

جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم اقتصادية ، علوم التسيير و العلوم التجارية

الشعبة: علوم تسيير

دور مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل  
المشاريع الناشئة  
دراسة حالة شركة - SOFINANCE -

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	الاستاذ
رئيسا	برج بوعريريج	سلطاني عادل
مناقشا	برج بوعريريج	رزقي محمد
مشرفا	برج بوعريريج	سي ناصر هاجر

من إعداد الطلبة:

- مهمل إلهام

- قصري رانية

السنة الجامعية: 2019-2020

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تشكرات....

قال الله تعالى:

{فاذكروني أذكركم وأشكروا لي ولا تكفرون}

فالحمد لله الذي وفقنا لإتمام هذا العمل

وعملا بقول رسول الله صلى الله عليه وسلم

" من لم يشكر الناس لم يشكر الله "

نتقدم بكامل عريون الوفاء والمحبة للذين سهروا وجاهدوا إلى أن أوصلونا إلى هذا المقام الوالددين الكريمين.

كما نتقدم بجزيل الشكر إلى الأستاذة المشرفة " سي ناصر هاجر " التي لم تبخل علينا بتوجيهاتها ونصائحها

القيمة.

شكري موصول لكل من أساتذتي الأفاضل، أساتذة كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير كل

باسمه ومقامه.

شكرا إلى كل الأيدي التي امتدت لمساعدتنا من قريب أو بعيد في السر و العلن و لو بكلمة طيبة.

و في الأخير لا يسعنا إلا أن نقول إن الكمال لله وحده فإن وفقنا فمن الله وحده و إن قصرنا فمننا ومن

الشیطان.

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك... ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك...

ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك... ولا تطيب الجنة إلا برويتك ورؤية رسولك صلى الله عليه وسلم. أما

بعد :

أهدي ثمرة جهدي إلى أغلى وأعز الناس، إلى الذي غرس في نفسي الايمان والأخلاق السامية وحب العلم، فكان رحيله عني ألماً، وفراقه لي وجعاً، رحمك الله يا أبي.

إلى من افتقدتك منذ الصغر، إلى من يرتعش قلبي لذكرك، إليك يا أمي رحمك الله و أسكنك فسيح جناته.

إلى خالتي "زوجة أبي" التي ألهمتني من عزمها وصبرها مدادا، ودفعني لأثابر ولأكلل صبرها بهذا العمل أرجو من الله أن يشفيك ويحفظك وجزاك الله خيراً.

إلى اخواتي العزيزات على قلبي: هبة وإجلال .

إلى من كان لي عوناً وسنداً: زوجي وليد .

إلى الروح التي سكنت روحي، جدتي أدامك الله تاجاً فوق رؤوسنا .

إلى صديقاتي اللواتي لم تلذهن أمي: عليا، عبير، دنيا، مريم، سارة، أمال، بشينة، الهام.

إلى كل أقربائي، الذين أحاطوني بهالة من الحب والدعم الروحي .

إلى كل من ذكرهم قلبي ونسيهم قلبي.

إليهم جميعاً أهدي بذرة علمي وثمره جهدي.

رانية

الحمد لله الذي نفتح بحمده الكلام و الحمد لله الذي حمده أفضل ما جرت به الأقلام. سبحانه لا نحصي له ثناء هو كما أثنى على نفسه و هو ولي كل إنعام. و الحمد لله الذي فاوت بحكمته بين المخلوقات، ورفع الذين أوتوا العلم درجات، قل هل يستوي الذين يعلمون و الذين لا يعلمون، كما لا تستوي الأنوار و الظلمات، و أشهد أن لا إله إلا الله وحده لا شريك له و أشهد أن محمدا أهدي عبده و رسوله الذي بلغ العلى بكماله كشف الدجى بجماله كملت جميع خصاله ، صلوا عليه و على آله.

ثمرة جهدي إلى:

المرأة التي تفانت في تربيته و كانت وراء كل نجاحاتي، فأنت نبراس حياتي و مصدر قوتي، إلى التي تحملت الشقاء يسرا من أجل تعليمي، إلى التي كانت شمعة صامته تحترق من أجل أن تنير دربي، إليك يا أمي حفظك الله و رعاك .

إلى رجل استلهمت منه دروس التضحية والكفاح إلى الذي علمني كيف أتخطى عثراتي وأتخذ قراراتي، إليك يا أبي حفظك الله و رعاك .

إلى من حبهم يجري في عروقي و يلهج بذكرهم فؤادي، سندي وقوتي و ملاذي بعد الله إخوتي: "  
أيوب - رؤية - محمد علاء الدين "

كل أقاربي و أفراد عائلتي و أخص بالذكر عمتي فلها مكانة خاصة في قلبي .

كل أصدقائي الذين وسعتهم ذاكرتي و لم تسعهم مذكري

إلى من جمعني بهم القدر و عشت معهم أجمل أيامي و تقاسمت معهم متاعب الحياة الجامعية

طلبة قسم علوم التسيير تخصص إدارة مالية 2020

إلى كل من لهم الفضل الأكبر فيما وصلت إليه

إلهام



# فهرس المحتويات

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
31	مراحل تطور المشاريع الناشئة	01
37	السوق الكندية لتمويل المؤسسات الناشئة	02
42	الهيكل التنظيمي لسوق رأس المال المخاطر في الجزائر	03
53	تقييم خدمات SOFINANCE	04
55	تقييم نشاط SOFINANCE	05
56	تطور ميزانية SOFINANCE خلال فترة 2017-2015	06

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
35	عدد المشاريع الممولة برأس المال المخاطر في تونس حتى نهاية سنة 2010	01
35	القطاعات الممولة برأس المال المخاطر في تونس و توجهاتها	02
51	عمليات رأس المال المخاطر لـ SOFINANCE حتى نهاية سنة -2008-	03
52	المشاريع الممولة من طرف شركة SOFINANCE	04
53	تقييم استثمارات SOFINANCE خلال فترة 2017-2015	05
54	تقييم نشاط شركة SOFINANCE	06
55	تطور ميزانية شركة SOFINANCE	07



# مقدمة

مقدمة

تعتبر المؤسسات الناشئة من أهم أولويات الدول والحكومات في الوقت الحالي، نظرا لما تلعبه من دور فعال وهام في تحقيق التنمية الاقتصادية، وذلك باعتبارها محركات استثمارية رائدة تتمتع بمرونة عالية، إضافة إلى الإمكانيات التي تملكها هذه المؤسسات وقدرتها على سد الفراغ الذي تتركه المشاريع الكبيرة في كثير من المجالات.

ويعتبر التمويل هو العائق الأساسي والخطر الذي يواجه المؤسسة الناشئة في مختلف مراحل حياتها، وهو المحدد لبقاء وتطور المؤسسات الناشئة، لذلك حظيت مسألة تمويل هذه المؤسسات في الدول المتقدمة بالأولوية ضمن مختلف الإستراتيجيات التنموية، وذلك بتنوع وابتكار أدوات تمويلية متنوعة تتماشى مع التطور والتنوع الذي شهدته الحاجات التمويلية.

ومن بين هذه الأدوات التمويلية المستحدثة نجد رأس المال المخاطر، الذي يعتبر مصدرا وأداة تمويلية مهمة توفر الغطاء التمويلي اللازم للمؤسسات الناشئة الواعدة بالنمو والتي تواجه مخاطر مرتفعة، وتقوم بتقديم الدعم المالي والفني والإداري من خلال المشاركة في المشروعات عن طريق شركات تعرف بشركات رأس المال المخاطر.

بناء على ما سبق يمكن طرح السؤال الجوهرى التالي:

ما هو دور شركات رأس المال المخاطر (SOFINANCE) في تمويل المشاريع الناشئة بالجزائر؟

وانطلاقا من التساؤل السابق و لغرض الإلمام بموضوع الدراسة نطرح الأسئلة الفرعية التالية :

- ماهي آليات عمل شركة SOFINANCE؟
- هل تعتبر استثماراتها كافية لرفع القدرة المالية للشركات الناشئة؟

فرضيات الدراسة :

الفرضية الأولى: تقوم شركة SOFINANCE بتمويل المرحلة الأولى من المشروع الناشئ.

الفرضية الثانية: تعتبر مساهمة شركة SOFINANCE محدودة.

مبررات اختيار الموضوع:

- الأهمية التي يكتسبها هذا الموضوع.
- توافق موضوع الدراسة مع مجال تخصصي العلمي و هو مجال الإدارة المالية.
- حداثة هذا المصدر التمويلي والرغبة في التعرف على الدور الذي يلعبه في تمويل المؤسسات الناشئة المبدعة.

- الرغبة في زيادة الوعي والإفادة بالنسبة للشركات الناشئة بوجود بدائل تمويلية من بينها رأس المال المخاطر في ظل المشاكل التمويلية التي تواجهها في الجزائر.

### أهمية هذه الدراسة:

- محاولة تسليط الضوء على مصدر هام من مصادر التمويل الحديثة و المتمثل في تقنية رأس المال المخاطر.
- معرفة مدى أهمية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة.

### أهداف هذه الدراسة:

تهدف هذه الدراسة أساسا إلى :

- تحديد مفهوم رأس المال المخاطر.
  - تحديد مفهوم المشاريع الناشئة و أهم خصائصها.
  - إبراز أهمية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة.
- معرفة واقع رأس المال المخاطر في الجزائر.

### المنهج المستخدم :

إن طبيعة موضوعنا المتعلق بدور مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة هي التي تحدد منهج الدراسة والأدوات التي يمكن استخدامها، وبناءا على ذلك فإننا سننعمد المنهج الوصفي التحليلي في توضيح كل من رأس المال المخاطر ومؤسساته وكذا تمويل الشركات الناشئة، كما تم الاعتماد على أسلوب دراسة الحالة من أجل إسقاط الدراسة النظرية ميدانيا على مستوى شركة رأس المال المخاطر . SOFINANCE

### حدود الدراسة :

يتمحور موضوع الدراسة حول دور مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة، حيث تم تحديد شركة SOFINANCE موقع للدراسة، وحددت فترة الدراسة بأربع سنوات (2015-2018) وهذا لمعرفة الحصيلة الإجمالية للشركة وتحليل نتائجها وتقييمها.

### هيكل الدراسة:

يهدف إنجاز هذا البحث و التوصل إلى النتائج المطلوبة قمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى فصلين و تتمثل في:

**الفصل الأول:** سنقوم في هذا الفصل بعرض الجانب النظري لكل من الشركات الناشئة، رأس المال المخاطر وشركات رأس المال المخاطر .

**الفصل الثاني:** و هو فصل الدراسة التطبيقية، سنحاول من خلاله عرض تجارب تمويلية عالمية للشركات الناشئة، وواقع رأس المال المخاطر في الجزائر، ودراسة شركة من شركات رأس المال المخاطر الجزائرية و التي تعرف بشركة Sofinance.

### صعوبات الدراسة:

أثناء قيامنا بهذا البحث صادفتنا بعض الصعوبات و العوائق نذكر منها:

- انعدام المراجع حول الموضوع في مكتبة الجامعة
- عدم رغبة المسؤولين في شركات رأس المال المخاطر بالجزائر في تزويدنا بالمعلومات مبررين ذلك بسرية المعلومات وخصوصيتها، وإن كانت المعلومات التي توفرها المواقع الالكترونية موحودة فإنها تحتاج إلى تفسير و توضيح.

## دراسات السابقة:

**1-دراسة الأغا تغريد وحشماوي محمد:** مقال بعنوان: "أهمية التمويل برأس المال المخاطري دعم المؤسسات الناشئة، مجلة المدير، العدد 03، جامعة الجزائر 3، 2016." حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على تقنية رأس المال المخاطر و مختلف المعوقات التي تعترض تطورها في الجزائر مع إبراز الشركات المختصة في التمويل بهذه التقنية، حيث استعمل الباحثان في قيامهما بهذه الدراسة المنهج الوصفي.

وقد توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أنه لا يمكن اعتبار رأس المال المخاطر بديل تمويلي لمصادر أخرى بل يعتبر مكمل لها لأنه يقتصر على تمويل بعض المراحل التي تمر بها المؤسسة، وأن رأس المال المخاطر مصدر تمويلي هام لكل من المؤسسات الصغيرة و المبتكرة والتي تفتقر للإمكانيات المالية والخبرات التي تؤهلها للنمو بنفسها.

وتختلف دراستنا عن هذه الدراسة من خلال تقديم نموذج من الشركات التي تمارس نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر وهي شركة SOFINANCE، في البداية حاولنا تقديم الشركة، مساراها التمويلي و تقييم نشاطها.

**2-دراسة محمد سبتي، رسالة ماجستير بعنوان "فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة-دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة- جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009"**، حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف بالنمط التمويلي المسمى برأس المال المخاطر وإبراز أهميته لدفع عجلة الاستثمار والتنمية عن طريق توفير التمويلات اللازمة للمشاريع الناشئة وكذلك إبراز الاختلاف بين رأس المال المخاطر والتمويلات الأخرى، اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي والمقارن حيث تبنى المنهج الوصفي لتبيين جذور وأصل هذه التقنية التمويلية و المنهج التحليلي لتحديد خصائص رأس المال المخاطر وتحديد فعاليته وتأثيره على المشاريع والمنشآت التي يمولها، والمنهج المقارن فتبناه للوقوف على الاختلافات بينه وبين الأنماط التمويلية التقليدية.

وتوصلت الدراسة إلى نتائج أهمها أن فعالية رأس المال المخاطر تتجلى عند المنبع وقت تقييم المشاريع الاستثمارية وعند المصب في النتائج التي تحققها المنشآت التي يمولها، تم التوصل كذلك إلى أن رأس المال المخاطر هو بمثابة البديل التمويلي الأمثل الموجه لحل المشاكل التمويلية التي تواجهها المشاريع الناشئة. و تختلف دراستنا عن هذه الدراسة في وصفنا لرأس المال المخاطر واخترنا كنموذج للدراسة شركة SOFINANCE من أجل توضيح دور رأس المال المخاطر في الجزائر.

**3-دراسة ضياف علية وحمادة كمال مقال بعنوان "رأس المال المخاطر :اتجاه عالمي حديث لتمويل المشاريع الناشئة، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، 2016."** سعت هذه الدراسة إلى التعرف برأس مال المخاطر كاتجاه عالمي حديث في تمويل المؤسسات الناشئة مع الإشارة إلى فعالية الشركات الناشئة في الجزائر حيث استعمل الباحثان المنهج الوصفي في قيامهم بهذه الدراسة.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتائج أهمها أن رأس المال المخاطر البديل التمويلي الملائم للمؤسسات الناشئة، فهو بذلك الحل الأمثل للمشاكل التمويلية التي يواجهها هذا النوع من المؤسسات. و تختلف دراستنا في دراسة الشركات الناشئة حيث حاولنا التعريف بالمشاريع الناشئة و أهم مميزاتهما و العوائق التي تواجهها و تتشابه في النتائج المتوصل إليها فيما يخص رأس المال المخاطر .

**4-دراسة ولد عابد عمر وآخرون مقال بعنوان "حوكمة التمويل برأس المال المخاطر-دراسة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر-**، مجلة الدراسات الاقتصادية المعقمة، العدد 08، الجزائر، 2018. " حيث تناولت هذه الدراسة أهم المشاكل التي تواجه رأس المال المخاطر مع المؤسسات التي تمويلها، وذلك عن طريق استعمال الاستبيان، حيث تم توجيهه إلى إطارات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

وتم التوصل في الأخير، أن العلاقة الموجودة بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة هي علاقة خاصة تتطلب ميكانيزمات معينة من أجل حوكمة هذه العلاقة وبالتالي تحفيز عمل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر كما سمحت هذه الدراسة بالتعرف على أهم العوائق التي تعيق تطور رأس المال المخاطر في الجزائر. و تختلف دراستنا عن هذه الدراسة في دراسة الحالة حيث تم القيام بدراسة شركة رأس المال المخاطر SOFINANCE على حدى و تقييم نشاطها و تحديد أهم مهامها .



