



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 20 أوت 1955 - سكيكدة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي



العنوان:

سوق رأس المال المخاطر كاستراتيجية بديلة للتمويل في الجزائر

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

تحت إشراف الأستاذة:

د. ضياف علية

من إعداد الطالبة:

زغاشو هاجر

أعضاء لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة الأصلية	الرتبة	اسم و لقب الأستاذ
رئيسا	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	أستاذ محاضر أ	د. شرون عز الدين
مقررا	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	أستاذ محاضر ب	د. ضياف علية
ممتحنا	جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	أستاذ محاضر أ	د. بلعائش ميادة

السنة الجامعية 2019-2020

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الجزائرية

جامعة 20 أوت 1955 - سكيكدة

نموذج التصريح الشرفي

خاص بالالتزام بقواعد النزاهة العلمية لانجاز بحث

أنا الممضي أدناه،

السيد: زغاسو هاجر الصفة: طالب، أستاذ باحث، باحث دائم: طال لبعك
الحامل لبطاقة التعريف الوطنية رقم: 16472 والصادرة بتاريخ: 27/04/2010
المسجل بكلية: العلوم الاقتصادية، الباريك وعلوم التسيير قسم: العلوم الاقتصادية
والمكلف بإنجاز أعمال بحث (مذكرة التخرج، مذكرة ماستر، مذكرة ماجستير، أطروحة دكتوراه)،
عنوانها: سوق رأس المال المضارب كاستراتيجية بديلة
للتحويل في الجزائر

أصرح بشرفي أنني ألتزم بمراعاة المعايير العلمية والمنهجية ومعايير الأخلاقيات المهنية النزاهة الأكاديمية المطلوبة

في إنجاز البحث المذكور أعلاه.

التاريخ: 2020/09/19

إمضاء المعني



الإهداء

إلى أعز من أملك في هذا الوجود أُمِّي حفظها الله ورعاها.

إلى من رباني على مكارم الأخلاق والدي العزيز. أطال الله عمرهما وحفظهما من كل سوء

إلى أختي الغالية "" شيماء "" والكتكوتة الصغيرة "" سجي "" إلى إخوتي منجي وفتح

إلى كل زميلاتي في الجامعة وإلى صديقاتي وكل طلبة نقود وبنوك السنة الثانية ماستر

وإلى كل ما ساعدنا إلى الوصول بهذا العمل إلى بر الأمان.

الشكر

أولاً أشكر الله وأحمده سبحانه حمدا يليق بجلاله وعظيم سلطانه على توفيقه
أتقدم بالشكر الجزيل والامتنان الكبير إلى الأستاذة المشرفة " ضياف عليّة " على
نصائحها و توجيهاتها القيمة .

وأتوجه بالشكر أيضا إلى أساتذتي الكرام أعضاء لجنة المناقشة
كما أتوجه بالامتنان لكل من ساعدني على إنجاز هذا البحث.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية سوق رأس المال المخاطر كبديل استراتيجي فعال في دعم وتمويل المشاريع الناشئة، وعلى تنمية روح الاستثمار في الجزائر، بوصفه أحد أهم الحلول لمشكلة التمويل، حيث يعتبر التمويل عن طريق رأس المال المخاطر المد الازم بالأموال والتوجيه والتسيير بدون طلب ضمانات، وهذا ما يساعد المشاريع الناشئة على النمو وتحقيق أهدافها، خاصة أن هذه المشاريع في الجزائر تبحث عن بديل تمويلي لا يتطلب ضمانات. توصلنا في الأخير إلى أنه بالرغم ما قامت به الجزائر في هذا المجال إلا أن استعمال هذه التقنية لا يزال دون المستوى المطلوب، وباجة إلى اصلاحات جذرية، اضافة إلى أن هذه التقنية في الجزائر هي تمويل مكمل للتمويل البنكي يمارس كخدمة مالية مقدمة إلى جانب خدمات مالية أخرى كقرض الايجار وهذا ما تبين من خلال دراسة sofinance، وعليه فتطور سوق رأس المال المخاطر لا يقتصر على تحفيز المؤسسات المالية في تقديم عروض التمويل فقط، بل أكبر من هذا المنظور فتطور سوق رأس المال المخاطر بحاجة إلى بدل المزيد من الجهود من طرف الحكومات وفاعلين في الاقتصاد، للنهوض بهذه الصناعة الواعدة، حتى تتمكن من لعب الدور المنتظر منها في الاقتصاد الوطني .

الكلمات المفتاحية: سوق رأس المال المخاطر، التمويل، المشاريع الناشئة، sofinance.

Abstract:

This memory aims to showing the importance of the venture capital as an effective strategical reserve to support and finance the projects and developing the investment spirit in Algeria. It is considered as one of the most important solutions for the problem of the investment. The investment through the venture capital is considered as the investment, guidance and management without guarantees And that helps the emerging and nascent projects to be developped, realize and fulfill their targets. Especially, these projects in Algeria are looking for a substitute.

Finally, we figured that despite of what has Algeria done in this field, but the use of this technique stills under the required level and need to radical reforms. In addition, this technique in Algeria is a supplementary financing for the bank financing and practiced as a financial service provided alongside other financial services as the rental loan and this is what was found through the sofinance study. The development of the market of the venture capital is not limited only to motivating financial institutions but greater than this perspective. The development of the market of the venture capital needs to more efforts from the government and specialists in the field of economy to advance this industry. So, it can play the expected role in the national economy.

Keywords: capital market risk, financing, Emerging projects, sofinance.

قائمة المحتويات

الصفحة	المحتوى
	- الاهداء
	- الشكر
	- الملخص
	- الفهرس
	- قائمة الجداول
	- قائمة الاشكال
6	الفصل الأول : الاطار النظري لسوق رأس المال المخاطر
6	تمهيد
7	المبحث 1 : الاطار النظري لسوق رأس المال المخاطر
7	المطلب الأول: ماهية رأس مال المخاطر
7	1- تطور ونشأة رأس مال المخاطر
8	2- تعريف رأس مال المخاطر
9	3- خصائص التمويل برأس مال المخاطر
10	4- أدوات رأس مال المخاطر
11	المطلب الثاني: إجراءات التمويل عن طريق مؤسسات رأس مال المخاطر
11	1 - أطراف العملية التمويلية

12	2- آلية عمل شركات رأس المال المخاطر و طرق التخارج
14	3- أنواع مؤسسات رأس مال المخاطر
15	4- استراتيجيات مؤسسات رأس مال المخاطر
17	المطلب الثالث : تحديات التمويل برأس المال المخاطر و مزايا و عيوب التمويل به
17	1- تحديات التمويل برأس مال المخاطر
18	2- آثار التمويل برأس مال المخاطر
19	3 - مزايا و عيوب التمويل برأس مال المخاطر
22	المبحث2: آليات الحكومة لتفعيل سوق رأس مال المخاطر والعوائق التي تواجهها مؤسساته
22	المطلب الأول: سوق رأس المال المخاطر والسياسات الحكومية
22	1 - أهمية سوق رأس مال المخاطر بالنسبة للحكومة
23	2- السياسات الحكومية لتنشيط سوق رأس مال المخاطر
26	3- طرق التدخل الحكومي في سوق رأس مال المخاطر
27	المطلب الثاني: متطلبات تطوير سوق رأس المال المخاطر و العوائق التي تتعرض لها مؤسساته
27	- متطلبات تطوير سوق رأس المال المخاطر
28	- المعوقات التي يمكن أن يواجهها نموذج حكومي سوق رأس مال المخاطر
29	المطلب الثالث: نماذج عالمية لدعم الحكومة لعمل رأس المال المخاطر
29	1- تجربة الولايات المتحدة الأمريكية
30	2- تجربة تايوان
30	3- التجربة البريطانية

31	المبحث الثالث : الدراسات السابقة
32	خلاصة الفصل
33	الفصل الثاني : واقع سوق رأس المال المخاطر في الجزائر- دراسة حالة شركة -sofinance
33	تمهيد
34	المبحث 1 : التنظيم العام لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر
34	المطلب الأول : الاطار القانوني والتنظيمي لرأس المال المخاطر بالجزائر
34	- نشأة سوق رأس المال المخاطر بالجزائر
35	- مفهوم رأس المال المخاطر لذى للمشرع الجزائري
36	- الضوابط المفروضة على مؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر
37	- التحفيزات الممنوحة لمؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر
38	المطلب الثاني: المؤسسات و الهياكل الداعمة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بالجزائر
38	- صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (FGAR)
39	- صندوق ضمان استثمارات المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
40	- الوكالة الوطنية لتتمين نتائج البحث العلمي و التنمية التكنولوجية
41	- الوكالة الوطنية للوساطة و الضبط العقاري
43	المطلب الثالث: دوافع انشاء سوق رأس المال المخاطر بالجزائر والعقبات التي يواجهها
43	1- دوافع انشاء سوق رأس المال المخاطر بالجزائر
43	- العقبات التي يواجهها سوق رأس المال المخاطر الجزائري

45	المبحث 2: الوسطاء الماليون المتدخلون في سوق رأس مال المخاطر بالجزائر وسبل دعمهم
46	المطلب الأول : مؤسسات رأس المال المخاطر الوطنية
46	1- المؤسسة المالية الجزائرية الأوروبية FINALEP
50	2- الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE
51	3- الجزائر استثمار
51	4 - الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار
52	5 - المغربية للاستثمار
53	6 - صناديق الاستثمار الولاية
53	المطلب الثاني: المؤسسات الغير مقيمة
53	- شركة افريقيا للاستثمار
53	- مجموعة ABRAJ
54	- شركة swicorp
54	- شركة ESP
55	- شروط إنجاز شركات رأس المال المخاطر بالجزائر
56	- سبل دعم شركات رأس المال المخاطر بالجزائر
58	المبحث 3 : دراسة حالة الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE
58	المطلب 1 : تقديم الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة و التوظيف SOFINANCE
58	1- مفهوم شركة SOFINANCE
58	2- الاطار التنظيمي لشركة رأس المال المخاطر SOFINANCE

58	مهام شركة SOFINANCE وأنشطتها المالية
60	المطلب 2 : إجراءات التمويل لدى SOFINANCE
60	1- مكونات طلب التمويل بالاعتماد الإيجاري لدى SOFINANCE
61	2- شروط الإيجار التمويلي لدى SOFINANCE
61	3- مسار ملف طلب التمويل
62	المطلب 3 : نشاط رأس المال المخاطر في SOFINANCE
62	1- مسار عملية التمويل برأس المال المخاطر على مستوى SOFINANCE
64	2- خصائص عملية أخذ المساهمة على مستوى الشركة المالية
65	3- تقييم نشاط شركة SOFINANCE
69	المطلب 4 : مستقبل التمويل برأس المال المخاطر بالجزائر
69	1- الحلول المساعدة على ترقية المؤسسات و الهياكل المساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر
71	2- آفاق رأس المال المخاطر بالجزائر
72	خلاصة الفصل
73	الخاتمة العامة
76	قائمة المراجع

❖ قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
13	امكانية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر خلال مراحل حياة المشروع	01
21	مقارنة بين رأس المال المخاطر والقروض التقليدية	02
47	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للمؤسسات التابعة ل FINALEP	03
53	مساهمة asicom في تمويل المشاريع الاستثمارية	04
54	محفظة استثمار مجموعة abraaj في الجزائر	05
55	المحفظة الاستثمارية لشركة swicorp في الجزائر	06
58	مختلف السياسات التي تتبعها الحكومة الجزائرية لتنشيط سوق رأس المال المخاطر	07
67	نشاط شركة SOFINANCE (2015-2016-2017)	08
68	تقديم خدمات sofinance خلال الفترة 2015-2017	09
69	تحليل تطور ميزانية sofinance خلال الفترة 2015-2017	10

قائمة الأشكال



الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
09	أساس عمل شركات رأس المال المخاطر	01
27	النموذج الهين لتدخل الحكومة في سوق رأس المال المخاطر	02
41	طريقة عمل أنظمة الدعم المقدمة من طرف الوكالة الوطنية لتتمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجي	03
43	تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر	04
56	شركات الوساطة المالية في سوق رأس المال المخاطر الجزائري	05
67	التمثيل البياني لمعطيات الجدول رقم (8) حول تقييم نشاط SOFINANCE	06
68	التمثيل البياني لمعطيات الجدول رقم (9) . لخدمات sofinance من 2015 إلى 2017	07
69	حصة رأس المال المخاطر من اجمالي نشاطات sofinance في سنة 2017	08
70	تمثيل بياني لمعطيات الجدول رقم (10) لتطور ميزانية sofinance خلال الفترة 2017-2015	09

المقدمة

تسعى مختلف الدول إلى تحقيق درجات الكفاءة الاقتصادية التي تضمن لها نسبة عالية في الدخل الوطني وتحقيق مستويات عالية من التشغيل وبالتالي خلق اقتصاد قوي يركز على مبادئ واساتراتيجيات من خلال الاعتماد على التمويل الذي يعتبر احدى أهم ركائز الاستثمار لاي اقتصاد، خاصة في ظل التحولات الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد العالمي مؤخرًا، والتي كان لها آثار مباشرة على سوق التمويل.

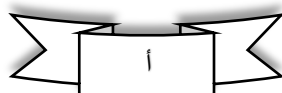
وفي ظل هذه الظروف اتجهت الجهود إلى ابتكار أساليب تمويلية جديدة ومستحدثة من شأنها سد الفجوة التمويلية التي تعاني منها المؤسسات الجديدة صاحبة الأفكار الواعدة، وفي الوقت نفسه ذات المخاطر العالية التي ترفض الجهات الأخرى تمويلها، وتجد صعوبات في الولوج إلى التمويل البنكي لقلة ضماناتها أو ضعف رأسملتها . فبرز نمط جديد من التمويل يتماشى مع متطلبات واحتياجات هذه المؤسسات يتمثل في رأس المال المخاطر، كبديل استراتيجي للمشاريع الاستثمارية يعتمد على مبدأ المساهمة في رأسمال المؤسسة لفترة زمنية محددة بواسطة شركات راس المال المخاطر، ولا يقتصر دوره على تمويل المشاريع ذات المخاطر العالية فحسب بل يتعدى ذلك إلى تقديم خدمات غير تمويلية تتمثل في الدعم الفني والاستراتيجي والاداري، مما ينعكس إيجابا على المؤسسة الممولة .

يظهر أن هناك تركيز ملحوظ في السنوات الأخيرة على اسهامات سوق راس المال المخاطر في النمو الاقتصادي والدور الذي يلعبه في زيادة وتطوير الصناعات التكنولوجية كالاعلام الآلي وتقنيات الاعلام والاتصال، بالنظر إلى طبيعة هذا النوع من التمويل الذي يتأقلم خاصة مع المخاطر المرتفعة، إذ صارت الدول والحكومات أكثر وعيا بهذا النمط التمويلي، مما دفعها إلى بدل مجهودات خاصة لإقامة هذه الأسواق وتطويرها من خلال دعمها وخلق بيئة مناسبة لها ومعرفة حاجات هذه السوق التمويلية ومتطلبات نجاحها لخلق سوق رأس مال قوي وفعال قادر على تلبية الحاجات التمويلية. ولضمان نجاح عملية هندسة سوق رأس المال المخاطر، يجب النظر في مختلف التجارب والنماذج السابقة لاستخلاص اهم الدروس، ويعد النموذج الأمريكي نموذجا جديرا بالدراسة حيث يعتبر ثاني سوق رأس مال المخاطر في العالم أعلى مستوى من الدعم الحكومي .

الجزائر شأنها شأن الدول الأخرى، لم تكن بعيدة عما يجري في الساحة الدولية، بسبب العولمة الاقتصادية فهي تبحث عن الاندماج في الاقتصاد العالمي وتعزيز القدرة التنافسية لتحقيق غايات اقتصادية، ولهذا انتهجت استراتيجيات نمو عميقة تخدم اقتصادها ومؤسساتها، خاصة في مجال التمويل الذي تعتمد عليه في تمويل المشاريع الاستثمارية، ولكي يتحقق هذا كله لا بد من توفير سوق تمويلي فعال يحظى بدعم حكومي من شأنه النهوض بهذه المؤسسات وفق استراتيجيات تمويلية دقيقة تتجه إلى دعم هذه المشاريع وتدفع للابتكار، ويعد رأس المال المخاطر خيار تمويلي مثالي وحديث يتناسب مع هذه الحاجات التمويلية خاصة في بلد مثل الجزائر

على ضوء ما سبق ، ارتأينا إلى طرح التسائل الرئيسي التالي :

ما مدى نجاعة سوق رأس المال المخاطر كمنهج استراتيجي حديث للتمويل في الجزائر ؟ وماهي معيقاته ؟



من خلال السؤال الرئيسي ارتأينا إلى طرح الأسئلة الفرعية التالية :

- هل يعتبر التمويل برأس المال المخاطر بديل فعال للمؤسسات الناشئة ؟
- هل تملك شركات رأس المال المخاطر الهيكلية المناسبة للقيام بالدول المنوط بها فيما يخص عملياتها التمويلية في الجزائر ؟
- هل اتخذت الدولة الجزائرية ما يكفي من الاجراءات لتفعيل السوق التمويلي برأس المال المخاطر ؟

فرضيات الدراسة :

- تقنية رأس المال المخاطر من بين أهم الطرق التي أثبتت نجاعتها في التمويل رغم احتوائها على المخاطر .
- غياب تشريع واضح لطبيعة الهيكلية المؤسساتية المناسبة لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر جعلها تفقد جزءا مهما من فعاليتها التمويلية؟
- لا تزال الخطوات المنتهجة من قبل الدولة على مستوى سوق رأس المال المخاطر متواضعة و غير كافية

مبررات اختيار الموضوع :

يرجع سبب اختيار الموضوع بصفة أساسية إلى:

- حداثة رأس المال المخاطر بالجزائر، وما يحققه من نجاح في بعض الدول بتشجيعه للمؤسسات الإبتكارية ما زاد ميولي للتعرف على هذه التقنية هو ما يميزها عن أنماط التمويل التقليدية من جهة، ومن جهة واقع هذه التقنية في تمويل المؤسسات الجزائرية .
- تقديم هذه التقنية على انها حل لتمويل المشاريع الاستثمارية خاصة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وتشجيع أصحابها على الاستثمار، خاصة في ضوء المعطيات الاقتصادية الحالية .

أهمية الدراسة :

- إن أهمية دراسة هذا النوع من التمويل تعود إلى الخصوصية التي يتمتع بها، ومساهمته في دعم المؤسسات الجديدة ذات الأفكار الواعدة، وبالتالي يعتبر قناة إضافية لاطلاق المشاريع، وتشجيع الاستثمار الخاص، على غرار القنوات الأخرى، وكذلك محاولة البحث عن خلل ممارسات المهنة في الجزائر، واقتراح ما يلزم من دعامة حتى تتوازن هذه الممارسات، خاصة في هذه المرحلة التي يبحث فيها الاقتصاد الجزائري عن بدائل للموارد المالية المتأتية من قطاع الحروقات.

أهداف الدراسة :

- يكمن هدفنا من خلال هذا البحث في التعريف بهذه التقنية و آليتها، ومحاولة تحديد مدى انتشار استعمالها في الجزائر، و معوقاته، وكذا البحث عن السبل الممكنة لتفعيلها، وهذا لمساعدة القطاع الخاص للنهوض وأخذ مكانه الصحيح في الاقتصاد.

حدود البحث :

- يهدف معرفة وضع السوق التمويلية برأس المال المخاطر في الجزائر، وبعد أن نستعرضه بالشكل النظري رأينا أن ندعم بحثنا بالتطرق إلى واقع ممارسات شركات رأس المال المخاطر على مستوى هذا السوق التمويلي، والتركيز خاصة على مؤسسة SOFINANCE، باعتبارها من أهم المؤسسات في الجزائر التي تتخذ هذا النمط التمويلي في عملياتها .

منهجية الدراسة :

بغية الإجابة على أسئلة البحث والالام بمختلف جوانبه، واختيار مدى صحة الفرضيات المذكورة سابقا وفي ضوء ما يتوفر لنا من بيانات ركزنا في بحثنا على كل من :

- **المنهج الوصفي:** عند التطرق لوصف تقنية رأس المال المخاطر، و آلية عمله، والتعرف على مؤسساته.
- **المنهج التحليلي:** اعتمدنا عليه في تحليل البيانات والمعطيات التي تمس مختلف جوانب الموضوع .

صعوبات البحث :

ككل الأبحاث و الدراسات ونظرا لحدثة موضوع رأس المال المخاطر، واجهت صعوبات كثيرة شكلت عراقيل، تمت في :

- قلة المراجع المتعلقة برأس المال المخاطر على مستوى المكتبات الجامعية وباللغة العربية على وجه الخصوص
- صعوبة الحصول على المعلومات الإحصائية و البيانات من مواقعها الرسمية لاسيما التي تخص شركات رأس المال المخاطر (SOFINANCE)

هيكل البحث :

شملت الدراسة فصلين حيث تناول الأول الاطار النظري لسوق رأس المال المخاطر، و الفصل الثاني أهتم بواقع هذه السوق التمويلية في الجزائر، حيث تضمن الفصلين ما يلي :

- الفصل الأول: قسم إلى ثلاث مباحث حيث يعرض المبحث الأول مفاهيم عامة حول رأس المال المخاطر اما المبحث الثاني آليات الحكومة في تفعيل سوق رأس المال المخاطر، والمبحث الأخير خصص للدراسات السابقة .

- الفصل الثاني : قسم هذا الفصل كذلك إلى ثلاث مباحث يعرض المبحث الأول التنظيم العام سوق رأس المال المخاطر بالجزائر ، و المبحث الثاني تم التطرق فيه إلى الوسطاء الماليون المتدخلون في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر ، أما فيما يخص المبحث الأخير تم من خلاله : دراسة حالة الشركة المالية للاستثمارات ، المساهمة و التوظيف SOFINANCE

الفصل الأول: الإطار النظري لسوق رأس المال المخاطر

تمهيد

يعد رأس المال المخاطر أداة تمويلية فعالة تشارك في حل القدرة المحدودة على الحصول على التمويل، يستهدف عمل رأس مال المخاطر بصفة أساسية الأعمال ذات الأفكار الجديدة والآليات المتطورة فيمددهم بالدعم المالي والفني، فهو يقوم على أساس المشاركة، دون ضمان العائد ومنه تقاسم الأرباح والخسائر .

وكنتيجة لنجاح هذه التقنية التمويلية دفع الحكومات في كل من الدول النامية والمتقدمة الى إتخاذ مجموعة من التدابير والإجراءات تساهم في إنشاء سوق رأس مال مخاطر فعال يساهم بشكل ملحوظ في خلق ثروة .

وعليه يقدم الفصل الأول مختلف المفاهيم الأساسية لفهم كيفية تنظيم وعمل سوق رأس المال المخاطر من خلال تقسيمه كالتالي :

المبحث 1: ماهية رأس المال المخاطر.

المبحث 2: آليات الحكومة لتفعيل سوق رأس المال المخاطر والعوائق التي تتعرض لها مؤسساته.

المبحث 3: خصص للدراسات السابقة .

المبحث 1: ماهية رأس مال المخاطر

يعد رأس مال المخاطر نمط تمويل استراتيجي حديث النشأة وما يميزه عن التمويل التقليدي هو أنه يقوم على الوساطة المالية والمشاركة مما يواكب متطلبات المؤسسات التمويلية. وعليه سيتم في المطلب الأول التطرق إلى مفاهيم عامة حول رأس المال المخاطر، والمطلب الثاني إجراءات التمويل عن طريق مؤسسات رأس مال المخاطر، أما المطلب الثالث تحديات التمويل برأس المال المخاطر ومزايا وعيوب التمويل به .

المطلب 1: مفاهيم عامة حول رأس مال المخاطر

1- تطور ونشأة رأس مال المخاطر

تسمح معرفة التطور التاريخي لرأس مال المخاطر بفهم مختلف الجوانب الأخرى المرتبطة بسوق رأس مال المخاطر من متدخلين فيها مراحل عملية الاستثمار وكيفية الخروج منها .

تعود حرفة رأس مال المخاطر الى عدة قرون فقد ظهرت في نشاطات التجار المخاطرين في الشرق الأوسط خلال القرن الخامس عشر إذ تميز هؤلاء التجار بالنشاط مما سمح لهم بعد مدة ببداية مشاريع تجارية كما ظهر رأس مال المخاطر في شبه الجزيرة العربية قبل الاسلام¹

عرف المفهوم الحديث لرأس مال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال أول مؤسسة رأس مال مخاطر تم تأسيسها سنة 1946 والتي تحمل إسم الشركة الوطنية للبحث والتطوير (ARD) تهدف إلى المساهمة في رأس مال المؤسسات الالكترونية المبتكرة،² ثم تطور رأس مال المخاطر بعد سنة 1950 نتيجة ظهور الصناعات الالكترونية بمنتجاتها الجديدة حتى فترة السبعينيات كانت أغلب مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن مؤسسات مدرجة في سوق الأوراق المالية، لكن في بداية الثمانيات أصبحت مؤسسات رأس مال المخاطر تحت الشكل القانوني لشركة ذات مسؤولية محدودة هي الغالبة بسبب الامتيازات الجبائية التي قدمت لها .

في سنة 2000 عرف رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية دفعا قويا بسبب التطور التكنولوجي، التحكم في التضخم والتوسع الاقتصادي ليبلغ أقصى مستوياته إلا أن أزمة 2007، حالت دون بلوغ مستويات 2000 مرة أخرى.³

¹ محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الأولى،

الجزائر، 2014، ص 15

² Monder chérif , << Le capital risque >> , Revu banque Edition paris , 2008 , p 16

³ دنداني محمد أمين، فرص نجاح نظام المشاركة الإسلامي بالمقارنة مع نظام رأس المال المخاطر - دراسة مقارنة - مذكرة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011، ص 41

2- تعريف رأس مال المخاطر:

وردت عدة تعريفات لرأس مال المخاطر نذكر منها :

- **التعريف الأول:** وقد يسمى أيضا الرأسمال الجريء والرأسمال المغامر، وبالفرنسية *capital risque* أو *capitale de développement* وبالإنجليزية يسمى *venture capital* ويعرف رأس مال المخاطر بأنه: أحد أشكال تمويل المؤسسات تقدم مؤسسة للأعمال جزء من حق ملكية وإدارة المؤسسة مقابل رأس المال في نطاق فترة زمنية محددة تتراوح عادة من 3 إلى 5 سنوات وقد تمتد إلى 7 سنوات.¹

- **التعريف الثاني:** حسب الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر *evca* هو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن الحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد أملا في الحصول على فائض قيمة في المستقبل.²

- **التعريف الثالث:** هو عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات رأس المال المخاطر، إذ أن هذه التقنية لا تعتمد على تقديم السيولة فقط للمؤسسات كما هو الحال بالنسبة للتمويل البنكي بل يقوم على أساس المشاركة حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد،³ كما أنه وسيلة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سواء عند تكوينها أو التوسع فيها، والتي تسعى إلى تطبيق أفكار تكنولوجية حديثة يصعب تمويلها بالاقتراض أو من خلال حقوق الملكية وذلك لارتفاع درجة مخاطرها.⁴

- **التعريف الرابع:** من الناحية القانونية يعرف رأس مال المخاطر بأنه نمط اتفاق ينشأ بين منشأ المؤسسة الذي يبحث عن الأموال الخاصة للتطور التكنولوجي أو الإنتاجي للسلع والخدمات، وصاحب شركة رأس مال المخاطر الذي يوفر هذا التمويل، ويشمل هذا العقد أو الاتفاق جميع المؤسسات الغير مسعرة في البورصة.⁵

من خلال التعاريف السابقة يمكن وضع التعريف التالي: رأس مال المخاطر هو وسيلة تمويلية مستحدثة للمشروعات الناشئة أو المتعثرة غير المسعرة في البورصة والتي تنطوي على مخاطر عالية، من خلال مؤسسات مالية تدعى

¹- صحراوي مقلاتي، التمويل برأس المال الخاطر منظور إسلامي، ورقة مقدمة في مؤتمر المصارف الاسلامية بين الواقع والمأمول الجزائر، يومي 21 ماي -30 جوان 2009، الإمارات العربية المتحدة، ص 2

² عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر 2001 ص 4

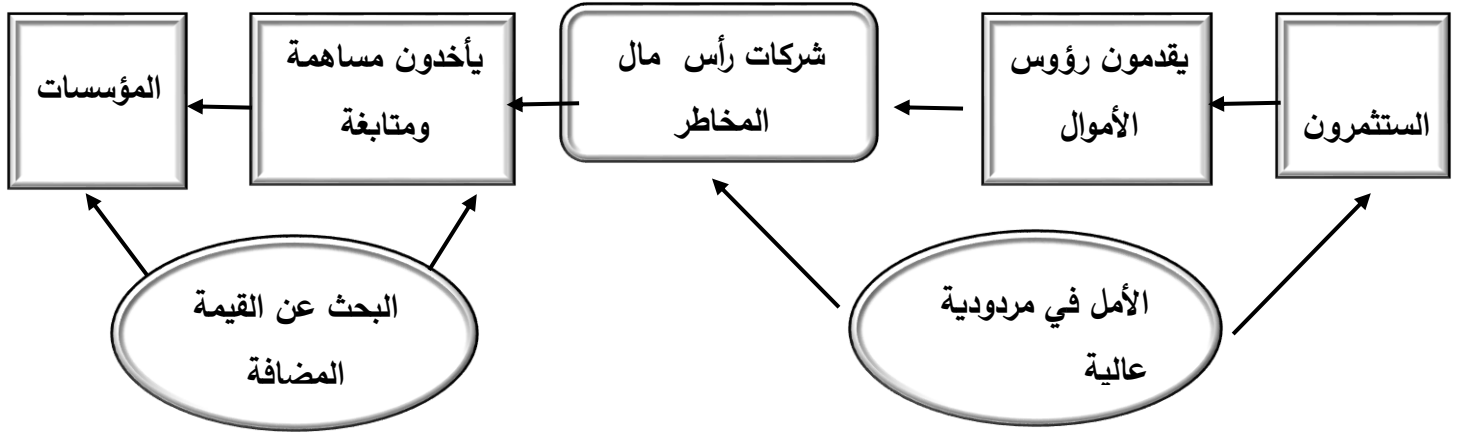
³ دراجي كريمو، شركات رأس المال المخاطر كألية لتمويل المؤسسات - دراسة حالة الجزائر - مجلة الاقتصاد الجديد، العدد9 سبتمبر 2013، ص 346

⁴ سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، سلسلة توعية المستثمر المصري، في مجال سوق المال، الهيئة العالمية للرقابة المالية، جوان 2016، ص 171

⁵ Kamel Eddine bouatouta, *le capital risque investissement- capital risque* (enjeux perspective) Édition grand alger liveres 2005, p33

بشركات رأس مال المخاطر، كما أنه إلى جانب الدعم المالي الذي تقدمه شركات رأس مال المخاطر، فإنها تقدم خبراتها الفنية للاجئين إليها، إذن فالأساس الذي تقوم عليه هذه الشركات هو قيامها على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر لا الاقتراض وتعمل على تحقيق الربح الرأسمالي لها والقيمة المضافة للمؤسسة، والشكل الموالي يوضح طريقة سير عملية التمويل برأس مال المخاطر .

