالية أخرى أو شركة تأجير مستقلة.

- التأجير التشغيلي: (التأجير الخدمي): هو مصدر تمويل للمستأجر إذ يزوده بالأصل المطلوب دون حاجة إلى شرائه، كما يؤمن له خدمة الصيانة التي عادة ما تأخذ تكلفتها في الحسبان عند تقدير دفعات الإيجار.

- التأجير التمويلي الرأسمالي: ويطلق عليه أيضا بالتأجير الرأسمالي أو التأجير الدفع الكامل وهو يعوض المؤسسة عن الإقتراض لامتلاك الأصل⁽²⁾.

ب: بورصة المشروعات الصغيرة: يمكن تعريفها على أنها «هي تلك السوق المخصصة لتداول أسهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والآخذة في نمو رأسمالها وغير المؤهلة لدخول الأسواق الرئيسية التي تمول المشروعات الكبيرة والضحمة» أو «هي تلك السوق المنظمة للأسهم العادية التي تركز على المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بانخفاض الأعباء الإدارية كمبدأ يحكم عملها وعملياتها».

(1): مسعود بن جواد، حمزة طيوان، مرجع سابق، ص 166.

(2): نفس المرجع السابق، ص 31.

مزاياها:

- زيادة تكامل واندماج القطاع غير الرسمي في الاقتصاد الكلي.
- جذب الاستثمارات العربية والأجنبية في قطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة.
- دعم القطاعات الواحدة والتي تعاني من مشاكل وعقبات التمويل.
- تتيح مصادر تمويل إضافية لمشروعات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تسمح بمجيء أو دخول المستثمرين الاستراتيجيين ليصبحوا شركاء في المؤسسة وهو ما يحسن من كفاءة إدارة المؤسسة.
- تساعد على الحصول على قيمة عادلة للمؤسسة أو المشروع.⁽¹⁾

ت: عقد تحويل الفاتورة

عندما تقدم المؤسسة على بيع منتجاتها عن طريق الأوراق التجارية يتعين عليها إنتظار أجل الإستحقاق ومن ثم تحصيل قيمة البضاعة المباعة ما يحدث هو أن المؤسسة قد تحتاج إلى السيولة خلال تلك الفترة سواء للوفاء بالتزاماتها للغير أو لتحقيق طموحات التطور التي تفرضها طبيعة المنافسة التجارية.

وتقصد بالفاكتورينغ شراء أو حجز ديون المؤسسة التجارية التي تشتغل على المستوى المحلي أو الدولي، في حقل السلع الإستهلاكية، كما تقوم البنوك التجارية من جهتها بشراء حسابات المدينين (أوراق قبض، سندات، فواتير) الموجودة بحوزة المؤسسات التجارية أو الصناعية والتي تتراوح مدتها ما بين تاريخ إلتحاق حسابات القبض.⁽²⁾

ج: مؤسسات رأس المال المخاطر

وهو ما تم التطرق عليه في الفصل الأول من بحثنا هذا حيث تعرف مؤسسات رأس المال المخاطر على أنها كل رأس مال يوظف على أنه تمويل لإبتكار جديد، أو توسيع مؤسسة، أو تأسيس مؤسسة من دون التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (هذا هو مصدر الخطر) وتكون هذه الصيغة في التمويل على شكل مشاركة، بمعنى أن صاحب رأس المال يصبح شريكا في المؤسسة.

أو هي أسلوب أو تقنية تمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى شركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه وبذلك فهو يخاطر بأمواله، ولهذا نرى أنها تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال.⁽³⁾

أما بالنسبة لنشاط هذه المؤسسات الخاصة برأس المال المخاطر وهي عبارة عن شركات رأس المال المخاطر سوف نتطرق إليها في الفصل الثالث.

(1): إبراهيم خملة، مرجع سابق، ص 33-34.

(2): مسعود بن جواد وحمزة طيوان، مرجع سابق، ص 168.

(3): نفس المرجع السابق، ص 168.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

د: تمويل البنوك الاسلامية للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة:

يتم تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن التمويل الإسلامي الذي يعتبر بديل مستحدث للتمويل ويتم بعدة صيغ أهمها:

د1/ المشاركة: تعتبر المشاركة أحد أهم أدوات التمويل التي تعرضها البنوك الإسلامية وتقرر الموسوعة العلمية والعملية للبنوك الإسلامية أن التمويل بالمشاركة أكثر ضماناً للمشروعات الصغيرة، فمن المعروف أن معدلات الفشل للمشروعات الصغيرة كبيرة بسبب نقص دراسات الجدول الاقتصادية أو عدم كفاءة الإدارة ونقص التخطيط وطبعاً ضعف التمويل، خاصة إذا كانت هناك مؤسسات كبيرة تنشط في نفس القطاع.

د2/ المضاربة: المقصود بالمضاربة عن طريق البنوك، أن تقوم البنوك بتوظيف الأموال المودعة لديه في مشروع معين صناعي أو تجاري أو خدمي يدر دخلاً معيناً وفي نهاية العام يقوم بحساب تكلفة هذا لاستثمار والباقي أي الربح يقسم بين المودعين والبنك، أما في حالة الخسارة فإن صاحب المال، هو الذي يتحملها بالكامل، أما البنك فهو يخسر جهده في حالة عدم التقصير أو التفريط.

د3/ المراجعة: نقصد بالمراجعة المتاجرة كما هو متعارف عليه اليوم والمراجعة في اللغة مصدر من الربح وهو الزيادة، واصطلاح الفقه هي: «بيع بمثل الثمن الأول مع زيادة ربح» أو هي: «بيع برأس مال وربح معلوم ومتفق عليه بين المشتري والبائع». وتأخذ المراجعة حالتين:

الحالة الأولى: ويطلق عليها اسم الوكالة بالشراء بأجر، حيث يقوم البنك بطلب من المؤسسة بشراء سلعة معينة محددة الأوصاف، ويدفع ثمنها للبنك مضاف إليه أجر معين مقابل قيام البنك بهذا العمل.

الحالة الثانية: وفيها تطلب المؤسسة من البنك شراء سلعة معينة وكذلك الثمن الذي يشتري به العميل من البنك بعد إضافة الربح، ويتضمن هذا التعامل وعد من العميل بالشراء في حدود الشروط المتفق عليها، ووعداً آخر من البنك بإتمام هذا البيع بعد الشراء طبقاً لذات الشروط.

د4/ البيع الآجل: البيع الآجل هو عقد يتم بموجب بضاعة حاضرة مقابل ثمن مؤجل يتفق عليه، وفائدته توفير قدر من التمويل للمشتري حتى يتمكن من دفع الثمن بعد فترة من الزمن يتفق عليها، ويتحصل البنك في هذه الحالة بصفته بائع للسلع على ثمنها بعد فترة محددة.

د5/ بيع السلم: ويطلق عليه أيضاً البيع الفوري الحاضر الثمن الآجل البضاعة، ويقوم البنك بدفع ثمن البضاعة آجلاً، وتسلم البضاعة عاجلاً، فقد عرفه علماء الدين بأنه بيع آجل بعاجل، وله شرطين أساسيين:

- أن يكون رأس المال معلوم الجنس وأن يكون المسلم فيه مضبوطاً بالصفة التي تنتفي عنه الجهالة والتي يختلف الثمن باختلافها، وأن يكون معلوم المقدار بالكيل إن كان مكيلاً وبالوزن إن كان موزوناً وبالعدد إن كان معدوداً وأن يكن لأجل معلوم، وأن يتم بيان مكان التسليم.

د6/ الإستصناع: هو عقد بموجبه يكلف الصناع بصناعة شيء محدد الجنس والنوع والصفة وأن يكون هذا الشيء مما يجري فيه التعامل ما بين الناس كما يمكن أن يكون التكليف بصناعة شيء جديد، طالما أن ذلك ممكن، ويتم الإتفاق على الإستصناع خلال أجل معين، كما يجوز عدم تحديد الأجل.⁽¹⁾

(1): نفس المرجع السابق، ص 167-168.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

الفرع الثالث: خصائص وأهمية التمويل:

أولاً: خصائص التمويل:

إن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من مختلف المصادر تتميز بالخصائص التالية:

* **الملائمة:** وهي تعني أن تنوع مصادر التمويل وتعددتها تعطي للمؤسسة فرصة الاختيار للمصدر التمويلي الذي يناسب المؤسسة في التوقيت والكمية والشروط والفوائد.

* **الاستحقاق:** يعني أن الأموال التي يتحصل عليها المؤسسة من التمويل لها فترة زمنية وموعد محدد ينبغي سدادها فيه بغض النظر عن أي اعتبارات.

* **الحق على الموجودات:** إذا عجزت المؤسسة من تسديد التزاماتها من خلال السيولة أو الموجودات المتداولة تلجأ إلى استخدام الموجودات الثابتة وهنا يكون الحق الأول لمصدر التمويل بالحصول على أمواله والفوائد المترتبة عليها قبل تسديد التزامات أخرى.

* **الحق على الدخل:** وهو يعني أن مصدر التمويل له الحق الأول بالحصول على أمواله والفوائد المترتبة عليها من سيولة أو دخل المؤسسة.⁽¹⁾

* **جانب الاستخدامات:** يعبر عن مجموع الأموال المستثمرة في المشاريع ويبرز قدرة الشركة في تجميع الأموال، فهو ضمان أساسي يعبر عن المقابل النقدي للوفاء بحقوق دائني المؤسسة عند تصفيتها.

* **جانب الموارد:** سواء كانت هذه الموارد طويلة أو قصيرة الأجل فهي قيم نقدية واجبة السداد في مواعيد محددة وبمعدل فائدة يمثل تكلفة الحصول على هذه الأموال أي أنها مستحقات واجبة الدفع.

تتأثر فاعلية هيكل التمويل بمدى مساهمة مصادر التمويل الذاتية في تلبية الاحتياجات المالية للمؤسسة كالتالي:

- الإعتدال على مصادر التمويل الذاتية لا يساعد على مستوى مرتفع من الربحية مع أنه يضمن الأمان المالي للمؤسسة.
- الإعتدال المتزايد على التمويل غير الذاتي يؤدي إلى إحتلال هيكل التمويل مع أنه قد يساعد على تحقيق مستوى مقبول من الربحية لذلك يجب تحقيق عائد على الأموال المستثمرة في الأصول أكبر من الفوائد المدفوعة.⁽²⁾

ثانياً: أهمية التمويل

إن المؤسسات والدولة والمنظمات التابعة لها استخدام دائم لجميع مواردها المالية، فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجياتها من عجز في الصندوق أو لتسديد الالتزامات. من هذا يمكن القول بأن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في:

- ✓ يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات.
- ✓ يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي.

(1): رحالي كريمة، آلية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة ماستر، جامعة بسكرة، 2016-2017، ص 13-14.

(2): زراري ميمي، دور رأس المال المخاطر في دعم المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة أم البواقي، 2013-2014، ص 22.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

✓ المحافظة على سيولة المؤسسة و حمايتها من خطر الإفلاس و التصفية (ويقصد بالسيولة توفير الأموال السائلة الكافية لمراجعة الإلتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها، أو القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة).

✓ يساعد على إنجاز مشاريع معطلة أخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني.

✓ تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها.

✓ توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عنها:

○ تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة.

○ توفير مناصب شغل جديدة تؤدي إلى التقليل من البطالة.

○ تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد.⁽¹⁾

المطلب الثاني: مفهوم التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

إن التمويل عن طريق رأس المال المخاطر وبعد التطرق إلى رأس المال المخاطر في الفصل الأول يمكن القول أن التمويل عن طريق رأس المال المخاطر هو عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الإستثمارية بواسطة شركات رأس المال المخاطر وهي تقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال بالنسبة للتمويل المصرفي. بل تقوم على أساس المشاركة حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع دون ضمان العائد أو مبلغه و بذلك فهو يخاطر بأمواله.

الفرع الأول: أسباب أهمية ومراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

أولاً: أسباب اللجوء إلى التمويل برأس المال المخاطر

تتمثل أسباب لجوء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى التمويل برأس المال المخاطر إلى النقاط التالية:

- صعوبة تمويل مشروعات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الإقتراض من البنوك أو أية مؤسسة مالية وذلك لأن هذه المؤسسات ترفض عادة تطبيقاً لمنطق السياسة الإئتمانية الحكيمة (رأس مال أدنى مضمون) بالإضافة إلى الضمانات (كالرهون مثلاً).

- صعوبة الحصول على التمويل الخارجي من خلال حقوق الملكية (طرح أسهم للإكتتاب العام). نظراً لعدم استجابتها للشروط القانونية التي يفرضها السوق المالي.

- إن رأس المال المخاطر بشكل الحد الأمثل لتفعيل رغبة الدولة في الأخذ بأيدي أصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة لمساعدتهم في التغلب على المصاعب التمويلية التي تواجههم عند تكوين المشروع وذلك كله بدون اللجوء إلى الإقتراض أو التمويل عن طريق حقوق الملكية.

- مساهمة رأس المال المخاطر في تحقيق النمو الاقتصادي وخاصة في المجال التكنولوجي.

(1): رحالي كريمة، مرجع سابق، ص 14.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

- مساهمة رأس المال المخاطر في توفير وظائف جديدة في القطاعات التكنولوجية كخلف أكثر من مليون فرصة عمل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال ثمانية أعوام، وزيادة معدل التوظيف في قطاع الإتصالات في فرنسا نسبة 5% سنويا.
- يقوم رأس المال المخاطر بتمويل مشروعات ذات مخاطر مرتفعة لا يقبل على تمويلها عادة البنوك والمؤسسات المالية المختلفة.
- لا يقتصر دور رأس المال المخاطر على توفير التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة سواء عند نشأتها أو عند التوسع في أنشطتها، وإنما يمتد إلى مد المؤسسات بالكوادر والخبرات الفنية والإدارية التي تفتقد إليها وهو ما يطلق عليه في تمويل إعادة الهيكلة البشرية والإدارية.⁽¹⁾

ثانيا: أهمية التمويل برأس المال المخاطر

- يحتل التمويل برأس المال المخاطر أهمية كبيرة على صعيد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة الابتكارية منها التي تفتقر للإمكانيات المالية والخبرات التي تؤهلها للنمو بنفسها، وتجد صعوبة في الحصول على التمويل من قبل البنوك والمؤسسات المالية الأخرى نظراً لعدم توفرها على الضمانات الكافية من جهة، وارتفاع نسبة المخاطرة التي تلحق بها من جهة أخرى، وهنا تبرز أهمية رأس المال المخاطر في تمويل المراحل الأولى لهذه المؤسسات وهذا ما ينعكس إيجاباً على الاقتصاد الوطني إجمالاً.
- وتتجلى أهمية رأس المال المخاطر بالنسبة للمؤسسات الممولة في العديد من العناصر نذكر منها:
- زيادة الأموال الخاصة للمؤسسة نظراً للمشاركة شركة رأس المال المخاطر في رأسمالها.
 - لا تقتصر مشاركة شركة رأس المال المخاطر على الجانب المالي فحسب، بل تكون مصحوبة أيضاً بالمتابعة والنصح⁽²⁾، وهذا ما يمكن المؤسسة الممولة من السير الجيد لمشاريعها والإستفادة من الخبرات والطرق الحديثة في التسيير.
 - يتم التمويل برأس المال المخاطر عبر مراحل وليس دفعة واحدة، فبعد انتهاء أية مرحلة تلجأ المؤسسة من جديد إلى شركة رأس المال المخاطر (في حالة استقرار احتياجاتها المالية) وهذا ما يضمن جدية الإستثمار من خلال عرض نتائج الأعمال المنجزة لكل مرحلة، مما يعطي فرصة جديدة للمؤسسة لتدارك فشلها قبل تراكم الخسائر عليها.
 - لا تنسحب شركة رأس المال المخاطر من المؤسسة إلا بعد أن تصبح قادرة على الإنتاج والنمو.
 - لا تكون أموال شركات رأس المال المخاطر مستحقة أو واجبة الأداء إذا كانت حالة المؤسسة لا تسمح بذلك على اعتبار أنها أصبحت تشكل جزءاً من أموالها الخاصة، وتشارك مع المؤسسة في الخسائر.
- أما على المستوى الاقتصادي الكلي فيبرز أهمية التمويل برأس المال المخاطر فيما يلي:
- تطوير الاقتصاد الوطني من خلال تشجيع الصناعات.
 - زيادة الطاقة الإنتاجية للإقتصاد.

(1): نبيلة قدور وحمزة العرابي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم (الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس، الجزائر)، مرجع سابق، ص 887-888.

(2): La chemi Siagh : le capital risque ou venture capital revue stratigica, Algea, N° : 18, Mars 2006, p 04.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

- التخفيض من نسبة البطالة.

ثالثاً: مراحل التمويل برأس المال المخاطر

مالياً رأس المال المخاطر هو تمويل برأس مال خاص أي اقتسام الخاطر بين المؤسسات والشركاء الماليين بصفة عامة، وعمليات رأس المال المخاطر تمول المؤسسات الناشئة والتي تنمو بطريقة أسرع من المؤسسات المنشأة من قبل المتعاملين فقط لكن عمليات رأس المال المخاطر تختلف حسب المرحلة الموجودة فيها المؤسسة وهي أربعة مراحل رئيسية:

* **رأسمال الإنشاء بمعناه الواسع:** يتولى رأس المال الإنشاء تمويل مؤسسات ناشئة مبتكرة تحيط بها العديد من المخاطر ولديها أمل كبير في النمو والتطور وتنقسم هذه المرحلة إلى مرحلتين:

- **رأس مال ما قبل الإنشاء أو قرب الإنطلاق:** يخصص لتغطية نفقات البحث والتجارب وتطوير النماذج العملية والنماذج التجارية للسلعة الجديدة وكذلك تجريب السلعة في السوق ومعرفة مدن الإقبال عليها، وهو تمويل صعب نظراً لخطورة احتمال الفشل لدى مؤسسة ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة.

- **رأس مال الإنطلاق:** يمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأسمال المخاطر وتخصص لتمويل المشروعات في مرحلة الإنشاء، أو في بداية النشاط ويتفرغ بدوره إلى مرحلتين: الإنطلاق أو البداية بمعناه الضيق الذي يغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية لحياة المشروع ثم المرحلة الأولى من التمويل والتي تغطي المشروع وشركات رأس المال المخاطر هي الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة.

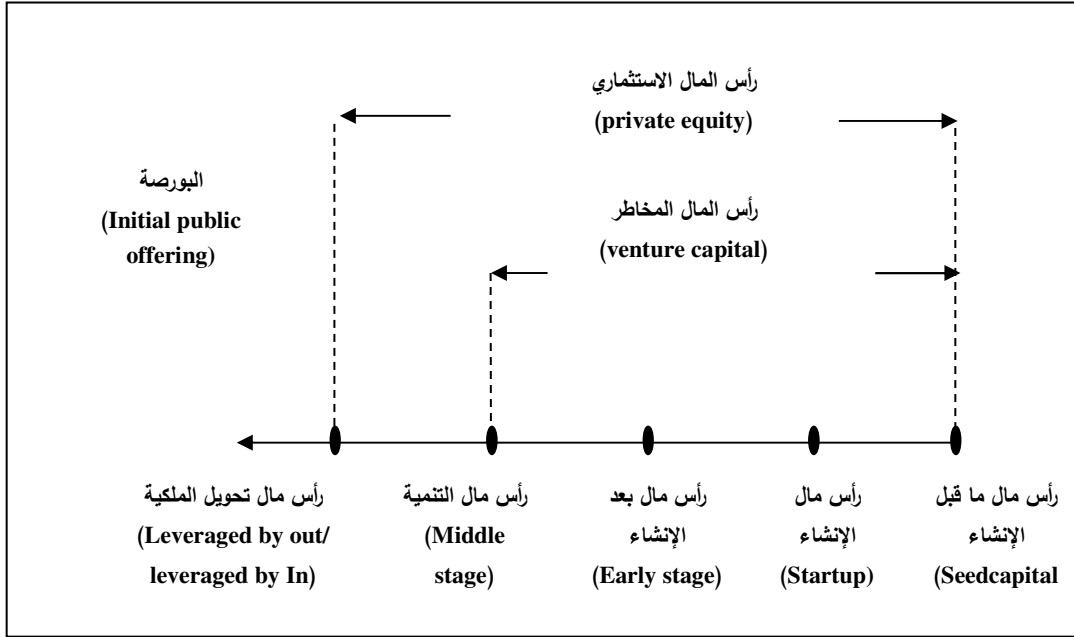
- **رأسمال التنمية:** يكون المشروع في هذه المرحلة قد بلغ مرحلة الإنتاجية أي توليد الإيرادات، ولكنه يقابل ضغطاً مالية تجعله يلجأ إلى مصادر تمويل خارجية حتى يتمكن من تحقيق أماله في النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه ما بين 5% إلى 10%.

- **رأسمال تعاقب أو تحويل الملكية:** يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأسمال المشروع، أو تحويل مشروع قائم فعلاً إلى شركة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدة مشاريع قائمة وبالتالي خلال هذه المرحلة تهتم مؤسسات رأسمال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية والمالية للمشروع إلى مجموعة جديدة من الملاك.⁽¹⁾

- **رأسمال التصحيح أو إعادة التدوير:** يخصص رأسمال التصحيح للمشروعات القائمة فعلاً ولكنها تمر بصعوبات خاصة، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى إنحاض مالي فتأخذ مؤسسة رأس المال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح.

(1): نبيلة قدور وحمزة العرابي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم، مرجع سابق، ص 890.

الشكل رقم 01 : مخطط مراحل التمويل برأس المال المخاطر



الفرع الثاني: الخصائص، الإشكال والخطوات للتمويل عن طريق رأس المال المخاطر

سنتطرق في هذا الفرع إلى خصائص و خطوات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

أولاً: خصائص التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

يمكن ذكر أهم الخصائص فيما يلي:

- 1- استثمار طويل الأجل: يتعلق الأمر في رأس المال المخاطر بتمويل طويل الأجل يمتد عادة من 4 إلى 7 سنوات.
- 2- بديل لاقتصاد الاستدانة: يعتبر الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة لا عن طريق القروض إنما عن طريق أموال تدرج في رأس المال الخاص للمشروعات «مشاركة أو مساهمة» فهو يوفر تمويل مجاني.
- 3- المشاركة في الربح والخسارة (تمويل بدون ضمانات): العلاقة في م م م علاقة شراكة يشترك فيها الجميع في الربح والخسارة حيث تتفق المصالح والوجهة لا تتعارض.
- 4- المشاركة ليست مالية فقط: لا تتوقف مشاركة المخاطرين على الجانب المالي وإنما تكون مصحوبة بالمتابعة والنصح، خاصة إذا تبنى المخاطرون سياسة المتابعة الإيجابية Suivi actif المستمرة للمشروع.
- 5- تمويل متخصص في الشركات الجديدة الواعدة: يعد رأس المال المخاطر قاطرة استثمار متخصصة في الشركات غير مقيدة في البورصة وهي عادة مشاريع في مرحلة الإنطلاق خالية المخاطر لكن يتوقع لها نجاح مستقبلي.
- 6- ارتفاع المخاطر والعائد: ينظر المستثمر في رأس المال المخاطر عائداً ما بين 30% و 40% في السنة وهذا العائد المتوقع نظير المخاطرة العالية التي ينطوي عليها المشروع والتي عرض نفسه لها، حيث عطل جزءاً من أمواله لفترة زمنية طويلة ولم يتحصل على أي تسديد مؤقت.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

7- **مرحلة التمويل:** كما إن التمويل عن طريق رأس المال المخاطر يتم عن طريق مراحل وليس دفعة واحدة، إذ يستوجب الحصول على الدفعات المواكبة العودة إلى الممول وعرض نتائج ما تم تحقيقه وموافقة هذا الأخير ورضاء على ما تحقق للحصول على الأموال، وهذا يضمن للممول مراقبة توظيف أموال وإمكانية إستدراك الأمر قبل تضاعف الخسارة في حالة الفشل، إما بالإسحاب نهائياً أو تعديل خطط المشروع وتعديل مساره.⁽¹⁾

8- **يأخذ شكل وساطة مالية:** يعتبر رأس المال المخاطر أيضاً بمثابة وساطة مالية تقوم على أساس المشاركة بين أطراف العملية التمويلية، حيث تتلقى شركات رأس المال المخاطر الموال من المشترين لتوظيفها في شكل مساهمات في رأس المال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لها أسواق واعدة، والتي يكون هدفها عادة وضع أفكار وأبحاث تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع.⁽²⁾

ثانياً: أشكال تمويل برأس مال مخاطر:

تعتبر شركات التمويل برأس المال المخاطر وسطاء جدد يوفران التمويل التساهمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ويمتازون بإحترافية عالية عن الوسطاء التقليديين، لذلك قام بعض الباحثين بتقسيم أنماط التمويل التي تحصل عليها هذه المؤسسات تبعاً لطبيعة الوساطة المالية إلى المستثمرين المؤسستين والمستثمرين غير المؤسستين وفيما يلي تفصيلها:

1- المستثمرين المؤسستين

يعرف François Poitral المستثمرين المؤسستين بأنهم «هيئات مالية تكون قادرة على جمع أموال إدارية وتقوم بتوظيف جزء هام منها في صناديق حقوق الملكية قد تكون تابعة لها أو في صناديق الملكية خاصة لا تملكها ولا تسعى إلى تعظيم مواردها بما يسمح لها القانون».⁽³⁾

حيث يقوم هذا النوع من المؤسسات بتمويل المشاريع بثلاث طرق تم تصنيفها من قبل الجمعية الفرنسية لرأس المال المخاطر AFIC إلى ثلاث مقاربات؛ فالمقاربة الأولى تتم عن طريق تمويل المؤسسات غير المسعرة في البورصة بطريقة مباشرة، أما المقاربة الثانية فهي مقاربة داخلية غير مباشرة تتم عن طريق صندوق الإستثمار الذي يتولى تمويل المؤسسات أما المقاربة الثانية تسمى مقاربة صندوق الصناديق وهي تتم عن طريق تشكيل صندوق أو عدة صناديق تتولى تمويل صناديق أخرى والتي بدورها تقوم بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.⁽⁴⁾

ويضم هذا النوع من المؤسسات صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق الودائع والضمانات صناديق حقوق الملكية الخاصة...إلخ.

(1): رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق، ص 84، 85.

(2): رايح خوني، ورامي حريد، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق، ص 490.
(3): Laurenes Crall, Micro Entreprise, un tremplin pour l'emploi revue industriels, 2001, p73.

(4): سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر، دراسة حالة تونس، المغرب والجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة تلمسان، 2013، ص 104.

2- المستثمرين غير مؤسستيين

يعتبر هذا التمويل من أقدم أنواع التمويل برأس المال المخاطر، لذلك لم يستطع الباحثين تقديم تعريف لهذا النوع من التمويل بسبب اختلاف التمويل غير المؤسسي من منطقة إلى أخرى لأن العوامل المؤثرة فيه واسعة ومتعددة، حيث يعمل على توفير رؤوس الأموال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات المخاطر المرتفعة وصغيرة الحجم، ويدخل ضمن هذا النوع من المؤسسات أو التمويل عدة أنواع منها التمويل الملائكي (Busines Angel)، جمعيات ملاك المؤسسات صناديق تابعة للجامعات ومراكز الأبحاث...إلخ.

ثالثا: خطوات عملية التمويل برأس المال المخاطر

إن تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر لا تتم دفعة واحدة، بل تتم على عدة مراحل، تبدأ من توجه المبادرة لمؤسسة رأس المال المخاطر بطلب الحصول على التمويل اللازم لمشروعه وتنتهي بخروج هذا الأخير من مؤسسته، وخلال الفترة الممتدة بين طلب التمويل والخروج توجد خطوات عديدة وإجراءات يجب على الطرفين إتباعها لإتمام العملية التمويلية.

1- مرحلة ما قبل المساهمة: تسمى أيضا بمرحلة الغريلة Screening وهي مرحلة تسبق إتخاذ القرار الإستثماري، وتنقسم هذه المرحلة إلى مراحل فرعية تسبق المساهمة المساهمة، والتي تمتد من إستقبال الملفات إلى غاية عملية إتخاذ القرار الإستثماري.