الفصل الأول

## تمهيد

يعتبر التمويل المحرك الأساسي لتجسيد أي فكرة أو انطلاق أي مشروع ناشئ و في نفس الوقت يعتبر العقبة الأصعب خاصة عند أصحاب الدخول المنخفضة ومحدودة. وهو الأمر الذي يدفع الكثير منهم للبحث عن خيارات تمويلية لتجاوز هذه العقبات، ومن بين هذه الخيارات المتاحة التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، الذي يتميز بخصائص تساعد على تجسيد أفكارهم في شكل مشاريع ناجحة. وعليه يتم من خلال هذا الفصل معالجة النقاط التالية:

المبحث الأول: الشركات الناشئة.

المبحث الثاني: ماهية رأس المال المخاطر.

المبحث الثالث: شركات رأس المال المخاطر.

المبحث الأول: المشاريع الناشئة

تعتبر المشاريع الناشئة من أهم دعائم النمو والتطور في الاقتصاديات المعاصرة، ونظرا لأهميتها وإسهاماتها فقد أصبحت محط اهتمام الكثير من المفكرين والباحثين الاقتصاديين لقدرتها على إنعاش الجانب الاقتصادي، ومن هذا المنطلق تم تقسيم هذا المبحث إلى:

المطلب الأول : تعريف المشاريع الناشئة .

المطلب الثاني: دورة حياة المشاريع الناشئة .

المطلب الثالث: أهمية المشاريع الناشئة ومعيقاتها.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الناشئة

تعرف المؤسسة الناشئة **Startup** اصطلاحاً حسب القاموس الإنجليزي على أنها مشروع صغير بدأ للتو، وكلمة **start-up** تتكون من جزأين "**Start**" وهو ما يشير إلى فكرة الانطلاق و "**up**" وهو ما يشير لفكرة النمو القوي<sup>1</sup>.

كما يعرفها القاموس الفرنسي **la rousse** على أنها "المؤسسات الشابة المبتكرة، في قطاع التكنولوجيا الحديثة"<sup>2</sup>.

وعرفها **Paul Graham** في مقاله المشهور حول النمو "**growth**" على أنها "شركة صممت لتنمو بسرعة"، وكونها تأسست حديثاً لا يجعل منها شركة ناشئة في حد ذاتها. كما أنه ليس من الضروري أن تعمل الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا، أو أن تمول من قبل مخاطر أو مغامر. أو أن يكون لها نوع من خطط الخروج، الأمر الوحيد الذي يهم هو النمو<sup>3</sup>.

وحسب باتريك فريدسن **Patrick Fridenson** وهو أن تكون شركة ناشئة لا يتعلق الموضوع بالعمر ولا بالحجم ولا بقطاع النشاط، بل يتعلق بالنقاط التالية:

- نمو قوي محتمل.
- استخدام تكنولوجيا حديثة .
- تحتاج لتمويل ضخم، جمع التبرعات الشهيرة .
- أن تكون متأكد من أن السوق جديد حيث يصعب تقييم المخاطرة<sup>4</sup>.

تطلق تسمية "مشروع ناشئ" على البراعم أو المنشآت الشابة، أي تلك التي تكون في المراحل المبكرة من نموها أي تلك المنشآت التي تكون في مرحلة دراسة القابلية التي تشهد البحث و التطوير السابقة للانطلاق، والتي تهدف لإثبات قابليتها التقنية والسوقية، والمنشآت التي تكون في مرحلة انطلاقها أو السنوات الأولى من حياتها<sup>5</sup>.

وعليه يمكن تعريف المشاريع الناشئة على أنها مؤسسة تسعى لتسويق وطرح منتج جديد أو خدمة مبتكرة تستهدف بها سوق معين، وبغض النظر عن حجم الشركة أو مجال نشاطها، كما أنها تتميز بارتفاع عدم التأكد ومخاطرة عالية في مقابل تحقيقها لنمو قوي وسريع مع احتمال جنيها لأرباح ضخمة في حالة نجاحها.

<sup>1</sup>-<http://dictionary.cambridge.org>

<sup>2</sup>-Dis ;c'est est quoi une start-up ?22/07/2020 ,a10 :30.

<sup>3</sup>[www.paulgraham.com/growth.html](http://www.paulgraham.com/growth.html),visited 24/07/2020,11 :30.

<sup>4</sup>-[www.notocratic.com/what-is-a-startup](http://www.notocratic.com/what-is-a-startup).visited 24/07/2020 ,12 :20.

<sup>5</sup>-محمد سبتي ، مرجع سبق ذكره، ص10.

المطلب الثاني: دورة حياة المؤسسة الناشئة

يمكن القول بأن الشركات الناشئة تمر بخمس مراحل<sup>1</sup>:

- أ. قبل انطلاق المؤسسة الناشئة: حيث يقوم شخص ما، أو مجموعة من الأفراد بطرح نموذج أولي لفكرة إبداعية أو جديدة، وخلال هاته المرحلة يتم التعمق في البحث، ودراسة الفكرة جيدا ودراسة السوق وسلوك وأذواق المستهلك المستهدف للتأكد من إمكانية تنفيذها على أرض الواقع وتطويرها واستمرارها في المستقبل. والبحث عن من يمولها وعادة ما يكون التمويل في المراحل الأولى ذاتي، مع إمكانية الحصول على بعض المساعدات الحكومية.
- ب. مرحلة الانطلاق: في هذه المرحلة يتم إطلاق الجيل الأول من المنتج أو الخدمة، حيث تكون غير معروفة، وربما أصعب شيء يمكن أن يواجهه المقاول في هاته المرحلة هو أن تجد من يتبنى الفكرة على أرض الواقع و يمولها ماديا، وعادة ما يلجأ رائد الأعمال في هذه المرحلة إلى ما يعرف بFFF (Friends, Family, fools)، فغالبا ما يكون الأصدقاء والعائلة هم المصدر الأول الذي يلجأ إليهم المقاول للحصول على التمويل، أو يمكن الحصول على التمويل من قبل الأشخاص المستعدين للمغامرة بأموالهم حيث تكون درجة المخاطرة عالية عند البداية. في هذه المرحلة يكون المنتج بحاجة إلى الكثير من الترويج كما يكون مرتفع السعر ويبدأ الإعلام بالدعاية للمنتج.
- ج. مرحلة مبكرة من الإقلاع و النمو: يكون هناك حماس مرتفع، ثم ينتشر العرض ويبلغ المنتج الذروة في هاته المرحلة يمكن أن يتوسع النشاط إلى خارج متركبه الأوائل، فيبدأ الضغط السلبي حيث يتزايد عدد المعارضين للمنتج ويبدأ الفشل، أو ظهور عوائق أخرى ممكن أن تدفع المنحنى نحو التراجع.
- د. الانزلاق في الوادي: وبالرغم من استمرار الممولين المغامرين بتمويل المشروع إلا أنه يستمر في التراجع حتى يصل إلى مرحلة يمكن تسميتها وادي الحزن أو الوادي الميت وهو ما يؤدي إلى خروج المشروع من السوق في حالة عدم التدارك خاصة وأن معدلات النمو في هذه المرحلة تكون جد منخفضة.
- هـ. مرحلة تسلق المنحدر: يستمر رائد الأعمال في هذه المرحلة بإدخال تعديلات على منتجه وإطلاق إصدارات محسنة، لتبدأ الشركة الناشئة بالنهوض من جديد بفضل الاستراتيجيات المطبقة واكتساب فريق العمل الخبرة، ويتم إطلاق الجيل الثاني من المنتج و ضبط سعره، وتسويقه على نطاق أوسع.
- و. مرحلة النمو المرتفع: في هذه المرحلة يتم تطوير المنتج بشكل نهائي ويخرج من مرحلة التجربة والاختبار، وطرحه في السوق المناسبة، وتبدأ الشركة الناشئة في النمو المستمر ويأخذ المنحنى بالارتفاع، حيث يحتل أن 20-30% من الجمهور المستهدف قد اعتمد الابتكار الجديد، لتبدأ مرحلة اقتصاديات الحجم و تحقيق الأرباح الضخمة.

<sup>1</sup> - شريفة بولشعور، دور حاضنات الأعمال في دعم و تنمية المؤسسات الناشئة Startups، دراسة حالة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد 04، العدد 02، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، 2018، ص 421، 422.

من خلال المراحل المقدمة أعلاه قد يخيل إلينا أن ما يميز الشركات الناشئة هو النمو المستمر، إلا أن الواقع غير ذلك، فهذه المؤسسات كثيرا ما تتعثر وتمر بمراحل صعبة وتذبذب شديد قبل أن تعرف طريقها نحو القمة ويمكن إبراز ذلك من خلال المنحنى التالي و المصمم من قبل **Paul Graham**:

الشكل رقم 01: مراحل تطور الشركات الناشئة



المصدر: <http://t.co/P1FDcMCUB>, Paul Graham, startup happinesscurve

المطلب الثالث: أهمية المشاريع الناشئة ومعيقاتها

تحتل المشاريع الناشئة بأهمية بالغة، كما تواجه العديد من الصعوبات، نجل ذلك كما يلي:

أولاً: أهمية المشاريع الناشئة

للمشاريع الناشئة أهمية كبيرة في التنمية الاقتصادية، حيث تتجلى هذه الأهمية في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- توازن هيكل النشاط الإنتاجي: يعانیهيكلالنشاطالإنتاجي في معظم الدول النامية من خلل في هيكل الاقتصاد الوطني بسبب غياب قاعدة قوية من صناعات صغيرة ومتوسطة يستند عليها. وبما أن كثرة عدد الصناعات الصغيرة بإمكانها إحداث التنويع و الترويج للأنشطة الكبرى، فمن الضروري وضع استراتيجيات لإصلاح هذا الخلل وتوسيع قاعدة المنشآت الصغيرة القابلة للتطوير والقادرة على الإنتاج.

<sup>1</sup>-محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص12.

- توفير فرص العمل الحقيقية المنتجة و مكافحة مشكل البطالة: تتميز المنشآت الصغيرة بقدرتها العالية على توفير فرص العمل، إضافة إلى أن تكلفة فرصة العمل المتولدة من المنشأة الناشئة تكون منخفضة فضلا عن قدرتها العالية في استيعاب وتوظيف العمالة نصف الماهرة أو حتى غير الماهرة.
- نشر القيم الصناعية الإيجابية: تساهم المؤسسات الناشئة في تعميق ونشر القيم أو المبادئ الصناعية والتنظيمية الإيجابية كإدارة الوقت، الجودة، الإنتاجية، الكفاءة، الفاعلية، تقسيم العمل، المبادرة.
- المساهمة في تحقيق إستراتيجية التنمية المحلية: تضع دول عديدة خططاً للتنمية المحلية وذلك بهدف توزيع السكان على أكبر مساحة ممكنة وتخفيف الضغط على المدن الكبيرة من أجل تحقيق التوازن الإقليمي، ولتحقيق هذا وجب تأمين الشروط التالية: فرص عمل جديدة، سلع وخدمات وأماكن للسكن. ومن الواضح أن الشركات الناشئة وخصوصاً الصناعية منها تمثل آلية ضرورية لهذه الأنشطة وتساهم في تنمية المناطق المعنية، نظراً لإمكانية تمركزها بالمدن الصغيرة.
- المساهمة في تحقيق سياسة إحلال الواردات : تمكن تنمية المؤسسات الناشئة من إنتاج متطلبات السوق المحلي مما يساهم في إحلال الواردات. وقد تتمكن أيضاً من تنمية الصادرات.

### ثانياً: معوقات المؤسسات الناشئة

من أبرز المشاكل و القضايا التي تواجه المشاريع الناشئة :<sup>1</sup>

- **الصعوبات الإدارية:** تواجه المشاريع الناشئة عدة صعوبات إدارية، فالمبادر يواجه عدة عراقيل لدى قيامه بإجراءات التأسيس التي تكون معقدة تدفع به في كثير من الأحيان إلى ترك فكرة الإنشاء، وذلك لظروفه وتواضع إمكانياته ومستوى خبرته.
- **الصعوبة التسويقية:** إنخفاض الإمكانيات المادية للمشاريع الناشئة يؤدي إلى ضعف مهاراتها التسويقية وتفضيل المستهلك لمنتجات الشركات الكبيرة المعروفة.
- **الصعوبات الفنية:** تعتمد المشاريع الناشئة على قدرات وخبرات أصحابها بصفة رئيسية نظراً لعدم سماح إمكانياتها المادية بحصولها على الكفاءات البشرية المتخصصة المرتفعة التكاليف.
- **الصعوبات التمويلية :** لعل أبرز المعوقات التي تعترض نمو الشركات الناشئة، وتهدد بقاءها تتمثل في الإحتياجات المالية وكيفية الحصول عليها. حيث تحتاج المشاريع الناشئة إلى الأموال لتمويل استثمارات البحث والتطوير، استثمارات العملية الإنتاجية (معدات، أدوات، ..)، استثمارات العملية التجارية (إشهار، شبكة البيع، ..)، وتمويل الإحتياج من رأس المال العام (مخزون، زبائن، ..)، لكن ما يحدث هو أنها لا تتمكن من الحصول على الأموال اللازمة لمواجهة هذه الحاجات.

<sup>1</sup> -محمد سبتي، مرجع السابق نفسه، ص 13 .

## المبحث الثاني: ماهية رأس المال المخاطر

تعتبر تقنية رأس المال المخاطر من أهم الأساليب المستحدثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وخاصة الناشئة في ظل محدودية التمويل التقليدي الذي يعتمد على القروض المصرفية و البنكية التي تتميز بثقل ضماناتها. لذا سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى:

المطلب الأول: نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر.

المطلب الثاني: مصادر وخصائص رأس المال المخاطر.

المطلب الثالث: توقيت دخول وآليات خروج رأس المال المخاطر من المشروع.

المطلب الرابع: أهمية رأس المال المخاطر والعناصر المتدخلة فيه.

## المطلب الأول: مفهوم ونشأة رأس المال المخاطر

### أولاً: نشأة رأس المال المخاطر

يرجع أصل نشأة مهنة رأس المال المخاطر إلى اليوناني نشأة مهنة رأس المال المخاطر إلى اليوناني Thalés demilet الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي (استخراج زيت الزيتون) بفضل الأموال التي يحصل عليها من المقرضين المخاطرين، وقد تكررت التجربة بعد حوالي ألفي سنة مع رحلات الأسبان والبرتغال إلى العالم الجديد (خلال القرنين 15 و16) التي تعهد بها رأسماليون مخاطرون الذين اشتروا السفن و مولوا الرحلات.<sup>1</sup>

بدأ قطاع رأس المال المخاطر الحديث في اتخاذ نمطا خاصا في فترات ما بعد الحرب العالمية الثانية، حيث تأسست أول مؤسسة رسمية لرأس المال المخاطر في سنة 1946 في الولايات المتحدة الأمريكية أطلق عليها اسم المؤسسة الأمريكية للبحوث والتنمية (ARD). ثم سار عدد من الدول الأوروبية والشرق آسيوية على نهج التجربة الأمريكية، وكانوا جميعا وراء تأسيس قطاع رأس المال المخاطر.