الشكل رقم (1): أساس عمل شركات رأس مال المخاطر



SOURCE: JEAN LACHMANN, CAPITAL- RISQUE RT CAPITAL – INVESTISEMENT, EDITION ECONOMICA, PARIS, 1999, P 17.

3- خصائص التمويل برأس مال المخاطر

يتميز نظام التمويل برأس مال المخاطر بمجموعة من الخصائص كما يلي :¹

- **وساطة مالية:** تعتبر معظم عمليات رأس مال المخاطر وساطة مالية لحساب مستثمرين كما هو الأمر بالنسبة لكل من رأس المال الاستثماري بصفة عامة، لكن ما يميز رأس المال المخاطر أن بعض عملياته لا تعتبر وساطة مالية كما هو الحال بالنسبة لنشاط ملائكة الاعمال .
- **استثمار بالأموال الخاصة:** حيث أنه يستهدف أعلى الميزانية إعتقادا على الأموال الخاصة عادة التي تزود المستثمرين بمعلومات معتبرة وتعطيهم حقوق رقابية .
- **مساهمة نشطة:** بالمتابعة التسييرية للفريق المسير ونظرا للدعم الكبير الذي يحتاج إليه مسيرو المشاريع الناشئة من جهة وبسبب الخطر العالي للاستثمار من جهة أخرى وهذا ما يسمى بالمساهمة الغير مالية .
- **استثمار متوسط وطويل الأجل:** رأس مال المخاطر هو تمويل لأجل محدد من الزمن بهدف تحقيق عائد مالي، حيث أن المستثمرون يبيعون حصصهم بعد مدة تتراوح من سنتين إلى 10 سنوات حسب تطور المنشأة من أجل تحقيق أهدافهم بتحصيل قيم مضافة .

¹ محمد السبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة - دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة finalep مذكرة ماجستير منشورة في علوم التسيير، جامعة منثوري، قسنطينة، 2009، ص ص 70-73

- **استثمار خطر:** يعود الخطر العالي للاستثمار أساسا إلى الطبيعة الخاصة للمشاريع الناشئة، حيث تكون المخاطر المرتبطة بالمراحل المبكرة عادة أكبر من المراحل اللاحقة للنمو.
- **استثمار في مشاريع ناشئة:** إن تحقيق عائد كبير بالقدر المذكور أعلاه يكون فقط لدى المنشآت التي تمتلك استعدادات معتبرة للنمو، وهي عادة المشاريع عالية التكنولوجيا التي تقدم منتجات متميزة سواء في الإعلام أو الصحة أو في مختلف القطاعات الأخرى .

4 - أدوات رأس مال المخاطر

يشمل رأس مال المخاطر على صنفين من الأدوات هما ¹:

أولا : أدوات اتخاذ القرار للمستثمر

- **الخطة التجارية:** تعتبر الخطة التجارية بمثابة البرنامج الرئيسي للمشروع ومن خلاله تتضح الأهداف الخاصة، وكذلك إمكانية تجسيد هذا المشروع على أرض الواقع وتسمح الخطة بتقدير المخاطر التي يمكن التعرض لها ونسبة الأرباح المحققة، وكذلك تشمل الخطة مجموعة من المعلومات النوعية ومعلومات كمية والتي تتعلق بالنتائج الرقمية (الميزانية، جدول النتائج، جدول المركز المالي) وكذلك تحديد الرسائل التي تستعمل وتقدير الحاجات المالية ويتم فحص الخطة التجارية من قبل أصحاب رأس مال المخاطر، وذلك بتحليل بعض الظواهر كدراسة الوسائل، الهيكلة المالية، الحاجات لرؤوس الاموال الخاصة والقروض، الحاجة لرأس المال العامل وتقييم لرأس المال البشري لكن لا يتوقف التحليل هنا بل ينتقل إلى مرحلة أعمق باللجوء إلى أخصائيين في القانون وفي المالية، المحاسبة وعلم الاجتماع
- **التقدير والتقييم:** يعد تقييم المؤسسة عنصرا رئيسيا لتطورها، إذ تعتبر الخطة التجارية مرجعا ملموسا للتقييم ولكن لا يوجد قوانين دقيقة بل مجموعة طرق ومميزات التي توصل لاقتراح ملموس، فعملية التقييم تواجه مجموعة من الصعوبات وخاصة بالنسبة للمؤسسات الغير مسجلة في البورصة فالصعوبة الأولى تكمن في تقدير مفهوم القيمة الاقتصادية للمؤسسة مع العلم أن القيمة الاقتصادية لها قسمين: القسم الأول قيمة الأصول الموجودة والقسم الثاني قوة النمو .

ثانيا: أدوات المتابعة

- **المراقبة:** طريقة المراقبة تتمثل في ضمان تطبيق الخطة التجارية بشكل جيد فمن خلال عملية المراقبة الجيدة فأي نوع من انواع المخاطر يحلل ويكون موضوع قياس فهي ستساعد عملية متابعة المشروع من طرف المستثمر .

¹ علية ضياف، كمال حمادة، رأس المال المخاطر اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة - حالة الجزائر - مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 5، جوان 2016، ص ص 104 - 105

- تقديم التقارير: لكي يسير نظام المتابعة على أكمل وجه وتكوين المستثمر الجديد كذلك يسير في أحسن الظروف بحيث يتم وضع حيزا من التقارير التي تقدم في شكل جداول إذ أن جدول الوضعية يكون واضح ودقيق ويتم وضعه مع الشركاء الماليين وتتوفر فيه المعلومات التالية: معلومات حول حجم النشاط، مردودية الاستثمارات، النقدية

المطلب 2: إجراءات التمويل عن طريق مؤسسات رأس مال المخاطر

1 أطراف العملية التمويلية

إن التمويل برأس مال المخاطر يتطلب ثلاثة أطراف رئيسية تتمثل في شركات رأس مال 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 شركة رأس مال المخاطر لدى المؤسسات الممولة، وفيما يلي سنتطرق لكل طرف على حدى¹:

- **المستثمرون:** يتدخل هؤلاء المستثمرون من خلال الموارد المالية طويلة الأجل الذين يكونون على استعداد للمخاطرة بها، حيث أنها تمنح من دون ضمانات، وليس من حق المستثمرون المطالبة بتسديدات آنية، بل عليهم الانتظار لغاية نجاح المشروع الممول. وهم صناديق التقاعد، شركات التأمين، البنوك، الأفراد والصناديق المشتركة للتوظيف.

- **شركات رأس مال المخاطر:** وتعتبر شركات ذات اسهم تعمل على توظيف أموالها الخاصة بالإضافة إلى الأموال المحصلة من المستثمرون الذين يرغبون باستثمارها في مشاريع واعدة ذات مخاطر مرتفعة لكن بالمقابل تتوفر لديها آفاق للنمو والتطور بشكل كبير. من خلال أخذ مساهمات في رأسمالها والمشاركة في الأرباح والخسائر المحققة.

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

- **المستأنفون:** يبرز دور هؤلاء المستأنفون عند انتهاء العملية التمويلية بنجاح، أين تقوم شركات رأس مال 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 مؤسسات رأس المال الاستثماري التي تقوم بشراء الحصص بهدف استكمال تمويل المؤسسة في أطوار أخرى من مراحلها.

¹ الأغا تغريد، حشماوي محمد، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة - حالة الجزائر - مجلة المدير،

2 - آلية عمل شركات رأس المال المخاطر وطرق التخارج

2-1 آلية عمل شركات رأس المال المخاطر

تتولى شركات رأس مال المخاطر توفير التمويل اللازم والدعم الفني والإداري للمؤسسات عبر كافة مراحل تطورها (مرحلة الإنشاء أو الانطلاق، التوسع، إعادة بعثها من جديد)، أي من مرحلة ما قبل الإنشاء إلى مرحلة الدخول إلى السوق المالي، وتتم آلية التمويل أولاً بقيام شركة رأس مال المخاطر بالتفاوض مع مستثمرين (بنوك، مؤسسات مالية، شركات التأمين...) بتوظيف أموالهم لديها على أمل الحصول على عوائد جد مرتفعة وتفوق متوسط عائد السوق، ثم تقوم بعد ذلك شركة رأس مال المخاطر بالمساهمة في رأس مال المؤسسة لمدة أقصاها سبعة سنوات وذلك بموجب التشريع المعمول به، أي أن شركة رأس مال المخاطر تتسحب بعد تمكن المقاول من تحقيق الأرباح التي تمكنه من سد العجز للأموال، مما يمكنه من الحصول على التمويل من مصادر أخرى .

تتدخل مؤسسات رأس مال المخاطر عبر كافة مراحل تطور المؤسسة ويمكن تقسيم ذلك إلى 3 مراحل أساسية¹:

- **مرحلة ما قبل الإنشاء capital d'amorçage**: تتولى مؤسسة رأس مال المخاطر في هذه المرحلة تمويل نفقات البحث والتنمية ونفقات إجراءات التجارب، بما في ذلك بعث سلعة أو منتج جديد في السوق مع ملاحظة وتقييم مدى الإقبال عليه .

- **مرحلة الانطلاق Start-up , capital de démarrage**: تتولى مؤسسة رأس مال المخاطر في هذه المرحلة تجسيد المشروع على أرض الواقع، حيث تتولى تمويل التهيئة، شراء المعدات والقيام بعمليات الدعاية وتسويق المنتج - **مرحلة التوسع capital- développement**: في هذه المرحلة تقوم مؤسسة رأس مال المخاطر بتمويل مؤسسات قائمة. وعند تجسيد فكرة التوسع بواسطة المؤسسة بمفردها يقودها إلى ضوابط مالية، فتتدخل شركة رأس مال المخاطر لسد العجز وزيادة الطاقة الإنتاجية، كما تتدخل أيضا لتمويل الاستحواذ على مؤسسات أخرى أو تمويل الاحتياجات من رأس المال العامل.

وهناك حالة خاصة لتدخل مؤسسات رأس مال المخاطر وهي تمويل إعادة بعث المؤسسة حيث تتولى تمويل احتياجات المؤسسة المتعثرة في شكل المساهمة في رأسمالها لمدة زمنية معينة لا تتعدى سبع سنوات على أن تكون تلك المدة كافية أمام المؤسسة لإعادة توازنها واستقرار جهازها الإنتاجي، المالي والإداري².

¹ شلابي عمار، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رهان جديد للتنمية الاقتصادية - دراسة حالة الجزائر - رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2010، ص 277

² ياسين العايب، اشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منثوري قسنطينة، 2010، ص 310

الجدول رقم (1) : إمكانية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر خلال مراحل حياة المشروع

المراحل	الإ إنشاء	التوسيع	التطور	النضج
مصادر التمويل				
التمويل ذاتي	-	غير كافي	نسبي	كافي
رأس مال المخاطر	قاصرة عليها بمفردها	جوهري	هام	-
القروض	مستحيلة	صعبة	ممكنة	ممكنة بدرجة أكبر
درجة المخاطرة	مرتفعة جدا	مرتفعة	قوية	أقل قوة
متابعة المشروعات	موجودة بدرجة كبيرة	متواضعة نسبيا	ضعيفة	هامئة لبيع المشروعات

المصدر: عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، القاهرة، ص 8

2-2 عملية الخروج من الاستثمار:

تختص مؤسسات رأس مال المخاطر في تمويل وتوجيه المؤسسات الجديدة، وتعد أحد المستثمرين القلائل الذين يمنحون التمويل طويل الأجل، وبالتركيز على هذه المؤسسات، يلاحظ أنها تمنح أهمية كبيرة لفترة الاستثمار، فهي 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 الاستثمارات عملية ذات أهمية لمؤسسة رأس مال المخاطر، حيث أن رأس مال المخاطر استثمارات تتميز بدرجة سيولة منخفضة، لا يمكن بيعها بسهولة وسرعة كالأوراق المالية في البورصة، ويركز رأس مال المخاطر على الاستثمار في المؤسسات التي هي في مرحلة الإنشاء أو بعد الإنشاء، وتتراوح مدة استثماره من 7 و 10 سنوات تمثل عملية الاستثمار الناجحة عنصر جذب للمستثمرين من خلال العائدات المرتفعة .

توجد 5 طرق رئيسية للخروج من التمويل عن طريق رأس مال المخاطر، الطريقة الأولى تتمثل في العرض العام على الجمهور، بحيث تدخل المؤسسة المقابلة للبورصة للمرة الأولى، الطريقة الثانية تتم من خلال البيع، حيث يتم شراء المؤسسة المقابلة من طرف مؤسسات كبرى، ويقوم كل من المقاول ومؤسسة رأس مال المخاطر ببيع حصته، الطريقة الثالثة تكون عن طريق البيع الثانوي أي أن مؤسسة رأس مال المخاطر تباع حصتها في المؤسسة المقابلة لمؤسسة رأس مال مخاطر أخرى أو لمؤسسة أخرى، في حين يحتفظ المقاول بحصته فيها، الطريقة الرابعة هي إعادة الشراء، بحيث يقوم المقاول بشراء حصة مؤسسة رأس مال المخاطر في المؤسسة. الطريقة 5 تتمثل في التصفية¹

¹ ايت عكاش سمير، رأس مال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر دراسة حالة SOFINANCE الملتنقى الدولي حول التوجهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، يومي 15 -14 نوفمبر جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016

3 - أنواع مؤسسات رأس مال المخاطر

تعد مؤسسات رأس مال المخاطر أحد وسائل الدعم المالي والفني للمشروعات الاستثمارية الناشئة التي يرتفع معدل مخاطرها وذات إمكانيات النمو والربحية المرتفعة، ويمكن تقسيم هذه المؤسسات إلى قسمين :

3-1 شركات الاستثمار (صناديق الاستثمار)

3-1-1 تعريف شركات الاستثمار

تمثل شركات الاستثمار أو صناديق الاستثمار كما هو معروف، مؤسسات مالية تحصل على الأموال من عدد كبير من المستثمرين عن طريق بيع حصص من الأسهم لهم، حيث يتم تجميع هذه الأموال واستثمارها من قبل إدارة محترفة. حيث يمكن لكبار المستثمرين وصغارهم المشاركة في صناديق شركات الاستثمار ويلاحظ أن شركات الاستثمار وجدت أساسا لمساعدة صغار المستثمرين على تنويع استثماراتهم من خلال محافظ ضخمة و متنوعة تنوعا واسعا.¹

3-1-2 أنواع شركات الاستثمار

تنقسم شركات الاستثمار من خلال الهيكل التمويلي لها إلى قسمين رئيسيين هما :²

3-1-2-1 شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة: تشكل شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة صناديق استثمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يخول لها المشرع الحق في إصدار أسهم تباع للجمهور و لا تستهلك هذه الأسهم أي لا تشتريها من المساهمين بل تتداول أسهمها في السوق المالي كغيرها من الأسهم و تقوم الصحف بنش هذه الأسهم يوميا تحت إسم *pablicly trad. funds* وعلى المستثمر الذي يرغب في بيع أسهم من هذه الشركات أن يدفع عمولة للوسيط المالي عند الشراء، وعمولة أخرى عند البيع .

3-1-2-2 شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: تدير هذه الشركات عددا من صناديق الاستثمار يطلق عليها الصناديق المشتركة وجاءت عبارة النهاية المفتوحة من أجل حجم الأموال المستثمرة في الصندوق غير محدد، ذلك أنه يجوز للشركة إصدار مزيد من الأسهم العادية وبيعها، على عكس شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة، لا تتداول أسهم الشركات ذات النهاية المفتوحة بين الأفراد، بل تقف الشركة بنفسها على استعداد دائما لإعادة شراء ما سبق .

¹ رسمية فرياض، أسواق المال (أسواق - رأس المال-المؤسسات) ، الدار الجامعية الاسكندرية، الطبعة الاولى، ص 172

² منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، الطبعة الأولى، 2010

3-2 شركات رأس مال المخاطر

يتمثل مجال تخصصها في تمويل الأنشطة الاستثمارية الواعدة الخطرة التي تتميز بارتفاع عنصر المخاطرة ولكن آفاق نموها المحتملة كبيرة بحيث يتوقع أن يحقق الاستثمار فيها فائض قيمة، وعلى ذلك ينصب اهتمام شركات رأس مال المخاطر على نوعين من المشروعات: المشروعات الجديدة ذات المخاطر المرتفعة والمشروعات القائمة المتعثرة التي لا تحقق العائد المطلوب منها. وتقوم شركات رأس مال المخاطر من خلال المشاركة في مشروعات الخطرة بتقديم العون اللازم لتحسين فعاليتها سواء تمثل ذلك العون في تقديم المساندة الفنية أو المالية، حيث إذا ما أُنعت أصبحت تحقق عوائد عالية تقوم بإعادة بيع أنصتها في هذه المشروعات محققة فائض قيمة مرتفع يتناسب مع درجة المخاطر التي تعرضت لها¹.

3-2-1 أهداف شركات رأس مال المخاطر

يرجع تأسيس شركات رأس مال المخاطر إلى المشاكل المالية التي واجهت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويعود الاهتمام بها إلى النجاح الباهر الذي حققته في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا في هذا المجال، وتهدف هذه الطريقة التمويلية إلى تحقيق جملة من الأهداف²:

- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري ؛
- التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة ؛
- توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع، والتي تتميز بالتغيرات التكنولوجية السريعة كالاتصالات والإعلام الآلي ؛
- طريقة لتمويل المؤسسات الغير قادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها وهذه الاستثمارات هي لآجال طويلة وغير سائلة وهو ما يرفع من عوائدها عندما يتم بيع المؤسسة المستثمر فيها .

4- استراتيجيات مؤسسات رأس مال المخاطر

تتبع مؤسسات رأس مال المخاطر في دعمها للمشروعات، استراتيجيات معينة، وسوف يتم التعرف على نوعين أساسيين من هذه الاستراتيجيات، الاستراتيجيات التمويلية والاستراتيجيات غير التمويلية :

4-1 الاستراتيجيات التمويلية : تختلف طريقة التمويل بواسطة مؤسسات رأس مال المخاطر عن غيرها من المؤسسات الأخرى، إذ تطلب هذه الأخيرة من المشروعات الاطلاع على ميزانيات نشاطها الماضية، فالميزة التي تتمتع بها

¹ عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، ص ص 59-60

² روينه عبد السميع، حجازي اسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة الشلف، 2006، ص 309

مؤسسات رأس مال المخاطر النظر إلى المستقبل، فهي تطلب من المشروع المراد تمويله خطة تطوير مبينا فيها بالتفصيل كافة مكوناتها الصناعية والتجارية والمالية، وسياسات المشروع وأهدافه واستراتيجيته لتحقيق السياسة المحددة، إذا كان المشروع قائما من قبل فتحبذ أن يرفق بذلك خياراته وأهدافه وطموحاته وبطاقات تقنية وإحصائية حول ممارسته الماضية ويمكن تلخيص خطة التطوير ضمن العناصر التالية :¹

- **أولاً:** ما هو الهدف النهائي للمشروع ؟ هل خلق الشراء، أم خلق منتج أو خدمة، أم التصنيع أم البيع... إلخ
- **ثانياً:** ما هي السياسة العامة للمشروع ؟ هل هي التخصص في منتج معين أم التخصص في إقليم معين أم تنوع المنتجات أم تنوع الأسواق، وهو ما يستلزم وضع السياسة الملائمة لذلك سواء في البحث والتطوير أو في العمالة أو في مواجهة المساهمين.
- **ثالثاً:** ما هي الأهداف الرقمية للمشروع ؟ هل الوصول بحجم رقم الأعمال إلى مرحلة تحقيق إيرادات أم الوصول به لمرحلة أعلى من تحقيق إيرادات الاستثمارات .
- **رابعاً:** ماهي استراتيجيات نجاح المشروع وطرقها (النمو الداخلي والخارجي) ووسائلها المختار .
- **خامساً:** ما هي الإيرادات المالية المتوقعة للاستثمارات ؟

4-2 الاستراتيجية غير التمويلية: إن المشروعات في مجملها ينقصها الخبرة والمعرفة اللازمة للتوسع في أسواق التصدير ، والتنوع التجاري والصناعي والخبرة التقنية والعلم بالتكنولوجيا السائدة في الأسواق.. إلخ لتدليل مثل هذه الصعوبات، لا بد من لجوئها إلى مؤسسات رأس مال المخاطر فهي شريك نشط، يراقب ويتابع ويوجه هذه المشروعات التي يشارك فيها، وهذه المتابعة الإيجابية تتمثل في النزول إلى مواقع العمل، وإجراء تغييرات معينة على المشروع عند الضرورة لذلك، والعمل على توقع المشكلات مقدما وكيفية احتوائها ومعالجتها مع الوقت، وإن مثل هذه التدخلات تغيد المشروع في إنقاص محسوس في المخاطر وتزويد المشروع بالمعرفة، وإمداده بالنصائح، إن متابعة مؤسسات رأس مال المخاطر للمنشآت أهمية بالغة في تدليل عقبات هذه المنشآت. وبذلك تنفرد مؤسسات رأس مال المخاطر بطبيعة مزدوجة تتمثل في تقديم التمويل بالإضافة إلى صعوبات الإدارة، و يمكن أن نميز نوعين من المتابعة²

- **متابعة عادية:** تهدف إلى الإضافة في قيمة المشروع.
- **متابعة غير عادية:** تهدف إلى الرقابة والإشراف على المشروع، و يعتبر هذا النوع من المتابعة نادرا لدى مؤسسات رأس مال المخاطر لسببين هما:
- عدم وجود الرغبة لدى مؤسسات رأس مال المخاطر في الإشراف على المشروعات التي تساهم بها .

¹ عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة ماجستير، منشورة، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007-2008، ص ص 104-105.

² عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، ص ص 102-108

- عدم وجود لدى المؤسسات الموارد البشرية اللازمة لإجراء مثل هذا النوع من المتابعة .
- و يمكن حصر الخدمات التي تتابعها مؤسسات رأس مال المخاطر في مجالات رئيسية هي:

- **المتابعة المالية:** إن تزويد المشروع لمؤسسات رأس مال المخاطر بالمعلومات المالية يدفعها حتما إلى إنشاء رقابة إدارية ومالية ملائمة، يمكن أن تساهم في إعداد الموازنات المتوقعة و استيفاء البيانات والشروط المالية المطلوبة حال إقتراب دخول المشروعات في سوق البورصة، كما تتحدد المتابعة المالية البحث عن أفضل طرق التمويل المتاحة في تحسين وضع المشروع، خاصة حينما يقع في المشكلات.

- **المتابعة الاستراتيجية:** بما أن تحقيق الربح الذي يعتبر الهدف النهائي لمؤسسة رأس مال المخاطر، مشروط بتطوير المشروعات، فإن خياراتها الاستراتيجية لا يمكن أن تتركها المؤسسات لمطلق رغبة المشروعات التي تساهم بها فهي تدخل في تحديد الاستراتيجية اللازمة لدفع المشروعات إلى المزيد من التطور و الانطلاق كوضع خطة التنمية، إنشاء نظام للرقابة على التكاليف، ورسم سياسات النمو الداخلي و الخارجي

- **متابعة علاقات المشروع:** تكمن أهمية المتابعة التي تجريها مؤسسات رأس مال المخاطر في هذا المجال فيما تتضمنه من نصائح مفيدة للمشروع من أمثلتها: نصح المشروع ومساعدته على ترتيب وتنظيم مواعيد مع العديد من الشركاء المحتملين في الخارج لتوسيع القدرة التمويلية ودخولها في إطار دولي.

إن المتابعة التي تجريها مؤسسات رأس مال المخاطر لعبت وزنا كبيرا في رسم صورة المشروع والمحافظة على استمراره وتتطلب هذه المتابعة وجود فريقين في مؤسسة رأس مال المخاطر هم: ¹

- فريق مالي لإدارة الشؤون المالية، والتعديل الجغرافي لرأس المال، والأسس القانونية والضريبية ،

- فريق صناعي لتوقع المشاكل ووضع الحلول الملائمة، والمشاركة بفعالية واقتدار في مساعدة المشروعات

فلا شك أن نجاح مؤسسات رأس مال المخاطر في مهامها غير التمويلية، يعتمد بدرجة اكبر على مجموعة متكاملة من الموهوبين والمتخصصين، وخبراء بالأسواق القادرين على رسم التوقعات الخاصة بمستقبل المشروع

المطلب 3 : تحديات التمويل برأس المال المخاطر ومزايا وعيوب التمويل به

1- تحديات التمويل برأس مال المخاطر

إن أصحاب راس المال المخاطر هم مستثمرو المخاطر العالية، وبقبولهم المخاطرة باستثماراتهم يتطلعون إلى جني أرباح مرتفعة حسب مرحلة الاستثمار، ويتخذ صاحب راس مال المخاطر قرار الاستثمار في المؤسسة بعد فحص شامل وتوخي اليقظة، ولأن مستثمري أصحاب رأس المال المخاطر معرضون لخطر فشل المؤسسة فلذلك يبحثون

¹ عبد الله بلعبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 106-107

على الفرص التي تنتج نسب مرتفع والتي تنمو بنجاح من أجل التعويض عن مخاطر الاستثمار فضلا عما يمكن أن ينشأ ازِمات على مستوى الإدارة تستلزم التحدي لها. ويواجه أصحاب رأس المال المخاطر تحديات تتعلق ب: ¹

- لكي يخفف أصحاب رأس مال المخاطر أخطارهم يقومون إما بتنويع محفظة استثمار الصندوق الواحد في عدد من الشركات الفتية أو بالتعاون مع مؤسسات رأس مال مخاطر أخرى ذات خبرة مهنية إضافة إلى ذلك تدار عدة شركات مخاطرة وعدة صناديق في الوقت ذاته .

- يبحث صاحب رأس مال المخاطر من خلال التمتع بنسبة من ملكية المؤسسة عن عائد طويل الأمد وعن الاستفادة من ملكيتها بصورة مباشرة إما بعوائد دورية عالية ومن خلال ربح رأسمالي، ولذلك يستثمر أصحاب رأس مال المخاطر فقط في المؤسسات التي تعد بنمو عالي مرتقب.

- يقوم أصحاب رأس مال المخاطر عادة بتخارج من الاستثمار، إما عن طريق تسجيل الشركة في سوق الأوراق المالية أو من خلال بيع حصصهم إلى مشتري تجاري أو عن طريق شراء الإدارة لحصة المساهمين وهم لا يرغبون في علاقة دائمة أو ارتباط كبير مع المؤسسة، بل يطمحون إلى بيع حقوق الملكية التي تم شرائها سابقا خلال وقت ما في المستقبل وإلى أن يتم ذلك يمكن لصاحب رأس مال المخاطر أن يحقق بعض العوائد من خلال ربح أسهمه.

2- آثار التمويل برأس مال المخاطر

1-2 على المستوى الاقتصادي الجزئي

يتعلق الأمر بانعكاسات تنويع رأس مال المخاطر على المنشأة الممولة، حيث يساهم وجود المخاطر برأس المال في تحسين أداء و تسريع نمو المنشأة ، وذلك بواسطة عدة عوامل يمكن ان نلخص أهمها فيما يلي : ²

- الاستفادة من الخبرة التسييرية للمخاطر برأس المال في مختلف المجالات: التمويل، التسويق، التنظيم ؛
- الاستفادة من شبكة اتصالات المخاطر برأس المال ؛
- وجود مخاطر برأس المال داخل المنشأة يساهم في تقليل عدم تماثل المعلومة ويرسل إشارات ايجابية للسوق ما يشجع المتعاملين الاقتصاديين على التعامل معها ؛
- التقليل من قيود حصول المنشأة على القروض البنكية، حيث أن وجود المخاطر برأس المال يؤدي إلى زيادة نسبة الأموال الخاصة، ما يزيد من امكانية الاقتراض بسبب ارتفاع نسبة الاستقلالية المالية وانخفاض نسبة المديونية، إضافة إلى أن وجوده يعطي إشارة ايجابية للبنوك عن وجود المشروع ما يشجعهم على إقراضه .