أ- مرحلة التحليل الأولى: يتمكن المخاطر برأس المال المخاطر في هذه المرحلة بأخذ نظرة أولية على جودة المشروع المرشح، وتعتمد في ذلك على بعض المقابلات التي تجمعها بالمبادر، وكذا الدراسة الأولية لملف الترشح وإخضاعه للمعايير الأساسية لإتخاذ القرار، وعليه يجب تقديم الملفات المعدة لهذا الغرض ويتعلق الأمر بخطة العمل وهي بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن من تقييم الفرص الإستثمارية المقترحة، وتكتسي خطة العمل أهمية كبيرة في صناعة رأس المال المخاطر.

أما BAHINI فيعرفها بأنها الصياغة النوعية والكمية لمشروع المنشأة.⁽¹⁾

أما إتخاذ القرار: فيجب على المخاطر برأس المال المخاطر أن يأخذ فكرة مبدئية عن المشروع بعد دراسته الأولية بخطة العمل وإخضاع مضمونها للمعايير الأساسية لإتخاذ القرار كالسياسة الإستثمارية المحددة من طرف مستثمري صندوق مؤسسة رأس المال المخاطر (حجم المؤسسة، قطاع نشاطها، طور نموها، تطورات محفظة المساهمات في فترة القيام بتقييم المؤسسة، المدة النظرية للخروج عن رأس المال).

ب- مرحلة الدراسة المعمقة: إن الانتقال على هذه المرحلة يتم بعد إمضاء وثيقتين تعاقديتين:

- **إتفاق السرية (L'accord de confidentialité):** لضمان حق المبادرة في الحفاظ على سرية المعلومات الصناعية، التقنية القانونية المحاسبة والمالية التي يتمكن المخاطر برأس المال من الإطلاع عليها.

- **خطاب النية (La lettre d'intention):** أساس البناء القانوني الذي سيحدد بين الطرفين، أي إنسحاب لأحد الطرفين بعد إمضاء هذه الوثيقة يكون أمر أكثر صعوبة.

ت- التقييم المالي للمشروع: يتعين على المخاطر برأس المال معرفة مردودية المشروع وإستعداداته المستقبلية للنمو وتحقيق قيمة مضافة وكذا معرفة قيمة المؤسسة وبالتالي أحسن سعر يدفع لحيازة نسبة معينة في رأس مالها.⁽¹⁾

(1) :Pi re battini, caqital risque, mode d'emploi ed organisation, 3^{eme} edition, paris, 2001, p 78.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

وهناك تقنيات متبعة للتقييم أهمها: معدل العائد الداخلى: IRR والذي يقيس الأداء السنوي للإستثمار ومعدل العائد الداخلى هو معدل الخصم الذي يجعل القيم الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية والإستثمار المبدئي متساوية أي عدم صافي القيمة الحالية ويحسب كما يلي:

$$IRR = (FV/PV)^{1/N} - 1$$

N: تمثل مدة الإستثمار بالسنوات.

PV: القيمة الحالية (مبلغ الإستثمار).

FV: القيمة المستقبلية (عند الخروج).

2- مرحلة التركيب القانوني والمالي

وتتكون من مرحلتين :

أ- **مرحلة التركيب القانوني:** إن صناعة العفو المناسبة بين المخاطر رأس المال والمبادر يعتبر من أهم الأسس التي تقوم عليها الشراكة الناجحة، كما يرتبط الأمر كذلك بالنظام القانوني المتبنى من طرف المؤسسة.

أ1- **عقد المساهمين:** وهو الوثيقة الأساسية التي ترسخ نوعية وطبيعة العلاقات بين فريق المبادرين وفريق المستثمرين⁽²⁾، على عكس عقود المساهمين الخاصة بالمؤسسات المدرجة بالبورصة التي إن وجدت يجب أن تكون علنية ومعروفة لدى الجميع، فإنها في حالة رأس المال المخاطر تعتبر وثيقة خصوصية (سرية)، بعدم رغبة المستثمرين برأس المال في أن يعرف الجميع لتفاصيل عقودهم، لكن ورغم سرية يمتلك المساهمين قيمة قضائية تخضع الأطراف المتعاقدة للإلتزام ببوده، يهدف عقد المساهمين أساسا إلى مراقبة هيكل رأس المال من جهة، وتنظيم سلطات المساهمين ذوي الأقلية من جهة أخرى، كما يضم بنود خاصة تستجيب لإنشغالات أخرى.

أ2: **الخيارات القانونية:** يتمثل الخيار القانوني في كل من الشكل القانوني المتبنى والهياكل التسييرية المعتمدة من طرف المؤسسة حيث يتحدد على أساسها مدى الرقابة التي بإمكان المستثمر ممارستها.

ب: **التركيب المالي:** يعتبر التركيب المالي أحد أهم الخطوات وأكثرها حساسية، حيث يتم خلالها اختيار الأدوات المالية المتبناة للمساهمة، هذا الإختيار تحدده عوامل كثيرة مثل طور نمو المؤسسة وخصائصها، كلما زادت درجة عدم التأكد المرتبطة به ارتفع مستوى المخاطر، مما يدفع المخاطرين برأس المال تبني أوراق مالية هجينة (سندات قابلة للتحويل، أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية...) لكن في الحالة العكسية الأسهم العادية هي الأداة المختارة.

3- مرحلة الشراكة والإنفصال

أ- **الشراكة:** إن أهم الإختلاف بين رأس المال المخاطر وباقي التمويلات (التقليدية) يمكن في متابعاته لمساهمته، حيث يسعى لتنظيم وضممان متابعته ومراقبتها قبل إنطلاق الشراكة وذلك عن طريق مختلف الوسائل القانونية والمالية المتاحة له.

(1) :ERIC Stephany, la relation capital risque / PME fondements et pratique, ed de boeck, Bruxelles : 2003 p 133.

(2) :V. paoli – gagin et V. Lalande, le capital risque, acteurs, pratique et outils, ed gualina, Paris 2001, p 132.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

ب- **الإنفصال** : مهما طال أو قصرت فترة بقاء المخاطر برأس المال في رأسمال المؤسسة الممولة، فإنه لا بد أن يأت يوم ينهي فيه مساهمته، إلى الخروج هو أمر أساسي، وهو وقت الحقيقة للمخاطر برأس المال يمكنه حينها معرفة المردودية والقيمة المضافة الحقيقية، الخروج أمر أساسي للمخاطر برأس المال لأنه أيضا يمكنه من الإستثمار في مؤسسات أخرى من جهة، ويمكنه من جهة أخرى من دفع أرباح لأصحاب الأموال من مساهمي مؤسسة رأس المال المخاطر، إن خروج المخاطر برأس المال من رأس المال المؤسسة يخضع لمنطقتين:

- **منطق تعاقدية**: وتحكمه بنود الخروج المتصل، بند الموافقة، بند الخروج الموفق...إلخ.

- **منطق مالي**: يتحكم عاملين في الخروج من رأس المال المخاطر وهما خصائص المؤسسة، طبقة أصولها وفترة بقاء المستثمر التي بدورها تخضع لعدة عوامل أخرى طور نمو المؤسسة، أوضاع وسيولة السوق المالي ووجود فرص الشراء.⁽¹⁾

الفرع الثالث: طرق، مزايا وعيوب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

أولا: كرق التمويل برأس المال المخاطر

1- التمويل الذاتي: في بدايات الشركات العائلية فإن التمويل يكون من مصدر الفكرة الجديدة وهو أحد أفراد العائلة ويسمى بأموال البداية أو البذور الأولى "Seeding money" ويحتاج المطور في هذه المرحلة إلى أموال مسيلة مما يضطره إلى تسهيل بعض أصوله للحصول على هذه الأموال اللازمة للبداية وهو يرهن بعضها للحصول على قروض صغيرة، ومع التطور الحديث وإنتهاج أسلوب الحاضنات فإن هذه الأموال أصبحت تقدم من قبل الحاضنة مع المقر والخدمات الإدارية والفنية.

2- التمويل الموالي "العائلي" والمؤسسات المهتمة بالفكرة الجديدة "Angele investors": تدخل في هذه المرحلة الأموال القريبة من المطور مثل الأصدقاء والأصدقاء والزملاء ومؤسسات الرعاية في مجال الفكرة الجديدة والتي تتبع للجامعات والمراكز البحثية ومكاتب الإدارة البلدية وتكون في الغالب على شكل تقاسم لرأس المال أو قروض فوائد أو منح.

3- التمويل ذا الأهداف المحددة: (حكومي)، (فدرالي) و (خاص): ويتمثل في الصناديق الخيرية الوقفية على أعمال محددة كأعمال تطوير أجهزة المعاقين والمؤسسات الحكومية ذات الأهداف المحددة مثل أبحاث الفضاء وأهمها وكالة ناسا لأبحاث الفضاء في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تحتفل بميزانية تدعى الستين بليون دولار سنويا.

4- التمويل الأبحاث والتطوير: حيث تقوم به الشركات التجارية الكبيرة لأغراض محددة خاصة بتطوير منتجاتها مثل شركات الإتصال حيث تدفع الشركات الكبيرة الثلاث مثلا: نوكيا، إريكسون وموتورولا المختصة في إنتاج الهواتف الجواله كل على حدى ما يزيد عن مليار دولار سنويا.

5- التمويل الرأسمالي الضخم: حيث يوفر الأغنياء والأثرياء الأموال وهو ما يسمى برأس المال الغير رسمي وكذا المؤسسات المالية العائلية والتجمعات المالية التي تنطوي تحت مظلة رسمية وهيئة اعتبارية بالإضافة إلى العمل الرأسمالي والمبني على قواعد علمية وينحدر من تجارب فعلية وعملية سابقة ويسمى بـ "Venture capital" حيث تترجم بالعربية على أنها شركات رأس المال المخاطر أو المغامر وفي العادة لا يسمى هذا التمويل إلا إذا تعددت المشاركة خمسة ملايين دولار وتنفذ هذه المشاركة بواسطة أندية رأس المال المشارك " Venture

(1): ضياف عليّة وحمّانة كمال، رأس المال المخاطر: إتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة - حالة الجزائر - مقال بمجلة الباحث الاقتصادي، العدد 5/ جوان 2016، ص 176-177.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

capital club" والتي نشأها في العادة تجمعات مالية لخدمة أهداف هذه التجمعات وتسمى هذه الجمعيات في أوروبا بـ " Venture capital house" حيث تكون من مجموعتين المجموعة الأولى بيوت المال ورجال الإستثمار والتي تقبل في هذا النادي بعد إشتراط دفع إشتراك دخول هذا النادي⁽¹⁾ سنوي والشركات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي بدأت العمل الفعلي وقد يشترط تحقيق أرباح لمدة سنتين متواليتين وتدفع إشتراكا مقابل دخول هذا النادي قد يكون مقطوعاً أو سنوياً ويتم في هذا النادي الربط بين أصحاب الشركات الصغيرة والممولين بحيث يتقاسم الممولون الكبار "الأفراد الأثرياء والمؤسسات المالية الرسمية" حصص زيادة رأس المال في الشركات الصغيرة وذلك لتقاسم المخاطرة وكذلك الأرباح ويقوم صاحب الشركة الصغيرة بعرض خططه التجارية ودراسات للسوق وأداء مؤسسة الناشئة في الحاضر وتصور لما يمكن عمله في المستقبل في اجتماعات دورية تجمع بين جميع الأطراف بحيث تكون لشهرين أو ربع سنوية أو حسبما تقضيه ظروف العمل.⁽²⁾

ثانياً: مزايا وعيوب التمويل برأس المال المخاطر

1- مزايا التمويل عن طريق رأس المال المخاطر: تحقق مؤسسات رأس المال المخاطر مزايا للمشروعات التي تساهم فيها وتمثل فيما يلي:

- المشاركة: شركة رأس المال المخاطر تكون شريك لأصحاب المؤسسة الأصليين وتأخذ نسبة الأرباح من 15% إلى 30% بالإضافة إلى 2.5% مقابل المصاريف سنوياً كما تتحمل جزء من الخسارة في حالة حدوثها.
 - الإنتقاء: الممول يقوم باختيار المشروع الواحد حيث تكون أمامه فرصة إنتقاء المشاريع الجديدة ذات الدرجة العالية من المخاطر والأرباح المتوقعة العالية.
 - المرحلية: التمويل برأس المال المخاطر لا يتم دفعة واحدة وإنما يتم عبر مراحل، بانتهاء كل مرحلة يلجأ المستفيد إلى الممول وبالتالي يكون هنا ضمان للنتائج المحققة خلال كل مرحلة وإعطاء فرصة جديدة في حين فشل المشروع تفادياً لتراكم الخسائر.
 - التنوع: يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر بحيث ما يمكن أن تخسره في مشروع تعويضه في مشروع آخر.
 - التنمية والتطوير: هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون، ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع.
 - توسيع قاعدة الملكية: يستمر التمويل حتى تنضج الشركة وتستوي وبعدئذ يمكن أن تباع لمستثمر آخر يشده نجاح الشركة ونوع نشاطها، أو تطرح كأسهام على المساهمين.⁽³⁾
- بالإضافة إلى مجموعة أخرى من المزايا مثل:
- زيادة الأموال الخاصة بسبب مشاركة المخاطرين بحصة من رأس المال.

(1): رويبة عبد السميع وحجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، مقال بالملتقى الدولي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17-18 أبريل 2006، ص 311.

(2): نفس المرجع السابق، ص 311-312.

(3): نسيبة حسيني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة أم البواقي، 2014-2013، ص 75-76.

الفصل الثاني : التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

- لا تكون أموال المخاطرين مستحقة أو واجبة الأداء إذا كانت حالة المشروع لا تسمح بذلك على اعتبار أنها أصبحت تشكل جزءاً من أمواله الخاصة خلفاً للقرض.

- اكتساب المشروع شخصية اعتبارية مستقلة عن المساهمين وهذا يشكل نوعاً من الحماية القانونية للمشروع من تفكيكه بسبب الشكوك والأوهام الناتجة عن تقلبات في تحليل الأوضاع الاقتصادية.

- النمو السريع للمنشأة وإنطوائها على ربح واحد.⁽¹⁾

2- عيوب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر: تلخص العيوب فيما يلي:

- المشاركة في قرارات المشروع والتدخل في توجيهه من قبل مؤسسات رأس المال المخاطر باعتبارها مالكة لجزء من رأس المال الشركة.

- إسترداد حصص المخاطرين في حالة نجاح المشروع بطلبها مبالغ مرتفعة، تغطي وتقابل المزاوجة التي قبلها المخاطرون وقت الإنشاء والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقد كافة أموالهم التي شاركوا بها في المشروع.⁽²⁾

بالإضافة إلى عيوب أخرى كارتفاع درجة المخاطرة في المنشآت الممولة بهذه الأداة وصعوبة إتخاذ القرار بسرعة لكثرة الأطراف التي تشارك فيه.⁽³⁾

(1): صحراوي مقلاتي، التمويل الرأسمال المخاطر منظور إسلامي، بحث مقدم بمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة العمل الخيري والشئون الإسلامية، ماي 2009، دبي، ص 18.

(2): نفس المرجع السابق، ص 76.

(3): بوعبد الله هبة، حسيني رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، مقال بمجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، ص 156.

خلاصة

تعرف المؤسسة بانها الوحدة الاقتصادية التي تجمع فيها الموارد اللازمة للإنتاج الاقتصادي و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لا يوجد لها تعريف محدد فالمؤسسات التي تعتبر في الدول المتقدمة صغرى ، تعتبرها الدول النامية أكبر من ذلك، ان مفهوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة يختلف من دولة الأخرى ومن نظام اقتصادي الى اخر.

تسير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وفق قوانين خاصة بكل دولة ووفق معايير مختلفة محددة في تشريعات الدول وتعتمد في الغالب على معايير اهمها : العمالة ، راس المال المستثمر، رقم الاعمال ،القيمة المضافة وغيرها من المعايير، وتعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر جاء وفق القانون التوجيهي رقم 17-02 ماضي في 10 يناير 2017 ،الجريدة الرسمية عدد 2 مؤرخة في 11 يناير 2017، الصفحة 4 ،يتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

لا تخلو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عبر العالم من مشاكل مختلفة و اهمها الحاجة للتمويل ، للتمويل مصدرين وهما المصادرالتقليدي الذي يعتمد على القروض البنكية أو اللجوء للأسواق المالية ومصادر حديثة كالتمويل التاجيري ، بورصة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة -التي تنعدم في الجزائر- ،عقد تحويل الفاتورة ، التمويل الاسلامي الذي يعتمد على الاسلوب التساهمي التشاركي (الشاركة و المضاربة)و التمويل عن طريق راس المال المخاطر.

التمويل عن طريق راس المال المخاطر هو اسلوب او تقنية لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بواسطة شركات راس المال المخاطر ، وهي تقنية لاتقوم بتقديم النقد بل تقوم على اساس المشاركة دون ضمان المبلغ او عائده بذلك فهو مخاطرة بالاموال.

الفصل الثالث

الاطار الميداني لرأس المال المخاطر في دول العالم
و الجزائر

تمهيد :

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في التطور الاقتصادي للدول، خاصة فيما يتعلق بتوفير مناصب الشغل والمساهمة في النمو الاقتصادي. ففي الجزائر، تجاوز عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2016 المليون مؤسسة، ورغم ذلك تبقى هذه المؤسسات تعاني من مشكل أساسي يتمثل في التمويل الكافي، حيث أن اعتمادها على أموالها الخاصة والذاتية كمصدر تمويل داخلي غالبا ما تكون غير كافية لتغطية مختلف احتياجاتها عبر مراحل نشاطها، ومنه لا ليس أمامها إلا اللجوء إلى التمويل الخارجي المتضمن تمويلا ماليا عن طريق السوق المالية، الذي لا يحظى بأية ثقة رغم وجود مؤسساته التي يبقى نشاطها التمويلي ضعيف، أو تمويلا بنكيا عن طريق الوساطة البنكية الذي يتميز بمحدودية الاستفادة منه لقلّة الضمانات من جهة ولعدم قدرتها على الولوج إلى الأسواق المالية من جهة أخرى.

وفي هذا الإطار يفتح أسلوب التمويل برأس المال المخاطر أفاقا واعدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر إذ يعتبر بديلا هاما لأسلوب التمويل المصرفي الذي يقوم على القروض، فهو يعتبر كمساهم خاص في المؤسسات الممولة وذلك للخصائص التي يتميز بها، ويمثل دوره الأساسي في التمويل المرافقة والتوجيه، إذ يقوم في الواقع على أسلوب المشاركة من دون ضمان العائد ولا مبلغه عوض أسلوب المداينة الذي تعتمد البنوك، فهو عبارة عن تقنية تمويلية ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتشرت في باقي دول العالم المتحضر منه والنامي وحققت نجاحا كبيرا أما في الجزائر فهو أسلوب حديث ومحدود جدا ويقتصر على شركتين (finalep) وشركة (sofinance).

سنحاول في هذا الفصل إبراز دور تقنية رأس مال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة و المرتبطة في الجزائر.

في المبحث الأول: نحاول استعراض بعض التجارب العالمية والتي تعتمد في بناء سوق رأس المال المخاطر على قوى السوق كالولايات المتحدة الأمريكية، ودول تعتمد على البذور الحكومي في بناء سوق رأس المال المخاطر ودول تعتمد على النموذج الإسلامي لسوق رأس المال.

في المبحث الثاني: نحاول استعراض دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (التجربة الجزائرية).

المبحث الأول: تجارب تمويلية عالمية عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة المتوسطة.

يعتبر التمويل برأس المال المخاطر من أحداث التقنيات التمويلية بالنسبة لجميع دول العالم، الذي أصبح يحتل مكانة هامة في تقديم الكثير من صور الدعم للمؤسسات الصغيرة المتوسطة وذلك للمساهمة من الرفع قيمتها.

هناك اختلاف في حجم ونجاعة أسواق رأس المال المخاطر عبر العالم، وهذا الاختلاف يعزى للعديد من الأسباب وتعتبر التجربة الأمريكية في هذا المجال كإحدى أهم التجارب الدولية الناجحة وكذلك بالنظر للمساهمات المقدمة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تطوير الابتكار على مستوى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: التجربة التمويلية الأمريكية عن طريق رأس المال المخاطر.

تعتبر التجربة التمويلية الأمريكية لرأس المال المخاطر في دور قوى السوق في بناء سوق رأس المال المخاطر نتيجة لقوى السوق، وليس نتيجة جهد خاص من طرف الحكومة لبناء هذه السوق.

الفرع الأول:

أولاً: ظهور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية وعوامل نجاح صناعته.

إن مفهوم رأس المال المخاطر ليس جديداً، إنما يعود للقرن الخامس عشر، وبالضبط الواقعة تمويل ملكة إسبانيا الملكة (إزابيل) للرحلة الاستكشافية للبرتغالي الشهير (كريسفوكولومبس) الذي قام بما خلفه أصول التجارة الدولية آنذاك، وذلك بسفره للغرب بدلاً من الشرق.

بدأ نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة في الخمسينات من القرن الماضي استجابة لاحتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وللثورة التكنولوجية ووصل إلى قيمته سنة 1960¹.

ومع نمو المؤسسات التي تقدم التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، أصبحت السوق في الولايات المتحدة تجذب الكثير من المستثمر من المحليين والأجانب وهذا راجع لامتلاك الولايات المتحدة الأمريكية لسوق كبيرة.

وفي سنة 2000 كانت استثمارات رأس المال المخاطر يقدر بـ 105 مليار دولار أمريكي، علماً أن المؤسسات العالمية العملاقة من حيث القيمة السوقية اليوم، لم تبدأ مسيرتها الاقتصادية بالطريقة التقليدية كشركات مساهمة عامة، وإنما بدأت من مؤسسات صغيرة ثم تطورت بفضل تمويلات رأس المال المخاطر إلى ما نشهده اليوم واستطاعت هذه المؤسسات أن تحدث أرضية تكنولوجية كبيرة كما بينه الجدول أدناه.

¹. بوحرب حكيم، دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (تجربة الولايات المتحدة الأمريكية)، مقال بمجلة الاقتصاد الجديد، عدد 11، مجلد 02، 2014.

الجدول رقم: 05: أكبر خمس شركات عالمية من حيث القيمة السوقية¹.

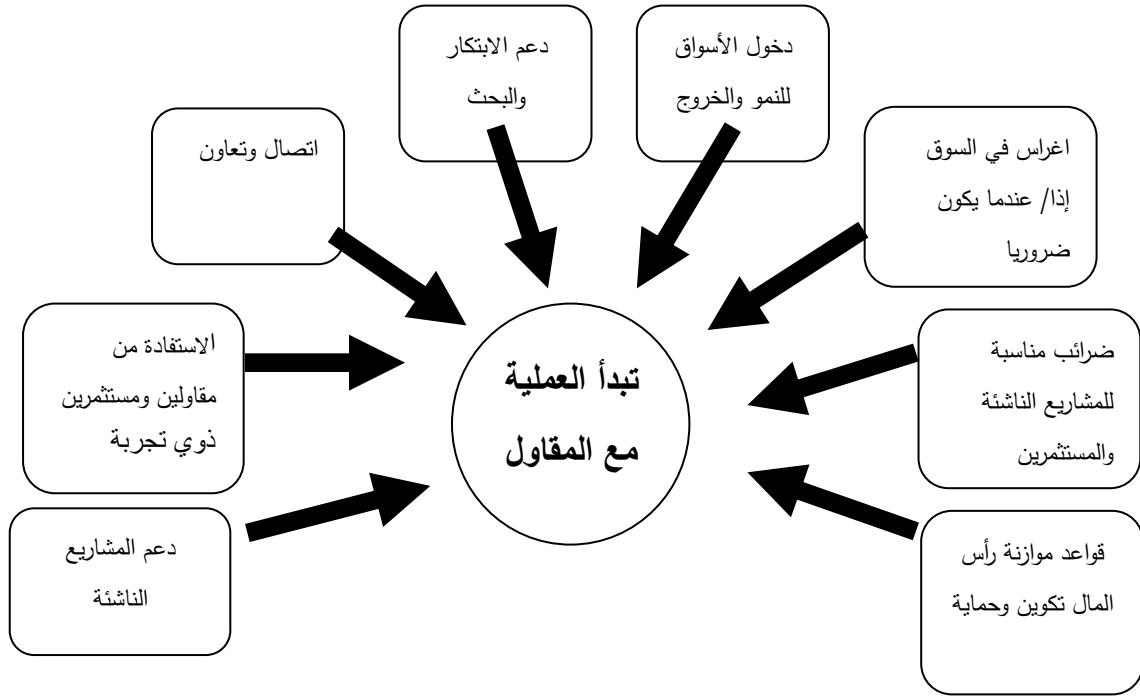
الترتيب	الشركة	الدعم من طرف رأس المال المخاطر	الرسملة السوقية (مليار دولار)	عدد العمال
1	Apple	نعم	446	93000
2	Google	نعم	449	54000
3	Berkshire Hathaway	/	356	316000
4	Microsoft	نعم	351	128000
5	Exxon mobil	/	314	75000

ثانيا: عوامل نجاح صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.

كان العامل الرئيسي لنجاح التجربة الأمريكية لرأس المال المخاطر هو فهم المبدأ الذي يعمل به النموذج وهو أن تكون مخاطرا مقاولا، ما يعني حسن استغلال الفرص المحيطة بك، وتحلى بروح المغامرة الإيجابية وتثق بشدة بأفكارك وقناعاتك. يقول: (Bob Zider) " كن مستعدا لأن تجود بنفسك لنجاح المغامرة... والاستثمار في رأس المال المخاطر هو استثمار في الناس الطيبين وفي أفكار ممتازة وبالتالي هو استثمار في صناعة رائعة "؛ يعني أن نواة العمل في رأس المال المخاطر والنجاح فيه، هو شخص يحمل فكرة مشروع رائعة، ينتظر توفير البيئة المقاولاتية المناسبة له حتى يتمكن من النجاح بجدارة، وهي الفكرة التي يقدمها المخطط الموالي:

¹.Source:National venture capital Association, yerarbooq 2016, Thomson Renters, P06, www.hvca. ORG/ research/ stats-studies (vu 10.06.2019).

الشكل رقم 02: النظام البيئي المقاولاتي في الولايات المتحدة الأمريكية.



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على p35 Marianne Hudson, op.cit.

إذا ما تم البحث عن عوامل نجاح المقاولاتية في الو.م.أ، سنجد في مقدمتها نظاما بيئيا متكامل المعالم نواته روح المبادرة والإبداع التي يحملها المقاول الأمريكي، والذي مثل جانب الطلب على كل ما يدعمه لتحسيد أفكار الابتكارية. احتاج هذا الطلب المتزايد عرضا متنوعا من الموارد المالية والخدمات التقنية التي توفرها البرامج المرفقة له، بالإضافة إلى مجموعة من الميزات الجبائية والعروض السوقية؛ لهذا تم رسم سياسة واضحة وهادفة باتجاه دعم المشاريع المقاولاتية الناشئة التي لم تكن لتتواجد لولا تلقيها لتمويل مخاطر ومتابعة نوعية ساهمت في خلق القيمة وتحقيق النمو الاقتصادي¹.

لم يكن تطور صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية صدفة وإنما كان نتاج عمل حكومي وتوافر مناخ محفز لها، ولعل أهم المرتكزات نجاحه مقارنة بالدول الأخرى هو:

أ. تدخل الدولة: علمت الدولة على دعم هذه الصناعة من خلال مجموعة من البرامج والقوانين أهمها:

- برنامج مؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة: أطلق هذا البرنامج من طرف الكونغرس الأمريكي من أجل تشجيع الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهو عبارة عن مؤسسات استثمار بالأموال الخاصة والقروض مع تقديم خبرات في المجال التسييري.

¹أحلام بوقفة، رأس المال المخاطر كنموذج تمويل المشاريع التجارية، حالة sofimavace، أطروحة دكتوراه، جامعة قسنطينة، 2017، 2018، ص 149، 150.