وفي الستينات أتاحت عملية الطرح الأولي للجمهور فرصة مشاركة شركات رأس المال المخاطر بصورة أكثر فعالية في خلق وتأسيس مؤسسات جديدة وهكذا أصبح رأس المال المخاطر سوقا جذابا يجذب العائلات والأفراد الأثرياء، وفي السبعينات استمر سوق رأس المال المخاطر في نموه في معظم أوروبا، بينما في الولايات المتحدة الأمريكية عانى قطاع رأس المال المخاطر من مشكلات السوق العامة وغيرها، ومع ذلك فقد حدث تغيير حقيقي في سنة 1975 عندما اتخذ الكونجرس الأمريكي قرارا باستثمار جزء من أموال المعاشات في شركات رأس المال المخاطر.

<sup>1</sup> سماح طلحي، دور رأس المال المخاطري في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ورقة عمل مقدمة ضمن الملتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و التنمية المستدامة، "واقع وآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، 13 و14 نوفمبر 2012، ص6.

وشهدت فترة الثمانينات استعراضا للنموذج الجديد لرأس المال المخاطر حيث تم اكتشاف مصادر جديدة للتمويل مثل صندوق المعاشات وغيرها من الصناديق المالية المتعلقة بالمؤسسات، والآن تعد الولايات المتحدة الأمريكية هي أكبر سوق لرأس المال المخاطر في العالم تليها المملكة المتحدة. وإدراكا لكون عمل رأس المال المخاطر يمثل حافزا حيويا في تنمية العديد من الصناعات الجديدة، فهو يشكل عاملا في نمو الاقتصاد و تحقيق الثروة، بدأت دول مختلفة من بينها الدول النامية في دعم الهيئات المانحة التي قدمت تسهيلات للوصول لأحدث وسائل التكنولوجيا الخاصة بهذا الشأن.<sup>1</sup>

### ثانيا: مفهوم رأس المال المخاطر

عرفته الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA) على أنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة باحتمال توقع نمو كبير، لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو تأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد وذلك هو مصدر المخاطر، أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات لاحقة وهذه الحالة تعتبر تعويضا للمخاطر.<sup>2</sup>

ويعرف رأس المال المخاطر على أنه استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطر "يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة، يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد.<sup>3</sup>

وعرفته منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية (1996) يعرف رأس المال المخاطر بأنه رأس المال المدفوع عن طريق شركات تستثمر وترافق وتدير المؤسسات الفتية أو الوليدة وغير المدرجة في البورصة. والهدف من ذلك هو دعم مردودية الاستثمار في هذه المؤسسات.<sup>4</sup>

وحسب Dupocageet Rivaud Danset فإنه توجد ثلاثة تعريفات ممكنة: المفهوم الدقيق، الواسع و المفهوم المطلق. فحسب المفهوم الدقيق فالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر يعني المشاركة في تمويل المؤسسات الفتية في مجال التكنولوجيا لتحقيق أكبر قيمة في المستقبل. أما المفهوم الواسع لرأس المال المخاطر يعني تدعيم رؤوس الأموال الخاصة للمؤسسات والتي تسمح لها بممارسة واستمرار

<sup>1</sup> مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومه للطباعة والنشر و التوزيع، الجزائر، 2019، ص 177، 178.

<sup>2</sup> عبد الله إبراهيم، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكل التمويل، ورقة مقدمة في المنتدى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، جامعة حسنية بن بوعلي الشلف، 17 و 18 أفريل، 2006، ص 308.

<sup>3</sup> محمد الشريف بن زوي، رأس المال المخاطر الإسلامي كأداة لتثمين أموال الزكاة والوقف في الجزائر، دراسة بالأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 16، جوان 2016، ص 17.

<sup>4</sup> مليكاوي مولود، مرجع سبق ذكره، ص 176، 175.

نشاطها. أما المفهوم المطلق فالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر يعني أسلوب لتمويل المؤسسات الوليدة والمبدعة والتي تكون بحاجة لرأس المال لتمويل منتجاتها ونموها.<sup>1</sup>

ويعرف أيضا أنه عبارة عن أسلوب أو تقنية تقوم من خلاله شركات رأس المال المخاطر، بتمويل مشاريع استثمارية تتميز بمخاطر مرتفعة على العموم مع توقع تحقيق عائد مرتفع (يصل إلى 30% أو 40%) على أن يتم استرداد رأس المال المخاطر به في نهاية برنامج الاستثمار بعد إدراج عائد يحسب على أساس الربح المحقق، ومن دون تقديم أي ضمان عند إبرام عقد المشاركة، حيث يتحمل مخاطر الخسارة كلياً أو جزئياً في حالة فشل المشروع الممول. لذا لا تقتصر مؤسسات رأس المال المخاطر على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تعمل أيضا على تقديم المساعدة في إدارة الشركة بما يحقق تطور المؤسسة ونجاحها من أجل تخفيف من حدة المخاطر والخسائر المحتملة، كما لا يقتصر دورها على تمويل مرحلة الإنشاء فحسب بل يمتد أيضا إلى مرحلة التجديد، وكذا تمويل التوسع والنمو وهو ما يقتضي تقديم مخطط تنمية من طرف المؤسسة.<sup>2</sup>

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن رأس المال المخاطر هو: كل رأس مالىوظف لتمويل مشاريع خاصة ذات مخاطر مرتفعة وذلك عن طريق وسيط مالى متخصص يعرف بشركات رأس المال المخاطر، لكنها لا تضمن الحصول على دخل أو التأكد من استرجاع رأس المال في التاريخ المحدد وهذا هو أصل الخطر، لكنها تأمل الحصول على فائض قيمة في المستقبل.

ثالثا: تصنيف رأس المال المخاطر: تتميز الجمعية الفرنسية للمستثمرين من أجل النمو (AFIC) بين خمس أنواع لرأس المال المخاطر

- 1- رأس المال المبدئي (seed capital): يوظف المستثمرون في رأس المال المبدئي رأس المال بالإضافة إلى الخبرات للمشاريع التي لم تتجاوز مرحلة البحث والتطوير .
- 2- رأس المال الاستثماري (venture capital): يوفر المستثمرون التمويل على شكل أموال خاصة أو شبه خاصة للمؤسسات الناشئة أو تلك التي تكون في مرحلة بداية النشاط .
- 3- رأس المال النمو (growth capital): يوفر المستثمرون التمويل على شكل أموال خاصة أو شبه خاصة وعادة في شكل أقلية، وتهدف إلى تمويل تطور المؤسسة أو إعادة شراء حصص المساهمين. والمؤسسة الشريكة تقدم آفاق نمو كبيرة.
- 4- انتقال رأس المال-شراء (buyout): تتكون عمليات انتقال رأس المال من اكتساب غالبية رأس مال المؤسسة الناضجة من خلال المزج بين رأس المال والتمويل البنكي (هيكله الديون)، وأكثر العمليات شيوعا هي شراء رافعة مالية.
- 5- تحويل رأس المال (turnaround capital): يوفر المستثمرون التمويل بالأموال الخاصة للمؤسسات التي تواجه صعوبات والمدراء لديهم فرصة ووسائل التنفيذ لوضع التدابير التي تسمح بالعودة إلى تحقيق الأرباح .

<sup>1</sup>DagobertNgongong,Analysecamerounaise

durecoursAuCapitalrisqueparlesPME,journalofAcademicFinance ,N°8 spring ,2017 ,p 03.

<sup>2</sup>سمح طلحي، مرجع سبق ذكره، ص 6.

المطلب الثاني: مصادر رأس المال المخاطر و خصائصه

أولاً: مصادر رأس المال المخاطر

**I. المصادر الرسمية:** يتكون السوق الرسمى من نوعين من تنظيمات رأس المال المخاطر وهي إما شركات أو صناديق استثمار مخاطرة ويمكن توضيحهم فيما يلي<sup>1</sup>:

**1- شركات رأس المال المخاطر:** ونجد هناك ثلاث أنواع من الشركات ذات التمويل المخاطر وهي :

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

ب- شركات رأس المال العام: تستثمر نسبة كبيرة من المؤسسات أموالها من خلال صناديق منظمة كشركات محدودة، أين يلعب رأس المال المخاطر دور الشريك العام، وقد ظهر هذا النوع أواخر الستينات في الولايات المتحدة الأمريكية حيث ظهرت الشركات الصغيرة والخاصة التي تقوم بتمويل رأس المال المخاطر فيها كالشريك العام وتتلقى أجرا للإدارة ونسبة من الأرباح مقابل كل صفقة.

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

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

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

**2- صناديق الاستثمار المخاطرة:** تعرف صناديق الاستثمار على أنها مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها في شراء و بيع الأوراق بواسطة إدارة محترفة بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها و للمستثمرين وللاستثمار القومي ككل.

وتعد صناديق رأس المال المخاطرة الأشكال الجديدة و المبتكرة حيث تحصل على الأموال اللازمة لممارسة نشاطها من صناديق المعاشات وشركات التأمين ومن بعض المنشآت الغير هادفة للربح، كما يلاحظ أن جزءا صغيرا منها يتم الحصول عليه من بعض وحدات الشركات

<sup>1</sup> رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 18، جامعة بسكرة، مارس 2009، ص ص 92، 93.

الضخمة مثل البنوك وشركات التأمين على الحياة. كما يمكن لهذه الصناديق إعانة المشاريع المتعثرة من خلال تزويدها بتمويل جديد في شكل ملكية وتقدم النصائح الفنية والمالية لها، ثم يمكن بعد ذلك بيع حصتها في هذه المشروعات عندما تسترد صحتها المالية.

**II. المصادر غير رسمية:** يتكون السوق غير الرسمي لرأس المال المخاطر مما يسمى ملائكة الأعمال "busnissangel" ويطلق عليهم أيضا مستثمرو العناية الإلهية والمستثمرون الفرديين، غير أن المصطلح الأول هو الأكثر شيوعا واستخداما، وتعرف ملائكة الأعمال على أنهم أشخاص طبيعيون يستثمرون جزء من أموالهم في مؤسسات محددة وواعدة، وبالإضافة إلى أموالهم يوضعون بالبحان تحت تصرف صاحب المؤسسة خبراتهم وكفاءاتهم وعلاقاتهم وجزء من وقتهم، ويوفر ملائكة الأعمال الأموال اللازمة للمرحلة الأولى وتقوم الشركات التي يتم تمويلها بجمع الأموال اللازمة للمرحلتين الثانية والثالثة عادة من شركات رأس المال المخاطر أو سوق الأسهم العامة.

والخاصية الأساسية لملائكة الأعمال هي أن استثمارهم لا يكون إلا في مؤسسات محددة وواعدة تواجه مخاطر عالية جدا هذه المخاطر العالية في حال نجاح المؤسسة ستترجم في عوائد مالية جد معتبرة، ومصطلح محددة هنا يعني ما هو جديد مقارنة مع ما هو موجود حاليا، ولا يتعلق فقط بالتجديد التكنولوجي. بل يمتد إلى مجالات أخرى كالتصنيع، الطاقة والمواد الطبيعية<sup>1</sup>.

### ثانيا: خصائص رأس المال المخاطر

يتميز رأس المال المخاطر بالخصائص التالية<sup>2</sup>:

- يعد نشاط رأس المال المخاطر من الأنشطة طويلة الأجل والتي تتراوح فيها مدة مشاركة رأس المال المخاطر من 5 إلى 7 سنوات.
- يتميز رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدما لتمويل.
- يتم اتخاذ القرار الاستثماري من جانب المستثمر بناء على نتائج المتوقعة للمشروع الذي يتم تمويله في تاريخ مستقبلي، وتتمثل النتائج في العائد خلال فترة التمويل.
- غالبا ما يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مشروعات لها أسواق واعدة من ناحية التنمية الاقتصادية، كما أنها غالبا ما تكون مشروعات وضع أفكار وأبحاث علمية أو تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع والتي لا يتوفر لأصحابها الأموال اللازمة.

<sup>1</sup> محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة - دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة - مذكرة متقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009، ص 78.

<sup>2</sup> خالد سلاطية، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2018، ص 07.

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

### المطلب الثالث: توقيت دخول و آليات خروج رأس المال المخاطر من المشاريع

#### أولا- توقيت دخول رأس المال المخاطر أثناء دورة حياة المشروع :

تختلف عمليات رأس المال المخاطر حسب المرحلة التي توجد فيها المؤسسة، وعلى العموم يمكن التمييز بين ثلاث مراحل رئيسية هي :

#### 1- مرحلة الإنشاء: وتنقسم إلى<sup>1</sup>:

- رأسمال ما قبل الانشاء: ويخصص لتغطية نفقاتالبحوثوالتجاربوتطويرالنماذجالعمليةوالنماذج التجارية للسلعة الجديدة، وكذلك تجريب السلعة في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليها، وهو تمويل صعب نظرا لخطورة احتمال الفشل لدى مؤسسة التي ليس لديها كيان قانوني في هاته المرحلة.
- رأسمال الانطلاق: يمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأس مال المخاطر ويخصص لتمويل المشروعات في مرحلة الإنشاء في بداية النشاط وتجمع هاته المرحلة المخاطر التي يعاني منها المشروع الجديد، وشركات رأس المال المخاطري الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة .

2- مرحلة التنمية: عند بلوغ المشروع مرحلة الإنتاجية وتوليد الإيرادات، تأتي هذه المرحلة التمويلية لتقابل ضغوطا مالية ترجع إلى اتساع وعمق حاجات المشروع المالية لتمويل النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه بين 5% و 10% سنويا، كزيادة القدرات الإنتاجية أو زيادة رأس المال الجاري، أو زيادة قدرات البيع، أو تطوير منتجات جديدة... إلخ، وتنقسم هذه المرحلة بدورها إلى قسمين: مرحلة التوسع ومرحلة التطور والنضج<sup>2</sup>.

#### 3- تمويل حالات خاصة: من بين هاته الحالات ما يلي :

— تحويل الملكية: ويستعمل رأس المال المخاطر عند تحويل لأغلبية المالكة لرأس المال المخاطر أو تحويل مشروع قائم بذاته إلى شركة قابضة مالية ترمى إلى شراء عدة مشاريع قائمة، وبالتالي خلال هاته المرحلة تهتم مؤسسات رأس المال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية والمالية للمشروع الى مجموعة جديدة من الملاك .

<sup>1</sup> محمد أمين دنداني، فرص نجاح نظام المشاركة الإسلامي بالمقارنة مع نظام رأس المال المخاطر-دراسة مقارنة-، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2012، ص 49.

<sup>2</sup> عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر-دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاجتماعية و العلوم الإنسانية، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2008، ص 10، 9.

-إعادة التدوير: يخصص رأس المال المخاطر لتصحيح المشروعات القائمة فعلا والتي تمر بصعوبات خاصة، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى دعم مالي فتأخذ مؤسسة رأس المال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها وتستقر من جديد في السوق وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح.

ثانيا: آليات خروج رأس المال المخاطر من المشاريع التي قام بتمويلها:

من سمات رأس المال المخاطر أنه يدخل في الاستثمار، لا يبقى وإنما ليخرج بعد فترة يكون المشروع فيها قد بدأ يؤتي ثماره وعوائده، فيسترد بذلك أصل المال الذي استخدمه في التمويل بالإضافة إلى الربح الذي يتمثل في ارتفاع القيمة السوقية لأصول المشروع، ومن بين آليات خروج رأس مال المخاطر من المشاريع نذكر ما يلي:<sup>1</sup>

**1- الطرح الأولي للجمهور:** ويعد أفضل الطرق التي يسعى إليها أصحاب رأس المال المخاطر للخروج من المشروع، فهو يمكن من جني العوائد التي كان من المتوقع تحقيقها.

**2- عمليات الدمج والتملك:** تعد من أكثر استراتيجيات الخروج شيوعا، حيث تمتص إحدى الشركات نشاط الشركة الممولة برأس المال المخاطر أو تندمج معها، ويحصل المستثمر في رأس المال المخاطر على أصل رأس المال المستثمر، بالإضافة إلى الأرباح في صورة أسهم في الشركة الداخلة، والتي تكون لها قيمة سوقية نتيجة قيدها في بورصة الأوراق المالية.