¹ خلفه ساهل زينب، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - حالة الصندوق الوطني للتأمين على البطالة - مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العموم الاقتصادية والتسيير، جامعة 20 أوت سكيكدة، 2011 ص ص 135 -

رغم الانعكاسات الإيجابية لرأس المال المخاطر على المنشأة الممولة، لكنه لم يسلم من الانتقادات، لعل أبرزها طغيان الجانب المالي المتمثل في تحقيق قيمة مضافة على اهتمام المخاطر برأس المال وقد يظهر ذلك في عدة نقاط كرهبته في التقليل قدر الإمكان من نفقات البحث والتطوير، الحصول على توزيعات ورفض إعادة استثمار الأرباح المحققة، اغتنام ظروف موازية في السوق المالي للخروج وتحقيق قيمة مضافة أكبر دون الأخذ بعين الاعتبار مصلحة المشروع

2-2 على المستوى الاقتصادي الكلي

ينتج عن قيام رأس المال المخاطر بتمويل المشاريع الناشئة عدة انعكاسات على المستوى الاقتصادي الكلي، حيث يلعب دورا هاما في تمويل اقتصاديات الدول المتطورة. تتمثل هذه الآثار في:¹

- زيادة الإنتاجية الإجمالية الاقتصادية بتقديمه الأموال لنشاطات أكثر إنتاجية وأكثر إبداعا ؛
- خلق مناصب شغل، والمساهمة في مكافحة هجرة الأدمغة وتثمين نتائج البحث العلمي ؛
- إثراء الحصيلة الضريبية، والمساهمات الاجتماعية ؛
- المساهمة في مكافحة هجرة الأدمغة وتثمين نتائج البحث العلمي ؛
- المساهمة في التنمية المحلية، خاصة بواسطة رأس المال المخاطر الجهوي، ولعل أبرز مثال هو رأس المال المخاطر الجهوي بمنطقة الألزاس الفرنسية التي قاد المنطقة إلى ازدهار ملفت للنظر .

3- مزاي و عيوب التمويل برأس مال المخاطر

1-3 المزاي :

تحقق مؤسسات رأس مال المخاطر مال المخاطر مزاي للمشروعات التي تساهم فيها تتمثل فيما يلي:²

- **المشاركة:** حيث أن شركة رأس مال المخاطر تكون شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح من 15% إلى 30% بالإضافة إلى 2.5% مقابل المصاريف الإدارية سنويا. تتحمل جزء من الخسارة في حالة حصولها، كما أن الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيد للشركة ويساعد على نجاحها، وهي تفتح المجال للمشاركة طويلة الأجل حيث لا تباع الحصة الا بعد أن تستوي الشركة وتصبح قادرة على النمو .
- **الانتقاء:** أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الوليد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وذات أرباح عالية، وقادرة على رفع قيمة أصولها بينما في حالة القرض تبحث البنوك على المؤسسات المليئة أي القدرة على السداد، وبالتالي فهي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي لم تعد تمتلك طاقات ابتكار .

¹ محمد السبتي، مرجع سبق ذكره، ص 91

² السعيد بريش، رأس مال المخاطر بديل لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - دراسة حلة sofiance - مجلة

الباحث العدد 5، 2007، ص10

- **المرحلية:** من خصائص التمويل برأس مال المخاطر أنه يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة فبعد انتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من جديد الى الممول وفي هذا ضمان لصدق الاستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة وهذا من شأنه اعطاء فرصة جديدة، عند فشل المشروع وقبل تراكم الخسائر.
- **التنوع:** يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر اضافة الى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها فضلا على أن المراقبة من الشريك تجنب الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب
- **التنمية والتطوير:** إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها الا الرواد القادرون، ويعوض هذا الخطر بالعائد المرتفع، وقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة، كآبل وميكروسوفت وغيرها، وكانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية
- **توسيع قاعدة الملكية:** تستمر الشراكة الى أن تستوي المؤسسة، فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته أو تطرح كأسهم، ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة، اضافة الى دورها الكبير في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث في مرحلة الانشاء لا تملك هذه المؤسسة القدر الكافي من الأموال اللازمة، كما أن البنوك تمتنع عن تقديم قروض لها دون ضمانات، لكن شركات رأس مال المخاطر تقدم ما يلزم لهذه المؤسسات رغم ارتفاع المخاطر خلال مرحلة الانشاء .

2-3 عيوب رأس مال المخاطر

يمكن حصر عيوب رأس مال المخاطر في النقاط التالية :¹

- تدخل شركات رأس مال المخاطر في قرارات وسياسات المشروع وتوجيه مساره وذلك باعتبارها شريكا و مالكا لجزء من رأس المال ؛
- ارتفاع نسبة الأرباح التي تطالب بها شركات رأس مال المخاطر الممولة في حالة نجاح المشروع لاسترداد حصص المخاطرين مقابل المتابعة، المجازفة والمخاطرة المرتفعة التي تحملوها، و التي كانت من الممكن أن تعرضهم لفقدان كافة أموالهم التي شاركوا بها في المشروع ؛
- صعوبة اتخاذ القرار بسرعة لكثرة الأطراف التي تشارك في هذه التقنية التمويلية ؛ارتفاع درجة المخاطرة بها
- يعوق كذلك هذا النوع من التمويل المخاطر، صعوبة اختيار أفكار واعدة قابلة للتطبيق ونقص الكوادر المؤهلة لتقييم الأفكار المقدمة، وطول الفترة الزمنية بين التمويل وجني الأرباح، وضعف الوعي بتطوير المشاريع الابداعية والمبتكرة التي يمكن أن تساهم في نهضة المجتمع وتحقيق التنمية بسبب الفقر وكبت الحريات التي تخول دون انطلاق الملكات الابداعية .²

¹ سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - مع الاشارة إلى حالة الجزائر - أطروحة دكتوراه، منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013، ص 196

² عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية الأسباب والعلاج، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، ص 119

الجدول رقم (2) : مقارنة بين رأس مال المخاطر والقروض التقليدية :

وجه المقارنة	رأس المال المخاطر	القروض التقليدية
المبدأ	المشاركة في الملكية	الاستدانة
هدف الممول	تنمية المشروع للحصول على الربح	الحصول على الفائدة في الوقت المحدد
نوع التمويل من حيث المدة	طويل الأجل	طويل ومتوسط وقصير الأجل
المشاريع المستهدفة واتخاذ قرار التمويل.	يستهدف مشاريع ابداعية وابتكارية في مرحلة التأسيس أو التوسع ويعتمد قرار التمويل على معايير مستقبلية مرتبطة بإمكانية تطبيق ونمو المشروع أو الفكرة .	يستهدف في الغالب مشاريع تقليدية و شركات قائمة ويتخذ قرار التمويل عند توفر الشروط والضمانات المطلوبة.
الخدمات المضافة	يقدم المستثمر خدمات مضافة مثل الدعم الفني و الاستشارات التسويقية و الاستراتيجية و المشاركة الادارية	لا توجد

المصدر: محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، دار الامام

2012، ص 55

المبحث 2 : آليات الحكومة في تفعيل سوق رأس مال المخاطر والعوائق التي تواجهها

معرفة الدول لأهمية سوق رأس مال المخاطر في دفع عجلة النمو الاقتصادي دفع حكوماتها إلى بدل مجهودات خاصة لإقامة هذه الأسواق وتطويرها والتأثير عليها، وانطلاقاً من هنا سيتم التطرق في هذا المبحث إلى السياسات المنتهجة من قبل الحكومة لبناء سوق رأس المال المخاطر مع عرض بعض التجارب والنماذج عن أسواق رأس مال المخاطر تمت هندستها من قبل حكومات .

المطلب 1 : سوق رأس المال المخاطر والسياسات الحكومية

1- أهمية سوق رأس مال المخاطر بالنسبة للحكومة

تكمّن جاذبية سوق رأس المال المخاطر في قدرتها الكبيرة على المساعدة في تمويل وإنشاء الصناعات الجديدة وأيضا قدرتها على تنشيط الصناعات الناضجة ووضع أسس للاقتصاد، فضلا عن قدرة رؤوس الاموال المخاطرة على انتقاء وتبني مشاريع جديدة تتميز بالإبداع والاستثنائية، إضافة إلى التطبيق المشترك للمخاطرة المرتفعة والقدرة العالية على التسيير والخبرة الكبيرة بالمقاولات، وغيرها من القدرات، التي دفعت بالحكومات نحو السعي إلى إنشاء أسواق رأس المال المخاطر .

- يعدّ عدم تماثل المعلومات السبب الأساسي لتدخل الحكومة في سوق رأس المال المخاطر، إذ أن عدم تماثل المعلومات قد يكون السبب الرئيسي في فشل السوق، فعدم تماثل المعلومات يقود إلى إخفاء معلومات أو أفعال، والتي ترتبط بمشكل الوكالة. كما يعود ظهور وبقاء أسواق رأس المال المخاطر في بعض الدول إلى امتلاك أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة ميزة القدرة على التعامل مع حالات عدم تماثل المعلومات، كنتيجة للجهد المبذول من طرف مؤسسات رأس المال المخاطر في الحصول على المعلومات والتكنولوجيات، فضلا عن الخبرة الكبيرة التي تمتلكها هذه المؤسسات، إلا أن إمكانية فشل أسواق رأس المال المخاطر في دول أخرى تكون كبيرة بشكل يستدعي تدخل الحكومة .

- يعود السبب الثاني لتدخل الحكومة في سوق رأس المال المخاطر إلى الأثر الإيجابي لسوق رأس مال الخاطر على الإبداع وكذا البحث والتطوير، فرأس المال المخاطر ينشط الإبداع، ووفقا لذلك فإن دعم سوق رأس المال المخاطر من شأنه أن ينشطها، إضافة إلى الرفع من الإبداع نحو مستويات كفاءه، في حين يرتبط فشل السوق بالإبداع الغير كافي¹.

¹ محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال الخاطر - تجارب و نماذج عالمية، مرجع سبق ذكره ص 37

2- السياسات الحكومية لتنشيط سوق رأس مال المخاطر

من الملاحظ أن أغلب أسواق رأس المال المخاطر تحظى بدعم حكومي، إذ أنه من غير الممكن أن تظهر هذه دون تلقيها العناية اللازمة لذلك، ويبقى الهدف الأساسي للحكومات هو معرفة حاجات هذه السوق حتى يتسنى لها تقديم الدعم المناسب من أجل تطويرها سواء بالطرق المباشرة أو الغير مباشرة .

1-2 التدعيمات الغير مباشرة

من أهم الأساليب والسياسات الغير مباشرة التي يمكن أن تلجأ إليها الحكومات لتشجيع ودعم مهنة رأس المال المخاطر هي :

- السياسة الضريبية
 - السياسة التشريعية
 - ضمان التمويل المقدم من مؤسسات رأس المال المخاطر
 - تأمين السيولة النسبية لحصص مؤسسات رأس المال المخاطر
- 2-1-1 السياسة الضريبية:** إن أحد المكونات الأساسية والجوهرية التي تحكم تطور مؤسسات رأس المال المخاطر، المحيط الضريبي لهذا نجد أن الدول التي تولي عناية لهذه المؤسسات تحرص على تمييزه بمعاملة ضريبية خاصة، ونظرا لخصوصية النظام الضريبي لكل دولة فإن الشؤون الضريبية المتعلقة باستثمارات رأس المال المخاطر تختلف من دولة إلى أخرى. ينبغي أولاً تجنب الأنظمة الضريبية، فرض ضرائب مزدوجة (على سبيل المثال لا تفرض الضرائب عادة على كل من شركة رأس المال المخاطر بكونها كيان الشركة) ويمكن النظر في منح حوافز ضريبية عن أن يتم صياغتها لمكافأة الاستثمارات الناجحة.¹

2-1-2 السياسة التشريعية: عليه فيكون لازماً على الدولة، خلق بيئة و مناخ تشريعي ملائم لتطوير مهنة رأس المال المخاطر، على شرط التدخل في سير آلياتها و لتحقيق الهدف من ذلك لا بد أن تتميز اللوائح والتنظيمات التي تصدرها السلطات العامة بالبساطة وغير معقدة وأن يسعى هذا الإطار التنظيمي إلى تحقيق مزيد من الأمان في نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر حتى يطمئن المستثمر إليها نسبياً، وتشهد الأسواق مجموعة من القواعد الفنية والمالية

¹ مباركي محمد الصديق، عميروش إلياس، سوق رأس مال المخاطر كاستراتيجية بديلة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر
مذكرة لنيل شهادة ماستر، منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي قالمه، 2015_2016، ص ص

التي تخضع لها تلك المؤسسات بغرض تحقيق الأمان النسبي في استثماراتها المختلفة نذكر منها :¹

- الفصل ما بين الادارة والاستثمار ؛

- وضع حدود قصوى للاستثمار ؛

- الإشراف النسبي على إدارة مؤسسات الاستثمار .

2-1-3 ضمان التمويل المقدم من مؤسسات رأس مال المخاطر: إن الدولة تتدخل إيجابيا لصالح رأس المال المخاطر وذلك من خلال المؤسسات الحكومية التي تتولى تأمين التمويل المقدم للمشروعات الناشئة: من أمثلة ذلك: صناديق الضمان الفرنسية التي تقدم يد المساعدة على اجتياز المشاكل المالية المرتبطة بمختلف مراحل تقييم المشروعات بتدخلها لصالح تلك المشروعات ضامنة إياها في سداد حصة معتبرة تتراوح من 40% إلى 75% من الأموال التي تقدم لها من مؤسسات التمويل وبالتالي لا تمول الشركة المذكورة المشروعات الناشئة لكنها تقدم ضمانا إلى المؤسسات المالية التي تقوم بتلك المشروعات، كمؤسسات رأس المال المخاطر والبنوك وغيرها من مؤسسات التمويل بنسبة تصل في المتوسط إلى 50% من إجمالي التمويل ويتزايد هذا المعدل بالنسبة للمشروعات المنشأة ليلبغ في بعض الحالات 65% أو 75% من إجمالي التمويل وذلك لتشجيع المشروعات مقابل قسط تأمين قدره 3%²

2-1-4 تأمين السيولة لحصص مؤسسات رأس مال المخاطر: دفعت حاجة مؤسسات رأس مال المخاطر إلى إنشاء سوق صغيرة لتداول الأسهم الموازنة فيما بين مؤسسات رأس مال الخاطر، لتفادي تجميد الأصول المستثمرة في مؤسسات رأس مال المخاطر وصعوبة تسييرها، وهذا من شأنه أن يعمل على تشجيع الاستثمار في مؤسسات رأس مال المخاطر، وقد ازدادت أهمية هذا السوق في فرنسا وتضاعفت تحويلاته، مما دفع بالحكومة إلى الإقرار به وإخضاعها لإشراف لجنة عمليات البورصة واستند إنشاء مثل هذا السوق إلى عدة مبررات من أهمها:³

- أنه يعتبر بمثابة حقل تدريب أولي للمشروعات الناشئة، تمهيدا للدخول في السوق الرسمية ؛

- أنه يعتبر سوق للأوراق المالية غير المسعرة رسميا، وهو ما يفيد مبادلة صكوك المشروعات التي تساهم فيها مؤسسات رأس المال المخاطر فهي ناشئة لم تستوفي شروط الدخول في السوق الرسمية للبورصة ؛

- أنه بمثابة سوق مؤسسي مخصص لإجراء مبادلات الصكوك بين المؤسسات المالية، ومن ثم فهو يقدم ميزة لمؤسسات رأس المال المخاطر لتسهيل خروج استثماراتها بالبيع فيه .

¹ عبد الله إبراهيمي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة، جامعة الشلف 17_18 ، أبريل 2006 ص8

² مباركي محمد الصديق، مرجع سبق ذكره ، ص 72

³ مرجع نفسه ، ص 73

2-2-2-2 التدعيم المباشر

تسعى الدولة إلى التنفيذ المباشر لبرامج رأس مال المخاطر ويتخذ ذلك عدة أشكال أهمها :¹

2-2-2-1 التمويل المباشر للمشروعات: إن الوسيلة الأكثر وضوحا هي مساهمة الدولة في توفير الغطاء التمويلي

اللازم للمشروعات سواء الناشئة منها أو التي تمر بصعوبة معينة، ومن خلال الاستثمار المباشر فيها أو اقراضها،

وكأمثلة على ذلك تجربة مساهمة الدولة الألمانية، الصندوق الاجتماعي للتنمية في مصر وكذلك بنك تنمية المشروعات

الصغيرة و المتوسطة التابع إلى الحكومة الفرنسية .

2-2-2-2 الاستثمار في مؤسسات رأس المال المخاطر: إن مساهمة الحكومة في رأس المال المخاطر التي تتولى

تمويل المشروعات الصغيرة وارد لأن من شأنه أن يساهم في زيادة فاعلية مؤسسات رأس المال المخاطر لن تكفي

لوفاء بكل الحاجات، لذا تمثل المساهمة المالية للحكومات في رؤوس أموالها دفعة قوية نحو توسيع طاقتها المالية .

2-2-3 إنشاء صناديق مشتركة لأرس مال المخاطر: للدولة دور فعال في حث رأس المال الخاص على المشاركة

في نشاط رأس المال المخاطر، من خلال إنشاء صناديق مشتركة برأس المال المشترك عام و خاص لتمويل

المشروعات الصغيرة و أشهرها صناديق الولايات المتحدة (SBIC) والمنشأة عام 1958 والصناديق الألمانية (BFKT)

المنشأة عام 1995، والتي تتخصص في تمويل مشروعات صغيرة تتميز بأنها فعلا تقدم خدمة أو منتجا جديد .

2-2-4 إنشاء صناديق عامة لأرس المال المخاطر: للقطاع الخاص دور إنشاء صناديق عامة لرأس المال المخاطر

عن طريق مدراء الاستثمار متخصصين تابعين لها، وقد يتولى القطاع العام مباشرة إنشاء هذه الصناديق، ومن أمثلة

تلك الصناديق: الشركة العامة البلجيكية SIFP المنشأة عام 1980 والصندوق الأوروبي FEI الذي أنشأته الجماعة

الأوروبية عام 1994 والوكالة الوطنية للابتكار AMAVAR في فرنسا، والصندوق الفرنسية الأخرى المتخصصة

التي أنشأتها الدولة بغرض تمويل المشروعات الناشئة المتخصصة في قطاعات التكنولوجيا الحديثة كالمعلومات

والاتصالات والتكنولوجيا الحيوية والطاقة ولا تقتصر مهمة الصناديق العامة لرأس المال المخاطر تمويل المشروعات

الناشئة بل تشارك أيضا في رأس مال مؤسسات أرس المخاطر، ومن الصناديق العامة الحديثة التي تنهض بتلك

المهمة، الصندوق الفرنسي العام لرأس مال المخاطر المنشأ عام 1998، برأس مال قدره 900 مليون فرنك (600

من الحكومة الفرنسية و 300 من البنك الأوروبي للاستثمار) الذي أنشأ بغرض التدعيم الحكومي المباشر لمؤسسات

أرس المال المخاطر من خلال المشاركة في رأس مال تلك المؤسسات (شركات أرس المال المخاطر، الصناديق

المشتركة للتوظيف... الخ)، فضلا عن المساهمة في تمويل المشروعات الجديدة .

¹ مباركي محمد الصديق، مرجع سبق ذكره ، ص 73

2-2-5 معرفة ريادة الأعمال ودعمها: تعد ريادة الأعمال من أهم عناصر التنمية في الاقتصاديات الحديثة، فهي تسهم في إيجاد مشروعات مبتكرة ذات أفكار جديدة تنتج سلع وخدمات ذات قيمة مضافة وتشتمل عادة على مخاطر عالية، ورائد الأعمال هو من يكون لديه القدرة على تحويل أي فكرة مبتكرة إلى منتج وخدمة جديدة تحقق له الربح وتشبع حاجات المستهلكين.¹

3- طرق التدخل الحكومي في سوق رأس مال المخاطر

يمكن تقسيم تدخلات الحكومة لتنشيط سوق رأس المال المخاطر إلى شكلين أساسيين، التدخل المباشر والتدخل الغير مباشر، إضافة إلى النموذج الهجين الذي يكون في حالة تدخل الحكومة ومستثمرين القطاع الخاص في نفس الوقت وسيتم توضيح طرق تدخلات الحكومة كالتالي:²

3-1 التدخل الحكومي المباشر

يمكن أن تسعى الحكومة للتنفيذ المباشر لبرامج رأس المال المخاطر، أي الاشتراك مباشرة في نشاط رأس المال المخاطر، عن طريق قيامها بدور وسيط مالي في السوق، من خلال إنجازها لعملية الاستثمار بدء من فحص الصفقات من أجل عملية التمويل حتى الرقابة على الاستثمارات، مستعملة في ذلك المال العام، وقيامها في الوقت نفسه بدور الشريك العام والشركاء محدودي المسؤولية.

3-2 التدخل الحكومي الغير مباشر

يمكن أيضا للحكومة أن توكل مجموعة إلى مسيري مؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة، وذلك باعتبار أن هذه المؤسسات الخاصة تملك الخبرة والمهارة التي تتطلبها حرفة رأس المال المخاطر. وقد أصبح التدخل غير المباشر للحكومة هو النمط المهيمن بسبب الخبرة الكبيرة لمؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة.

وتستعمل الحكومة عدة محفزات لتشجيع مؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة في السوق كالحوافز المتعلقة بالسياسة الضريبية، الشروط التنظيمية التي تحكم عمل مؤسسات رأس المال المخاطر، توفير السيولة اللازمة.

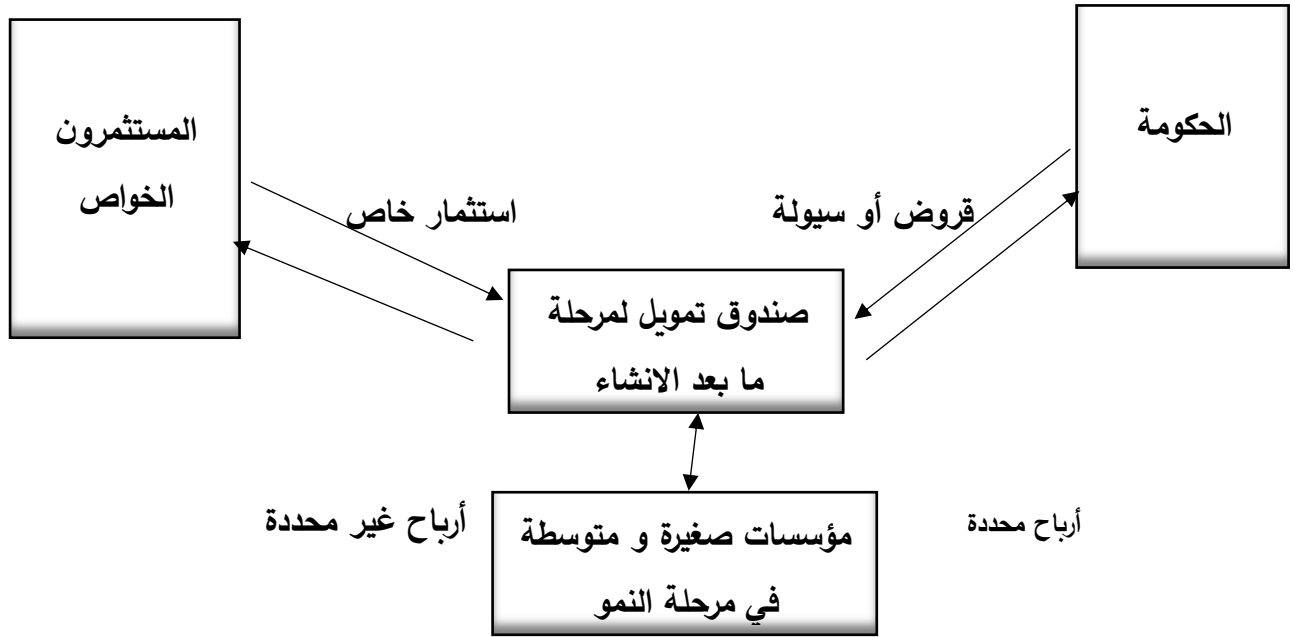
¹ محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، دار الامام، 2012، ص 21.

² محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال المخاطر - تجارب و نماذج عالمية، مرجع سبق ذكره ص ص 45_ 46 .

3-3 النموذج الهجين للتدخل الحكومي

ويقصد به النموذج الذي تعمل فيه مؤسسة رأس المال المخاطر الخاص أو الشريك العام كوكيل لمجموعة من الرؤساء، وأحد هؤلاء الرؤساء هي الحكومة. و قد تم استعمال هذا النموذج من طرف عدة دول كالولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، ألمانيا، أستراليا والشكل أدناه يوضح التدخل المشترك لكل من الحكومة والمستثمرين الخواص

الشكل 2 النموذج الهجين لتدخل الحكومة في رأس المال المخاطر



محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال المخاطر تجارب و نماذج عالمية، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الأولى، الجزائر، 2014، ص 46

تؤدي الحكومة في النموذج الهجين دور شريك محدود المسؤولية ذو طبيعة خاصة، باعتبارها لا تتدخل في القرارات التجارية التنفيذية لمسيرى الصندوق، بمجرد بدء الاستثمار. ويتم استخدام طريقة أو أكثر من طرق التحفيز التالية:¹

- تحديد عائدات الحكومة، التأمين المضمون لخسائر الشركاء محدودى المسؤولية، اعادة الشراء .

المطلب 2 : متطلبات سوق رأس المال المخاطر و العوائق التي تتعرض لها مؤسساته

1- متطلبات تطوير سوق رأس المال المخاطر

هناك مجالات محددة يجب معالجتها عند تأسيس مناخ وبيئة ملائمة لنشاط رأس المال المخاطر وهو السبيل لجذب الاستثمارات المخاطرة و ايجاد صناعة رأس المال المخاطر، حيث يجب التركيز على هيكل السوق المالية وتوفير الموارد البشرية والفرص الاستثمارية للمؤسسات الدائمة، ووجود سياسة حكومية مرتبطة بهذا الشأن وعلى الرغم

¹ محمد براق، بن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، مرجع سبق ذكره، ص46

من أن مستوى التنمية في أي دولة له أثر مباشر على هيكل سوق رأس المال المخاطر بها، فهناك متطلبات يجب توفرها في أي سوق والتي تتمثل في النقاط التالية :¹

- ازالة العوائق القانونية والتنظيمية والمالية، خاصة التي ترتبط بأسواق رأس المال حتى يصلو إلى مستوى متغير وفعال يساعدهم على القيام بالأدوار المنوطة إليهم والقوانين التي تحمي حقوق الملكية الفكرية ؛
- توعية المستثمرين وأصحاب الأفكار والمبدعين بأهمية رأس المال المخاطر ؛
- الادارة المؤهلة وتوافر الكوادر البشرية المؤهلة والمدربة على استثمارات رأس المال المخاطر، والقادرين على تحمل المسؤولية ويقبلون بالمخاطر العالية لأهميتها على مستوى قطاع رأس المال المخاطر والقدرات الفنية والخاصة التي يحتاج إليها ؛
- توفير بيئة اقتصادية تتوفر على الحرية الاقتصادية وتتميز بقله التدخل الحكومي ؛
- تكامل واستقرار أسواق رأس المال وتوفير آليات سهلة ومتعددة لخروج رأس المال المخاطر .
- الدعم الحكومي لنشاط رأس المال المخاطر وإيجاد نظام قضائي قوي ؛
- تشجيع انشاء شركات رأس المال المخاطر بغض النظر عن جنسية مؤسسيها ؛
- وجود اطار عمل مؤسسي يمكن تعميمه يركز الانتباه على الدور الجوهرى الذي تلعبه كل من الحكومات والجامعات في الترويج لتنظيم المشروعات .

2- المعوقات التي يمكن أن يواجهها نموذج حكومي سوق رأس مال المخاطر يمكن أن يصحب البرامج الحكومية لتنشيط سوق رأس مال المخاطر عدة أخطاء، قد تؤدي إلى عدم نجاح البرنامج حتى قبل البدء فيه. وتنقسم هذه الإخفاقات إلى إخفاقات في تصميم السوق وإخفاقات ناجمة عن التوجيه الخاطئ للسوق وفيما يلي سيتم عرض بعض الأخطاء التي يمكن ارتكابها عند وضع هذه البرامج :²

1-2 عدم فهم متطلبات السوق: حتى تعمل البرامج الحكومية على إيجاد محيط يسمح بنجاح المقاولين الجدد، يجب أولاً فهم مميزات السوق ولتمويل المرفق بمخاطرة عالية، يمكن إلقاء الضوء على ثلاث عوامل تؤدي إلى تعارض جهود الحكومة مع عمل سوق رأس المال المخاطر، تتمثل في الفترة الزمنية للبرنامج، حجمه ومرونته.

2-2 الفترة الزمنية للبرنامج: أحد الأخطاء الشائعة عند وضع برامج التمويل الحكومية مرتبط بالمدة الزمنية للمشروع و التي تدفع المسؤولين إلى توجيه البرامج ومحاولة تثبيتها في فترة قصيرة. لكن بناء سوق رأس المال المخاطر يتطلب استثمارات طويلة الأجل، تستغرق عدة سنوات حتى تظهر نتائجها.

¹ محمد سعد الناصر، مرجع سبق ذكره، 32

² محمد براق، بن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر- تجارب ونماذج عالمية - مرجع سبق ذكره، ص ص 47-48

2-3 حجم البرنامج: الخطأ الثاني مرتبط بحجم البرنامج، فكون البرنامج صغير جدا أو كبير جدا يمكن أن يشكل صعوبات كبيرة، فالمشكلة مع البرنامج الصغير أنه لا يحدث فرقا كبيرا، فمن غير الممكن أن يحدث برنامج صغير تأثيرا كبيرا على اقتصاد كبير ومتنوع، فضلا عن وصول معلومات قليلة عن البرنامج لعدد قليل من المستثمرين ومؤسسات رأس المال المخاطر. كما أن المؤسسات التي حصلت على التمويل لا يمكنها الوصول إلى رأس مال إضافي من أجل الوصول إلى مستويات أعلى من جهة أخرى، كون البرنامج كبير جدا، يمكن أن يثبط التمويل الخاص، فبإمكان التمويل الحكومي التوسع إلى أن يعمل على كبح مؤسسات رأس المال المخاطر من أن تستثمر في سوق ما، بسبب استغلال مؤسسات التمويل الحكومية كافة الفرص المتاحة في السوق .