• برنامج أبحاث ابتكار المؤسسات الصغيرة: هدف هذا البرنامج دعم المشاريع الابتكارية وذلك عن طريق مساعدات قدمت من وكالات البحث الفيدرالية الكبيرة خاصة في مجالات الدفاع، الصحة والطاقة حيث تخصص هذه الأخير نسبة 2.5 من ميزانيتها لدعمها ويعد هذا البرنامج من أهم البرامج التي دعمت ونشطت صناعة رأس المال المخاطر ففي الفترة 1993، 1997 فقط تم الدعم بإجمالي 7 مليار دولار أمريكي.

بالإضافة إلى هذه البرامج أخرى كبرامج تحويل تكنولوجيا المنشآت الصغيرة، قانون (Bayh Dole) لتشجيع الجامعات على البحث ونقل التكنولوجيا وبرنامج شراكة التكنولوجيا الصناعية.

ب. دور وادي (هضبة) السليكون: هو وادي (سانتا كلارا) المحاذي لجامعة ستانفورد العريقة في شمال ولاية كاليفورنيا الأمريكية، حيث لم يكن وادي السليكون حتى مطلع السبعينيات قد ظهر على الخارطة العالمية، لا بوصفه اسماً ولا معنى، واسم شهرة وادي السليكون يصف مجعاً للصناعات التكنولوجية، وارتباطه بأحداث منجزات التكنولوجيا؛ بمعنى تجمع هائل من الشركات والصناعات والأبحاث، وحتى المواهب، المتعلقة بالتقنية الحديثة مثل الحواسيب والترانزستورات، ما جعل اسمه يطلق على أي مجمع مشابه في أي بلد في العالم.

يضم الوادي اليوم أشهر شركات العالم في مجال التقنية الحديثة مثل أدوبي، آبل، سيسكو، غوغل، ياهوا، فيس بوك، أكسيس، مايكروسوفت (مقرها واشنطن)، حيث ذكر تقرير لجريدة (Wall street journal) عام 2006، أن 10 بلديات في هذا الوادي كانت من بين 20 بلدة هي الأكثر إبداعاً في الولايات المتحدة، عاصمة الوادي، سان خوسيه، وحدها قدمت ذلك العام 3867 براءة اختراع ما يفسر ازدهار صناعة رأس المال المخاطر.

ت. بورصة نازداك أو ناسداك NASDAQ: لا يمكن نجاح صناعة رأس المال المخاطر دون وجود سوق مالية نشطة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وقد أنشأت سنة 1971، مقر ناسداك الرئيسي يقع في مدينة نيويورك، وهي أكبر بورصة تعمل على أساس الشاشات الإلكترونية في الولايات المتحدة الأمريكية مع نحو 3200 شركة مدرجة بها، كما أن متوسط عدد الأسهم المباعة بها يومياً أعلى من أي بورصة أمريكية أخرى، أغلب الشركات المدرجة فيها تكنولوجية وتعتبر المؤشر الرئيسي للسوق التكنولوجي الأمريكي.

ث. وفي الأخير يجب التأكيد على أنه نجاح الولايات المتحدة في تنشيط رأس المال المخاطر كانت نتاج منظومة عمل متكاملة جمعت بين الدور الحكومي، الثقافة المقاولاتية والجامعات مراكز البحث¹.

الفرع الثاني: طرق الخروج من استثمارات وأداء رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.

أولاً: طرق الخروج: يتميز كل بلد بطرق خروج من استثمارات رأس المال المخاطر وهذا راجع لمدى تطور أجهزة الخروج كسوق الأوراق المالية ومدى تطور الأنظمة القانونية.

هناك ثلاث طرق للخروج من الاستثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية تتمثل الأولى في عملية العرض العام على الجمهور، أما الثانية بيع المؤسسة مباشرة لمؤسسة أخرى وأخيراً إعادة بيع المؤسسة للمقاول (البيع الثانوي).

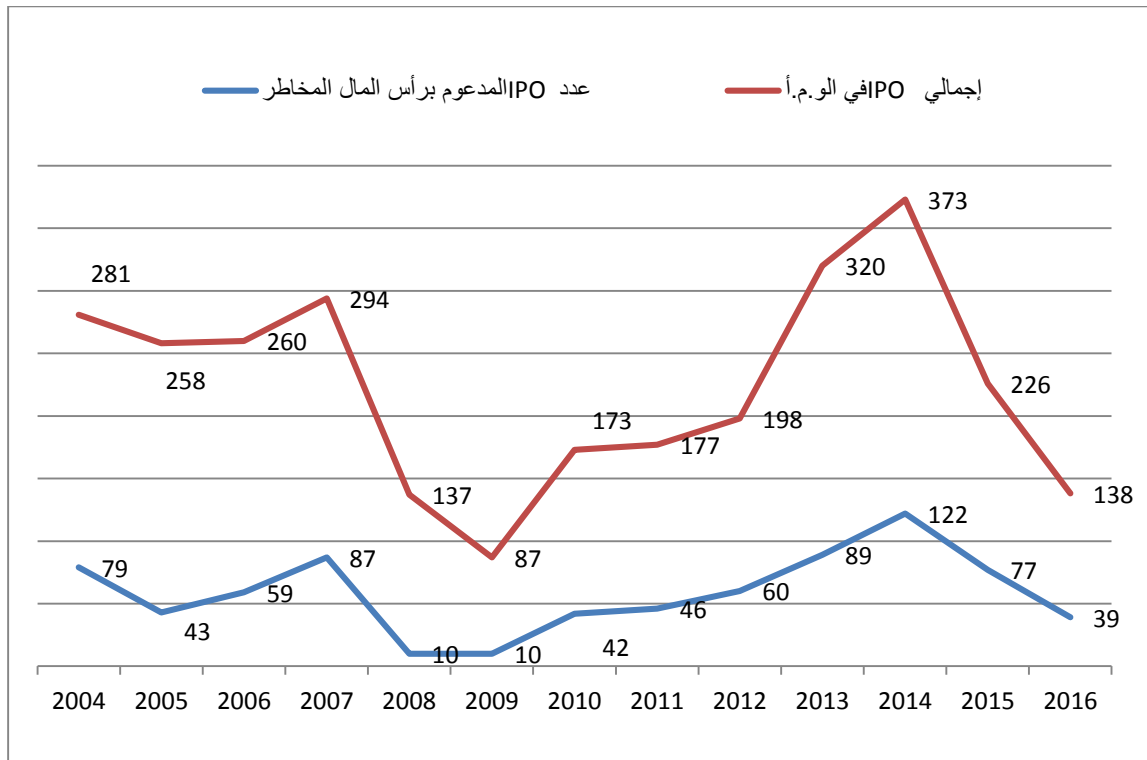
¹ بوعبد الله هبة وحسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، تجربة الولايات المتحدة الأمريكية، مرجع سابق، ص 161.

بعد الخروج عن طريق العرض العام على الجمهور أفضل الطرق بالنسبة لمؤسسات رأس المال المخاطر، خصوصاً في الولايات المتحدة الأمريكية، خلال الفترة 1990، 2000 قامت 5803 مؤسسة أمريكية بعملية العرض العام على الجمهور في أسواق الأوراق المالية حيث قامت الجمع 419.5 مليار دولار.

وتزايدت أهمية عملية العرض العام على الجمهور للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر التي تجاوزت نصف عمليات العرض العام على الجمهور خلال سنة 1999 والتي جمعت 71 مليار دولار في نفس السنة، لا تخرج مؤسسات رأس المال المخاطر من الاستثمارات في نفس الوقت عند العرض العام على الجمهور لأنه لا يسمح لها بذلك، لذا تحتفظ مؤسسات رأس المال المخاطر بالأسهم لعدة أشهر وحتى سنوات.

تنتهي رحلة المخاطر برأس المال والمقاوم بالابتعاد، فبعد استثمار ومرافقة تدوم من 5 إلى 10 سنوات في مشروع تم اختياره كفرصة استثمارية مربحة، يسعى من خلالها الطرفان لتحقيق عوائد مالية جيدة؛ تأتي مرحلة انسحاب صندوق رأس المال المخاطر من هذا المشروع وفق أربع طرق، كان قد اتخذ القرار بشأن إحداها في بداية الاستثمار. يتميز رأس المخاطر الأمريكي بانجذابه نحو طريقتين هما: العرض العام للجمهور وعمليات الاندماج والاستحواذ. هذا ما سيوضحه الرسم البياني التالي¹:

الشكل رقم 03: وضعية العرض العام على الجمهور في الو.م.أ خلال الفترة 2004-2016.



Source: NVCA Yearbook 2017, op.cit, p29.

تم إدراج البيانين أعلاه بهدف مقارنة عمليات العرض العام على الجمهور (IPO Initial Public Offering) التي قامت بها صناديق رأس المال المخاطر مع إجمالي تلك العمليات في الولايات المتحدة الأمريكية في نفس الفترة المدروسة.

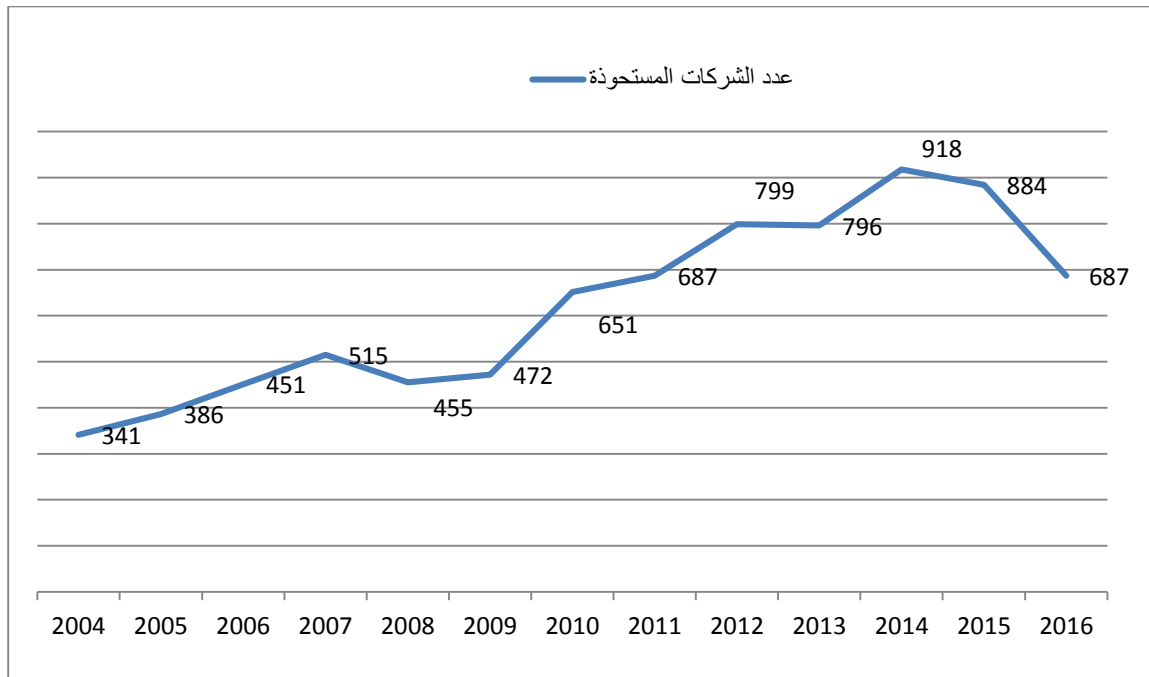
¹. NVCA Yearbook 2017, OP, Cit, P29.

يُلاحظ على خط المنحنى الأول والثاني وجود درجة من التناغم بينهما، فكلما ارتفع أو انخفض إجمالي عدد عمليات **IPO**، تماشى معه عدد **IPO** رأس المال المخاطر بنفس الوتيرة تقريبا، ما يعطي قراءة أولية أن تغيرات هذا الأخير هي التي ترسم مسار التغيير في إجمالي عدد عمليات **IPO** في الولايات المتحدة الأمريكية.

بلغ عدد صناديق رأس المال المخاطر، التي استعملت **IPO** كطريق مفضل للخروج، 39 صندوقا في سنة 2016. مثلت 28% من إجمالي عمليات **IPO** في الولايات المتحدة الأمريكية في تلك السنة، وقد رفعت هذه الشركات 2900 مليار \$ وأثمرت 16000 مليون \$ في قيمة ما بعد العرض، بلغ متوسط سنوات الاستثمار لتحقيق الخروج 8 سنوات بالنسبة للاستثمارات التي حققت خروجها في 2016. كانت أكثر الصناعات تسجيلا للخروج الملكي (**IPO**) في 2016 هي صناعات الصيدلة والبيوتكنولوجيا، والتي بلغ عددها 17 شركة ممثلة بـ 44% من إجمالي **IPO** رأس المال المخاطر في تلك السنة¹ ما يدل أن هذه الصناعات تحقق أداء جيدا يمكنها من أن تصبح عمومية.

يعتبر سوق الاندماج والاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية سوقا نشطا ترغب فيه أغلب صناديق رأس المال المخاطر، ويمثل حصة كبيرة تقدر بـ 82%² يوضح الشكل التالي عدد الشركات التي حققت خروجها عن طريق الاستحواذ.

الشكل رقم 04: وضعية سوق الاندماج والاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2004، 2016.



Source: NVCA Yearbook 2017, op.cit, p31.

يُوضّح المنحنى البياني أن سوق الاندماج والاستحواذ قدم أداء جيدا مقارنة بالخروج عن طريق البورصة. تمثل شركات البرمجيات تقريبا نصف عدد معاملات الاندماج والاستحواذ، متبوعة بشركات علوم الحياة (التي تضم الصيدلة، البيوتكنولوجيا، نصائح وعروض

¹.NVCA Yearbook 2017, OP, Cit, P30,31.

².IDEM.

الرعاية الصحية) وشركات الخدمات التجارية، حيث مثل متوسط سنوات الاستثمار فيها (من أول دخول حتى خروج المخاطر برأس المال) تقريبا حوالي 5 سنوات في 2016.

وهو متوسط لم يختلف كثيرا عن متوسط الاستثمار في السنوات الماضية الذي كان بين 4 و 5 سنوات، لكنه يعتبر أقل من المتوسط الخاص بالشركات التي انسحبت عن طريق البورصة، وهذا كان سببا في ارتفاع عدد عمليات الاندماج والاستحواذ في الولايات المتحدة الأمريكية مقارنة بعمليات IPO.

بلغ إجمالي استثمارات رأس المال المخاطر في العالم في 2016 حوالي 127000 ملياراً بعد وصوله القمة في 2015 بحوالي 150000 ملياراً، بينما ارتفع حجم الاستثمار الكلي في رأس المال المخاطر في السنوات الحديثة في العالم، بسبب توجه اقتصاديات باقي الدول إلى دعم الابتكار المحلي؛ لم يحافظ رأس المال المخاطر الأمريكي على نفس الوتيرة، حيث مثل في 1990 نسبة 90% من الإجمالي العالمي، واستخدم في 2016 قيمة 691000 ملياراً في المشاريع الناشئة الأمريكية وقد مثلت هذه القيمة نسبة 54% من الحصة العالمية.

ثانياً: أداء رأس المال الخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.

في أواخر 1970 استثمرت الولايات المتحدة الأمريكية ما يقارب 456 مليار دولار في أكثر من 27000 مؤسسة، ورغم فشل العديد من هذه المؤسسات استطاعت مؤسسات أخرى مثل (انتال ايباي وجينيتك) (intel, ebay, Genentech) تطوير صناعات جديدة وبعد عدة سنوات انفجرت الفقاعة سنة 2000 وفي السنوات الأخيرة أصبحت حرفة رأس المال المخاطر أكثر ثباتاً مع استثمار أصحاب رؤوس الأموال في الولايات المتحدة الأمريكية ل 20 إلى 30 مليار دولار سنوياً¹.

مقابل كل دولار مستمر في الفترة 1970، 2008 هناك 6.36 دولار من الداخل سنة 2008، وفي سنة 2008 يوجد منصب عمل مقابل كل 37702 دولار من رأس المال المخاطر المستمر.

تميز الثلاثي الأول لسنة 2011 بعرض 14 مؤسسة ممولة في طريق رأس المال المخاطر على الجمهور العام من خلال سوق الأوراق المالية، تم تقييمها بحوالي 1.4 مليار دولار بحيث مثلت ارتفاعاً قدره بـ 47% من قيمة الصفقات، وارتفاع قدر بـ 56% من حيث عدد الصفقات مقارنة بالثلاثي الأول لسنة 2010 وقد تميز هذا الثلاثي بأكثر عدد من الصفقات سجل في الثلاثي الأول منذ سنة 2007.

المطلب الثاني: التجربة التمويلية الكندية عن طريق رأس المال المخاطر.

تعتبر التجربة التمويلية الكندية لرأس المال المخاطر عن الدور الحكومي في بناء سوق رأس المال المخاطر كما هو الحال كذلك بالنسبة لتايوان والهند وغيرها من دول العالم.

تقدم التجربة الكندية فرصة لتحليل دور الحكومة في دعم سوق رأس المال المخاطر هي تسمح بظهور صناعات ناجحة.

¹. براق محمد وبن زواي محمد الشريف، رأس المال المخاطر، مرجع سابق، ص 56، 57.

الفرع الأول: تنظيم سوق رأس المال المخاطر والسياسات الحكومية الرامية إلى نشيطة.

أولاً: تنظيم سوق رأس المال المخاطر:

تتيح السوق الكندية للمؤسسات التي تدخل مرحلة الإنشاء الخيار بين طريقتين للحصول على التمويل كما هو موضح في التشكيل رقم الخيار الأول يتمثل في سوق رأس المال المخاطر التقليدية والتي تعد ثالث أكبر سوق في العالم من حيث توفر الأموال¹. الطريقة الثانية هي السوق الحكومية لرأس المال المخاطر.

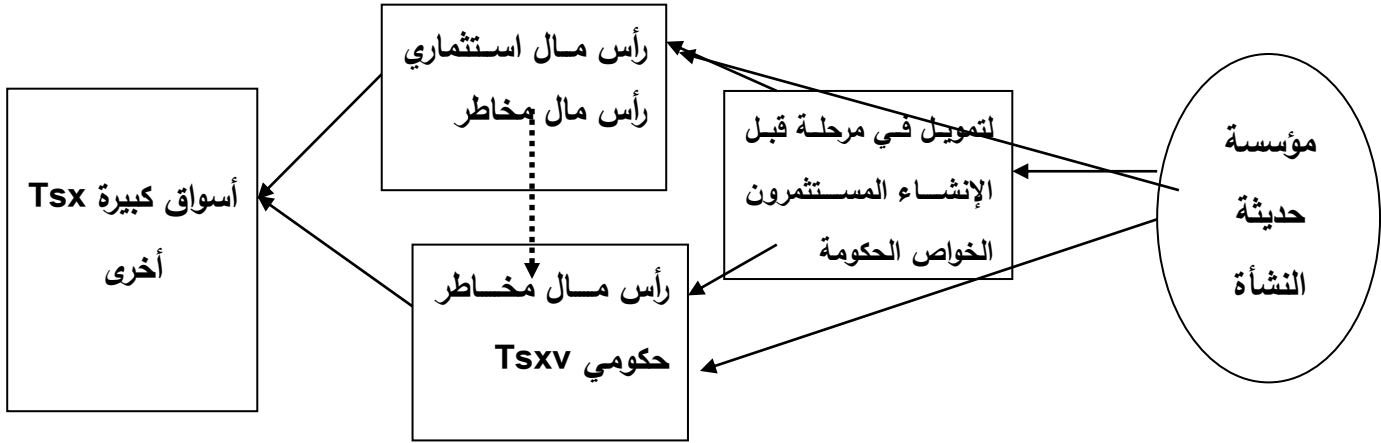
(Tsxv: Toronto stoch Exchange Venture)

وتشابه كلتا السوقين من حيث طريقة الدخول إليهما، دورات التمويل والخروج من مراحل التمويل المختلفة وتقدم السوق الحكومية لرأس المال المخاطر مجموعة من طرف التمويل مثل السوق التقليدية بالإضافة إلى تقديم تسهيلات كبيرة للمؤسسات حديثة النشأة من أجل الدخول إليها، غير أن هدف السوق الحكومية لرأس المال المخاطر هو الخروج من الاستثمارات عن طريق سوق الأوراق المالية (Toronto stoch Exchange).

Tsx في حين تبقى أفضل طريقة للخروج من السوق التقليدية عن طريق العام على الجمهور.

سوق رأس المال المخاطر الحكومي (Tsxv) تقييم للمؤسسات حديثة النشأة بدائل تمويل إضافية من خلال تقييم التمويل الحكومي.

الشكل رقم 05: السوق الكندية لتمويل لمؤسسات الناشئة.



1578 / مدرجة في بورصة تورنتو (Tsx).

2261 / مدرجة في سوق رأس مال مخاطر الحكومي (Tsxv) في نوفمبر 2008².

¹ براق محمد وبين زواي محمد الشريف، مرجع سابق، ص 67.

² نفس المرجع السابق، ص 68.

ثانيا: السياسة الحكومية الكندية الرامية إلى تنشيط سوق رأس المال المخاطر.

بالإمكان حضر السياسات الحكومية الكندية اتجاه رأس المال المخاطر في شكلين أساسيين، الأول يتمثل في الاستثمار الحكومي المباشر. أما الثاني فيتمثل في الإطار القانوني، ويمكن أن يضم الإطار الضريبي وقوانين أخرى متعلقة بتمويل المقاولات، ويقدم الجدول تشكيلة واسعة من السياسات الحكومية الكندية، التي تندرج تحت هذين الشكلين¹.

الجدول رقم 06: مختلف السياسات الحكومية الكندية لدعم سوق رأس المال المخاطر.

المعوقات المحتملة	الفوائد المحتملة	الوصف	الميزة	
خروج أنواع أخرى للصناديق التمويل من السوق، تخفيض العائدات في السوق.	الحصول على تمويل كبير (على الأقل لنوع واحد من صناديق رأس المال المخاطر).	تقدم الحكومة تخفيضات ضريبة للأفراد الذين يستثمرون في نوع واحد من صناديق رأس المال المخاطر.	إعانات ضريبية لنوع واحد من صناديق التمويل عن طريق المخاطر.	الجزء (أ): البرامج الحكومية المباشرة لدعم رأس المال المخاطر وتحفيزات أخرى.
مكلفة، لا توجد سياسة واضحة عند اختيار مسيري الصندوق، عدم توفير الحرية التامة عند اختيار المؤسسات المقاولات التي سيتم تمويلها.	الرفع من فرص التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.	ربط الاستثمارات الحكومية بمستثمرين حواص.	مساهمات الحكومة في صناديق رأس المال المخاطر كشريك محدود المسؤولية.	
مكلفة، مشاريع غير كفاءة.	تمويل مؤسسات باستطاعتها الحصول على التمويل، كالمؤسسات المحلية المعزولة.	الحكومة هي التي تسيير وتمول صناديق رأس المال المخاطر.	صناديق رأس المال المخاطر التابعة للحكومة بنسبة 100%.	
تغيير حوافز المستثمرين سلبيًا.	ضريبة على المؤسسات منخفضة بالنسبة للضريبة على الدخل	اختلاف نسبي بين الضريبة على المؤسسات والضريبة	نسبة الضريبة على المؤسسات مقابل نسبة الضريبة على	الجزء (ب): النظام الضريبي

¹ محمد الشريف بن زواي، فعالية السياسات الحكومية في تنشيط سوق رأس المال المخاطر، مع الإشارة إلى التجربة الكندية، مجلة الاقتصاد والتنمية، مخبر التنمية المحلية المستدامة، جامعة المدية، العدد 05 جانفي 2016، ص 64.

	تؤدي إلى ارتفاع عدد المؤسسات المنشأة.	على الدخل.	الدخل.	
الغش.	التكلفة المنخفضة لجعل المؤسسات عمومية تسهل من رفع رأس مال المؤسسات الصغيرة.	تكلفة جعل المؤسسات عمومية.	فترات العرض العام للسندات على الجمهور والمتطلبات الخاصة بها.	الجزء (ج): القوانين المتعلقة بالسندات المالية

Source: Douglas Cumming & Sofia Johan, phasing Out an Inefficient Venture Capital Tax Credit Journal of Industry, Competition and Trade, working paper, 2010, pp: 33, 35.

الفرع الثاني: قياس أداء السوق الكندي لرأس المال المخاطر في تطوير الاستثمارات البريد وأهم الاستثمارات في كندا.

أولاً: قياس أداء سوق المال المخاطر الكندية في تطوير الاستثمارات الجديدة.

يمكن قياس أداء سوق رأس المال المخاطر في كندا عبر عدة طرق، الطريقة الأولى تتمثل في تحليل نسبة الإخفاق للمؤسسات المدرجة حديثاً (خروج المؤسسات من السوق). أما الطريقة الثانية فتكون عن طريق قياس نسبة نجاح المؤسسات المدرجة عبر مقارنة نسبة المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر والتي تدخل سوق تورنتو للأوراق (Tsx) المالية عن طريق العام على الجمهور مع تلك التي تدخل سوق الأوراق المالية عن طريق سوق رأس المال المخاطر الحكومية (Tsxv) والطريقة الثالثة تتمثل في معدل العائد الذي يكسبه المستثمرون¹.

لخصت نتائج الدراسة التي قامت بها سيسيل (كاربانتيير وجين مارك سيريت) (Cécile Carpentier & Jean- Marc Suret) على المؤسسات الحديثة المدرجة في سوق رأس المال المخاطر الحكومية بكندا (Tsxv) خلال الفترة 1986-2006 أداء هذه السوق²، حيث قام الباحثين بمقارنة نسبة نجاح المؤسسات المدرجة حديثاً في (Tsxv) مع معطيات سوق رأس المال المخاطر التقليدية بكندا، والتي عادة ما تعتبر عملية العرض العام على الجمهور عبارة عن نجاح للمؤسسة الممولة عن طريق رأس المال المخاطر، وقد تم التوصل إلى أن معدل النجاح في السوق الحكومية يساوي أربع مرات معدل النجاح في السوق التقليدية. وهذا راجع إلى أن السوق الحكومية تستقبل مؤسسات جديدة أكبر مما تستقبله عادة سوق رأس المال المخاطر، بحيث خلال الفترة التي تمت دراستها، كانت نسبة المؤسسات التي تدخل سوق الأوراق المالية انطلاقاً من سوق رأس مال المخاطر الحكومية مقارنة مع تلك تدخل عن طريق عمليات العرض العام على الجمهور هي سبعة إلى واحد.

1.Cécile Carpentien et Jean- Marc suret. OP- cit, 2010, P314.

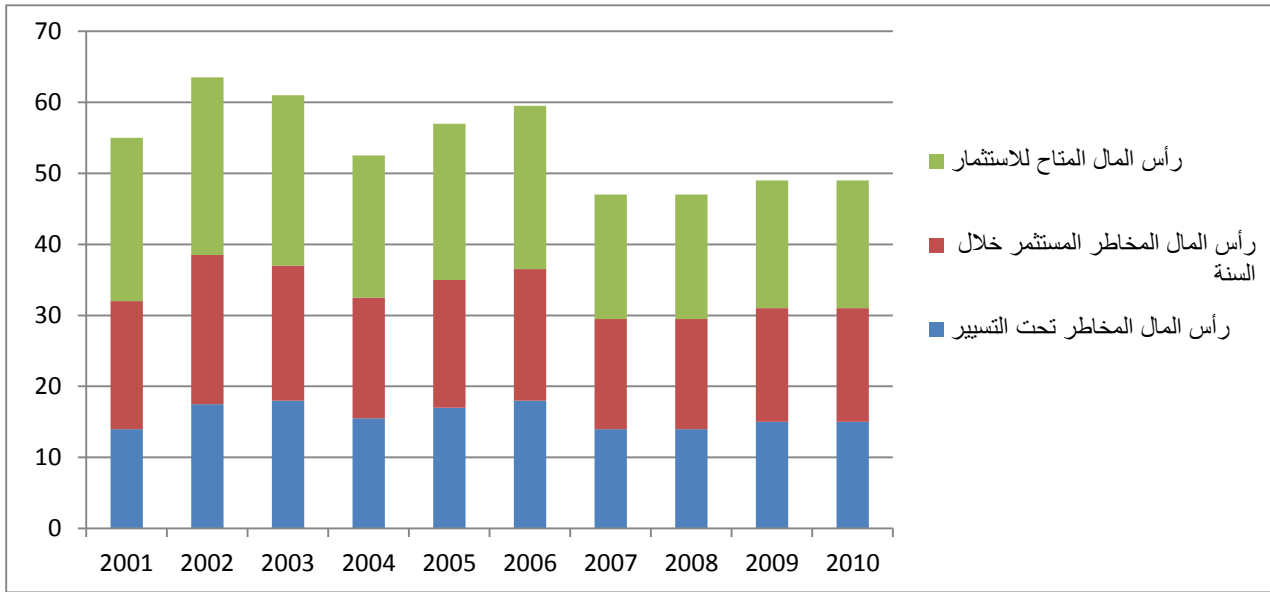
2.Cécile Carpentien et Jean- Marc suret. The camadian Pubic Venture Captal Market, 2010, available et wrbeyormbinelibrary. Com.