**3- الشراء من السوق:** من خلال تدخل طرف ثالث حيث يقوم هذا الطرف بالتقدم لشراء المؤسسة، وتتسبب هذه الطريقة في العديد من المشاكل، فإذا كان عدد المشترين المحتملين قليلا، يمكن لهم استغلال موقف حاجة شركة رأس المال المخاطر للخروج من الاستثمار فيقدمون عروض شراء منخفضة عن القيمة الفعلية.

**4- طرح خاص للأوراق المالية:** وهو بيع السندات المالية مباشرة إلى عدد محدود من المستثمرين المؤسسين أو من الأفراد المؤهلين، فإذا ما تمت هيكلة الطرح بصورة مستمرة فإنه يتفادى التسجيل في هيئة مراقبة عمليات الأوراق المالية في البورصة .

**5- شراء الموظفين لأسهم شركاتهم:** أي إعطاء الفرص للعمال والموظفين ليصبحوا ملاكا.

**6- التصفية أو إفلاس:** إذا فشل المشروع فإن الملاذ الأخير لشركة رأس المال المخاطر هو تصفية سندات الشركة أو إفلاسها، وتقوم شركات رأس المال المخاطر ببيع أصول الشركة ودفع الديون المتأخرة وتوزيع المتبقي على المساهمين ثم الخروج من النشاط.

<sup>1</sup>أمال شهرزاد لوكال، رهانات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، أبعاد اقتصادية مجلة علمية أكاديمية محكمة، جامعة الجزائر 3، ص ص 175-179.

المطلب الرابع: أهمية رأس المال المخاطر والأطراف المتدخلة فيه.

أولاً: أهمية رأس المال المخاطر

يمكن حصر أهمية رأس المال المخاطر في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- **تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي:** نجد أن الدول التي تطبق برنامج الإصلاح الاقتصادي والتي تعتمد على خصوصية القطاع العام، تحتاج إلى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة تقدمها مؤسسات رأس المال المخاطر المستعدة لتحمل المخاطر، وتقديم الدعم لمؤسسات القطاع العام المخصصة والتي تحتاج إلى هيكلة مالية وفنية، تلعب هذه المؤسسات دوراً حيوياً في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة لهذا القطاع، حيث توفر التمويل اللازم للمشروعات الاقتصادية دون الإفراط في خلق النقود أو منح الائتمان المصرفي، بالنظر إلى أن هذه المؤسسات تعمل على تعبئة رؤوس الأموال وتوجيهها نحو التجمع حول الاستثمار الإنتاجي.
- **دعم تمويل المؤسسات الناشئة:** يمثل دعم المؤسسات الابتكارية المجال المفضل لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر، حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وكذلك الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية انطلاقها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل، بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفاعلية أشخاصه وهذه الوظيفة هامة جداً لتلك المشروعات خاصة في البلدان النامية .
- **دعم المؤسسات المتعثرة:** تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني اللازم لإعادة هيكلة هذه المشروعات وفي جذب الاستثمارات إليها، من خلال ما تتضمنه مساهمة تلك المؤسسات في المشروعات من متابعة فنية و مالية ضرورية لإصلاح مسارها لتحفيز المستثمرين للاستثمار فيها .
- **خلق مناصب الشغل:** ويكون ذلك عن طريق خلق مؤسسات جديدة من خلال الإستعانة بشركات رأس المال المخاطر والحصول على تمويل منها، وبالتالي امتصاص البطالة من المجتمع

ثانياً: الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر

إذن التمويل برأس المال المخاطر يتطلب وجود ثلاثة أطراف رئيسية تتمثل في شركات رأس المال المخاطر التي تلعب دور الوساطة، المستثمرون وأخيراً المستفيدين، بالإضافة إلى طرف رابع يبرز دوره بعد انتهاء العملية التمويلية من خلال قيامه بشراء حصص المكتتب فيها من قبل شركات رأس المال المخاطر لدى المؤسسات الممولة، وسوف نتطرق إلى كل طرف على حدى فيما يلي<sup>2</sup> :

<sup>1</sup> عليّة ضياف، كمالحمادة، رأس المال المخاطر اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة - حالة الجزائر-، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05، جوان 2016، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، ص 176 .

<sup>2</sup> حشماوي محمد، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة-دراسة حالة الجزائر، مقال مجلة المدير، العدد 03، جوان 2017، جامعة الجزائر 3، ص 11، 10 .

**1-المستثمرون:** يتدخل هؤلاء المستثمرون من خلال الموارد المالية طويلة الأجل الذين يكونون على استعداد للمخاطرة بها، حيث أنها تمنح من دون ضمانات و ليس من حق المستثمرين المطالبة بتسديدات آنية، بل يجب عليهم الانتظار لغاية تحقيق نجاح المشروع الممول. ويتمثل هؤلاء المستثمرون في صناديق التقاعد، شركات التأمين، البنوك، الأفراد و الصناديق المشتركة للتوظيف.

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

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

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

### المبحث الثالث : شركات رأس المال المخاطر

تعتبر شركات رأس المال المخاطر من أهم الآليات الحديثة لتمويل المؤسسات الاقتصادية وخاصة المؤسسات الناشئة، والتي عادة ما تجد صعوبة كبيرة في الحصول على احتياجاتها المالية من البنوك والأسواق المالية بسبب حجم المخاطر وحالة عدم التأكد المحيطة بمستقبلها وعدم توفر ضمانات كافية. لذا سنحاول التطرق في هذا المبحث إلى:

المطلب الأول: مفهوم شركات رأس المال المخاطر و تركيبتها القانونية .

المطلب الثاني: أهداف شركات رأس المال المخاطر.

المطلب الثالث: أثر شركات رأس المال المخاطر.

المطلب الأول : مفهوم شركات رأس المال المخاطر وتركيبها القانونية

أولا : مفهوم شركات رأس المال المخاطر

تعتبر تقنية التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر من أهم الأساليب المستحدثة في التمويل، إذ أن هذه التقنية لا تعتمد على تقديم السيولة فقط للمؤسسات كما هو الحال بالنسبة للتمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة، فشركة رأس المال المخاطر تقوم بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه وبذلك فهو يخاطر بأمواله، وبالتالي فهذا النوع من التمويل يتناسب تماما مع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجديدة والناشئة والتي تطمح للنمو والتوسع وتواجه صعوبات في هذا المجال لعدم حصولها على القروض المصرفية بسبب غياب الضمانات اللازمة<sup>1</sup>.

تعرفها المنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية على أنها رأس المال التي تمنحه شركات تستثمر مواردها المالية، وترافق مسيري المؤسسات حديثة النشأة والتي لا تكون مدرجة في البورصة، فيكون الهدف منه العائد المالي وهذا من خلال خلق القيمة من المؤسسة الحديثة بالتعاون مع شركات رأس المال المخاطر وخبرتها المهنية.

ثانيا : التركيبة القانونية لشركات رأس المال المخاطر

تتضمن التركيبة القانونية لشركات رأس المال المخاطر لتأدية مهمة تمويل المشاريع الاستثمارية عنصرين مهمين وهما<sup>2</sup>: عقد المساهمين والخيار القانوني .

**1- عقد المساهمين :**

هو وثيقة أساسية ذات قيمة قضائية، ترسخ نوعية وطبيعة العلاقات بين فريق المبادرين promoters (الشركة الممولة) وفريق المغامرين venture capitaliste وحقوق والتزامات أطراف العقد. هذا العقد غير منظم بموجب القانون، فهو يخضع لمبدأ الحرية التعاقدية لكن لا ينبغي أن يخالف نصوص القانون ويتسم بالسرية عكس عقود المساهمين في الشركات المدرجة في البورصة، ويرجع ذلك لرغبة المغامرين برأس المال في عدم معرفة المنافسين بتفاصيل المشروع والعقود المبرمة وينظم العقد مساهمة المستثمرين المغامرين في رأس مال الشركة، والطريقة القانونية لتحقيق التدخل إن كان ذلك سيتم عن طريق زيادة رأس المال أو التنازل في الحصص أو الاكتتاب في حصص التأسيس، ووسائل التدخل إما بالأسهم أو السندات ومدة التدخل أو الاستثمار وشروط الانسحاب ويهدف العقد إلى:

**-مراقبة جغرافية رأس المال:** يسعى كل مستثمر إلى ممارسة الرقابة على جغرافية رأس المال الشركة الممولة، فالأول يطمح إلى خضوع الشركة لرقابته أملا في تقييد دخول شركاء جدد غير مرغوب فيهم، والحفاظ على صحة معينة في الشركة تضمن له خروجاً مربحاً، والثاني

<sup>1</sup> علي سماي، ليلي أولاد ابراهيم، شركات رأس المال المخاطر كتقنية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، مجلة أبحاث إقتصادية معاصرة، العدد 01، 2018، ص 99

<sup>2</sup> خالد سلاطينية، مرجع سبق ذكره، ص ص 11، 12.

يسعى إلى الحفاظ على سيطرته على الشركة واستئناف نشاطها، وتصنف بنود مراقبة جغرافية رأس المال إلى فئتين وهما: بنود تهدف إلى مراقبة التنازل عن الحصص أو الأسهم، وبنود تهدف إلى إخطار المستثمر بخطر تبيع مساهمته بسبب حدوث عمليات اندماج للمنشأة أو رفع رأسمالها دون إشراكه.

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

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

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

**2- الخيار القانوني:** يتمثل الخيار القانوني في كل من الشكل القانوني المتبني و الهياكل التسييرية المعتمدة من طرف المؤسسة حيث يتحدد على أساسها مدى الرقابة التي بإمكان المستثمر ممارستها.

### المطلب الثاني: أهداف شركات رأس المال المخاطر

يرجع تأسيس شركات رأس المال المخاطر إلى المشاكل المالية التي واجهت المؤسسات الصغيرة والناشئة، ويعود الاهتمام بها إلى النجاح الباهر الذي حققته في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وتسعى هذه الطريقة التمويلية إلى تحقيق جملة من الأهداف، تصب كلها في تسهيل عملية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> لياس تقيه، متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعامة للتنمية الاقتصادية، دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، المدرسة العليا للتجارة ، ص 05 .

- 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 و الإعلام الآلي .
- طريقة لتمويل المؤسسات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، وهذه الاستثمارات هي لآجال طويلة وغير سائلة وهو ما يرفع من درجة تعرضها لمختلف المخاطر، وهو أيضا ما يرفع من عوائدها عندما يتم بيع المؤسسة المستثمر فيها.
- إحكام الرقابة على المؤسسة، كما تتولى شركة رأس المال المخاطر توزيع الخطر على كافة الشركاء.
- تقديم الدعم التكنولوجي والإداري للمؤسسة عبر مختلف مراحل تطورها، لأنها تساعد المؤسسة على اختيار المشاريع، التوظيف، التسويق وتوطيد علاقتها مع الغير.
- المساهمة في خلق فرص جديدة من العمل ورفع الإيرادات وحتى تطوير المستوى المعيشي .

### المطلب الثالث: أثر شركات رأس المال المخاطر

إن زيادة عدد شركات رأس المال المخاطر وانتشارها لتمويل مختلف أوجه الاستثمار وشمول نشاطها مختلف القطاعات الاقتصادية، له انعكاسات إيجابية على مسيرة التنمية، وفيما يلي بيان لأوجه تلك الاستفادة<sup>1</sup>:

#### أثر شركات رأس المال المخاطر على الشركات الممولة

من المتوقع أن يكون لشركات رأس المال المخاطر مشاركة إيجابية في نمو الشركات الناشئة وذلك من خلال:

- تزويد أصحاب المشروعات بالتمويل اللازم لتحويل أفكارهم إلى مؤسسات عاملة حين يصعب عليهم الوصول إلى مصادر مالية أخرى.
- رفع مستويات التطوير والابتكار بسبب المستوى المرتفع لدور البحث والتطوير.
- المساعدة في تطوير القدرات المؤسسية للشركات المستهدفة مع الخدمات الأخرى التي تقدمها وتتعلق بالإدارة وسبل الأعمال والاتصال.
- المساعدة في زيادة القدرة التنافسية للمؤسسة مع خلق فرص عمل جديدة.

<sup>1</sup> لياس تقية، مرجع سبق ذكره، ص ص 07،08.

## 2. أثر شركات رأس المال المخاطر على المؤسسات التمويلية الأخرى

تستفيد المؤسسات التمويلية القائمة في السوق من إنشاء شركات رأس المال المخاطر، وخاصة البنوك وسوق الأوراق المالية.

### أ- أثر شركات رأس المال المخاطر على المؤسسات البنكية

إن إنشاء شركات رأس المال المخاطر يحقق للبنوك فوائد عديدة، نذكر منها مايلي:

- مساعدة البنوك لعملائها المتعثرين بتوفير موارد مالية إضافية لهم، حيث لا تستطيع البنوك في بعض الحالات تافراض أو المساهمة في المشروعات نتيجة للقيود التي يفرضها نظم العمل المصرفي.
- توفير المعونة الفنية والإدارية لعملاء البنوك أين لا يتوافر لدى البنوك الإمكانيات اللازمة لتوفير هذه المعونة.
- تمويل المشروعات الصغيرة التي توافر لديها إمكانيات النمو و التطور بينما لا يتوافر لديها الضمانات الكافية للاقتراض من البنوك، ومن ثم يمكن لهذه الأخيرة في مراحل لاحقة دخول مجال تمويل هذه المشروعات .
- تمويل تطبيق الابتكارات الجديدة، وهي مشروعات لا تعد جاذبة للبنوك، إما لارتفاع درجة المخاطرة بها أولعدم توافر القدرات المالية والضمانات لأصحاب المشروعات.
- تمكين البنوك من الدخول في استثمارات متنوعة ومواكبة تطورات الاستثمار في المجال المحلي والعالمي، لأنه بموجب السماح للبنوك بتأسيس شركات رأس المال المخاطر أتاح المجال أمامها لاستقطاب أموال المستثمرين، ومكنها من تحصيل مبالغ كبيرة بغرض الاستثمار في فرص استثمارية متنوعة وكبيرة لم تكن لها من قبل الفرصة للولوج إليها.

### ب- أثر شركات رأس المال المخاطر على سوق الأوراق المالية

تساهم شركات رأس المال المخاطر في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية، من خلال ما يلي :

- دعمها المسبق للمؤسسات التي لا يمكنها الولوج إلى هذه السوق لصغر حجمها وقلة خبرتها، لتتمكن في مراحل لاحقة من دخول مجال تمويل مشروعاتها من خلال ما توفره هذه السوق من أدوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين.
- قيامها بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية مما يساهم في تنشيط حركة تلك الأسواق.
- اعتمادها على سوق الأوراق المالية باعتبارها من أهم آليات الخروج من المشروعات الممولة، من خلال بيع اشتراكاتها لتعيد طرحها في السوق التمويلي من جديد، مما يزيد في عرض أسهم تلك المؤسسات للتداول العام، وهذا يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق.

## 1. أثر شركات رأس المال المخاطر بالنسبة للمستثمرين

أثبت الاستثمار من خلال شركات رأس المال المخاطر كفاءة عالية في توفير الفرص الاستثمارية المناسبة لتشغيل أموال مختلف شرائح المستثمرين من ذوي المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، وبشكل يحقق طموحاتهم في الحصول على أرباح تفوق ودائع البنوك مع توفير حد أدنى من الحماية لأموالهم من المخاطر الاستثمارية، وذلك لأن القيام بمتطلبات هذه الشركات يحتاج إلى محترفين متخصصين وإلى جهات متعددة لتأسيسها وإدارتها، وجهة تتعهد بحسن سيرتها، من بداية تأسيس هذه الشركات وحتى تصفيتها، مع توفير الحماية للمستثمرين فيها بسبب تعليمات وإشراف الجهات الرقابية التي رأت فيها تنشيطا كبيرا للاقتصاد الوطني.

