

Ministry of Higher Education and Scientific Research

جامعة عباس لغرور \_ خنشلة \_

Abbas Laghrou University Khenchela

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية و علوم التسيير

Faculty of Economics, Management and Commercial Sciences

قسم العلوم الاقتصادية

دور رأس مال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة  
دراسة حالة

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

إشراف الأستاذة:

\_ صالح السعيد

إعداد الطالبتين:

\_ مدور نهاد

\_ خلفاوي فطيمة

أعضاء لجنة المناقشة

الاسم و اللقب	الرتبة العلمية	الجامعة الأصلية	الصفة
سهام عاشور	أستاذ مساعد أ	جامعة عباس لغرور خنشلة	رئيسا
صالح السعيد	أستاذ التعليم العالي	جامعة عباس لغرور خنشلة	مشرفا
سامية بن زعيم		جامعة عباس لغرور خنشلة	مناقشا

السنة الجامعية 2024/2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

## الإهداء

من قال أنا لها "نالها"

وإن أبت رغما عنها أتيت بها

لم تكن الرحلة قصيرة ولا ينبغي لها أن تكون، لم يكن الحلم قريبا ولا الطريق محفوظا  
بالتسهيلات لكننا فعلناها و نلناها و نرفع قبعة التخرج لمرارة الرحلة

(وآخر دعواهم أن الحمد لله رب العالمين)

إلى رفقاء الرحلة من بهم استندت و حاولت الوصول، إلى من جمل اسمي بأجمل الألقاب  
ذلك الرجل العظيم الذي علمني أن الدنيا كفاح و سلاحها العلم و التعلم والذي الغالي  
إلى شمعتي في الليالي المظلمات، إلى ملاكي الطاهر من علمتي الأخلاق قبل الحروف  
أمي الحبيبة

يضيق الكلام عند شكركم لم يفي الكلام فعلكم ،من بهما أسقيت حتى أثمرت و أهديكم اليوم  
ثمرة سقياكم.

إلى ضلعي الثابت و أمان أيامي، إلى ملهمي نجاحي من شددت عضدي بهم إلى قرة  
عيني، أخي و أخواتي الغاليين.

لكل من كان عوننا و سندا في هذا الطريق...للأصدقاء الأوفياء ورفقاء السنين وأصحاب  
الشدائد والأزمات.

أهديكم هذا الانجاز و ثمرة النجاح.

فالحمد لله

الطالبتين .

## كلمة شكر و تقدير

نشكر الله على ما أكرمنا به من علم بما شاء و جعلنا و إياكم من الشاكرين بكل امتنان و عرفان، نقدم أسمى عبارات الشكر و الاحترام إلى كل من مد لنا يد العون و المساعدة لإنجاز هذا العمل.

و نخص بالذكر الأستاذة الدكتورة المشرفة علينا **صالح السعيد** على التوجيه و حسن التأطير.

كما نقدم جزيل الشكر والتقدير إلى الأساتذة لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول المشاركة في مناقشة هذا البحث و تقييمه

إلى كل القائمين و المشرفين على كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

إلى كل موظفي مؤسسة الضمان الاجتماعي وكالة \_خنشلة\_

إلى كل من ساهم ولو بكلمة طيبة في إعداد هذه المذكرة

الطالبتين.