في الخمس سنوات الأخيرة، كان معدل الخروج من سوق الأوراق المالية للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر الحكومي في كندا أقل منه في الولايات المتحدة الأمريكية، وأقل بكثير من نسبة الإخفاق الملاحظة في قطاع رأس المال المخاطر الخاص في كندا. كما أشارت الدراسة أيضا إلى أن معدل العائد في سوق رأس المال المخاطر الحكومية كان يفوق معدل العائد في سوق رأس المال المخاطر الخاص.

ثانيا: استثمارات سوق رأس المال المخاطر بكندا.

تجاوزت المبالغ المقدمة من طرف رأس المال المخاطر الحكومي ورأس المال المخاطر الخاص 39 مليار دولار كندي سنة 2001، وبلغت 10.07 مليار دولار كندي سنة 2010، أي ما يمثل انخفاض بنسبة 24.64 خلال هذه الفترة (كما يوضح ذلك الشكل رقم 06).

الشكل رقم 06: سيولة رأس المال المخاطر الإجمالية في كندا للفترة (2001-2010) (الوحدة مليار دولار كندي).



المصدر: تم إنشاء الشكل انطلاقا من مع معطيات متوفرة على الموقع: www.cvca.com¹

المطلب الثالث: النموذج الإسلامي للتمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

يمثل تمويل المشاريع عند إنشائها عن طريق رأس المال المخاطر تمويلاً مشتركاً، والذي يعتبر أساس الصناعة الإسلامية، حيث يقوم التمويل الإسلامي على مبادئ عديدة على رأسها قيام علاقة شراكة بين المستثمر (البنك الإسلامي) والمقاول صاحب المشروع، تتمثل أبعاد هذه الشراكة في اقتسام الخطر، الربح والخسارة، من خلا تطبيق المضاربة والمشاركة.

هناك سببان للبحث عن الإطار العام للرأس المال المخاطر الإسلامي وهما: الأول الحالة الاقتصادية للعالم الإسلامي والثاني أن تمويل المؤسسات عند إنشائها عن طريق رأس المال المخاطر هو شكل كلاسيكي للتمويل بالمضاربة.

أولاً: مفهوم رأس المال المخاطر في المصارف الإسلامية.

المؤسسات المصرفية والمالية الإسلامية تعتمد على رأس المال المخاطر من خلال المشاركة في ملكية المشروعات.

¹ محمد الشريف بن زواي ، مرجع سابق ص66

1. تعريف رأس المال المخاطر: يمكن تعريف رأس المال المخاطر بأنه مصدر تمويلي قائم على غير المدائيات، وهو بديل المصارف التقليدية سواء القروض البنكية أو الأسهم السندات المتداولة من خلال البورصة، ويأخذ رأس المال المخاطر شكل الملكية، سواء من خلال الأسهم العادية، أو الممتازة القابلة للتمويل لأسهم شركات مسجلة في البورصة، والعائد على هذه الأسهم يكون على الأرباح الناتجة عن الفرق بين ما تم الاكتتاب عليه في بداية المشروع من أموال وبين قيمة بيع المشروع بعد نجاحه¹. صاحب العمل المخاطر يشارك في إدارة المشروع الممول، ويقدم تسهيلات خاصة بالتسويق والعمالة والتخطيط والتكنولوجيا، والعلاقة بين صاحب المشروع وبين صاحب رأس المال المخاطر هي علاقة شركاء وليس مجرد صاحب مشروع ممول، وبذلك لا يكون هناك انفصال بين الملكية والإدارة².

2. خصائص رأس المال المخاطر: يمكن استنتاج الخصائص من التعريف كما يلي: المشاركة من قبل صاحب رأس المال في إدارة المشروع الممول؛ لأن المالك يشارك في الربح والخسارة³. دور شركات رأس المال المخاطر لا يقتصر على تمويل مرحلة الإنشاء وحسب بل يمتد أيضا إلى مرحلة التجديد، وكذا تمويل التوسع والنمو وهو ما يقضي تقديم مخطط تنمية من طرف المؤسسة.

تعتمد المشروعات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر على المشاركة التي تفيد في التنمية الاقتصادية وتشجع على النمو مع حفظ الاستقرار المالي لعدم وجود إنتاج غير حقيقي أو قروض غير إنتاجية⁴.

3. دور المصارف الإسلامية في دعم رأس المال المخاطر:

تعتبر المصارف الإسلامية الوسيلة التمويلية لرأس المال المخاطر ويلاحظ ذلك من خلال:

- اعتماد المصارف الإسلامية على صيغة المشاركة والمضاربة في تمويلها والتي تعتبر من آليات رأس المال المخاطر.
- لا تكون أموال المصرف الإسلامي مستحقة أو واجبة الأداء إذا كانت حالة المشروع لا تسمح بذلك على اعتبارها أنها أصبحت تشكل جزءا من أمواله الخاصة.
- لا تتوقف مشاركة المصرف الإسلامي على الجانب المالي، إنما تكون مصحوبة بالمتابعة والنصح خاصة إذا تبني المصرف سياسة المتابعة الإيجابية المستمرة للمشروع⁵.

4. آليات رأس المال المخاطر في المصارف الإسلامية:

صيغة المشاركة والمضاربة من الصيغ التي أقرتها الشريعة الإسلامية في استخدام الأموال والتي تعتبر الأداة الأساسية التي يتم من خلالها تجنب التعامل بالربا، حيث عملاء المصرف يوفر لنا اليد العاملة والخبرات العملية، والمصرف يقوم بدور الممول المشارك.

¹ إبراهيم عبد الحليم عبادة، مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية، دار النفائس، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 149.

² بلعوز بن علي، محمد الطيب أحمد، دليلك في الاقتصاد، دار الخلدونية، الجزائر، 2008، ص 80.

³ إبراهيم عبد الحليم عبادة، مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية، دار النفائس، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 151.

⁴ مرجع سابق، ص 152.

⁵ الصادق بوشنافة وبيوزياني جيلالي، واقع رأس المال المخاطر في المصارف الإسلامية في تمويل القطاعات التنموية، مجلة الاقتصاد والتنمية، مخبر التنمية المحلية المستدامة، جامعة المدية، العدد 4 جوان 2015، ص 34.

أ. التمويل بالمشاركة:

- **تعريف المشاركة:** يشير التمويل بالمشاركة أن المصرف يقدم حصة إجمالي التمويل اللازم لتنفيذ عملية (صفقة، مشروع، أو برنامج) على أن يقدم الشريك الآخر (طلب التمويل من المصرف).
- الحصة المكتملة، بالإضافة إلى قيام الخبر (في الغالب) بإدارة عملية المشاركة والإشراف عليها، وباعتبار المصرف شريكاً فإنه لا يتقاض فائدة ثابتة أو عائداً ثابتاً كما هو الحال في التمويل.
- ومن شروطها أن يكون كل شريك أهلاً للتوكيل وأن المال المعلوم وقت العقد حاضر عند البيع والشراء. ومن شروط توزيع الأرباح أو الخسائر محدد وواضح في العقد وغيرها من الشروط.

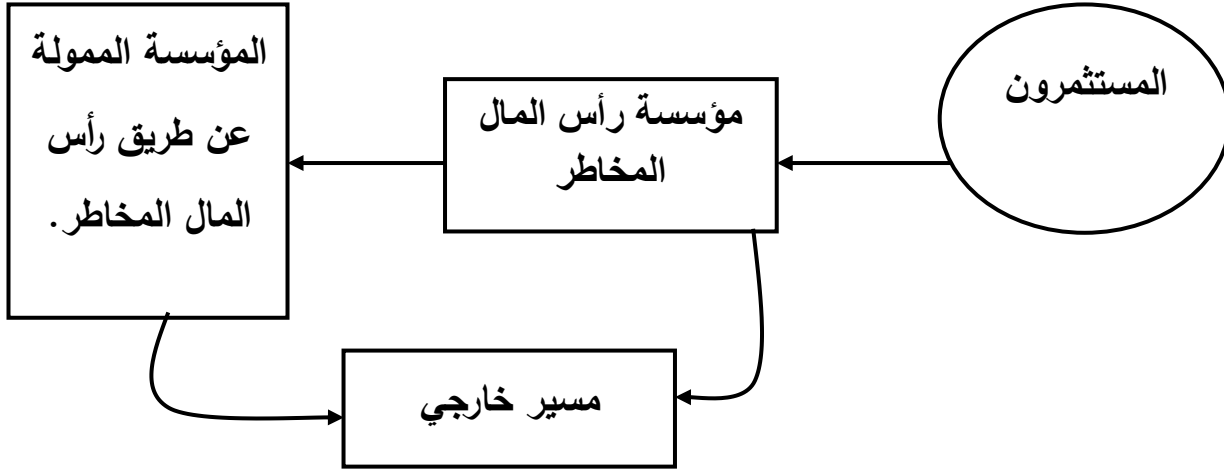
ب. التمويل بالمضاربة:

- **تعريف المضاربة:** تعرف المضاربة عموماً على أنها مشاركة طرفين أو أكثر بحيث يكون المال مقدماً من طرف والعمل مقدم من طرف الآخر، فالمصرف الإسلامي يمول عن طريق المضاربة، إذا كان هو الطرف الذي يقدم المال إلى طرف آخر سواء أفراد أو شركات والتي تمثل جانب العمل، مع العلم أن المصرف يتحرى في اختيار أصحاب الخبرة والأمانة للحفاظ على أمواله من الضياع.
- وللمضاربة ثلاث أحكام تتعلق برأس المال، العمل وأحكام الربح والخسارة فالنسبة لرأس المال يشترط أن يكون من الأثمان كالذهب والفضة والنقود ولا تصح المضاربة بالعروض (السلع).
- أما بالنسبة للعمل فالعامل لا ينفق من مال المضاربة ويشترط فيه الأمان، أما بالنسبة للربح والخسارة يجب أن يكون مقدار معلوم بالربح أو الخسارة وتختص رب المال بالخسارة أما العامل فيخسر جهده¹.
- ثانياً: تطبيق العقود الإسلامية في إطار رأس المال المخاطر.**
- توجد عدة أساليب في التمويل الإسلامي يمكن استعمالها لتعبئة الأموال من أجل تمويل المشاريع ذات المخاطر العالية (التمويل عن طريق رأس المال المخاطر) ومن بين هذه الأساليب المضاربة والمشاركة.
- رأس المال المخاطر قريب في مفهومه التقليدي من مفهوم اشتراك الربح والخسارة في الاقتصاد الإسلامي والشكل أدناه يوضح تطبيق العقود الإسلامية الأساسية في إطار رأس المال المخاطر.

¹حسن الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الثانية، 2000، ص 28.

مضاربة مشتركة/ مشاركة/ وكالة بالأجرة مضاربة/ مشاركة/ مزارعة/ مغارسة.

الشكل رقم: 07 : تطبيق العقود الإسلامية في إطار رأس المال المخاطر.



وكالة بالأجرة/ الأجرة على العمل.

من خلال الشكل السابق، يظهر أن العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمستثمرين يمكن أن تكون عن طريق المضاربة المشتركة أو المشاركة أو الوكالة بالأجرة أو مزيج من هذه العقود الثلاثة. وفي حالة العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة المستفيدة من التمويل، يمكن استعمال عقد المشاركة والذي يتضمن المساهمة بالأموال و/أو العمل والمهارة و/أو السمعة بالإضافة إلى بعض الشروط اللازمة لتكون هذه العقود مطابقة للشريعة الإسلامية كطبيعة الاستثمار وطريقة الاستثمار التي يتم تبينها من قبل مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة المستفيدة من التمويل والتي يجب احترامها.

يدخل عقد الوكالة بالأجرة في مفهوم رأس المال المخاطر، عند لجوء مؤسسة رأس المال المخاطر إلى مسيرين/ مؤسسات خارجية (عادة ما يكون هؤلاء عبارة عن مختصين في القطاع المستثمر فيه)، وذلك من أجل مساعدة وإرشاد المؤسسة المستفيدة من التمويل. كما يمكن استعمال عقود إسلامية أخرى عندما تكون المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال المخاطر تنشط في القطاع الفلاحي كعقود المزارعة والمغارسة¹.

¹ براق محمد، بن زواي محمد الشريف، مرجع سابق، ص 83، 84.

المبحث الثاني: التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتجربة الجزائرية.

تعد تجربة الحكومة الجزائرية في إنشاء سوق مال مخاطر حديثة إذا ما قورنت مع تجارب الدول الأوروبية، إذ عملت الحكومة الجزائرية على وضع إطار قانوني ينظم ويضبط السوق بالإضافة إلى تقديم التحفيزات اللازمة لكل من المقاولين ومؤسسات رأس المال المخاطر، والتي تمثلت أساسا في التحفيزات الجبائية إضافة إلى تسهيلات متعلقة بطرق الخروج من الاستثمارات، وذلك بهدف تنشيط سوق رأس المال المخاطر بالجزائر.

قامت الحكومة الجزائرية بإنشاء مجموعة من مؤسسات رأس المال المخاطر، من خلال الدخول كمستثمر محدود المسؤولية، بهدف تقديم رأس المال الكافي لتمويل الجيل الأول من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تعتمد على تقنية رأس المال المخاطر في الحصول على التمويل.

سنحاول في هذا المبحث الأطراف إلى توضيح رأس المال المخاطر في الجزائر وأهم شركائه ثم التطرق لسوق رأس المال المخاطر ككل.

المطلب الأول: الإطار القانوني والتنظيمي والمالي لسوق رأس المال المخاطر في الجزائر.

سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى مفهوم رأس المال المخاطر في الجزائر، شركائه في الجزائر و سوق رأس المال ككل في الجزائر .

الفرع الأول: مفهوم رأس المال المخاطر في الجزائر.

سنحاول التطرق إلى نشأة رأس المال المخاطر و الحلول المساعدة على تربيته

أولاً: نشأة رأس المال المخاطر ومفهوم التشريع الجزائري.

سنحاول التطرق إلى نشأة رأس المال المخاطر في الجزائر و مفهومه في التشريع الجزائري

1- النشأة:

ظهر رأس المال المخاطر بالجزائر في بداية التسعينات، بعد إعطاء الموافقة من طرف مجلس النقد والقروض للشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة كمؤسسة مالية متخصصة في التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري.

وذلك من خلال القرار رقم 12 الصادر بتاريخ 24 فيفري 1991، غير أن النشاط الفعلي لهذه الشركة بدأ سنة 1995، وهذا

في غياب إطار قانوني يضبط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر.

تلا إنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة إنشاء مؤسسة أخرى، تحمل اسم الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف تم منحها الموافقة من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998، والتي انطلق نشاطها الفعلي سنة 2001 بعد إعطائها الموافقة من طرف بنك الجزائر، غير أن غياب الإطار القانوني بقي يشكل عائقاً أمام كلتا المؤسساتين.

في 24 جوان 2006، تم إصدار أول قانون ينظم ويضبط سوق رأس المال المخاطر بالجزائر (القانون رقم 06-11)، تم من

خلاله تحديد الهيئات المسؤولة عن عملية الرقابة كما تحديد الإطار الجبائي لمؤسسات رأس المال المخاطر وشروط إنشائها.

سمح وجود إطار قانوني بإنشاء مؤسسات رأس مال مخاطر أخرى كالجوائز إستثمار والشركة الجزائرية السعودية للاستثمار. غير أن كل هذه المؤسسات عبارة عن مؤسسات تابعة للحكومة بصفة جزئية أو كلية، وتعتبر عن جهود الدولة في إرساء قواعد لسوق رأس مال مخاطر بالجزائر¹.

1. مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشرع الجزائري:

في الفصل الأول من القانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006، يعرف المشرع الجزائري شركات رأس المال الاستثمار بأنها: " الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس المال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة للمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة "، وقد ركز المشرع على مراحل نمو المؤسسة موضوع التمويل كما حدد كفاءات تدخل شركة رأس المال الاستثماري، والتي تتمثل في رأس المال المخاطر، الذي يشمل رأس المال الموجه لتمويل المؤسسات في مرحلة قبل الإنشاء وفي مرحلة الإنشاء، رأس مال النمو الموجه لتنمية المؤسسة بعد إنشائها ورأس مال التحويل، بالإضافة إلى عمليات استرجاع مساهمات و/أو حصص بحوزها صاحب رأس مال استثماري آخر².

أما التحفيزات التي قدمتها الحكومة الجزائرية لجذب مؤسسات رأس المال المخاطر فتتمثل أساسا في التحفيزات الجبائية وتحفيزات أخرى مرتبطة بطرق خروج هذه المؤسسات من الاستثمارات، وهذا لضمان سيولة أكبر في السوق. إذ تضمن الفصل السادس من القانون رقم 06-11 الصادر في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، أغلب التحفيزات الجبائية المقدمة لمؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر، ثم تم توضيحها أكثر من خلال المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المؤرخ في 11 فيفري 2008.

ثانيا: العراقيل التي يواجهها رأس المال المخاطر في الجزائر.

لا تزال تقنية رأس المال المخاطر، تواجه العديد من الصعوبات والمتمثلة فيما يلي:

- **الفترة الزمنية للبرنامج:** إن تأخر وضع قوانين 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 المقاولات وآليات ضمان التمويل جاء متأخرا.
- **مشكلة التحفيز:** تنفق مؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة بمبالغ كبيرة بفرض تحفيز المقاولين وبعده 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 المقاولات الممولة قليلا وقد يرجع هذا إلى سببين:
 - ✓ تجنب هذه المؤسسات للمخاطر.
 - ✓ أو عدم وصول العدد الكافي من طلبات التمويل إليها.

¹ براق محمد وبن زواي محمد الشريف، مرجع السابق، ص 92.

² المواد: 02، 03، 04 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال المخاطر الاستثماري.

- غياب التنسيق بين الهياكل المساعدة ومؤسسات رأس المال المخاطر: يؤكد المسؤولون عن عملية انتقاء المشاريع وتقييمها لمؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر أن أغلب المقاولين الذين يطلبون التمويل يجهدون تمام كيفية عرض مشاريعهم، مما يعني عدم حصولهم على التوجيه اللازم الذي من المفترض أن تقدمه الهياكل المساعدة.
 - غياب ثقافة المؤسسة لدى المقاولين الجزائريين: يجهد أغلب المقاولين الجزائريين للامتيازات المرتبطة بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر والتحفيزات التي تقدمها الحكومة من التسهيلات للحصول على العقار الصناعي، ضمانات للقروض والتمويلات الممنوحة بالإضافة إلى الهياكل التي تعمل على توجيه وتكوين المقاولين مما يجعل من إمكانية الاستفادة من هذه التحفيزات محصورة في عدد قليل من المقاولين.
 - غياب آلية خروج ملائمة: من أهم محددات نجاح عمليات رأس المال المخاطر هو وجود آلية ملائمة للخروج تضمن سهولة عملية وتحقيق قيم مضافة، لكن المؤسسات الجزائرية لا تتوفر على خيارات كثيرة للخروج، حيث أن عمليات الخروج تتم إما عن طريق بيع الحصة من مبادرين أصليين أو الخروج عن طريق.
 - غياب آلية الضمان: لتوسيع وتطور صناعة رأس المال المخاطر الجزائرية لا بد من وضع نظام أو آلية لضمان مساهمتها نظرا لما يتميز به نشاط المؤسسات الناشطة في هذا المجال من مخاطرة عالية.
- ولتجاوز هذه الصعوبات التي يواجهها رأس المال المخاطر في الجزائر يمكن الخروج بعدة اقتراحات:
- ✓ جعل السوق أكثر جاذبية للمستثمرين الخواص من خلال تنشيط سوق الأوراق المالية: باشرت الحكومة الجزائرية بتقديم تسهيلات متعلقة بعملية الخروج من استثمارات رأس المال المخاطر عن طريق العرض العام على الجمهور، وذلك من خلال المخطط الخماسي لعصرنة سوق الأوراق المالية وتطويرها، الخاصة بفترة 2010/2014.
 - تشجيع المستثمرين الخواص: حتى تقوم الحكومة بتشجيع المستثمرين الخواص بجعلها أن تنشأ مجموعة من الحوافز الضريبية، حيث باشرت الحكومة الجزائرية بتقديم حوافز ضريبية من خلال القانون رقم 06 / 11 الصادر 2006.
 - ✓ رفع التمويل الحكومي في مرحلتي ما قبل الإنشاء والإنشاء: عملت الحكومة الجزائرية في مرحلتي ما قبل الإنشاء والإنشاء من خلال إنشاء الوكالة الوطنية لتثمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية، غير أن الوكالة لا تقدم العدد المطلوب من المؤسسات التي تتطلب التمويل في مؤسسات رأس المال المخاطر، وخذا بفرض الحكومة الجزائرية اتخاذ خطوتين، إما برفع المبالغ المخصصة للوكالة من أجل توسعها، أو إنشاء صناديق تمويل أخرى صناديق تمويل أخرى يتم توزيعها بشكل يضمن حصول المقاولين على التمويل اللازم.
- ثالثا: الحلول المساعدة على ترقية رأس المال المخاطر وأناقاة المستقبلية في الجزائر.
1. الحلول المساعدة على ترقية تقنية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر.
- من بين الحلول التي يمكن اقتراحها لتفعيل دور شركات رأس المال المخاطر في الجزائر نذكر:
- توفير آليات خروج ملائمة: من أهم محددات دخول رأس المال المخاطر في تمويل منشأ ما، وجود آليات ملائمة للخروج تضمن له تحقيق العائد المتوقع بعد انقضاء سنوات مساهمة فيها. وباعتبار السوق المالي أفضل آلية للخروج فغيابه أو ضعف نشاطه يضطر

شركات رأس المال المخاطر إلى التفاوض لبيع حصصها باعتباره الوسيلة الوحيدة للخروج، مما يضعف موقفها ويخفض عوائدها. ومن ثم فإنشاء أسواق مالية متخصصة في الجزائر لاستقبال الأوراق لمثل هذا النوع من المؤسسات سيشتجعها على الاستثمار أكثر فأكثر¹.

• **توفير آليات ضمان:** لتوسيع وتطوير صناعة رأس المال المخاطر بالجزائر، لا بد من وضع نظام لضمان مساهمتها نظرا لما يتميز به نشاط هذه المؤسسات من مخاطر، حيث قامت العديد من الدول في هذا الصدد بإنشاء صناديق تتكفل بضمان مساهمات مؤسسات رأس المال الاستثماري، على غرار الشركة الفرنسية لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة **SO FARIS** التي تقوم بضمان مختلف أنواع التمويل الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفي هذا الإطار يمكن استغلال صندوق ضمان الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (**CGCL-pme**)، وصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (**FGAR**)، فهذان الصندوقان مؤهلان لتشكيل حلقة الضمان المفقودة في سلسلة رأس المال المخاطر الجزائرية، وكذلك يعود ملائمة هيكلتهما للقيام بهذه المهمة وكذا لقدرةهما المالية. حيث حددت قدرة تدخل صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة 8 مرات رأس ماله المقدر بـ 1.1 مليار دج، أما صندوق ضمان الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فقد حددت قدرة تدخله في المادة 190 من المرسوم الرئاسي المتعلق بإنشائه بـ 12 مرة أمواله الخاصة.

• **تأهيل الموارد المالية المتخصصة:** إن صناعة رأس المال المخاطر تتطلب مهارات خاصة في مختلف الميادين، الأمر الذي لا يعتبر متوافرا بالكم والنوع الكافيين في الوقت الراهن، ولا يقتصر الأمر على تكوين الأشخاص العاملين في مؤسسات رأس المال المخاطر، بل يمتد إلى الأجهزة الأخرى التي لها علاقة بهذه الصناعة، فمثلا تكوين رجال قانون قادرين على التحكم في الخصائص القانونية لهذا النمط التمويلي سيسهل حل النزاعات التي يمكن أن تنجم بين الأطراف المساهمة، ويشجع الخوض في مثل هذا النوع من الاستثمارات².

• **غرس ثقافة التمويل برأس المال المخاطر:** كما سبق وأن أشرنا فأغلبية المؤسسات الجزائرية هي مؤسسات عائلية غير منفتحة على فكرة تدخل شخص أجنبي في إدارتها أو اطلاعه على معلوماتها، الأمر الذي يعرقل كثيرا عمل مؤسسات رأس المال الاستثماري، ولذلك فتوعية المقاولين الجزائريين بمختلف الفوائد التي تقدمها هذه التقنية الجديدة يتطلب القيام بحملات تحسيسية واسعة، كما يمكن الاستعانة بصناديق وكالات دعم الشباب (كالوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب، والصندوق الوطني للتأمين على البطالة، والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار) فتقديمها لنشاطات رأس المال المخاطر سيحدد ردة فعل سريعة مقارنة بالصناديق الجديدة، فهي صناديق معروفة لدى أغلبية المقاولين الذين يواجهون صعوبات في الحصول على التمويل، فضلا عن ذلك فإن عمل هذه الصناديق على تقديم الإرشاد والتوجيه من شأنه أن يرفع طلبات التمويل التي تصل إلى مؤسسات رأس المال المخاطر³.

¹.IBID P05.

².محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة Finalep، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008، 2009، ص 187.

³.براق محمد وبن زواي محمد الشريف، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، مداخلة في إطار الملتقى الوطني حول استراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 19، 18 أبريل 2012، ص 13، 14.

- توفير صناديق لتقديم رأس مال الانطلاقة: وجود مثل هذه الصناديق سيساعد أصحاب الأفكار الجديدة للحصول على أموال تمكنهم من تكوين على الأقل نسبة 51% من الأموال الخاصة الضرورية للحصول على التمويل من شركات رأس المال الاستثماري.

2. آفاق رأس المال المخاطر بالجزائر:

على الرغم من المعوقات المذكورة آنفا، إلا أن الوضع الاقتصادي الحالي في الجزائر يظهر بعض العوامل التي تؤكد اتساع استعمال تقنية التمويل برأس المال المخاطر مستقبلا، نذكر من بينها¹:

✓ العدد الهائل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها ومكانتها في دعم النمو الاقتصادي، فخلق الثروة وفرص العمل في الجزائر يتطلب تفعيل آلية رأس المال المخاطر لتمويلها.

✓ اتساع عمليات الخوصصة، حيث إن استعمال رأس مال التحويل في عمليات الخوصصة سيؤدي إلى انتشار تقنية رأس المال الاستثماري.

✓ صعوبات ومحدودية التمويل عن طريق البنوك: غالبا ما يتعرض تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر القروض البنكية لصعوبات، وهذا نظرا لعدم استجابتها لشروط الحصول عليها، لاسيما ضعف الأموال الخاصة وغياب الضمانات، وبذلك فرفع رأس المال الاستثماري للأموال الخاصة لهذه المؤسسات يشكل نوعا من الضمانة لدى البنوك.

✓ مرافقة المستثمرين الأجانب: مؤسسات رأس المال الاستثماري، ولاسيما تلك التي تضم مساهمين أجانب مثل FINALEP ستستقطب العديد من المستثمرين الأجانب، فهي ستسهل لهم الاتصال والإجراءات الإدارية والبنكية وغيرها، كما سنطلعهم على مختلف التشريعات المعمول بها في الجزائر، بالإضافة إلى مشاركتهم عمليات في رأس المال المخاطر.