فتقوم شركات رأس المال المخاطر بما تتيحه للمستثمرين من معلومات وما تقدمه من تحليلات ودراسات لأوضاع المؤسسات الطالبة للتمويل، بتوفير عنصر الأمان للمستثمر الذي يترك لها مسؤولية استثمار أمواله بثقة.

### خلاصة الفصل

من خلال دراستنا لهذا الفصل استنتجنا أن:

- شركات رأس المال المخاطر تلعب دورا كبيرا في تمويل المشاريع الناشئة، حيث تقوم بتبني الأفكار الجديدة والمبدعة حتى تصبح مشاريع جاهزة ذات عوائد كبيرة في ظل درجة مخاطرة عالية.
- التمويل عن طريق رأس المال المخاطر هو أسلوب أو تقنية لتمويل المؤسسات الناشئة، الصغيرة والمتوسطة، تقوم على أساس المشاركة دون ضمان المبلغ فهو مخاطرة بالأموال.
- المؤسسات الناشئة هي مؤسسات تقوم على أساس فكرة جديدة إبداعية، تبحث عن مصادر تمويلية من أجل تجسيد أفكارها، أو تطويرها و نموها.

# الفصل الثاني

## تمهيد

يعتبر رأس المال المخاطر من أهم التجارب التمويلية في الاقتصاديات المعاصرة، فهو أداة هامة لتمويل المشاريع الابتكارية للمؤسسات التي ترغب في النمو والتطور وتعتبر مؤسسات رأس المال المخاطر من أهم وسائل الدعم المالي والفني للمؤسسات الناشئة التي تعود بالأرباح العالية في المستقبل وتطور النشاط الاقتصادي للدول التي تتبنى تقنية التمويل برأس المال المخاطر التي انتشرت في الكثير من دول العالم المتطورة والنامية، وأصبحت التعاملات عن طريق رأس المال المخاطر تشكل ركيزة في دعم اقتصاديات الدول. وعليه يتم من خلال هذا الفصل معالجة النقاط التالية:

المبحث الأول: تجارب تمويلية عالمية للشركات الناشئة عن طريق رأس المال المخاطر.

المبحث الثاني: واقع رأس المال المخاطر في الجزائر.

المبحث الثالث: التجربة الجزائرية لرأس المال المخاطر - تجربة SOFINANCE-

### المبحث الأول: تجارب تمويلية عالمية للشركات الناشئة عن طريق رأس المال المخاطر

يعتبر التمويل برأس المال المخاطر من أحدث التقنيات التمويلية بالنسبة لجميع دول العالم، والذي أصبح يحتل مكانة هامة في تقديم الكثير من صور الدعم للمؤسسات الناشئة. وتعتبر تجربة الولايات المتحدة الأمريكية من أهم التجارب الدولية الناجحة، وانتشرت هذه التجربة إلى الدول العربية، والتي تشهد تحسنا ملحوظا في مجال التمويل برأس المال المخاطر، رغم معاناتها من بعض العوائق. ومن خلال هذا المبحث سيتم التعرف على بعض التجارب الدولية في مجال التمويل برأس المال المخاطر.

### المطلب الأول: التجربة التمويلية التونسية عن طريق رأس المال المخاطر

أولا-التعريف بالتجربة التونسية: تعتبر تجربة تونس بين أول التجارب وأكثرها تميزا في إنشاء شركات رأس المال المخاطر، حيث اهتمت تونس مبكرا بتوفير إطار تشريعي منظم للمهنة من خلال إصدار أول قانون في هذا الشأن بتاريخ 02 أوت 1998، واستمرت في تعديل وتدقيق القوانين وتقديم امتيازات ضريبية بشروط تؤدي لتطوير المهنة، ويعتبر صندوق الترقية الصناعية FORPRODI أول شركة رأس مال مخاطر لتمويل المؤسسات الناشئة الابتكارية، الصغيرة و المتوسطة التي لا يتجاوز استثماراته 3 مليون دينار ويوفر تمويل يصل إلى 70% من التكاليف الإجمالية للمشروع.

لم يستطع صندوق الترقية الصناعية تحقيق الأهداف المرجوة منه بسبب العديد من المعوقات، والتي كان أهمها ندرة الموارد المالية لتمويل المؤسسات وغياب المردودية من التمويلات السابقة، لتقوم تونس بأهم تعديل لذات القانون بتاريخ 30 أكتوبر 1995 حيث قدم القانون الجديد ثلاث أصناف من المؤسسات الاستثمار برأس المال المخاطر لم تأخذ بعين الاعتبار في القوانين السابقة حيث أضاف القانون الجديد إلى جانب مؤسسات التمويل السابقة مجالات أخرى لتمويل من خلال صناديق التمويل برأس المال المتغير وصناديق التمويل بالأخطار واعتبرها وسائل أخرى لتمويل برأس المال المخاطر<sup>1</sup>.

ومع استمرار الإصلاحات العميقة و المتوالية التي مست قطاعات التجارة و الضرائب و البنوك و التحسن في مناخ الاستثمار وصل عدد شركات رأس المال المخاطر في نهاية سنة 2015 إلى 58 شركة رأس مال مخاطر بقيمة إجمالية وصلت إلى 389.4 مليون دينار تونسي<sup>2</sup>.

### ثانيا: المشاريع التي تم تمويلها برأس المال المخاطر في تونس

قامت شركات رأس المال المخاطر بتونس بتمويل عدد كبير من المشاريع ملخصة في الجدول التالي:

<sup>1</sup> رشيد حفصي وعبد الغفور دادان، رأس مال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، مجلة اقتصاديات الأعمال و التجارة، العدد السادس، سبتمبر 2018، ص ص 176-177.  
<sup>2</sup> التقرير السنوي لهيئة الأسواق المالية في تونس، 2015، ص 148.

الجدول رقم 01: عدد المشاريع الممولة برأس المال المخاطر في تونس حتى نهاية سنة 2010

السنوات	قبل سنة 2008	2008	2009	2010
عدد المشاريع	1639	375	381	364

المصدر: التقرير السنوي لسنة 2010 لهيئة الأسواق المالية في تونس، ص153.

يبين الجدول أعلاه عدد المشاريع الممولة برأس المال المخاطر في تونس حيث نلاحظ أن عدد المشاريع قبل سنة 2008 قدر بـ 1639 مشروع، وبلغ 375 مشروع سنة 2008 ولكنه تناقص إلى 364 مشروع سنة 2010.

أما فيما يتعلق بالقطاعات التي قامت شركات رأس المال المخاطر في تونس بتمويلها في سنة 2015 وتوجهات هذه التمويلات ملخصة في الجدول التالي :

الجدول رقم 02: القطاعات الممولة برأس المال المخاطر في تونس و توجهاتها

تمويل حسب قطاعات النشاط		تمويل حسب التوجهات	
القطاع الفلاحي	4.9%	مقاولون جدد	26.1%
القطاع الصناعي	75%	مشاريع أخرى	58.5%
القطاع السياحي	3.4%	إعادة الهيكلة و الخوصصة	10.3%
قطاع الخدمات	16.7%	استخدامات أخرى	5.1%

المصدر: التقرير السنوي لسنة 2015 لهيئة الأسواق المالية في تونس، ص153.

نلاحظ من خلال الجدول أن شركات رأس المال المخاطر في تونس تهتم بالمؤسسات التي تعمل في المجال الصناعي وهذا بسبب اهتمام السلطات بتمويل الابتكار من أجل تطوير النسيج الصناعي، ثم يليه المؤسسات العاملة في قطاع الخدمات، أما فيما يتعلق بتوجهات هذه التمويلات فقدرت نسبة المقاولون الجدد بـ 26.1% وهذا ما يفسر أن تونس تهتم بتمويل المشاريع الناشئة والابتكار.

المطلب الثاني: التجربة التمويلية المصرية عن طريق رأس المال المخاطر

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

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

وفي سنة 2014 صدر قانون رقم 141 المتضمن تنظيم نشاط التمويل متناهي الصغر في مصر، ليكون دافع جديد لشركات رأس المال المخاطر، ومنذ إنشائه عرف نشاط تمويل المؤسسات الناشئة، الصغيرة والمتوسطة حركية كبيرة حيث وصل عدد الشركات العاملة المرخص لها في تقديم رأس المال المخاطر إلى ما يقارب 755 مؤسسة في سنة 2016<sup>1</sup>.

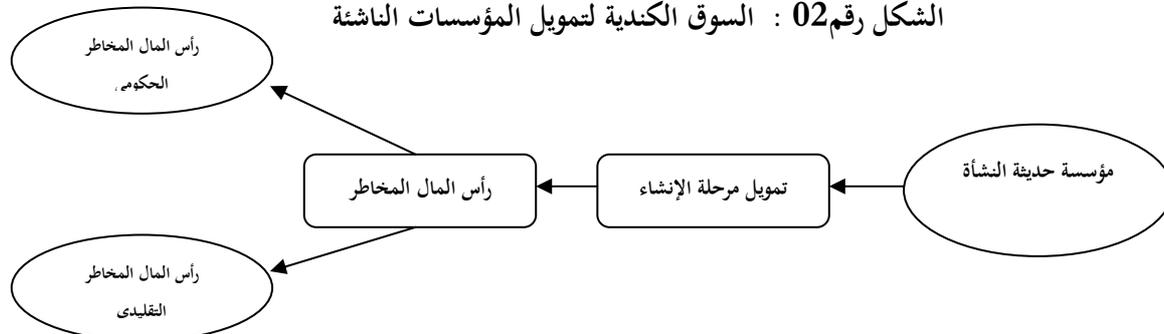
### المطلب الثالث: التجربة التمويلية الكندية عن طريق رأس المال المخاطر

تعتبر التجربة الكندية من أهم التجارب في التمويل برأس المال المخاطر، وسنقوم بعرض تنظيم و استثمارات سوق رأس المال المخاطر في كندا، وقياس أداءه في تطوير المؤسسات الناشئة.

#### أولاً: تنظيم سوق رأس المال المخاطر في كندا

تتيح السوق الكندية للمؤسسات التي تدخل مرحلة الإنشاء الخيار بين طريقتين للحصول على التمويل اللازم، كما هو موضح في الشكل رقم (01)، الخيار الأول يتمثل في سوق رأس المال المخاطر التقليدية، والتي تعد ثالث أكبر سوق في العالم من حيث توفر الأموال. الطريقة الثانية هي السوق الحكومية لرأس المال المخاطر، وتشابه كلتا السوقين من حيث طريقة الدخول إليهما، دورات التمويل والخروج من مراحل التمويل المختلفة، بالإضافة إلى تقديم تسهيلات كبيرة للمؤسسات حديثة النشأة من أجل الدخول إليها، غير أن هدف السوق الحكومية لرأس المال المخاطر هو الخروج من الاستثمارات عن طريق سوق الأوراق المالية، في حين تبقى أفضل طريقة للخروج من السوق التقليدية عن طريق العرض العام على الجمهور.

الشكل رقم 02 : السوق الكندية لتمويل المؤسسات الناشئة



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على مقال لمحمد الشريف بن زاوي، فعالية السياسات الحكومية في تنشيط سوق رأس المال المخاطر مع الإشارة إلى التجربة الكندية، مجلة الاقتصاد والتنمية، جامعة المدينة، ص 63.

<sup>1</sup> رشيد حفصي وعبد الغفار دادان، مرجع سبق ذكره، ص 178.

ثانيا: قياس أداء سوق رأس المال المخاطر الكندية في تطوير المشاريع الناشئة

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

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

في الخمس سنوات الأخيرة، كان معدل الخروج من سوق الأوراق المالية للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر الحكومي في كندا أقل منه في الولايات المتحدة الأمريكية، وأقل بكثير من نسبة الإخفاق الملاحظة في قطاع رأس المال المخاطر الخاص في كندا، كما أشارت الدراسة أيضا إلى أن معدل العائد في سوق رأس المال المخاطر الحكومية كان يفوق معدل العائد في سوق رأس المال المخاطر الخاص<sup>1</sup>.

المبحث الثاني: الإطار القانوني و التنظيمي و المالي لسوق رأس المال المخاطر في الجزائر

المطلب الأول: نشأة و مفهوم رأس المال المخاطر في الجزائر

أولا: النشأة

ظهر رأس المال المخاطر بالجزائر في بداية التسعينات، بعد إعطاء الموافقة من طرف مجلس النقد والقرض للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة كمؤسسة مالية متخصصة في التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري، وذلك من خلال القرار رقم 12 الصادر

<sup>1</sup> محمد الشريف بن زوي، فعاليات السياسة الحكومية في تنشيط سوق رأس المال المخاطر، مع الإشارة إلى التجربة الكندية، مجلة الاقتصاد والتنمية - مخبر التنمية المحلية المستدامة - العدد 05، جامعة المدية، الجزائر، 2016، ص 65.

بتاريخ 24 فيفري 1991، غير أن نشاطها الفعلي بدأ سنة 1995، وهذا في غياب إطار قانوني يضبط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر.

بعد إنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة تم إنشاء مؤسسة أخرى في 1998، تحمل اسم الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف، انطلق نشاطها الفعلي سنة 2001 بعد إعطائها الموافقة من طرف بنك الجزائر، وفي سنة 2006 صدر أول قانون ينظم ويضبط سوق رأس المال المخاطر بالجزائر (القانون 06-11) تم من خلاله تحديد الهيئات المسؤولة عن عملية الرقابة كما تم تحديد الإطار الجبائي لمؤسسات رأس المال المخاطر وشروط إنشائها. وسمح هذا القانون بإنشاء مؤسسات رأس مال مخاطر أخرى، غير أن كل هذه المؤسسات عبارة عن مؤسسات تابعة للحكومة بصفة جزئية أو كلية، وتعبير عن جهود الدولة في إرساء قاعدة لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر<sup>1</sup>.

### ثانيا: مفهوم رأس المال المخاطر حسب المشرع الجزائري

عرف المشرع الجزائري شركات رأس المال المخاطر في الفصل الأول من القانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006 بأنها: "الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس المال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة"، وقد ركز المشرع على مراحل نمو المؤسسة موضوع التمويل كما حدد كيفية تدخل شركة رأس المال الاستثماري، والتي تتمثل في رأس المال المخاطر، الذي يشمل رأس المال الموجه لتمويل المؤسسات في مرحلة قبل الإنشاء وفي مرحلة الإنشاء، رأس المال الموجه لتنمية المؤسسة بعد إنشائها، رأس مال التحويل، بالإضافة إلى عمليات استرجاع مساهمات أو حصص يجوزها صاحب رأس مال استثماري آخر<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

هناك العديد من شركات رأس المال المخاطر في الجزائر منها<sup>3</sup>:

#### 1- الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP)

تم إنشاء هذه الشركة في 30 جوان 1991 بمساهمة كل من بنك التنمية المحلية، القرض الشعبي الجزائري، والوكالة الفرنسية للتنمية، و في سنة 1995 تم دخول مساهم جديد ألا وهو البنك الأوروبي الجزائري، وقدر رأسمالها بمبلغ 191.70 مليون دينار جزائري في سنة 2005. وتجدر الإشارة إلى أن هذه الشركة بدأت في ممارسة نشاطها قبل صدور القانون المنظم لها، وكان

<sup>1</sup> محمد سبتي، مرجع سبق ذكره،

<sup>2</sup> القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006، المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 42، الصادر في 29 جمادى الأولى 1427 الموافق لـ 25 جوان 2006، المادة 01، 02، ص 04.

<sup>3</sup> عليا ضياف وكمال حمارة، مرجع سبق ذكره، ص 177-179.