## فهرس المحتويات:

الصفحة	العنوان
	فهرس المحتويات
02	مقدمة
<b>الفصل الأول: الإطار النظري لرأس المال المخاطر</b>	
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية رأس المال المخاطر.
04	المطلب الأول: نشأة ومفاهيم عامة حول رأس المال المخاطر.
04	الفرع الأول: نشأة رأس المال المخاطر:
05	الفرع الثاني: مفاهيم عامة حول رأس المال المخاطر
09	المطلب الثاني: خصائص وأهداف رأس المال المخاطر.
09	الفرع الأول: خصائص رأس المال المخاطر
11	الفرع الثاني: أهداف رأس المال المخاطر.
12	المطلب الثالث: أهمية رأس المال المخاطر والأطراف المتداخلة فيه.
12	الفرع الأول: أهمية رأس المال المخاطر.
14	الفرع الثاني: الأطراف المتداخلة فيه.
17	المبحث الثاني: شركة رأس المال المخاطر وعلاقتها بالمؤسسات الممولة.
17	المطلب الأول: مفهوم شركات رأس المال المخاطر.
23	المطلب الثاني: علاقة رأس المال المخاطر بالمؤسسات الممولة وأهم المخاطر التي تواجهها.
24	الفرع الأول: علاقة شركات رأس المال المخاطر بالمؤسسات الممولة.
26	الفرع الثاني: أهم المخاطر التي تواجهها شركات رأس المال المخاطر.
28	المطلب الثالث: آلية عمل شركات رأس مال المخاطر وتجارب بعض الدول.
28	الفرع الأول: آلية عمل شركات رأس مال المخاطر.
29	الفرع الثاني: تجارب بعض دول العالم في مجال رأس المال المخاطر.

37	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: الإطار النظري لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها	
39	تمهيد
40	المبحث الأول: ماهية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
40	المطلب الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
40	الفرع الأول: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
42	الفرع الثاني: أهمية ومكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
45	المطلب الثاني: ماهية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
45	الفرع الأول: تعريف التمويل
46	الفرع الثاني: خصائص التمويل وأهميته
46	الفرع الثالث: مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر
47	المطلب الثالث: أطراف التمويل برأس المال المخاطر والتدابير المتبعة قبل دخوله وآثاره
53	المبحث الثاني: عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر
53	المطلب الأول: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر
55	المطلب الثاني: الرقابة على عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وأهميتها
56	المطلب الثالث: عملية الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر
58	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: دراسة حالة رأس المال المخاطر في الجزائر	
60	تمهيد
61	المبحث الأول: المقاربة النظرية لرأس المال المخاطر في الجزائر.
61	المطلب الأول: مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشرع الجزائري وسبل

	تحفيزه وتطويره.
61	الفرع الأول: مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشرع الجزائري.
62	الفرع الثاني: سبل دعم وتحفيز رأس المال المخاطر في الجزائر وتطويره.
67	المطلب الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.
69	المطلب الثالث: معوقات شركات رأس مال المخاطر في الجزائر والحلول المقترحة.
69	الفرع الأول: معوقات شركات رأس مال المخاطر في الجزائر.
70	الفرع الثاني: حلول المساعدة على ترقية رأس المال المخاطر في الجزائر.
73	المبحث الثاني: لتجربة الجزائرية لرأس المال المخاطر
73	المطلب الأول: التجربة الجزائرية لشركة Sofinance
78	المطلب الثاني: التجربة الجزائرية لشركة FINALEP
81	المطلب الثالث: مقترحات لتفعيل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر برأس المال المخاطر
84	خلاصة الفصل
86	خاتمة
91	قائمة المصادر والمراجع
	ملخص

مقدمة

تعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد أهم ركائز الاقتصاد والتنمية في أي بلد، حيث تشكل مصدرا هاما للوظائف والابتكار والنمو الاقتصادي، ومع ذلك يواجه أصحاب تلك المؤسسات التحديات المتعددة فيما يتعلق بالحصول على التمويل اللازم لتشغيل وتوسيع أعمالهم، هنا يأتي دور رأس المال المخاطر كأداة حيوية في دعم وتمويل تلك المؤسسات. يرتبط رأس المال المخاطر بالاستثمار في المشاريع والأعمال التجارية التي تحمل درجة عالية من المخاطرة، ويعتبر ذلك الدعم النقدي من قبل المستثمرين المتخصصين في رأس المال المخاطر فرصة لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وهذا ما يتيح للرجال ونساء الأعمال والشباب فرصة لتحقيق أحلامهم وأهدافهم التجارية.