الفرع الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

قبل التطرق إلى الإطار القانوني فذكر تعريف المشرع الجزائري لمؤسسات رأس مال المخاطر الاستثماري " تهدف شركة الرأسمال الاستثماري إلى المساهمة في رأسمال الشركة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التمويل أو المخصصة يمارس نشاط الرأسمال الاستثماري من قبل الشركة لحسابها الخاص أو لحساب الغير وحسب مرحلة نمو المؤسسة².

أولا: الإطار التشريعي لرأس المال المخاطر.

وقد أكتفى المشرع الجزائري بإعطاء تعريف عن رأسمال الاستثماري ولم يعطي تعريف عن رأس المال المخاطر وإنما ضم نشاطات رأس مال الاستثماري.

ويمكن القول أنه إلى غاية منتصف 2006 حضيت مؤسسة رأس مال المخاطر بإطار قانوني خاص بها والذي جاء في وقت متأخر نوعا ما بالنظر لتأسيس أول شركة رأس مال الاستثماري الذي يعود إلى 13 سنة.

¹.Omar be laid finalep une expérience de capital investissenet. Es algerie, OP, cit, P05.

².إيمان مرعي، المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتنمية، التجارب الدولية المقارنة التجربة المصرية، 2005، ص 19

عموما جاء القانون رقم 06-11 الصادر في الجريدة الرسمية في 24/06/2006 لتحديد شروط نشاط شركة رأسمال المخاطر وكيفية إنشائها وسيرها أما فيما يخص مراقبة نشاطها فهي تخضع لرقابة COSOB وفق المرسوم رقم 93-10 الصادر في 23 ماي 1993.

إضافة إلى ذلك جاء قانون 2005 بتحفييزات ضريبية لنشاط رأس مال المخاطر حيث أعفى هذه الشركات من ضريبة IBS على أرباح الشركات لمدة 5 سنوات كما وضع المشرع الجزائري شرفا للاستفادة من المزايا الضريبية المذكورة يتمثل في تعهد مؤسسة رأس المال الاستثماري بعدم سحب المبلغ المستثمر في المنشأة لمدة 05 سنوات، كما تطرق القانون 06-11 إلى رسوم تسجيل عمليات العقد التأسيسي، زيادة أو تخفيض رأسمال والتنازل عن القيم المنقولة، حيث تمثل هذه الرسوم برسم ثابت يقدر بـ 500 دج إضافة إلى 20 دج عن كل صفحة.

1. ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري: تتطلب ممارسة هذا النشاط الحصول على رخصة مسبقة مقدمة من وزير المالية. بعد استشارة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB وبنك الجزائر، استنادا لملف طلب الرخصة المكون من الوثائق المطلوبة (عقد المساهمين، مشاريع القوانين الأساسية، بطاقة المعلومات عن المؤسسين ونسب حيازتهم من الرأسمال، كيفية التدخل ومدد الاستثمار)، مع اشتراط تمتع المؤسسين، والمسيرين بحقوقهم المدنية، وخلو صحيفتهم القضائية من الإدانات، وضرورة استيفاء المسيرين لمعايير الكفاءة والاحترافية المطلوبة والمحددة في القرار الصادر في 21 جانفي 2019¹، وفي حالة مخالفة خطيرة للتشريع، أو بطلب من شركة الرأسمال الاستثماري، تسحب من هذه الأخيرة رخصة ممارسة النشاط وتتوقف فورا عن نشاطها بناء على قرار من وزير المالية، ليتم حلها طبقاً للأحكام المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 18 من القانون التجاري المعدل والمتمم، مع احتفاظ الشركة المحلة بحق الطعن.

2. قواعد الحصول على المساهمات والقروض في شركات الرأسمال الاستثماري:

تنظيماً للمساهمات في المؤسسات الممولة، ينبغي على شركة الرأسمال الاستثماري أن لا تخصص أكثر من 15% من رأسمالها واحتياطياتها كمساهمة خاصة في مؤسسة واحدة، وفي نفس الإطار لا يحق لها تملك أكثر من 49% من رأسمال مؤسسة واحدة، ولا تتم مساهمتها في أي مؤسسة إلى على أساس عقد المساهمين الذي يحدد مدة الاستثمار في المؤسسات الممولة وشروط الانسحاب منه. هذا وقد منع القانون هذه الشركات أن تقترض أكثر من 10% من أموالها الخاصة الصافية. كما لا يمكنها أن تستعمل المبالغ المقترضة في عمليات المساهمة.

3. الموارد المالية لشركة الرأسمال الاستثماري: تتكون موارد شركة الرأسمال الاستثماري من مجموعة أموالها الخاصة (رأسمال الشركة واحتياطياتها)، والهبات، والأموال شبه الخاصة المشمولة للموارد الممنوحة من قبل الغير والأموال العمومية، ويتم تسيير الأموال شبه الخاصة - التي شملها القانون بمعالجة خاصة - في إطار اتفاقية تبرم بين شركة رأس المال الاستثماري المكلفة بإنجاز واستثمار المساهمات، وصناديق الاستثمار المتلقية لهذه الأموال أو بينهما والدولة. وتهدف الاتفاقية المبرمة بين الشركة والدولة لتحديد مستوى الالتزام وكيفية التدخل التي تتمحور حول توجيه الأموال المخصصة للاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر الحصول على مساهمات فيها، عن طريق الاكتتاب

¹ الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 5، 21 جانفي 2009، القرار الوازري المحدد لمقاييس الكفاءة والاحترافية لمصيري شركات رأس مال استثماري.

في أسهمها أو سندات ماثلة، ويكون الانسحاب منها إما عن طريق بيع الحصص، مع إعطاء الأولوية إلى المساهمين في الشركة الممولة، أو غيرها من المساهمين، أو بأي شكل آخر تراه الشركة مناسباً.

4. الرقابة: تقع على لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مسؤولية الرقابة على نشاط شركة الرأسمال الاستثماري بالتأكد من مدى احترامها للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها، حيث ترفع إلى وزارة المالية ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة تقارير سداسية عن وضعية المحفظة، التقارير المالية والمحاسبية للسنوات المالية المعينة، تقارير محافظي الحسابات وأي وثائق أخرى ضرورية لممارسة الرقابة.

تم إنشاء لجنة تنظيم عمليات البورصة COSOB بموجب نص المادة 20 من المرسوم التشريعي 93-10 المعدل والمتم بموجب القانون 03-04 وتتولى اللجنة بصفة عامة مهمة حماية الإشهار المدخر في القيم المنقولة والتسيير الحسن لسوق القيم المنقولة وشفافيتها¹، وللقيام بذلك حولها المشرع سلطة تنظيم سير سوق القيم المنقولة وأطلق عليها مصطلح الوظيفة القانونية².

ثانياً: أهم شركات رأس المال المخاطر، التحفيزات الممنوحة لها و تقييمها في الجزائر

سنحاول تقديم اهم الشركات المنشأة في الجزائر ، التحفيزات الممنوحة لها ثم تقييم عمل هذه الشركات

1. أهم شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

أ. الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP):

أسست الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP) بعد مجموعة من الاجتماعات التي قام بها بنك الجزائر ووزارة المالية مع البنك الأوربي للاستثمار، الوكالة الفرنسية للتنمية والصندوق الألماني للتعاون من أجل تقديم دعم لتنمية الاستثمار في الجزائر. بتاريخ 15 نوفمبر 1990، تم إمضاء اتفاقية سمحت بإنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة فيما بعد. وقد بلغ رأس مال الشركة عند إنشائها 73.750.000 دج موزعة على بنك التنمية المحلية بنسبة 40%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 40%، وبعد انضمام البنك الأوربي للاستثمار وصل رأس مالها إلى 159.750.000 دج يجوز عليه كل من بنك التنمية بنسبة 40%، الوكالة الفرنسية بنسبة 28.74%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والبنك الأوربي للاستثمار بنسبة 11.26%³.

وتعتبر الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة أول شركة رأس مال استثماري في الجزائر، بدأت نشاطها الفعلي سنة 1995.

ب- الشركة المالية للاستثمار، للمساهمة والتوظيف (SOFINANCE):

هي مؤسسة مالية عمومية متخصصة في الاستثمار يبلغ رأس مالها خمسة ملايين دينار جزائري، تم اتخاذ قرار إنشائها من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة 06 أوت 1998، من أجل تطوير الإنتاج الوطني وتطوير منتجات مالية جديدة، وتم منحها الموافقة لبدائية نشاطها من طرف بنك الجزائر في 09 جانفي 2001.

¹ المادة 14 من القانون 03-04.

² القسم الثاني من الفصل الثاني المعنون بالمهام والصلاحيات من المرسوم التشريعي، 93، 100.

³ منير نوري، أثر الشراكة الأورو جزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملتقى دولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 و 18 أبريل 2006، جامعة الشلف، ص 870، 871.

ويعتبر ثاني شركة رأس مال استثماري ناشطة بالجزائر، وتقوم بنشاط التمويل عن طريق الإيجار إلى جانب نشاطها بالتمويل برأس المال الاستثماري.

التمويل 35% من رأسمال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول المتقدمة كذلك لا تغطي كل الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية، وكل هذه الأنشطة لا تتطلب مخاطرة كبيرة¹.

ت - الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM):

أنشئت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بموجب اتفاقية بين الجزائر والمملكة العربية السعودية سنة 2004، وتعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر بالجزائر، حدد رأس مالها بثمانية مليارات دينار جزائري (8.000.000.000 د.ج)، بحيث تم اقتسام رأس المال المكتتب مناصفة بين الحكومتين على أن يتم دفع النصف عند التأسيس، ويدير الشركة مجلس إدارة متكون من ستة أعضاء، يضم ثلاثة من كل دولة.

يتمثل نشاطها الحالي في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في المؤسسات التي هي في مرحلة الإنشاء أو ما بعد الإنشاء، فضلا عن نشاطات أخرى كالإيجار المالي ومنح القروض الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل.

ث-الجزائر استثمار:الجزائر استثمار مؤسسة رأس مال استثماري يحوز رأس مالها البالغ واحد مليار دينار جزائري بنكان

عموميان، بنك الفلاحة والتنمية الريفية بنسبة 70% والصندوق للتوفير والاحتياط بنسبة 30%، وقد تم تسليمها الاعتماد من أجل بداية نشاطها من طرف وزارة المالية في 6 ماي 2010².

وتهدف الجزائر استثمار إلى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة التي تعمل في القطاع التكنولوجي، وذلك في إطار برنامج دعم وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2-التحفيزات الممنوحة لمؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر.

تمثل التحفيز التي قدمتها الحكومة الجزائرية لجذب مؤسسات رأس المال المخاطر أساسا في التحفيز الجبائية وتحفيز أخرى مرتبطة بطرق خروج هذه المؤسسات من الاستثمارات، وهذا لضمان سيولة أكبر في السوق.

أ. التحفيز الجبائية:

كم هي السلع والخدمات والأغراض التي نحتفي بها اليوم وتشكل جزءا من حياتنا المعاصرة ورمزا لرفاهيتنا؟! إن كل تلك الأغراض ما كان يمكن إنجازها لولا رعاية خاصة من السلطات العمومية، ومغامرة أصحاب المشاريع الناشئة وجسارة المخاطرين برأس المال، بل إن مجرد التمتع فيها للحظة والخوف من التعرض للإفلاس بسببها كان يكفي للعصف بالأفكار العظيمة والتخلي عنها، لقد أدركت الدول مدى أهمية المساندة المقدمة لأصحاب الأفكار المبدعة وللشركات المغامرة التي تأخذ على عاتقها تمويل تلك الأفكار من مرحلة البذرة إلى مرحلة العطاء مع ما يتطلبه ذلك من مغامرة وجهد وصبر وتضحية.

¹.Khalil Ammar, la banque de finamsenet des petites Entrepr : se séminaire wtermatifmal sur la prometiom du finamamet de la pme alger le 27.28 septembre 2005, p 13.

².yacine maamri, présentation de la societe « EL djazair istithmar sit/ pp: 3-5.

وإدراكا لهذه التوضيحات. من قطاع حساس، بادر التشريع الجزائري بموجب القانون 06-11 رغم مرور 15 سنة عن ظهور أول شركة رأس مال استثماري- إلى منح تحفيزات جبائية للشركات المخاطرة بأموالها وجهدها وأفكارها، حيث نص هذا القانون في فصله السادس على استفادة هذه الشركات كمرحلة أولى من إعفاءات جبائية على أرباحها، ونواتج توظيف الأموال، وفوائض قيم التنازل عن الأسهم والخصص لمدة 5 سنوات، بشرط تعهدها بعدم سحب أموالها المستثمرة في المؤسسات الممولة لمدة 5 سنوات ابتداء من أول جانفي من السنة الموالية لتاريخ الاكتتاب واقتناء الأسهم.

وبعد انقضاء هذه المدة تستفيد الشركة من نسبة مخفضة على معدل الضريبة على أرباح الشركات، والمقدرة بـ 5% وفي جانب الرسوم، تخضع الشركة لرسوم تسجيل ثابتة بمقدار 500 دج عن كل صفحة بالنسبة لكل عقد تأسيسي، و 20 دج بالنسبة لكل زيادة أو تخفيض للأسهم وبيع للأوراق المالية.

بعد هذا العرض المفصل، يتضح أن هناك اهتمام من قبل الحكومة الجزائرية لدعم هذا القطاع، وهو ما ظهر جليا من خلال القوانين الصادرة والتي اشتملت على كل الأبعاد الخاصة بالمشروع. غير أن تقييم هذه القوانين من حيث نتائجها (النجاح والفشل) دون التطرق لواقع التجربة الجزائرية في هذا الميدان هو من قبيل مصادرة للمطلوب، لذا تجمل الإشارة فيما يلي إلى نماذج عن شركات رأس المال المخاطر الناشطة في المحيط الاقتصادي الجزائري¹.

ب- تحفيزات متعلقة بطرق الخروج من الاستثمارات:

تمثلت هذه التحفيزات أساسا في تعديل شروط القبول في البورصة عن طريق العرض العام على الجمهور والذي يعد الطريقة الأمثل والمفضلة بالنسبة للمؤسسات رأس المال المخاطر والمقاولين، إذ تم تقسيم المؤسسات التي تدخل البورصة إلى قسمين، مؤسسات كبرى، مؤسسات صغرى ومتوسطة. يجب على المؤسسات الكبرى التي تطلب قبول سندات رأس مالها في التداول أن يكون لديها رأس مال محرر لا تقل قيمته عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) بدل مائة مليون دينار (100.000.000 دج).

كما يجب أن يتم توزيع سندات رأس المال على الجمهور لدى عدد لا يقل عن 150 مساهما بدل 300 مساهم. تستجيب سوق الأوراق المالية للمؤسسات 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 للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كالحصول على التمويل المباشر الذي يكمل التمويل البنكي، الحصول على موارد ثابتة للتمويل الأصول طويلة الأجل، دخول مبسط وبأقل التكاليف للبورصة. وتميز السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء وظيفة أساسية تتمثل في المرافق الذي يدعى " المتعهد بالترقية في البورصة "، والذي تتمثل مهمته في تقديم المشورة للشركة ومرافقتها للتأكد من أنها تقوم بالتزامها بشأن المعلومات الدورية ويوضح الشكل رقم (18) التنظيم العام لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر، ويوضح مختلف المؤسسات، الهياكل والهيئات المتداخلة فيها².

¹ رفيق مزاهرية وعبد الله بلعدي، شركة رأس المال المخاطر، رؤية شرعية قانونية واقتصادية، مقال بمجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة خنشلة، العدد 8، الجزء 1، ص 159، 160.

² براق محمد وبن زواي محمد الشريف، مرجع سابق، ص 98.

3-تقييم عمل شركات رأس المال وشروط إنجاحها:

أ. تقييم عمل شركات رأس مال المخاطرة: من خلال شركات رأسمال المخاطر المذكورة يتضح لنا ضعف هذه التقنية فهي بعيدة كل البعد عن الدول المتقدمة وحتى الدول العربية فاعلم مساهمة هذه الشركات لا يتعدى 35% من رأسمال كل شركة على أقصى تقدير، وهي نسبة جد ضعيفة.

كما لا تغطي كل الأنشطة، بل ينحصر مجالها في الصناعات التحويلية وتخزين المنتجات وصناعة الألبسة¹.

ب-شروط إنجاح شركات رأسمال المخاطر في المخاطر:

يجب على الدولة الجزائرية توفير مجموعة من الشروط لإنجاح هذه الشركات نلخصها في النقاط التالية:

- تشجيع إنشاء شركات رأسمال المخاطر في الجزائر بغض النظر عن جنسيتها.
- دعم أساليب الشراكة مع مؤسسات رأسمال المخاطر الأجنبية خاصة المالكة لتكنولوجيا عالية.
- إنشاء مراكز بحوث والتدريب لمساعدة المشاريع الناشئة لدعمها بالتمويل، والاستشارة.
- إنشاء مركز وطني للإعلام الاقتصادي مهمته توفير المعلومات للمستثمرين في كافة أوجه النشاط الاقتصادي.
- الإسراع في إنشاء سوق أوراق مالية ليتم من خلاله تداول الأسهم والأوراق المالية الخاصة لهذه الشركات.
- تقديم حوافز ضريبية لهذه الشركات بالإضافة إلى تبسيط الشروط التنظيمية التي تحكم عمل هذه الشركات.

الفرع الثالث: سوق رأس المال المخاطر في الجزائر.

يقدم هذا الفرع كيفية معالجة الحكومة الجزائرية لمدخلات عملية هندسة سوق رأس المال المخاطر كما يعرض مختلف المعوقات التي يواجهها النموذج والإجراءات المقترحة لإزاحتها.

1. معالجة مدخلات عملية الهندسة، المعوقات التي يواجهها النموذج والحلول المقترحة:

يقدم هذا المبحث كيفية معالجة الحكومة الجزائرية لمدخلات عملية هندسة سوق رأس مال مخاطر، كما يعرض مختلف المعوقات التي يواجهها النموذج والإجراءات المقترحة لإزاحتها.

أ. معالجة الحكومة الجزائرية لمدخلات عملية الهندسة سوق رأس المال المخاطر:

تختلف عملية معالجة الحكومات لمدخلات عملية الهندسة من دولة إلى أخرى حسب الظروف التي يفرضها المحيط الاقتصادي. ويعرض هذا المطلب كيفية معالجة الحكومة الجزائرية لمدخلات عملية هندسة سوق رأس مال مخاطر.

أ-1 - المؤسسات المالية المتخصصة (مؤسسات رأس المال المخاطر):

أدت قوى السوق دوراً مهماً في إيجاد وسطاء ماليين على مستوى سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، إذ أن ظهور هذه المؤسسات سبق وجود إطار قانوني يضبط عملها في الجزائر ولو أن أغلبها كانت عبارة عن شراكة بين بنوك عمومية ومؤسسات أجنبية، باستثناء الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار، والتي هي عبارة عن مؤسسة حكومية مختصة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

¹. Sellami armara, petit et moyemme entrepwise et defelepemet écomomique, edition SNED Alger .

تعهدت الحكومة الجزائرية بإنشاء مؤسسات مالية مختصة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، واعتمدت في ذلك عدة طرق سواء من خلال الشراكة مع مؤسسات أجنبية مختصة أو عن طريق إنشاء مؤسسات حكومية مختصة، ولضمان استقرار هذه المؤسسات، أقدمت الحكومة الجزائرية على وضع إطار قانوني ينظم ويضبط عمل مؤسسات رأس المال المخاطر، بالإضافة إلى تقديمها لتحفيزات جبائية من أجل تحفيز المستثمرين الخواص المحليين والأجانب على إنشاء مؤسسات رأس مال مخاطر.

أ - 2 - رأس المال:

ساهمت الحكومة الجزائرية في تقديم رأس المال للمؤسسات المقاوله، سواء بطريقة مباشرة عن طريق مؤسسات حكومية متخصصة أو عن طريق الشراكة مع مؤسسات أجنبية. حيث ان مساهمة الحكومة الجزائرية في تقديم رأس مال للمؤسسات المقاوله، وعلى المقاول أن يمتلك نسبة لا تقل عن 51% من رأس مال المؤسسة الممولة، في حين تقدم مؤسسة رأس المال المخاطر نسبة 49% فقط، باعتبار أن معظم مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر عبارة عن شراكة لمؤسسات عمومية أو الحكومة مع مؤسسات أجنبية فإن المبالغ المقدمة من طرف الحكومة ستراوح نسبتها بين 25% حتى 49% من رأس مال المؤسسة الممولة.

أ - 3 - المقاولون:

يوضح تقرير المعهد الوطني للملكية الصناعية لسنة 2010، عدد براءات الاختراع المسجلة في الجزائر، والذي يبلغ 806 براءة اختراع، منها 77 براءة اختراع قدمها مواطنون مقيمون و729 قدمها مواطنون غير مقيمون خلال سنة 2010. يظهر أن عدداً كبيراً من براءات الاختراع التي قدمها المواطنون المقيمون تتركز في القطاع الميكانيكي، الكهرباء، التندفة والتسليح بالإضافة إلى الحاجات الضرورية للحياة اليومية. في حين تتركز براءات الاختراع التي قدمها المواطنون غير المقيمين في قطاع الصحة، الصيدلة وقطاع الكيمياء والتعدين. ويوضح الجدول رقم (07) : طبيعة المقدمين لبراءات الاختراع، إذ يظهر أن أغلب براءات الاختراع تم تقديمها من طرف مؤسسات وخواص.

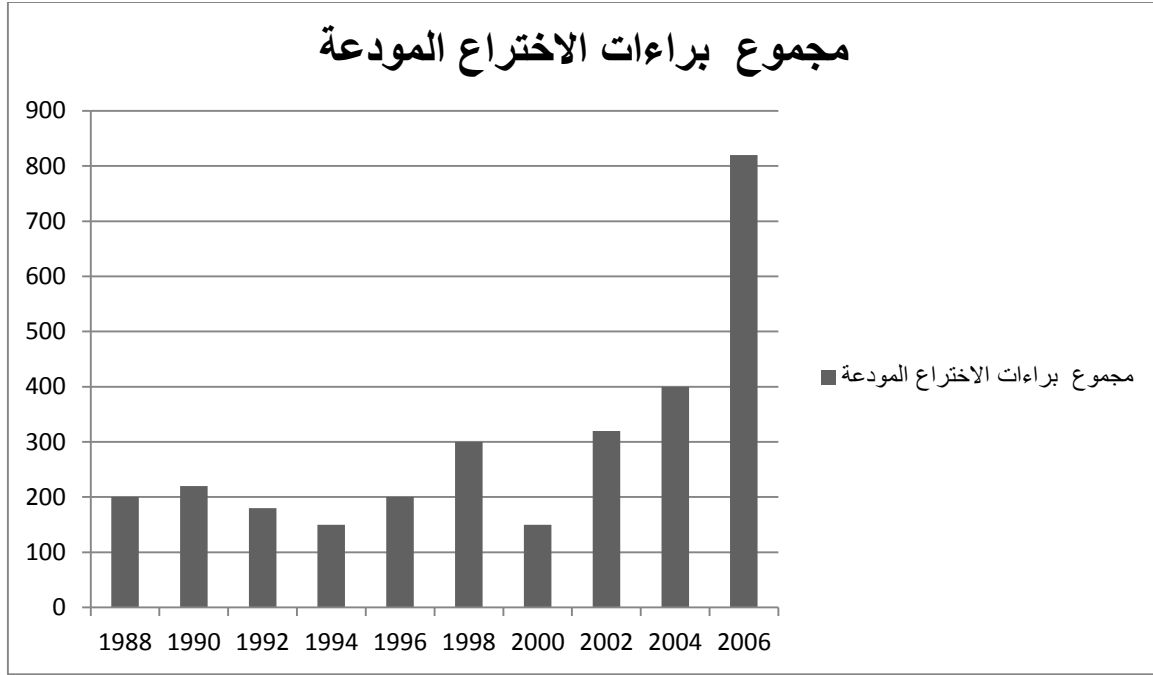
الجدول رقم 07: طبيعة الطالبين لبراءات الاختراع لسنة 2010.

أشخاص طبيعيين		أشخاص معنويين			طبيعة الطالبين
خواص	باحثين	الجامعات/ المعاهد	مراكز البحث والتطوير	مؤسسات	لبراءات الاختراع
46	3	8	7	247	المجموع

ويوضح الجدول رقم 07 عدد براءات الاختراع المسجلة من طرف المواطنين الجزائريين المتزايد والقابلة للتجسيد في شكل منتجات، وهذا ما يعكس جهود الحكومة المبدولة لبناء هذه الفئة من المقاولين¹.

¹.مرجع سابق، ص 106.

الشكل رقم (08) عدد براءات الاختراع المسجلة في الجزائر 1988-2007.



ب- دور الحكومة الجزائرية في هندسة سوق رأس مال مخاطر والمعوقات التي يواجهها النموذج الجزائري:

تتدخل الحكومة الجزائرية في سوق رأس المال المخاطر عن طريق جملة من السياسات تهدف إلى ضبط سوق رأس المال المخاطر وتحفيز كل من المقاولين ومؤسسات رأس المال المخاطر، غير أن نموذج عملية الهندسة لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر يواجه جملة من المعوقات تحتاج اتخاذ الحكومة لمجموعة من الإجراءات بغية معالجتها.

ت- سياسات الحكومة الجزائرية في دعم سوق رأس المال المخاطر:

يمكن للحكومة أن تتبع ثلاثة اتجاهات أساسية عند التدخل في سوق رأس المال المخاطر، تتمثل في العرض المباشر لرأس المال الحكومي على المؤسسات، تقديم تحفيزات مالية لمؤسسات رأس المال المخاطر أو عن طريق توسيع الضوابط المفروضة على استثمارات رأس المال المخاطر.

تميز سوق رأس المال المخاطر في الجزائر بأنها حديثة النشأة، وأن أغلب مؤسسات رأس المال المخاطر بها هي مؤسسات تابعة للحكومة بصفة كلية أو جزئية، وتركز معظم هذه المؤسسات على مراحل ما بعد الإنشاء، أين تكون المخاطرة مرتفعة، وبالتالي لا تكون هذه المؤسسات مفضلة بالنسبة لمؤسسات رأس المال المخاطر الخاص. ونظرا لغياب هذه الأخيرة وجب وضع هياكل مساعدة تقوم بتمويل مرحلة ما قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء، خصوصا بالنظر إلى عدم قدرة المقاول الجزائري على تحمل تكاليف هاتين المرحلتين¹.

¹.مرجع سابق، ص 107.

المطب الثاني: دراسة حالة شركة مالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف (Sofinance).

يرجع ظهور شركات رأس المال المخاطر إلى المشاكل المالية التي واجهت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويعود الاهتمام برأس المال المخاطر في الجزائر إلى النجاح الباهر الذي حققته في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، حيث ترجع نشأتها إلى اليوناني " طاليسدومليه " الذي أسس أول مشروع التصنيع الزراعي " استخراج زيت الزيتون " .

سنحاول في هذا المطلب تقديم شركة Sofinance، مسارها التمويل وتقييم نشاطها والخدمات التي تقدمها.

الفرع الأول: تقديم شركة رأس المال المخاطر Sofinance.

منح المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998 موافقته على تأسيس الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف بموجب قانون النقد والقرض 10/90 .

طلبت الشركة اعتمادها من بنك الجزائر في 19 نوفمبر 2000، وقد وافق البنك على طلبها في مقرر 101-2001 القاضي باعتمادها بصفة مؤسسة مالية، طبيعتها القانونية شركة ذات أسهم، يمكنها القيام بكل العمليات المعترف بها للمؤسسات المالية، برأس المال اجتماعي قدره 5 مليار دينار جزائري مقدم من الخزينة العمومية، حيث انطلقت في مباشر نشاطها في التاسع من جانفي 2001. كما تعمل هذه المؤسسة المالية في إطار قانون رقم 96-09 المنظم لعمليات قرض الإيجار، وهو أول نشاط مارسته Sofinance.

أولا : مهام الشركة وأنشطتها.