الهدف من إنشائها هو تفعيل النظام البنكي والمالي الجزائري من خلال دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بتوفير التمويل اللازم لها وتنمية مشاريعها المتعثرة، وتقوم الشركة بمجموعة من المهام نذكر منها:

- المشاركة في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمدة تتراوح بين 5 و10 سنوات، قصد توفير الدعم المالي لمواصلة نشاطها.
- المساعدة في إدارة وتسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يضمن نموها و تطورها، وذلك قصد تزويدها بالخبرة الكافية.

#### 2- الشركة المالية للاستثمارات و المساهمة و التوظيف (SOFINANCE)

هي عبارة عن شركة ذات أسهم أنشئت في 04 أفريل 2000 بالشراكة مع المجلس الوطني لمساهمان الدولة، برأسمال قدره 5 مليار دج، وهي عبارة عن مؤسسة مالية عمومية تم اعتمادها من قبل بنك الجزائر في 09 جانفي 2001 الذي يعتبر تاريخ بداية نشاطها، ويتمثل هدفها الرئيسي في دعم تحديث وسائل الإنتاج الوطنية وتطوير المنتجات المالية الجديدة.

#### 3- الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM)

أنشئت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بموجب اتفاقية بين الجزائر و المملكة السعودية سنة 2004، وتعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر بالجزائر، حدد رأسمالها بثمانية مليارات دينار جزائري، بحيث تم اقتسام رأس المال المكتتب مناصفة بين الحكومتين على أن يتم دفع النصف عند التأسيس، و يدير الشركة مجلس إدارة مكون من ستة أعضاء، يضم ثلاثة من كل دولة.

#### 4- الجزائر استثمار (El djazair Istithmar)

مؤسسة رأس مال استثماري يحوز رأس مالها البالغ واحد مليار دينار جزائري بنكان عموميان، بنك الفلاحة والتنمية الريفية بنسبة 70% والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسبة 30%، وقد تم تسليمها الاعتماد من أجل بداية نشاطها من طرف وزارة المالية في 6 ماي 2010.

#### 5- الصندوق المغربي لرأس المال الاستثماري (MPEF)

ينشط صندوق رأس المال الاستثماري المغربي بثلاث دول مغربية: الجزائر، المغرب وتونس، ويسير عن طريق "مجمع تونانفست" (Tuninvest Group)، بدأ نشاطه لأول مرة في تونس سنة 2000 من طرف المؤسسة المالية الدولية التي سامت في الاستثمار شمال إفريقيا وكمرحلة أولى بدأت بالاستثمار في كل من الجزائر، تونس والمغرب، لتنتقل بعد ذلك إلى ليبيا في المرحلة الثانية.

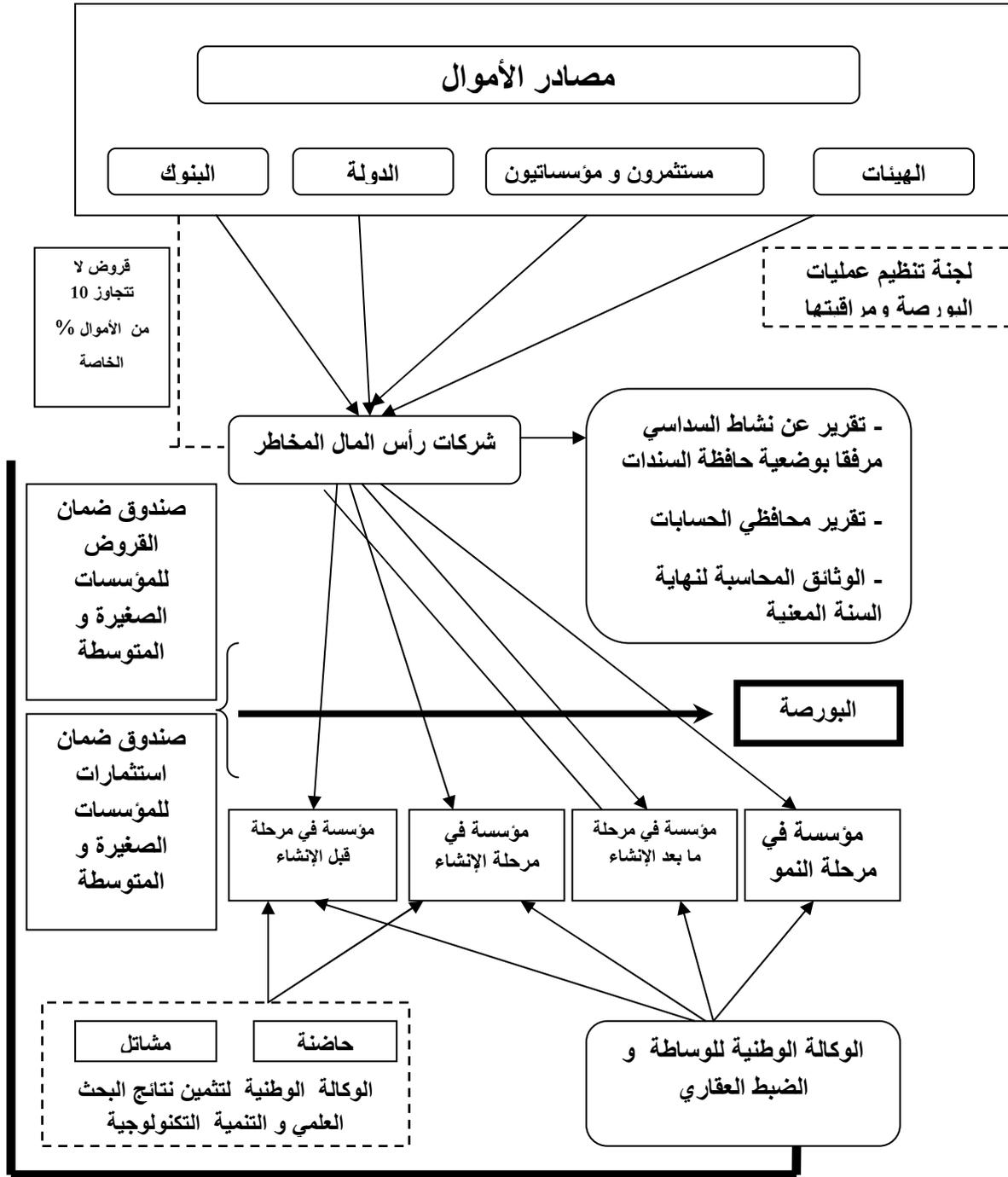
#### المطلب الثالث: سوق رأس المال المخاطر في الجزائر

تناولنا في هذا المطلب واقع رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال الهيكل التنظيمي له وكيفية معالجة الحكومة الجزائرية لمدخلات عملية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر كما يعرض المعوقات التي يواجهها والحلول المقترحة لمواجهتها.

أولاً: الهيكل التنظيمي لسوق رأس المال المخاطر

عملت الحكومة الجزائرية على وضع أسس وقوانين من أجل تنظيم سوق رأس المال المخاطر والشكل الموالي يبين الهيكل التنظيمي لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر.

الشكل رقم 03: الهيكل التنظيمي لسوق رأس المال المخاطر في الجزائر



المصدر: محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، الهياكل المرافقة و المساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول استراتيجيات تنظيم ومراقبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، المنعقد يومي 18 و19 أبريل 2012، ص 09.

ثانيا: معالجة الحكومة الجزائرية لمدخلات سوق رأس المال المخاطر

تختلف عملية معالجة الحكومات لمدخلات عملية هندسة سوق رأس المال المخاطر من دولة إلى أخرى حسب الظروف التي يفرضها المحيط الاقتصادي .

#### أ- المؤسسات المالية المتخصصة (شركات رأس المال المخاطر):

أدت قوى السوق دورا مهما في إيجاد وسطاء ماليين على مستوى سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، إذ أن ظهور هذه المؤسسات سبق وجود إطار قانوني يضبط عملها في الجزائر ولو أن أغلبها كانت عبارة عن شراكة بين بنوك عمومية و مؤسسات أجنبية، باستثناء الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار، والتي هي عبارة عن مؤسسات حكومية مختصة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

تعهدت الحكومة الجزائرية بإنشاء مؤسسات مالية مختصة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، واعتمدت في ذلك عدة طرق سواء من خلال الشراكة مع مؤسسات أجنبية مختصة، أو عن طريق إنشاء مؤسسات حكومية مختصة، ولضمان استقرار هذه المؤسسات أقدمت الحكومة الجزائرية على وضع إطار قانوني ينظم ويضبط عمل شركات رأس المال المخاطر، بالإضافة إلى تقديمها تحفييزات جبائية من أجل تحفيز المستثمرين الخواص المحليين والأجانب على إنشاء شركات رأس مال مخاطر.

#### ب- رأس المال :

ساهمت الحكومة الجزائرية في تقديم رأس المال للمؤسسات المقاوله، سواء بطريقة مباشرة عن طريق مؤسسات حكومية متخصصة أو عن طريق الشراكة مع مؤسسات أجنبية، حيث أن مساهمة الحكومة الجزائرية في تقديم رأس مال للمؤسسات المقاوله تتراوح نسبتها من 25% حتى 49% من رأس مال المؤسسة الممولة، وعلى المقاول امتلاك نسبة لا تقل عن 51% من رأس مال الشركة الممولة.

#### ثالثا: سياسات الحكومة الجزائرية في دعم سوق رأس المال المخاطر

يمكن للحكومة أن تتبع ثلاثة اتجاهات أساسية عند التدخل في سوق رأس المخاطر، تتمثل في العرض المباشر لرأس المال الحكومي على المؤسسات، تقديم تحفييزات مالية لشركات رأس المال المخاطر أو عن طريق توسيع الضوابط المفروضة على استثمارات رأس المال المخاطر .

تتميز سوق رأس المال المخاطر في الجزائر بأنها حديثة النشأة، وأن أغلب مؤسسات رأس المخاطر بها هي مؤسسات تابعة للحكومة بصفة كلية أو جزئية، وتركز معظم هذه الشركات على مراحل الإنشاء، أين تكون المخاطرة مرتفعة، وبالتالي لا تكون هذه المؤسسات مفضلة بالنسبة لمؤسسات رأس المال المخاطر الخاص، ونظرا لغياب هذه الأخيرة وجب وضع هياكل مساعدة تقوم بتمويل مرحلة ما قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء، خصوصا بالنظر إلى عدم قدرة المقاول الجزائري على تحمل تكاليف هاتين المرحلتين .

المطلب الرابع: العوائق التي تواجه شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وسبل إنجاحها

أولاً: المعوقات التي تواجه شركات رأس المال المخاطر بالجزائر

نقوم بعرض واقع صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال توضيح النقائص و العوائق التي تواجهها و التي تتمثل فيما يلي<sup>1</sup>:

— نقائص تتعلق بالإطار القانوني و الضريبي

إن نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر جد حديث و ضعيف في نفسالوقت، حيث يعاني عدة نقائص من الجانب القانوني و الضريبي، إذ لا يوجد إطار قانوني خاص وواضح يبين معالم تأسيس هذه الشركات، الأمر الذي شكل حاجزا رئيسيا أمام المستثمرين، حيث كانت تؤسس في شكل تجاري ولا تحضى بثقة المتعاملين الاقتصاديين، أو في شكل مؤسسات مالية تخضع لقيود البنك المركزي، الأمر الذي دون الانطلاق الفعلي لهذه التقنية التمويلية زيادة على غياب الحوافز الضريبية التي تشجع المستثمرين على تحمل المخاطر العالية لتبنيهم مثل هذا النشاط، لكنرغم ذلك فإن الجزائر شهدت نشوء شركتين باشرت صناعة رأس المال المخاطر قبل تقنينه إلا أن نشاطهما كان محدودا، ويتعلق الأمر بمجالات لا تتسم بمخاطر عالية.

— نقص الموارد المالية: تعاني صناعة 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 و الخواص.

— عدم وجود جمعية مهنية للمستثمرين برأس المال المخاطر: تلعب الجمعيات المهنية لرأس المال المخاطر دورا هاما في تطوير مهنة رأس المال المخاطر فزيادة على الدور التنظيمي والرقابي، يمكن للجمعيات المهنية أن تمثل متعاملي رأس المال المخاطر أمام السلطات، ويكون لها موقف تفاوضي أقوى لتحسين ظروف ممارسة النشاط، وكذا أمام باقي المتعاملين الاقتصاديين بتعريفهم بهذه التقنية التمويلية وتوعيتهم بميزاتها، وتجدر الإشارة إلى أن هناك اتصالات غير رسمية بين شركات رأس المال المخاطر بالجزائر لإنشاء جمعية مهنية لمؤسسات رأس المال المخاطر الجزائرية، لكن الأمر لا زال لا يتعدى كونه فكرة.

— نقص الكفاءة البشرية المتخصصة ووعي الزبائن المحتملين: تشهد الجزائر نقصا كبيرا في الموارد البشرية المتخصصة في صناعة رأس المال المخاطر، حيث أن هذه الأخيرة تتطلب مهارات خاصة في مختلف الجوانب القانونية الاقتصادية، المحاسبية والمالية والإدارية، وهو الشيء الذي تفتقده الجزائر سواء من حيث النوع أو الكم.

زيادة على غياب مكاتب دراسات متخصصة في إعداد خطط العمل، وحسب الاطلاع على بعض الملفات التي تم دراستها فإن المكلف بإعداد هذه الدراسة هو مسؤول مصلحة القرض التقليدي على مستوى البنك، بمعنى أنه يتم دراسة الملف دراسة تقليدية كما هو الحال في دراسة ملف طالب القرض.

<sup>1</sup> إيمان صولاج، مرجع سبق ذكره، ص 64.

يتضح أن رجال البنوك و المحاسبين لهم دور هام في تقديم التحليلات المالية و المحاسبية، لكن بمفردهم لا يشكلون الفريق النموذجي لإدارة مؤسسة رأس المال المخاطر، ذلك أن شركات رأس المال المخاطر تحتاج إلى مهارات خاصة في هذا المجال مختصة وذات تكوين عال لتدعيم هيكلها، كما تشهد المؤسسات القضائية نقصا إن لم نقل انعداما في رجال القانون الذين يتحكمون في الخصائص القانونية لهذه التقنية.

بالإضافة إلى نقص الوعي لدى أصحاب الشركات الناشئة حول دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل حاجاتهم التمويلية، خاصة في المراحل المبكرة من تأسيس مشاريعهم، وهو ما أدى إلى نقص في الزبائن المحتملين الممكن تمويلهم برأس المال المخاطر هذا من جهة، ومن جهة أخرى تهتم هذه الوسيلة في التمويل بالمنشآت التي لها استعدادات عالية النمو خاصة التكنولوجية منها، ونظرا لاعتبار الجزائر بلد مستهلك وناقل للتكنولوجيا وليس مخترع لها، فإن هذا النوع من المشاريع المستهدفة شبه مفقودة نظرا للتأخر الكبير في المجال التكنولوجي و البحث العلمي ببلدنا.

### ثانيا: شروط إنجاح شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

يجب على الدولة الجزائرية توفير مجموعة من الشروط لإصلاح هذه الشركات نلخصها في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- إنشاء شركات رأسمال المخاطر في الجزائر بغض النظر عن جنسيتها.
- دعم أساليب الشراكة مع مؤسسات رأسمال المخاطر الأجنبية خاصة المالكة لتكنولوجيا عالية.
- إنشاء مراكز بحوث و التدريب لمساعدة المشاريع الناشئة ودعمها بالتمويل والاستشارة.
- إنشاء مركز وطني للإعلام الاقتصادي مهمته توفير المعلومات للمستثمرين حول أو بخصوص النشاط الاقتصادي.
- تقديم حوافز ضريبية لهذه الشركات بالإضافة إلى تبسيط الشروط التنظيمية التي تحكم عملها.

