



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة 20 أوت 1955 - سكيكدة -
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

عنوان المذكرة

رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات الناشئة
دراسة حالة الجزائر

مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر أكاديمي في شعبة العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصادي نقدي وبنكي

تحت إشراف الدكتورة:
- ضياف عليّة

من إعداد:
- رحاي إيمان
- بكوش إيمان

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
شرون عز الدين	أستاذ محاضر "أ"	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	رئيسا
ضياف عليّة	أستاذ مساعد "أ"	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	مشرفا
ضاوي علوان	أستاذ محاضر "ب"	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	ممتحنا

السنة الجامعية: 2022/2021



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 20 أوت 1955 - سكيكدة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

عنوان المذكرة

رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات الناشئة دراسة حالة الجزائر

مذكرة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر أكاديمي في شعبة العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصادي نقدي وبنكي

تحت إشراف الدكتورة:

- ضياف عليّة

من إعداد:

- رحاي إيمان

- بكوش إيمان

أعضاء لجنة المناقشة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
شرون عز الدين	أستاذ محاضر "أ"	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	رئيسا
ضياف عليّة	أستاذ مساعد "أ"	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	مشرفا
ضاوي علوان	أستاذ محاضر "ب"	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	ممتحنا

السنة الجامعية: 2022/2021



شكر وتقدير

الحمد والشكر قبل كل شيء لله الذي اعاننا على إتمام هذا العمل،

الحمد لله حمدا كثيرا مباركا فيه مباركا عليه كما يحبه ربي ويرضاه وما توفيقي الا من عند الله العزيز الحكيم

نتقدم بالشكر الجزيل إلى الأستاذة الكريمة: عليّة ضيايف على كل الوقت والجهد الذي لم تبخل به علينا

كما لا يفوتنا ان نتوجه بالشكر والعرفان الى كل من قدم لنا يد المساعدة من بعيد أو من قريب في سبيل إنجاز

هذا العمل المتواضع.





إهداء

أهدي بكل امتنان رحيق جهدي وحصاد سنوات تعليمي وثمرة سنوات دراستي

إلى من كلله الله بالهبة والوقار، إلى من علمني العطاء بدون انتظار، إلى من أحمل اسمه بكل افتخار إلى

القلب الكبير "أبي الغالي" رحمه الله واسكنه فسيح جناته

إلى من كان دعاؤها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي... إلى أعلى الحباب

"أمي الغالية"

إلى الذين قاسموني رفد الحياة بجدتها وهزله "إخواني وأخواتي"

إلى "عائلة زوجي"

إلى من كان ملاذي وملجئي، إلى من كان سندا وسبقي "زوجي" حفظه الله

إلى من زينت حياتي ابنتي الحبيبة "سيدة"

إلى كل من لهم أثر في حياتي، إلى من أحبهم قلبي ونسيهم قلمي.

إيمان.ر





إهداء

أهدي عملي هذا المتواضع إلى أعز ما أملك في هذا الوجود والديا اللذان ضحيا من أجلنا، حفظهما الله
ورعاهما و أظال الله في عمرهما، إلى جدي الغالية حفظها الله، إلى الروح التي فارقتنا جدي الحبيبة رحمها
الله إلى أخي واختي والكتكوتة الصغيرة إيلين، إلى خطيبي إلى كل من له مكانة في قلبي وجميع من وقف
بجواني وساعدني بكل ما يملكون

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي هذا

إيمان.ب



الملخص:

تهدف هذه الدراسة الى إبراز أهمية رأس المال المخاطر كبديل استراتيجي فعال في دعم وتمويل المؤسسات الناشئة، حيث يعتبر التمويل برأس المال المخاطر من بين الطرق الحديثة لتمويل المؤسسات الناشئة في العالم، اذ يؤدي الى زيادة النمو الاقتصادي وخفض معدلات البطالة .

ولقد حاولنا من خلال هذا البحث إبراز دور رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الناشئة من خلال معرفة ماهية رأس مال المخاطر ودوره في تمويل المؤسسات الناشئة وذات الأفكار المبتكرة والتي تعاني عادة من مشاكل التمويل، مع عرض تجارب بعض الدول في العالم، ثم التطرق الى التجربة الجزائرية في هذا المجال.

وقد خلصت نتائج بحثنا أن التمويل برأس المال المخاطر يعد التمويل الأمثل لهكذا مؤسسات، فيما تعتبر تجربة الجزائر في التمويل برأس المال المخاطر تجربة ضعيفة نوعا ما ولا تزال في بداياتها الأولى، كما تعرف العديد من العراقيل حالت دون تطور هكذا تمويل، وبالتالي على الدولة الجزائرية بدل المزيد من الجهد لترقية هذا النوع من التمويل مع ضرورة الاستفادة من التجارب الدولية الرائدة في هذا المجال.

الكلمات المفتاحية:

التمويل، رأس المال المخاطر، المؤسسات الناشئة.

Abstract:

The finance of venture capital is one of the modern ways of investing the start-ups (the arising institutions) in the world, as it leads to increase the economic growth and reduces the employment rate.

We have tried, through this research, to know what is venture capital and also to highlight its role in financing the start-ups which have innovative ideas and also suffer from funding problems, with a presentation of the experiences of some countries in the world, and then addressing the Algerian experience in this field.

Finally, the results of our research were summarized that financing with venture capital is the best way for such institutions where Algeria's experience is somehow weak as it is in the beginning, and it faces many obstacles that it has to confront. So, Algeria should take efforts in order to upgrade this type of financing and benefit from the experience of other countries in this area.

Key words : Finance Venture, capitale, start-ups

الفهرس

رقم الصفحة	المحتويات
	شكر وعرفان
	الإهداء
	ملخص باللغة العربية
	ملخص باللغة الإنجليزية
	قائمة الأشكال
	قائمة الجداول
	قائمة الملاحق
	قائمة الاختصارات والرموز
أ-ت	المقدمة
4	الفصل الأول: الإطار النظري لرأس المال المخاطر والمؤسسات الناشئة
5	تمهيد
6	المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول رأس المال المخاطر والمؤسسات الناشئة
6	المطلب 01: ماهية رأس المال المخاطر
6	1- نشأة رأس المال المخاطر
7	2- تعريف رأس المال المخاطر
8	المطلب 02: أهداف وخصائص رأس المال المخاطر
8	1- أهداف رأس المال المخاطر
9	2- خصائص رأس المال المخاطر
10	المطلب 03: مفاهيم عامة حول المؤسسات الناشئة
11	المطلب 04: أهداف ومعوقات المؤسسات الناشئة
11	1- أهداف تمويل المؤسسات الناشئة
11	2- المعوقات و التحديات التي تواجه مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر
14	المبحث الثاني: رأس المال المخاطر كتقنية لتمويل المؤسسات الناشئة
14	المطلب 01: أسباب اللجوء الى التمويل برأس المال المخاطر
15	المطلب 02: المراحل التمويلية وانماط التمويل برأس المال المخاطر
15	1- المرحل التمويلية برأس المال المخاطر

16	2-إجراءات تطبيق التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر
17	المطلب 03: أهمية التمويل برأس المال المخاطر في المؤسسات الناشئة
18	المطلب 04: إستراتيجيات رأس المال المخاطر إتجاه المؤسسات الناشئة
21	المبحث الثالث: دراسات سابقة حول رأس المال المخاطر والمؤسسات الناشئة
21	المطلب 01: دراسات محلية
22	المطلب 02: دراسات عربية
22	المطلب 03: القيمة المضافة
23	خلاصة الفصل
24	الفصل الثاني: التمويل برأس المال المخاطر في المؤسسات الناشئة وأهم تجاربه
25	تمهيد
26	المبحث الأول: تجارب بعض دول العالم في التمويل برأس المال المخاطر
26	المطلب 01: التجربة الأمريكية في التمويل برأس المال المخاطر
27	المطلب 02: التجربة الفرنسية في التمويل برأس المال المخاطر
29	المطلب 03: تجربة بعض البلدان العربية في التمويل برأس المال المخاطر
33	المبحث الثاني: واقع التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر
33	المطلب 01: الجانب القانوني لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر
33	أولاً: الجانب القانوني:
33	1- مفهوم رأس المال المخاطر لدى المشرع الجزائري
34	2- شروط ممارسة نشاط رأس المال الإستثماري
34	3- قواعد الحصول على مساهمات و قروض من شركات رأس المال الإستثماري
34	4- الموارد المالية لشركة رأس المال الإستثماري
35	5- الرقابة على نشاط شركات رأس المال الاستثماري
35	ثانياً: النظام الجبائي لشركة رأس المال الإستثماري
36	ثالثاً: التحفيظات الممنوحة لمؤسسات رأس المال المخاطر
36	1- تحفيظات جبائية
36	2- التحفيظات المتعلقة بطرق الخروج من الإستثمار
37	المطلب 02: أهم شركات رأس المال المخاطر الناشئة في الجزائر

37	1-الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة finalep
39	2-الشركة المالية للإستثمار والمساهمة و التوظيفsofinance
40	3- شركة الجزائر إستثمار eldjazaireistithmar
43	المطلب 03: تقييم عمل النية رأس المال المخاطر في الجزائر
43	1-معوقات حالت دون تطور شركات رأس المال المخاطر في الجزائر
44	2-سبل دعم رأس المال المخاطر في الجزائر وتطويره
45	خلاصة الفصل
47	الخاتمة
49	قائمة المصادر والمراجع
54	قائمة الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم
26	مقارنة بين المشروعات الممولة برأس المال المخاطر والمشروعات الممولة ذاتيا (الولايات المتحدة الأمريكية)	(01)
30	القطاعات الممولة برأس المال المخاطر(تونس)	(02)
32	عدد المستفيدين وأرصدة التمويل وفقا لنوع النشاط مصنفا حسب الفئات	(03)
38	محفظة مساهمة الشركة المالية الأوربية لمساهمة (finalep)	(04)
39	نشاط شركة sofinance خلال الفترة 2015- 2017	(05)
41	تقييم راس مال شركة الجزائر إستثمار	(06)
42	حالة التمويل الثنائي financement mixte	(07)
43	حالة التمويل الثلاثي financement triangulaire	(08)

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
16	مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر	(01)
27	مقارنة بين المشاريع الممولة برأس المال المخاطر و الممولة ذاتيا(أمريكا)	(02)
30	التمويل حسب قطاعات النشاط (تونس)	(03)
30	التمويل حسب التوجهات (تونس)	(04)
40	نشاط شركة خلال الفترة sofinance 2015 - 2017	(05)
41	حصص في رأس المال	(06)

قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	الرقم
54	ميزانية أصول شركة finalep 2020-2018	الملحق رقم (01)
56	ميزانية خصوم شركة finalep	الملحق رقم (02)
57	الملحق 03: ميزانية أصول شركة sofinance -2018 2020	الملحق رقم (03)
58	ميزانية خصوم الشركة sofinance 2020-2018	الملحق رقم (04)

قائمة الاختصارات

المصطلحات	Termes	Abrév
الهيئة الاوربية لرأس المال المخاطر	EUROPEAN PRIVATE EQUITY AND VENTURE CAPITAL ASSOCIATION	EVCA
منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية	ORGANISATION DE COOPERATION ET DE DEVELOPPEMENT ECONOMIQUES	OCDE
لجنة تنظيم عمليات البورصة	COMMISSION D'ORGANISATION ET DE SURVEILLANCE DES OPERATIONS DE BOURSE	COSOB
الوكالة الفرنسية من اجل الابتكار	AGENCE NATIONAL DE VOLORESATION DE RECHERCHE	ANVAR
الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة	FONDS COMMUN DE PLACEMENT A RISQUE	FCPR
الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال	ASSOCIATION FRANÇAISE DES INVESTISSEURS POUR LA CROISSANCE	AFIC
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	BADR BANK	BDR
القرض الشعبي الجزائري	CRIDIT POPULAIRE ALGERIEN	CPA
بنك التنمية المحلية	BANQUE DE DEVELOPPEMENT LOCAL	BDL
الوكالة الفرنسية للتنمية	AGENT FRANCAISE DE DEVLOPEMMENT	AFD
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	CAISSE NATIONAL D'	CNEP

مقدمة

مقدمة

إن التطورات التي يشهدها العالم في شتى الميادين وخاصة الاقتصادية منها، منحت المؤسسات الناشئة مكانة عالية لم تعدها من قبل، وهذا لما لها من دور هام في إقتصاد السوق فهي دليل قوة أو ضعف إقتصاد أي دولة، لدى أصبح الإتجاه السائد اليوم هو تحسين العمل الاستثماري لهذه المؤسسات وتشجيعها والعمل على إبتكار أساليب تمويلية جديدة وذلك من أجل سد الفجوة التمويلية التي تعاني منها هذه المؤسسات، والتي تتميز بأفكار جديدة لكن وفي نفس الوقت تتميز بمخاطر عالية كان السبب الذي جعل تمويلها أمرا صعبا.

ففي ظل واقع نقص المصادر وبرامج التمويل فقد شكلت صعوبة الوصول الى رؤوس الأموال الإستثمارية عائقا جديا أمام تطوير قطاع المؤسسات الناشئة وحاجز أمام نموها ولذلك أصبح من الضروري البحث عن بدائل تمويلية مستحدثة ومن بين هذه البدائل وفي السنوات الأخيرة ظهر ما يعرف بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر حيث لجأت هذه المؤسسات الناشئة الى هذا النوع من التمويل الذي يقوم من خلال مشاركة المؤسسات في الأرباح و الخسائر، وتقديم المساندة المالية و الفنية والإدارية، ويعتمد على مجموعة من الموهوبين و الخبراء بالأسواق المالية و القادرين على التنبؤ بمستقبل المشروع، وذلك لأن عائد استثمار رأس المال المخاطر يتناسب طرديا مع كفاءة وجودة الإدارة، ويحتوي نسب مخاطرة أعلى بكثير من المتوسط المتعارف عليه، وهو في الوقت نفسه يحتوي على أرباح عالية في حالة النجاح، وهذا تأكيد لمبدأ أن الربحية مرتبطة الى حد كبير بمستوى المخاطر في الإستثمار، و الجزائر على غرار باقي دول العالم تبنت آلية التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر في الآونة الأخيرة و تسعى لتطويرها إلا أن تجربتها تعتبر جديدة و مازلت لم تساير الى حد الآن ما وصلت إليه العديد من الدول في أنحاء العالم في هذا المجال.

الإشكالية:

ومن أجل الإحاطة بهذا الموضوع سيتم معالجة الإشكالية التالية:

هل يعتبر رأس المال المخاطر البديل الأمثل والمستحدث لتمويل المؤسسات الناشئة والمبتكرة في الجزائر؟

وللإمام بالإشكالية الرئيسية والوصول الى الإجابة عنها سيتم تجزئتها الى الأسئلة الفرعية الآتية:

- ما هو واقع مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر؟

- كيف يتم تمويل المؤسسات الناشئة عن طريق رأس مال المخاطر؟



فرضيات البحث:

للإجابة على التساؤل الرئيسي والأسئلة الفرعية نقترح الفرضيات التالية:

-يعتبر رأس المال المخاطر البديل الأمثل والمستحدث لتمويل المؤسسات الناشئة والمبتكرة في الجزائر؛

-تعد التجربة الجزائرية في هذا المجال جد متواضعة حيث نجد أنها لاتزال في بدايتها الأولى وتحتاج الى المزيد من بدل الجهد وتقليل العقبات التي تواجه هذا النوع من التمويل المستحدث.

ميررات إختيار الموضوع:

-الأهمية الكبيرة لرأس مال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الناشئة؛

-الأهمية التي تكتسبها المؤسسات الناشئة في الآونة الأخيرة على المستوى العالمي؛

أهداف البحث وأهميته:

-التعريف بالنمط التمويلي رأس مال المخاطر، وإبراز أهميته لدفع عجلة التنمية الاقتصادية، عن طريق استخدامه في تمويل المؤسسات الناشئة.

-معرفة واقع تجربة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر وتقييم هذه التجربة، مع العمل على إيجاد الطرق والتقنيات التي تساهم في دعم وتقوية هذه التجربة وانجاحها.

منهج البحث: إعتدنا في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي بالإستعانة ببعض الأدوات والتحليلات العلمية وذلك بغية إستيعاب إطار موضوع رأس مال المخاطر كأداة تمويلية مستحدثة للمؤسسات الناشئة.

صعوبات البحث:

-صعوبة الوصول إلى المعلومات الدقيقة حول رأس المال المخاطر والمؤسسات الناشئة.

-حدائثة إستخدام تقنية التمويل برأس المال المخاطر وقلتها في الجزائر.

-ندرة الدراسات العلمية الجادة والحديثة التي تناولت الموضوع.