1. مهام الشركة:

جاء إنشاء الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها الحكومة الجزائرية، وكان الهدف الأساسي منها هو المساهمة في الإنعاش الاقتصادي من خلال إدخال نهج جديد في التمويل أكثر فعالية وديناميكية كما هو الحل بالنسبة لرأس المال الاستثماري أو المخاطر.

تساهم Sofinance في إنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة المؤسسات الحديثة ذات الطابع التكنولوجي، من خلال أخذ مساهمات في رأس مالها، كما تساهم في برامج تأهيلها؛ ويعتبر التمويل عن طريق قرض الإيجار لمصلحة هذه المؤسسات من المهن الأساسية التي تمارسها الشركة. تحدف Sofinance من خلال المهام التي تقوم بها لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لإنشاء مناصب عمل وإظهار الكفاءات، كما أنها تعمل على تحريك السوق المالي.

¹.المواد 01، 02، 03، 04، 05، من المقرر 01-2001 المتعلق باعتماد مؤسسة مالية الصادر من محافظ بنك الجزائر في 09 جانفي 2001، ص 109.

².Wassim chettara, Sofinance spa, un étabissenet financier au serirce de la pme, jourméé d étude sur lcivestissenest et les regines dérogoaire, 26.02.2012, Batna, p 39.

2-أنشطة الشركة:

تتمحور مهام هذه المؤسسة المالية العمومية حول تشجيع إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أي كانت طبيعتها القانونية؛ وفي

سبيل تحقيق هذا الهدف، تقوم **Sofinance** بممارسة الأنشطة التمويلية التالية¹:

1.1. قرض الإيجار: حيث تقوم **Sofinance** باقتناء آلة معينة وفقا لطلب العميل،

تكون متاحة له مقابل مبلغ إيجار. يتمتع المستأجر بكامل الحق في التصرف في الآلة، ويصبح في نهاية فترة التأجير مالكا لها.

1.2. قروض الاستثمار: هي قروض متوسطة أو طويلة أجل، يمكن أن تصل حتى

90% تمويل موجه للمشاريع الاستثمارية، مشاريع الانطلاق، التوسع أو التحديث للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة من أجل اقتناء المعدات الصناعية.

1.3. المساهمة في رأس المال: هي تمويل يشمل على حصص مالية في الأموال

الخاصة لمؤسسات في طور الإنشاء، التوسع، التحويل أو إعادة الهيكلة. بهذه الآلية تكون **Sofinance** مساهما ديناميكيا، حيث تضع حصصها الاجتماعية لمدة منتهية محددة في ميثاق الشراكة.

1.4. الكفالات البنكية: تتدخل **Sofinance** في ضمان المؤسسات المسجلة في إطار إنجاز الأسواق العمومية (المشاريع الاقتصادية، البنية التحتية...)، فهي التزامات تخص كل المشاركين في المناقصات الوطنية.

1.5. الهندسة المالية: يشمل هذا النشاط الحضور والنصيحة لمؤسسات صغيرة ومتوسطة في أطوار مختلفة من خلال تطوير وسائل التشخيص، تقييم الأعمال، والحصول على علاقات تجارية....

تتم هذه الشركة بتمويل المؤسسات والمشاريع بشكل عام في مراحل مختلفة (الإنشاء، النمو، التحويل أو إعادة الهيكلة)، والتي تنشط في مجال إنتاج السلع والخدمات مثل قطاع البناء والأشغال العمومية والنقل باستثناء قطاع الزراعة والنقل البحري².

ثانيا: الصناديق الاستثمارية الولائية الخاصة ب**Sofinance**.

1. إنشاء وأهداف صناديق الاستثمار الولائية.

أ. إنشاء صناديق الاستثمار.

نص التشريع الصادر في 2009 على إنشاء صندوق استثماري لكل ولاية، يكلف بالمساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ينشئها الشباب المقاولون، حيث تم تخصيص مبلغ 48 مليار دينار موزعة بين تلك الصناديق بقيمة مليار دينار للصندوق، وقد قرر مجلس الوزراء المجتمع في 22 فيفري 2011 أن يعهد إدارة 48 صندوق ولائي لخمس مؤسسات تمارس التمويل برأس المال

1.Farib Metahri, Sofinance révélateur de succès, journée d'étude, p 12, 21.

www.ccidahra.com/entreprenndve/documentms/Sofinance.pdf.

Wassim chettara, op, cit, p41.

2.guide des banques et des établissements financiers en algérie, édition 2015, p 16, kpmg, dz.

المخاطر، حيث أسند إلى **Sofinance** مهمة تسيير أموال ستة صناديق لحساب الخزينة العمومية، تتمثل هذه الولايات في: وهران، تيارت، البليلة، بجاية، باتنة، أم البواقي.

حاليا تناقض عدد الصناديق الولائية إلى أقل من 48. فيما يخص **Sofinance**، فقد تم غلق صندوقي البليلة وأم البواقي، وبعد موافقة بين الجزائر تحول الصندوق الاستثماري لولاية وهران إلى وكالة تجارية.

ب. أهداف صناديق الاستثمار الولائية (FIW):

تتمثل أهداف صناديق الاستثمار الولائية فيما يلي:

- الدفع وراء التنمية المحلية من خلال مضاعفة المشاريع الاستثمارية التي بدأت محليا.
- المشاركة في الحد من البطالة من خلال إنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- زيادة العروض من التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتسهيل وصول المروجين الشباب إلى موارد التمويل، بحيث أنه يوجد جهازان حاليا للتمويل وهما: المشاركة بالأموال الخاصة: هناك أربع شركات ناشطة حاليا لتمويل الأسهم الخاصة **SCI** باستثمارات في الأسهم وهي

(Madar icosia, finalep, eljazair, Isthithmar, Sofinance)

إنهم موجودون بشكل خاص في مجال الصناعة.

- صناديق الاستثمار الولائية للمشاركة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم (المادة 100 من قانون مالية تكميلي 2009، بحيث يتم تخصيص مالي بمقدار دينار جزائري (8.5 مليار دولار أمريكي) لكل صندوق ويبلغ إجمالي التخصيص 48 مليار دينار (408 مليار دولار أمريكي) لكل صندوق موزعة بالتساوي بين ولايات الوطن¹.

2. إدارة وانجازات صناديق الاستثمار الولائية (FIW).

أ) إدارة صناديق الاستثمار الولائية.

بعد صدور قانون المالية لسنة 2016 المعدل للمادة 01 من القانون 06-11 الصادر في 2011/01/24.

وصدور المرسوم التنفيذي 205.16 المؤرخ في 2016/07/25 المتعلق بإحكام وشروط وإنشاء وإدارة وممارسة نشاط الشركات إدارة صناديق الاستثمار تم إنشاء شركات إدارة صناديق الاستثمار نشاطها الرئيسي هو إدارة الأموال الموكلة إليها بموجب الولاية. ويجوز إنشاء شركة إدارة صناديق الاستثمار التي تشكلت على شكل **SPA** بعد حصول إذن من الوزير المكلف بالمالية وتستوفي الشروط الواردة في المادة 05 من المرسوم سابق الذكر.

كلفتم وزارة المالية بإدارة صناديق الاستثمار الولائية إلى الشركات المشاركة في سوق الأسهم الخاصة وهي: الجزائرية للاستثمار (12) سوفينانس (10)، فينابل (10)، البنك الوطني الجزائري (8)، البنك الخارجي الجزائري (8) في شكل تفويض لمدة 05 سنوات

¹. ملحق رقم (1).

قابلة للتجديد. الحد من مقدار كل حصة في صديق الاستثمار الولائي بـ 49% من رأس مال الشركة كحد أقصى 100 مليون دينار جزائري¹.

ب. انجازات صناديق الاستثمار الولائية.

• المبلغ الإجمالي للاتفاقيات الممنوحة للمشاركة في الصناديق الولائية حوالي 5247 مليون دينار جزائري حوالي 44.5 مليون دولار ل 82 مشروع استثماري.

• المحافظ المشاركة حاليا ترتفع إلى 3694 مليون دينار جزائري حوالي 31.4 مليون دولار.

• المبلغ المتبقي المستعمل في الصناديق الولائية ارتفع إلى 42753 مليون دينار حوالي 363.5 مليون دولار².

جدول رقم 08: ملخص للإستثمارات في الأسهم القائمة إلى غاية 2018/12/31.

المبلغ	
287.4	الأموال الخاصة الجارية EF.P
3694	أموال الصناديق الاستثمارية الولائية E.FIW
6568	المجموع الجاري E.T

المصدر : معلومات من الوثيقة المرسله من طرف **sofinace** الجزائر

الفرع الثاني: مسار عملية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر وممارساته في شركة **Sofinace**.

1. مسار التمويل عن طريق رأس المال المخاطر **Sofinace**.

تتدخل **Sofinace** في تمويل أعلى ميزانية لمشاريع صغيرة ومتوسطة، من خلال أخذ مساهمات³ عن طريق رأس مال مخاطر في رأس مال مؤسسات في طور الإنشاء، أو على رأس مال التطوير والنمو، أو عن طريق تمويل إعادة الهيكلة، تحويل الملكية وإعادة شراء أسهم مملوكة من طرف شركة أخرى لرأس مال مخاطر بهدف ضمان استدامة المشاريع الصغيرة والمتوسطة والحفاظة على مناصب الشغل فيها.

يكون تداخلها بنسبة 49% على الأكثر من رأس مال المؤسسة الممولة، حيث تكون أكبر قيمة للمساهمة هي 50 مليون دج (بالنسبة لصناديق الاستثمار) في فترة استثمار محدودة ما بين 3 إلى 7 سنوات، وهذا وفقا للتشريعات التي تحكم شركات رأس المال المخاطر في الجزائر، تستعمل **Sofinace** كوسيلة للاكتتاب واحدة من الأوراق المالية التالية: أسهم عادية، شهادات الاستثمار،

¹.نفس المرجع السابق.

².نفس المرجع السابق.

³.http: //www. Andi. D7/ index, php/fr/ fonds –d– inrestissemet.

سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حصص اجتماعية وقيم منقولة أخرى¹. تمر عملية تقوية الأموال الخاصة للمشروع بخمس مراحل أساسية يقوم بها المكلف بالدراسات على مستوى المؤسسة المالية وهي²:

- التنقيب والبحث عن مشاريع وانتقاؤها.
 - تحليل المشروع المقترح من خلال دراسة كل الجوانب التي تساهم في تحقيقه، ويكون انتقاء المشاريع على أساس طبيعة المشروع ونوعية خطة العمل، الكفاءة التقنية والتسيرية للمبادرين، المردودية الاقتصادية والمالية للمشروع وقدرته على توفير مناصب شغل، وأخيرا، أهمية المشروع للنمو الاقتصادي والاجتماعي للولاية في حالة الصناديق الولائية.
 - إضفاء الطابع الرسمي على المشاركة: بعد موافقة على تمويل المشروع المقدم في إطار صندوق استثمار ولائي، يتم إعلام الخزينة العمومية عن طريق تقرير رسمي مصحوب بطلب المساهمة وملخص عن المشروع. ويتم إمضاء اتفاق المساهمة بين الطرفين لحماية مصالحهم، وإنشاء الشركة الجديدة رسميا عند الموثق في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة ذات أسهم.
 - تسيير المشاركة ومتابعتها: خلال تواجد Sofinance في رأس مال المشروع الممول، يستفيد الشركاء من التقارير الدورية التي تسمح لهم بمتابعة ميزانيات الاستثمار والإنجازات المحققة من عملية الاستغلال.
 - الخروج من المشاركة: هدف Sofinance هو البقاء في الاستثمار الذي مولته مدة 5 إلى 7 سنوات، بعدها تتخلى عن أسهمها وفق ما هو متفق عليه مع المساهمين في بداية المشروع، هذا الخروج يمكن أن يكون باتجاه المساهم الشريك وفقا لأحكام القانون التجاري، أو من خلال مستأنفين خارجيين صناعيين أو ماليين، أجنب أو محليين، أو من خلال بورصة القيم المنقولة إذا سمحت الشروط.
2. ممارسات نشاط رأس المال المخاطر في Sofinance .

تمر عملية دراسة طلبات التمويل برأس المال المخاطر (أخذ مساهمات) بمراحل عديدة، تتأكد فيها المؤسسة المالية من إمكانية تحقيق مردودية وزيادة قيمة من المشاريع المعروضة عليها، قد تستغرق هذه المراحل سنة أو أكثر بسبب عقبات جمع الوثائق المطلوبة من صاحب المشروع والتي على أساسها توافق المؤسسة على منح التمويل، مثل عدم امتلاك المستثمر لرخصة البناء، أو عدم امتلاكه لعقد ملكية الأرض التي يفترض أن يُقام عليها المشروع وصعوبة تحويل الملكية بسبب مشاكل الإرث وغيرها.

أ. مراحل عملية أخذ المساهمات في Sofinance .

تتميز عمليات أخذ المساهمات في Sofinance بالمرور بمجموعة من المراحل والخطوات نعرضها فيما يلي:

أ-1-دراسة معمقة للمشروع: تكون على أساس ميزانيات مستقبلية متوقعة يقوم بإنشائها مكتب الدراسات الذي أوكلت إليه مهمة دراسة ملف المشروع، حيث يتم تقديم تقديرات للربح المتوقع والمردودية المتوقعة خلال سنوات الاستثمار، يكون بعدها خروج المؤسسة المالية من المشروع.

1.wassin chettara, op, cit, p15.

2.lyna tahmi, «le capitalinvestissemet dans le paysage financière algérien », ESB, 2012,p88-90

Farid metahiv, op,cit, p13.

Wassim chettara, op, cit, p08.

عكس الدراسة التي يقوم بها البنك لتقييم المشاريع والتي تكون على أساس ميزانيات سنوات سابقة. كما أن الحصص العينية التي تقدمها المستثمر وتكون ملكا له مثل الأراضي والمباني تعتبر جزءا من رأس مال المشروع وليست رهنا كما هو الحال في البنك.

أ-2 تقديم نوعين من الدعم:

تقوم المؤسسة المالية بمنح نوعين من الدعم للمشروع الممول، وهما دعم مالي ودعم غير مالي. يكون الدعم المالي من خلال موافقة لجنة التمويل المتكونة من المدير العام ونواب مختلف الإدارات والمكلف الرئيسي بالدراسات، على تقديم مساهمة مالية في رأس مال المشروع الطالب للتمويل؛ أما الدعم غير المالي فيتمثل في المرافقة الإدارية لصاحب المشروع، التي تقوم بها لجنة الرقابة التي عينتها الجمعية العامة في اجتماعها الاستثنائي المنعقد مباشرة بعد إمضاء عقد تأسيس المؤسسة الجديدة؛ تعين شركة رأس المال المخاطر ممثلا من لجنة الرقابة مكلف بالمتابعة، وملزم بإعداد التقارير وتحديثها دوريا¹.

أ-3 مساهمة مالية ضئيلة:

تساهم **Sofinance** في تمويل المشاريع بقيمة 50 مليون دج كسقف مساهمة من خلال صناديق الاستثمار الولائية أيا كانت القيمة الإجمالية للمشروع، وهي بهذا تقوم باستغلال نسبة 5% فقط من ميزانية الصندوق في المشروع الواحد، هذه النسبة تجعل الشركة في وضع آمن على الأغلب، منافية بذلك الأساس الذي جاء من أجله التمويل برأس المال المخاطر وهو تحمل جزء من المخاطر مع صاحب المشروع؛ وهذا راجع إلى أن الأموال المعهودة إليها هي أموال عمومية.

أ-4 التقييم المالي للمشروع: يهتم المخاطر برأس المال بمعرفة قدرة المشروع على النمو وتحقيق مردودية مستقبلية وكذا فوائض قيمة عند التنازل عن الأسهم المقتناة، ويتم هذا الإجراء من خلال استخدام أساليب كمية لاتخاذ قرار التمويل، حيث تتمثل هذه الأساليب في تحديد فترة الاسترجاع (الفترة اللازمة لاسترجاع قيمة الاستثمار من خلال تدفقات الاستغلال)، القيمة الحالية الصافية (الفرق بين قيم تدفقات الخزينة) ومعدل العائد الداخلي (معامل التحيين الذي يعدم القيمة الحالية الصافية، ويساوي تكلفة الاستثمار وإيرادات الاستغلال).

أ-5 خلق القيمة ومناصب الشغل في المشروع الممول:

إنّ منح **Sofinance** تمويلا لمشروع الاستثماري سيمكّنه من إنتاج مناصب شغل جديدة. كما تقوم الشركة بالمتابعة المستمرة للمشروع خاصة في السنوات الأولى، هذه الاحترافية في التسيير تؤدي إلى تحقيق فوائض قيمة على المساهمات الممنوحة في البداية، وهذا ما يبين أهمية فترة الاستثمار ووقت الخروج بالنسبة لهذا النوع من الشركات. يتم احتساب فائض القيمة الذي يحققه المشروع باستعمال علاقة شهرة المحل كما يلي:

حيث هي النتيجة، عدد الأسهم، سنة التنازل عن الأسهم.

أ-6 مرافقة المشروع من طرف **ANDI**:

تقوم الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار بمنح مزايا جبائية لأصحاب المشاريع الذين لديهم الحق في الاستفادة من المزايا وتتوفر فيهم شروط منح الامتياز.

¹ نفس المرجع السابق.

أ-7 بيع المساهمة:

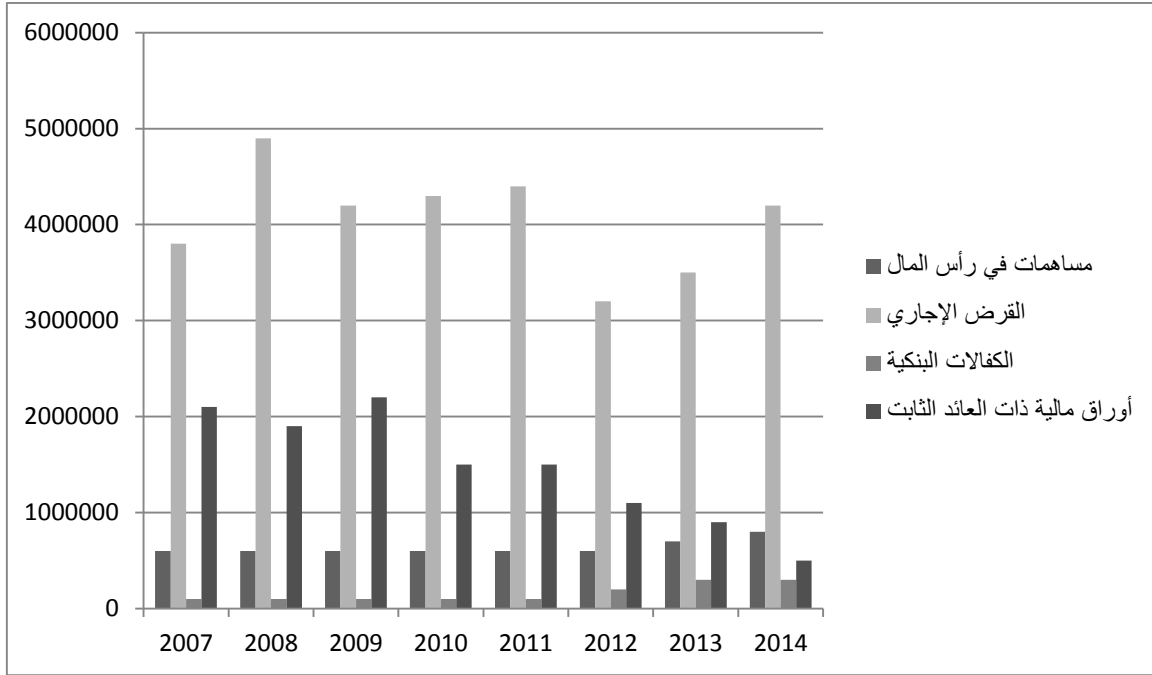
تطبق **Sofinance** آلية واحدة للخروج من المشروع الذي مولته وهي بيع حصتها لصاحب المشروع سواء بشكل تدريجي أو في نهاية الفترة المتفق عليها للتمويل والمرافقة.

وهذا بسبب غياب تنوع تشريعي وعملي لطرق الخروج¹.

ب - تطور نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية **Sofinance**:

تمارس الشركة المالية أربع أنشطة تمويلية (كما سبق وأن ذكرنا) تتمثل في: رأس المال المخاطر أو الاستثماري، البيع بالإيجار، الكفالات البنكية وتحصيل العوائد الثابتة مقابل الخدمات الاستشارية التي تقدمها، وقد شهدت هذه النشاطات تطورا واضحا في قيمها خلال الفترة من 2007 حتى 2014.

الشكل رقم 09: استثمارات الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف. 2007-2014



المصدر: www.sofinance.dz/sofinance-chiffres.htm

من خلال الشكل أعلاه يظهر جليا أن التمويل بقرض الإيجار هو النشاط الأكثر ممارسة من بين الأنشطة التمويلية التي تمارسها **Sofinance** على مدار ثماني سنوات.

حيث كانت المبالغ المستثمرة في قرض الإيجار في سنة 2014 تمثل 4182943 دج ثم يليه نشاط أخذ المساهمات (رأس المال المخاطر) ثانيا، والذي استثمرت فيه **Sofinance** ما قيمة 1195626 دج في نفس السنة. يمثل هذا المبلغ نسبة 28.58% من المبلغ المستثمر في قرض الإيجار، وهي نسبة قليلة جدا تجاوزت ربع المبلغ المستثمر في التمويل بقرض الإيجار، وهي نسبة قليلة جدا تجاوزت

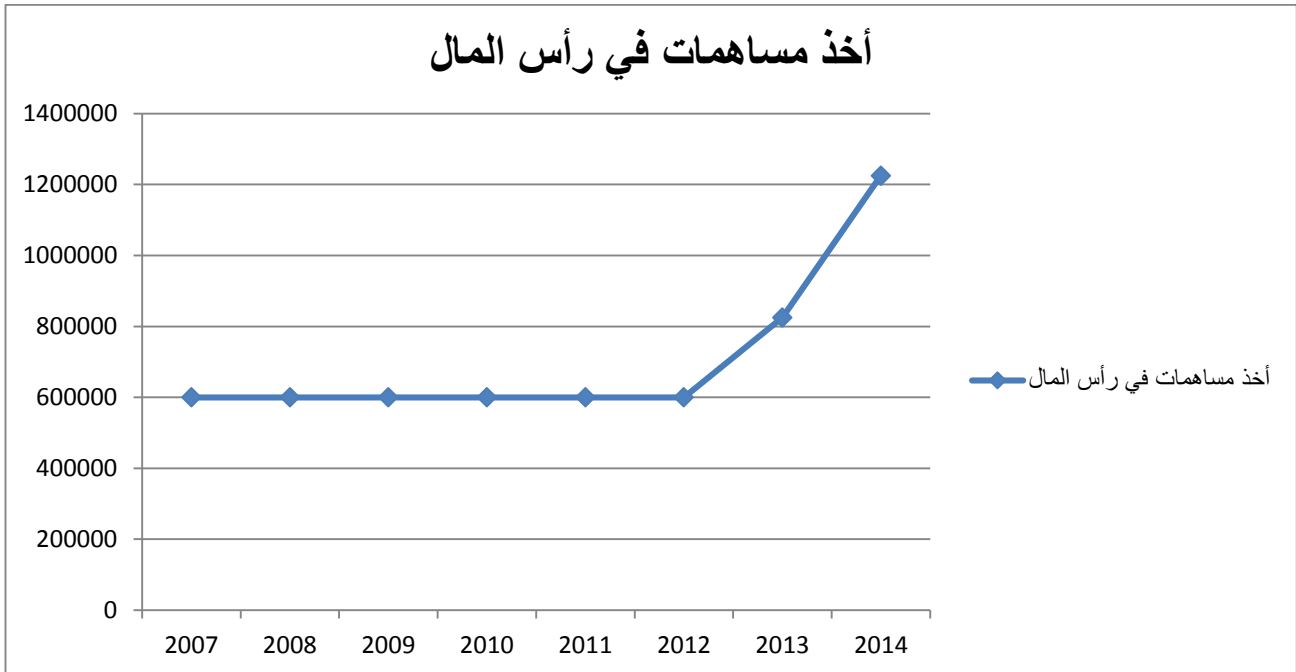
¹ نفس المرجع السابق.

ربع المبلغ المستثمر في التمويل بقرض الإيجار بحوالي 3% فقط. وقوفا على أسباب هذا التباين الكبير في المبالغ بين التمويلين، يطلعنا المهنيون على حقيقة أنّ إجراءات التمويل بقرض الإيجار تكون عموما سهلة، ولا تتطلب الكثير من الوقت والدراسة للموافقة على الطلبات، لأن موضوعها هو تأجير معدات وآلات لمدة معينة مقابل أقساط سنوية، ينتهي العقد بتمليك موضوع القرض للمستأجر وإلغاء الخيارات الأخرى التي يقوم عليها القرض بالإيجار. ما يجعل الشركة تقدم عددا كبيرا من التمويلات خلال السنة، على اعتبار أنها تقوم بعمليات بيع بالتقسيط للتبتيات موضوع العقد¹.

لكن الأمر ليس نفسه تماما بالنسبة للتمويل برأس المال المخاطر، لأن معالجة طلبات التمويل والمشاريع المعروضة على المكلف بالدراسات تتطلب وقتا حتى يتمكن هذا الأخير من إنجاز دراسة تفصيلية لخطة عمل المشروع المعروض، والتأكد من إمكانية تسويق الفكرة، إمكانية وجود الطلب على المنتج الذي سيعرض، المنافسة في السوق، التفصيل في المساهمات العينية والنقدية التي سيجلبها صاحب المشروع، المردودية المتوقعة تحقيقها، فرص الخروج المتاحة أمام الشركة المالية بعد انقضاء فترة التمويل والاستثمار خاصة في ظل غياب بورصة نشطة. كل هذه الإجراءات تتطلب زمنا ليس بالقصير للحصول على موافقة على إنجاز المشروع. من ناحية أخرى، فقد لاحظنا خلال فترة التبرص أن معظم المقاولين الطالبين للتمويل يحملون أفكارا تنتمي 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 مال مخاطر خاصة، تعمل بشكل أكثر مرونة من نظيرتها العمومية.

سيوضح لنا الشكل الموالي تطوير نشاط التمويل عن طريق أخذ مساهمات على مستوى Sofinance.

الشكل رقم 10: المبالغ المستمرة في شكل رأس مال مخاطر على مستوى Sofinance ما بين 2007-2014.



المصدر: بالاعتماد على www.sofinance.d/sofinance-chiffres.htm

¹ أحلام بوقفة، واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتزطيف، مقال بمجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد الرابع، العدد الأول، جوان، 2017، ص 118.

تميزت التمويلات الممنوحة من طرف المؤسسة المالية في شكل رأس مال مخاطر (أخذ مساهمات) بالثبات تقريبا من سنة 2007 حتى سنة 2012، أين ارتفعت قيمة المبالغ المستثمرة في هذا الجانب بشكل ملحوظ، وهذا راجع إلى أن سنة 2012 تتفق مع نشاط صناديق الاستثمار الولاية الستة الخاصة بـ **Sofinance**، والتي تقوم بدور المسير للأموال المعهودة إليها من طرف الخزينة العمومية للمساهمة في زيادة الاستثمارات المحلية وتمويلها بهذه التقنية.

لكن، رغم ما تقدمه الصناديق الولائية من حركية على مستوى ولاياتها فيما يخص التمويل المخاطر، إلا أن هذا لا يكفي لتحسين مستوى هذا الأخير؛ لأن صناديق الاستثمار الولائية تعترضها عدة قيود لتقويم بالدور المنوط بها، على رأس هذه القيود: تسقيف قيمة المساهمة (كما سبق الذكر) في رأس المال المشاريع الاستثمارية بـ 50 مليون دينار جزائري، مهما كانت قيمة المشروع. فإذا فرضنا أن الشركة منحت تمويلا برأس المال المخاطر عن طريق أحد صناديقها، خلال السنة الحالية مثلا، لأحد المشاريع التي بلغ رأس المال 300 مليون دينار جزائري. فمساهمة **Sofinance** ستكون بمبلغ 50 مليون دينار جزائري، أي ما نسبته 17% فقط من رأس المال الكلي، وهي نسبة مشاركة ضئيلة سيُضطر بعدها صاحب المشروع إلى البحث عن مصادر تمويلية أخرى لتلبية باقي احتياجات مشروع. فبعد استعماله للتمويل الذاتي (في شكل مساهمات عينية أراضي، معدات...) سيلجأ حتما للتمويل البنكي، في هذه الحالة لا يمكننا القول أن التمويل برأس المال المخاطر على مستوى الشركة المالية هو تمويل بديل للمشاريع الاستثمارية، لأن الواقع يقول عكس هذا.