2-4 مرونة البرنامج: فرؤوس الأموال المخاطرة تقوم بالاستثمار في مؤسسات صغيرة تعمل في محيط غير أكيد، معتمدة في ذلك على حقوق الرقابة التي تمتلكها على هذه المؤسسات بعد تمويلها، يعد تغيير الاستراتيجية المتبعة وفريق التسيير جزء مكمّل لعملية الاستثمار، وينتج عن عدم المرونة تحمل المؤسسة ضريبة مقابل نجاحها.

2-5 التطبيق السيئ للبرنامج الحكومي: حتى إذا تم وضع نموذج لتنشيط سوق رأس المال المخاطر بشكل جيد، تبقى إمكانية فشله واردة عند بدئه، فتطبيق هذه البرامج تلزمه مجموعة من القرارات، و قد يرفق تطبيقه مجموعة من الأخطاء، و التي يجب تجنبها كعدم الاهتمام بتحفيز المقاولين والمسيرين أو عدم تقييم ما يحدث مع البرنامج.

2-6 مشكل التحفيز: من غير الممكن على مؤسسات رأس مال المخاطر معرفة كل الأفعال التي يقوم بها المقاول يبقى التحفيز هو الحل الوحيد الذي يربط مصالح المقاول بمصلحة المؤسسة .

2-7 الحاجة إلى تقسيم النموذج: يجب أن يتم تقييم المشاركين من القطاع الخاص وفق معيار الأداء من خلال خصائص تتمثل في مقدرة المشاركين في البرنامج على تحقيق الأهداف المسطرة، ويمكن أن تتضمن هذه الخصائص خبرة هذه المؤسسات، وجود استراتيجية واضحة على مستوى المؤسسات الممولة، بالتالي التمييز بين المؤسسات ذات الأداء العالي والتي لم تتمكن من الوصول إلى الأهداف المرجوة .

المطلب 3 : نماذج عالمية لدعم الحكومة لعمل رأس المال المخاطر

1- تجربة الولايات المتحدة الأمريكية: تعتبر أكبر أسواق رأس المال المخاطر، أعلى مستوى من الدعم الحكومي، حيث قامت الحكومة بتأسيس وكالات فيدرالية لرأس المال المخاطر تعد (OPIC) مثلا جيدا لمنهج الولايات المتحدة الأمريكية في استخدام رأس المال المخاطر، ومثال آخر للدعم الحكومي في الولايات المتحدة الأمريكية لرأس المال المخاطر (SMALL BUSINESS SBICS) INVESTMENT COMPANIES التي تعتبر مؤسسات خاصة أسست عام 1958 تعنى بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحصل على دعم من طرف الحكومة الأمريكية¹.

¹ وزارة المالية، تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مصر، 2004، ص 27

ومن بين أسباب نجاح سوق رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية وجود سياسة حكومية محفزة حيث حاولت الحكومة الأمريكية انشاء محيط يدعم تطور الأعمال التجارية، كما قدمت بعض الامتيازات لتحفيز رأس المال المخاطر بصفة خاصة كتخفيض الضريبة على أرباح رأس المال وتقديم رأس المال اللازم لتغطية الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة¹ .

2 - تجربة تايوان: تقدم التجربة التايوانية مثالا جيدا لنموذج تبدل فيه الحكومة جهودا لهندسة رأس مال المخاطر إذ قامت بتقديم إطار قانوني قبل تأسيس مؤسسات رأس المال المخاطر ، كما سمحت لهذه المؤسسات بالحصول على الأموال اللازمة من خلال إنشاء مؤسسة حكومية مختصة في الاستثمار في رأس المال المخاطر ، و أيضا من خلال تقديم تحفيزات ضريبية بغية زيادة اهتمام القطاع الخاص باستثمارات رأس المال المخاطر و قد بدلت الحكومة التايوانية جهودا كبيرة لدعم المقاول التايواني ، من خلال مجموعة من السياسات الحكومية طبقت لعدة سنوات قبل إنشاء سوق رأس المال المخاطر ، فضلا عن الوجود المسبق للقطاع التكنولوجي في تايوان اذ سمح هذا القطاع للأفراد أصحاب الخبرة بتأدية دور المقاولين ، مستثمرين أو مسيرين لمؤسسات رأس مال المخاطر .

3- التجربة البريطانية: تعتبر المملكة المتحدة ثاني أكبر سوق نشط لرأس المال المخاطر في العالم، ساعدها في تنفيذ وتوسيع هذا النشاط اقتصادها المستقر والفعال، وتضم بريطانيا أكثر من 233 شركة من شركات رأس المال المخاطر في سنة 2001 بمعدل نمو 3,08%، ويتلقى هذا النشاط مستوى عالي من الدعم الحكومي خاصة ما تعلق بتمويله للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مما أدى إلى تأسيس صندوق يسمى صندوق رأس المال المخاطر بالتعاون مع الاتحاد الأوروبي هدفه فقط مساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدولة، حيث تساهم إنجلترا ب50% تقريبا من اجمالي الاستثمار الأوروبي السنوي في رأس المال المخاطر ونجد مساهمة رأس المال المخاطر في عدة قطاعات مهمة كقطاع تكنولوجيا المعلومات والشركات الاعلامية و شركات البريد السريع كما تم الاستثمار في عمليات تحويل الملكية، الصحة والأدوية وغيرها، وبلغ حجم الاستثمارات في الفترة 2000-2007 ما يقارب المليار يورو² .

¹ محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال المخاطر- تجارب ونماذج عالمية، مرجع سبق ذكره، ص 20

² عبد الله بلعبيدي و مقالاتي عاشور، المقارنة بين رأس المال المخاطر و حاضنات الأعمال في تمويل ودعم PME مع امكانية

التكامل التنموي بينهما، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، ديسمبر 2016، ص 329

المبحث 3 : الدراسات السابقة

✓ دراسة محمد السبتي، مذكرة ماجستير بعنوان فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة

دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة - جامعة منتوري قسنطينة 2008

تهدف هذه الدراسة إلى تقييم فعالية تمويل المشاريع الناشئة من خلال رأس المال المخاطر ودوره في دفع عجلة الاستثمار والتنمية وتوضيح واقع هذه الصناعة في الجزائر مع التركيز على الجزائرية الأوروبية للمساهمة وتبيان الاجراءات التي تتبعها في عمليات التمويل برأس المال المخاطر. وتم التوصل إلى أن هذا الأسلوب هو الانسب والأكثر استجابة لخصائص واحتياجات المشاريع الاستثمارية .

✓ دراسة أحلام بوقفة بعنوان واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات والوظيف

SOFINANCE مجلة البحوث الاقتصادية والمالية العدد 1، جامعة أم البواقي، جوان 2017

هدفت الدراسة إلى تسليط الضوء على آلية عمل رأس المال المخاطر من خلال تحليل واقع ممارسات هذا النشاط التمويلي، على مستوى SOFINANCE والتعريف بالأنشطة الاستثمارية المتواجدة على مستواها وقد تتم التوصل إلى أن تقنية رأس المال المخاطر تقدم تمويلا فعالا وديناميكيا للمشاريع الاستثمارية التي تدعمها وأن ممارسة هذا النشاط على مستوى SOFINANCE يعتبر حديث النشأة بالاضافة أنها مؤسسة غير متخصصة تمارس عدة تمويلات على رأسها قرض الإيجار.

✓ دراسة براق محمد، بن زاوي محمد الشريف، مداخلة بعنوان الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس

المال المخاطر بالجزائر: هدف هذه الدراسة هو ابراز طبيعة نشاط سوق رأس المال المخاطر بالجزائر وتوضيح مختلف المؤسسات والهياكل المساعدة على التمويل الناشطة على مستوى هذا السوق وتم التوصل إلى أن المؤسسات المرافقة تؤدي دور مهم على مستوى هذا السوق التمويلي وان أغلب المعوقات التي تواجهها ترتبط أساسا بأخطاء في تصميم السوق وتنظيمها كعدم التنسيق بين مختلف المؤسسات والهياكل .

✓ دراسة أجنبية YAZID TAALABA (2014)

تبين هذه الدراسة مختلف الميزات الجبائية التي تم تشريعها لممارسة مهنة رأس المال المخاطر باعتبارها ملائمة لممارسات شركات رأس المال المخاطر بالرغم من عدم وضوح الطريقة الملائمة للخروج. ومن أهم النتائج التي تم التوصل إليها هي أن سوق رأس المال المخاطر في الجزائر يتخلله بعض النقائص وأن أغلب المقاولين يفضلون التمويل البنكي كحل لمشاكلهم التمويلية .

القيمة المضافة: ستضيف دراستنا الحالية إلى ما سبق هيكله صناعة رأس المال المخاطر والدور الذي تؤديه الحكومة على مستوى هذا السوق التمويلي مع عرض بعض التجارب العالمية التي نجحت حكوماتها في هندسة سوق رأس المال المخاطر، وأفاق تطوير هذا السوق التمويلي من خلال دراسة الإطار التشريعي وعرض مختلف الشركات الممارسة للمهنة وعلى رأسها مؤسسة sofinance مرفوقة بقاعدة بيانات الشركة .

خلاصة الفصل

مما سبق طرحه في هذا الفصل والاطلاع عليه يمكننا القول أن رأس المال المخاطر ظهر كتقنية تمويلية بشكل حديث استجابة لمتطلبات التمويل الجديدة وظهر مشاريع ذات احتياجات مالية خاصة، كالمشاريع الابتكارية والمشاريع الصغيرة والمتوسطة حيث أصبح رأس المال المخاطر يساهم بدرجة كبيرة في تمويل تلك المشاريع، من خلال الاستراتيجية التمويلية الدقيقة التي يتبناها في دعم المشاريع الناشئة، والمزايا التي يوفرها لها، الأمر الذي دفع بالحكومات في العديد من دول العالم لتبني هذه التقنية واتجاههم إلى العمل على توفير الجو الملائم لنشاط شركاتها، وهيكله أسواق تتلاءم وآلية الاستثمار والتمويل بهذه التقنية من خلال صياغة قوانين تنظمها وتحفزها .

وكنتيجة للنجاح الذي حققته هذه التقنية عالميا خاصة من خلال الدور الذي يمكن أن تلعبه في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تعتبر الركيزة الأساسية للاقتصاديات المعاصرة، سعت الجزائر هي الأخرى للعمل على تبني هذه التقنية، وعليه سنقوم بدراسة تجربتها في هذا المجال في الفصل الموالي.

**الفصل الثاني: واقع سوق رأس المال المخاطر في
الجزائر - دراسة حالة شركة sofinance -**

تمهيد

الجزائر لازالت فعلا تواجه الكثير من صعوبات التمويل والتي أصبحت فعلا تعيق تطورها بدء من مرحلة الانشاء إلى التوسع، حيث أولت الدولة اهتماما كبيرا للمشاريع الاستثمارية من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية، ونظرا لأهمية الجانب التمويلي فقد سعت إلى وضع استراتيجيات وأنماط تمويلية متخصصة ومناسبة لطبيعة الحاجات التمويلية لها، ومن بين تلك الطرق رأس المال المخاطر الذي أثبتت نجاعته في العديد من الدول.

ولهذا الغرض انتهجت الجزائر سياسة تعتمد على التحسين المتواصل للاطار التشريعي والتنظيمي لرأس المال المخاطر حتى يكون أساس لقيام سوق تمويلي لهذه التقنية للمساهمة في المشاريع الناشئة، التي أصبحت عنصرا هاما في برامج التنمية الاقتصادية .

وبناء على كل ما سبق، فإنه من الضروري التعرف في هذا الفصل على واقع سوق رأس مال المخاطر في الجزائر من خلال تقسيمه إلى :

- **المبحث 1:** التنظيم العام لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر .
- **المبحث 2:** الوسطاء الماليون المتدخلون في سوق رأس المال المخاطر وسبل دعمهم .
- **المبحث 3:** واقع وآفاق سوق رأس المال المخاطر بالجزائر .

المبحث 1 : التنظيم العام لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر

لقد تبنت الجزائر رأس المال المخاطر بهدف ضمان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير أنها لم تخصص لها إطارا قانونيا ينظم تعاملاتها، وسنحاول في هذا المبحث عرض التجربة الجزائرية في تبني هذه التقنية وذلك من خلال التطرق للتأطير العام لها والهياكل التي تساعدها .

المطلب 1 : الإطار القانوني والتنظيمي لرأس المال المخاطر بالجزائر

1- نشأة سوق رأس المال المخاطر بالجزائر

ظهر رأس المال المخاطر بالجزائر في بداية التسعينيات، بعد إعطاء الموافقة من طرف مجلس النقد والقرض للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة كمؤسسة مالية متخصصة في التمويل عن طريق رأس المال وذلك من خلال القرار رقم 12 الصادر بتاريخ 24 فيفري 1991، غير أن النشاط الفعلي لهذه الشركة بدأ سنة 1995، وهذا في غياب اطار قانوني يضبط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر .

تلا إنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة إنشاء مؤسسة أخرى، تحمل اسم الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف تم منحها الموافقة من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 6 أوت 1998، والتي انطلق نشاطها الفعلي سنة 2001 بعد اعطائها الموافقة من طرف بنك الجزائر، غير أن غياب الاطار القانوني أصبح يشكل عائقا أمام كلتا المؤسستين .

في 24 جوان 2006، تم إصدار أول قانون ينظم ويضبط سوق رأس المال المخاطر بالجزائر (القانون رقم 6-11) تم من خلاله تحديد الاطار الجبائي لمؤسسات رأس المال المخاطر وشروط إنشائها .

سمح وجود إطار قانوني بإنشاء مؤسسات رأس مال المخاطر أخرى كالجزائر استثمار والشركة الجزائرية السعودية للاستثمار، غير أن كل هذه المؤسسات عيارة عن مؤسسات تابعة للحكومة بصفة جزئية أو كلية، و تعبر عن جهود الدولة في ارساء قواعد لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر .¹

في سنة 2009 وبموجب المادة 100 من قانون المالية التكميلي، أنشأت السلطات العمومية 48 صندوقا استثماريا بمعدل صندوق لكل ولاية جزائرية، وبرأس مال قدره 1 مليار دج لكل صندوق. أوكلت مهنة تسيير هذه الصناديق إلى خمس شركات رأس مال مخاطر، ثلاث شركات ناشطة و الشركتان الباقيتان في انتظار فتح فروعهما . ثم تكليف كل شركة بتسيير أموال عدد معين من الصناديق الاستثمارية الموزعة في كل الولايات .²

¹ محمد براق، بن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر تجارب و نماذج عالمية، مرجع سبق ذكره، ص 92

² www.andi.dz

2- مفهوم رأس المال المخاطر لذى للمشرع الجزائري

في الفصل الأول من القانون، يعرف المشرع الجزائري شركات رأس المال الاستثماري بأنها الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس مال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة للمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة.¹

وقد ركز المشرع على مراحل نمو المؤسسة موضوع التمويل، وحدد كيفية تدخل شركة رأس مال الاستثماري والتي تتمثل فيما يلي :²

- رأس المال الأولي والانشائي الموجه لتمويل المؤسسات في مرحلة ما قبل الانشاء ومرحلة الانشاء ؛
- رأس المال النمو الموجه لتنمية المؤسسة بعد إنشائها ؛
- رأس مال التحويل ؛
- بالإضافة إلى عملية استرجاع مساهمات و/أو حصص يحوز عليها صاحب رأس المال الاستثماري آخر .

يظهر من خلال تعريف المشرع الجزائري، أنه حصر عمليات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في المرحلتين الأوليتين من مراحل نمو المؤسسة، والمتمثلتين في مرحلة ما قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء، غير أن تعريف رأس المال المخاطر أوسع، ولأن المشرع الجزائري لم يميز بين مراحل التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري من حيث الضوابط والتحفيزات، فإنه يمكن اعتبار أن كل الضوابط المفروضة والتحفيزات الممنوحة للمؤسسات الممولة برأس المال الاستثماري هي نفسها المطبقة على المؤسسات التي تكتفي بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

3 - الضوابط المفروضة على مؤسسات رأس المال المخاطر :

3-1 الضوابط المتعلقة برأس مال شركة رأس المال المخاطر وطرق تمويلها: وتمثلت في الاكتتاب أو اقتناء أسهم عادية، شهادات استثمارية، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم وحصص الشركاء، أو أي قيم أخرى مماثلة للأموال الخاصة، كما خول القانون لشركات رأس المال المخاطر تسيير هذه القيم المنقولة، وسمح لها أيضا بالقيام بأي عمليات لها صلة بنشاطها ولا تتنافى مع أهدافها لصالح مؤسسات أخرى.³

يتمثل الشكل القانوني لرأس المال المخاطر وفقا للفصل الأول من القانون رقم 06-11، في شركة مساهمة وقد جاء التفصيل في ضوابط الشكل القانوني له في المرسوم التنفيذي رقم 08-56 الصادر في 11 فيفري 2008 .

¹ المادة 2 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، الجريدة الرسمية

للجمهورية الجزائرية، العدد 42 ص 4 .

² المادة 3 من نفس القانون ص 4 .

³ المادة 5 و6 من نفس القانون.

حيث حدد رأس المال الاجتماعي الأدنى لشركات رأس المال المخاطر ب (100.000.000 دج) ويسدد بنسبة 50% عند تأسيس الشركة وفقا للأحكام المنصوص عليها في القانون.¹

وقد أجاز المشرع الجزائري على أن يحوز رأس مال شركة الرأس المال الاستثماري مستثمرين عموميين أو خواص سواء كانوا أشخاصا معنويين أو طبيعيين.

3-2 الضوابط المتعلقة برخصة ممارسة نشاط رأس المال المخاطر: يتعين على كل راغب في ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري، الحصول على رخصة مسبقة، بتقديم ملف لطلب الرخصة للوزير المكلف بالمالية الذي يقوم بتسليم الرخصة بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) وبنك الجزائر. وتضمن الفصل الثاني من القانون 11-06 الصادر في 24 جوان 2006 تحديد الشروط و/أو المقاييس الواجب توفرها في مسيري هذه الشركات والأعضاء في الأجهزة التابعة لها.²

كما تضمن القانون نفسه الشروط المتعلقة بمنح رخصة ممارسة رأس المال المخاطر وآجال تسليمها، وكيفية الطعن في حالة رفض الرخصة صراحة أو ضمنا، وآجالها بالإضافة إلى شروط سحب الرخصة سواء بناء على طلب شركة الرأس المال الاستثماري أو بناء على تقرير محافظ الحسابات بسبب الاخلال الخطير بالتشريع.³

3-3 الضوابط المتعلقة بالعمليات التمويلية لرأس المال المخاطر: تتعلق هذه الضوابط بكافة النواحي التمويلية التي يقوم بها رأس المال الاستثماري أثناء عملياته وقد خصص المشرع لهذه الضوابط أربعة مواد تتضمن الشروط التالية:⁴

- لا يجوز لشركة رأس المال المخاطر أن تخصص أكثر من 15% من رأسمالها واحتياطها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة ؛
- لا يجوز لشركة الرأس مال الاستثماري أن تحوز أسهما تمثل أكثر من 49% من رأس مال مؤسسة واحدة ؛
- لا يجوز لشركة الرأس مال الاستثماري أن تساهم في شركة إلا على أساس عقد المساهمة الذي يوضح على وجه الخصوص مدة المساهمة في الاستثمار وشروط الانسحاب من شركة الرأس مال الاستثماري ؛
- لا يجوز لشركة الرأس مال الاستثماري أن تقوم باقتراضات تفوق حدود 10% من أموالها الخاصة الصافية ولا يمكن أن تستغل المبالغ المقرضة لتمويل الحصول على المؤسسات .

وتخضع مؤسسات رأس المال المخاطر لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، والتي تضمن امتثال مؤسسات رأس المال المخاطر للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها، وتمارس مهمة الرقابة وفقا للمهام والسلطات التي

¹ المادة 2 من المرسوم التنفيذي رقم 56-08 الصادر في 11 فيفري 2008 ،المتعلق بشروط ممارسة رأس المال المخاطر فالجزائر

² المادة 9، 10، 11، 12 من القانون 11-06

³ المواد 14، 15 من القانون 11-6

⁴ المواد 17، 18، 19، 20 من القانون 11-6

منحها إياها المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالبورصة والقيم المنقولة، حيث تلتزم مؤسسات رأس المال المخاطر بتقديم الوثائق التالية إلى وزارة المالية ولجنة تنظيم البورصة (COSOB) بما يلي:¹

- تقرير عن النشاط السداسي مرفقا بوضعية حافظة السندات ؛
- الوثائق المحاسبية والمالية لنهاية السنة المالية المعنية ،
- تقارير محافظي الحسابات، وأية وثيقة أخرى ضرورية لممارسة الرقابة .

4- التحفيزات الممنوحة لمؤسسات رأس المال المخاطر: ²

تتمثل التحفيزات التي تقدمها الدولة الجزائرية لجذب مؤسسات رأس المال المخاطر أساسا في التحفيزات الجبائية وتحفيزات أخرى مرتبطة بطرق خروج هذه المؤسسات من الاستثمارات، وهذا من أجل ضمان سيولة أكبر في السوق

4-1 التحفيزات الجبائية :

لقد تم إدراج التحفيزات الجبائية الممنوحة لرأس المال المخاطر في الفصل السادس من القانون رقم 06-11 الصادر في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، تم توضيحها أكثر من خلال المرسوم التنفيذي رقم 8-56 المؤرخ في 11 فيفري 2008 والمتعلق بشروط ممارسة رأس المال الاستثماري .

تم إعفاء شركات رأس المال المخاطر من دفع الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخيل المتأتية من الأرباح نواتج توظيف الأموال، نواتج وفائض قيم التنازل على الأسهم والحصص. بالنسبة لبقية المداخيل فهي تخضع إلى المعدل المخفض ب 5% إلى شرط التزام الشركة بالمحافظة على الأموال المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن خمس سنوات، وتحسب ابتداء من أول جانفي من السنة الموالية لتاريخ اكتتاب أو اقتناء .

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

¹ المادة 24 و 26 من القانون 6-11 المؤرخ في 24 جوان 2006، المتعلق بشركة رأس المال الاستثماري

² محمد براق، بن زاوي محمد الشريف، مرجع سبق ذكره، ص 98

4-2 تحفيزات متعلقة بطرق الخروج من الاستثمارات :

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

يجب على المؤسسات الكبرى التي ترغب في دخول البورصة أن يكون لها 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 مساهم 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 لتمويل الأصول طويلة الأجل، دخول مبسط وبأقل التكاليف للبورصة .

المطلب 2 : المؤسسات و الهياكل الداعمة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في الجزائر

تحتاج سوق رأس المال المخاطر إلى مجموعة من المؤسسات والهياكل التي تدعم مؤسسات رأس المال المخاطر من أجل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتتمثل هذه الهياكل أساسا في مؤسسات لضمان عملية التمويل مؤسسات متخصصة في تمويل المؤسسات التي في مرحلتها ما قبل الإنشاء والإنشاء نتيجة لارتفاع المخاطرة بهما، بالإضافة إلى هياكل أخرى تعمل على دعم المستثمرين وتتمثل هذه المؤسسات في :

1 - صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (FGAR) ¹

هو عبارة عن مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، أنشأت في 11 نوفمبر 2002 بموجب المرسوم التنفيذي رقم 02/ 373 تطبقا للفقرة رقم 14 من القانون 01-18 الصادر في 12 ديسمبر 2001، وقد كانت الانطلاقة الفعلية لهذا الصندوق في مارس 2004 برأس مال قدره 30 مليار دينار جزائري ويهدف هذا الصندوق إلى إيجاد حل لمشكل التمويل الذي تعانيه المشاريع الاستثمارية خصوصا الناشئة والتي تتميز بارتفاع المخاطرة خاصة في مرحلة الإنشاء أين يصعب الحصول على التمويل اللازم، فيهدف الصندوق إلى تسهيل الحصول على القروض المتوسطة الأجل التي تدخل في التركيب المالي للاستثمارات المجدية، وذلك من خلال منح الضمان

¹ WWW.FGAR.DZ . consulté le 23 / 07 / 2020

للمؤسسات التي تفتقر للضمانات العينية اللازمة التي تشترطها البنوك، يخضع الضمان الذي يقدمه الصندوق للمعايير التالية :

- المبلغ الأقصى للضمان هو 50.000.000.000 دج ؛
- المبلغ الأدنى للضمان هو 4000.000 ؛
- نسبة الضمان تتراوح بين 10% و 80% من التمويل البنكي ؛
- شهادة الضمان المقدمة تبقى سارية المفعول لمدة 12 شهرا .

وللإشارة فإن عدد الضمانات الممنوحة من الصندوق منذ نشأته إلى غاية 31 / 12 / 2013، قد بلغ 1011 ضمان قرض، بقيمة 26.416.147.983 دج، ما استحدث 42.484 منصب عمل جديد حيث بلغ المعدل المتوسط للتمويل 62%. وبلغت قيمة القروض الممنوحة 56.749.838.785 دج، وقد تضمنت قائمة النشاطات والقطاعات التي شملتها ضمانات الصندوق ، قطاع الصناعات الذي استحوذ على 558 مشروع من اجمالي المشاريع، متبوعا بقطاع البناء والأشغال العمومية ب 257 مشروع، ثم قطاع النقل ب 201 مشروع، ثم يأتي قطاع الصحة ب 47 مشروع ، بعده التكنولوجيات الحديثة للإعلام والاتصال ب 15 مشروع، الفلاحة والصيد البحري ب 9 مشاريع وهو نفس العدد في السياحة أما الصيانة الصناعية فكانت عدد المشاريع فيها 14 مشروع .

2- صندوق ضمان استثمارات المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

أنشئ صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمقتضى المرسوم الرئاسي رقم 134-04 المؤرخ في 19 أفريل 2004، برأسمال يقدر ب 30 مليار دينار، وهو عبارة عن شركة ذات أسهم حيث بدأ نشاطه الفعلي في بداية 2006، ويهدف الصندوق إلى تحقيق ما يلي :¹

- ضمان تسديد القروض البنكية التي تستفيد منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل الاستثمارات المتعلقة بإنشاء تجهيزات المؤسسات وتوسيعه حيث يكون المستوى الأقصى للقروض القابلة للضمان 50 مليون دج؛
- لا تستفيد من ضمان الصندوق القروض المنجزة في قطاع الفلاحة والقروض الخاصة بالنشاطات التجارية وكذا القروض الموجهة للاستهلاك، وتستفيد من ضمان الصندوق القروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف البنوك والمؤسسات المالية المساهمة في الصندوق .

¹ الباب الأول من المرسوم الرئاسي رقم 134-04 المؤرخ في 19 أفريل 2004، والمتضمن القانون الأساسي لصندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

3- الوكالة الوطنية لتثمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية

تقوم الوكالة الوطنية لتثمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية بدور قريب جدا من دور مؤسسات رأس المال المخاطر في التمويل، إلا أن عملها يقتصر على مرحلتها ما قبل الإنشاء والإنشاء، وتعد كمؤسسات مساعدة لمؤسسات رأس المال الخاطر في السوق .

3-1 نشأة الوكالة الوطنية لتثمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية

تم إنشاء الوكالة الوطنية لتثمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية (ANVREDET: AGENCE Nationale de Valorisation des Résultat de la Recherche et du Développement Technologique) عن طريق المرسوم التنفيذي رقم 98-137 المؤرخ في 03 ماي 1998 تحت وزارة التعليم العالي والبحث العلمي .

تعمل الوكالة في إطار مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي تجاري، و تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية يتمثل الهدف الأساسي من إنشاء الوكالة في الربط بين قطاع البحث العلمي والقطاع الصناعي، والسماح بظهور مؤسسات تركز على الابداع، تنمية ثقافة الإبداع داخل المؤسسات الوطنية وتوفير فرص عمل أكثر¹

3-2 مهام الوكالة الوطنية لتثمين نتائج البحث العلمي و التنمية التكنولوجية

تعمل هذه الوكالة على انتقاء نتائج البحث العلمي لتثمينها معتمدة في ذلك على عدة أنظمة وطرق، بالإضافة إلى متابعات الإبداعات عن طريق مجموعة من الانظمة التي تمثل ممثلين جهويين متواجدين بالقرب من أقطاب النشاط التكنولوجي، خلايا تمثيل البحث العلمي متواجدة داخل الجامعات، حاضنات للمؤسسات متواجدة داخل الجامعات ومشاتل المؤسسات حديثة النشأة متواجدة داخل المؤسسات الصناعية.

الشكل رقم (3): طريقة عمل أنظمة الدعم المقدمة من طرف الوكالة الوطنية لتثمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية



Source : www.anvredet.org.dz . consulté le 24/ 07 /2020

¹ محمد براق ومحمد الشريف بن زاوي، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، الملتقى الوطني حول استراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر يومي 18/19 أبريل 2012، ص 10 .