هيكل البحث:

جاء البحث متضمنا لمقدمة شاملة لكل أبعاد الموضوع محل الدراسة وإشكاليته وفصلين تنتهي بخاتمة متضمنة نتائج البحث وتوصيات حيث جاءت فصول البحث على النحو التالي:

الفصل الأول: بعنوان الإطار النظري لراس المال المخاطر والمؤسسات الناشئة.

الفصل الثاني: بعنوان التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر وأهم تجاربه.

وفي نهاية البحث أردنا خاتمة مرفقة بنتائج حول الإشكالية كما تضمنت العديد من الإقتراحات التي تساهم في مواجهة الصعوبات التي تقف عائقا أمام تطور هذه التقنية.

الفصل الأول

الإطار النظري لرأس

المال المخاطر

والمؤسسات الناشئة

تمهيد:

تعطي دول العالم أهمية بالغة للمؤسسات الناشئة، التي تمتاز بمرونة عالية وخصائص كبيرة مقارنة مع باقي المؤسسات، حيث تعتبر وحدات قادرة على خلق قيمة مضافة على المستوى القومي فهي تعمل على تنمية الإقتصاد الوطني ومحاربة البطالة. إلا أن هذه المؤسسات تعاني من مشاكل عديدة أبرزها مشكلة التمويل، حيث تعد مشكلة التمويل من أعقد المشاكل الى تواجه المؤسسات الناشئة، من حيث مصادر الحصول على التمويل وكذا تكلفة الحصول عليه، ونتيجة لهذه المشاكل برز نمط تمويلي جديد تختلف نظرتة لمستويات المخاطرة، هذا النمط التمويلي يطلق عليه برأس المال المخاطر ويقوم على تقديم المساعدة المالية وكذا الفنية والإدارية لهذه المؤسسات.

المبحث الأول: مفاهيم أساسية حول رأس المال المخاطر والمؤسسات الناشئة.

المطلب 01: ماهية رأس المال المخاطر.

1. نشأة رأس المال المخاطر

يرجع أصل نشأة مهنة رأس المال المخاطر إلى اليوناني Thalès de MILET الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي (استخراج زيت الزيتون) بفضل الأموال التي حصل عليها من مقرضين مخاطر - préteurs- Risqueurs، وقد تكررت التجربة بعد حوالي ألفي سنة مع رحلات الإسبان و البرتغاليين إلى العام الجديد خلال القرنين 15 و 16م التي تعهد بها رأسماليون مخاطرون Venture-Capitalistes الذي اشترى السفن ومولوا الرحلات، وإذا اقتربنا من أيامنا هذه لوجدنا أن النشأة الحديثة المنظمة لرأس المال المخاطر تنسب إلى الجنرال الفرنسي "دوريو" "Doriot" الذي أنشأ في أمريكا عام 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم وهي مؤسسة "Américain reseach and développement ARD"، والتي تخصصت في تمويل المؤسسات الإلكترونية الناشئة. ثم تباطأ نمو سوق رأس المال المخاطر بعد تلك التجربة حتى عام 1977 الذي شهد طفرة كبيرة في عدد المؤسسات المنشأة والتي استطاعت تجميع نحو 2.5 مليار دولار تضاعفت بعد عشر سنوات بمقدار 12 مرة، إذا بلغ حجم المساهمات في مؤسسات رأس المال المخاطر في نهاية 1987 نحو 29 مليار دولار.

أما في أوروبا فقد تأسست في بروكسل عام 1983 الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر EVCA، إذ تطور بفضلها نشاط رأس المال المخاطر بشكل ملحوظ خلال أربع سنوات منذ إنشائها من 9 مليار إلى 29 مليار دولار، أي بأكثر من ثلاثة أضعاف. أما في اليابان بلغ النمو خلال نفس الفترة من 3 إلى 10 مليار، في كندا 1.3 مليار، في كوبا من 450 مليون إلى أكثر من 980 مليون دولار.

كما بلغ حجم التمويل خلال 1990م في أستراليا 800 مليون دولار. وفي هونغ كونج نحو مليار دولار.

ولا يقتصر وجود هذه المؤسسات على العالم الصناعي، بل تعداه إلى الدول النامية، حيث ساهم البنك الدولي والشركة الدولية للتمويل International Finance Corporation في تأسيس مؤسسات في كينيا والبرازيل والفلبين، وبلغ مجموع أصول هذه المؤسسات في 1988 نحو 350 مليون دولار. وقد ساهمت الشركة الدولية كذلك خلال 1993 - 1994 في إنشاء صناديق في كل من أمريكا اللاتينية، شرق أوروبا، والدول النامية في آسيا، حيث بلغ مجموع هذه الأموال حوالي 3,2 مليار دولار لدعم وتمويل مشاريع الطاقة في الدول النامية. كما نشأت عدة مؤسسات في

ماليزيا والخليج، وإجمالاً يقدر حجم المشاركة الفعالة في العالم بأكثر من 85 مليار دولار أكثر من نصفها يوجد خارج الولايات المتحدة.¹

2. تعريف رأس المال المخاطر

- وردت العديد من التعاريف لرأس مال المخاطر، نذكر منها:

- **التعريف الأول:** يعتبر رأس مال المخاطر هو تمويل المشاريع الاستثمارية لكل من المؤسسات الصغيرة والحديثة في مرحلة ما بعد الإنشاء، من خلال المساهمة برأس مال المال وتقديم الخبرة والمشورة لتسيير هذه المؤسسات وليس نوع المؤسسات التي توظف فيهل الأموال هو ما يميز استثمارات رأس مال المخاطر عن بقية أشكال الاستثمارات التقليدية.²

لكن ما يميزه هو الرقابة المفروضة وتسيير الاستثمارات بعد انجازها، وللتخصيص أكثر، يتميز رأس مال المخاطر خصائص تتمثل في المساهمة برأس المال، متابعة الاستثمارات لمدة طويلة والتدخل النشط والمستثمر في تسيير المؤسسة.

- **التعريف الثاني:** حسب الجمعية الأوروبية لرأس مال المخاطر EVCA، هو كل رأس المال 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 التأثر من استرداد رأس المال في الوقت المحدد (وذلك هو مصدر الخطر) أما في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبياً حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات.³

- **التعريف الثالث:** ويمكن تعريف رأس المال المخاطر على أنه استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، 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 البعيد، وتعد مؤسسات رأس المال

¹ سماح طلحي ، دور رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، ورقة عمل مقدمة في الملتقى حول

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتنمية المستدامة ، واقع وآفاق ، بجامعة أم البواقي ، المنعقد يومي 19 و14 نوفمبر ، 2012 ، ص 6 .

² براق محمد ، بن زاوي محمد الشريف ، رأس المال المخاطر ، تجارب ونماذج عالمية ، الطبعة الأولى ، الجامعي الحديث ، الجزائر ، 2014 ، ص 16 .

³ خلفه ساهل زينب ، حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر - دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال ، مسيرمقال في مجلة الباحث الاقتصادي (CHEEC) ، المجلد 6 ، العدد 1 جوان (2018) ، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة ، ص 229 .

المخاطر وسيطا بين مصادر التمويل (في الغالب مستثمرون مؤسساتيون) وشركات المقاوله التي تتميز بالنمو السريع والتكنولوجيا العالية.¹

- **التعريف الرابع:** رأس المال المخاطر لا يعتبر راعي أو كفيل للمشاريع الناشئة، بل يجند كفاءات تكنولوجية في هدف مالي من أجل زيادة قيمة المنشأة ويكافئ بالحصول على قيم مضافة ناتجة عن إعادة بيع المساهمات المأخوذة. إذن العلاقة التمويلية برأس مال المخاطر كما وصفها battini تشبه "زواج بوعد طلاق".²
- **من خلال التعاريف السابقة:**

رأس المال المخاطر هو عبارة عن مساهمة في رأس مال المؤسسات الجديدة أو الناشئة غير المسعرة في البورصة والتي لها مخاطر عالية وذلك بهدف مساعدتها على خلق قيمة مضافة وعوائد مرتفعة نسبيا.

المطلب 02: أهداف وخصائص رأس المال المخاطر

- في البداية نعرف شركات رأس المال المخاطر وهي عبارة عن شركات يقوم نشاطها على المشاركة في المشروعات أو الشركات الجديدة ذات المخاطر العالية، وذات إمكانية النمو والربحية المرتفعة.³

1. أهداف رأس المال المخاطر

- لا يختلف الكثير من الباحثين أن شركات رأس المال المخاطر وجدت من أجل إعطاء نفس جديد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الناحية التمويلية عوض الاكتفاء على التمويل البنكي والتي كانت تعاني منه.
- توفير التمويل اللازم للمؤسسات التي تتميز بالتغيرات التكنولوجية العالية والسريعة في نفس الوقت لا تستطيع توفير الأموال من إصدارات الأسهم العامة مع توزيع الخطر على كافة الشركاء.
- توفير المزيد من فرص العمل فقد أثبتت دراسة أجريت من قبل الجمعية الوطنية لرأس مال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية. أن رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية. أن رأس المال المخاطر

¹ أيت عكاش سمير، داودي فاطمة الزهراء، رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة شركة SOFINANCE، ورقة مقدمة في فعاليات الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، المنعقد يومي 15 و 14 نوفمبر 2016، جامعة محمد بوضياف، المسيلة.

² Emmanuelle DUBOCAGE Et Dorothée Rivaud DANSET .op cit .p 6.

³ محمد سعد ناصر، رأس المال المخاطر نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، 2012، ص 34.

ساهم خلال الفترة الممتدة من 1970_2000 بتوفير ما يقارب 6,7 مليون وظيفة و1,3 مليار دولار في نهاية سنة 2000، وحسب تقرير لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE، توصلت إلى أن الصناعة العالمية لرأس المال المخاطر توفر غطاء تمويليا للمشروعات بقيمة تزيد عن 100 مليار دولار سنويا على مستوى دول العالم، وهكذا ظهرت في الأفق مؤسسات رأس المال المخاطر كمهنة ضرورية لتمويل مشاريع التنمية ورفع نسبة النمو الاقتصادي خاصة في الدول النامية.¹

2. خصائص رأس المال المخاطر

تتميز هذه الطريقة التمويلية بمجموعة من الخصائص لعل من أهمها:

- القدرة على تحمل المخاطر، فشركات رأس المال المخاطر تتميز بآليات وترتيبات تساهم في تقليل المخاطرة بدرجة عالية ولذلك تستطيع أن تتحمل قدرا أعلى من المخاطر أكثر من غيرها من مؤسسات التمويل.
- لا تعتمد شركات رأس المال المخاطر على المعايير التقليدية للمقرضين، إنها تعتمد على معايير أخرى تركز على المستقبل أكثر من الماضي، وهي المعايير اللازمة للكشف عن آفاق النمو المرتفعة للمؤسسة في المستقبل (مثل كفاءة وفعالية المشروع، تقييم التكنولوجيا المستخدمة خبرة وتخصص وكفاءة فريق الإدارة... الخ).
- يأتي تدخل رأس المال المخاطر بعد تدخل مؤسسات التمويل التقليدية، إذ من المفروض أن المؤسسات الممولة برأس مال المخاطر لا تستجيب للمعايير التقليدية التي يتطلبها سوق المال.
- يتخذ هذا الشكل من التمويل شكل المساهمة أو المشاركة في رأسمال المؤسسة لفترة زمنية مؤقتة ومحدودة.
- إن مؤسسات رأس المال المخاطر تعتبر كشريك نشط لا يتوقف عند كونه مضخة مالية للمؤسسات، وإنما يضيف قيمة معينة إليها بما يقدمه لها من إرشادات ونصائح ومساعدات من مختلف المجالات.²
- صاحب رأس المال المخاطر يشارك في إدارة المشروع الممول، ويقدم تسهيلات خاصة بالتسويق والعمالة والتخطيط والتكنولوجيا والعلاقة بين صاحب المشروع وصاحب رأس مال المخاطر، هي علاقة شركاء وليس مجرد صاحب مشروع وممول وبذلك هناك انفصال بين الملكية والإدارة.³

¹ رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مقال في مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد السادس: سبتمبر 2018، ص 169.

² سامي سويلم، التمويل بالمشاركة - دروس من التجربة الأمريكية، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمارات 1997، ص10.

³ خلفه ساهل زينب، دور شركات رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الصندوق الوطني للتأمين على البطالة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، 2011-2012، ص86.

المطلب 03: مفاهيم عامة حول المؤسسات الناشئة

- على الرغم من كثرة الأبحاث والدراسات التي تناولت موضوع المؤسسات الناشئة خاصة في الآونة الأخيرة، إلا أنه لا يوجد تعريف موحد:

- **التعريف الأول:** حسب قانون الشركات الهندي 2018 تعرف الحكومة الهندية الشركات الناشئة بأنها كيان تم تأسيسه وتسجيله في الهند ليس قبل خمس سنوات، بحيث لا يتجاوز قيمة مبيعاتها الإجمالية السنوية 3.5 مليون دولار أمريكي في أي سنة مالية سابقة، تعمل على ابتكار أو تحرير أو نشر أو تسويق منتجات أو عمليات أو خدمات جديدة تعتمد على التكنولوجيا أو الملكية الفردية.¹

- **التعريف الثاني:** تطلق تسمية مؤسسة ناشئة على البراعم والمنشآت الشابة أي تلك المنشآت التي تكون في مرحلة دراسة القابلية التي تشهد البحث والتطور السابقة للانطلاق، والتي تهدف لإثبات قابليتها التقنية والسوقية والمنشآت التي تكون في مرحلة انطلاقها، أو السنوات الأولى من حياتها.²

- **التعريف الثالث:** بينما عرفها Paul Graham على أنها شركة صممت لتنمو بسرعة، وكونها تأسست حديثاً لا يجعل منها شركة ناشئة في حد ذاتها، كما أنه ليس من الضروري أن تكون الشركات الناشئة تعمل في مجال التكنولوجيا، أو أن تمويل من قبل مخاطر أو مغامر الأمر الوحيد الذي يهم هو النمو، وأي شيء آخر يرتبط بالشركات الناشئة يتبع النمو.³

من خلال التعريف السابقة نستخلص أن المؤسسات الناشئة هي مؤسسات جديدة تسعى إلى تحقيق معدلات نمو كبيرة من خلال القيام بأعمال تجارية مبتكرة وإبداعية في ظرف زمني قصير.

¹ الفريق البحثي لشركة Impact Mena ، فرحان كلادة ود.جمال حمصي ، إقتصاد الشركات الناشئة في الأردن ، تقييم المساهمات الاقتصادية وإمكانيات الشركات الناشئة العاملة في مجال التكنولوجيا ، نشر من قبل الوكالة الألمانية للتعاون الدولي عمال ، أيار 2019، ص 21 .

² محمد السبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، منشورة، تخصص إدارة مالية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة - 2008 - 2009، ص10.

³ بالشعور شريفة، دور حاضرات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة، دراسة حالة الجزائر، مقال في مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 4، العدد2، جامعة 20 أوت سكيكدة، ص 420.

المطلب 04: أهداف ومعوقات تمويل المؤسسات الناشئة

- 1- أهداف تمويل المؤسسات الناشئة: تتميز عملية تمويل المؤسسات الناشئة بمجموعة من الخصائص تؤهلها لتحقيق الأهداف المرجوة من إنشاء هذا النوع من المؤسسات والتي تتمثل في:
- توفير السيولة الضرورية للمشروع الاستثماري بالإمداد بالتجهيزات اللازمة.
 - تسهيل مختلف التدفقات النقدية والمالية بين مختلف الأعوان الاقتصادية بضمان توظيف الموارد خاصة فيما بين الهيئات المالية والأعوان الاقتصادية الأخرى وتغطية جزء من تكاليف المشروع الاستثماري. تستلزم الصناعة للتمويل التجاري ووجود أطراف تنظم المخاطر البنكية ويضبطها وكلاء التأمين ضد العجز عند السداد وضمان الحسابات.
 - تحريك عجلة الاقتصاد وتحسين الإنتاج والرفع من الإنتاجية والارتقاء إلى مستوى العالمية.
 - التنوع في النشاطات البنكية والاستجابة بشكل أسرع لطلبات الزبائن.
 - رفع القدرات التصديرية للمؤسسات عن طريق دعم المؤسسات الناشئة وتمويلها.
 - يساعد التمويل على التوسع وفتح وحدات أو خطوط إنتاج جديدة لهذه المؤسسات وزيادة حجم أنشطتها ومنه زيادة العمالة¹.