في نفس السياق، لا يمكننا إغفال بعض القيود الأخرى التي تظهر لنا جوهرية في هذا الطرح، وهي غياب ثقافة مقاولاتية وفكر استثماري مغامر لدى المقاول الجزائري، ما يجعله في تخوف دائم من تجريب طريق تمويلية جديدة عند الاستثمار، فقط لأنها تتميز بألية مختلفة عن تلك التقليدية التي تعود عليها، نتحدث هنا عن تحفيظ أغلب المقاولين على فكرة مساهمة شريك خارجي في رأس المال مشروعهم، واقتسام المردودة المحققة في نهاية مدة الاستثمار، خاصة أن معظم أصحاب المشاريع يساهمون بالأراضي و المباني التي تدخل في رأس المال المشروع وتصبح ملكا للمؤسسة الجديدة¹.

الفرع الثالث: تقييم نشاط وخدمات شركة رأس المال المخاطر **Sofinance**.

يعتبر نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر ضعيف ومحدود، لاتعدى نسبة مساهمة شركة **Sofinance** في التمويل 49% من رأس المال الشركة كحد أقصى، لمدة تتراوح من 5 إلى 7 سنوات.

أما فيما يخص الأنشطة، فينحصر مجال أعمالها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية و تخزين المنتجات الغذائية ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية، وكل هذه الأنشطة لا تتطلب مخاطر كبيرة، أي في كل نشاط إنتاجي و/أو خدماتي باستثناء أنشطة التجارة والزراعة³².

وفيما يلي نقدم بعض الإحصاءات المالية الخاصة بنشاط، استثمارات، ميزانية شركة **Sofinance**.

¹ نفس المرجع السابق، ص 121.

² بن ساعو عبد الرحمان وصابون سعاد ، راس المال المخاطر و دوره في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة -دراسة حالة سوفينانس -،المجلة الدولية للاقتصاد ، ، المركز الديمقراطي برلين المانيا، العدد 5، فيفري 2019 ،ص23

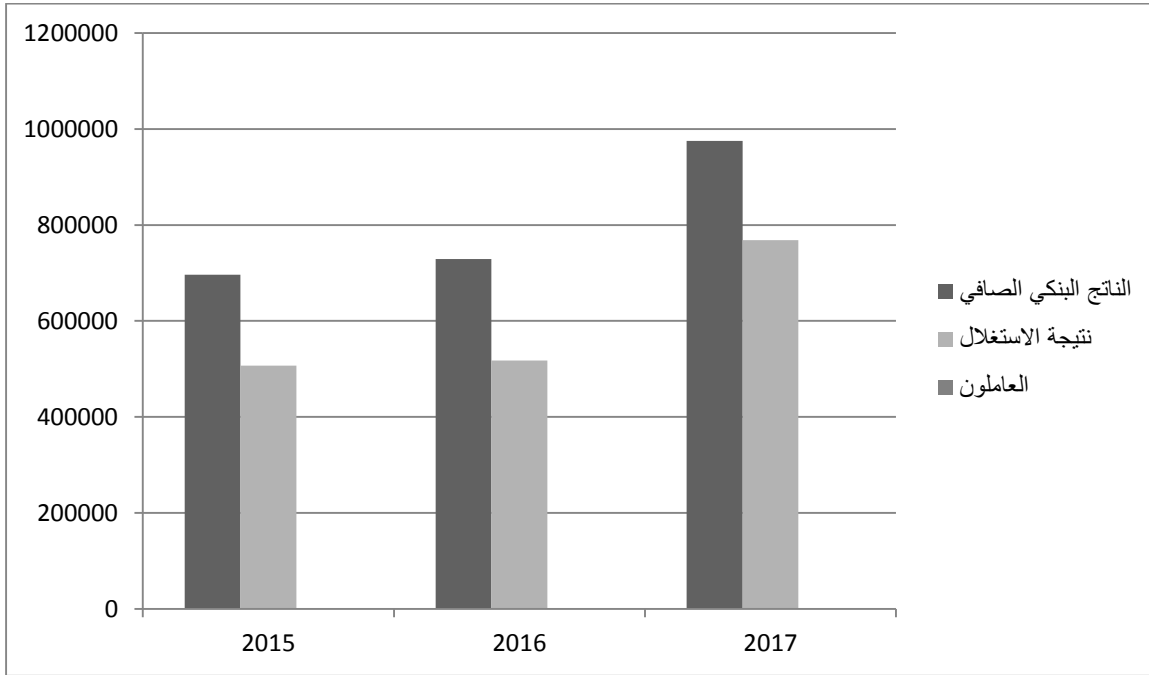
1.1 . حول النشاط:

الجدول رقم 09: تقييم نشاط Sofinance من 2015 إلى 2017 (en K DA).

العناصر	2017	2016	2015
الناتج البنكي الصافي Produit net bancaire	975441	729233	696517
نتيجة الاستغلال Résultat d' exploitation	768488	517767	506772
العاملون effectif	68	64	64

Source : www.sofinance-dz.com, consulté le 01/06/2019

الشكل رقم 11: تمثيل بياني لمعطيات الجدول رقم (05) تقييم نشاط Sofinance.



المصدر: معطيات الجدول رقم 09 بالاعتماد على برنامج Excel.

يتضح من خلال الأرقام الواردة في الجدول أعلاه أن نشاط المؤسسة في تطور مستمر وهذا ما يؤكد الارتفاع المستمر لكل من إيرادات البنكية ونتيجة الاستغلال، حيث ارتفعت نسبة إيرادات البنكية الصافية في سنة 2017 بـ 25.24% مقارنة بسنة 2016، أما فيما يتعلق بنتيجة الاستغلال فهي بدورها شهدت ارتفاعا متزايدا على طول فترة الدراسة أين بلغت في سنة 2017 ما قيمتها 768488 ألف دينار جزائري بعدما كانت في سنة 2015 ما قيمة 506772 ألف دينار جزائري، هذه الأرقام تدل على النشاط والحركية الكبيرة التي تقوم بها المؤسسة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن مساهمتها تبقى دون المستوى المطلوب بالنظر إلى عدد المؤسسات التي تحتاج إلى تمويل في مختلف مراحله.

¹ www.soufinance-dz.com

قامت مؤسسة **Sofinance** بتنوع من تشكيلة تمويلاتها المقدمة في مشاريع مختلفة بين تمويل الإنشاء أو تمويل النمو والجدول الموالي يبين طبيعة التمويل في المشاريع التي قامت بها.

جدول رقم 10: يبين مشاريع الممولة من طرف **Sofinance** حسب النشاط وطبيعة التمويل.

نوع التمويل	قطاع النشاط	نشاط المشروع	المنطقة
تمويل الإنشاء	صناعة غذائية	مشروبات وعصائر	باتنة
تمويل الإنشاء	خدمات	عيادة ومركز للراحة والمعالجة	البليدة
تمويل الإنشاء	سياحة	فندق	تيارت
تمويل الإنشاء	خدمات	عيادة	
تمويل الإنشاء	صناعة	الخرسانة	أم البواقي
تمويل الإنشاء	صناعة	الغلق المحكم	بجاية
تمويل الإنشاء	صناعة غذائية	توضيب السكر	
تمويل الإنشاء	صناعة	الخرسانة	
تمويل الإنشاء	سياحة	سياحة الجبلية	
تمويل الإنشاء	خدمات	محطة خدمات	وهران
تمويل الإنشاء	سياحة	فندق	

المصدر: معلومات من المؤسسة.

من خلال البيانات الواردة في الجدول أعلاه، نلاحظ لأن المؤسسة قامت بتنوع تشكيلة تمويلاتها بين تمويل النمو وتمويل الإنشاء وإن كان هذا الأخير هو الغالب أما ما تعلق بقطاعات النشاط فنلاحظ أن المؤسسة حاولت جاهدة التنوع في قطاعات النشاط ما بين الصناعة، الخدمات والسياحة وإن كان هناك غياب لنشاط التجاري وهذه المشاريع الممولة كلها بالتقريب ممولة بالأساس في أماكن تواجد المؤسسة أو أحد فروعها الشيء الذي أنقص من حجم التمويلات الممنوحة من قبل المؤسسة، ومن ثم لا بد على المؤسسة من زيادة تمويلها للمؤسسات في مناطق مختلفة من الوطن من خلال ترقية شبكة وكالاتها وعدم اكتفائها على الوكالات الموجودة حالياً¹.

وبرغم مما قام به الجزائر في هذا المجال إلا أن مساهمة مؤسسات رأس المال المخاطر لا تزال متواضعة واقتصرت على تمويل المشاريع الصناعية والخدمية والسياحية وغياب كلي للمشاريع الابتكارية التي تعتمد عليها العديد من الشركات رأس مال المخاطر في الدول المتقدمة وتعتبر الجزائر أسوأ تجربة في هذا المجال مقارنة بالدول المغاربية الأخرى، وقد احتلت الجزائر حسب تقرير البنك الدولي لسنة 2011 المرتبة 110 فيما يتعلق بحجم المعروضات من رأس المال المخاطر، في حين احتلت كل من تونس المرتبة 35 والمغرب 30 من مجموع 142 دولة، وتبقى البنوك المصدر الوحيد للحصول على التمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر فلو أخذنا مثلا البنك الوطني الجزائري الذي قدم مبلغ 1315847592 دج في سنة 2013 لصالح هذه المؤسسات وهذا بالتأكيد راجع لحدثة التمويل برأس المال المخاطر

¹رشيد حفصي وعبد الغفور دادبن، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد السادس، سبتمبر 2018، ص 82.

وكذا جهل المقاولين بآليات العمل والحصول على التمويل من شركات رأس المال المخاطر، يضاف كذلك أن معظم المستثمرين وأصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يلجأون إلى التمويل عن طريق هياكل الدعم والمراقبة التي أوجدتها الدولة الجزائرية والمثلة في: ANDI ، ANSEJ ، ANGEM... الخ، لأنها تسهل شروط منح التمويل للمشاريع وخاصة المتعلقة بضمانات الحصول على القروض البنكية وحسب تقرير وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن مبلغ المشاريع التي تم تمويلها بمختلف آليات الدعم وصلت في سنة 2013 إلى ما يقارب 47 مليار دج، وهذا ما يظهر الدور الذي تلعبه هذه الآليات سواء كان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو حتى في خلق مناصب الشغل كما أن حمول السوق المالي في الجزائر من أحد المعوقات لتطور رأس المال المخاطر في الجزائر¹.

1.2. حول الاستثمار:

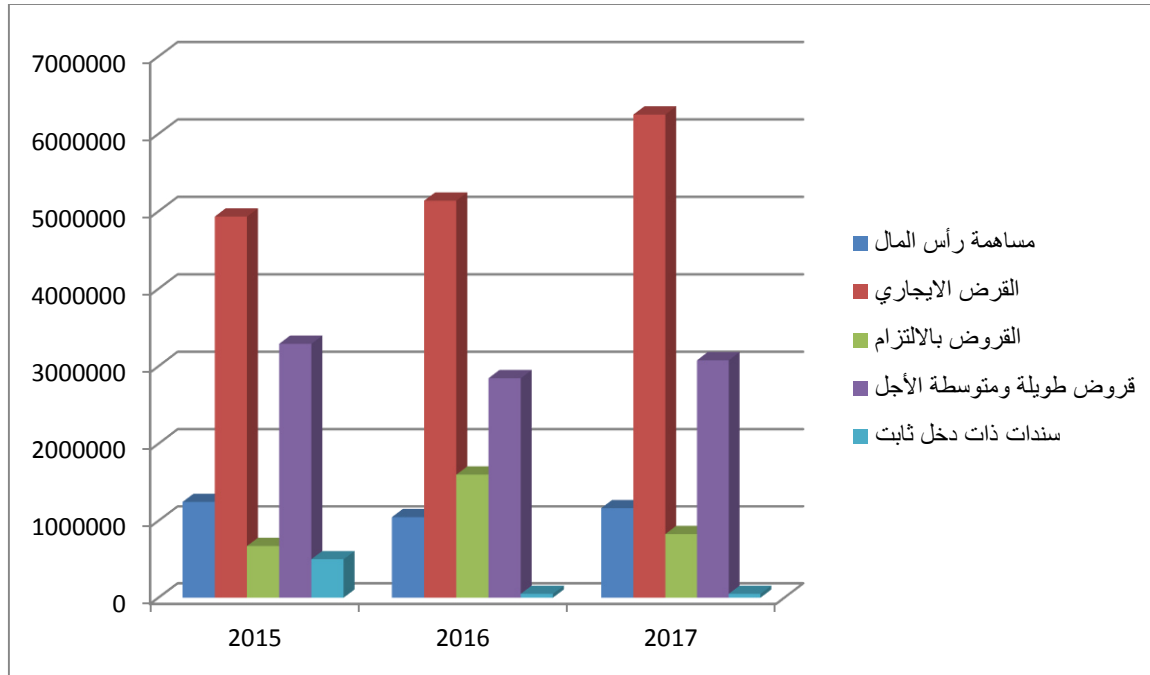
الجدول رقم 11: تقييم خدمات Sofinance خلال الفترة 2015-2017 (en K Da).

العناصر	2015	2016	2017
مساهمة رأس المال Participation au Capital	1245600	1047000	1163937
القرض الاجباري Crédit- bail (leasing)	4933000	5138000	6250598
القرض بالالتزام Engagement par signature	672000	1608000	827966
قروض طويلة ومتوسطة الأجل	3292000	2845000	3077998
سندات ذات دخل ثابت Titre à revenu fixe	500 000	50000	50 000

Source :www.soufinance-dz.com, consulté le 01/06/2019

¹. نفس المرجع السابق، ص 182.

الشكل رقم 12: تمثيل بياني لمعطيات الجدول رقم 11



المصدر : معطيات الجدول رقم 11: بالاعتماد على برنامج excel

نلاحظ من خلال الجدول رقم والشكل رقم أن الاستثمارات في **Sofinance** سجلت زيادة مستمرة خلال الفترة قيد الدراسة في كل من: القروض بالالتزام، قروض طويلة ومتوسطة الأجل. خاصة القرض الايجاري من 4933000 دج سنة 2015 إلى 6250 000 000 دج سنة 2017¹.

أما مساهمة رأس المال سجلت انخفاض في سنة 2016 إلى 1047000 حيث كانت سنة 2015 حوالي 1245000 ثم ارتفعت نوعا ما سنة 2017 إلى 1163937 مقارنة بسنة 2016.

1.3. حول الميزانية:

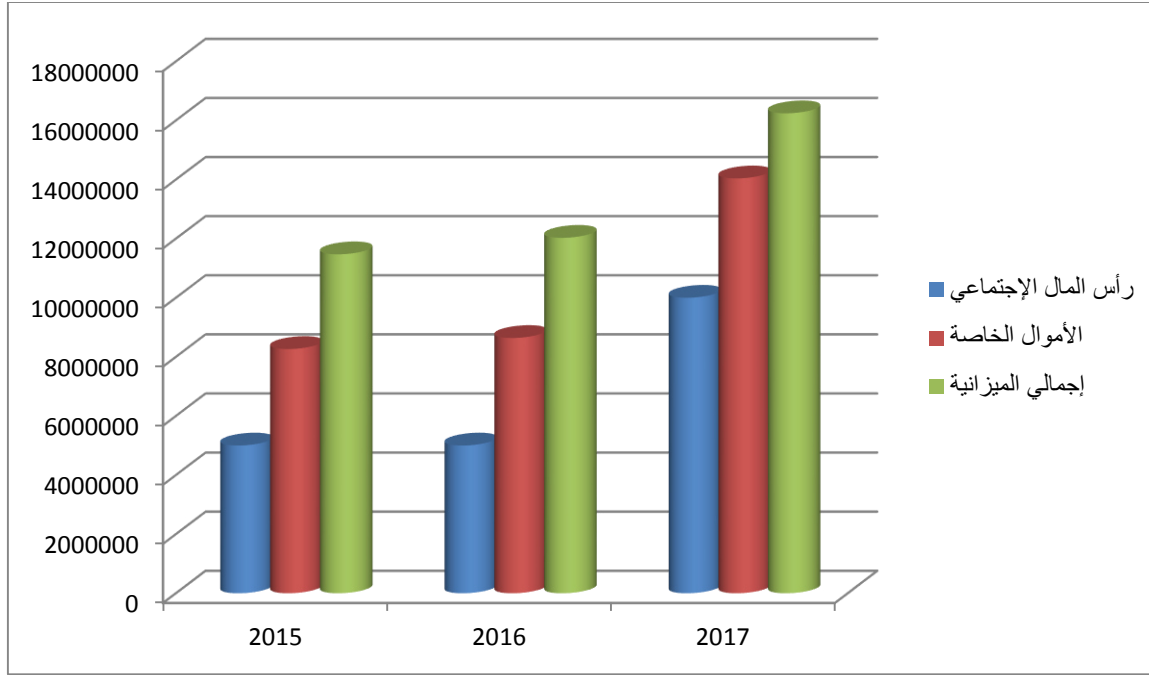
الجدول رقم 12: تحليل تطور ميزانية Sofinance خلال الفترة 2015-2017.

العناصر	2015	2016	2017
رأس المال الاجتماعي Capital social	5 000 000	5 000 000	10 000 000
الأموال الخاصة Fonds propres	8265000	8 639 000	14039 000
إجمالي الميزانية Total bilan	11470746	12029000	16241918

SOURCE : www.sofinance-dz.com, consulté le 01/06/2019

¹ www.SOFINANCE-DZ.COM.

الشكل رقم 13: تمثيل بياني لمعطيات الجدول رقم (12) لتطور ميزانية Sofinance من 2015 إلى 2017.



المصدر: معطيات الجدول رقم 12 بالاعتماد على برنامج Excel

من خلال الجدول رقم 12 والشكل 13 نلاحظ ثبات واستقرار رأس مال شركة Sofinance خلال الفترة قيد الدراسة عند 5 000 000 000 دج. وزيادة مستمرة في كل من الأموال الخاصة وإجمالي الميزانية في 2016 إلى 14039000 دج و 16241918 دج و على التوالي. وتضاعف رأس المال الاجتماعي الذي كان مساوي لـ 5000000 سنتي 2015 و 2016 ثم أصبح 10000000 سنة 2017.

خلاصة

تعتبر التجربة الامريكية لراس المال المخاطر من التجارب النموذجية التي يقتدى بها من اجل بناء سوق راس ما مخاطر ، تعبر هذه التجربة في دور قوى السوق في بناء سوق راس مال مخاطر لا على الدور الحكومي ، وجاء هذا النجاح نتيجة تبني النموذج للفكر المخاطر أو المغامر بالإضافة الى توافر عوامل النجاح كالأسواق المالية المتطورة (بورصة نازداك) ، هضبة السيلكون وهي مجمع الصناعات التكنولوجية ، الثقافة الابداعية و الابتكارية ، التطور العلمي ودعم الدولة وغيرها من عوامل النجاح .وللسوق الامريكي لراس المال المخاطر طرق الخروج من الاستثمار وهي ثلاث : العرض العام على الجمهور ، بيع المؤسسة مباشرة لمؤسسة اخرى ، اعادة بيع المؤسسة للمقاول . وكذلك التجربة الكندية تعبر هذه التجربة عن الدور الحكومي في بناء سوق راس المال المخاطر و يتم تنظيم السوق من طرف الحكومة بطريقتين هما : الطريقة الاولى هي سوق راس المال المخاطر التقليدية و الطريقة الثانية هي السوق الحكومي لراس المال المخاطر (TSXV) وتمثل السياسة الحكومية الكندية في :الاستثمار الحكومي المباشر و الاطار القانوني (الضرائب، تمويل المقاولات ...الخ).

أما النموذج الاسلامي يتم بتمويل المشاريع عند انشائها عن طريق راس المال المخاطر تمويلًا تشاركيًا ، بقيام علاقة شراكة بين المستثمر (البنك الإسلامي) او المقاول او مايسمى بصاحب المشروع تتمثل هذه الشراكة في اقتسام الربح و الخسارة من خلال تطبيق اسلوب المشاركة و المضاربة.

التمويل براس المال المخاطر حديث ظهر في بداية التسعينيات و منظم من قبل الحكومة وفق اطار قانوني وتنظيمي محدد مع تقديم تحفييزات لازمة لتنمية هذا النوع من التمويل

تم انشاء شركات راس مال مخاطر بأموال محلية او مختلطة مع الطرف الاجنبي و اهم الشركات Finalep ، Sofinance ،الجزائرية للاستثمار ، الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار Asicom ، يتمثل الاطار القانوني و التنظيمي لشركات راس المال المخاطر في القانون 06-11 المؤرخ في :24-06-2006 المتعلق بشركات راس المال الاستثماري و المرسوم التنفيذي 08-56 المؤرخ في : 11-02-2005 المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركات رأس المال الاستثماري.

انشاء صناديق استثمار و لائية عن طريق المادة : 100 من قانون المالية التكميلي لسنة 2009 وفيه يتم تخصيص مالي قدره مليار دينار لكل صندوق توزع بالتساوي عبر 48 ولاية عبر الوطن

انشاء شركات ادارة صناديق الاستثمار وفق قانون المالية لسنة 2016 ولاسيم المادة 70 منه و المرسوم التنفيذي 16-205 المؤرخ في : 25-06-2016 المتعلق بكيفيات انشاء و تسيير وممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار .

الخاتمة

رأس المال المخاطر هو اداة مالية استثمارية ، تمول المشاريع التي تكون المراحل الاولى من الانشاء ، وتحمل خطرا معتبرا و عوائد مستقبلية ، يقدم هذا التمويل من شركات متخصصة في شكل مساهمة في رأس المال ، و بالتالي تقوية الاموال الخاصة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و المشاركة في كل جوانبه ، تقتضي هذه المشاركة الوقوف على كل حثيات مشاريع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، و لهذا نجد المخاطر برأس المال يوظف معارفه ، خبراته ، تجاربه و مجموع علاقاته حتى يصل بالمؤسسة الى خلق القيمة ، إذن رأس المال المخاطر ينشط بفكر المستثمر الراجح ، الذي يجب خوض مغامرات جديدة ، فهو يعطي للمستثمر فرصة تطبيق افكاره و تجسيدها ، كما يقدم للمستثمرين عوائد مرتفعة مقابل استثمار اموالهم لفترة محددة.

إن رأس المال المخاطر الذي يمثل صورة من صور الوساطة المالية من خلال استثمار رؤوس الاموال بمخاطر مرتفعة مع توقع تحقيق عائد مرتفع له اهمية بارزة في التنمية الاقتصادية و دور فعال في تمويل المؤسسات ومن ورائها الاقتصاد ككل ، و يقدم المساعدة في ادارة الشركة لتعدد ابتكاراته و افكاره المقترحة مما يحقق تطورها ، اضافة الى دعم المؤسسات سواء بالاستراتيجية التمويلية بتوفير الغطاء المالي لها ، او بالاستراتيجية غير التمويلية بتقدير معونات ادارية التي من شأنها ان تعمل على الحد من المخاطر التي تتعرض لها ، و بالنسبة للتجربة الجزائرية في هذا المجال لا تزال في بداياتها الاولى وتحتاج الى مزيد من بذل الجهود و تدليل العقبات و توسيع العمل بشركات رأس المال المخاطر .

يمكن القول ان مؤسسات رأس المال المخاطر تعتبر إحدى قنوات التمويل المهمة في العصر الحديث ، نظرا لمل تقوم به من دور حيوي في تقديم الدعم المالي و الفني للمؤسسات الاقتصادية التي تعمل في مجالات استثمارية عالية المخاطر أملا في تحقيق أرباحاً سخياً ذات معدل مرتفع في الأجلين المتوسط و الطويل ، و على الرغم من ان استعمال هذه التقنية في الجزائر ليس و اسعا جدا لحد الساعة ، الا ان تفعيلها بالشكل الملائم يمكن ان يكون له الاثر الكبير في المساهمة في دفع الاقتصاد لاسيما من خلال تشجيع المؤسسات المنتجة لمختلف السلع و الخدمات ، ولكن أولا يجب توفير المناخ الملائم لهذه التقنية لتؤدي دورها .

1- نتائج اختبار الفرضيات :

- **الفرضية الاولى** : يعتبر رأس المال المخاطر من اهم الوسائل الكفيلة لمساعدة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ماليا و خاصة الناشئة منها على توفير التمويل نتيجة نقص الضمانات ، باعتبار ان شركات رأس المال المخاطر تدخل كمشاركة في رأس المال خلال مختلف مراحل حياة المؤسسة.

- **الفرضية الثانية** يعتبر رأس المال المخاطر خيار تمويلي استراتيجي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة حيث لا يكتف بتقدم الاموال اللازمة لتمويل العمليات الانتاجية فقط انما يقوم بتقديم الدعم في التسييري و الاداري عن طريق المرافقة التي يقدمها للمؤسسات .

- **الفرضية الثالثة** : التمويل برأس المال المخاطر جد محدود في الجزائر، وهذا راجع لعدة عوامل أهمها قلة الشركات المختصة في هذا المجال ، و غياب آليات الخروج المناسب من المشاريع التي تم تمويلها ، تعد التجربة في مجال رأس المال المخاطر جد متواضعة بحيث نجد انما لا تزال في بداياتها الاولى ، وتحتاج الى مزيد من بذل الجهود و تدليل العقبات امام شركات رأس المال المخاطر و توسيع العمل بهذا الاسلوب في كافة القطاعات و مجالات الاستثمار ، وهذا ما لمسناه من خلال تجربة الشركة المالية للاستثمار ، المساهمة و التوظيف sofinance التي يمكن اعتبارها شركة قرض ايجاري اكثر منها شركة رأس مال مخاطر بالرغم من انها انشئت كشركة متخصصة في رأس المال المخاطر .

الفرضية الرابعة : يختص التمويل برأس المال المخاطر مشاريع لمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي لا يتم تمويلها من قبل البنوك و الاسواق المالية لعدم توفرها على الشروط اللازم ،التمويل براس المال المخاطر تقنية تستهدف المؤسسات التي ترفض البنوك و الاسواق المالية تمويلها لاسيما في مرحلة الانطلاق و التوسع نظرا لعدم توافرها على الشروط الازمة لذلك كتقديم الضمانات و الدخول في البورصة.