وتعد الجزائر من بين الدول التي تولي اهتماما كبيرا لتطوير القطاع الصناعي والخدمات، وتعمل جاهدة على دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البلاد، ومع ذلك ما زالت تواجه تحديات كبيرة فيما يتعلق بتأمين التمويل اللازم لتلك المؤسسات، وفي هذا السياق تأتي أهمية دراسة دور رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

### أولاً: الإشكالية:

وعليه ومن خلال ما سبق، يمكن صياغة إشكالية الدراسة في التساؤل التالي: كيف يساهم رأس المال المخاطر في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومدى تطبيقها في الجزائر؟

انطلاقاً من الإشكالية الرئيسية السابقة يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما المقصود بتقنية رأس المال المخاطر؟
- ما الذي يميز هذه التقنية عن باقي المصادر التمويلية التقليدية؟
- ما هي العقبات التي تواجه تطور رأس المال المخاطر في الجزائر؟

## ثانيا: الفرضيات.

ومن أجل تحقيق أهداف الدراسة والإجابة على الإشكالية المطروحة أعلاه يمكننا صياغة الفرضيات التالية:

1. **الفرضية الأولى:** يعتبر رأس المال المخاطر من أهم الوسائل الحديثة لمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ماليا.
2. **الفرضية الثانية:** إمكانية التكامل برأس المال المخاطر واهتمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بهذا التمويل.
3. **الفرضية الثالثة:** التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر محدود، وهذا راجع لقلة الشركات المختصة في هذا التمويل.

## ثالثا: أهمية الدراسة.

تكمن أهمية دراستنا في مجموعة من النقاط ألا وهي:

- أ. **الأهمية العلمية:** تتجلى من خلال اهتمام الباحثين وعلماء المالية في دراسة موضوع التمويل وآلياته وأساليبه الحديثة من أجل تلبية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف وفي الوقت المناسب من حياة المشروع الاستثماري.
- ب. **الأهمية العملية:** تتجلى الأهمية العملية للموضوع من خلال الأهمية التي تمثلها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في تطوير الاقتصاد وتوفير مناصب الشغل كما تظهر الأهمية في التمويل الحديث بصفة عامة والتمويل برأس المال المخاطر بصفة خاصة وهو موضوع بحثنا والذي يتمثل في توفير التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دون ضمانات كما هو الحال بالنسبة للتمويل البنكي الذي يعتمد على القروض.

#### رابعاً: أهداف الدراسة.

بناء على تحديد مشكلة موضوع البحث وفرضيات الدراسة، فإن الأهداف التي تسعى الى تحقيقها من خلال هذه الدراسة تتمثل في ما يلي:

- التعرف على مفهوم وأهمية رأس المال المخاطر، وإبراز دوره في تمويل مشاريع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- عرض تجارب بعض الدول في العالم وفي الجزائر.

- إبراز الاختلاف بين رأس المال المخاطر ومختلف التمويلات الأخرى.

#### خامساً: منهج الدراسة.

من أجل محاولة الإحاطة أكثر بمعطيات ومتطلبات الدراسة، وللإجابة عن الإشكالية المطروحة تم اعتمادنا على المناهج التالية:

- **المنهج الوصفي:** في التعريف بالمتغيرين وهما رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عموماً وفي الجزائر خصوصاً.

- **المنهج التحليلي:** لتوضيح دور، أداء وفاعلية المتغيرين محل الدراسة وكذا في دراسة الحالة وهي توضيح دور تقنية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر.

#### سادساً: الدراسات السابقة.

يعتبر موضوع التمويل برأس المال المخاطر من المواضيع التي لقيت اهتماماً كبيراً من الباحثين خاصة في الدول المتقدمة التي نجحت في هذا المجال وموضوع بحثنا هذا تميز بتعدد الدراسات التي تناولته من زوايا مختلفة، سنحاول عرض هذه الدراسات التي لها علاقة بموضوع بحثنا:

**الدراسة الأولى:** دراسة محمد براق وبن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر ونماذج عالمية، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث.