2- المعوقات والتحديات التي تواجه مؤسسات رأس مال المخاطر في الجزائر

أ- المعوقات الثقافية (عدم التحكم في اسناد الوكالة)

- *مشكل التحفيز:
- تتفق مؤسسات رأس مال المخاطر الخاصة بمبالغ كبيرة بغرض تحفيز المقاولين، ويعد التحفيز الحل الوحيد لمشكل الوكالة الذي يميز طبيعة الاستثمار عن طريق رأس مال المخاطر إلا أن مؤسسات رأس مال المخاطر بالجزائر لا تستثمر بمبالغ كبيرة من الأموال التي بحوزتها. إذ يبقى عدد المؤسسات المقولة الممولة قليلا، وقد يرجع هذا إلى سببين.
- تجنب هذه المؤسسات للمخاطرة الكبيرة التي تميز التمويل عن طريق رأس مال المخاطر و/أو عدم وصول العدد الكافي من طلبات التمويل

¹ مصطفى بورنان، علي صولي، استراتيجيات المستخدمة في دعم وتمويل المؤسسات الناشئة، مقال في مجلة الدفاتر الاقتصادية، المجلد

اليها، فضلا على مزاوله بعض هذه المؤسسات لأنواع أخرى من التمويلات الى جانب التمويل عن طريق راس مال المخاطر.

- *غياب التنسيق بين الهياكل المساعدة ومؤسسات راس مال المخاطر:

- يؤكد المسؤولون عن عملية انتقاء المشاريع وتقييمها بمؤسسات راس مال المخاطر النشطة بالجزائر ان اغلب المقاولين الذين يطلبون التمويل يجهلون تماما كيفية عرض مشاريعهم مما يعني عدم حصولهم على التوجيه الازم الذي المفترض ان تقدمه الهياكل المساعدة من حاضنات ومشاتل المؤسسات مما يعني ان هناك مشكلا في التنسيق بين مؤسسات راس مال المخاطر والهياكل المساعدة.

- *غياب ثقافة المؤسسة لدى المقاولين:

- يجهل اغلب المقاولين الجزائريين الامتيازات المرتبطة بالتمويل عن طريق راس مال المخاطر والتحفيزات التي تقدمها الحكومة، من تسهيلات في الحصول على العقار الصناعي، ضمانات القروض والتمويلات الممنوحة، بالإضافة الى الهياكل التي تعمل على توجيه وتكوين المقاولين مما يجعل من إمكانية الاستفادة من هذه التحفيزات محصورة في عدد قليل من المقاولين.

- من جهة أخرى تجنب المقاولين فتح راس مال مؤسساتهم اتجاه مستثمرين اخرين، عدم الشفافية في عرض القوائم المالية يؤدي بدوره الى ارتفاع تكاليف الوكالة عند قيام مؤسسات راس مال المخاطر بدراسة عمليات التمويل نتيجة التكاليف الإضافية للبحث عن المعلومة.

ب- المعوقات المالية:

- يخضع نشاط شركات راس مال المخاطر في الجزائر الى وصاية وتزكية وزارة المالية بعد استشارة هيئة تنظيم ورقابة عمليات البورصة COSOB كما تنص المادة 12 من القانون الأساسي المنظم لنشاط راس مال المخاطر في الجزائر الى ضرورة توفر الكفاءة والخبرة في التسيير لدى مدراء هذه الشركات.

- اما من الناحية المالية فلا يمكن لشركات راس مال المخاطر توظيف أكثر من 15% من راس مالها واحتياجاتها في نفس الشركة.

- إضافة الا انه لا يمكن ان تحوز شركات راس مال المخاطر أكثر من 49% من راس مال مؤسسة واحدة. كما يوضح الإطار القانوني انه يمكن لهذه المؤسسات ان تقترض أكثر من نسبة 10% من راس مالها الخاص أي نسبة الاقتراض لا يجب ان تتعدى العشر.

- تتكون موارد شركات رأس مال المخاطر من رأس مال خاص بأنواعه وسبه رأس مال خاص، هذا الأخير قد يكون عبارة عن أموال تساهمية من افراد مستثمرين خارج الشركة او مساهمات مالية من الدولة لتمويل نشاطات إنتاجية لمؤسسات صغيرة ومتوسطة.

ج-المعوقات القانونية:

- بالرغم من الدور الفعال الذي لعبته شركات رأس مال المخاطر في العالم في دعم وترقية شركات المقاولات الناشئة الا انها لاتزال في الجزائر بعيدة عن المراحل المتقدمة التي بلغتها بعض الدول.
- وعموما فان كل من شركات رأس مال المخاطر والمؤسسات الناشئة في الجزائر تعاني جملة من النقائص وتواجه تحديات تقف حائلا امام تطورها ويعود ذلك الى عدة أسباب:
- -حادثة ومحدودية كل من فكرة حاضنات الاعمال والشركات الناشئة في الجزائر.
- -نقص شركات رأس مال المغامر للاستثمار في الجزائر نتيجة صعوبة الحصول على الاعتماد من لجنة .cosob
- -الإجراءات البيروقراطية وعدم مواكبة التشريعات والقوانين.
- - تخلف الإنتاجية، وعدم مطابقة المعايير الدولية، مما يجعل من المنتج الجزائري عاجزا عن دخول السوق الكبرى نظرا لضعف التنافسية.
- - ضعف الانفاق الحكومي على البحث العلمي وانفصال الجامعة ومراكز البحث العلمي عن ارض الواقع.
- - التخلف التقني، وعدم مواكبة التطورات الحاصلة في بيئة الاعمال العالمية (الدفع الالكتروني والتجارة الالكترونية، التدفق البطيء لخدمات الأنترنت).
- - غياب التنسيق بين البرامج الحكومية والجامعات فيما يتعلق بالمشاريع التي تحمل طابع الابتكار حتى يتسنى لشركات رأس مال المخاطر بتمويلها.¹

¹بودالي مختار، إشكالية تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسات الناشئة، مقال في مجلة اقتصاد المال والاعمال، المجلد 05، العدد 02، ديسمبر (2020)، ص 08.

المبحث الثاني: رأس المال المخاطر كتقنية لتمويل المؤسسات الناشئة

المطلب 01: أسباب اللجوء الى التمويل برأس المال المخاطر في المؤسسات الناشئة

تتمثل الأسباب التي تدفع الى اللجوء لتمويل براس مال المخاطر فيما يلي:

-يشكل راس مال المخاطر أحد الحلول الهامة لمجابهة مشكلة التمويل التي تواجه المشروعات الصغيرة والمتوسطة عند نشأتها.

-يساهم راس مال المخاطر في تحقيق النمو الاقتصادي، وللتدليل على ذلك نجد أن تمويل المشروعات التكنولوجية يعتمد أساسا على راس مال المخاطر.

-ساهم راس مال المخاطر في توفير وظائف جديدة في القطاعات التكنولوجية (تكنولوجيا الاتصالات، الأنترنت).

-يقوم راس مال المخاطر بتمويل مشروعات ذات مخاطر مرتفعة لا تقبل على تمويلها عادة البنوك والمؤسسات المالية المختلفة.

-لا يقتصر دور راس مال المخاطر على تمويل المشروعات فقط، وإنما إمدادها بالكوادر والخبرات الفنية والإدارية التي تفتقد إليها (إعادة الهيكلة البشرية والإدارية)

-يقوم بدعم برامج الإصلاح الاقتصادي، فنجد ان الدول التي تطبق هذه البرامج تحتاج الى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة تقدمها مؤسسات راس مال المخاطر وتقديم الدعم لمؤسسات القطاع العام الخوصصة والتي تحتاج الى هيكلة مالية وفنية.

-يصعب على المشروعات الصغيرة والمتوسطة الحصول على التمويل الخارجي اللازم لها من خلال حقوق الملكية (طرح اسهم للاكتتاب العام)، وذلك لعدم استجوعها للشروط والمتطلبات القانونية التي يستلزمها قانون سوق راس المال لطرح الأسهم للاكتتاب العام، اذف الى ذلك ان جذب راس المال من خلال حقوق الملكية لتمويل نشاك ما يتطلب ان يكون هذا النشاط مرتفع الربحية وعليه طلب من جانب السوق، وهو مالا يتوفر لفي المشروعات الصغيرة و المتوسطة التي ينطوي تمويلها في مراحلها المبكرة على مخاطر كبيرة لا يتحملها الا راس مال المخاطر، اما المستثمرون العاديون فلن يقبلوا على شراء الأسهم التي يمكن ان تقوم بطرحها المشروعات الصغيرة والمتوسطة نظرا

لصعوبة بيع هذه الأسهم في السوق لافتقارها للسيولة اللازمة والتي ترجع الى المخاطر الكبيرة المرتبطة بالمشروع الذي لن يذر دخلا ولن يوزع ربما الا بعد فترة زمنية ليست بالقصيرة.¹

المطلب 02: المراحل التمويلية عن طريق رأس المال المخاطر

1- المراحل التمويلية برأس المال المخاطر:

عمليات رأس المال المخاطر تمول المؤسسات الناشئة والتي تنمو بطريقة متسارعة وتختلف عمليات راس مال المخاطر حسب المرحلة التي وصلت وتتواجد بها المؤسسة وصنف الى أربع مراحل أساسية:

أ-رأس مال الانشاء: تمول المؤسسات الناشئة المبتكرة والتي تحيط بها العديد من المخاطر لكن لديها أصل كبير في النمو والازدهار وتقسم هذه المرحلة الى قسمين:

*رأس مال ما قبل الانشاء: يخصص لتغطية نفقات البحث والتجارب وتطوير النماذج العلمية والتسويقية بالسلع الجديدة وكذلك تجريب السلعة ومعرفة فرص نجاحها والاقبال عليها وهي مرحلة تتسم بالخطورة لاحتمال الفشل لدى المؤسسة التي ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة؛

*رأس مال الانطلاق: يمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأس مال المخاطر ويخصص لتمويل المشروعات في مرحلة الانشاء او في بداية النشاط ويتفرع بدوره الى مرحلتين الانطلاق والمرحلة الأولى من التمويل؛

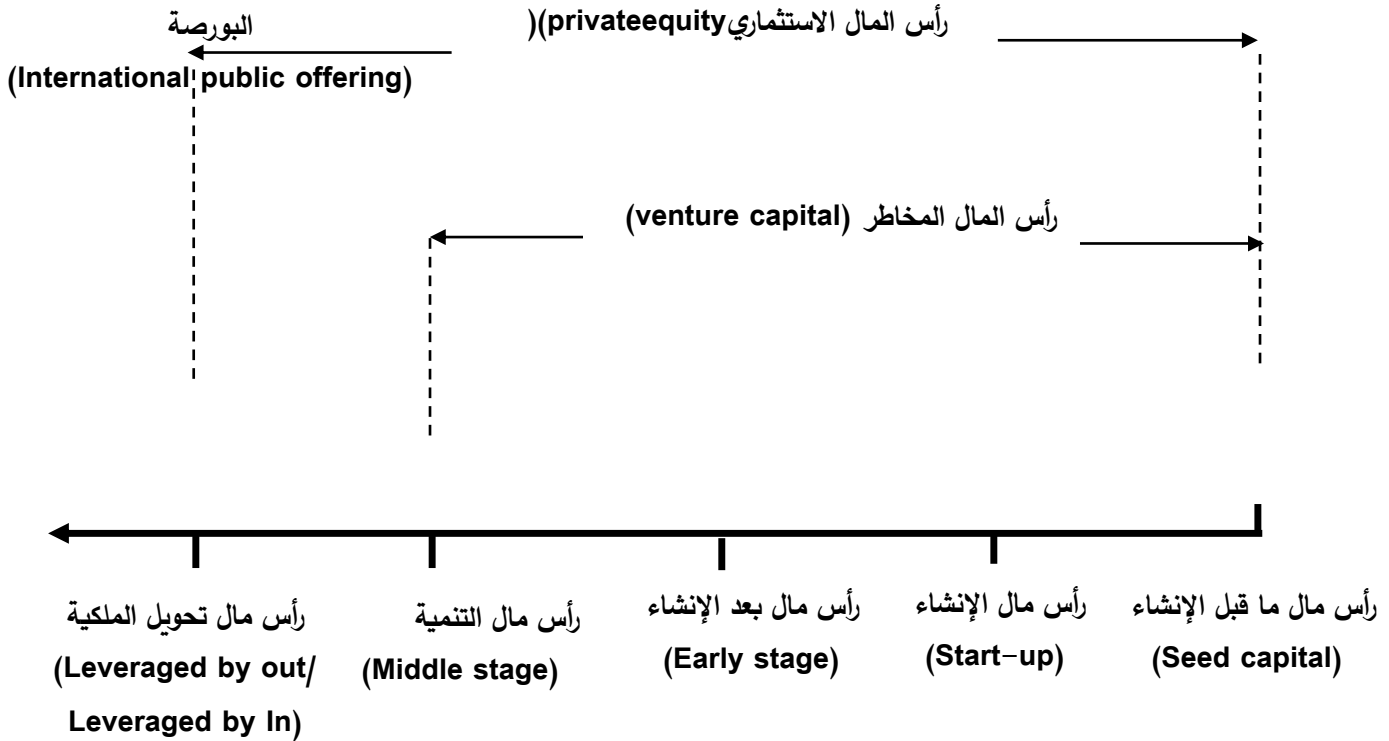
ب-رأس مال التنمية: في هذه الحالة يكون المشروع قد شارع في العملية الإنتاجية وتحصيل الإيرادات، رغم ذلك فانه يواجه مشاكل وضغوط مالية كبيرة تدفع به للبحث عن مصادر تمويل خارجية، حتى يتمكن من تحقيق أهدافه في النمو والتوسع.

ج-رأس مال تحويل الملكية: يستخدم هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة للمشروع او تحويل مشروع قائم الى شركة قابضة مالية ترمي الى شراء عدة مشاريع قائمة ومنه فان شركات راس مال المخاطر يهتم بتمويل عمليات السلطة الصناعية والمالية في المشروع الى مجموعة جديدة من الملاك.

¹ريم ثوامرية، منير خروف، راس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عرض تجربة الولايات المتحدة الامريكية والدروس المستفادة منها بالنسبة للجزائر، مقال في مجلة التنمية الاقتصادية، ال عدد04، الجزائر، 2017، ص ص 180 181.

د-رأس مال التصحيح أو إعادة التدوير: مع اختلاف التسميات إلا ان هذه المرحلة من المراحل الخاصة كسابقتها، حيث تواجه الشركة تراجع أدائها وتقلص الإيرادات وتغير ظروف الطلب او كل ما سبق، وهنا تحتاج الى راس المال المخاطر لتجاوز المشاكل وغيرها.

الشكل رقم (01): مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر



المصدر: براق محمد، بن زواي محمد الشريف، الهياكل المرافقة و المساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، مداخلة ضمن الملتقى الوطني حول: استراتيجيات التنظيم و مرافقة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، جامعة ورقلة، 18-19 أبريل 2012، ص4.

2- إجراءات تطبيق التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر:

في مرحلة أولى من نشاط شركة رأس مال المخاطر تقوم هذه الشركة بتجميع الموارد المالية وهنا تظهر قدرة الفريق المكون لهذه الشركة ومهارته في جمع الموارد واجتذاب المستثمرين وبعدها تأتي مرحلة البحث التي يتمثل هدفها في إثارة ملفات الترشح التي تقدم من طرف المشروعات الطالبة لهذا النوع من التمويل وهنا تظهر فعالية شركات رأس مال المخاطر

. وفي مرحلة مكملة يتم تصنيف ملفات الترشح بحسب درجة المصدقية وذلك بإجراء اختبار معمق للملفات لاختيار المناسب منها لتصل شركة رأس مال المخاطر إلى مرحلة تحديد شكل أو كيفية تدخلها في المشروعات المستفيدة من التمويل والمساعدات الأخرى، المتعلقة بمرحلة الإنشاء والانطلاق أو المتعلقة بتسويق المنتجات وتسهيل العلاقات مع البنوك أو البحث عن شركاء آخرين. وكمرحلة أخيرة في إطار ممارسة هذا النشاط التمويلي تقوم شركات رأس مال المخاطر بإعادة بيع الاشتراكات للخروج من المشروعات الممولة، لتعيد طرح اشتراكها في السوق التمويلي.¹

المطلب 03: أهمية التمويل برأس المال المخاطر في المؤسسات الناشئة

حسب تقرير من منظمة التعاون والتنمية (OCDE)، توصل إلى أن الصناعة العالمية لرأس المال المخاطر توفر غطاء تمويليا للمشروعات بقيمة تزيد عن 100 مليار دولار سنويا على مستوى دول العالم ككل، وهكذا ظهرت في الأفق مؤسسات رأس المال المخاطر كمهنة ضرورية لتمويل مشاريع التنمية ورفع نسبة النمو الاقتصادي خاصة في الدول النامية، ويعتبر رأس المال المخاطر مكونا رئيسيا من مكونات سوق رأس المال.²

وللتمويل برأس المال المخاطر أهمية كبيرة على الصعيد المؤسسات الصغيرة والمبتكرة، التي تفتقر للإمكانيات المالية والخبرات التي تؤهلها للنمو بنفسها، وتجد صعوبة في الحصول على التمويل من قبل البنوك والمؤسسات الأخرى نظرا 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 إيجابيا على الاقتصاد الوطني ككل.