2- نتائج البحث :

يعد راس المال المخاطر اداة مهمة في تمويل و مرافقة نمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة على المدى المتوسط وطويل الاجل ، كما انه يساهم في خلق مناصب الشغل و زيادة النمو الاقتصادي في الدولة ، وبعد تحليلنا لواقع راس المال المخاطر في بعض الدول و الاشارة الى التجربة الجزائرية في هذا المجال توصلنا الى مجموعة من النتائج نوجزها فيمايلي :

- يعتبر التمويل براس المال المخاطر بديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الى جانب المصادر التمويلية الاخرى على راسه القروض البنكية ، قروض الایجار ، التسهيلات البنكية الخ؛
- قدمت لنا تجارب الدول الصناعية دروسا كثيرة حول متطلبات نموسوق راس المال من خلال اهتمامات بالمؤسسات الابتكارية و سعيها الحثيث في إيجاد حلول لتمويل المعارف الحديثة؛
- المنظومة القانونية المنظمة لنشاط راس المال المخاطر في الجزائر شمولية فقد ادرجها المشرع مع راس المال الاستثماري مما يقتضي وضع ترسانة قانونية لممارسة نشاط مؤسسات راس المال المخاطر ياخذ بعين الاعتبار المحيط الاقتصادي و الاجتماعي التي تعمل فيه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة؛
- تعتبر تقنية راس المال المخاطر في الجزائر في المرحلة الجنينية إذ تعتبر هامشية في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مقارنة مع النتائج المحققة من طرف البنوك و هياكل الدعم و المرافقة التي انشأتها الدولة في هذا المجال و بالتالي على الدولة بذل المزيد من الجهد لترقية هذه المؤسسات من خلال اتخاذ تدابير لتعزيز حماية الحقوق الملكية الفكرية و براءات الاختراع ، تكوين إطارات متخصصة في مجال راس المال المخاطر؛
- اغلب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر ليس لها الثقافة المقاولاتية بسبب رفضها فتح رأسمالها؛
- غياب التنسيق بين البرامج الحكومية و الجامعات فيما يتعلق بالمشاريع التي تحمل طابع الابتكار و تسويقها حتى تقوم هذه الشركات لراس المال المخاطر بتمويلها؛
- قدمت الصناديق الولائية ديناميكية أكبر للمؤسسة المالية ، فهي تلعب دور المسير المستشارو الموجه للمستثمر الباحث عن المزيح التمويلي المناسب لمشروعه ، لكنها مازالت تواجه عدة عقبات من أهمها غياب الفكر الاستثماري المغامر لدى المقاول الجزائري و عدم تقبل فكرة الشراكة و الرقابة الإدارية من طرفها على المشروع المشترك؛
- نشاط مؤسسة sofinance ضعيف ومحدود في مجال الصناعة ، الخدمات و نسبة مساهمتها في التمويل لا تتعدى 49%، تركز على التمويل التاجيري مقارنة بالتمويل عن طريق راس المال المخاطر.

3-الاقتراحات :

- ضرورة استحداث عدد كبير من شركات راس المال المخاطر التابعة للقطاع الخاص ، و هذا لانها لا تخضع للقيود التمويلية التي تخضع لها تلك التابعة للدولة؛

- ضرورة توافر شركات راس مال مخاطر على رؤوس اموال كبيرة لتلبية الطلب المتزايد على التمويل في الجزائر ، مما يستلزم تشجيع شراكة مجموعة من المؤسسات لانشاء شركة راس مال مخاطر؛
- توفير الاطارات المؤهلة للتعريف بهذه التقنية بالامكانات و الوسائل التي تضعها تحت تصرف صاحب المشروع ، فمساهمة شركة راس المال المخاطر لا تكون مادية فقط، بل تمتد الى الجانب التقني من التسيير ايضا؛
- استغلال صندوق ضمان الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة كمؤسسات ضمان لعمليات راس المال المخاطر ، الامر الذي سيشجع حتما المبادرة على تمويل مشاريع ذات مخاطر اكبر؛
- تشجيع المؤسسات الجزائرية على الانفتاح على هذه التقنية من خلال الحملات التحسيسية ، كما يمكن الاستعانة بوكالات دعم الشباب التي لها اتصال مباشر مع الشباب الحامل للافكار لتقديم هذه التقنية لهم؛
- تفعيل دور الصناديق الولائية للاستثمار التابعة للشركات المالية من خلال زيادة عددها ، و انشاء ممثلين لها على مستوى الولايات المعنية؛
- الرفع من سقف المساهمة في راس المال المشاريع الاستثمارية بالنسبة للصناديق الولائية ، و استغلال مواردها المالية بشكل اكبر في الاستثمارات ذات المردودية العالية؛
- تعزيز الدعم الاداري و الفني للمشاريع المستفيدة من التمويل براس المال المخاطر حتى تكون قادرة اكثر على خلق القيمة في الامد الطويل؛
- توفير بيئة ملائمة لعمل شركات راس المال المخاطر من خلال انشاء حاضنات اعمال لاحتواء الافكار الجديدة الناشئة ، وتدريب العاملين في القطاع على مختلف الجوانب المالية ، الادارية و القانونية؛
- توجه الدولة نحو انشاء شركات راس مال مخاطر و كذا القطاع الخاص مع توفير المناخ و المحيط التشريعي لهذه الشركات؛
- تعديل الاطار القانوني لشركات راس المال المخاطر كتخفيض قيمة راس المال لهذه الشركات؛
- تنظيم ايام دراسية و دورات تكوينية و رجال الاعمال للتعريف بمهنة راس المال المخاطر ؛
- انشاء سوق مالي خاص بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر وتكييف القوانين المنظمة له لتسهيل دخول هذه المؤسسات فيه.

4- افاق الدراسة :

- على ضوء ما عرض في هذا البحث و ما تم التوصل اليه من نتائج وما تم وضعه من اقتراحات ظهري لنا اشكاليات جديدة نعتقد انها مناسبة للاثراء و البحث و النقاش نذكر منها :
- وضع التجربة لراس المال المخاطر تحت المجهر و تحليل الممارسات اكثر فتحليل معيار انتقاء مشاريع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و اشكالية التدخل على مستوى الشركات؛
- دراسة مقارنة للنصوص التنظيمية و التشريعية المنظمة لمهنة راس المال المخاطر مع دول ناجحة في المجال و كذا الجانب التقني و البشري من اجا الاستفادة تصحيح الاخطاء؛
- اظهار دور راس المال المخاطر في تمويل المشاريع الابتكارية؛

- اشكالية تمويل المشاريع الابتكارية في ظل اقتصاد العولمة؛
- واقع راس المال المخاطر في ظل انعدام بورصة متخصصة لراس المال المخاطر؛
- دور راس المال المخاطر في مواجهة الازمات المالية المحلية و الدولية .

قائمة المراجع

قائمة المراجع :

1-الكتب :

- براق محمد و بن زواي محمد الشريف، رأس المال المخاطر نماذج و تجارب عالمية، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية، مصر سنة 2014 .
- عمر صخري، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية، طبعة 5، الجزائر، 2007.
- عبد الرزاق بن حبيب، اقتصاد المؤسسة، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر ، 2002
- بلعوز بن علي و محمد الطيب أحمد، دليلك في الاقتصاد، دار الخلدونية، الجزائر، 2008.
- إبراهيم عبد الحليم عبادة، مؤشرات الأداء في البنوك الإسلامية، دار النفائس، الأردن، الطبعة الأولى، 2004 .

2-الاطروحات والمذكرات :

- سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس مال المخاطر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، جامعة تلمسان، سنة 2012-2013
- عبديش سامية، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة ماجستير في القانون العام لسنة 2013-2014، .
- نسيمة حسيني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، علوم التسيير، تخصص مالية بنوك، جامعة أم البواقي، السنة 2012-2013
- العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه بجامعة قسنطينة 2010-2011
- سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة أم البواقي، الموسم 2013-2014
- أزراية أسماء، أثار سياسة تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على النمو الاقتصادي في الجزائر، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، جوان 2011
- طراد فارس، مناجمت الإبداع وتأثيره على نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة بومرداس، 2006-2007
- رحمان أسماء، دور براءة الاختراع في دعم تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، جامعة بومرداس، سنة 2008-2009
- شادلي شوقي، تحليل العوامل المؤثرة على درجة توجه عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية لإستخدام تكنولوجيا الإعلام والاتصال، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، سنة 2016-2017
- هالم سليمة، هيئات الدعم والتمويل ودورها في تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة بسكرة، 2016-2017

- رحالي كريمة، آلية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة نيل شهادة ماستر، جامعة بسكرة، 2016-2017
- سحنون سمير، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -حالة الجزائر-، مذكرة ماجستير، جامعة تلمسان، 2004-2005
- إبراهيم خلة، دور هيئات الدعم الحكومي في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 20016-2017
- زراري ميمي، دور رأس المال المخاطر في دعم المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة أم البواقي، 2013-2014
- نسيبة حسيني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة أم البواقي، 2013-2014
- أحلام بوقفة، رأس المال المخاطر كنموذج تمويل المشاريع التجارية، حالة sofinace، أطروحة دكتوراه، جامعة قسنطينة، 2017، 2018
- محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة **Finalep**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008، 2009
- 3-المجلات :**
- بلعيد عبد الله ومقلاطي عاشور، المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع أمكانية التكامل بينهما، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17
- منير خروف وريم ثومرية، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مقال بمجلة التنمية الاقتصادية، جامعة الوادي، العدد 04، سنة 2017
- محمد الشريف بن زواي محمد الشريف ، رأس المال المخاطر الإسلامي كأداة لثمين أموال الزكاة والوقف في الجزائر، دراسة بالأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 16، جوان 2016
- عابد نصيرة وبريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مقال بمجلة اقتصاديات شمال إفريقيا المجلة 14، العدد 19، سنة 2018
- بلعدي عبد الله ومقلاطي عاشور، رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع إمكانية التكامل التنموي بينهما، مقال بمجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد 06، ديسمبر 2016
- لوكال أمال شهرزاد، رهانات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، مقال في مجلة أبعاد اقتصادية
- رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ،مجلة العلوم الانسانية ،جامعة بسكرة ، العدد 16، مارس 2009
- عابد نصيرة وبريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مقال بمجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلة 14، العدد 19 (2018)

- نبيلة قدور وحمزة العراي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 07، جوان 2017
- عابد نصيرة وبريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتقديم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد (10)، سنة 2018
- حشماوي محمد، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة (دراسة حالة الجزائر)، مقال مجلة المدير، العدد (03)، جوان 2017، جامعة الجزائر3
- رفيق مزاهدية وعبد الله بلعدي، شركة رأس المال المخاطر، رؤية شرعية قانونية واقتصادية، مقال بمجلة الحقوق والعلوم السياسية بجامعة خنشلة، عدد 128، سنة 2017
- خلفه ساهل زينب، حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر-دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/المسير، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 6 العدد 01، 01 جوان 2018
- دراجي كريمة، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات، دراسة حالة الجزائر، مقال بمجلة الاقتصاد الجديد، العدد 09- سبتمبر 2013
- مسعود بن جواد، حمزة طيوان، المقاولاتية المستدامة- بين إشكالية البقاء وحتمية الابتكار- خيارات تمويل المقاولات الصغرى والمتوسطة في الجزائر، مقال بمجلة اقتصاديات المال والأعمال JFBE جوان 2017
- بوعبد الله هيبية وحسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، مقال بمجلة الاقتصاد والتنمية البشرية بجامعة برج بوعريريج
- ضياف علية وحمادة كمال، رأس المال المخاطر اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة -حالة الجزائر-مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 5/ جوان 2016
- بوعبد الله هبة، حسيني رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، مقال بمجلة الاقتصاد والتنمية البشرية
- بوحرب حكيم، دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (تجربة الولايات المتحدة الأمريكية)، مجلة الاقتصاد الجديد، عدد 11، مجلد 02، 2014
- محمد الشريف بن زواي، فعالية السياسات الحكومية في تنشيط سوق رأس المال المخاطر، مع الإشارة إلى التجربة الكندية، مجلة الاقتصاد، جامعة المدية، مجلة الاقتصاد والتنمية -مخبر التنمية المحلية المستدامة - العدد 05، جانفي 2016، ص 64
- الصادق بوشنافة وبوزباني جيلالي، واقع رأس المال المخاطر في المصارف الإسلامية في تمويل القطاعات التنموية، مجلة الاقتصاد والتنمية، مخبر التنمية المحلية المستدامة، جامعة المدية، العدد 4، جوان 2015.
- حسن الأمين، المضاربة الشرعية وتطبيقاتها الحديثة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، الطبعة الثانية، 2000
- رفيق مزاهدية وعبد الله بلعدي، شركة رأس المال المخاطر، رؤية شرعية قانونية واقتصادية، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية، جامعة خنشلة، العدد 8، الجزء 1

- أحلام بوقفة، واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد الرابع، العدد الأول، جوان، 2017
- بن ساعد عبد الرحمان وصابون سعاد، رأس المال المخاطر ودوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة شركة- مقال بالمجلة الدولية لاقتصاد، العدد 5 فيفري 2019، المركز الديمقراطي العربي، برلين، ألمانيا
- رشيد حفصي وعبد الغفور دادن، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد السادس، سبتمبر 2018
- 4-الملتقيات :**
- محمد راتول وبن داودية وهيبية، بعض التجارب الدولية في دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدولة العربية يومي 17، 18 أبريل 2006
- عوادي مصطفى، هيئات مرافقة ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ملتقى وطني حول إشكالية إستدامة المؤسسات الصغيرة في الجزائر يومي 6-7 ديسمبر 2017 بجامعة الوادي
- روينة عبد السميع وحجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، مقال بالملتقى الدولي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17-18 أبريل 2006
- صحراوي مقالتي، التمويل الرأسمال المخاطر منظور إسلامي، بحث مقدم بمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دبي، دائرة العمل الخيري والشؤون الإسلامية، ماي 2009،
- براق محمد وبن زواي محمد الشريف، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، مداخلة في إطار الملتقى الوطني حول استراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 19، 18 أبريل 2012
- منير نوري، أثر الشراكة الأورو جزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 و18 أبريل 2006، جامعة الشلف
- 5- النصوص القانونية و التنظيمية :**
- الأمر رقم 58/75 المؤرخ في 26 سبتمبر 1975، والمتضمن القانون المدني المعدل والمتمم.
- القانون 11-06 من القانون 11-06 المتعلق بشركات راس المال الاستثماري ، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية ، العدد 42 بتاريخ 25 يوليو 2006
- قانون المالية التكميلي لسنة 2009 و لاسيم المادة 100 منه، المقررة لانشاء صناديق استثمار و لائية ، (ج ر 44) الصادرة بتاريخ : 26-06-2009
- القانون 02-17 المؤرخ في 10 جانفي 2017 المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المؤرخ : 10 يناير 2017 الجريدة الرسمية عدد 2 مؤرخة في 11 يناير 2017

- القرار الوزري المحدد لمقاييس الكفاءة والاحترافية لمصيري شركات رأس مال استثماري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 5، 21 جانفي 2009
- القانون 04-03 المؤرخ في 17 فيفري 2003 المعدل و المتمم للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في :23-05-1993 و المتعلق ببورصة القيم المنقولة.
- مقرر 01-2001 المتعلق باعتماد مؤسسة مالية الصادر من محافظ بنك الجزائر في 09 جانفي 2001
- المرسوم التنفيذي 16-205 المؤرخ في : 25-06-2016 المتعلق بكيفيات إنشاء و تسيير وممارسة نشاط شركة تسيير صناديق الاستثمار. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 45، الصادرة بتاريخ : 31-06-2016
- المرسوم التنفيذي 08-56 المؤرخ في : 11-02-2005 المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركات رأس المال الاستثماري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية رقم 09، الصادرة بتاريخ : 24-02-2008
- 6-نصوص اخرى :**
- سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم رأس المال المخاطر، موقع توعية المستثمر المصري سنة 2010
- سميرة عميش، مطبوعة محاضرات مقياس اقتصاد المؤسسة، جامعة محمد بوضياف المسيلة، السنة الجامعية 2015-2016
- 7- النصوص الاجنبية :**
- La chemi Siagh : le capital risque ou venture capital revue stratigica, Algea, N° : 18, Mars 2006, p 04.
- Laurenés Crall, Micro Entreprise, un tremplin pour l'emploi revue industriels, 2001
- .-Pierre battini, caqital risque, mode d'emploi ed organisation, 3^{eme} edition, paris, 2001
- ERIC Stephany, la relation capital risque / PME fondements et pratique, ed de boeck, Bruxelles : 2003
- V. paoli – gagin et V. Lalande, le capital risque, acteurs, pratique et outils, ed gualina, Paris 2001
- NVCA Yearbook 2017, OP, CitNVCA Yearbook 2017, OP, Cit
- IDEM
- Cécile Carpentien et Jean- Marc suret. OP- cit, 2010, P314.
- Cécile Carpentien et Jean- Marc suret. The camadian Pubic Venture Capital Market, 2010, available et wrbeyormbinelibrary. Com.
- IBID
- Omar be laid finalep une expérience de capital infestissenet. Es algerie, OP, cit

- Khalil Ammar, la banque de financements des petites Entreprises : séminaire trimestriel sur la promotion du financement de la pme algérie le 27.28 septembre 2005.
- yacine maamri, présentation de la société « EL djazair istithmar sit
- Sellami armara, petit et moyenne entreprise et développement économique, édition SNED ,alger
- Wassim chettara, Sofinance spa, un établissement financier au service de la pme journée d'étude sur l'investissement et les régimes dérogatoires, 26.02.2012, Batna
- Farib Metahri, Sofinance révélateur de succès, journée d'étude, p 12, 21.
- www.ccidahra.com/entreprendre/document/Sofinance.pdf.
- guide des banques et des établissements financiers en algérie, édition 2015, p 16, kpmg, dz.
- lyna tahmi, «le capital investissement dans le paysage financier algérien », ESB, 2012.

8-المواقع الإلكترونية :

- www.asjp.cerist.dz/en/article/547
- Research-ready-blog spot.com/2012/06/fondation,html
- iqtissad,blog spot,com/2012/09/bloq-post_4820,html
- mAwdo3.com
- Frssiwa.blogspot.com/2017/04/17-02, HTML
- www.hvca.ORG/research/stats-studies (vu 10.06.2019)
- <http://www.Andi.D7/index.php/fr/fonds-d-investisement>
- www.soufinance-dz.com

الملاحق

الملحق رقم 01 : وثيقة تحت عنوان : رأس المال الاستثماري أداة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المؤرخ في 19 فيفري 2019.

Le Capital Investissement

Un outil pour le financement de la Pme

Alger le 19fevrier 2019

Sommaire :

I- Cadre légal et réglementaire

i- Principales dispositions de la loi sur le capital investissement

ii- Modalités d'intervention de la société de capital investissement

iii- Règles de prise de participation des sociétés de capital investissement

iv-Avantages du capital investissement

II- Les sociétés de gestion de fonds d'investissement

III- L'offre de financement

- **Financement sur fonds propres**
- **Les fonds d'investissement de Wilaya**

I- CADRE LEGAL ET REGLEMENTAIRE

- ✓ Le capital investissement est encadré par les dispositifs réglementaires suivants :
- Loi n° 06-11 du 24.06.2006 relative à la société de capital investissement,
- Décret exécutif n° 08-56 du 11-02-2008 relatif aux conditions d'exercice de l'activité de la société de capital investissement,

CADRE LEGAL ET REGLEMENTAIRE

i- Principales dispositions de la LCI

Principales caractéristiques réglementaires du capital investissement :

- La société de capital investissement -SCI- a pour objet la participation dans le capital social dans les entreprises en Création, en Développement et en Transmission ;
- Le capital social minimum est fixé à Cent (100) millions DZD (soit 850 000 USD), entièrement libérés au moyen d'apports en numéraires ou d'acquisition d'actions.

ii- Modalités d'intervention de la SCI

Financement consistant en des apports en fonds propres ou quasi fonds propres dans les entreprises :

- Le **capital risque** couvre la période avant et après la phase de création: « capital amorçage » et « capital création »
- Le **capital Développement** : destiné à promouvoir le développement des capacités de l'entreprise après sa création
- Le **capital transmission** : rachat d'une entreprise par un acquéreur interne ou externe.

Critères d'éligibilité

- Secteurs d'activité : Toutes activités de production de biens et services,
- Entreprises organisées en SARL ou SPA,
- Activités présentant de bonnes perspectives en matière

iii- Règles de prise de participation des SCI

- ▶ Limitation du montant de la participation dans une même entreprise à 15% des fonds propres de la société de capital investissement;
- ▶ Détention directe ou indirecte d'un montant au plus égal à 49% du capital d'une même entreprise;

Participation encadrée par un pacte d'associés qui précise notamment la durée de la participation (5 à 7 ans) et les conditions de sortie

iv- Avantages

Les **avantages** d'une Participation au capital sont multiples :

- Renforcement des fonds propres pour donner plus de crédibilité aux partenaires financiers, notamment les Banques,
- Amélioration de la capacité d'endettement de l'entreprise,
- Un financement alternatif et complémentaire aux crédits classiques et parfaitement adapté aux exigences de la finance islamique,

- Allègement des Pme en matière d'endettement notamment au démarrage de l'exploitation,
- Accès a ce financement non subordonné à la présentation de garanties.

Cession de la participation

L'objectif est de demeurer dans le capital de la société pendant une durée moyenne de 05 années et de céder la participation selon les modalités convenues préalablement entre les actionnaires (pacte) :

- En direction des actionnaires en place,
- A des repreneurs externes,
- A travers la bourse des valeurs mobilières.

II- Les sociétés de gestion de fonds d'investissement

Cadre réglementaire

- ▶ Loi de finances 2016 (cf. article 70) modifiant l'article 1 de la loi n°06-11 du 24 juin 2011,
- ▶ Décret exécutif n° 16-205 du 25.07.2016 relatif aux modalités de constitution, de gestion et d'exercice de l'activité de la société de gestion de fonds d'investissement.

Objet social et modalités de constitution des sociétés de gestion de fonds d'investissement

- ▶ La société de gestion a pour activité principale la gestion de fonds qui lui sont confiés en vertu d'un mandat.
- ▶ **Qui peut créer une société de gestion?**
 - Les IOB constitués sous forme de SPA peuvent, après autorisation du Ministre chargé des finances, exercer l'activité de la société de gestion,
 - Les personnes morales constituées sous forme de SPA remplissant les conditions énumérées à l'article 5 du Décret susvisé.

III- L'offre de financement

Deux (2) dispositifs existent actuellement :

1- Participations sur fonds propres

- ▶ Les sociétés qui activent sur le marché du capital investissement – SCI – par des interventions sur fonds propres sont au nombre de **04** (**Sofinance, El DjazairIsthithmar, Finalep, MadarIcosia**). Elles sont présentes notamment dans les secteurs de l’Industrie, des Services et du Tourisme.
- ▶ L’encours total du portefeuille des participations s’élève à 2 874 millions DZD (24,5 millions USD) au 31/12/2018.

L’offre de financement

2- Les fonds d’investissement de Wilaya (FIW)

- ▶ Création de fonds d’investissement de wilaya chargés de participer au capital des petites et moyennes entreprises (art.100 de la LFC 2009)
- ▶ Une dotation financière d’un (1) milliard DZD (soit 8,5 millions USD) est allouée à chaque fonds, soit une dotation globale de 48 milliards de DZD (408 millions USD) répartie équitablement entre les wilayas du pays.

Objectifs des FIW

La création de ces fonds répond aux objectifs suivants :

- Impulsion du développement local à travers la multiplication des projets d’investissement initiées localement,
- Participation à la résorption du chômage à travers la création et le développement de la PME,
- Augmentation de l’offre de financement en direction des PME pour faciliter aux jeunes promoteurs l’accès aux ressources de financement,
- Amélioration de l’inclusion financière.

Gestion des FIW

- ▶ La gestion des FIW a été confiée par le Ministère des finances aux sociétés qui interviennent sur le marché du capital investissement: **El DjazairIsthithmar (12), Sofinance (10), Finalep (10) et deux banques publiques BNA (8) et BEA (8)** sous forme de mandat pour une durée de cinq (05) ans renouvelable.
- ▶ Limitation du montant de chaque prise de participation sur FIW à 49% du capital social de l’entreprise avec un seuil maximal de 100 millions DZD .

Les réalisations sur FIW (31/12/2018)

- ▶ Le montant total des accords donnés pour des prises de participations sur FIW a atteint 5 247 millions DZD (44,5 millions USD) pour 82 projets d'investissement.
- ▶ L'encours du portefeuille des participations s'élève à 3 694 millions DZD (31,4 millions USD).
- ▶ Le montant restant à utiliser sur les FIW s'élève à 42 753 millions DZD (363,5 millions USD).

Tableau récapitulatif de l'encours des participations au capital au 31/12/2018 (en MDZD)

	montant
Encours fonds propres	2874
Encours fiw	3694
Encours total	6568

ces données concernent exclusivement Sofinance, Finalep et El DjazairIstithmar.

REPARTITION DES FONDS D'INVESTISSEMENT DE WILAYA PAR SOCIETES DE GESTION ET BANQUES PUBLIQUES

El djaziriaistithmar	-16 alger - 40 khanchla - 24 gualma -23 annaba - 13 telemcen -41 souk a - 07 biskra- 39wed souf - 45 naama - 25 constantine -18 djigel
sofinance	-05 batna -06 bejaia - 09 blida -31 oran -04 ountia - 14 tiart -44 aindafla - 43 mila - 02 chlef - 12 tebessa
FINALEP	-32 el biadh-19 setif -22 sidi belabbas - -21 skikda-42 tipazza - 15 tizi ouzo-17 djalfa - 01 adra - 46 ain timouchent-27 mostaghanem

BNA	-08 bechar- 35 boumerdas-10 bouira -33 Ilizi – 29 maskara- 30 ouargla -11 tamanrast -37 tindouf
BEA	-34 bordj bouaririg- 02 chlef – 47 ghardaia –28 m'sila – 20 saida – 48 ghilizane -38 tissamssilte

الملحق رقم 02 : وثيقة تقديمية لشركة مالية للاستثمار، المساهمة و التوظيف مرسله من طرف شركة Sofinance

الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة و التوظيف Sofinance SPA

تعريف صوفينانس:

صوفينانس هي الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف. مؤسسة مالية معتمدة من طرف بنك الجزائر منذ جانفي 2001 برأس مال يقدر ب 10 000 000 000,00 دج.

مهام صوفينانس:

01-تسيير صندوق الاستثمار لولائي: وكلت وزارة المالية صوفينانس مهمة تسيير صندوق الاستثمار الولائي لولاية ام البواقي المقدر ب 1 000 000 000,00 دج من بين عدة صناديق تابعة لولايات اخرى.

و يكون ذلك من خلال المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إطار شراكة. مدة المساهمة: ما بين 03 إلى 05 سنوات.

قيمة المساهمة: تصل قيمة المساهمة إلى 100 000 000,00 دج. نسبة المساهمة: لا تتجاوز 49%.

نهاية المساهمة: بعد انقضاء المدة المحددة يتم إعادة تقييم المشروع و يتم بعد ذلك عرض أسهم صوفينانس للبيع سواء للمتعامل (الشريك) او لمعامل آخر او إلى شركة استثمارية أخرى.

الهدف من المساهمة: من خلال المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سيؤثر إيجابا على قاعدتها المالية وإعطائها نفسا أقوى للتوسيع وإعادة الاعتبار، هذا بغض النظر لتوفير مناصب الشغل.

02-البيع بالإيجار: تقدم صوفينانس خدمة البيع بالإيجار لكل المستثمرين والمقاولين بصفة خاصة "ذوي الخبرة المهنية" لاقتناء العتاد والمعدات الصناعية أو الخدمائية.

03- قروض الاستثمار: هي قروض متوسطة او طويلة المدى موجهة لاقتناء المعدات الصناعية لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

04-التعهد بالإمضاء: وهي التزامات التي تخص كل المشاركين في المناقصات الوطنية.

05-الاستشارات والمتابعة: وهي خدمة يقدمها خبراء ومهندسين في مجال الدراسات التابعين لصوفينانس لخدمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

لقد تم دراسة عدة ملفات تابعة لولايتكم و لكن لم تكن جديرة بالانخراط في رأسمالها لعدة أسباب منها :

- عدم قدرة المستثمر على تحمل مصاريف إضافية التي يستوجبها المشروع خارج الدعم المقدم من طرفنا.
- اغلبية المستثمرين او الملفات المقدمة تم اخذ قيمة العقار كمساهمة في المشروع (الاوعية العقارية في إطار الامتيازات لا تقييم).
- طبيعة الاستثمار (فلاحي، تجاري، او نشاطات مجمدة من طرف الحكومة).
- بعض المشاريع تتطلب مبالغ مالية كبير تفوق الحدود عتبة 100 مليون دج.

شروط التمويل او استفادة من صندوق الاستثمار لولاية ام البواقي:

- طبيعة المشروع او النشاط: المشاريع القابلة للتمويل يجب ان تدخل في حيز الصناعات الإنتاجية الصناعات التحويلية، قطاع الصحة، القطاع الخدماتي (كالفندقة).
- التمويل يصل الى 49% من قيمة المشروع بشرط عدم تجاوز عتبة 100 مليون دج.
- التمويل يخص المشاريع التي تحمل طبيعة مؤسسة ذات المسؤولية المحدودة SARL , SPA.
- مدة الشراكة لا تتجاوز 5 سنوات.