المبحث الثالث : التجربة الجزائرية لرأس المال المخاطر - دراسة حالة شركة مالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف

### -SOFINANCE

يرجع ظهور شركات رأس المال المخاطر إلى المشاكل المالية التي واجهت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

وخاصة الناشئة، ويعود الاهتمام برأس المال المخاطر في الجزائر إلى النجاح الباهر الذي حققته في الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا.

<sup>1</sup> إيمان صولاج، دور رأس المال المخاطر في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة - دراسة ميدانية لمؤسسة Sofinance، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية ، التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2019، ص 66.

## المطلب الأول: تقديم شركة رأس المال المخاطر -SOFINANCE-

أولاً: تعريف وأنشطة الشركة ومهامها

### 1- تعريف شركة -SOFINANCE-

هي مؤسسة مالية عمومية متخصصة في الاستثمار يبلغ رأس مالها خمسة ملايين دينار جزائري، تم اتخاذ قرار إنشائها من المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998، من أجل تطوير الإنتاج الوطني و تطوير منتجات مالية جديدة، وتم منحها الموافقة لبدء نشاطها من طرف بنك الجزائر في 09 جانفي 2001، وتعتبر ثاني شركة رأس مال مخاطر ناشطة بالجزائر، وتقوم بنشاط التمويل عن طريق الإيجار إلى جانب نشاطها بالتمويل برأس المال المخاطر.

### 2- مهام الشركة

- بالحديث عن الوظائف والمهام الموكلة لنشاط شركة SOFINANCE التي تهدف إلى تدعيم وإنعاش الاقتصاد الوطني وذلك ببعث انطلاقة جديدة فيما يتعلق بتمويل المؤسسات الجديدة والناشئة فهي تلخص فيما يلي:
- تركيز نشاط شركة SOFINANCE حول القطاع العام وتوسيع تدخلاتها في المهام فيما يتعلق بمساعدة المؤسسات في عملية الخوصصة وتسيير الموارد العامة التجارية .
  - تركيز مهام شركة SOFINANCE على مساندة ودعم المؤسسات في تأهيلها و تطويرها وذلك عن طريق إرشادها و مساندة وإعادة هيكلتها المالية والإستراتيجية وتوفير كل فرص التمويل الملائم .

### 3- أنشطة الشركة

تقوم SOFINANCE بممارسة الأنشطة التمويلية التالية<sup>1</sup>:

- **قرض الإيجار:** حيث تقوم SOFINANCE باقتناء آلة معينة وفقاً لطلب العميل، تكون متاحة له مقابل مبلغ الإيجار. يتمتع المستأجر بكامل الحق في التصرف في الآلة، ويصبح في نهاية فترة التأجير مالكا لها.
- **قروض الاستثمار:** هي قروض متوسطة أو طويلة الأجل، يمكن أن تصل حتى 90% كتمويل موجه للمشاريع الاستثمارية، مشاريع الانطلاق، أو التحديث للمؤسسة الصغيرة أو المتوسطة من أجل اقتناء المعدات الصناعية.
- **المساهمة في رأس المال:** هي تمويل يشمل على حصص مالية في الأموال الخاصة لمؤسسات في طور الإنشاء، التوسع، التحويل أو إعادة الهيكلة بهذه الآلية تكون SOFINANCE مساهما ديناميكيا، حيث تضع حصصها الاجتماعية لمدة منتهية محددة في ميثاق الشركة.

<sup>1</sup> الموقع الرسمي لشركة sofinance :www.sofinance-dz.com, consulté le 01/08/ 2020

-الكفالات البنكية: تتدخل SOFINANCE في ضمان المؤسسات المسجلة في إطار انجاز الأسواق العمومية (المشاريع الاقتصادية، البنية التحتية،...)، فهي التزامات تخصصها للمشاركين في المناقصات الوطنية.

-الهندسة المالية: يشمل هذا النشاط الحضور والنصيحة لمؤسسات صغيرة ومتوسطة في أطوار مختلفة من خلال تطوير وسائل التشخيص، تقييم الأعمال، والحصول على علاقات تجارية.

#### ثانيا: الصناديق الاستثمارية الولائية الخاصة ب SOFINANCE

نص التشريع الصادر في 2009 على إنشاء صندوق استثماري لكل ولاية، يكلف بالمساهمة في رأس مال المؤسسات الناشئة، الصغيرة و المتوسطة التي ينشئها الشباب المقاولون، حيث تم تخصيص مبلغ 48 مليار دينار موزعة بين تلك الصناديق بقيمة مليار دينار للصندوق، وقد قرر مجلس الوزراء المجتمع في 22 فيفري 2011 أن يعهد إدارة 48 صندوق ولائي لخمسة مؤسسات تمارس التمويل برأس المال المخاطر، حيث أسند إلى SOFINANCE مهمة تسيير أموال ستة صناديق لحساب الخزينة العمومية، تتمثل هذه الولايات في: وهران- تيارت- البليدة- بجاية- باتنة- أم البواقي.

#### المطلب الثاني: مسار نشاط رأس المال المخاطر في SOFINANCE

تتدخل SOFINANCE في تمويل أعلى الميزانية لمشاريع الناشئة، الصغيرة والمتوسطة، من خلال أخذ مساهمات عن طريق رأس المال المخاطر بهدف ضمان استدامة هذه المشاريع والحفاظ على مناصب الشغل فيها. يكون تدخلها بنسبة 49% على الأكثر من رأس المال 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، تمر عملية تمويل المشاريع بمراحل عديدة يقوم بها المكلف بالدراسات على مستوى المؤسسة المالية وهي<sup>1</sup>:

1. البحث عن المشاريع و انتقائها: تقوم بتحليل المشروع من خلال دراسة كل الجوانب التي تساهم في تحقيقه،

ويكون الانتقاء على أساس طبيعة المشروع ونوعية خطة العمل، الكفاءة التقنية والتسييرية للمبادرين، المردودية الاقتصادية والمالية للمشروع وقدرته على توفير مناصب شغل، وأخيرا أهمية المشروع للنمو الاقتصادي والاجتماعي للولاية في حالة الصناديق الولائية.

2. إضفاء الطابع الرسمي على المشاركة: بعد الموافقة على تمويل المشروع المقدم في إطار صندوق استثمار ولائي، يتم

إعلام الخزينة العمومية عن طريق تقرير رسمي مصحوب بطلب المساهمة وملخص عن المشروع. يتم إمضاء اتفاق

<sup>1</sup> أحلام بوقفة، واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة و التوظيف SOFINANCE، مجلة البحوث الاقتصادية و المالية، المجلد الرابع-العدد الأول، جامعة عبد الحميد مهري-قسنطينة 2، الجزائر، 2017، ص114.

المساهمة بين الطرفين لحماية مصالحهم، وإنشاء الشركة الجديدة رسمياً عند الموثق في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة ذات أسهم.

3. تسيير المشاركة ومتابعتها: خلال تواجد SOFINANCE في رأس مال المشروع الممول، يستفيد الشركاء من التقارير الدورية التي تسمح لهم بمتابعة ميزانيات الاستثمار والإنجازات المحققة من عمليات الاستغلال.

4. الخروج من المشاركة: هدف SOFINANCE هو البقاء في الاستثمار الذي مولته مدة 5-7 سنوات، بعدها تتخلى عن أسهمها وفق ما هو متفق عليه مع المساهمين في بداية المشروع، هذا الخروج يمكن أن يكون باتجاه المساهم الشريك وفقاً لأحكام القانون التجاري، أو من خلال مستأنفين خارجين صناعيين أو ماليين، أجنبياً ومحليين، أو من خلال بورصة القيم المنقولة إذا سمحت الشروط.

#### المطلب الثالث : تقييم نشاط وخدمات شركة SOFINANCE

سيتم من خلال هذا المطلب دراسة و تقييم نشاط و خدمات و استثمارات شركة SOFINANCE

أولاً: عمليات رأس المال المخاطر لشركة -SOFINANCE-

جدول رقم 03: عمليات رأس المال المخاطر لشركة SOFINANCE حتى نهاية سنة -2008-

الموقع	نوع النشاط	العملية
البليدة	الصناعة الإلكترونية	01
الجزائر	الترقية و الإيجار العقاري	02
الجزائر	صناعة التبغ	03
الجزائر	الأشغال العمومية	04
وهران	صناعة الكبريت	05
الجزائر	صناعة المنتجات الصحية	06
وهران	سياحة	07

المصدر: محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة -دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة- مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009، ص181.

جدول رقم 04: المشاريع الممولة من طرف شركة SOFINANCE

نوع التمويل	نشاط المشروع	المنطقة
تمويل الإنشاء	مشروبات و عصائر	باتنة
تمويل الإنشاء	عيادة ومركز للراحة والمعالجة	البليدة
تمويل الإنشاء	محطة خدمات	وهران
تمويل الإنشاء	فندق	
تمويل الإنشاء	الخرسانة	أم البواقي
تمويل الإنشاء	فندق	تيارت
تمويل الإنشاء	عيادة	
تمويل الإنشاء	العلق المحكم	بجاية
تمويل الإنشاء	الخرسانة	

المصدر: محمد سبتي، مرجع سبق ذكره ص 182.

من خلال البيانات الواردة في الجدول رقم (03) و(04) نلاحظ أن مؤسسة SOFINANCE قامت بتمويل إنشاء العديد من المشاريع، حيث قامت المؤسسة بالتنوع في قطاعات النشاط ما بين الصناعة، الخدمات والسياحة.

وعليه يمكن القول أن شركة SOFINANCE تتجنب الاستثمار في المشاريع ذات درجة مخاطرة عالية، إذ أن المشاريع ممولة كلها بالتقريب في أماكن تواجد المؤسسة أو أحد فروعها وهذا ما ينقص في عدد المشاريع الممولة من قبل المؤسسة، كما نلاحظ غياب كلي لتمويل المؤسسات الابتكارية التي تعتمد عليها العديد من شركات رأس المال المخاطر في الدول المتقدمة.

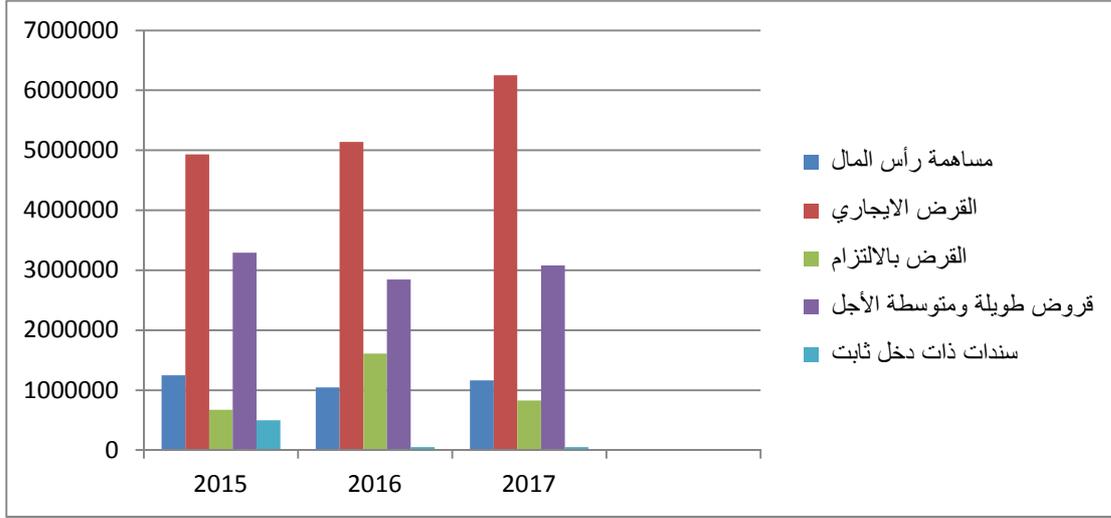
ثانيا: تقييم خدمات شركة SOFINANCE

جدول رقم 05: تقييم استثمارات شركة SOFINANCE خلال فترة 2015-2017

العناصر	2015	2016	2017
مساهمة رأس المال	1245600	1047000	1163937
القرض الاجاري	4933000	5138000	6250598
القرض بالالتزام	672000	1608000	827966
قروض طويلة ومتوسطة الأجل	3292000	2845000	3077998
سندات ذات دخل ثابت	500000	50000	50000

المصدر: [www.sofinance-dz.com](http://www.sofinance-dz.com), consulté le 03/08/2020

الشكل رقم 04 : تقييم خدمات شركة SOFINANCE خلال فترة 2015-2017



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 05.

نلاحظ من خلال المعطيات المقدمة في الجدول رقم 05 و الشكل رقم 03 أن مؤسسة SOFINANCE تقوم بخمسة أنشطة تمويلية تتمثل في المشاركة في رأس المال، قروض طويلة و متوسطة الأجل، القرض بالالتزام، القرض الإيجاري، حيث نلاحظ أن عمليات التأجير تزايدت بشكل مستمر خلال السنوات الثلاثة حيث قدرت سنة 2015 بـ 4933000 مليون دينار جزائري واستمرت في الارتفاع إلى 6250598 في سنة 2017. وهذا ما يفسر أن نشاط هذه المؤسسة يتركز كثيرا على عمليات التأجير، ويعود السبب إلى حداثة التمويل عن طريق البيع بالإيجار، وحاجة المؤسسات إلى العتاد من أجل القيام بنشاطها، أما مساهمة في رأس المال قدرت سنة 2015 بـ 12456000 مليون دينار جزائري ثم سجلت انخفاض إلى 1047000 مليون دينار جزائري في سنة 2016، ثم ارتفعت قليلا إلى 1163937 في سنة 2017. وهذا يدل على أن شركة SOFINANCE تساهم بنسبة ضئيلة مقارنة بنشاطات التمويل الأخرى في تمويل المشاريع بسبب قلة المشاريع الناشئة، أما بالنسبة لسندات ذات الدخل الثابت فيظهر من خلال الشكل أن طالبي التمويل لا يركزون عليه بشكل كبير وذلك راجع إلى أنه لا يعتبر من بين الاهتمامات الأساسية للشركة.

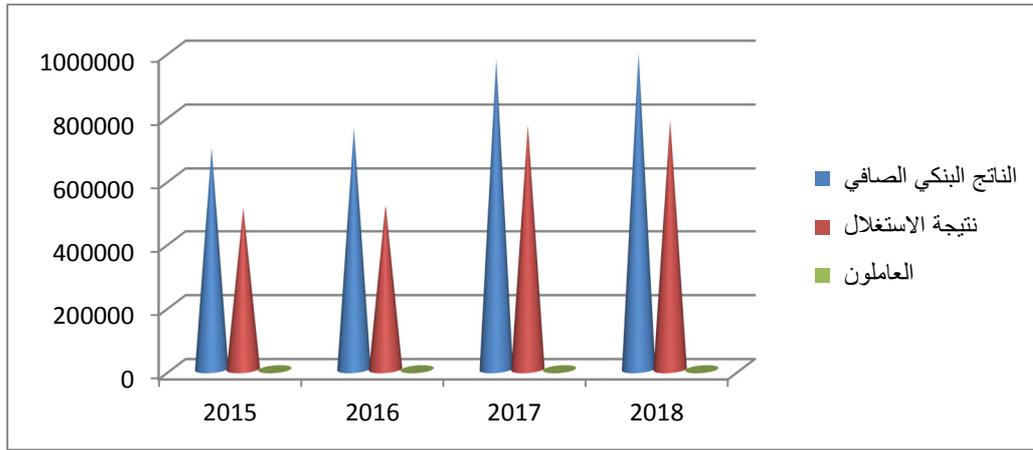
ثالثا: تقييم نشاط SOFINANCE

جدول رقم 06: تقييم نشاط شركة SOFINANCE خلال الفترة (2015-2018)

2018	2017	2016	2015	العناصر
994552	975441	759233	696517	الناتج البنكي الصافي Produit net bancaire
784453	768488	517767	506772	نتيجة الاستغلال Résultat d'exploitation
67	68	64	64	العاملون effectif

المصدر: [www.sofinance-dz.com](http://www.sofinance-dz.com), consulté le 01/08/2020

الشكل رقم 05: تقييم نشاط شركة SOFINANCE



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 06.