حاضنات المؤسسات هي عبارة عن هياكل استقبال ومراقبة المشاريع القائمة على الإبداع وتؤدي دورا مهما في تقديم المعلومة اللازمة للمقاولين، بالإضافة إلى توجيه المؤسسات ومنحها التمويل اللازم إلى غاية إنشاء المؤسسة، و تؤدي هذه الحاضنات دورا مهما في الرفع من حظوظ نجاح المشاريع القائمة على الإبداعات، أما المشاتل الصناعية فهي عبارة عن هياكل تقوم بمساعدة المؤسسات حديثة النشأة على تطوير نشاطاتها، وترافقها إلى غاية مرحلة النضج.

4- الوكالة الوطنية للوساطة و الضبط العقاري¹

أنشأت الوكالة الوطنية للوساطة والضبط العقاري (ANIREF: agence n'ational d'intermédiation) ANIREF: agence n'ational d'intermédiation (et de régulation foncière) بموجب المرسوم التنفيذي رقم 119-07 الصادر بتاريخ 23 أفريل 2007، في شكل مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي تجاري، تعمل تحت وصاية وزارة الصناعة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية .

تهدف الوكالة إلى منح الدعم الضروري للمستثمرين من خلال تقديم الوعاء العقاري لاحتواء مشاريعهم الصناعية، تتشكل الوكالة من مديرية عامة وعشر مديريات جهوية موزعة عبر مختلف مناطق الوطن مما يسمح لها بالاستجابة لطلبات المستثمرين في الجزائر .

4-1 مهام الوكالة الوطنية للوساطة و الضبط العقاري

يمكن تقسيم مهام الوكالة الوطنية للوساطة والضبط العقاري إلى ثلاث محاور أساسية تتمثل في الوساطة العقارية الضبط العقاري، والترقية العقارية .

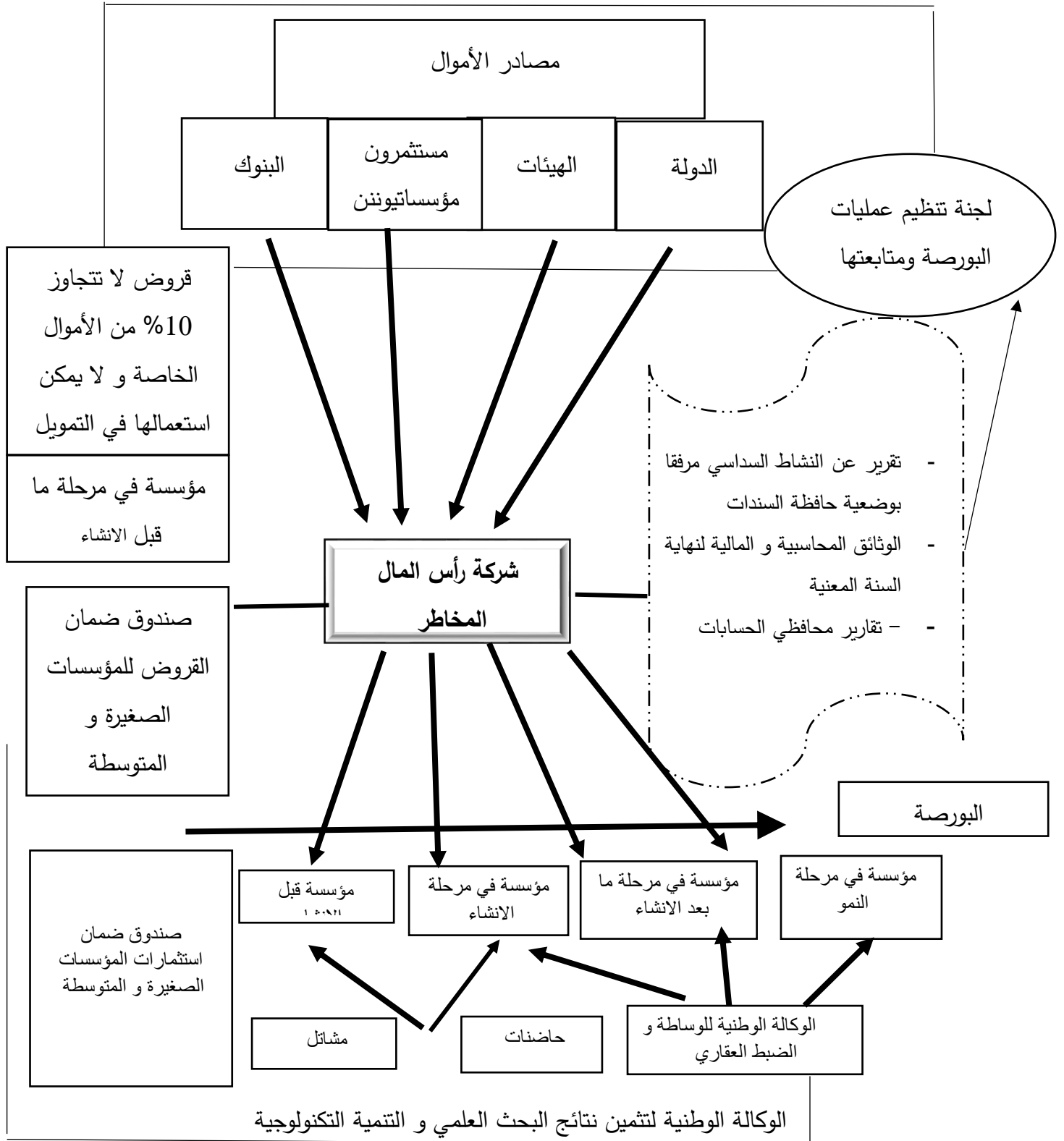
تعمل الوكالة الوطنية للوساطة والضبط العقاري كوسيط بين المالكين للأصول العقارية المبنية والغير المبنية الموجهة للاستثمار والمتعاملين الاقتصاديين الباحثين عن وعاء عقاري من أجل تجسيد مشاريعهم الصناعية غير أن الوكالة لا تقوم بهذه المهمة إلا لصالح تسيير أملاك الدولة ومراكز التهيئة والتعمير .

في إطار القيام بمهمة الضبط العقاري تتكفل الوكالة بمراقبة حركية السوق العقارية والقيام بضبطها اعتمادا على عدة آليات ووسائل توفرها السلطات العمومية، كما تقوم الوكالة بإعداد جداول الأسعار المعمول بها وتحديثها بشكل دوري .

تعمل أيضا الوكالة كمرقي عقاري من خلال التجزئة وتهيئة الأصول التي تحوزها ، بهدف تحسين العرض العقاري الموجه للمشاريع الإنتاجية والخدماتية .

¹ www.aniref.dz. Consulté le 24 /07 /2020

الشكل رقم (4) : تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر



المؤسسات و الهياكل المساعدة

المصدر: محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال المخاطر تجارب و نماذج عالمية ، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث،

الجزائر، 2014، ص 99

المطلب 3 : دوافع إنشاء سوق رأس مال مخاطر بالجزائر و العقبات التي يواجهها

1- دوافع إنشاء سوق رأس المال الخاطر بالجزائر

- بناء على الواقع الاقتصادي للجزائر يمكن تقديم جملة من الدوافع لإنشاء سوق رأس مال مخاطر بالجزائر :¹
- مشاكل التمويل والتسيير على مستوى المؤسسات الجزائرية، والتي يمكن حلها من خلال التمويل عن طريق رأس المال المخاطر لما يقدمه من مدخلات إدارية ؛
 - هندسة سوق رأس المال المخاطر تعد تكملة لجهود الحكومة المبذولة في تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛
 - من شأن سوق رأس المال المخاطر تقديم مؤسسات قادرة على الصمود أمام المنافسة القوية، كما يمكن أن تقدم مؤسسات تشكل قاعدة لسوق أوراق مالية باعتبار أن أفضل استراتيجيات الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر هي الإدراج في البورصة ؛
 - عدد براءات الاختراع المسجلة من طرف المواطنين الجزائريين المتزايد .

2- العقبات التي يواجهها سوق رأس المال المخاطر الجزائري

- لا تزال سوق رأس المال المخاطر بالجزائر في طور العملية الهندسية، وقد رافق عملية تطور هذه السوق بعض الأخطاء التي أثرت عليه سلبا، والتي سيتم عرضها من خلال ما يلي:²
- 2-1 نقائص تتعلق بالاطار القانوني والضريبي: لعل تأخر المشرع الجزائري في وضع إطار قانوني وضريبي خاص بصناعة رأس المال المخاطر، كان العائق الأكبر الذي حد من تطور وتوسع هذه التقنية بالجزائر، حيث أن غياب قانون خاص، وتبني المستثمرين إما للشكل التجاري الذي لا يحظى بثقة المتعاملين الاقتصاديين، أو الشكل المالي الذي يخضع لقيود البنك المركزي، يعتبر بمثابة عائق أمام المستثمرين المحليين والأجانب الذين يرغبون في ممارسة هذا النشاط بالجزائر. وأيضا عدم وجود ميزات وتحفيزات ضريبية تشجع المستثمرين على تحمل المخاطر العالية التي تتميز بها هذه التقنية التمويلية، وانتظار قانون المالية لسنة 2005 الذي قدم ميزات ضريبية للمؤسسات الممارسة لعملية رأس المال المخاطر، والقانون 06-11 المتعلق بمؤسسات رأس المال الاستثماري سنة 2006 الذي لم يكن في مستوى تطلعاتهم.

¹ محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، هندسة سوق رأس مال مخاطر إسلامية : دور الحكومة: دروس مستفادة من التجربة الهندية، مجلة الدراسات الآلية والمصرفية، العدد 2، 2011، ص 98

² سامي عياط، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، منشورة، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر 2013، ص ص 144، 145، 146

2-2 عامل التحفيز : تتفق مؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة بمبالغ كبيرة بغرض تحفيز المقاولين، ويعد التحفيز الحل الوحيد لمشكل الوكالة الذي يميز طبيعة الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر. إلا أن مؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر لا تستثمر بمبالغ كبيرة من الأموال التي بحوزتها، إذ يبقى عدد المؤسسات الممولة قليلا وقد يرجع هذا إلى سببين، تجنب هذه المؤسسات للمخاطرة الكبيرة التي تميز التمويل عن طريق رأس المال المخاطر و/ أو عدم وصول العدد الكافي من طلبات التمويل إليها فضلا على مزاولة بعض هذه المؤسسات لأنواع أخرى من التمويلات إلى جانب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

2-3 غياب التنسيق بين الهياكل المساعدة ومؤسسات رأس المال المخاطر: يرى القائم عن انتقال المشاريع وتقييمها لمؤسسات رأس المال المخاطر الناشطة بالجزائر أن أغلب المقاولين الذين يطلبون التمويل يجهلون كيفية عرض مشاريعهم، مما يعني عدم حصولهم على التوجيه اللازم الذي من المفترض أن تقدمه الهياكل المساعدة من حاضنات ومشاتل للمؤسسات، مما يعني أن هناك مشاكل في التنسيق بين مؤسسات رأس المال المخاطر والهياكل المساعدة.

2-4 غياب ثقافة المؤسسة لدى المقاولين الجزائريين: يجهل غالب المقاولين الجزائريين الامتيازات المرتبطة بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر والتحفيزات التي تقدمها الحكومة، من تسهيلات في الحصول على العقار الصناعي، ضمانات للقروض الممنوحة، بالإضافة إلى الهياكل التي تعمل على توجيهه و تكوين المقاولين، مما يجعل من امكانية الاستفادة من هذه التحفيزات المحصورة في عدد قليل من المقاولين .

2-5 نقص الموارد المالية: تعاني سوق رأس المال المخاطر الجزائرية من نقص حاد في الموارد المالية المتاحة، حيث أنه قبل إصدار القانون 06-11، لم يكن في إمكانها الاعتماد إلا على أموالها الخاصة. أما الآن فالقانون المذكور يسمح لها بتوظيف أموال تقدم من طرف الدولة والخواص لكن هذا لم يجدي نفعا.

2-6 غياب آلية خروج ملائمة: من أهم محددات نجاح عمليات رأس المال المخاطر، ومن أهم انشغالات المخاطر برأس المال قبل دخوله في رأسمال المنشأة الممولة، هو وجود آلية ملائمة للخروج تضمن سيولة العملية و تحقق قيم مضافة، لكن المؤسسات الجزائرية لا تتوفر على خيارات كثيرة للخروج، حيث أن عمليات الخروج تتم إما عن طريق بيع الحصة للمبادرين الأصليين أو بالخروج الصناعي. رغم المخاطرين برأس المال يفضلون أنماط وآليات أخرى للخروج على غرار المالي والخروج عن طريق البورصة.

2-7 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، حيث قامت العديد من الدول في هذا الصدد بإنشاء صناديق تتكفل بضمان مساهمات رأس المال الاستثماري، على غرار (و كما ذكرنا سابقا) الشركة الفرنسية لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة SOFARIS التي تقوم بضمان مختلف أنواع التمويل الموجهة للمؤسسات الصغيرة. لكن مؤسسات رأس المال الاستثماري الجزائرية لحد الآن لا تملك هذه الإمكانية وبالتالي

لا تقوم بتغطية مخاطر عملياتها، الأمر الذي يشكل عائقا في سبيل تطور واتساع هذه التقنية لكن الأمر ليس بالصعب جدا ولا يقتضي خلق تنظيمات جديدة لهذا الغرض والسبب في ذلك وجود تنظيمات يمكن استغلالها.

2-8 نقص في الموارد البشرية المتخصصة: رأس المال المخاطر، كما رأينا فيما سبق، يتطلب مهارات خاصة في مختلف الميادين خاصة المالية، التسييرية، الاقتصادية، والقانونية. الأمر الذي لا يعتبر في الوقت الراهن بالكم والنوع الكافيين في الجزائر ما يتطلب العمل على تكوين مختصين ليس فقط لتدعيم هياكل مؤسسات رأس المال المخاطر، وإنما لتدعيم المؤسسات القانونية والقضائية برجال قانون يتحكمون في الخصائص القانونية لهذا النمط التمويلي، والساحة الاقتصادية بماليين يتحكمون في التقنيات المالية الحديثة خاصة فيما يتعلق بتقييم المشاريع التكنولوجية سريعة النمو وكذلك مسيرين أكفاء يرافقون المشاريع والمنشآت الممولة .

2-9 نقص في الزبائن المحتملين: إن رأس المال المخاطر شبه مفقود في الجزائر ويمكن إرجاع ذلك إلى الواقع التكنولوجي وحالة البحث العلمي لبلدنا التي تتميز بتأخر كبير مقارنة بباقي دول العالم. ذلك لعدم ثقة المستثمرين في الأفكار والدراسات المتناولة .

2-10 الثقافة الاقتصادية والمالية الجزائرية : يتميز الاقتصاد الجزائري على أنه اقتصاد استدانة، الامر الذي تفسره عدة عوامل أهمها:

- معظم المنشآت فردية وعائلية تعتمد على التمويل الذاتي ولايقبل أصحابها فكرة تدخل أجنبي في إدارتها والاطلاع على المعلومات السرية ؛
- نقص الوعي وعدم الفهم الجيد (أو الجهل التام) لهذه التقنية التمويلية ؛
- غياب ثقافة المقاوله وغياب روح المغامرة المخاطرة لدى المؤسسات المالية الجزائرية .

المبحث 2: الوسطاء الماليون المتدخلون في سوق رأس مال المخاطر بالجزائر وسبل دعمهم

ينشط على مستوى سوق رأس المال المخاطر بالجزائر مجموعة من الوسطاء الماليون من مؤسسات وطنية وأجنبية، حيث أن نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر على المستوى الوطني يتسم بالحدائة وضعيف من ناحية التغطية لذا من مصلحتها أن تعمل على تنمية هذه المؤسسات لدعم مشروعاتها بهدف تحقيق التنمية، والعمل على تشجيع إقامة مجموعة من المؤسسات ذات الوساطة المالية المتخصصة في رأس الملل المخاطر. وعليه سيتم في هذا المبحث تسليط الضوء على مختلف مؤسسات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر .

المطلب 1 : مؤسسات رأس المال المخاطر الوطنية

1- المؤسسة المالية الجزائرية الأوروبية FINALEP :

تأسست الشركة المالية الجزائرية الأوروبية FINALEP بأربعة مساهمين عام 1991 بالجزائر، الكائن مقرها الرئيسي بسطوالي حيث ساهم بنك التنمية المحلية DDL بنسبة تقدر بـ 40%، في حين ساهم الصندوق الفرنسي للتنمية CFD بنسبة تقدر بـ 28,74%، أيضا القرض الشعبي الجزائري CPA بنسبة 20%، والبنك الأوروبي للاستثمار BEI بنسبة 11.26% وتهدف هذه المؤسسة إلى تعزيز و ترقية الاستثمار الجزائري محليا على مدار الشركة الجزائرية الأوروبية و تعتبر كأحد شركات رأس المال المخاطر، فهي وكييل بنسبة محصورة ما بين 10% و 90% من رأس المال الاجتماعي، وتم إبرام اتفاق بين وزير المكلف بالمالية ومؤسسة FINALEP وتشمل مضمون هذا الاتفاق على تكفل المؤسسة المالية الجزائرية الأوروبية بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ستة ولايات تتمثل في تيبازة وسطيف و جيجل، سكيكدة سيدي بلعباس البيض، باستخدام الأموال المقدمة من طرف صناديق الاستثمار المنشأة في هذه الولايات ويقدر رأسمالها 195 مليون دينار¹.

الجدول رقم (3) : المؤسسات الصغيرة و المتوسطة للمؤسسات التابعة ل FINALEP

السنوات	2006	2007	2008	2011	2012	2013	2014	2015
تیبازة	9149	10273	11526	15672	15690	16023	16031	16150
سطيف	11088	12289	13555	17154	17201	17333	1760	18012
جيجل	5891	5893	6431	6592	7320	9109	9799	10003
سكيكدة	5754	6410	7199	8456	9012	9112	10201	10111
البيض	3214	3229	3323	3401	4555	4962	5012	5333
بلعباس	5336	6331	8552	9662	10222	10367	10968	11078

من اعداد الطالبة بناء على الموقع الرسمي لوزارة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عبر الموقع : WWW.PMEART.ORG.DZ

1-1 أهداف المؤسسة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP في الجزائر :

تسعى مؤسسة رأس المال المخاطر FINALEP إلى الدخول في الشركة عن طريق المساهمة التقنية، ذات أقلية وبصفة مؤقتة من رأس المال المؤسسة المستهدفة، ومن كل عملية تتعلق بالمساهمات الخاصة والشبه خاصة

¹ فريد زكريا عبيد، مشاركة شركات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم وتمويل المشروعات الناشئة - دراسة حالة FINALEP - مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 10، العدد 1، 2020، ص 85

في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإن المؤسسة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP في الجزائر تهدف إلى ما يلي :¹

- تعمل وتسهر على مجموعة من الأدوات والإجراءات الخاصة بالنشاط لاستثمار رأس المال ؛
- تهدف إلى تكوين إطارات قادرة على استيعاب ونشر هذا النوع من تقنيات التمويل، وجعلهم ذات فعالية في فهم تقنية التمويل وتحسين في أدائهم في تسيير المشروعات، وتعمل على منح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة منتج مالي لمعالجة العجز في أعلى جدول ميزانية المؤسسة أي الأموال الخاصة، وتشجيع المستثمرين في إنشاء أعمال تجارية متخصصة في تكنولوجيات المعلومات والاتصالات، والمشاركة في تنشيط السوق المالية وفي سياق متصل، والمشاركة في برنامج تأهيل المؤسسات، وتحسين الهيكل المالي للمؤسسة لتمكينها من الحصول على القرض.

2-1 أنشطة FINALEP :

بدأ نشاط FINALEP الفعلي في الجزائر سنة 1992، ولم يكن المحيط الاقتصادي آنذاك مناسباً وملائماً بالنسبة لتطوير نشاطاتها نظراً لتدهور الوضعية الأمنية وانعدام التكوين عند التأطير، ومشكلات الهيكلة والتسيير ونسبة التضخم العالية التي انعكست سلباً على نسبة الفوائد البنكية التي تعيق حركة التنمية .

لكن منذ سنة 1997 تغير المحيط الاقتصادي الداخلي والخارجي وعرف تحسناً ملحوظاً فعلى المستوى السياسي تحسنت الوضعية الأمنية، وعلى المستوى الاقتصادي تم تشجيع الاستثمارات الوطنية والأجنبية، وانخفاض نسبة التضخم ونسبة الفوائد البنكية، وفي المحيط الداخلي ل FINALEP تم تكوين اطاراتها وتم هيكلة المؤسسة بشكل مناسب مع التحكم في طريقة التسيير واكتساب احترافية تمكنها من اتخاذ القرار التمويلي، هذه العوامل أدت إلى اقتناع المستثمرين الأوروبيين بالعودة للجزائر للاستثمار وهذا ما تحقق ميدانياً بحيث أن 70% من مجمل استثمارات FINALEP تعد شركات أوروبية جزائرية تساهمية نذكر أبرزها :²

- الشركة الجزائرية الأوروبية للأدوية والأجهزة الطبية **SOMEDIAL** : وهي عبارة عن شركة مختلطة بي هيئة أوروبية تضم مخابر أوروبية . كما عرف هذا المشروع شركة كبيرة في الانجاز حيث اعتبر أنه أول مشروع مشترك بدأ في الانتاج الفعلي في ماي 2001، مقرها بوادي سمارة بالجزائر العاصمة مختصة في انتاج حبوب منع الحمل.

¹ فريد زكريا عبيد، مرجع سبق ذكره، ص 87

² نوري منير، أثر الشراكة الأورو جزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف، يومي 17 و18 أبريل 2006 ص ص 871-872

- الشركة الجزائرية اليونانية لزراعة التبغ **ATLAS TOBACCO-SPA**: والتي تأسست سنة 1955 بولاية تيبازة ولم تتم عملية خروج FINALEPP منها بعد .

- شركة صناعة المركبات الصناعية الغذائية **CEMI**: بدأت نشاطها في أبريل 2000، تصنع مطمورات للتخزين وقطع خاصة بالمطاحن، وهي شركة جزائرية - فرنسية ألمانية وتمت عملية خروج FINALEP من هذه الشركة سنة 2000 .

- الشركة المتوسطة للعمران **REAL PROMO**: وهي شركة جزائرية فرنسية للإنشاء والانتاج العقاري أنشأت في أبريل 2000 لتتطلق في النشاط في أبريل 2001 .

- الشركة الجزائرية الفرنسية لصناعة الأجهزة الإلكترونية **EIS**: تأسست سنة 1991 تنتج تجهيزات كهربائية إلكترونية كالمحولات الكهربائية والمكيفات والمشحنات تتوقف عن النشاط لتعود سنة 1991 بواسطة دعم رأس المال التتمية FINALEPP، مقرها البلدة تم خروج FINALEPP منها سنة 2003 .

- الشركة الجزائرية الفرنسية لصناعة اللوحات الشمسية **SOLAR SYST**: تختص بإنتاج الطاقة الشمسية.

- شركة تحويل المعادن **MÉTAL MODA Création**: شركة جزائرية ايطالية لصناعة لواحق وإكسسوار دباغة الجلود .

1-3 إجراءات المساهمة لدى FINALEP :

تبدأ هذه الاجراءات بمقابلة بالمبادر الذي قام بإيداع طلب لدى FINALEP من أجل أخذ مساهمة في رأس مال منشأة موجودة أصلا أو قيد الانشاء، وذلك ليشرح له نشاطات وشروط تدخل مؤسسة FINALEP والتي تتمثل فيما يلي:¹

- مشاريع تجمع شركاء جزائريين وأوروبيين، أو موجهة جزئيا للتصدير ؛
- قطاع نشاط يشكل عجز في الطلب ؛
- نشاطات ذات قيمة مضافة عالية، تمكن من إحلال بعض الواردات ؛
- نشاطات تولي أهمية للموارد المحلية ؛
- مشاريع ذات مخاطر تكنولوجية ضئيلة؛

من خلال اللقاء الأول يتضح للفيناليب أول انطباع يمكن أن يكون ايجابيا أو سلبيا عن المبادر ومشروعه، بعد ذلك

¹ صورية قشيدة، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر - دراسة حالة الجزائرية الأوروبية للمساهمات - مذكرة ماجستير منشورة، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، 2012، ص 176

يتبع المكلف بالمهام عدة إجراءات وخطوات يمكن أن نلخصها فيما يلي :¹

- دراسة الطلب: يصدر المكلف بالمهام، بعد التشاور مع المدير العام، قرار حول مواصلة باقي الإجراءات بخصوص العملية المعنية حيث يكون قراره إما :

- الرفض: يكون مرفقا بالمبررات التي تقدم للمبادر، وهذا كون الطلب لا يتوافق مع شروط تدخل FINALEP
- القبول: كون الطلب يستوفي الشروط اللازمة .

- استلام دراسة القابلية: تتألف من دراسة السوق، دراسة تقنية، دراسة اقتصادية ومالية في الحالة العامة، يقوم المبادر بإعداد هذه الدراسة، غير أنه وفي الحالة العكسية تأخذ FINALEP على عاتقها القيام بالدراسة السوق والدراسة الاقتصادية والمالية، كما يمكن انجازها بتعاون الطرفين .

يتكفل بكل مشروع مكلفين بالمهام: الأول مسؤول المكلف ويتمثل دوره في دراسة العملية تحضير الملف، والثاني مكلف بالمهنة والذي يكون على اطلاع دائم بتطورات المشروع كما يحضر كل الاجتماعات المتعلقة بالعملية

- الاجتماع الاول للجنة: تتألف اللجنة الداخلية لـ FINALEP من المدير العام، ومكلفين بالمهام وتجتمع هذه اللجنة بغرض فحص العمليات التي تعترض عليها من أجل أخذها بعين الاعتبار وذلك عند التحقق من العناصر التالية: موضوع المشروع، الشركاء، السوق، التقنيات والمعدات المستعملة، تقييم الاستثمار المتوقع وأداء المشروع.

- الأخذ في عين الاعتبار: تعرض الدراسة التي أطلعت عليها اللجنة الداخلية وكذا بطاقة ملخصة للمشروع على اللجنة التنفيذية، وذلك للأخذ في عين الاعتبار، هذه الأخيرة تعطي حكمها إما بالموافقة على مواصلة إجراءات معالجة الملف أو الرفض، في الحالتين ترسل للمبادرة مدونة بالنتائج التي توصلت إليها اللجنة التنفيذية .

- الاجتماع الثاني للجنة الداخلية: بعد معالجة كل الملاحظات التي قدمتها اللجنة التنفيذية، وقبل استدعاء مجلس الإدارة، من أجل أخذ المساهمة لـ FINALEP مرة ثانية لتقييم الملف الذي سيعرض على المجلس .

- أخذ المساهمة: يصدر مجلس الإدارة حكمه بخصوص المساهمة، اعتمادا على الملف الذي تلقاه مسبقا، يعطي المجلس موافقته مع أودون تحفظات، كما يمكنه رفض الملف لدواعي يتم عرضها في محضر الاجتماع .

- توقيع عقد المساهمين: يتم التوقيع من طرف مختلف الشركاء، لتعريف مناهج تدخل كل واحد منهم، هذا الاتفاق يشتمل على عدد من النقاط: الشكل القانوني للمؤسسة التي تم انشائها، عدد الاداريين، مراجع الحسابات، أنماط خروج FINALEP وكذلك المستأنفين المحتملين .

¹ صورية قشيدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 176، 177

- **اكتتاب ضمان الخصوم**: يلتزم المسيرين بتعويض FINALEP حسب ما يناسب حصتها في رأس المال، في حالة ظهور خسائر لم يتم الإبلاغ عنها مسبقا ولم تأخذ في الحسبان القيمة التفاوضية¹

- **البحث عن تمويلات أخرى محتملة**: في حالة حاجة المنشأة محل الانشاء لتمويلات تكميلية للأموال الخاصة، يتم التوجه للبنوك التجارية .

- **إنشاء المشروع المشترك**: كقاعدة عامة يتكفل المبادر بمرحلة الانشاء: إمضاء التنظيمات، الاعلان، التقييم، طلب الحصول على ميزانيات من الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار، ملفات بنكية .

في حالة كون المنشأة جديدة غير مهيكلة بالشكل الذي سمح لها بالتكفل بهذه المرحلة يمكن ل FINALEP من باب المساعدة أن تأخذ على عاتقها القيام بالأعمال التالية :

- وضع النظام الأساسي مع الموثق؛
- إتمام طلب الوكالة الوطنية لترقية الاستثمار، ثم البحث عن مصادر تمويلية أخرى .

- **متابعة المساهمة**: عند انشاء المنشأة تعين المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة ممثلها في مجلس الادارة، وكل واحدة من مساهمتها يجب أن تكون محل متابعة على أساس بطاقة تسلط الضوء على النقاط التالية :

- تذكير تدخل FINALEP وعرض تاريخي للعملية ؛
- تحليل النشاط: ميزانيات وحسابات الاستغلال ؛
- تحليل الادارة وتسيير المنشأة، ووضع تعليقات حول مستقبل العملية .

2- الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE: تأسست بتاريخ 2002/01/09، ونسبة مساهمتها في التمويل لا تتعدى 35% من رأس مال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول الأخرى، وهي كذلك لا تغطي كل الأنشطة، بل انحصرت مجال عملها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات ومواد التنظيف وصناعة الخشب واستغلال الثروات المنجمية وهذا يعني الاهتمام بالصناعات التحويلية وهو مشاط ضئيل المخاطر إذا ما قورن بالأنشطة الأخرى،² وسيتم التطرق إل نشاط هذه المؤسسة بالتفصيل في المبحث القادم .