قدمت مجموعة من التجارب العالمية التي نجحت حكوماتها في هندسة سوق رأس المال لمخاطر من خلال محاكاة التجربة الأمريكية التي فاد نجاحها قوى السوق ثم تطرقت الدراسة الى التجربة الجزائرية من خلال تحليل كيفية تنظيم سوق رأس المال المخاطر فيها، مقترحة في الأخير نموذجا عاما للتقنية يمكن تطبيقه في الجزائر.

وتختلف دراستنا على هذه الدراسة من خلال تقديم نموذج من الشركات التي تمارس مهنة رأس المخاطر في الجزائر وهي شركة Sofinance في البداية حاولنا تقديم الشركة، مسارها التمويلي، ممارستها وتقييم نشاطها وخدماتها.

**الدراسة الثانية:** دراسة بن ساعد عبد الرحمان، وصبور سعاد، رأس المال المخاطر ودوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، العدد الخامس، فيفري 2019، المركز الدولي برلين - ألمانيا، قدمت هذه الدراسة استعراض تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال فترة 2010-2016، ومدى مساهمتها في خلق مناب شغل بالإضافة إلى أهم العقبات التي تواجه تمويلها وهو ما يشكل محتوى تمويلي مستحدث لنظام التمويل لقديم، كما وضحت أهم نتائج هذه الدراسة آلية عملها عن طريق شركات رأس المال المخاطر وإظهار دور وأهمية شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سواء القائمة أو الجديدة أو التوسعية العالية المخاطر نظرا لما تتميز به هذه التقنية من مزايا، كما قدمت دراسة عن شركة Sofinance و Finalep الجزائر من حيث نشاط الاستثمارات والميزانية من 2014/2016، مع التطرق الى متطلبات إنجاح هذا النوع من الشركات، فرغم ضعف عدد شركات رأس المال المخاطر في الجزائر إلا أن نشاطها في تطور مستمر حيث لا تتعدى نسبة المساهمة في رأس المال 49% كحد أقصى وتمول أنشطة تتميز بمخاطر ضعيفة.

**الدراسة الثالثة:** دراسة بوقفة، بعنوان واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلة الرابعة، العدد الأول، جوان 2017، قدمت هذه الدراسة بدراسة تحليلية للتمويلات المقدمة في شكل رأس المال المخاطر على مستوى الشركة المالية للاستثمارات، وقد توصلت الى نتيجة أن التمويل رأس المال المخاطر على مستوى Sofinance يعتبر نشاط ثانوي بعد قرض الإيجار، يمارس على أساس أنه عملية أخذ مساهمة في رأس مال مشروع استثماري، ينتهي ببيع هذه المساهمة لصاحب المشروع الممول بعد فترة زمنية متفق عليها.

#### سابعا: خطة الدراسة.

بهدف التطرق لمختلف جوانب الموضوع والإجابة على إشكالية الدراسة، تم عرض المقدمة بجميع عناصرها وبعدها تم تقسيم بحثنا الى ثلاثة فصول، وأخيرا عرض الخاتمة متضمنة نتائج اختبار الفرضيات والنتائج المتوصل إليها، مع تقديم بعض الاقتراحات، وكان هيكل البحث كما يلي:

- **مقدمة:** التي كان فيها الإشكالية، الفرضيات، الأهمية، الأهداف والدراسات السابقة.
- **الفصل الأول:** جاء تحت عنوان الإطار النظري لرأس المال المخاطر، استعرضنا في هذا الفصل مختلف المفاهيم المتعلقة برأس المال المخاطر والأطراف المتداخلة فيه، وشركات رأس المال الممولة وتركيبتها القانونية.
- **الفصل الثاني:** جاء تحت عنوان الإطار النظري لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها، تطرقنا فيه الى ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا تمويلها عن طريق رأس المال المخاطر.