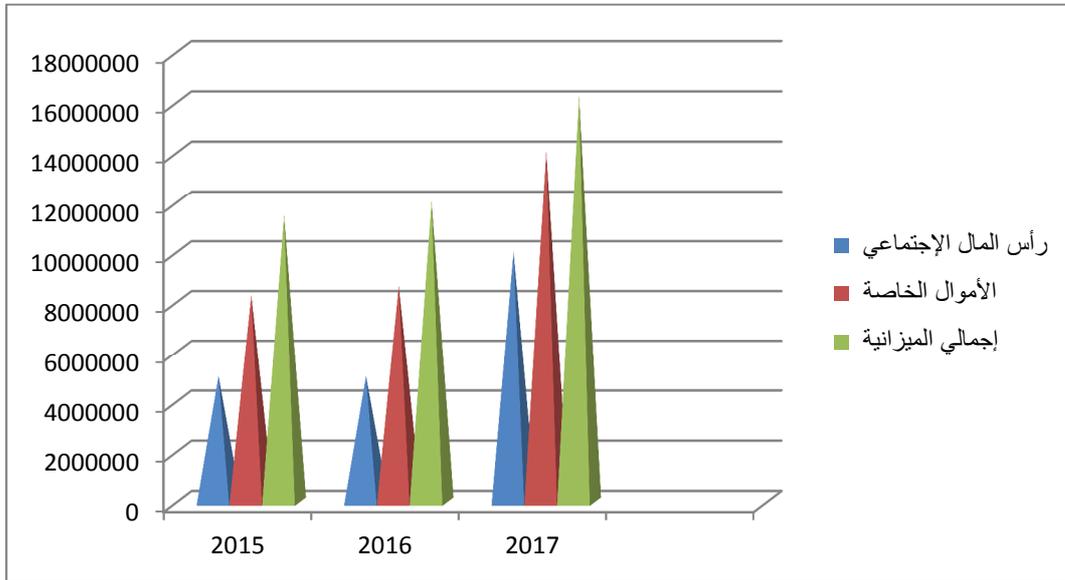
نلاحظ من الشكل أعلاه أن الإيرادات البنكية و نتيجة الاستغلال لشركة SOFINANCE في ارتفاع مستمر حيث نلاحظ أن قيمة الناتج البنكي الصافي في سنة 2017 قدرت بـ 975441 ألف دينار جزائري، وفي سنة 2018 بلغت 994554 ألف دينار جزائري، أما فيما يتعلق بنتيجة الاستغلال فهي في تزايد مستمر حيث قدرت قيمتها في سنة 2018 بـ 784453 ألف دينار جزائري بعدما كانت تقدر بـ 517767 ألف دينار جزائري، هذا ما يفسر أن نشاط المؤسسة في تطور مستمر أما بالنسبة لعدد العمال فنلاحظ زيادة ضئيلة جدا و هذا دليل على أن عدد المشاريع الجديدة يكاد أن يكون منعدم فإن توسع النشاط والدخول في عمليات استثمارية جديدة يستلزم تشغيل عدد إضافي من العمال.

جدول رقم 07: تطور ميزانية شركة SOFINANCE

العناصر	2015	2016	2017
رأس المال الاجتماعي Capital social	5000000	5000000	100000000
الأموال الخاصة Fonds propres	8265000	8639000	14039000
إجمالي الميزانية Total bilan	114707746	12029000	16241918

المصدر: www.sofinance-dz.com, consulté le 03/08/2020

الشكل رقم 06: تطور ميزانية SOFINANCE خلال فترة 2015-2017



المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على معطيات الجدول رقم 07.

من خلال الجدول رقم 05 و الشكل رقم 03 نلاحظ أن رأس المال الاجتماعي لمؤسسة SOFINANCE هو 50000000 دج لسنتي 2015 و 2016 ثم تضاعف سنة 2017 ليصل إلى 10.000.000 دج، ما يدل أن الخزينة العمومية قد قامت بضخ أموال لهذه الشركة، أما بالنسبة للأموال الخاصة فنلاحظ أنها في تحسن معتبر لسنتي 2015 و 2016 أما في سنة 2017 فارتفعت الأموال الخاصة بشكل كبير وذلك لارتفاع رأس مال هذه الشركة كذلك يدل على ارتفاع حصيلة الأرباح وتحقيق نتائج مرضية من الاستثمارات التي قامت بها الشركة.

## خلاصة الفصل

من خلال دراستنا هذا الفصل استنتجنا أن:

- الدول المتقدمة أثبتت نجاعة تقنية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة، التي تتميز بروح الابتكار والإبداع ولهذا لا بد على الدول النامية أن تستفيد من تجارب الدول الرائدة في هذا المجال.
- التجربة التونسية والمصرية من أنجح التجارب في هذا المجال ذلك لقدرتها على تحدي العقبات التي تواجه التمويل برأس المال المخاطر. و تقديمها الدعم للشركات الناشئة .
- شركة SOFINANCE من أهم الشركات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر تقوم بدعم الشركات بطرق مختلفة، لكن نشاطها يقتصر على الشركات العادية ذات الأفكار التقليدية.
- التجربة الجزائرية حديثة في آلية التمويل برأس المال المخاطر تواجه عدة عقبات، إلا أنه يمكننا القول أنها في تحسن نتيجة اعتمادها على بعض الشروط التي تؤمن نجاح هذه الشركات بالإضافة إلى تقديم الدعم .

الخاتمة

رأس المال المخاطر هو أداة مالية استثمارية، تمول المشاريع في المراحل الأولى من الإنشاء، وتحمل خطرا معتبرا وعوائد مستقبلية، يقدم هذا التمويل من شركات متخصصة في شكل مساهمة في رأس المال، وبالتالي تقوية الأموال الخاصة للمؤسسات الناشئة، الجديدة والمبدعة، إذن رأس المال المخاطر ينشط بفكر المستثمر الراجح، المغامر، كما يقدم للمستثمرين عوائد مرتفعة مقابل استثمار أموالهم لفترة محددة.

إن الدور الذي يلعبه رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة الابتكارية جد مهم، لخصائصه المميزة التي تتناسب مع متطلبات و خصائص المشاريع الناشئة، نظرا لصعوبة الحصول على التمويل من الأوساط المالية التقليدية، والتي غالبا ما ترفض طلبات تمويل المشاريع الابتكارية ذلك لارتفاع المخاطرة وغياب الضمانات، وتميز المشاريع الناشئة التي تمول عن طريق رأس المال المخاطر باحتمال نمو قوي و تحقيق عوائد مرتفعة، لكن لا تضمن هذه التقنية استرجاع رأس المال المخاطر في التاريخ المحدد، وهنا يكمن الخطر لهذا يبذل المغامر برأس المال جهودا كبيرة لمعرفة المخاطر التي تحيط بالمشروع وكيفية التصدي لها، وهذا ما يجعله عموما ناجحا في العديد من دول العالم حيث تعتبر تجربة الجزائر في هذا الإطار حديثة وتعاني من بعض العراقيل الناتجة عن حداثة الإطار التشريعي الخاص بهذه الشركات .

يمكن القول أن مؤسسات رأس المال المخاطر الجزائرية لها دور كبير في تمويل المشاريع العادية حيث تركز على تمويل المشاريع التحويلية أو الصناعية، حيث تعتمد هذه الشركات على الدعم الفني والمالي للمشروع، حيث تقوم بتمويل عن طريق البيع بالإيجار ومساهمات في رأس المال إذن هي تضمن بقاء واستمرارية المؤسسات لكنها تفتقر لتطوير المشاريع الابتكارية .

#### نتائج اختبار الفرضيات :

**الفرضية الأولى:** تم نفي الفرضية ، لأن شركة SOFINANCE يمكنها التدخل في مختلف مراحل حياة المشروع.

**الفرضية الثانية:** تم إثبات الفرضية ، أين توصلنا إلى نتيجة مفادها أن مساهمة شركة sofinance في إنشاء المشاريع الناشئة من خلال المساهمة في رأس مالها هي محدودة، ذلك أنها تتفادى تمويل المشاريع الإبداعية ذات درجة المخاطرة العالية كما أنها لا تعتمد على آلية المساهمة في رأس المال كآلية تمويلية رئيسية للمشاريع الممولة متبعدة بذلك عن وظيفتها الأساسية بحكم أنها شركة رأس مال مخاطر، بل تركز في المقابل على تمويل المشاريع العادية وتستخدم آليات مختلفة في ذلك.

كما تم التوصل إلى النتائج التالية:

- ✓ رأس المال المخاطر هو مصدر من مصادر التمويل الحديثة.
- ✓ تقدم شركات رأس المال المخاطر الدعم الفني و المالي للمشاريع الناشئة و المتوسطة.
- ✓ تساهم شركات رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة في مراحل مختلفة من حياة المؤسسة، لكنها تتقي المشاريع ذات الأفكار المبدعة التي يمكنها النجاح والمنافسة.
- ✓ المشاريع الناشئة هي مشاريع جديدة تقوم على أساس فكرة إبداعية قابلة للتجسيد.

✓ التجربة الجزائرية في مجال رأس المال المخاطر حديثة، إلا أنها لا ترقى إلى مستوى الدول التي قامت بهذه التجربة، فهي تعتمد على الصناعات التقليدية بينما الدول تسعى لتطوير المشاريع الابتكارية.

#### اقتراحات الدراسة

- ✓ القيام بحملات إعلامية لتوعية المستثمرين حول أهمية تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بالنسبة للمشاريع الناشئة.
- ✓ تشجيع مؤسسات رأس المال المخاطر على إقامة شراكة مع الدول الغربية للاستفادة من تجربتها.
- ✓ ضرورة استحداث عدد كبير من شركات رأس المال المخاطر، مع توفرها على رؤوس أموال كبيرة لتلبية الطلب المتزايد على التمويل في الجزائر.
- ✓ توفير بيئة ملائمة لعمل شركات رأس المال المخاطر.

#### آفاق الدراسة:

على ضوء ما عرض في هذا البحث وما توصل إليه من استنتاجات وما تم وضعه كإقتراحات نرى بأن هذه الإشكاليات مناسبة للإثراء والبحث والنقاش وهي:

- إشكالية تمويل المشاريع الابتكارية في ظل عولمة الاقتصاد.
- مقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل المشاريع الناشئة المبدعة.
- آليات دعم وترقية المشاريع الناشئة.



## قائمة المراجع

قائمة المراجع:

➤ المراجع باللغة العربية:

➤ الكتب:

1. مليكاوي مولود، استراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومو للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2019.

➤ الأطروحات، الرسائل والمذكرات الجامعية:

✓ رسائل الماجستير:

1. دنداني محمد أمين، فرص نجاح نظام المشاركة الإسلامي بالمقارنة مع نظام رأس المال المخاطر-دراسة مقارنة-، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة، 2011-2012.

2. عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر-دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإنسانية، جامعة الحاج لخضر باتنة، 2007-2008.

3. محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة -دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة- مذكرة متقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2008-2009.

✓ مذكرات الماستر:

1. إيمان صولاج، دور رأس المال المخاطر في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة ميدانية لمؤسسة Sofinance، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، الجزائر، 2019.

2. خالد سلاطينة، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2018.

3. لياس تقيية، متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعم للتنمية الاقتصادية، دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، المدرسة العليا للتجارة.

➤ القوانين والمراسيم:

1. التقرير السنوي لهيئة الأسواق المالية في تونس، 2015.

2. القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006، المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 42، الصادر في 29 جمادى الأولى 1427 الموافق لـ 25 جوان 2006، المادة 01، 02.

## ➤ المجالات:

1. أحلام بوقفة، واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد الرابع-العدد الأول، جامعة عبد الحميد مهري-قسنطينة 2، الجزائر، 2017.
2. أمال شهرزاد لوكال، رهانات التمويل برأس المال المخاطر، أبعاد اقتصادية، مجلة علمية أكاديمية محكمة، جامعة الجزائر 3، الجزائر.
3. حشماوي محمد، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة-دراسة حالة الجزائر، مقال مجلة المدير، العدد 03، جوان 2017، جامعة الجزائر 3.
4. رشيد حفصي، عبد الغفور دادان، رأس مال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد السادس سبتمبر 2018.
5. رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 18، مارس 2009.
6. شريفة بولشعور، دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة Startups، دراسة حالة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، المجلد 04، العدد 02، 2018.
7. علي سماي، ليلي أولاد إبراهيم، شركات رأس المال المخاطر كتقنية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، العدد 01، 2018.
8. عليّة ضياف، كمال حمّانة، رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة - حالة الجزائر-مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05، جوان 2016، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر.
9. محمد الشريف بن زواي، فعاليات السياسة الحكومية في تنشيط سوق رأس المال المخاطر، مع الإشارة إلى التجربة الكندية، مجلة الاقتصاد والتنمية -مخبر التنمية المحلية المستدامة- العدد 05، جامعة المدية، الجزائر، 2016.

## ➤ الملتقيات والندوات العلمية:

1. سماح طلحي، دور رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ورقة عمل مقدمة ضمن الملتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتنمية المستدامة، "واقع وآفاق"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أم البواقي، المنعقد يومي 13 و14 نوفمبر 2012.
2. عبد الله إبراهيم، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكل التمويل، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسية بن بوعللي، الشلف، يومي 17 و18 أبريل، 2006.

➤ المراجع باللغة الفرنسية:

1. Dagobert Ngongong ,**Analyse du recours Au Capital risque par les PME camerounaises** ,journal of Academic Finance ,N°8 spring.

➤ المواقع الإلكترونية:

1. <http://dictionary.cambridge.org/fr/dictionnaire/anglais/start-up>, visited 07/08/2020.
2. [http://Dis;c'estquoiune start-up?,\(21/03/2016\),1001startups.fr/dis-c'est-quoi-une-start-up,visite le 22/07/2020](http://Dis;c'estquoiune start-up?,(21/03/2016),1001startups.fr/dis-c'est-quoi-une-start-up,visite le 22/07/2020).
3. <http://www.notocratic.com/what-is-a-startup-3612>.visited24/07/2020.
4. <http://www.paulgraham.com/growth.html>,visited 24/07/2020.
5. <http://www.sofinance-dz.com>, consulté le 01/08/2020.

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، و لتحقيق هذا الغرض تم إجراء دراسة على شركة من شركات رأس المال المخاطر بالجزائر التي تعرف بشركة -SOFINANCE-، و قد اعتمد المنهج الوصفي التحليلي في الدراسة.

وقد خلصت الدراسة إلى أن شركات رأس المال المخاطر لها دور كبير في تمويل و تطوير المشاريع الناشئة ذلك لما يتميز به هذا المصدر التمويلي من خصائص تجعله الأكثر طلبا لدى أصحاب الأفكار الجديدة المبدعة.

**الكلمات المفتاحية:** رأس المال المخاطر، شركات رأس المال المخاطر، المشاريع الناشئة.

## Summary:

This study aims to know the role of venture capital companies in startups , and to achieve this purpose a study was conducted on one of the venture capital companies in Algeria, known as -SOFINANCE -, and the descriptive analytical approach was adopted in the study. The study concluded that venture capital companies play a major role in financing and developing emerging projects, because of the characteristics that this financing source has in terms of characteristics that make it the most sought after by owners of innovative new ideas. Key words: venture capital, venture capital firms, startups.