¹ صورية قشيدة، مرجع سبق ذكره ، ص ص 177 ، 178

² نبيلة قدور، حمزة العرابي، التمويل برأس المال المخاطر وتجاريه في بعض دول العالم، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية

والإدارية، العدد السابع، 2017، ص 896

3- الجزائر استثمار

3-1 النشأة و الأهداف :

الجزائر استثمار مؤسسة مالية أنشأت برأس مال يقدر بـ مليار دينار جزائري وذلك مناصفة بين بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) بمساهمة تقدر بـ 70% والصندوق الوطني للاحتياط والتوفير (CNEP) بمساهمة تقدر بـ 30%، يهدف ذلك إلى إعطاء دفع للتنمية المحلية عبر تكثيف المشاريع الاستثمارية والمساهمة في امتصاص البطالة من خلال انشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

3-2 الخدمات المقدمة للمشاريع الاستثمارية :

تقوم شركة الجزائر استثمار بالإضافة إلى تسيير صناديق الاستثمار الولائية القيام بالمهام التالية:¹

- منح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة منتج مالي لمعالجة العجز في أعلى جدول ميزانية المؤسسة (الأموال الخاصة) وذلك في مختلف مراحل حياتها عن طريق رأس المال المخاطر، والمشاركة في برامج تأهيلها ؛
- تشجيع المستثمرين في خلق مؤسسات جديدة في مجال تكنولوجيا الاعلام والاتصال القيم المنقولة ؛
- تحسين الهيكل المالي للمشاريع الناشئة وتقديم المشورة والمساعدة الفنية في مجال خبرتها .

4- الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM: Algerian Saudi Investment Company):

أنشأت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار " " أسيكوم " بموجب الاتفاقية الموقعة في 2004 بين حكومتي الجمهورية الجزائرية والمملكة العربية السعودية، باشرت نشاطها في شهر يونيو 2008، يتواجد مقرها بالجزائر العاصمة حدد رأس مال الشركة بـ 8.000.000.000 دج . يتمثل غرضها في تمويل الاستثمار في كل المجالات وجميع القطاعات عن طريق المساهمة في رأسمال مشاريع جديدة أو اقتناء حصص في شركات قائمة، و كذلك تمويل المشاريع التي تساهم فيها الشركة عن طريق حساب المساهمين. ويتولى تسيير الشركة، مجلس إدارة مكون من 6 أعضاء، يضم ثلاثة من كل دولة².

¹ www.eldjazarestithmar.dz. Consulté le 27/07/2020

² www.asicom.dz , consulté le 29 /07/2020

الجدول رقم 4: مساهمة asicom في تمويل المشاريع الاستثمارية

المؤسسة الممولة	نشاط المؤسسة الممولة	مساهمة asicom
ROTO ALGERIE	طباعة صناعية	32%
EPRA	صناعة الأجر	51%
RUBEREC	إعادة تدوير العجلات المستعملة	51%
SIAHA	بنية تحتية سياحية	80%
CITY MAL	فندقة	51%
EL DJAZAIR IDJAR	خدمات مالية	06%
REDFABRIQ	الخدمات في المعلومات المتطورة	24.5%
CELL SANDS ALGERIA	إنتاج الخلايا المولدة للطاقة	قيد الدراسة
OCEANO CENTER	مركز تجاري	51%

من اعداد الطالبة بناء على الموقع الرسمي للشركة www.asicom.dz

يتضح لنا من خلال الجدول أعلاه أن توجه شركة asicom يركز على قطاعي الخدمات والتصنيع ويمكن تفسير ذلك بعدم رغبة الشركة في الاستثمار في المشاريع ذات المخاطر العالية، ووجود مشروع واحد للطاقة المتجددة ضمن تشكيلة واسعة من المشاريع هو دليل على عدم رغبتها في الاستثمار في المشاريع ذات المخاطر المرتفعة. وبلغت نسبة مساهمتها في القطاعات الخدمية 80% .

5- المغاربة للاستثمار: المغاربة للاستثمار هي أحدث مؤسسة رأسمال الاستثماري من حيث تاريخ الإنشاء، وهي إحدى مؤسسات المجموعة Intégra partners الفرع المتخصص في رأس المال الاستثماري والذي يسير ثمانية صناديق استثمار موجهة لشمال، وسط و غرب إفريقيا¹.

المغربية للاستثمار هي هيكل تسيير لآخر صناديق المجموعة: الصندوق المغربي للحصص الخاصة، الذي أطلق رسميا في الجزائر (و يمكنه التدخل في دول أخرى) في نوفمبر 2006 برأسمال انطلاق حدد ب 65 مليون أورو أي حوالي 5 مليار دج، تم رفعه إلى 124 مليون أورو سنة 2008. كما أن المغربية للاستثمار مخصصة في عمليات تمويل أعلى الميزانية لحساب مستثمرين مؤسساتيين، أي أنها تقوم باستخدام الأموال الخاصة وشبه الخاصة لتمويل مختلف مراحل نمو المنشآت الخاصة، إضافة إلى ذلك تقوم بتسيير الأصول وعمليات الوساطة في البورصة ولا ينحصر مجال تدخلها في المستوى الوطني بل يتعداه ليشمل كل من تونس و المغرب، وتتراوح مدة تمويل المغربية للاستثمار ما بين 5 و7 سنوات وناذرا ما تكون أكثر من ذلك، ويأخذ وضعية الأقلية² .

¹ <http://www.Maghrebinvest.com>. consulté le 29 /07 /2020

² محمد السبتي، مرجع سبق ذكره، ص 177

6- صناديق الاستثمار الولائية :

تطبيقا لأحكام المادة 100 من الأمر المتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2009، أنشأت الحكومة 48 صندوق استثمار يخص جميع الولايات حيث أوكلت إدارتهم لصالح حساب الدولة، وبموجب الاتفاقات الموقعة مع وزارة المالية تم تعيين ثلاثة شركات رأس المال الاستثمار تتمثل في الجزائر استثمار و FINALEP و SOFINANCE وفرعين للبنكين في طور الإنشاء.¹

المطلب 2- المؤسسات الغير مقيمة :

تلعب مؤسسات رأس المخاطر الغير مقيمة في الجزائر دورا معتبرا في تمويل المشاريع من خلال المساهمة بمواردها المالية وكذلك بخبرتها وتجربتها وشبكة علاقاتها، سنقوم بعرضها فيما يلي :²

1- شركة افريقيا للاستثمار : هي شركة لتسيير صناديق الاستثمار، حيث تدير أكثر من 700 مليون دولار تم جمعها من مستثمرين مؤسساتيين مثل البنك العالمي أو البنك الأوروبي للاستثمار. تقوم المجموعة بتقديم الدعم المالي والاستراتيجي للمشاريع الاستثمارية. تضع في متناولها شبكتها العالمية، خبرتها وتجربتها بهدف المساهمة في نموها، وقد تمكنت من الاستثمار في قطاعات متنوعة في حوالي عشرين بلدا .

2- مجموعة ABRAJ : شركة رأس مال استثماري تأسست سنة 2002، تنشط في الأسواق الناشئة الموجودة في كل من افريقيا، آسيا، أمريكا اللاتينية، الشرق الأوسط وتركيا. تضم المجموعة 20 مكتبا تسييرا موزعا على هذه المناطق، كن بينها المستثمر الموجود برأس المال الموجود في دبي، فيما يخص الجزائر، فالصندوق لا يملك ممثلين له بشكل دائم على المستوى المحلي، حيث يقوم بالدخول فقط من أجل الاستثمار المؤقت. قامت مجموعة abraaj بتمويل بعض المشاريع الموجودة في الجزائر وهي كالتالي :

الجدول رقم (5): محفظة استثمار مجموعة abraaj في الجزائر :

الشركة	قطاع النشاط	مرحلة التمويل	المنطقة
cepro	استهلاك ، تجارة التجزئة	النمو	العاصمة
La flèche bleu algérienne	عتاد النقل	النمو	سكيكدة
Mediaquest	تكنولوجيا واتصال	الانشاء	العاصمة

المصدر : معد بالاعتماد على موقع الشركة [http:// www.abraaj.com/ portfolio](http://www.abraaj.com/portfolio)

¹ www.Andi.dz .,consulté le 15 /07 /2020

² بوقفة أحلام، بلوج بو العيد، دور رأس المال الاستثماري في تنويع مصادر التمويل في الجزائر، المجلد 1، العدد 4 ، جامعة قسنطينة 2، جوان 2017، ص ص 210، 211، 212

3- شركة swicorp : هي شركة رأس مال استثماري واستشارة مالية، باشرت نشاطاتها في رأس المال الاستثماري سنة 2004، وفي سنة 2005 و2006 رفعت أكثر من مليار دولار كأموال توجه للاستثمار برأس المال الاستثماري من مستثمرين متواجدين في الشرق الأوسط مع إمكانية استثمار بين 10 إلى 150 مليون دولار في المشروع الواحد. تتشكل محفظة مشاريعها في الجزائر كما يلي :

الجدول رقم 6 : المحفظة الاستثمارية لشركة **swicorp** في الجزائر :

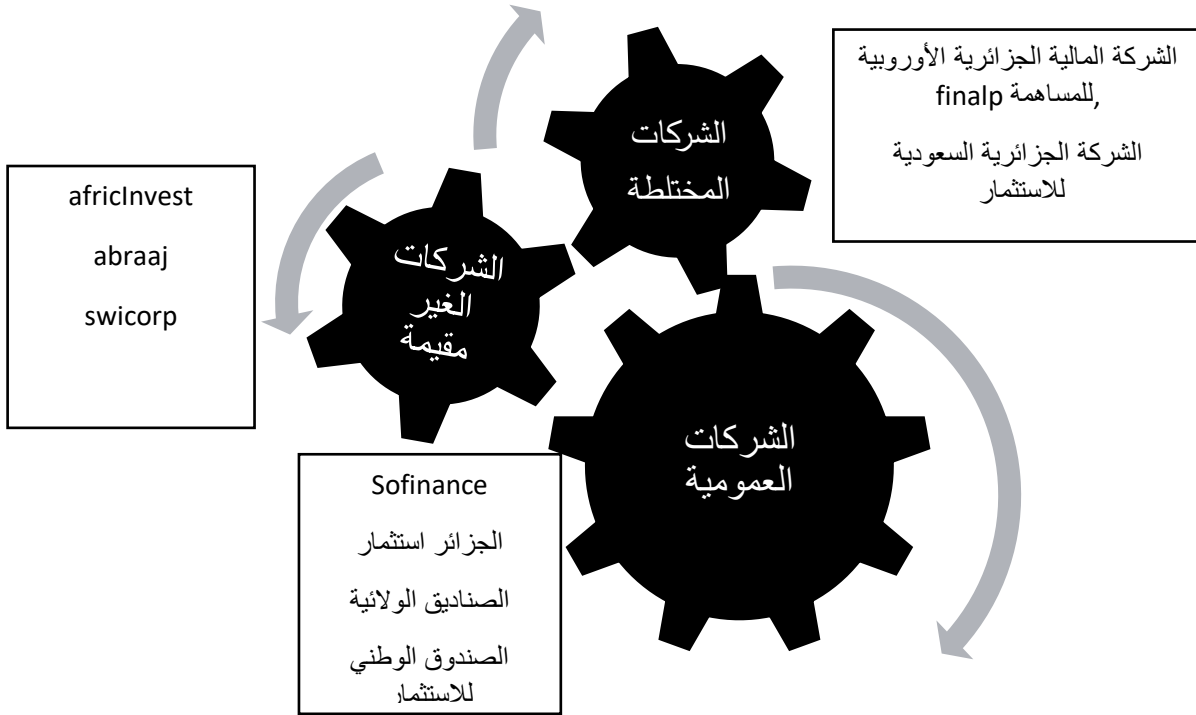
الشركة	القطاع	مرحلة التمويل
Uniceramic	صناعة زجاج السيراميك	التوسع
ALtea packaging	تصنيع الأغلفة المرنة	التوسع
Pulsar Mena	العقار	الإثشاء

المصدر : معد بالاعتماد على الموقع privateequit@swicorp.com consulté le 15 /06/ 2020

4- شركة ESP (Emerging capital Partners) : من أهم شركات التسيير الموجهة للاستثمار في القارة الافريقية، تأسست سنة 2000، ومنذ ذلك الحين تمكنت من جمع أكثر من 1,8 بليون دولار، وحققت حوالي 50 استثمار في القارة من خلال سبع مكاتب تديرها فرق مهنية موزعة على 12 بلدا إفريقيا، استثمرت **ESP** أكثر من 50 مليار دولار في الجزائر، وتعتبر الشركة منطقة شمال إفريقيا كمحرك حقيقي للاستثمار، قامت بتمويل عدد معتبر من المشاريع في الجزائر، ووجهت اهتمامها إلى قطاع السلع الاستهلاكية والبناء لاحتوائه على إمكانية نمو كبيرة في الجزائر¹

- وعليه يوضح الشكل التالي مختلف شركات الوساطة المالية في سوق رأس المال المخاطر الجزائري

الشكل رقم (5) : شركات الوساطة المالية في سوق رأس المال المخاطر الجزائري :



Source: Yazid Taalaba , 2014 , << le financement de l'économie : rôle des institutionnels , >> les matinales de care , p16

المطلب 3 : شروط إنجاح شركات رأس المال المخاطر بالجزائر و سبل دعمها

1- شروط إنجاح شركات رأس المال المخاطر بالجزائر

يجب على الدولة الجزائرية توفير جملة من الشروط لإنجاح مؤسسات رأس المال المخاطر وتطوير نشاطها بحيث تشمل هذه الشروط الجوانب : التشريعية، السياسية والاقتصادية لأنه كلما ارتفعت حدة المخاطر كلما أحجم المستثمرون على الاستثمار في محيط المخاطر، بسبب مواجهة خطر نو بعدين، أحدهما خاص بالمؤسسة والآخر يتعلق بالنشاط والمحيط كما يلي¹:

- تشجيع إنشاء شركات رأس المال المخاطر في الجزائر بغض النظر عن جنسية مؤسسها ؛
- دعم أساليب الشراكة مع مؤسسات رأس المال المخاطر الأجنبية خاصة المالكة لتكنولوجيا عالية ؛
- إنشاء مراكز البحوث والتدريب لمساعدة المشاريع الناشئة لدعمها بالتمويل ومساعدتها في تقديم الاستثمارات ومتابعة نشاطها ؛
- إنشاء مركز وطني للإعلام الاقتصادي مهمته توفير المعلومات اللازمة للمستثمرين في كافة أوجه النشاط الاقتصادي ؛
- الإسراع في إنشاء سوق أوراق مالية ليتم من خلاله تداول الأسهم والأوراق المالية الخاصة بهذه الشركات .

¹ براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص 13

2- سبل دعم شركات رأس المال المخاطر بالجزائر

على الدولة أن تقدم يد العون لهذه المؤسسات والوقوف إلى جانبها حتى تتغلب على الصعوبات المختلفة التي تواجه نشاطها مثل انخفاض الإيرادات وارتفاع المخاطر ودعمها بشتى الطرق سواء المباشرة أو الغير مباشرة كما يلي¹:

2-1 التدعيم غير المباشر لمؤسسات رأس المال المخاطر

وهو كل ما يتعلق بالحوافز الضريبية والشروط التنظيمية التي تحكم هذه المؤسسات وكذا الجانب التشريعي الذي يخلق بيئة ملائمة لتطورها، لذلك يجب أن تتميز اللوائح والتنظيمات التي تصدرها الدولة بالبساطة والسهولة عند إنشاء هذه المؤسسات .

2-2 التدعيم المباشر

لا يجب أن يقتصر تدعيم الدولة لمؤسسات رأس المال المخاطر على التدعيم غير المباشر بل يتعداه إلى الدعم المباشر والاشتراك في نشاطاتها ويتخذ هذا عدة أشكال أهمها :

- توفير تمويل مباشر للمشروعات من قبل الدولة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كمساهمة الدولة الألمانية في رؤوس أموال مشاريع تكنولوجية خطيرة، وبنك التنمية المحلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للحكومة الفرنسية سنة 1996 ؛
- إنشاء الدولة لصناديق مشتركة أو عامة لرأس المال المخاطر كشكل من أشكال الدعم المباشر لهذا النشاط ؛
- الاستثمار في مؤسسات رأس المال المخاطر التي تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثل الصندوق المنشأ في فنلندا عام 1994 ؛
- دور الأعوان الماليين في الاقتصاد (ما عدا الدولة) بالإضافة للدولة يمكن لكل من: البنك، المؤسسات المالية المستثمرين، شركات التأمين، صناديق المعاشات أن تلعب دورا في تطوير شركات رأس المال المخاطر ؛
- إن تدعيم الدولة ومساهمتها تؤدي إلى زيادة فعالية مؤسسات رأس المال المخاطر لمواجهة الحاجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية والتي لا تقبل عليها سوق التمويل التقليدي عادة لارتفاع المخاطر، و لا شك أن الموارد المالية لمؤسسات رأس المال المخاطر لن تكفي بمفردها للوفاء بكل هذه الحاجات لذا تعتبر مساهمة الدولة دفعة قوية نحو توسيع طاقتها المالية.

إضافة إلى ذلك تتميز 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

¹ صاولي مراد، رأس المال المخاطر استراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية بالجزائر - دراسة قياسية -، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث و للدراسات، الجزائر، العدد الثالث والأربعون، 2018، ص 93.

تكون المخاطرة مرتفعة¹. وعليه يلخص الجدول التالي مختلف السياسات التي تتبعها الحكومة الجزائرية لتنشيط ودعم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر :

الجدول رقم (7): مختلف السياسات التي تتبعها الحكومة الجزائرية لتنشيط سوق رأس المال المخاطر

السياسات المتبعة	الوصف	إيجابيات السياسة المتبعة	مثال
إعانات ضريبية مقدمة لمؤسسات رأس المال المخاطر	تقديم الحكومة تخفيضات ضريبية للأفراد الذين يستثمرون في مؤسسات رأس المال المخاطر	يمكن توجيه المستثمرين لتمويل مراحل معينة من مراحل حياة المؤسسة	إعانات ضريبية كلية لمدة 5 سنوات لمؤسسات رأس المال المخاطر التي تستثمر في مرحلة ما قبل الانشاء و مرحلة الإنشاء
المساهمة الحكومية في مؤسسات الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر كشريك محدود المسؤولية	ربط الاستثمارات الحكومية بمستثمرين خواص أجنب	اكتساب الخبرة من المستثمرين الخواص الأجانب ، فضلا عن الرفع من فرص التمويل عن طريق رأس المال المخاطر	الشركة الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP
تقديم ضمانات حكومية في حالة الخسائر	الحكومة التي تتحمل خسائر مؤسسات رأس المال المخاطر	زيادة العائد المتوقع بالنسبة للخواص الراغبين في الاستثمار	صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة
مؤسسات رأس المال المخاطر التابعة للحكومة بنسبة 100%	الحكومة التي تدير و تمول مؤسسة رأس المال المخاطر	تمويل مؤسسات ليس باستطاعتها الحصول على التمويل و توجيه التمويل لقطاعات تخدم الحكومة	الجزائر استثمار
الضريبة على أرباح الشركات	تضع الحكومة معدل ضريبة منخفض للضرائب على مؤسسات رأس المال المخاطر	حافز للمستثمرين الخوص من أجل تمويل مؤسسات مقاوله	تستفيد مؤسسات رأس مال المخاطر بالجزائر من معدل منخفض في الضريبة على أرباح الشركات
سياسات متعلقة بشروط الدخول إلى البورصة	تسهيل دخول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى البورصة ، التقليل من تكلفة الدخول البورصة	التسهيل من رفع رأس مال المؤسسة	مشروع سوق أوراق مالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة بالجزائر
السياسات المتعلقة ببراءات الاختراع	من خلال حماية حقوق ملكية براءة الاختراع	تشجيع الابداع مما يساهم في ظهور مؤسسات جديدة	المعهد الوطني لحماية الملكية الصناعية

المصدر: محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال المخاطر، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث، الجزائر، 2014، ص 108

¹ محمد براق ، بن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر - تجارب و نماذج عالمية، مرجع سبق ذكره، ص ص 108-109

المبحث 3 : دراسة حالة الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE

تعتبر الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف حديثة النشأة مقارنة بالمالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة وهي عبارة عن مؤسسة مالية شركة مساهمة. فهي ثاني مؤسسة تدخل سوق رأس المال المخاطر بالجزائر تستخدم التمويل عن طريق الاجارة إلى جانب التمويل برأس المال المخاطر.

المطلب 1 : تقديم الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة و التوظيف SOFINANCE

1- مفهوم شركة SOFINANCE

تعتبر شركة SOFINANCE حديثة النشأة وهي عبارة عن مؤسسة مالية، شركة مساهمة حيث تم إنشائها في 15 جانفي 2000 بالشراكة مع مؤسسات أجنبية على أساس شركة مالية، باشرت مهامها بعدما تم اعتمادها من طرف بنك الجزائر في 9 جانفي 2001، برأس مال قدره 5.000.0000.000 دج، و قد تم تأسيس هذه الشركة بمبادرة المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE) لهدف أساسي هو المساهمة في بعث و دعم الاقتصاد .¹

2- الاطار التنظيمي لشركة رأس المال المخاطر SOFINANCE

من أجل تسيير نشاطها تبنت شركة SOFINANCE تنظيم يتماشى مع مرونتها وقدرتها على التسيير السريع لمختلف العوامل المطورة للشركة من حيث رأس المال المستثمر، الايجار التمويلي، الدراسات التمويلية. هذا التنظيم الحديث يحتوي على هئتين أساسيتين هما:²

- **الإدارة التنفيذية:** ومن مهامها: التسيير المالي، إدارة المشاركة والهندسة، إدارة الموارد العامة، إدارة الإيجار التمويلي

- **إدارة هيكل الدعم (الدراسات التمويلية):** ومن مهامها: الشؤون القانونية، التسويق والاتصال، التدقيق والرقابة، النظام والتنظيم، تسيير طلبات التمويل ومتابعتها، تطوير الدراسات التمويلية .

3- مهام شركة SOFINANCE وأنشطتها المالية

تؤدي هذه الشركة مهامها ووظائفها بهدف تدعيم وإنعاش الاقتصاد الوطني وذلك ببعث انطلاقة جديدة فيما يتعلق بتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة تلخص فيما يلي :³

- ترقية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة في رأسمالها ؛

¹ www.sofinance.dz.com . consulté le 29/ 06/2020

² ايت عكاش سمير، مرجع سبق ذكره، ص 12

³ علية ضياف، مرجع سبق ذكره، ص 143 ، 144

- امتلاك حصص في شركات محلية أو أجنبية باختلاف أماكن نشاطها ؛
 - الإقبال على أشكال الاقتراض والتسليف بدون اعتبار للضمانات، وضمان كل عمليات القرض بالنسبة للغير؛
 - حيازة كل الديون والأوراق التجارية والمساهمة كوسيط في المعاملات الخاصة بها وبالأسهم والسندات
- ترقية الاعتماد على قرض الأيجار باتجاه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة. إضافة إلى الوظائف المذكورة وبموجب قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة المعتمد في 10 أكتوبر 2003 تم تحديد النقطتين التاليتين :

- تركيز نشاط الشركة على القطاع العام، وتوسيع تدخلاتها في المهام فيما يتعلق بمساعدة المؤسسات في عملية الخوصصة وتسيير الموارد العامة التجارية غير المرصد ؛
 - تركيز مهام الشركة على دعم وتأهيل وتطوير المؤسسات عن طريق إرشادها ومساندتها في إعادة هيكلتها المالية والاستراتيجية (التشخيص، فتح رأس المال، البحث عن الشراكة) وتوفير كل فرص التمويل الملائمة (مساهمة رأس المال، قروض متوسطة، ضمان الكفالات والقرض الإيجاري) ؛
- تمارس SOFINANCE تركيبة متنوعة من المنتجات المالية من أجل توفير الدعم المالي الذي تحتاجه المشاريع الاستثمارية الموجودة في محفظته، وتنشط في المجالات التالية :¹

- في المجال الصناعي: التحويل والتجهيز، الكيمياء والصيدلة، المناجم والمقالع ؛
 - في مجال الخدمات: الفنادق والمواصلات ؛
 - في مجال الزراعة وإنتاج المياه: تحويل المنتجات الزراعية، تحلية مياه البحر .
- أما فيما يخص أشكال تدخلها فهي :

- بالأموال الخاصة :

- المساهمة الأقلية: من 10 إلى 35
- مدة المساهمة: من 5 إلى 7 سنوات

- بالأموال شبه الخاصة

- الحسابات الجارية للمؤسسين
- قروض بالمشاركة .

¹ زينب خلفه الساهل ، مرجع سبق ذكره، ص ص 151، 152

- بالديون :

- القروض المباشرة .

- من خارج الميزانية :

- الضمانات .
- قروض الإيجار كوسيط .

وتحتوي المحفظة الاستثمارية للشركة على :

- مؤسسة تصنيع المعدات الكهربائية COPREL بالبلدية ؛
- مؤسسة الترقية العقارية GI/RFS بالجزائر العاصمة
- المؤسسة الجزائرية الإماراتية STEM لإنتاج التبغ بالجزائر العاصمة
- أما التزامات الشركة منذ سنة 2003 فتتمثل في :
- شركة صنع التبغ بشراكة تقنية بلجيكية فرنسية SIFACO
- شركة صنع الكبريت بانضمام مع DIPROCHM (مؤسسة عمومية) و الشركة التونسية STAP .
- شركة صنع اللوازم الصحية بشراكة مع SANCELLEA التونسية و المجموعة السويدية SCA ستوكهولم .
- شركة صنع التغليف المرن بشراكة مع مستثمرين تونسيين STAM .
- عقد إيجار الأراضي بشراكة SONELGAZ ONDPA و صندوق الاستثمار العربي AAAID .
- شركة صنع المنتجات الصيدلانية (الأنسولين) بالشراكة مع مجمع SAIDAL .

المطلب 2 : إجراءات التمويل لدى SOFINANCE

1- مكونات طلب التمويل بالاعتماد الإيجاري لدى SOFINANCE

و يتمثل في ما يلي :¹

- نسخة طبق الأصل مصادق عليها من المحل التجاري للزبون؛
- نسخة مصادق عليها تثبت الصفة القانونية للشركة؛
- بطاقة الوضعية الجبائية والشبه جبائيه للمستأجر ؛
- ميزانيات المستأجر للسنوات الماضية ؛

¹ وثائق المؤسسة

- فاتورة شكلية للأصول المراد تمويلها.

حيث تدرس لجنة مختصة هذه في أقصر وقت ممكن من (15 يوم إلى شهر)، وفي حالة القبول على طلب التمويل، فإن التجهيزات تقدم للمستأجر وقت ما أتيح للمورد ذلك .

2- شروط الإيجار التمويلي لدى SOFINANCE

الإيجار التمويلي تقنية تجارية وتمويلية، لذا فإن الشركة تضع تحت تصرف المستأجر الأصل المطلوب، وفق شروط محددة مسبقا، ومنه فإن الشروط تضعها الشركة كما يلي :¹

- مدة العقد تكون من سنة إلى 10 سنوات، وتحدد على أساس العمر الإنتاجي للأصل، مع خيار شراء الأصل (حتمية شراء الأصل) ؛

- دفع نسبة 30% من قيمة الأصل في بداية المدة (العقد) وذلك لاكتشاف قدرة المستأجر على السداد

- المستأجر يدفع التزامه (أقساط الإيجار) بصورة دورية ؛

- هذه المستحقات تكون ثابتة ؛

- المدفوعات الإيجارية تكون بسند الأمر لصالح الشركة المالية للاستثمار SOFINANCE ؛

- حق شراء التجهيزات (عند نهاية العقد بتسديد أقساط الإيجار و كذا القيمة المتبقية) ؛

- تسديد قيمة التنازل والمتمثلة في أغلب الأحيان 1% من قيمة الأصل و ذلك ليتم تملك الأصل للمستأجر بصفة نهائية و تكون هذه العملية في نهاية العقد .

هذه التقنية تسمح للمؤسسات ب :

- الحصول على المعدات بالمواصفات التقنية المطلوبة ؛

- الملفات المطلوبة من قبل الشركة جد بسيطة وغير معقدة ؛

- تقديم ضمانات للمستأجر ؛

- تمكين المستأجر من دفع أقساط الإيجار من خلال الإيرادات المحصل عليها من استغلال الأصل .

3- مسار ملف طلب التمويل

عند تقديم أي طلب تمويل من قبل الزبون أو الطالب للتمو ، فإن ملفه يدر عبر عدة مراحل وعبر عدة مصالح في

الشركة قصد دراستها تتمثل أساسا فيما يلي :²

¹ وثائق المؤسسة

² نفس المرجع السابق

3-1 إيداع الملف لدى الشركة المالية للاستثمار SOFINANCE :

من أجل دراستها و التأكد من أن المستأجر بحاجة ماسة إلى ذلك الأصل

3-2 تحويله لدى الدائرة المالية

- من أجل التأكد من مقدرة الشركة (المستأجر) من تمويل المشروع ؛
- التأكد من الحالة المالية للمستأجر في 3 السنوات السابقة، وذلك بالاطلاع على حركة الأموال لديه إن كانت نشطة أم لا .
- بعد التأكد من مقدرة الشركة على تغطية مبلغ التمويل يحال الملف إلى المدير العام الذي سيقدر موعد اجتماع اللجنة التي تقوم ب :
- مراقبة محتويات الملف والتأكد من أن الوثائق كاملة و تامة ؛
- الدراسة والتحليل المالي للملف ؛
- اتخاذ قرار بشأن الملف (القبول أو الرفض) فإن كانت مرفوضة يتم إيضاح السبب وتمثل هذه القرارات في ما يلي:
- ✓ في حالة قبول الملف يقوم العون التجاري المكلف بمتابعة الزبائن باختيار الزبون وينضم معه اجتماعا لاستكمال معاملات العقد وترسيمها ؛
- ✓ إرجاع البث في موضوع البحث في هذه الحالة يتطلب الزبون تدعيم ملفه بوثائق أخرى تراها الشركة ضرورية لضمان التمويل ؛
- ✓ في حالة رفض طلب التمويل يقوم العون التجاري المكلف بمتابعة الزبائن بإبلاغ الزبون برفض ملفه مع إيضاح سبب الرفض ؛
- ✓ بعد قبول الملف يستدعي الزبون لمناقشة شروط عملية التمويل، وإمضاء سندات الأمر .