وتتجلى أهمية رأس المال المخاطر بالنسبة للمؤسسة الممولة في العديد من العناصر نذكر منها:

-زيادة الأموال الخاصة للمؤسسة نظرا لمشاركة شركة رأس مال المخاطر في رأس مالها.

-لا تقتصر مشاركة شركة رأس مال المخاطر على الجانب المالي فحسب، بل تكون مصحوبة أيضا بالمتابعة والنصح، وهذا ما يمكن المؤسسة من السير الجيد لمشاريعها والاستفادة من الخبرات والطرق الحديثة في التسيير.

¹ بربيش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة باجي مختار عنابة،

² عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر، دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير

تخصص إقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007-2008، ص 109.

- يتم التمويل برأس مال المخاطر عبر مراحل وليس دفعة واحدة، فبعد انتهاء أي مرحلة تلجا المؤسسة من جديد الى شركة رأس المال المخاطر (في حالة استمرار احتياجها للتمويل)، وهذا ما يضمن جدية الاستثمار من خلال عرض نتائج الاعمال المنجزة لكل مرحلة ممولة، مما يعطي فرصة جديدة للمؤسسة لتدارك فشلها من قبل تراكم الخسائر عليها.

- لا تتسحب شركة رأس المال المخاطر من المؤسسة الا بعد ان تصبح هذه الأخيرة قادرة على الإنتاج والنمو بنفسها.

- لا تكون أموال شركة رأس مال المخاطر مستحقة أو واجبة الأداء إذا كانت حالة المؤسسة لا تسمح بذلك، على اعتبار أنها أصبحت تشكل جزء من أموالها الخاصة، وتشارك مع المؤسسة في الخسائر.

اما على مستوى الاقتصاد الكلي، فتبرز أهمية رأس المال المخاطر كمصدر للتمويل فيما يلي:

-زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد من خلال توجيه الأموال المقدمة لنشاطات أكثر إنتاجية، فضلا عن المتابعة المستمرة للنتائج التي يحققها المشروع الممول.

-التخفيض من نسبة البطالة، نظرا لما تحتاجه المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر من مناصب شغل، على اعتبار انها مؤسسات حديثة النشأة.¹

المطلب 04: استراتيجيات رأس المال المخاطر اتجاه المؤسسات الممولة:

ان تعامل رأس المال المخاطر مع المؤسسة ينقسم الى إستراتيجيتين أساسيتين هما:

أ-الاستراتيجية التمويلية:

رغم ان التمويل المخاطر يختلف في جوانب عديدة عن التمويل التقليدي الا ان هدفه الأخير هو نفسه أي تحقيق اعلى عائد ممكن عندما يحين وقت إعادة بيع المساهمات، و موافقة المخاطرين على التمويل مرهون بخطة التطوير التي يقدمها صاحب المشروع ومدى نقاعتها وبناءات على تحليل هذه الخطة من طرف المستثمرين المخاطرين، ومستشاريهم واستظهار نقاط الضعف و القوة في المشروع وتعديل ما يلزم، ترسم الاستراتيجية التمويلية لمؤسسات

¹الأغا تغريد، حشماوي محمد، أهمية التمويل برأس مال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة (دراسة حالة الجزائر)، مقال في مجلة المدير، العدد03، جوان 2016، ص12.

رأس المال المخاطر لتلعب دورا مهما في توفير الغطاء التمويلي الملائم للمشروعات المقبولة بناءات على الدراسة السابقة.

ب-الاستراتيجية غير التمويلية:

يتم تسيير المؤسسات الممولة عن طريق رأس مال المخاطر بأحد الطريقتين التاليتين:

handoff: قليل من التدخل مع نجاح المشروع وعدم وجود مشاكل وتسمى أيضا بالمتابعة العادية والتي تهدف الى إضافة قيمة للمشروع وهو السائد منها.

handon : كثير من التدخل في حالة وجود مشاكل وصعوبات وهي حالة المتابعة غير العادية والتي ترمي الى الرقابة والاستشراف على الشركة وتوجيه القائمين على ادارتها وتغييرهم إذا كانت النتائج اقل مما هو مننظر.¹

*الاستراتيجيات الجديدة والمستحدثة الخاصة بدعم المؤسسات الناشئة:

اعلنت الحكومة في 20/03/2020 عن قرارات جديدة لتنفيذ استراتيجية تطوير المؤسسات الناشئة وطرق تمويلها على رأسها انشاء صندوق استثماري لدعمها. وأعلن الوزير الأول "عبد العزيز جراد" عن إتخاذ قرارات لتجسيد هذه الإستراتيجية تتمثل في:

-إنشاء صندوق إستثماري مخصص لتمويل ودعم المؤسسات الناشئة.

-إنشاء مجلس أعلى للابتكار والذي سيكون حجر الزاوية للتوجه الاستراتيجي في مجال تثمين الأفكار والمبادرات المبتكرة والإمكانات الوطنية للبحث العلمي، في خدمة تنمية اقتصاد المعرفة.

-وضع الإطار القانوني الذي يحدد مفاهيم المؤسسات الناشئة والحاضنات وكذا المصطلحات الخاصة بالنظام البيئي لاقتصاد المعرفة، من اجل تسهيل إجراءات إنشاء هذه الكيانات، علاوة على عملية إعداد النصوص التنظيمية ذات الصلة، التي ستقضي الى مراجعة النصوص الموجودة من اجل تكييف اليات التمويل مع دورة نمو المؤسسات الناشئة.

-تحويل الوكالة الوطنية لترقية الحظائر التكنولوجية وتطويرها الى وزارة المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الناشئة واقتصاد المعرفة.

¹رقية حساني، رأس مال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية-جامعة محمد خيضر

بسكرة، ال عدد16، مارس 2009، ص.93

- تحويل قطب الامتياز الجهوي التكنولوجي المؤسسات الناشئة، الذي يجري إنجازه من قبل شركة "سوناطراك" على مستوى حديقة الرياح الكبرى "دنيا بارك" الى وزارة المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الناشئة واقتصاد المعرفة
- تمكين حاملي المشاريع المبتكرة والمؤسسات الناشئة من الاستفادة من المساحات المتاحة داخل المؤسسات التابعة لقطاعي الشباب والتكوين المهني على المستوى الوطني
- تهيئة الجماعات المحلية لمساحات مخصصة للمؤسسات الناشئة مع إعطاء الأولوية للمناطق التي تتوفر فيها إمكانيات كبيرة من حاملي المشاريع المبتكرة، لاسيما ولايات: بشار، ورقلة، قسنطينة، وهران، تلمسان، سطيف وباتنة قبل توسيع هذا المسعى الى كامل التراب الوطني.¹
- وأخيرا ومن اجل ضمان التآزر المشترك ما بين القطاعات لتنفيذ استراتيجية تطوير المؤسسات الناشئة، يكلف السيد وزير المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الناشئة واقتصاد المعرفة بالسهر على ضبط المساهمات التي تقدمها جميع القطاعات.²

¹عرب فاطمة الزهراء، صديقي خضرة، دور الدولة في دعم المؤسسات الناشئة بالجزائر الجديدة-دراسة في قرار انشاء صندوق تمويل المؤسسات الناشئة، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد08، العدد01، (2021)، ص ص 42 43.

المبحث الثالث: دراسات سابقة حول رأس المال المخاطر والمؤسسات الناشئة

المطلب 01: دراسات محلية

- أولا دراسة محمد السبتي، مذكرة ماجستير بعنوان فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، جامعة منثوري قسنطينة 2008
- تهدف هذه الدراسة إلى أهمية دور رأس المال المخاطر. في تقييم فعالية تمويل المؤسسات الناشئة.
- وتم التوصيل إلى أنّ التمويل برأس المال المخاطر هو أنسب تمويل وأكثر استجابة لاحتياجات المشاريع الناشئة.
- ثانيا دراسة ط. د. عابد نصيرة، أ. د. برشين عبد القادر، مقال حول رأس المال المخاطر كمدخل إستراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14 العدد 19 2018
- تهدف هذه الدراسة إلى:
- أن رأس المال المخاطر يعتبر كوسيط مالي يتخصص في تمويل المشاريع ذات المخاطر العالية.
- يعتبر التمويل برأس المال المخاطر إستراتيجية مصممة لدفع الاقتصاد الوطني.
- وتم التوصيل إلى أن رأس المال المخاطر له أهمية في تدعيم المشاريع الصغيرة والمتوسطة ومنه تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية للدول.
- ثالثا دراسة أ. ضياف عليّة، د. حمأنه كمال، ورقة بحثية حول رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة حالة الجزائر مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05 جوان 2011
- حيث تهدف هذا الدراسة إلى أن رأس المال المخاطر هو البديل التمويلي الملائم لمؤسسات الناشئة. فهو بمثابة الحل الأمثل للمشاكل التمويلية التي يواجهها هذا النوع من المؤسسات الأمر الذي أثبتته مختلف التجارب عبر العالم.
- كما تم التوصيل إلى أن: شركة SOFINANCE تقوم بتقديم الاشارة والمتابعة للمؤسسات من خلال نشاطها في مجال الهندسة بعد ما كانت تقوم بعمليات تمويل أغلب الميزانية فقط.

المطلب 02: دراسات عربية

- أولاً محمد سعد الناصر رأس المال المخاطر، نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعوم من برنامج دعم أبحاث ووسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية المشروع رقم 21001، 1433هـ-2012م

تهدف هذه الدراسة إلى أهمية رأس المال المخاطر بصفته مصدرًا واعدًا لتمويل المنشآت الريادية الصغيرة والمتوسطة في المملكة العربية السعودية

إن المنشآت الصغيرة والمتوسطة تلعب دورا هاما في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، حيث تساهم في زيادة الناتج المحلي الإجمالي وتوليد فرص عمل جديدة، تحقيق الاستثمار الأمثل للموارد، دعم الشركات الكبيرة وتم التوصيل إلى أن:

رأس المال المخاطر يعد من أنواع التمويل عن طريق المشاركة في حقوق الملكية والأسهم الخاصة.

رأس المال المخاطر في الغالب استثمار طويل الأجل. يدخل في تمويل المشاريع الريادية عالية المخاطر ذات القيمة المضافة في مرحلتي التأسيس أو النمو.

نسبة نجاح المؤسسات الناشئة التي تكون ضمن حاضنات أكبر من التي تنشأ خارج الحاضنات.

المطلب 03: القيمة المضافة

إضافة إلى الدراسات السابقة التي تطرقت إلى مختلف العناصر الأساسية والهامة التي تناولت موضوع التمويل برأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات الناشئة ستضيف دراستنا الحالية إلى كل ما سبق ضبط المفاهيم العامة المتعلقة برأس المال المخاطر وأهميتها كآلية تمويلية في المؤسسات الناشئة؛ وجب على الدولة الجزائرية وضع تشريعات من شأنها تسهيل عمل شركات رأس المال المخاطر للوصول إلى نتائج مرضية على غرار دول العالم الرائدة في هذا المجال.

خلاصة الفصل:

من خلال ما تطرقنا اليه من خلال هذا الفصل يمكننا القول ان المؤسسات الناشئة لجأت للتمويل برأس المال المخاطر والذي ظهر كتنقية تمويلية حديثة وفعالة استجابت لمتطلبات التمويل الجديد، حيث أصبح رأس المال المخاطر يساهم في تمويل المشاريع الناشئة من خلال الإستراتيجية التمويلية الدقيقة التي يتبناها في دعمها، وكنتيجة للنجاح الذي حققته هذه التقنية خاصة من خلال الدور الذي يمكن ان تلعبه في تمويل المؤسسات الناشئة سعت كل الدول للجوء الى تبني هذه التقنية وعليه سنقوم بدراسة عدة تجارب في المجال في الفصل الموالي.

الفصل الثاني
التمويل برأس المال
المخاطر في المؤسسات
الناشئة وأهم تجاربه

تمهيد

يعد رأس المال المخاطر بديل تمويلي يساهم في التخفيف من حدة المشكل التمويلي الذي تعاني منه المؤسسات الناشئة، وتعد التجربة الجزائرية في التمويل بواسطة هذه التقنية لاتزال حديثة نوعا ما، الا انها تتطور والدليل على ذلك شركات راس المال المخاطر في الجزائر التي تقدم العديد من الخدمات المالية الحديثة، كما يتطلب النهوض بهذه الشركات إرادة حكومية فعالة قادرة على توفير جميع الشروط المتعلقة بترقية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر كذلك وجب عليها دراسة مختلف التجارب الدولية و الإقليمية الرائدة في هذا المجال والاقتداء بها.

المبحث الأول: تجارب بعض الدول في التمويل برأس المال المخاطر.

المطلب 01: التجربة الأمريكية للتمويل عن طريق رأس المال المخاطر

أنشأت أول مؤسسة رأس مال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية كان في منتصف أربعينات القرن الماضي لكن التطور الفعلي لهذه الصناعة كان في نهاية السبعينات لتشهد بعد ذلك توسعا باهرا ابتداء من التسعينات.¹

تتميز شركات رأس مال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية بالتخصص في مجال الشركات الناشئة وتختار القطاعات التي تمتاز بفرض نمو مرتفعة كقطاع التكنولوجيا وفي دراسة شملت 500 مؤسسة أمريكية تم تمويلها برأس مال المخاطر عمرها لا يتجاوز الأربعة سنوات وحوالي 80% منها تعمل في القطاع التكنولوجي مقارنة بعدد مماثل من المؤسسات الممولة ذاتيا وكانت النتائج كما هو مبين في الجدول الموالي:

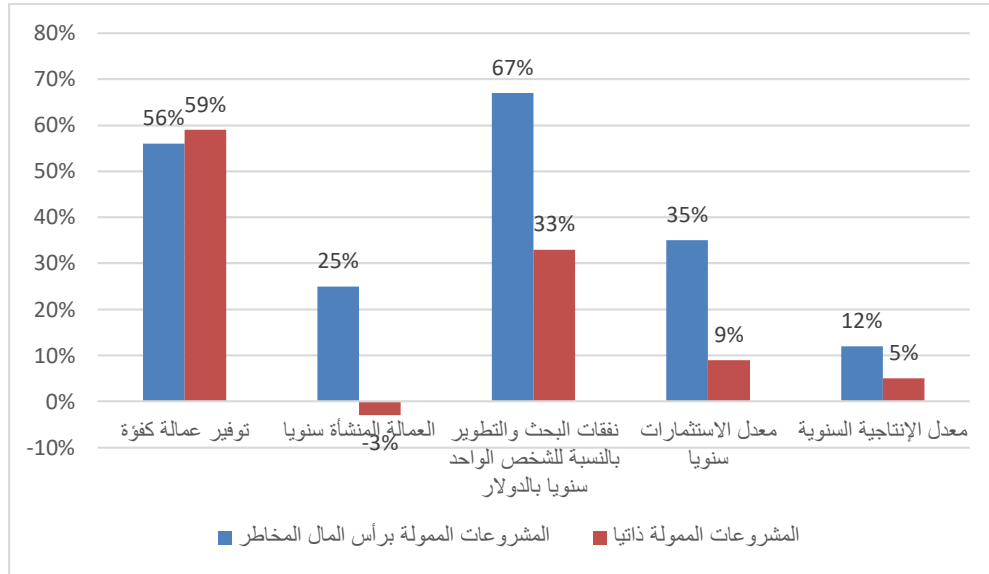
الجدول رقم 01: مقارنة بين المشروعات الممولة برأس مال المخاطر والمشروعات الممولة ذاتيا

المشروعات الممولة ذاتيا	المشروعات الممولة برأس المال المخاطر	أوجه المقارنة
59%+	56%+	توفير عمالة كفؤة
3%-	25%+	العمالة المنشأة سنويا
33%+	67%+	نفقات البحث والتطوير بالنسبة للشخص الواحد سنويا بالدولار
9%+	35%+	معدل الاستثمارات سنويا
5%+	12%+	معدل الإنتاجية السنوية

المصدر: السعيد بريش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة شركة sofiance، العدد 05، ورقلة، الجزائر، 2007، ص 11.

¹محمد السبتي مرجع سبق ذكره، ص 100.