3- مرحلة إبرام العقد : وتأتي هذه المرحلة بعد مرحلة قبول الملف، وبعدها يتحصل الزبون على الأصل .

المطلب 3 : نشاط رأس المال المخاطر في SOFINANCE

1- مسار عملية التمويل برأس المال المخاطر على مستوى SOFINANCE¹

تتدخل SOFINANCE في تمويل أعلى الميزانية لمشاريع صغيرة ومتوسطة، من خلال أخذ مساهمات عن طريق رأس المال مخاطر في رأس مال مؤسسات في طور الإنشاء، أو رأس مال التطوير والنمو، أو عن طريق

¹ أحلام بوقفة، واقع شركات رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE، مجلة

البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد الرابع، العدد الأول، جامعة العربي بن مهيدي - قسنطينة، جوان 2017، ص 113

تمويل إعادة الهيكلة، تحويل الملكية وإعادة شراء أسهم مملوكة من طرف شركة أخرى لرأس المال المخاطر بهدف ضمان استدامة المشاريع الصغيرة و المتوسطة والمحافظة على مناصب الشغل فيها .

يكون تدخلها 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 SOFINANCE كوسيلة للاكتتاب واحدة من الأوراق المالية التالية : أسهم عادية، شهادات الاستثمار، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حصص اجتماعية وقيم منقولة أخرى. تمر عملية تقوية الأموال الخاصة للمشروع بخمس مراحل أساسية يقوم بها المكلف بالدراسات على مستوى المؤسسة المالية وهي :

- التنقيب والبحث عن المشاريع وانتقائها ؛
- تحليل المشروع المقترح من خلال دراسة كل الجوانب التي تساهم في تحقيقه، ويكون انتقاء المشاريع على أساس طبيعة المشروع ونوعية خطة العمل، الكفاءة التقنية والتسييرية للمبادرين، المردودية الاقتصادية والمالية للمشروع وقدرته على توفير مناصب شغل، و أخيرا أهمية المشروع للنمو الاقتصادي والاجتماعي للولاية في حالة الصناديق الولائية ؛
- إضفاء الطابع الرسمي على المشاركة: بعد الموافقة على تمويل المشروع المقدم في إطار صندوق استثمار ولاءي، يتم إعلام الخزينة العمومية عن طريق تقرير رسمي مصحوب بطلب المساهمة وملخص عن المشروع .يتم 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 و الإنجازات 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، أجنبان أو محليين، أو من خلال بورصة القيم المنقولة إذا سمحت الشروط .

2- خصائص عملية أخذ المساهمة على مستوى الشركة المالية

تتميز عمليات أخذ المساهمة في SOFINANCE بمجموعة من المراحل و الخطوات و التي سيتم عرضها فيما يلي :¹

1-2 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، عكس الدراسة التي يقوم بها البنك لتقييم المشاريع والتي تكون على أساس ميزانيات سنوات سابقة. كما أن الحصص العينية التي يقدمها المستثمر تكون ملكا له مثل الأراضي والمباني تعتبر جزءا من رأس مال المشروع وليست رهنا كما هو الحال في البنك .

2-2 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 ب الدراسات، على تقديم مساهمة مالية في رأس مال المشروع الطالب للتمويل، أما الدعم الغير مالي 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 دوريا .

2-3 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 المخاطرة مع صاحب المشروع، وهذا راجع إلى أن الأموال المعهودة إليها هي أموال عمومية .

¹ أحلام بوقفة ، مرج سبق ذكره ، ص 116

4-2 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.

5-2 خلق القيمة المضافة و مناصب الشغل في المشروع الممول :

إن منح SOFINANCE تمويلا لمشروع استثماري سيمكنه 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

6-2 مرافقة المشروع من طرف ANDI

تقوم الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار بمنح مزايا جبائية لأصحاب المشاريع الذين لديهم الحق في الاستفادة من المزايا و تتوفر فيهم شروط منح الامتياز.

7-2 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 الخروج .

3- تقييم نشاط شركة SOFINANCE

بالنظر إلى درجة الاهتمام بشركات رأس المال المخاطر في الجزائر وبالضبط شركة SOFINANCE فيبدو أن نسبة مساهمتها في التمويل مقارنة بنظيرتها في الدول المتقدمة هي نسبة ضئيلة جدا تتراوح ما بين 10% و 15% أما عن نشاط هذه الشركة هو لا يغطي كل القطاعات بل ينحصر مجال عملها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات الفلاحية و مواد التغليف و صناعة الألبسة و تحويل الخشب و استغلال الثروات المنجمية و هذا ما يعني الاهتمام بالصناعة التحويلية في حين هذه الأخيرة تتسم بضآلة المخاطر و فيما يلي سنقدم بعض الاحصائيات المالية الخاصة بنشاط الشركة .¹

¹ www.sofinance-dz.com

1-3 حول نشاط شركة SOFINANCE

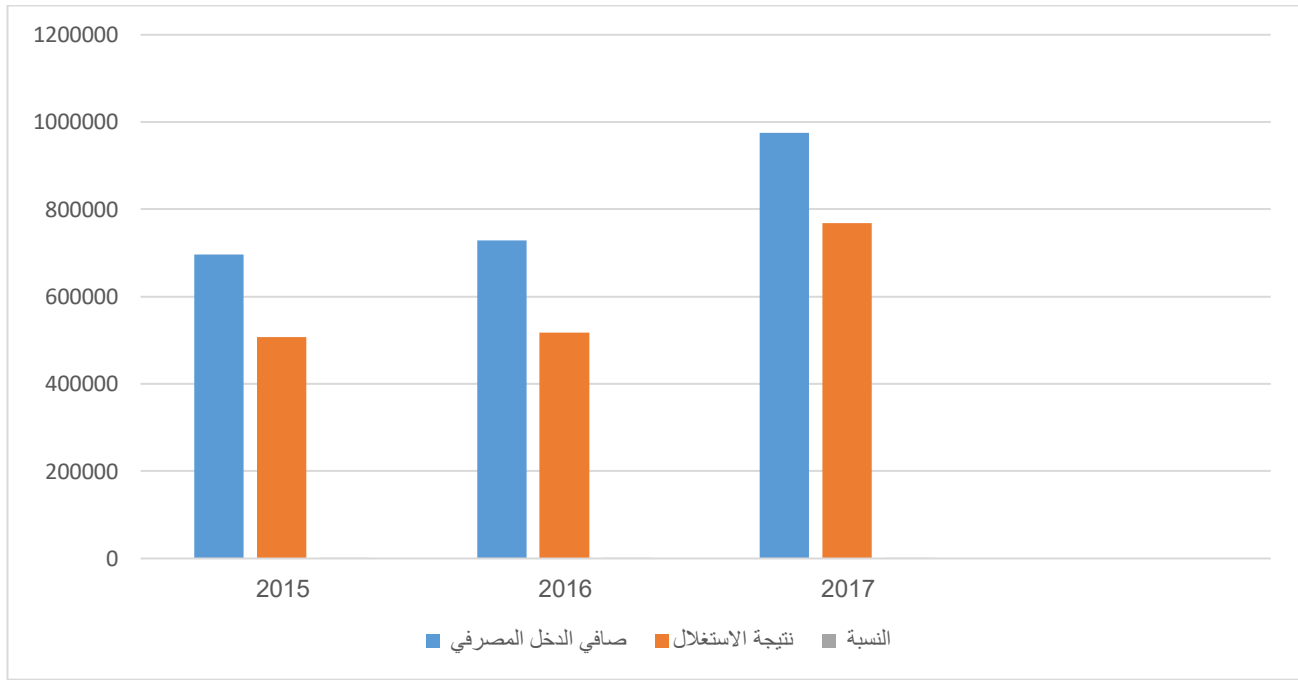
جدول رقم (8) : نشاط شركة SOFINANCE (2015-2016-2017)

الوحدة مليون دج

العناصر	2015	2016	2017
صافي الدخل المصرفي	696517	729233	975441
نتيجة الاستغلال	506772	517767	768488
عدد العمال	64	64	68

Source : www.sofinance-dz.com , consulté le 25 /06 / 2020

الشكل رقم (6) : التمثيل البياني لمعطيات الجدول رقم (8) حول تقييم نشاط SOFINANCE



المصدر: معطيات الجدول رقم بالاعتماد على برنامج Excel

من خلال الجدول رقم (8) و الشكل رقم (6) نلاحظ أن نشاط sofinance في زيادة مستمرة من 2015 إلى 2017 وهذا ما يؤكد الارتفاع المستمر لكل من الإيرادات البنكية ونتيجة الاستغلال، حيث ان صافي الدخل المصرفي قدرت قيمته 696517 مليون دينار جزائري سنة 2015، وارتفعت إلى 729233 مليون دينار جزائري سنة 2016 و 975441 دينار جزائري سنة 2017، أما في ما يخص نتيجة الاستغلال سجلت هي الأخرى تزايد مستمر على طول فترة الدراسة أين بلغت في سنة 2017 ما قيمة 768488 دج، وهذا ما يدل على أن نشاط شركة sofinance في توسع دائم وشمل العديد من الصناعات التحويلية .

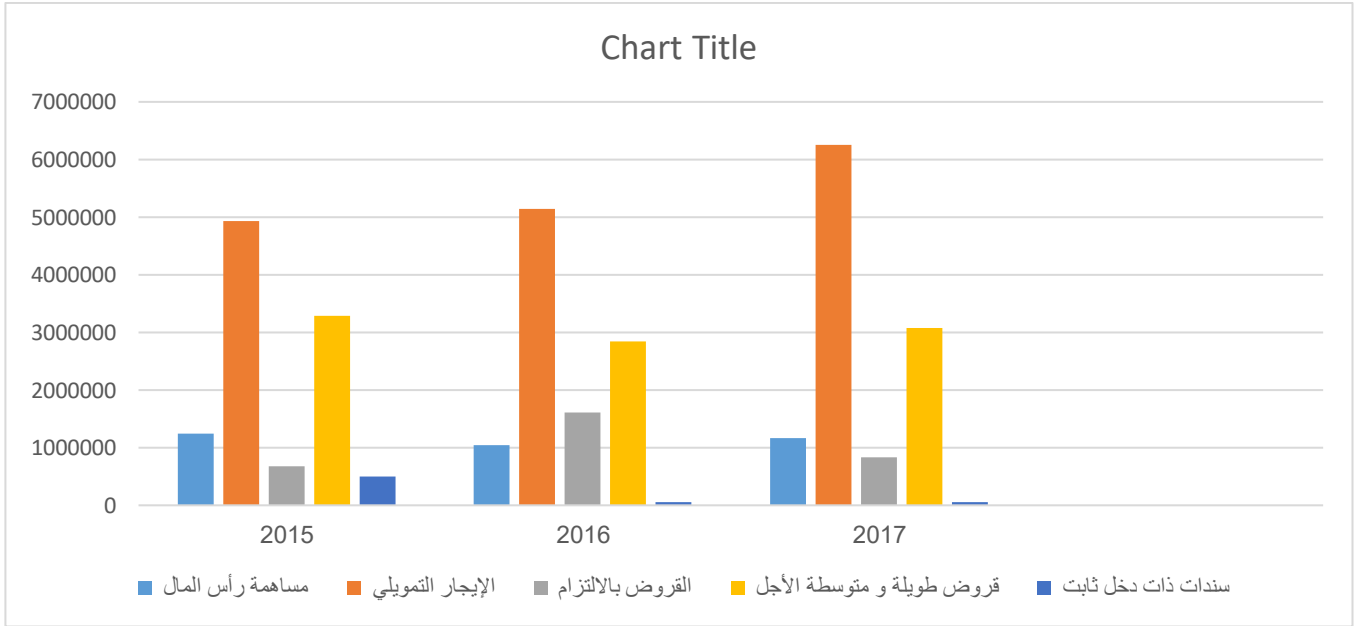
2-3 التزامات شركة sofinance

الجدول رقم (9) : تقديم خدمات sofinance خلال الفترة 2015-2017

العناصر	2015	2016	2017
مساهمة رأس المال	1245600	1047000	1163937
الإيجار التمويلي	4933000	5138000	6250598
القروض بالالتزام	672000	1608000	827966
قروض طويلة و متوسطة الأجل	3292000	2845000	3077998
سندات ذات دخل ثابت	500000	50000	50000

Source : www.sofinance-dz.com , consulté le 25 /06 / 2020

الشكل رقم (7): التمثيل البياني لمعطيات الجدول رقم (9) . لخدمات sofinance من 2015 إلى 2017



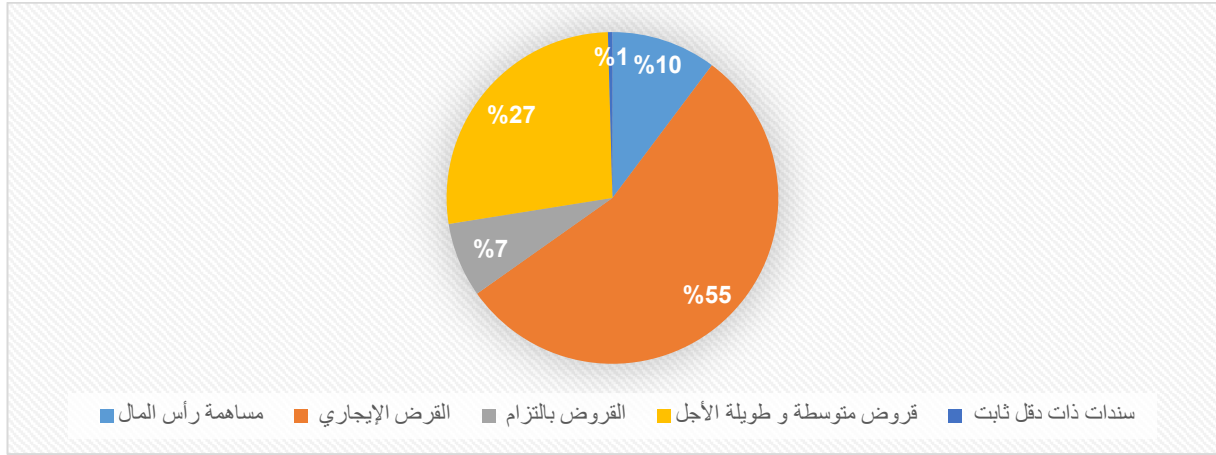
المصدر: معطيات الجدول رقم بالاعتماد على برنامج Excel

نلاحظ من خلال الجدول رقم (9) والشكل رقم (7) أن الاستثمارات في sofinance سجلت تطورا واضحا في قيمها خلال الفترة قيد الدراسة في كل من: مساهمة رأس المال، قروض متوسطة وطويلة الأجل، خاصة القرض الإيجاري باستثناء القروض بالالتزام التي شهدت تراجع . حيث يظهر جليا أن التمويل بقرض الإيجار هو النشاط الأكثر ممارسة من بين الأنشطة التمويلية التي تمارسها sofinance بلغ 4933000 دج سنة 2015 ، ووصل في نهاية سنة 2017 إلى 6250598 دج وهذا الارتفاع المستمر ربما راجع لسياسة المؤسسة باتخاذها كمنشآت أساسية لها أو لزيادة الطلب عليه من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لأن إجراءات التمويل بقرض الإيجار تكون عموما سهلة ولا تتطلب الكثير من الوقت والدراسة للموافقة على الطلبات مما يدفع المقاولين للإقبال عليه ، ثم يليه نشاط مساهمة

رأس المال (رأس المال المخاطر) في المرتبة الثانية بمبلغ 1163937 دج سنة 2017، وهي مساهمة محتشمة في التمويل اللازم للمشاريع مقارنة بقرض الإيجار .

- سيوضح الشكل الموالي جليا الحصة التي يحوز عليها مشاط رأس المال المخاطر (أخذ المساهمات) من اجمالي الأنشطة المالية التي تقوم بها المؤسسة .

الشكل رقم (8) : حصة رأس المال المخاطر من اجمالي نشاطات sofinance في سنة 2017



من اعداد الطالبة بناء على معلومات الشركة لسنة 2017 على موقعها الالكتروني

تمارس الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة و التوظيف نشاط قرض الإيجار بنسبة 55% من اجمالي الاستثمارات الاتي قامت بها سنة 2017، وهو بهذا يعتبر النشاط المهيمن في الشركة والذي يخولها لأن تكون شركة قرض إيجاري وليست شركة رأس المال المخاطر، حيث يمثل هذا الأخير نسبة 10% فقط من اجمالي استثماراتها وهي نسبة ضعيفة جدا وبالتالي لا يعتبر نشاط أساسي. بالرغم من أنها ثاني أكبر شركة ممارسة لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر من حيث الموارد المالية، إلا أن آدائها فيما يخص أخذ المساهمات يبقى ضعيف، واتجاه استثماراتها في نشاط قرض الإيجار.

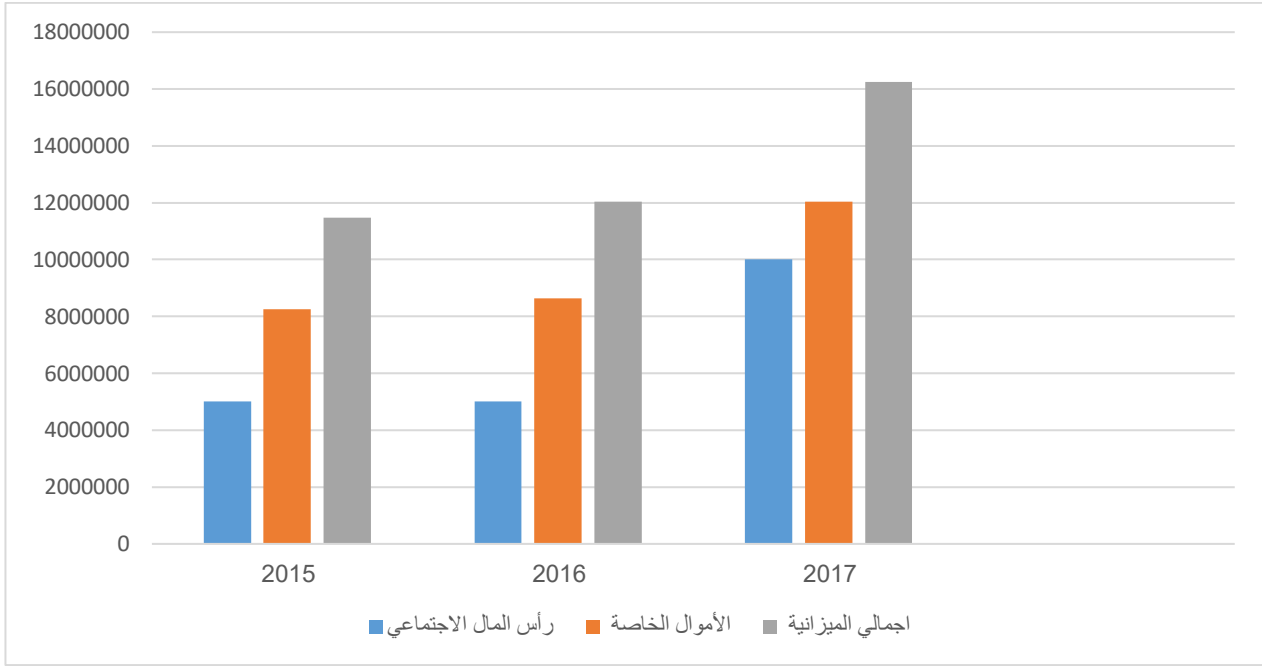
3-3 حول الميزانية :

الجدول رقم (10): تحليل تطور ميزانية sofinance خلال الفترة 2015-2017

العناصر	2015	2016	2017
رأس المال الاجتماعي	5000000	5000000	10000000
الأموال الخاصة	8265000	8639000	14039000
اجمالي الميزانية	11470746	12029000	16241918

Source : www.sofinance-dz.com , consulté le 25 /06 / 2020

الشكل رقم (9) : تمثيل بياني لمعطيات الجدول رقم (10) لتطور ميزانية sofinance خلال الفترة 2015-2017



المصدر : معطيات الجدول رقم (10) بالاعتماد على برنامج Excel

نلاحظ من خلال الجدول رقم (10) والشكل رقم (8) ميزانية الشركة خلال السنوات الثلاثة (2015-2016-2017) ثبات رأس المال الاجتماعي لسنة 2015-2016 حيث قدر بـ 5,000,000 دج، بينما ارتفع إلى 10,000,000 دج سنة 2017، أما بالنسبة لرأس المال الخاص فهو في تزايد مستمر حيث سجلنا سنة 2015 رأس مال خاص قدر بـ 8,265,000 دج، وارتفع إلى 8,639,000 دج سنة 2016، و14,039,000 دج سنة 2017، وهذا راجع إلى جمع رأس مال الشركة من المستثمرين الأفراد والمؤسسات الاستثمارية، أما إجمالي الميزانية سجلت ارتفاعا ملحوظا لتبلغ 16,241,918 دج سنة 2017، وهذا راجع لزيادة استثمارات الشركة خلال هذه السنة .

المطلب 4 : مستقبل التمويل برأس المال المخاطر بالجزائر

هناك عدة حلول يمكن تبنيها للمساهمة في تفعيل دور التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، ولعل ضرورة الأخذ بهذه الحلول في أقرب وقت ممكن يعود لتأكيد بعض المؤشرات على زيادة الإقبال على استعمال هذه التقنية مستقبلا .

1- الحلول المساعدة على ترقية المؤسسات و الهياكل المساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر

من بين الحلول التي يمكن اقتراحها لتفعيل دور شركات رأس المال المخاطر بالجزائر نذكر¹:

¹ لوكال أمال شهرزاد، رهانات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، ص ص 185-186

1-2 توفير آليات خروج ملائمة: من أهم محددات دخول رأس المال المخاطر في تمويل منشأة ما، وجود آليات ملائمة للخروج تضمن له تحقيق العائد المتوقع بعد انقضاء سنوات مساهمته فيها. وباعتبار السوق المالي أفضل آلية ملائمة للخروج فغيابه أو ضعف نشاطه يضطر بشركات 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 المالية لمثل هذا النوع من المؤسسات سيشجعها على الاستثمار أكثر فأكثر .

1-3 توفير آليات ضمان: لتوسيع وتطوير صناعة رأس المال المخاطر بالجزائر، لابد 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 مؤسسات رأس المال الاستثماري، عل غرار الشركة الفرنسية لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة SOFARIS التي تقوم بضمان مختلف أنواع التمويل الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وفي هذا الإطار يمكن استغلال صندوق ضمان الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة (FGAR) ، فهذان الصندوقان مؤهلان لتشكيل حلقة الضمان المفقودة في سلسلة رأس المال المخاطر الجزائرية، وذلك يعود لملائمة هيكلها للقيام بهذه المهمة وكذا لقدرتها المالية.

1-3 تأهيل الموارد المالية المتخصصة: إن صناعة رأس المال المخاطر تتطلب مهارات خاصة في مختلف الميادين الأمر الذي لا يعتبر متوافرا بالنوع والكم 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 تتجم بين الأطراف المساهمة، ويشجع الخوض في مثل هذا النوع من الاستثمارات .

1-4 غرس ثقافة التمويل برأس المال المخاطر: كما سبق أن 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 بعمليات تحسيسية واسعة، كما يمكن الاستعانة بصناديق وكالات دعم الشباب كالوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب، والصندوق الوطني للتأمين على البطالة، والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار. فنقديمها لنشاطات رأس المال المخاطر سيجد ردة فعل سريعة مقارنة بالصناديق الجديدة، فهي صناديق معروفة لدى أغلبية المقاولين

1-5 توفير صناديق لتقديم رأس المال 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 الحالي في الجزائر يظهر بعض العوامل التي تؤكد اتساع استعمال تقنية التمويل برأس المال المخاطر مستقبلا، نذكر من بينها:¹

- العدد الهائل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها ومكانتها في دعم النمو الاقتصادي، فخلق الثروة وفرص العمل في الجزائر يتطلب تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر لتمويلها ؛
- اتساع عمليات الخوصصة، حيث إن استعمال رأس مال التحويل في عمليات الخوصصة سيؤدي إلى انتشار تقنية رأس المال الاستثماري ؛
- مراقبة المستثمرين الأجانب: مؤسسات رأس المال الاستثماري، ولا سيما تلك التي تضم مساهمين أجانب مثل finalep، ستستقطب العديد من المستثمرين الأجانب، فهي ستسهل لهم الاتصال والاجراءات الادارية ولبنكية وغيرها، كما ستطلعهم على مختلف التشريعات المعمول بها في الجزائر، بالإضافة إلى مشاركتهم عمليات في رأس المال المخاطر .
- صعوبة ومحدودية التمويل عن طريق البنوك: غالبا ما يتعرض تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عبر القروض البنكية لصعوبات، وهذا نظرا لعدم استجابتها لشروط الحصول عليها، لا سيما ضعف الأموال الخاصة وغياب الضمانات .

- كما يتوجه حاليا كل الفاعلين في المجتمع الجزائري، من مهنيين وأكاديميين، إلى تسليط الضوء على فكرة التوجه إلى تجسيد مشاريع مقاولاتية، على اعتبار أنها الحل الأنسب لما يعانيه الاقتصاد الجزائري من اعتماده المفرط على الجباية البترولية في تمويل الاقتصاد. وقد بينت صناعة رأس المال المخاطر تفوقها المذهل في هذا المجال في دول أخرى مع تحقيق نسب مساهمة مرتفعة في معدلات النمو الاقتصادي تخفيض معدلات البطالة ودعم الابتكار. وحتى تتمكن من الوصول إلى الهدف الذي أنشئت من أجله، وهو توفير بديل تمويلي لتنويع الاقتصاد الوطني، تحتاج هذه الصناعة إلى نظام بيئي متكامل *écosystème*، يوفر لهذه الشركات ما يلزمها من هياكل وبرامج تكوينية حتى تستطيع العمل بفعالية إلى التنوع والتخصص الذي يمكن أن يحيط بالتمويل المقاولاتي في الجزائر سيساهم حتما في بناء عقلية المقاول المغامر، خاصة وأن الجزائر تسعى في الآونة الأخيرة إلى العمل على ترسيخ الفكر المقاولاتي في أذهان فئة الشباب، من خلال تبني حزمة من الاستراتيجيات، التي تسعى للوصول إلى بناء سلوك مقاولاتي لدى أهم شريحة في هذا المجتمع وهي الطلبة الجامعيين بشكل خاص.²

¹ لوكال أمال شهرزاد، مرجع سبق ذكره، ص 187

² أحلام بوقفة، رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية - حالة الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف،

sofinance-، أطروحة دكتوراه، منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة، 2018

خلاصة الفصل

لقد تبين لنا من خلال هذا الفصل أن ممارسات رأس المال المخاطر في الجزائر لا تزال في مستوى متدن، وهذا راجع أسباب قانونية وتنظيمية وثقافية، وأن استراتيجيتها كانت عبارة عن رد فعل لمبادرة أوروبية دون البحث فيما تتطلبه من شروط النجاح. إضافة إلى وجود خلل على مستوى الهياكل المؤسسية، حيث أن الشركات الناشئة على مستوى سوق رأس المخاطر في الجزائر هي شركات مساهمة، تمارس النشاط بصفة ثانوية إلى جانب نشاطات أخرى وهذا ما تبين من خلال دراسة مؤسسة SOFINANCE حيث أنها لا تحبذ المغامرة وتحبذ لاستثمار في القرض الإيجاري لأن مواردها ذات مصدر اموال حكومي عمومي، باستثناء فيناليب والجزائر استثمار المتخصصة في النشاط ذات مصدر أموال الحكومي، إضافة إلى أن هذه الشركات اقتصرت على تمويل المشاريع الصناعية والخدمية والسياحية وغياب كل المشاريع الابتكارية التي تعتمد عليها العديد من شركات رأس المال المخاطر في الدول المتقدمة، لذا يجب على العمل على دعم هذه الشركات وتوفير الشروط اللازمة لأداء الدور المنوط لها وبلوغ أهدافها والتأثير عليها من خلال سياسات حكومية تدعم نشاطها .

الخاتمة

من خلال هذه الدراسة تبين لنا أن رأس المال المخاطر يحظى بأهمية كبيرة على المستوى العالمي إذ يعتبر أحد قنوات التمويل المهمة في العصر الحديث، نظرا لما يقوم به من دور حيوي في تقديم الدعم المالي والفني للمؤسسات الاقتصادية الواعدة التي تعمل في مجالات استثمارية عالية المخاطر خاصة في القطاعات المهددة كقطاع التجديد والابتكار، أملا في تحقيق أرباح رأسمالية، من خلال الاستراتيجية التمويلية الدقيقة التي يتبناها، ظهر هذا النمط التمويلي بداية في الولايات المتحدة الأمريكية التي كانت سباقة في تبني هذه التقنية، ثم انتشر في باقي دول العام بدرجات متفاوتة من التطور.

لكن بالرغم من الأهمية البالغة التي تحظى بها صناعة رأس المال المخاطر عالميا، إلا أن الاهتمام بها في الجزائر لا يزال ضئيلا، وليس واسعا جدا لحد الساعة، كذلك لا يرقى إلى الأغراض الفعلية التي أنشئت من أجلها هذه التقنية، وهذا راجع إلى عدة أسباب كعدم معرفة أصحاب المشاريع بهذه التقنية، كذلك تأخر صدور الإطار القانوني الخاص بتنظيم نشاطها، إضافة إلى تخوف مؤسسات رأس المال المخاطر من الخوض في مشاريع ذات المخاطر عالية وتوجهها إلى تلك التي مخاطرها منخفضة، رغم أنها وجدت لتلبية هذا الغرض بالذات، هذا النوع من التناقض هو الذي يفقد هذه التقنية في الجزائر جوهرها . لذا يبقى تحسين واقع السوق التمويلي لرأس المال المخاطر بالجزائر مرهونة بإقامة بيئة نشاط ملائمة. كما أن تفعيلها بالشكل الملائم يمكن أن يكون له الأثر الكبير في المساهمة في انعاش الاقتصاد، خاصة في ظل الوضعية الحالية للاقتصاد الجزائري والناجمة عن انخفاض مداخيل المحروقات تحتم علينا ايجاد مصادر جديدة لتمويل الاقتصاد، ومواصلة الاستثمارات وعدم ايقاف العجلة الاقتصادية، لهذا فالتركيز على مصادر تمويلية جديدة خاصة رأس المال المخاطر هو أمر لا بد منه .

نتائج الدراسة:

على ضوء ما تم عرضه من خلال هذه الدراسة، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج التي من خلالها يتم اختبار فرضيات الدراسة، يمكن عرضها على النحو التالي :

- ❖ رأس المال المخاطر يعتبر بمثابة البديل التمويلي الأمثل، الموجه لحل المشاكل التمويلية التي تواجهها المشاريع الناشئة خاصة المبتكرة منها، ذات المخاطر العالية، الأمر الذي أثبتته مختلف التجارب عبر العالم، والتي تشير بأن رأس المال المخاطر وسيلة تمويلية واعدة. وهو ما يثبت صحة الفرضية 1 .
- ❖ يعتبر دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الاستثمارية جد محدود في الجزائر مقارنة مع هياكل الدعم الأخرى *andi, ansej, cnas* ويرجع هذا لهشاشة السوق المالي الجزائري حيث تميز ببعض الفراغات التشريعية وخلل على مستوى الهياكل المؤسساتية، راجع لعدم فهم الحكومة لأبجديات هذا النموذج التمويلي عند رغبتها في هندسة سوق له، ما ولد عدم القدرة على تشخيص مكان الخلل لمعالجته، كذلك

خوف شركات رأس المال المخاطر من الخوض في مشاريع ذات المخاطر عالية، وتوجهها نحو تلك التي

تعتبر مخاطرها منخفضة رغم أنها وجدت لتلبية هذا الغرض بالذات. وهو ما يثبت صحة الفرضية 2

❖ تعتبر التجربة الجزائرية في هذا النوع من التمويل جد متواضعة من حيث النتائج ونسبة المساهمة وأن الجهود المبذولة من طرف الحكومة على كافة المستويات لم تكن كافية وفعالة بالمستوى المطلوب لتوفير المناخ الملائم وتحتاج الى المزيد من بدل الجهود وتذليل العقبات أمام شركات رأس المال المخاطر. وهو ما يؤكد

صحة الفرضية 3

❖ الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE مؤسسة غير متخصصة، فهي تقدم تشكيلة من التمويلات، على رأسها التمويل بقرض الإيجار الذي تتخذه كمنشآت أساسي .

❖ ان تدعيم الدولة ومساهمتها تؤدي إلى زيادة فعالية مؤسسات رأس المال المخاطر لمواجهة الحاجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية والتي لا يقبل سوق التمويل التقليدي دعمها لارتفاع المخاطر المرتبطة بها .

❖ تم تبني مهنة رأس المال المخاطر في الجزائر في بيئة غامضة بسبب عدم فهم نموذج التمويل، مما أدى إلى تضييع الطريق للوصول إلى الهدف الذي جات من أجله وهو تنويع الاقتصاد الوطني .

❖ إن الدخول في مخاطرة كبيرة إثر تقديم تمويل بهذه التقنية يتطلب وجود مؤسسات مختصة في تأمين مثل هذه العمليات، مما يشجع شركات رأس المال المخاطر على تمويل واسع للمشاريع ، وهو الحلقة المفقودة في الجزائر ، مما يصعب كثيرا تقديم التمويل للمشاريع في مراحلها الأولى .

❖ عدد شركات رأس المخاطر في الجزائر قليل ، مما انعكس على ضعف انتشار هذه التقنية .

❖ ضعف التمويل المقدم من شركات رأس المال المخاطر في الجزائر و نفورها من تمويل رأس مال الانطلاقة لانطوائها على مخاطر عالية، يتناقض مع مفهوم هذه التقنية و الغرض الذي أنشأت من أجله .

❖ تعتبر أغلبية شركات رأس المال المخاطر في الجزائر عمومية أو تمتلكها بنوك عمومية، تمارس هذه المهنة على أنها خدمة مالية، إلى جانب خدمات مالية أخرى مثل قروض الاستثمار، قروض الإيجار و الكفالة البنكية و هي حالة كل من fni , asicom, sofinance من أجل الحصول على ميزات جبائية وليس من أجل تطبيق مهنة رأس المال المخاطر .

الاقتراحات

❖ تحسين الإطار التشريعي الخاص بسوق رأس المال المخاطر من خلال معالجة النقائص المسجلة في الممارسات السابقة والافتداء بالدول الرائدة وفق متطلبات السوق الجزائرية .

❖ ضرورة الاهتمام بسوق رأس المال المخاطر من خلال تقديم الدعم للشركات الناشطة على مستوى هذا السوق التمويلي، وتشريع قوانين لحماية من انتهازية أصحاب المؤسسات الممولة، من حالة التهميش حتى يكون بديلا لها عن مداخل قطاع المحروقات .

- ❖ تشجيع الدولة على انشاء شركات رأس المال المخاطر من خلال الأدوات التي تمتلكها مثل القيام بتخفيضات جبائية على هذه الشركات، والتشجيع على الاستثمار .
- ❖ تشجيع الأشخاص على المشاركة في شركات رأس المال المخاطر من خلال تقديم الأموال وهو ما يعرف بملائكة الأعمال.
- ❖ العمل الكبير المنتظر من الحكومة و السلطات العمومية من خلال تخفيف شروط إنشاء شركات رأس المال المخاطر وذلك بمنحها مزايا وحوافز ضريبية أكثر بهدف توسيع المتعاملين في السوق وانتشار هذا النشاط بين المستثمرين الشباب خاصة .
- ❖ ضرورة العمل على تحقيق نظام قانوني مرن و مستقل يلائم ممارسة رأس المال المخاطر بالجزائر
- ❖ توفير مبادرات أولية نحو بناء نظام بيئي يتناسب مع عمل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر ، كإنشاء دار مقاولاتية في الجامعات لتوعية وتكوين الطلبة في مجال المقاولاتية.
- ❖ تشجيع المؤسسات الجزائرية على الانفتاح على هذه التقنية من خلال الحملات التحسيسية، كما يمكن الاستعانة بوكالات دعم الشباب، كالوكالة الوطنية لدعم ودعم تشغيل الشباب، والصندوق الوطني للتأمين على البطالة والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، وغيرها من الوكالات التي لها اتصال مباشر مع الشباب الحامل للأفكار لتقديم هذه التقنية لهم .
- ❖ فتح المجال أمام إنشاء أماكن خاصة بالبحوث والتجارب في المجال التكنولوجي، وفرض تشريعات محفزة للاستثمار في هذا المجال .
- ❖ ضرورة استحداث عدد كبير من شركات رأس المال المخاطر التابعة للقطاع الخاص، وهذا لأنها لا تخضع للقيود التمويلية التي تخضع لها تلك التابعة للدولة .

قائمة المراجع

أولا - المراجع العربية

أ - الكتب :

1. رسمية فرياض، أسواق المال (أسواق - رأس المال-المؤسسات) ، الدار الجامعية الاسكندرية، الطبعة الأولى.
2. سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، سلسلة توعية المستثمر المصري، في مجال سوق المال، الهيئة العالمية للرقابة المالية، جوان 2010.
3. عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
4. عبد العزيز قاسم محارب، الأزمة المالية العالمية الأسباب و العلاج، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية .
5. محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال المخاطر تجارب و نماذج علمية، المكتب الجامعي الحديث الطبعة الأولى، الجزائر، 2014.
6. محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية دار الامام، 2012
7. منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، الطبعة الأولى 2002.

ب- الأطروحات و المذكرات :

1. أحلام بوقفة، رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية - حالة الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف، Sofinance - أطروحة دكتوراه، منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة، 2018
2. خلفه ساهل زينب، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة - حالة الصندوق الوطني للتأمين على البطالة - مذكرة ماجستير، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة 20 أوت سكيكدة، 2011 .
3. دنداني محمد أمين، فرص نجاح نظام المشاركة الإسلامي بالمقارنة مع نظام رأس المال المخاطر - دراسة مقارنة - مذكرة ماجستير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2011
4. سامي عياط، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم التجارية، منشورة، جامعة العربي بن مهيدي، الجزائر 2013. 0-

5. سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة - مع الإشارة إلى حالة الجزائر - أطروحة دكتوراه منشورة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي 2013
6. شلابي عمار، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رهان جديد للتنمية الاقتصادية -دراسة حالة الجزائر- رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2010.
7. صورية قشيدة، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر - دراسة حالة الجزائرية الأوروبية للمساهمات - مذكرة ماجستير منشورة، جامعة الجزائر 3، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، 2012
8. عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة ماجستير، منشورة، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008 .
9. مباركي محمد الصديق، عميروش إلياس، سوق رأس مال المخاطر كاستراتيجية بديلة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر، مذكرة لنيل شهادة ماستر، منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي قالم، 2016.
10. محمد السبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة - دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة finalep مذكرة ماجستير منشورة في علوم التسيير، جامعة منثوري، قسنطينة، 2009

ج - المجلات

1. أحلام بوقفة، واقع شركات رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد الرابع، العدد الأول، جامعة العربي بن مهيدي - قسنطينة، 2017.
2. الأغا تغريد، حشماوي محمد، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة - حالة الجزائر - مجلة المدبر، العدد 3، جوان 2016.
3. بوقفة أحلام، بلوج بو العيد، دور رأس المال الاستثماري في تنويع مصادر التمويل في الجزائر، المجلد 1 العدد 4، جامعة قسنطينة 2، جوان 2017.
4. دراجي كريمو، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات - دراسة حالة الجزائر - مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 9، سبتمبر 2013.

5. السعيد بريش، رأس مال المخاطر بديل لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر - دراسة حلة sofinance - مجلة الباحث العدد 5، 2007.

6. صاولي مراد، رأس المال المخاطر استراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية بالجزائر - دراسة قياسية- مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث وللدراسات، الجزائر، العدد الثالث والأربعون، 2018.

7. عبد الله بلعيدي ومقاتلي عاشور، المقارنة بين رأس المال المخاطر و حاضنات الأعمال في تمويل و دعم PME مع امكانية التكامل التنموي بينهما، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، ديسمبر 2016.

8. علية ضياف، كمال حمانة، رأس المال المخاطر اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة - حالة الجزائر - مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 5، جوان 2016.

9. فريد زكريا عبيد، مشاركة شركات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم و تمويل المشروعات الناشئة - دراسة حالة FINALEP- مجلة الاقتصاد الصناعي، المجلد 10، العدد 1، 2020.

10. لوكال أمال شهرزاد، رهانات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، الجزائر.

11. محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، هندسة سوق رأس مال مخاطر إسلامية: دور الحكومة: دروس مستفادة من التجربة الهندية، مجلة الدراسات الالية والمصرفية، العدد 2، 2011.

12. نبيلة قدور، حمزة العرابي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد السابع، 2017.

د - الملتقيات:

1. ايت عكاش سمير، رأس مال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة SOFINANCE الملتقى الدولي حول التوجيهات الحديثة للسياسة المالية للمؤسسة، يومي 15-14 نوفمبر 2016، جامعة محمد بوضياف، المسيلة 2016 .

2. روينه عبد السميع، حجازي اسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة الشلف، 2006 .

3. صحراوي مقلاتي، التمويل برأس المال الخاطر منظور إسلامي، ورقة مقدمة في مؤتمر المصارف الاسلامية بين الواقع والمأمول، الجزائر، يومي 21 ماي - 30 جوان 2009.

4. عبد الله إبراهيمي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة الشلف 17_18، أفريل 2006.

5. نوري منير، أثر الشراكة الأورو جزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ورقة بحثية مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف، يومي 17 و 18 أفريل 2006 .

هـ- التقارير و القوانين :

1. وزارة المالية، تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مصر، 2004
2. الباب الأول من المرسوم الرئاسي رقم 04-134 المؤرخ في 19 أفريل 2004، والمتضمن القانون الأساسي لصندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .
3. المرسوم التنفيذي رقم 08-56، المتعلق بشروط ممارسة رأس المال الاستثماري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 10، الصادر في 24 جانفي 2008
4. القانون رقم 06-11 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 42. الصادر بتاريخ 25 جوان 2006

ثانيا : المراجع باللغة الأجنبية

أ- الكتب :

1. Monder chérif, << **Le capital risque** >>, Revu banque Edition paris, 2008.
2. Kamel Eddine bouatouta, **le capital risque investissement- capital risque** (enjeux perspective) Édition grand Alger liveres 2005
3. JEAN LACHMANN, **CAPITAL- RISQUE RT CAPITAL – INVESTISEMENT**, EDITION ECONOMICA, PARIS, 1999
4. Yazid Taalaba, 2014<< **le financement de l'économie : rôle des institutionnels**, >> les matinales de care

ب- مواقع الانترنت

1. www.fgar.dz
2. www.anvredet.org.dz
3. www.aniref.dz
4. www.asicom.dz
5. www.Maghrebinvest.com.
6. www.Andi.dz
7. www.sofinance.dz.com



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم والبحث العلمي
جامعة 20 أوت 1955 - سكيكدة-



كلية العلوم الاقتصادية و التجارية علوم التسيير
قسم: العلوم الإقتصادية

سوق رأس المال المخاطر كاستراتيجية بديلة للتمويل في الجزائر

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر تخصص اقتصاد نقدي و بنكي

تحت اشراف الأستاذة
- ضياف عليّة

من اعداد الطالبة:
- زغاشو هاجر

تمهيد للدراسة

كان للتحويلات الاقتصادية التي شهدتها الاقتصاد العالمي آثار مباشرة على سوق التمويل. فالتحول من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد أساسه المعرفة أدى إلى بروز وانتعاش آليات وأدوات تمويلية جديدة والتي تعد آلية التمويل من خلال رأس المال المخاطر أهمها، والتي سهلت لأصحاب المشاريع الحصول على الموارد المالية لتجسيد مشاريعهم التي تتسم غالبا بدرجة عالية من المخاطرة يصعب الحصول عنها من مصادر التمويل التقليدية في ظل الشروط التي تضعها. ولعل ادراك الحكومات لاسهامات أسواق رأس المال المخاطر في النمو الاقتصادي دفعها إلى بدل مجهودات خاصة لإقامة هذه الأسواق والتأثير عليها من خلال سياسات حكومية تنظمها. انطلاقا من أهمية هذه التقنية في التمويل و في ظل وضع السوق التمويلية في الجزائر القائمة على آلية القروض المصرفية، انتهجت الجزائر استراتيجيات نمو عميقة تخدم اقتصادها ومؤسساتها، خاصة في مجال التمويل الذي تعتمد عليه في تمويل المشاريع الاستثمارية، ولكي يتحقق هذا كله لا بد من توفير سوق تمويلي فعال يحظى بدعم حكومي من شأنه النهوض بهذه المؤسسات وفق استراتيجيات تمويلية دقيقة، ويعد رأس المال المخاطر خيار تمويلي مثالي وحديث يتناسب مع هذه الحاجات التمويلية خاصة في بلد مثل الجزائر. حيث تعتبر التجربة الجزائرية في انشاء سوق رأس المال المخاطر حديثة، اذ عملت الحكومة الجزائرية على وضع إطار قانوني يضبط وينظم السوق بالإضافة إل تقديم التحفيزات اللازمة لكل من المقاولين ومؤسسات راس المال المخاطر .



ما مدى نجاعة سوق رأس المال المخاطلا كمنهج استراتيجي حديث في التمويل في الجزائر؟ و ماهي معيقاته؟

و تدرج تحت هذه الاشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية المثلثة في :



- هل يعتبر التمويل برأس المال المخاطر بديل فعال للمؤسسات الناشئة؟

- هل تملك شركات رأس المال المخاطر الهيكله المناسبه للقيام بالدور المنوط بها فيما يخص عملياتها التمويلية في الجزائر؟

- هل اتخذت الدولة الجزائرية ما يكفي من الاجراءات لتفعيل السوق التمويلي برأس المال المخاطر؟



فرضيات الدراسة



• تقنية رأس المال المخاطر من بين أهم الطرق التي أثبتت نجاعتها في التمويل رغم احتوائها على المخاطر.

الفرضية الأولى

• غياب تشريع واضح لطبيعة الهيكلة المؤسسية المناسبة لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر جعلها تفقد جزءا مهما من فعاليتها التمويلية.

الفرضية الثانية

• لا تزال الخطوات المنتهجة من قبل الدولة على مستوى سوق رأس المال المخاطر متواضعة و غير كافية.

الفرضية الثالثة



أسباب اختيار الدراسة

- حادثة رأس المال
المخاطر بالجزائر و
ما يحققه من نجاح
في بعض الدول
بتشجيعه للمؤسسات
الابتكارية
- تقديم هذه التقنية
على انها حل لتمويل
المشاريع
لاستثمارية خاصة
الصغيرة والمتوسطة
في الجزائر،
وتشجيع أصحابها
على الاستثمار،
خاصة في ضوء
المعطيات الاقتصادية
الحالية .

أهمية الدراسة

إن أهمية دراسة هذا
النوع من التمويل تعود
إلى الخصوصية التي
يتمتع بها، ومساهمة في
دعم المؤسسات الجديدة
ذات الأفكار الواعدة،
وبالتالي يعتبر قناة
إضافية لاطلاق
المشاريع، وتشجيع
الاستثمار الخاص، على
غرار القنوات الأخرى،
وكذلك محاولة البحث
عن خلل ممارسات
المهنة في الجزائر،
واقترح ما يلزم من
دعامة حتى تتوازن هذه
الممارسات،

أهداف الدراسة

يكن هدفنا من
خلال هذا البحث في
التعريف بهذه
التقنية و آلياتها،
ومحاولة تحديد
مدى انتشار
استعمالها في
الجزائر، ومعوقاته،
وكذا البحث عن
السبل الممكنة
لتفعيلها، وهذا
لمساعدة القطاع
الخاص للنهوض
وأخذ مكانه
الصحيح في
الاقتصاد.

حدود الدراسة

بهدف معرفة وضع
السوق التمويلية
برأس المال المخاطر
في الجزائر، وبعد أن
نستعرضه بالشكل
النظري رأينا أن
ندعم بحثنا بالتطرق
إلى واقع ممارسات
شركات رأس المال
المخاطر على
مستوى هذا السوق
التمويلي، والتركيز
خاصة على مؤسسة
SOFINANCE
، باعتبارها من أهم
المؤسسات في
الجزائر التي تتخذ
هذا النمط التمويلي
في عملياتها .

• عند التطرق لوصف تقنية رأس المال المخاطر، وآلية عمله، والتعرف على مؤسساته.

المنهج الوصفي

• اعتمدنا عليه في تحليل البيانات والمعطيات التي تمس مختلف جوانب الموضوع.

المنهج التحليلي



هيكل الدراسة

الفصل الثاني: واقع سوق رأس المال المخاطر في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE

الفصل الأول: الاطار النظري لسوق رأس المال المخاطر

المبحث 1: التنظيم العام لسوق رأس المال المخاطر في الجزائر

المبحث 2: الوسطاء الماليون المتدخلون في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر.

المبحث 3: دراسة حالة الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف .SOFINANCE

المبحث 1: ماهية رأس المال المخاطر .

المبحث 2: آليات الحكومة في تفعيل سوق رأس المال المخاطر.

المبحث 3: الدراسات السابقة.



تناول هذا الفصل مختلف المفاهيم الأساسية لكيفية عمل رأس المال المخاطر من خلال عرض خصائص ومزايا هذه التقنية وأنواع مؤسساتها واستراتيجية عملها وكذلك الآلية التي تتبعها في تمويل المشاريع بالإضافة إلى الدور الفعال الذي تؤديه الحكومة على مستوى سوق رأس المال المخاطر من خلال السياسات التي تتبعها على مستوى هذا السوق التمويلي وعرض مختلف التدخلات التي تنتهجها الحكومة لتنشيط سوق رأس المال المخاطر .

الفصل الأول:
الاطار النظري
لسوق رأس المال
المخاطر



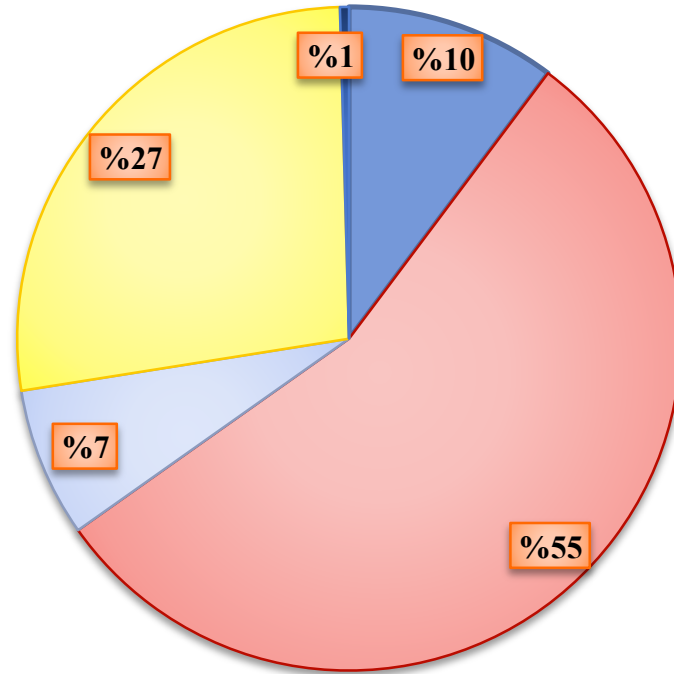
جاء هذا الفصل للتركيز على واقع ممارسات رأس المال المخاطر بالجزائر من خلال عرض الاطار القانوني والتنظيمي لرأس المال المخاطر بالجزائر، وكذلك مختلف المؤسسات والهيكل التي تنشط على مستوى هذا السوق التمويلي ودورها في تمويل ودعم المؤسسات الناشئة وابرار المعوقات التي تواجهها وتعرقل نشاطها، كما تم التطرق في هذا الفصل إلى أهم شركات الممارسة للنشاط والشروط التي يجب أن توفرها الدولة الجزائرية لانجاحها وتطوير نشاطها.

بالإضافة إلى اختيار الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE من بين شركات رأس المال المخاطر في الجزائر لدراسة نشاطها، باعتبارها أحد الفاعلين الرئيسيين في هذا السوق، مع ابراز الأنشطة الاستثمارية المتواحدة على مستواها ومهامها، وكذلك تحديد مسار التمويل برأس المال المخاطر داخل SOFINANCE، كما تم تقييم نشاطها من خلال قاعدة بيانات المؤسسة.

كما تم التطرق إلى مستقبل التمويل برأس المال المخاطر بالجزائر، واقتراح بعض الحلول المساعدة على ترقية المؤسسات والهيكل المساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر.

الفصل الثاني: واقع
سوق رأس المال
المخاطر بالجزائر
-دراسة حالة شركة
-SOFINANCE

حصّة رأس المال المخاطر من إجمالي نشاطات sofinance في سنة 2017



■ مساهمة رأس المال ■ القروض الإيجاري ■ القروض بالتزام ■ قروض متوسطة و طويلة الأجل ■ سندات ذات دقل ثابت

تمارس الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف نشاط قرض الإيجار بنسبة 55% من إجمالي الاستثمارات التي قامت بها سنة 2017، وهو بهذا يعتبر النشاط المهيمن في الشركة والذي يخولها لأن تكون شركة قرض إيجاري وليست شركة رأس المال المخاطر، حيث يمثل هذا الأخير نسبة 10% فقط من إجمالي استثماراتها وهي نسبة ضعيفة جدا وبالتالي لا يعتبر نشاط أساسي. بالرغم من أنها ثاني أكبر شركة ممارسة لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر من حيث الموارد المالية، إلا أن آدائها فيما يخص أخذ المساهمات يبقى ضعيف، واتجاه استثماراتها في نشاط قرض الإيجار.



نتائج الدراسة



- ❖ رأس المال المخاطر يعتبر بمثابة البديل التمويلي الأمثل، الموجه لحل المشاكل التمويلية التي تواجهها المشاريع الناشئة خاصة المبتكرة منها ، ذات المخاطر العالية، الأمر الذي أثبتته مختلف التجارب عبر العالم، و هو ما يثبت صحة الفرضية 1
- ❖ تعتبر دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الاستثمارية جد محدود في الجزائر مقارنة مع هيكل الدعم الأخرى andi ,ansej, cnas و يرجع هذا لهشاشة السوق المالي الجزائري حيث تميز ببعض الفراغات التشريعية و خلل على مستوى الهياكل المؤسسية، راجع لعدم فهم الحكومة لأبجديات هذا النموذج التمويلي عند رغبتها في هندسة سوق له، ما ولد عدم القدرة على تشخيص مكان الخلل لمعالجته، كذلك خوف شركات رأس المال المخاطر من الخوض في مشاريع ذات المخاطر عالية، وتوجهها نحو تلك التي تعتبر مخاطرها منخفضة رغم أنها وجدت لتلبية هذا الغرض بالذات. وهو ما يثبت صحة الفرضية 2.
- ❖ تعتبر التجربة الجزائرية في هذا النوع من التمويل جد متواضعة من حيث النتائج ونسبة المساهمة وأن الجهود المبذولة من طرف الحكومة على كافة المستويات لم تكن كافية وفعالة بالمستوى المطلوب لتوفير المناخ الملائم وتحتاج الى المزيد من بدل الجهود و تذليل العقبات أمام شركات رأس المال المخاطر. وهو ما يؤكد صحة الفرضية 3.
- ❖ الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE مؤسسة غير متخصصة، فهي تقدم تشكيلة من التمويلات ، على رأسها التمويل بقرض الإيجار الذي تتخذه كمنشآت أساسي.
- ❖ ان تدعيم الدولة ومساهمتها تؤدي إلى زيادة فعالية مؤسسات رأس المال المخاطر لمواجهة الحاجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية والتي لا يقبل سوق التمويل التقليدي دعمها لارتفاع المخاطر المرتبطة به.
- ❖ تم تبني مهنة رأس المال المخاطر في الجزائر في بيئة غامضة بسبب عدم فهم نموذج التمويل، مما أدى إلى تضييع الطريق للوصول إلى الهدف الذي جات من اجله و هو تنويع الاقتصاد الوطني .
- ❖ إن الدخول في مخاطرة كبيرة إثر تقديم تمويل بهذه التقنية يتطلب وجود مؤسسات مختصة في تأمين مثل هذه العمليات ، مما يشجع شركات رأس المال المخاطر على تمويل واسع، وهو الحلقة المفقودة في الجزائر ،
- ❖ شركات رأس المخاطر في الجزائر قليل، مما انعكس على ضعف انتشار هذه التقنية ؛
- ❖ ضعف التمويل المقدم من شركات رأس المال المخاطر في الجزائر ونفورها من تمويل رأس مال الانطلاقة لانطوائها على مخاطر عالية، يتناقض مع مفهوم هذه التقنية و الغرض الذي أنشأت من أجله ؛

- ❖ تحسين الإطار التشريعي الخاص بسوق رأس المال المخاطر من خلال معالجة النقائص المسجلة في الممارسات السابقة والاقتداء بالدول الرائدة وفق متطلبات السوق الجزائرية.
- ❖ ضرورة الاهتمام بسوق رأس المال المخاطر من خلال تقديم الدعم للشركات الناشطة على مستوى هذا السوق التمويلي، وتشريع قوانين لحمايتها من انتهازية أصحاب المؤسسات الممولة، من حالة التهميش حتى يكون بديلا لها عن مداخل قطاع المحروقات.
- ❖ تشجيع الدولة على انشاء شركات رأس المال المخاطر من خلال الأدوات التي تمتلكها مثل القيام بتخفيضات جبائية على هذه الشركات، والتشجيع على الاستثمار.
- ❖ العمل الكبير المنتظر من الحكومة و السلطات العمومية من خلال تخفيف شروط إنشاء شركات رأس المال المخاطر وذلك بمنحها مزايا وحوافز ضريبية أكثر بهدف توسيع المتعاملين في السوق وانتشار هذا النشاط بين المستثمرين الشباب خاصة .
- ❖ توفير مبادرات أولية نحو بناء نظام بيئي يتناسب مع عمل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر ، كإنشاء دار مقاولاتية في الجامعات لتوعية وتكوين الطلبة في مجال المقاولاتية .
- ❖ تشجيع المؤسسات الجزائرية على الانفتاح على هذه التقنية من خلال الحملات التحسيسية، كما يمكن الاستعانة بوكالات دعم الشباب، كالوكالة الوطنية لدعم ودعم تشغيل الشباب، والصندوق الوطني للتأمين على البطالة والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، وغيرها من الوكالات التي لها اتصال مباشر مع الشباب الحامل للأفكار لتقديم هذه التقنية لهم ؛
- ❖ فتح المجال أمام إنشاء أماكن خاصة بالبحوث والتجارب في المجال التكنولوجي، وفرض تشريعات محفزة للاستثمار في هذا المجال.