الشكل رقم 02: مقارنة بين المشاريع الممولة برأس المال المخاطر والمشاريع الممولة ذاتيا



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول

نلاحظ من خلال الجدول والشكل أن توفير عمالة كقوة بالنسبة للمشروعات الممولة برأس المال المخاطر كانت بنسبة 56% أقل من المشروعات الممولة ذاتيا حيث كانت 59%.

أما بالنسبة للعمالة المنشأة سنويا فترة المشروعات الممولة برأس المال المخاطر ب 25% وكانت أكبر من المشروعات الممولة ذاتيا أقل من 3%.

أما بالنسبة لنفقات البحث والتطوير حيث قدرت ب 67% بالنسبة للمشروعات الممولة برأس المال المخاطر وكانت أكبر من المشروعات الممولة ذاتيا حيث بلغت 33%.

معدل الاستثمار سنويا قدر ب 35% بالنسبة للمشروعات الممولة برأس المال المخاطر وكانت النسبة أكبر من المشروعات الممولة ذاتيا حيث قدرت 9%.

أما بالنسبة معدل الانتاجية السنوية قدر ب 12% في المشروعات الممولة برأس المال المخاطر وكانت أكبر من المشروعات الممولة ذاتيا حيث بلغت 5%.

ويظهر جليا نجاح آلية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في التجربة الأمريكية لما تتميز به من تطور لحجم وأداء شركات رأس المال المخاطر وما تتميز به من تنوع من حيث القطاعات المستهدفة.¹

المطلب 02: التجربة الفرنسية

احتلت فرنسا المراتب الأولى بعد الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا في مجال رأس المال المخاطر، وتعتبر من أهم التجارب في هذا المجال.

ففي سنة 1995 تم إنشاء مؤسسات التنمية الجهوية (SDR) مهمتها جمع الادخار المحلي واستثماره، ومع انتهاج الحكومة لسياسة تمويل الابتكار، تم إنشاء الوكالة الفرنسية من أجل الابتكار (ANVAR)، ومجمع التطوير الصناعي (IDI) سنة 1970، بالإضافة إلى إنشاء شركات تمويل الابتكار (SFI) سنة 1972، وظهور عدة مؤسسات مالية مثل: (SOFINOVA) سنة 1972، و (SOGINNOVA, BOTMOVA) سنة 1974.

ومن أجل دعم النسيج الصناعي تم وضع تنظيم المجمعات الجهوية للمساهمة (IRP) سنة 1977، منها SIPAREX وPARTICIPEX.

وتعتبر فترة الثمانينات فترة الظهور الفعلي لشركات رأس المال المخاطر زمانه تأسيس أهم شركة ضمان لهذه الشركات سنة 1982 وهي شركة (SOFARIS) لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تعتبر كأسلوب لتأمين وضمان مؤسسات التمويل (بنوك، شركات، رأس المال الاستثماري) من خطر قرض الاستثمار.

تلاها إنشاء الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة (FCPR) سنة 1983 تعمل على تشجيع التسيير الجماعي للأموال الخاصة للمنشآت الغير مدرجة بالبورصة.

وقد دعمت هذه الهياكل بتأسيس الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال المخاطر (AFIC) سنة 1984، ويتمثل دورها الأساسي في ضم مختلف الهياكل الفرنسية لرأس المال المخاطر.

كما تم إصدار النظام الجبائي لشركات المساهمة والتي لها نشاطات خاصة بالاستثمار في الأموال الخاصة للشركات الغير مدرجة بالبورصة وكذا إنشاء شركات رأس المال المخاطر التي تلغي تنظيم المجمعات الجهوية للمساهمة وذلك في سنة 1985.

لكن نشاط هذه الشركات تأثر بجملة من الظروف الصعبة أدت إلى انخفاض نسبة الاستثمارات وتركيز البنوك وشركات التأمين على نشاطاتهم الأساسية، لعل أهم هذه الظروف هي انهيار البورصة، ما أدى بهذه الشركات إلى

¹إلياس بدوي، سميرة جواربي، أمين فارح، رأس المال المخاطر كآلية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - عرض تجارب دولية مع الاثارة لحالة الجزائر - مقال في مجلة الاقتصاد الصناعي المجلة 10/العدد: 02(2020)، ص64.

مواجهة صعوبات عند مرحلة الخروج عبر البورصة فكانت عمليات الخروج من رأسمال المؤسسات الممولة معظمها عن طريق الخروج الصناعي (وهو أحد الطرق لانسحاب شركة رأس المال المخاطر من المؤسسة الممولة).

وبقيت الاستثمارات في رأس المال المخاطر في فرنسا غير مستقرة وتشهد تذبذبا مستمرا أدت بالسلطات الفرنسية إلى اتخاذ جملة من التدابير، وفي هذا الصدد تبنت لجنة عمليات البورصة COSOB في ماي 2001 قانون أخلاقيات المهنة الذي أصدرته (AFIC).

ولعل إنشاء السوق الجديد (le nouveau marché) في سنة 1996 قد أعطى دفعا جديدا وعملا مهما لهذا النشاط، وهذا من أجل استقبال المنشآت المبتكرة ذات الاستعدادات الكبيرة للنمو وبالموازاة مع ذلك أيضا أنشأ مجمع لمجموعة من الأسواق أوروبية (EASDAQ)، وهو ما يعادل سوق (NASDAQ) الأمريكي، وفي نفي السياق تم إنشاء صناديق الصناديق سنة 2001 وصناديق الاستثمار سنة 2003 وكذا هيكل دعم ابتكار ونمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2005.¹

المطلب 03: تجارب بعض الدول العربية

1. التجربة التونسية في تمويل برأس المال المخاطر

تعتبر تجربة تونس من بين أول التجارب وأكثرها تميزا في إنشاء شركات رأس المال المخاطر، حيث اهتمت تونس مبكرا في توفير إطار تشريعي منظم للمهنة من خلال إصدار أول قانون في هذا الشأن بتاريخ 2 أوت 1998، واستمرت في تعديل و تدقيق القوانين وتقديم امتيازات ضريبية بشروط تؤدي لتطوير المهنة، ويعتبر صندوق الترقية الصناعية FORPRODI لتشجيع الصناعات الصغيرة أول شركة لرأس المال المخاطر في تونس مختص في تمويل لمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يتجاوز استثماراته 3 مليون دينار ويوفر تمويل يصل إلى 70% من التكاليف الإجمالية للمشروع.

لم يستطع صندوق الترقية الصناعية تحقيق الأهداف المرجوة منه بسبب العديد من المعوقات كان أهمها ندرة الموارد المالية لتمويل المؤسسات وغياب المردودية من التمويلات السابقة، لتقوم تونس بأهم تعديل لذات القانون بتاريخ 30 أكتوبر 1995 حيث قدم القانون الجديد ثلاثة أصناف من المؤسسات الاستثمار برأس المال المخاطر لم تأخذ بعين الاعتبار في القوانين السابقة حيث عرف القانون الجديد إلى جانب مؤسسات تمويل SICAR مجالات أخرى لتمويل من خلال صناديق التمويل برأس المال المتغير وصناديق التمويل بالأخطار واعتبرها القانون وسائل أخرى لتمويل برأس المال المخاطر.

¹عبديش سامية، بلقاسم بوزراع، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق و تمويل المشاريع الناشئة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون العام، فرع التنظيم الاقتصادي، كلية الحقوق، جامعة قسنطينة 1، 2013-2014، ص ص 17 18.

ومع استمرار الإصلاحات العميقة و المتوالية التي مست قطاعات التجارة و الضرائب والبنوك وتحسن في تهيئة مناخ الاستثمار وصل عدد شركات رأس المال المخاطر في نهاية 2010 إلى حوالي أربعين شركة لرأس المال المخاطر موزعة بين البنوك و مؤسسات مالية أخرى ، ومجموعات صناعية ، وصناديق المناطق ، وصناديق توظيف رأس المال الجريء ، حيث قامت بتمويل أكثر من 2750 مشروعاً منذ نشأتها ، 36% منها عبارة عم مشاريع جديدة حتى نهاية سنة 2010 ، وتصدر القطاع المالي بنسبة 56 في المائة ، يليه صناديق المناطق بنسبة 31% ، وبنسبة 7% صناديق توظيف رأس المال الجريء ، وبنسبة 6% لصناديق المجموعات .

جدول رقم 02: القطاعات الممولة برأس المال المخاطر في تونس

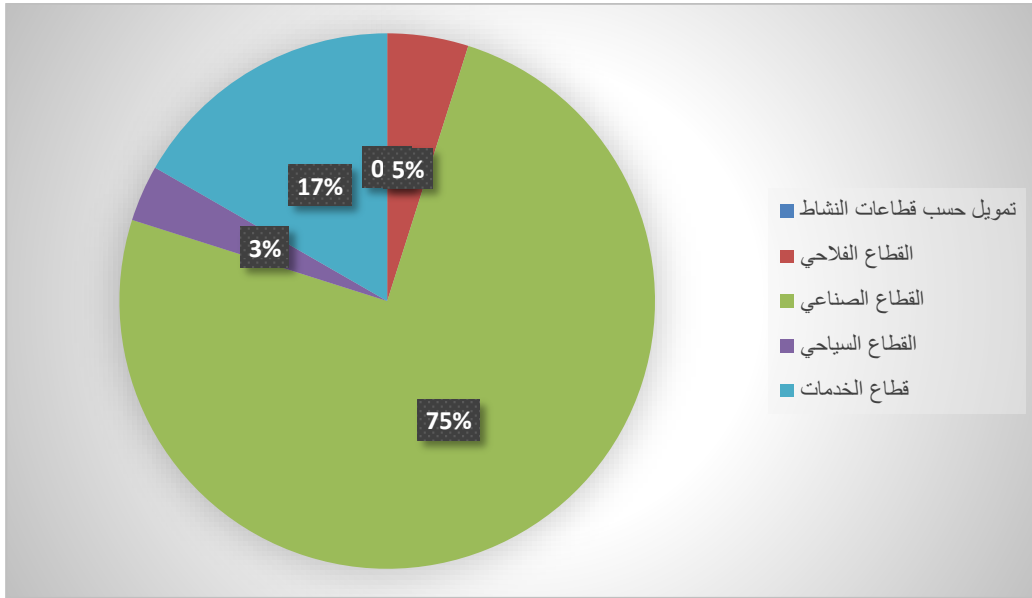
تمويل حسب التوجهات		تمويل حسب قطاعات النشاط	
26.1%	مقاولون جدد	4.9%	القطاع الفلاحي
58.5%	مشاريع أخرى	75%	القطاع الصناعي
10.3%	إعداد الهيكلية والخصوصية	3.4%	القطاع السياحي
5.1%	استخدامات أخرى	16.7%	قطاع الخدمات

المصدر: التقرير السنوي لسنة 2015 لهيئة سوق المالي التونسي، ص153

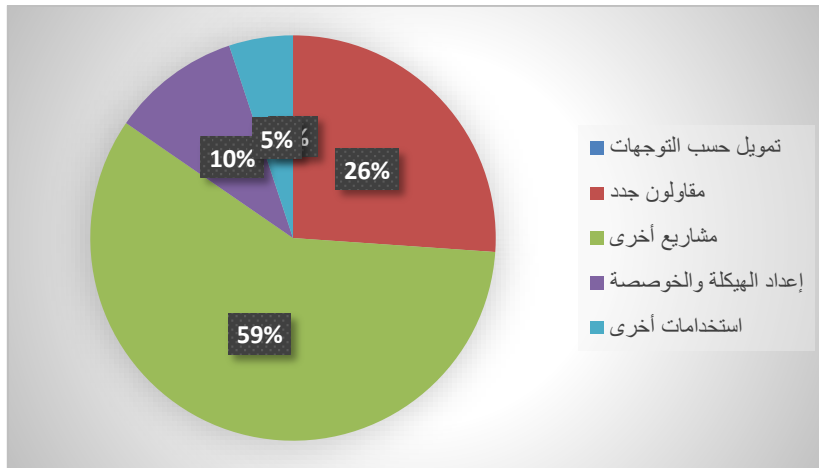
وحسب آخر تقارير لهيئة الأسواق المالية التونسية أن عدد شركات رأس المال المخاطر حتى نهاية 31 ديسمبر 2015 وصل إلى 58 شركة لرأس المال المخاطر بقيمة إجمالية وصلت إلى 389.4 مليون دينار تونسي وهذه الشركات مقسمة كما يلي: 5 صناديق المناطق، 16 بنوك ومؤسسات مالية أخرى، 37 مجموعات صناعية.

أما فيما يتعلق بالقيمة المالية الإجمالية لهذه الشركات فهي مقسمة بالنسب التالية: 35.5% صناديق المناطق، 32.1% موجودة في البنوك والمؤسسات المالية، 32.4% لمجموعات الصناعية، أما فيما تعلق بالقطاعات التي قامت شركات رأس المال المخاطر في تونس في سنة 2015 بتمويلها.

الشكل رقم 03: تمويل حسب قطاعات النشاط



الشكل رقم 04: تمويل حسب التوجهات



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم 02.

ما يلاحظ في الجدول رقم 02 والشكلين 03 و04 أن شركات رأس المال المخاطر في تونس تهتم أكثر بالمؤسسات التي تعمل في المجال الصناعي وهذا بسبب اهتمام السلطات بتمويل الابتكار من أجل تطوير النسيج الصناعي، ثم يليه المؤسسات العاملة في قطاع الخدمات في حين أنه برغم من أنها وجهة سياحية إلا أن هذه الشركات لا تهتم

كثيرا بالمؤسسات العاملة في القطاع السياحي، أما فيما يتعلق بتوجيهات هذه التمويلات فكانت بنسبة كبيرة موجهة إلى الأسهم العادية 93.4% و 5.2% عن الحسابات الجارية الزميلة.¹

2. التجربة المصرية في تمويل برأس المال المخاطر

بدأ نشاط رأس المال المخاطر في مصر مع صدور قانون سوق رأس المال رقم 92 لسنة 1995 والذي يعد أول تشريع ينظم مجال نشاط الشركات العاملة في هذا المجال ، غير أن الشركات لم تتجاوب مع هذا المعطى الجديد ما أدى بالحكومة بإصدار قانون الاستثمار رقم 8 لسنة 1997 والذي يمنح شركات رأس المخاطر إعفاءات ضريبية من أجل تشجيع هذا القطاع كما أضاف صناديق الاستثمار الى مجال نشاط رأس المال المخاطر من خلال قيام الحكومة بتبني اتجاه جديد في خصخصة شركات القطاع العام بتملك الشركات المخصصة ، كما قامت وزارة الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات بالمساهمة في صندوق رأس المال المخاطر من خلال شركة Idevelopers والتي تهدف من خلالها لترويج لصناعة تكنولوجيا المعلومات في مصر .

وبرغم من الجهود التي قامت بها الدولة المصرية من أجل ترقية هذا القطاع إلا أن أداء شركات رأس المال المخاطر لا يزال ضعيفا حيث لم تبدأ نشاطها إلا بعد عامين من صدور قانون سوق رأس المال، ويبلغ عددها في سنة 2001 ما يقارب 16 شركة منها 9 شركات مقيدة في البورصة وهي في الأساس شركات أوراق مالية ولكنها أدرجت نشاط رأس المال المخاطر ضمن أنشطتها للحصول على مزايا ضريبية، وعدد قليل منها عمل في مجال نشاط رأس المال المخاطر بمفهوم إعادة الهيكلة للشركات المتعثرة.

وفي سنة 2014 صدر قانون رقم 141 المتضمن تنظيم نشاط تمويل متناهي الصغر في مصر ، ليكون دافع جديد لشركات رأس المال المخاطر ، ومنذ إنشائه عرفت نشاط تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حركية كبيرة حيث وصل عدد الشركات العاملة المرخص لها في تقديم رأس المال المخاطر إلى ما يقارب 755 مؤسسة في سنة 2016 بزيادة قدرها 7% عن سنة 2015 والتي وصل عدده إلى ما يقارب 706 مؤسسة بواقع زيادة 49 جمعية أو مؤسسة أهلية ، وقد تم تقسيم هذه المؤسسات إلى أربعة مستويات : المستوى الأول يضم الجمعيات والمؤسسات الأهلية من الفئة (أ) ، المستوى الثاني: الجمعيات والمؤسسات الأهلية من الفئة (ب) ، المستوى الثالث الجمعيات والمؤسسات الأهلية من الفئة (ج) ، المستوى الرابع هي قطاع الشركات .

¹نبيلة قدور، حمزة لعرايبي، التمويل لرأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم، مقال في مجلة الدراسات المالية المحاسبية و الادارية . ص895.

وحسب الأرقام الواردة في التقرير السنوي الهيئة العامة للرقابة المالية لسنة 2016 حول نشاط التمويلي متناهي الصغر في مصر قد شهد نمو متزايدا سواء كان من عدد الشركات الممولة أو من حيث عدد المشاريع المستفيدة من التمويل، والجدول الموالي يبين عدد المستفيدين وأرصدة التمويل وفقا لنوع النشاط مصنفا حسب الفئات في نهاية 2016.¹

الجدول رقم 03: عدد المستفيدين وأرصدة التمويل وفقا لنوع النشاط مصنفا حسب الفئات فينهاية 2016

النشاط	تجاري		إنتاجي - حرفي		خدمي		زراعي	
	عدد المستفيدين	رصيد التمويل	عدد المستفيدين	رصيد التمويل	عدد المستفيدين	رصيد التمويل	عدد المستفيدين	رصيد التمويل
(أ)	811726	1.471.444.195	105873	192.795.398	180465	556.583.600	139400	404.264.472
(ب)	141931	310.255.979	8204	23.573.643	17099	47.268.548	11944	32.237.673
(ج)	61110	187.920.565	15341	45.711.106	13630	51.627.131	34441	106.536.445
شركات	210531	725.762.645	17204	82.448.801	39959	187.261.054	21320	46.325.400
الإجمالي	1.225.898	2.705.383.395	145.622	348.528949	251.153	842.740.333	206.709	589.363.990

المصدر: الهيئة العامة للرقابة المالية، التقرير السنوي على نشاط تمويلي متناهي الصغر، جمهورية مصر العربية 2016، ص 15.

المبحث الثاني: واقع التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر

المطلب 01: الجانب القانوني لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر

حتى جوان 2006 لم يكن هناك أي اطار تنظيمي لرأس مال المخاطر في الجزائر حيث كان سوق رأس مال المخاطر يقتصر فقط على مؤسستين هما الشركة المالية الجزائرية الاوربية finalep و الشركة المالية للاستثمار و المساهمة و التوظيف sofinance، إضافة الى صندوق رأس مال المخاطر لفائدة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و التي الخزينة و البنوك تدعيمة و اقامته باعتماد قدره 3.5 مليار دينار جزائري، و لقد كان الاطار التنظيمي لهذا النشاط متأخرا اذا ما قورن بنشأة اول مؤسسة لرأس مال المخاطر و قد كان صدور القانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 28 جمادى الأولى 1427 هجري الموافق ل 24 جوان 2006 م المتعلق برأس المال الاستثماري اول غطاء تنظيمي لرأس مال المخاطر بالجزائر و يمكن انه نكتشف منه ما يلي:²

¹ رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، مرجع سابق، ص 177-178.

² إبراهيم مزبود، نحو تفعيل طرق التمويل غير التقليدية في الجزائر-التمويل برأس المال المخاطر-، مقال في مجلة الاقتصاد الجديد، المجلد 01، العدد 10، 2014، ص 103.

أولاً: مفهوم رأس المال المخاطر لدى المشرع الجزائري:

1- الإطار القانوني لشركة رأس المال الاستثماري الجزائرية:

يقوم النشاط الأساسي لشركة الرأسمال الاستثماري على المشاركة لحسابها أو لحساب الغير في رأس مال الشركة الممولة، بتقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة. ويشتمل تدخلها في رأس المال المخاطرة على: رأسمال الجوى أو رأس مال الانطلاق قبل إنشاء المؤسسة، ورأس مال تأسيس وإنشاء المؤسسة، ورأس مال النمو بعد إنشاء المؤسسة، ورأسمال التحويل وذلك عند استرجاع لمؤسسة من قبل المشترين الداخليين (الشركاء المبادرين) أو الخارجيين، أو استرجاع مساهمات أو حصص يملكها صاحب رأسمال استثماري آخر. ويكون تدخلها في الشركة الممولة إما بواسطة الاكتتاب أو شراء أسهم عادية، شهادات استثمارية، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حصص الشركاء أو أية قيم منقولة أخرى. وتكون الأسهم المكتتب فيها اسمية.

وتؤسس الشركة في شكل شركة مساهمة SPA خاضعة للقانون التجاري، ويحدد رأسمالها الاجتماعي الأدنى بمائة مليون دينار (100.000.000 دج)، حيث يكتتب فيه عن طريق تقديمات نقدية أو شراء أسهم، ويحوزه مستثمرون عموميون أو خواص، سواء كانوا أشخاصاً معنويين أو طبيعيين. يسد 50% منه عند تأسيس الشركة، ولا يمكن لشركة أو شركات من نفس المجموعة، أو لشخص طبيعي وعائلته أن يحوزا معاً أكثر من 49% من رأسمالها بصفة مباشرة أو غير مباشرة.

2- شروط 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، استناداً لملف طلب الرخصة المكون من الوثائق المطلوبة (عقد المساهمين، مشاريع القوانين الأساسية، بطاقة المعلومات عن المؤسسين ونسب حيازتهم من الرأسمال، كفيات التدخل ومدد الاستثمار)، مع اشتراط تمتع المؤسسين، والمسيرين بحقوقهم المدنية، وخلو صحتهم القضائية من الإدانات، وضرورة استيفاء المسيرين لمعايير الكفاءة والاحترافية المطلوبة والمحددة في القرار الصادر في 21 جانفي 2009. وفي حالة مخالفة خطيرة للتشريع، أو بطلب من شركة الرأسمال الاستثماري، تسحب من هذه الأخيرة رخصة ممارسة

النشاط وتتوقف فوراً 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.¹

3- قواعد الحصول على المساهمات والقروض في شركات رأس المال الاستثماري:

تنظيماً للمساهمات في المؤسسات الممولة، ينبغي على شركة الرأسمال الاستثماري ألا 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.

4. الموارد المالية لشركة رأسمال الاستثماري :

تتكون موارد شركة الرأسمال الاستثماري من مجموع 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 بينها والدولة. وهدف الاتفاقية المبرمة بين الشركة والدولة لتحديد مستوى الالتزام وكيفيات التدخل التي تتمحور حول توجيه الأموال المخصصة للاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر الحصول على مساهمات فيها، عن طريق الاكتتاب في أسهمها أو سندات مماثلة. ويكون الانسحاب منها إما عن طريق بيع الحصص، مع إعطاء الأولوية إلى المساهمين في الشركة الممولة، أو إلى غيرهم من المساهمين، أو بأي شكل آخر تراه الشركة مناسباً.

5- 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 المعنية، تقارير محافظي الحسابات وأي وثائق أخرى ضرورية لممارسة الرقابة .

¹ رفيف مزاهدية، عبد الله بلعدي، شركة رأس المال المخاطر رؤية شرعية قانونية و اقتصادية، مقال في مجلة الحقوق و العلوم السياسية ، المجلد 01 ، العدد08، جوان 2007، ص ص 144 145

ثانيا: النظام الجبائي لشركة رأس المال الاستثمار:

كم هي السلع والخدمات والأغراض التي نحتفيها 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 التمعن 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. وإدراكا لهذه التضحيات، 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 والحصص 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، و20 دج بالنسبة لكل زيادة أو تخفيض للرأس مال 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 الجزائري.

ثالثا: التحفيزات الممنوحة لمؤسسات رأس المال المخاطر

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

1-تحفيزات جبائية:

لقد أدرجت أغلب التحفيزات الجبائية الممنوحة لرأس مال المخاطر في الفصل السادس من القانون رقم 02-11 الصادر في 26 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، ثم تم توضيحها أكثر من خلال المرسوم التنفيذي رقم 02-32 المؤرخ في 11 فيفري 2006 والمتعلق بشروط ممارسة شركة رأس المال الاستثماري¹.

تم اعفاء شركات رأس مال المخاطر من دفع الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخيل المتأتية من الأرباح، نواتج توظيف الأموال، نواتج وفائض قيم التنازل على الأسهم والحصص وبالنسبة لبقية المداخيل فهي تخضع الى المعدل المخفض ب 5 % الى شرط التزام الشركة بالمحافظة على الأموال المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن 5 سنوات، تحسب ابتداء من اول جانفي من السنة الموالية لتاريخ الاكتتاب او الاقتناء.

تم اعفاء شركات رأس المال المخاطر التي تدخل في مرحلة الانشاء وقبل الانشاء برأس مال المخاطر في مفهوم المشرع الجزائري من الضريبة على أرباح الشركات لمدة 5 سنوات، ابتداء من تاريخ بداية نشاطها، مع استفادتها من النظام الجبائي الممنوح لمؤسسات رأس المال المخاطر التي تتدخل في بقية مراحل حياة المؤسسة.

2- تحفيزات متعلقة بطرق الخروج من الاستثمارات:

تمثلت هذه التحفيزات أساسا في تعديل شروط القبول في البورصة عن طريق العرض العام على الجمهور والذي يعد الطريقة الأمثل و المفضلة بالنسبة لمؤسسات رأس المال المخاطر والمقاولين، اذ تم تقسيم المؤسسات التي تدخل البورصة الى قسمين ، مؤسسات كبرى و مؤسسات صغيرة و متوسطة ،يجب على المؤسسات الكبرى التي ترغب في دخول البورصة ان يكون لديها (رأس مال محرر لا يقل قيمته عن خمسمائة مليون دينار جزائري 500.000.000 دج) ، بدل من مائة مليون دينار جزائري ،كما يجب ان يتم توزيع سندات رأس المال على الجمهور لدى عدد لا يقل عن 150 مساهم بدل 300 مساهم.

تستجيب سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل أساسي لحاجات سوق رأس المال المخاط من خلال اتاحة فرص أكثر للاستثمار والخروج من الاستثمار، كما تمنح هذه السوق جملة من المزايا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كالحصول على التمويل البنكي، الحصول على موارد ثابتة لتمويل الأصول طويلة الاجل، دخول سهل وبأقل التكاليف للبورصة.

المطلب 02: أهم شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر

قامت السلطات الجزائرية بالترخيص لإنشاء مجموعة من الشركات المتخصصة في التمويل بأسلوب رأس مال المخاطر الذي يطلق عليه كذلك رأس مال المجازف حيث كان لها دور فعال النهوض بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة هذه الأخيرة التي تعاني مشكل التمويل اذ تلجا في الكثير من الأحيان الى طلب مصادر التمويل من البنوك التجارية و

للتفصيل أكثر يمكن الاطلاع على المواد:

المواد من 61 إلى 64 من القانون رقم 02-11 المؤرخ في 62 جوان 6002 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري - المواد من 16 إلى 13 من المرسوم التنفيذي رقم 02-32 الصادر في 11 فيفري 6002 ،المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة رأس المال الاستثمار.

التي كانت و لا تزال في الكثير من الأحيان الممول الرئيسي للمؤسسات الناشئة وهذا ما اعتبره الكثير من الاكاديميين حكرا على التمويل نظرا للشروط التي تفرضها هذه البنوك على أصحاب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لذلك جاءت فكرة التمويل بصيغة رأس المال المخاطر كألية مستحدثة في التمويل و فيما يلي نقوم بعرض مختلف الشركات التي تقوم بالتمويل بصيغة رأس المال المخاطر في الجزائر للنهوض بالمؤسسات الناشئة.¹

1. الشركة المالية الجزائرية الاوربية للمساهمة (finalep):

هي شركة متخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تم انشائها بعد صدور قانون النقد و القرض أي سنة 1991 أسسها كل من القرض الشعبي الجزائري و بنك التنمية المحلية و الوكالة الفرنسية للتنمية براس مال قدره 732 مليون دينار جزائري لكن دورها لم يتعدى تمويل نسبة 25 بالمئة من احتياجات المشروع. انطلقت الشركة في نشاطها في سنة 1995 براس مال موزع من الجهات المساهمة لكن عند تأسيس الشركة في نوفمبر 1991 كان المساهم الرئيسي هو القرض الشعبي الجزائري بنسبة 40 بالمئة و الباقي يعود الى مساهمات جهة أخرى و في مجموع المساهمين اللذين ساهموا بدرجة كبيرة في راس المال نجد البنوك التجارية الجزائرية المتمثلة في القرض الشعبي الجزائري و بنك التنمية المحلية بنسبة وصلت الى 60 بالمئة و مقدار راس مال 440.4 مليون دينار جزائري.

قامت وزارة المالية الجزائرية في شهر ماي 2012 بتعديل هيكلي في بنية رأس مال الشركة ما قيمته 191700000 دينار جزائري واغلب رأس المال ملك البنكيين العموميين (القرض الشعبي الجزائري وبنك التنمية المحلية) بنسبة قدرت ب 71.26 بالمئة والباقي يعود الى مساهمة الوكالة الفرنسية للتنمية وبعد خروج البنك الأوربي للاستثمار اتخذ القرار برفع رأس مال الشركة الى مقدار 12000000000 دينار جزائري وفيما يلي نقوم بعرض المحافظ الاستثمارية للشركة وفقا للجدول ادناه:

¹ ابن حملاوي نونة. واقع استخدام التمويل بصيغة راس مال المخاطر للنهوض بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. دراسة حالة شركات راس مال المخاطر في الجزائر. جامعة قسنطينة2 عبد الحميد مهري. 2021/12/21. ص ص 180 181

الجدول رقم 04: محفظة مساهمة الشركة المالية الجزائرية الاوربية للمساهمة finalep

المؤسسة	قطاع النشاط	حجم النشاط	مرحلة التمويل	المنطقة	النسبة
1	زراعة التبغ	متوسطة	انشاء	تيزازة	7.14%
2	الطاقة والبيئة (معدات)	متوسطة	انشاء	الجزائر	18%
3	صناعة الادوية	متوسطة	نمو	الجزائر	4.55 - 19.61%
4	صناعة ميكانيكية	متوسطة	انشاء	عنابة	19%
5	صناعة أضواء النيون	متوسطة	انشاء	البليدة	19.69%
6	صناعة الكترونية	متوسطة	نمو	الجزائر	30%
7	صناعة الزجاج	متوسطة	نمو	تلمسان	25.32%
8	صناعة ميكانيكية	متوسطة	انشاء	الجزائر	17.78%
9	بناء وترقية العقارات	متوسطة	انشاء	عنابة	29.63%
10	تكيف المياه المعدنية	متوسطة	انشاء	الاعواط	35.71%
11	تربية الأسماك	متوسطة	انشاء	تيزازة	9.08%
12	الطاقة والبيئة	متوسطة	انشاء	باتنة	25%
13	عمومية والهندسة الهيدروليكية	متوسطة	نمو	بومرداس	38.71%
14	صناعة الادوية	متوسطة	انشاء	سيدي بلعباس	13.22%
15	منشأة التكوين المهني	متوسطة	نمو	تيزي وزوو	13.13%
16	صناعة الاغلفة اللينة	متوسطة	نمو	سطيف	13.78%

المصدر: حبيبة مداس، موسى رحمانى، واقع رأس المال المخاطر في الجزائر ودوره في تمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة حمة لخضر، الوادي، المجلد 11، العدد 01، ص 257 258.

هذا الجدول يبين تطور نشاط الشركة بشكل ملحوظ و يتضح من خلال الجدول كذلك ان الشركة تركز على تمويل المشاريع التي تكون في المراحل الأولى من حياتها وهذا يفسر اهتمام الشركة بتمويل الأفكار الجديدة الناشئة في الجزائر و إعطائها فرصة التجسيد على ارض الواقع بلغ عدد الشركات الممولة لسنة 2019 فقط 5 مؤسسات كلها

في مرحلة الانشاء ليصل عدد المؤسسات الممولة 48 مؤسسة مع التزامات اجمالية تقدر ب 373.7 مليون دينار جزائري 17 مؤسسة منها بأموالها الخاصة بقيمة 963.705 مليون دينار جزائري و 31 مساهمة محققة عبر الصناديق بقيمة 2771 مليون دينار جزائري.

2. الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف (sofinance)

تم انشائها في 04 افريل 2000 وتم اعتمادها من طرف بنك الجزائر في 09 جانفي 2001 براس مال قدره 5مليار دينار جزائري من مهام هذه الشركة هي انشاء المؤسسات الجديدة في إطار الاستثمار الأجنبي المباشر تؤدي هذه الشركة مهامها ووظائفها بهدف تدعيم وإنعاش الاقتصاد الوطني ببعث انطلاقة جديدة فيما يتعلق بتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتتخلص فيما يلي

-ترقية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة في راس مالها

-حيازة الديون والأوراق التجارية والمساهمة كوسيط في المعاملات الخاصة بها وبالأسهم والسندات.

-ترقية الاعتماد على الايجار التمويلي باتجاه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إضافة الى الوظائف المذكورة وبموجب قرار المجلس الوطني للمساهمات الدولية المعتمد في 20 اكتوبر 2003 تم تحديد النقطتين التاليتين:

-تركيز نقاط الشركة على القطاع العام وتوسيع تدخلاتها في المهام فيما يتعلق بمساعدة المؤسسات في عملية الخصخصة وتسيير الموارد العامة التجارية غير المرصدة.

-تركيز مهام الشركة على دعم وتأهيل وتطوير المؤسسات عن طريق ارشادها ومساندتها في إعادة هيكلتها المالية والاستراتيجية (التشخيص وفتح راس المال والبحث عن الشراكة) وتوفير كل فرص التمويل الملائمة (المساهمة في راس المال قروض متوسطة وقروض الامضاء والايجار التمويلي).¹

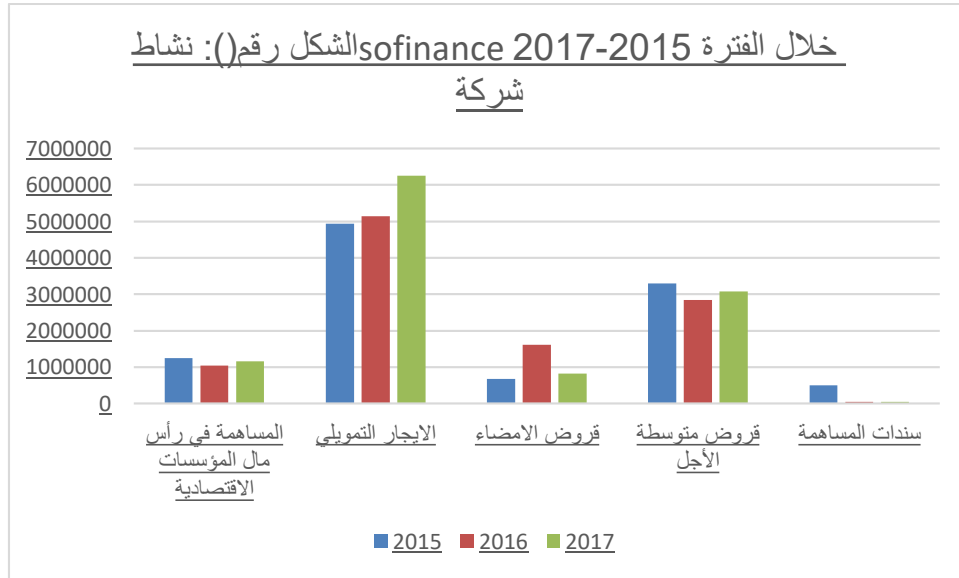
والجدول التالي يبين لنا حجم التمويل الذي توفره شركة sofinance للمؤسسات الاقتصادية

¹ -بودالي مختار، مرجع سبق ذكره، ص297-298.

الجدول رقم 05: نشاط شركة sofinance خلال الفترة 2015-2017 (الوحدة ألف دينار جزائري)

البيان-السنوات	2015	2016	2017
المساهمة في رأس مال المؤسسات الاقتصادية	1245600	1047000	1163937
الايجار التمويلي	4933000	5138000	6250598
قروض الامضاء	672000	1608000	827966
قروض متوسطة الاجل	3292000	2845000	3077998
سندات المساهمة	500000	50000	50000

المصدر: www.sofinance.dz



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (05)

نلاحظ من خلال الجدول والشكل أن المساهمة في رأس المال للمؤسسات الاقتصادية تقدر بـ 1.163 مليار دينار جزائري أي حوالي 7.6 ملايين أورو سنة 2017 وهي قيمة متواضعة إذا قورنت

بحجم التمويلات في أمريكا وأوروبا كذلك ان مساهمة شركة sofinance تقتصر فقط على الشركات العمومية المتعثرة وذلك لإصلاح مسارها وإعادة هيكلتها.

3. شركة الجزائر للاستثمار eldjazaireistithmar

هي شركة رأس مال استثماري تابعها القانوني ذات مساهمة يحكمها القانون الجزائري رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركة رأس المال الاستثماري أنشئت في ديسمبر 2009 بينما بدأت نشاطها في 07 جويلية 2012.

أنشئت بمبادرة من بنكيين عموميين هما بنك الفلاحة والتنمية الريفية Badr Bank والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط¹.cneq Bank

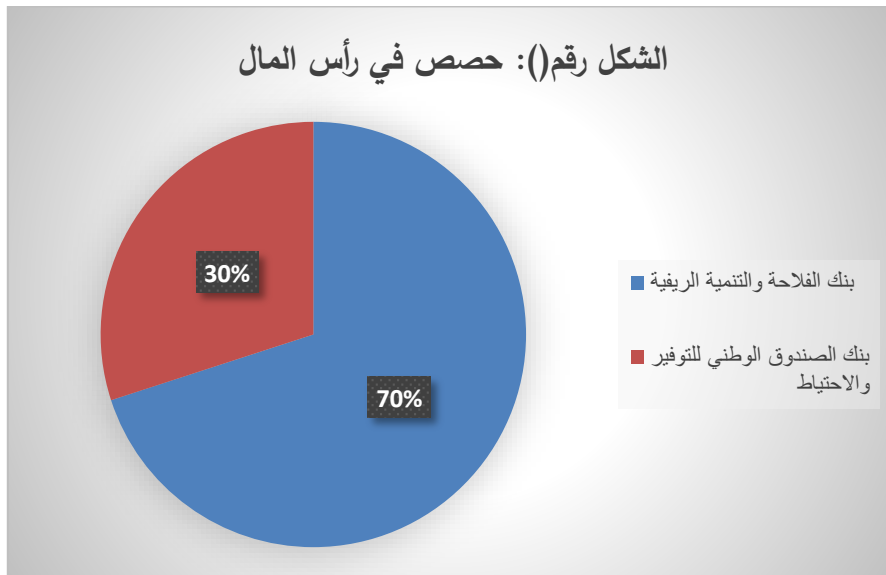
لقد تم اعتمادها من طرف وزارة المالية بتاريخ 11 ماي 2016 برأس مال اجتماعي يبلغ (1 مليار دينار جزائري) كانت كالتالي:

الجدول رقم 06: تقييم رأسمال شركة eldjazairistithmar

المساهمون	مبلغ رأس المال	الحصص في رأس المال
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	700.000.000.00	70%
بنك الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	300.000.000.00	30%
المجموع	1.000.000.000.00	100%

المصدر: www.eldjazair-istithmar.dz

Consulter le 7 mai 2022



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على الجدول رقم (06)

¹بودالي مختار ، مرجع سبق ذكره ، ص299-300.

تسعى شركة رأس مال الاستثماري الى الدخول في شراكة وذلك بمساهمة نقدية ذات اقلية وبصفة مؤقتة من راس مال الشركة المستهدفة ومنه كل عملية تتعلق بالمساهمات في الأموال الخاصة وشبه الخاصة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تمثل النشاط الرئيسي لشركة "الجزائر استثمار" في المشاركة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبهذا تكون مساهمة اقلية (49 بالمئة) وهذا من خلال جميع مراحل نموها.

تتمثل المهام الرئيسية لشركة الجزائر استثمار فيما يلي:

- منح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة منتج مالي لمعالجة العجز في أعلى جدول ميزانية المؤسسة.

- تشجيع المستثمرين في خلق مؤسسات جديدة في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصال.

- المشاركة في برنامج تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- المشاركة في تنمية السوق المالي (البورصة).

- تحسين الهيكل المالي للمؤسسة لتمكينها من الحصول على القرض المصرفي.

تلخص أهم الخطوات للشراكة فيما يلي:

-الاتصال الأولي لشركة الجزائر استثمار مع حامل المشروع، هذا الأخير يتقدم بطلب شراكة وملخص مشروعه.

-فحص المشروع وإنشاء علاقة شراكة والتي تنص أيضا على الإجراءات الأولية للإنشاء، مشيرا إلى بعض الشروط لهذا البروتوكول (الموقع وتقديم للمشروع، وضع خطة عمل...).

-عرض الملفات بعد دراسة تفصيلية للمشروع (تحليل مالي، قانوني، تقني) إلى لجنة الاستثمار أو مجلس الإدارة لا اتخاذ القرار.

-إضفاء الطابع الرسمي للمشاركة وذلك بالتوقيع على "عقد المساهمين" أو "عقد الشركاء"، ويتضمن هذا الأخير التزامات الطرفين وكذا طرق التسيير والخروج.

-إجراءات تأسيس المؤسسة، يتخذ الطرفان كل الإجراءات القانونية لإنشاء المؤسسة (السجل التجاري، تحرير رأس المال...).

-متابعة المشروع من خلال القيام بزيارات ميدانية، وإعداد التقارير الدورية.

-الخروج من المشاركة وذلك سواء بالتنازل على الحصص في الشركة لفائدة الشريك الحالي أو ببيع بالتراضي أغلبية رأس مال المؤسسة إلى مستثمر صناعي أو إلى صندوق استثماري آخر أو التنازل عن الحصص عن طريق البورصة.

ويمكننا عرض محاكاة للتركيبية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في حالة الإنشاء:

جدول رقم 07: حالة التمويل الثنائي financemnt mixte

المساهمون	مبلغ المساهمة (دج)	نسبة المساهمة في المشروع
صاحب المشروع(المؤسسة)	5.100.000.00	%51
شركة رأس المال الاستثماري	4.900.000.00	%49
المجموع	10.000.000.00	%100

جدول رقم 08: حالة التمويل الثلاثي financemnt triangulaire

المساهمون	مبلغ المساهمة (دج)	نسبة المساهمة في المشروع
صاحب المشروع(المؤسسة)	3.300.000.00	%33
شركة رأس المال الاستثماري	1.700.000.00	%17
البنك	5.000.000.00	%50
المجموع	10.000.000.00	%100

نلاحظ انه لا يجب أن تتجاوز نسبة مساهمة شركة رأس المال الاستثماري 34% من نسبة 50% المتبقية التي المفروض أن يساهم بها صاحب المشروع أي:

$$1.700.000.00 = 34\% * 5.00.000.00$$

المطلب 03: تقييم عمل رأس المال المخاطر بالجزائر

بعد مرور عدة سنوات على وضع الإطار التشريعي لنشاط رأس مال المخاطر في الجزائر، بماقيه التحفيزات الممنوحة لممارسة هذه الصناعة، الا انه لم نشهد تدخل سوى شركتين لرأس المال والتي تعتبر مساهمتهم ضئيلة في دعم المؤسسات الناشئة مقارنة بالعدد الكبير لهذه الأخيرة على مستوى الاقتصاد الوطني في مختلف الأنشطة، ويمكن ارجاع ذلك الى العديد من المعوقات التي حالت دون تطور شركات راس المخاطر نذكر منها:

1- معيقات حالت دون تطور شركات رأس المال المخاطر في الجزائر:

-نقص الموارد المالية: ان توفر الموارد المالية يمكن شركة رأس المال المخاطر من المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيقدر ما كانت المبالغ المجمعّة كبيرة بقدر ما يتم تمويل العديد من هذه المؤسسات، او هذا ما تعاني منه شركات راس مال المخاطر فنقص الموارد المالية يحول دون قيامها بنشاطها.

- غياب الية الخروج : ان طبيعة نشاط رأس مال المخاطر تتطلب الخروج من المؤسسات الممولة بعد انتهاء المرحلة التمويلية من خلال بيع المساهمات، وهنا تجد شركات رأس مال المخاطر الصعوبة خاصة في ظل غياب سوق مالية كفؤة و فعالة تساعد في بيع الأسهم المكتتب فيها مع تحقيق قيمة مضافة خاصة وان بورصة الجزائر لازالت لم تنتعش و بالتالي فان حجم التداول فيها ضعيف جدا نظرا لعدم وجود الطلب الكافي على الأوراق المالية المصدرة، وهذا ما قلص من الإمكانيات المتاحة للخروج من رأس مال المؤسسة الممولة لنجد في اغلب مراحل الخروج تتم من خلال بيع الأسهم ال المسيرين الأساسيين في المؤسسة نفسها نظرا لعدم رغبتهم بمشاركة اشخاص اخرين في التسيير واتخاذ القرارات.¹

-قلة الخبرات:

ترتكز شركات رأس المال المخاطر على الخبرات البشرية المؤهلة في العديد من المجالات بهدف السير الجيد لنشاطها، نظرا لما تقوم به في العديد من دراسات مالية و تقنية و قانونية للمؤسسات التي تتقدم بطلب التمويل قصد المفاضلة بينها ، و اختيار تلك التي تتوفر على احتمالات بتحقيق معدلات نمو مرتفعة ، و ما نشهده في الجزائر بان هذه الشركات تعاني من نقص في الخبرات التي تؤهلها الى تسهيل و تسريع المهام التي تقوم بها ، ومن تم زيادة عدد المؤسسات التي تقوم بدراساتها و ما يصاحبه من المرافقة الجيدة لهذه الأخيرة من قبل شركات رأس المال المخاطر .

2-سبل دعم رأس المال المخاطر في الجزائر وتطويره:

إن قلة عدد مؤسسات رأس مال المخاطر يؤدي بهذه المهمة ألا تتطور وألا تزدهر في الجزائر دون إنشاء مؤسسات جديدة سواء من طرف القطاع الخاص أو بتدخل الدولة أو عن طريق الشراكة بينهما، لدى يجب على الدولة توفير جملة من الشروط لإنجاح مؤسسات رأس مال المخاطر وتطوير نشاطها بحيث تشمل هذه الشروط:

-إصلاح الجوانب التشريعية، السياسية والاقتصادية لأنه كلما ارتفعت المخاطر كلما أحجم المستثمرون على الاستثمار في محيط المخاطر.

-تشجيع إنشاء شركات رأس مال المخاطر في الجزائر بغض النظر عن جنسيات مؤسسيها.

-دعم أساليب الشراكة مع مؤسسات رأس مال المخاطر الأجنبية خاصة المالكة لتكنولوجية عالية.

-إنشاء مراكز البحث والتطوير لدعم شركات رأس مال المخاطر.

-إنشاء سوق مالي في الجزائر ليتم فيه تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات رأس مال المخاطر.

¹الأغا تغريد، حشماوي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 15.

- إصلاح النظام البنكي الجزائري وتشجيع الادخار لتوفير المبالغ اللازمة لنشاط رأس مال المخاطر.
- العمل على تدريب وتأهيل خريجي الجامعات بهدف الحصول على إطارات ذوي خبرة وكفاءة لتقديم المشورة للشركات الناشئة.¹

¹الأغا تغريد، حشماوي محمد، مرجع سبق ذكره، ص16.

خلاصة الفصل الثاني:

- لقد تبين لنا من خلال هذا الفصل أن تجربة التمويل برأس المال المخاطر تعتبر نموذجا فريدا من نوعه وهو أحدث صيغ التمويل بالنسبة للمؤسسات الناشئة ولقد أصبحت هذه المؤسسات تميل إلى هذا النوع من التمويل لما له من مميزات كثيرة، ولما عرفه من نجاحات على مستوى العالم، إلا أن الجزائر مازالت تجربتها حديثة النشأة، ولم يتم تشريعها ووضع النصوص المنظمة لها إلا مؤخرا، والدليل على ذلك شركات رأس المال المخاطر الجزائرية التي تقدم العديد من الخدمات المالية الحديثة لذا وجب عليها دراسة مختلف التجارب الدولية والإقليمية الرائدة في هذا المجال .

خاتمة

الخاتمة

من خلال هذه الدراسة ، توضح لنا أن رأس المال المخاطر له أهمية كبيرة على جميع دول العالم ، حيث يعتبر كمصدر تمويلي مستحدث للمشروعات الناشئة لاعتبارها الدعم الأول للابتكار مع تقاسيم الأرباح و الخسائر ، كما يعتبر رأس المال المخاطر كأداة تمويل طويلة الأجل للمشروعات الناشئة ، وكذلك مصدرا للخبرات التي تحتاجها المؤسسات خاصة أثناء مرحلة الانطلاق وأحيانا في مرحلة الإنشاء ، وذلك على أن اعتبار هذه الأخيرة تعاني من صعوبة الحصول على التمويل خاصة في ظل غياب الضمانات الكافية من جهة و ارتفاع نسبة المخاطرة التي تلحق بها من جهة أخرى .

وتعتبر تجربة الجزائر في هذا المجال لم يشهد نجاحًا كبيرًا وهذا راجع الى قلة معرفة أصحاب المشاريع بهذه التقنية الحديثة وكذلك تجنب مؤسسات رأس المال المخاطر من الدخول في مشاريع ذات مخاطر عالية، لذلك يجب على الدولة استحداث شركات رأس المال المخاطر والقيام بتخفيضات جبائية والتشجيع على الاستثمار بمنح امتيازات وكذلك تهيئة المحيط التشريعي لهذه الشركات من خلال تضمينها في القانون التجاري.

نتائج الدراسة:

- يعتبر رأس المال المخاطر من أحدث التقنيات التمويلية بالنسبة لجميع دول العالم.
- يعتبر رأس المال المخاطر كبديل تمويلي ملائم للمؤسسات الناشئة.
- رغم الدور الذي تلعبه المؤسسات الناشئة إلى أنها تعاني من معوقات ومشاكل.
- تعتبر المؤسسات الناشئة مصدرا رئيسيا للثروة، وخلق مناصب الشغل، وزيادة درجة تقدم وتطور الاقتصادي للبلاد.

اختبار صحة الفرضيات:

-رأس المال المخاطر هو التقنية التمويلية الحديثة والفعالة التي تبنتها مختلف المؤسسات الناشئة لما له من دور في نموها وتطورها، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى؛

-تواجه شركات رأس المال المخاطر في الجزائر العديد من العراقيل تقف حائلا أمام تطورها وانتشارها وهذا راجع إلى حداثة هذه الشركات وأليات عملها، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

التوصيات:

- العمل على تحسين الإطار القانوني والتشريعي الخاص بصناعة رأس المال المخاطر، الذي مزال يعاني من نقائص.

- تشجيع المؤسسات الناشئة وتوفير لها البيئة القانونية والاقتصادية لها في مختلف مناطق الوطن من خلال تقديم تحفيزات للراغبين في الاستثمار في هذا النوع من المؤسسات.
- الابتكار وتطوير المنتجات في المؤسسات الناشئة.
- تشجيع الشباب على إنشاء مشاريع خاصة.

آفاق البحث

- من خلال الدراسات والنتائج التي توصلنا إليها نقترح بعض المواضيع للدراسة مستقبلا والمتعلقة ب:
- متطلبات وعوامل نجاح رأس المال المخاطر في الجزائر.
 - أهمية المؤسسات الناشئة والتحديات التي تواجهها في الجزائر.
 - دور حاضنات الأعمال في تدعيم المؤسسات الناشئة.
 - دور الابتكار في تطوير المؤسسات الناشئة.

قائمة المراجع:

أولا المراجع باللغة العربية

(1) الكتب

- 1- براق محمد، بن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية الطبعة الأولى ، الجامعي الحديث الجزائر 2014 ص16.
 - 2- سامي سويلم، التمويل بالمشاركة - دروس من التجربة الأمريكية، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمارات 1997، ص10.
 - 3- محمد سعد ناصر، رأس المال المخاطر نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، 2012، ص34
- المذكرات:
- 4- محمد السبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، رأس الحالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، منشورة تخصص إدارة مالية كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير، جامعة منثوري قسنطينة 2009.2008 ص10.
 - 5- عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر، دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص إقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007-2008، ص109.
 - 6- عبديش سامية ، بلقاسم بودراع راس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في القانون العام ، فرع التنظيم الاقتصادي ، كلية الحقوق ، جامعة قسنطينة 1، 2013-2014 ص17-18.
 - 7- خلفه ساهل زينب، دور شركات رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. دراسة حالة الصندوق الوطني للتأمين على البطالة، رسالة مكملة لنيل درجة الماجستير في مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير جامعة 20 اوث 1955، 2011-2012 ص68.
 - 8- رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، رأس المال المخاطر بديل متحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مقال في مجلة اقتصاديات العمال والتجارة العدد 06 سبتمبر 2010 ص169.
 - 9- بالشعور شريفة، دور حاضنات العمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة، دراسة حالة الجزائر، مقال في مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 04 العدد 02، جامعة 20 اوث 1955، ص420.
 - 10- مصطفى بورنان، علي صولي، الإستراتيجيات المستخدمة في دعم وتمويل المؤسسات الناشئة، مقال في مجلة الدفاتر الاقتصادية، المجلد 11، العدد 01، 2020.

11-بودالي مختار، إشكالية تمويل راس المال المخاطر للمؤسسات الناشئة، مقال في مجلة اقتصاد المال والأعمال المجلد 02، ديسمبر 2020.

12-ريم ثوامرية، منير خروف، راس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المتوسطة، عرض تجربة وليات متحدة أمريكية والدروس المستفادة منها، مقال في مجلة التنمية الاقتصادية العدد 04 الجزائر، 2017.3- نبيلة قدور ،

13- حمزة لعرايبي ، التمويل براس المخاطر واهم تجاربه في البلدان ودول العالم ، مقال في مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية ، العدد 07، جوان 2017، ص 887.

14-فريد زكريا عبيد ، مشاركة شركات راس المال المخاطر دورها في تدعيم وتمويل المشروعات الناشئة ، دراسة حالة الشركة المختلطة الجزائرية الأوروبية ، مقال في مجلة الاقتصاد الصناعي ، المجلد 10 ، العدد 02 ، 2020، ص 78-79.

15-حاجي امال لبيق محمد بشير ، دور راس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر ، مقال في مجلة الابتكار والتسويق ، المجلد 08 ، العدد 01 ، 2020 ص 156.

16- الآغا تغريد ، حشماوي محمد ، أهمية التمويل براس مال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة دراسة حالة الجزائر ، مقال في مجلة المدير ، العدد 03 ، جوان 2016، ص 12.

17-رقية حساني ، راس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مجلة العلوم الانسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة ، العدد 16، مارس 2009، ص 13.

18-عرب فاطمة الزهراء ، صديقي خضرة ، دور الدولة في دعم المؤسسات الناشئة بالجزائر ، دراسة قرار انشاء صندوق تمويل المؤسسات الناشئة ، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية ، المجلد 08 ، العدد 01 ، (2021)، ص 42-43.

19- الياس بدوي ، سميرة جواربي ، امين فارح ، راس المال المخاطر كألية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، عرض تجارب دولية الإشارة لحالة الجزائر ، مقال في مجلة الاقتصاد الصناعي المجلد، العدد 02 ، 2020، ص 64.

20-بن حملاوي نونة ، واقع استخدام التمويل بصيغة راس المال المخاطر للنهوض بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، دراسة حالة شركات راس مال المخاطر في الجزائر ، مقال في مجلة نماء للإقتصاد والتجارة، المجلد 05، العدد 02، ديسمبر 2021، ص 180 181.

21-خلفة ساهل زينب ،حوكمت الشركات الممولة برأس المال المخاطر. دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال مسير مقال في مجلة الباحث الاقتصادي (cheec) للمجلة 06، العدد 1 جوان 2018. جامعة 20 اوت 1955سكيكدة ص 229.

22- قدور ، حمزة لعرايبي ، التمويل براس المخاطر واهم تجاربه في البلدان ودول العالم ، مقال في مجلة الدراسات المالية المحاسبية والإدارية ، العدد 07، جوان 2017، ص 887.

23-السعيد بريش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة شركة Sofinance، مقال في مجلة الباحث، العدد05 ، ورقلة، الجزائر، 2007، ص11.

24-حبيبة مداس، موسى رحمانى، واقع رأس المال المخاطر في الجزائر ودوره في تمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة رؤى اقتصادية، جامعة حمة لخضر، الوادي، المجلد11، العدد01، ص ص 257 258

25-إبراهيم مزبود، نحو تفعيل طرق التمويل غير التقليدية في الجزائر-التمويل برأس المال المخاطر -، مقال في مجلة الاقتصاد الجديد ، المجلد 01 ،العدد10 ،2014، ص103.

26رفيق مزاهدية، عبد الله بلعدي، شركة رأس المال المخاطر رؤية شرعية قانونية واقتصادية، مقال في مجلة الحقوق والعلوم السياسية، المجلد 01، العدد08، جوان 2007، ص ص 144 145

الملتقيات:

27-آيت عكاش سمير، داودي فاطمة الزهراء، رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة شركة SOFINANCE، ورقة مقدمة في فعاليات الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، المنعقد يومي 15 و 14 نوفمبر 2016، جامعة محمد بوضياف، المسيلة.

28-سماح طلحي، دور راس المال لمخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ورقة عمل في الملتقى حول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و التنمية المستدامة ، واقع وافاق، بجامعة ام بواقي ، المنعقد اليومي 19و14نوفمبر 2012

التقارير:

29-الفريق البحثي لشركة impact mena فرحات كلالدة وجمال حمصي ،اقتصاد الشركات الناشئة في الأردن، تقسيم المساهمات الاقتصادية وإمكانات الشركات الناشئة العاملة في مجال التكنولوجيا، نشر من قبل الوكالة الألمانية للتعاون الدولي عمان، أيار 2019، ص21.

لمراجع باللغة الأجنبية:

Emmanuelle DUBOCAGE Et Dorothee Rivaud DANSET .op cit .p 6-30

المواقع:

31-المركز الوطني للسجل التجاري.CNRC.SEDJELCOM.DZ

32- مؤسسة سوفينونس 2022/04/20 www.sofinance.dz.com

33- مؤسسة الجزائر إستثمار 2022/05/07 www.eldjazair-istithmar.dz

قائمة الملاحق

ميزانية أصول شركة 2020-2018finalep

2020	2019	2018	إهلاكات أو مؤونات	مبلغ خام	أصول	رقم الحساب
0		0	0	0	0	أصول غيرجارية
0	0	0	0	0	فارق بين للإقتناء - المنتج للإيجاري أو السلبي	207
0	0	0	0	0	تثبيتات معنوية	20
0	0	0	0	0	تثبيتات عينية	21
0	0	0	0	0	أراض	211
0	0	0	0	0	مبان	2131
9 190 345,61	10 582 976,36	5 893 957,28	7 874 725,81	17 065 071,42	تثبيتات عينية أخرى	218
0	662 782,4	0	0	0	تثبيتات ممنوح امتيزها	22
0	0	1 747 944,69	0	0	تثبيتات يجرى إنجازها	23
0	0	0	0	0	تثبيتات مالية	26+
626 800 000	806 800 000	805 600 000	58 105 000	684 905 000	سندات موضوعة موضع معادلة	265
0	0	0	0	0		26
12 445 673,36	0	0	7 200 000	19 645 673,36	سندات أخرى مثبتة	271+
0	0	0	0	0	قروض و أصول مالية أخرى غير جارية	274+
0	0	0	0	0	ضرائب مؤجلة على الأصل	133
0	0	0	0	0		188
648 436 018,97	818 045 758,76	813 241 901,97	73 179 725,81	721 615 744,78	مجموع الأصل غيرالجاري	
0	0	0	0	0	أصول جارية	3+
96 050	242 250	63 750	0	96 050	مخزونات و منتوجات قيد التنفيذ	3
15 171 743,01	10 630 273,19	0	0	15 171 743,01	حسابات دائنة و استخدامات مماثلة	4
137 791,82	136 996,31	8 938 040,49	0	137 791,82	الزبائن	41

0	0	209 334,96	0	0	المدينون الأخرون	409+
0	0	0	0	0		44+
0	0	0	0	0		48
362 578 537,99	524 137 584,27	0	7 281 270,36	369 859 808,35	حسابات دائنة أخرى و استخدامات مماثلة	5
0	0	490 061 065,93	0	0	الموجودات و ما شابهها	50-
1 083 805 850,25	875 358 943,23	1 419 471 515,45	0	1 083 805 850,25	الخزينة	51+
1 461 789 973,07	1 410 506 047	1 918 743 706,83	7 281 270,36	1 469 071 243,43	مجموع الأصول الجارية	
2 110 225 992,04	2 228 551 805,76	2 731 985 608,8	80 460 996,17	2 190 686 988,21	المجموع العام للأصول	

CNRC.SEDJELCOM.DZ المركز الوطني للسجل التجاري

ميزانية خصوم شركة finalep

رقم الحساب	خصوم	2018	2019	2020
1	رؤوس الأموال الخاصة	0	0	0
101	رأس مال تم إصداره	1 200 000 000	1 200 000 000	1 200 000 000
109	رأس مال غير مستعان به	0	0	0
104+	علاوات و احتياطات - احتياطات مدمجة (1)	52 773 562,58	87 265 643,09	124 653 520,91
105	فوارق إعادة التقييم	0	0	0
107	فارق المعادلة (1)	0	0	0
12	نتيجة صافية / (نتيجة صافية حصة المجمع (1))	44 492 080,51	49 387 877,82	20 150 937,22
11	رؤوس أموال خاصة أخرى / ترحيل من جديد	0	0	0
PSC	حصة الشركة المدمجة (1)	0	0	0
PM	حصة ذوي الأقلية (1)	0	0	0
المجموع 1		1 297 265 643,09	1 336 653 520,91	1 344 804 458,13
1+	الخصوم غير الجارية	0	0	0
16+	قروض و ديون مالية	0	0	0
134+	ضرائب (مؤجلة و مرصود لها)	0	0	0
229	ديون أخرى غير جارية	0	0	0
15+	مؤونات و منتجات ثابتة مسبقا	4 149 840,81	6 267 520,81	6 172 610,71
	مجموع الخصوم غير الجارية 2	4 149 840,81	6 267 520,81	6 172 610,71
4+	الخصوم الجارية	0	0	0
40	موردون و حسابات ملحقة	8 134 376,67	8 846 784,4	1 800 000
444+	الضرائب و ما شابهها	338 904,52	544 853,6	905 023,66
42+	ديون أخرى	1 422 096 843,71	876 239 126,04	756 543 899,54
52+	خزينة سلبية	0	0	0
	مجموع الخصوم الجارية 3	1 430 570 124,9	885 630 764,04	759 248 923,2
	مجموع عام للخصوم	2 731 985 608,8	2 228 551 805,76	2 110 225 992,04

المركز الوطني للسجل التجاري CNRC.SEDJELCOM.DZ

ميزانية أصول شركة Sofinance 2018-2020

2020	2019	2018	الأصول	رقم الحساب
4898123.14	15455090.68	1205151005.72	الأموال الخاصة	1
0	0	0	أصول غير متداولة	2
0	0	0	المخزون الحالي	3
1901065081.94	2276073381.78	1429487910.82	الذمم المدينة المندمجة و العمالة/مستحقات استعمالات مماثلة	4
14307669133.04	13194327826.09	10930433863.88	السيولة و السيولى المماثلة	5
51764930.56	51772916.67	51788888.89	النتيجة المتوقعة	6
221464076.42	176316137.66	138492918.65	ايرادات و نواتد	7
25110172.7	22385695.72	19775228.23	نتيجة سلبية	8
45969804.58	46018696.79	45837206.94	نتيجة العادية قبل الضريبة	9
952305156.37	837045929.85	1083807177.82	رأس المال،احتياطيات مماثلة	10
1355960737.24	984555813.2	913937600	أموال خاصة أخرى و مبالغ مرحلية	11
0	0	0	النتيجة الصافية. حصة المجموعة	12
597071666.16	616995202.72	647385385.67	احتياطيات(تثبيات)مالية	13
21214694.81	25824245.26	7233178.93	اعانات الاستثمار	14
0	0	0	مؤونات أعباء. غير متداولة (خصوم)	15
19484493576.96	18246770936.42	16473330365.55	مجموع الأصول	

المصدر: المركز الوطني للسجل التجاري CNRC.SEDJELCOM.DZ

ميزانية خصوم شركة 2020-2018sofinance

			رقم	الحساب الخصوم
2020	2019	2018		
0	0	0	1	الأموال الخاصة
1908312500	1355955972.22	250763889.89	2	أصول غير متداولة
27722301.54	104488101.44	110233266.32	3	المخزون الحالي
0	0	0	4	الذمم المدينة المندمجة و العمالة/مستحقات و استعمالات مماثلة
298172859.18	269790038.99	216911176.12	5	السيولة و السيولة المماثلة
0	0	0	6	النتيجة المتوقعة
1644804382.39	1358731989.24	1435854395.1	7	ايرادات و نواتج
24563627.53	22655452.08	21188440.41	8	نتيجة سلبية
68998567.48	61786947.02	55013824.61	9	نتيجة العادية قبل الضريبة
0	0	0	10	رأس المال، احتياطات مماثلة
231341490.66	235774946.49	246823049.59	11	أموال خاصة أخرى و مبالغ مرحلية
0	0	0	12	النتيجة الصافية حصة مموعة
10000000000	10000000000	10000000000	13	احتياطات (تنبينات) مالية
0	0	0	14	اعانات الاستثمار
4242472476.63	3841427311.2	3260187369.47	15	مؤونات أعباء. غير متداولة (خصوم)
0	0	0	16	قروض و ديون مماثلة
295115012.31	295115012.31	295115012.31	17	الديون المرتبطة بلأسهم
0	0	0	18	حسابات الاتصال للسندات و المشاريع المشتركة
742990359.24	701045165.43	581239941.73	19	مخصصات الخسائر و الرسوم
19484493576.96	18246770936.42	16473330365.55		مجموع الخصوم

المصدر: المركز الوطني للسجل التجاري CNRC.SEDJELCOM.DZ