- الفصل الثالث: تطرقنا في الفصل الثالث الى الشركة SOFINANCE وFINALEP ، من خلال دراسة حالة رأس المال المخاطر في الجزائر؛ لنصل في النهاية الى خاتمة البحث التي تضمنت أهم نتائج الفصول الثلاث.

# الفصل الأول: الإطار النظري لرأس المال المخاطر

تمهيد:

هناك عدة تعريفات لرأس المال المخاطر، لكل تعريف تصوره الخاص حول هذا النمط التمويلي الذي يعتبر ظهوره حديثاً وانتشاره قليلاً، ويعتبر من أهم المشاكل التي تواجهها المؤسسات الاقتصادية سواء في مرحلة الإنشاء أو النشاط الاستثماري خاصة في ظل محدودية النظام الائتماني للبنوك التجارية، الذي أصبح لا يتوافق مع احتياجات المؤسسات بالرغم من قلة وبساطة حجم رأس مالها في بعض الأحيان كالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثلاً، وهذا بسبب ثقل عنصر الضمانات المطلوبة، وارتفاع التكلفة وضعف الوضعية المالية المستحدثة، نجد التمويل برأس المال المخاطر الذي سوف نتطرق اليه في هذا الفصل.

وعليه مما تم تقديمه يمكننا تقسيم الفصل الى مبحثين:

**المبحث الأول:** ماهية رأس المال المخاطر.

**المبحث الثاني:** شركات رأس المال المخاطر وعلاقتها بالمؤسسات الممولة.

### المبحث الأول: ماهية رأس المال المخاطر.

يعتبر رأس المال المخاطر أول أشكال رأس المال الاستثماري ظهوراً، وهو تمويل يتدخل في المراحل المبكرة لحياة المؤسسة، وحتى قبل انطلاقتها. ونظراً لأهمية وحساسية هذه المراحل، فإن هذا النشاط التمويلي يكتسي أهمية تميزه عن غيره من النشاطات رأس المال الاستثماري الأخرى؛ إلا أنه لا يغري الكثير من المستثمرين، الأمر الذي تترجمه الأرقام المقدمة حول حجم الاستثمارات في المراحل المبكرة من حياة المنشأة. وقد صرح كل من Lerner & Gompers في كتابهما أنه: "لا إشكال في كيفية نظرنا للأرقام لكن نشاط رأس المال المخاطر يخدم كمصدر مهم في النمو الاقتصادي، الثروة وخلق منصب شغل".<sup>1</sup>

الأمر الملاحظ هو تداخل واختلاف التسميات والمصطلحات التي تطلق على هذه الصناعة نظراً لغياب تعريف دقيق لها وقبل تقديم تعريف لرأس المال المخاطر والحديث عن ظهوره أن نتطرق إلى المطالب التالية:

**المطلب الأول: النشأة ومفاهيم عامة.**

**المطلب الثاني: أهداف وخصائص رأس المال المخاطر.**

**المطلب الثالث: أهمية رأس المال المخاطر والأطراف المتداخلة فيه.**

<sup>1</sup> - محمد السبتي: فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة-دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية المساهمة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص ادارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008، 2009، ص 24.

المطلب الأول: نشأة ومفاهيم عامة حول رأس المال المخاطر.

سنتطرق في هذا المطلب الى فرعين الأول نشأة رأس المال المخاطر والثاني مفهوم رأس المال المخاطر.

الفرع الأول: نشأة رأس المال المخاطر:

يرجع أصل نشأة رأس المال المخاطر الى اليوناني Thales De Milol الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي (استخراج زيت الزيتون)، بفضل الأموال التي حصل عليها من مقرضين مخاطرين، وقد تكررت التجربة بعد ألفي سنة مع رحلات الإسبان والبرتغال الى العالم الجديد خلال القرنين 15 و 16 التي تعهدها رأس ماليون مخاطرون venture capitalistes الذين اشتروا السفن ومولوا الرحلات<sup>1</sup>، كما ظهر رأس المال المخاطر في شبه الجزيرة العربية قبل الإسلام.

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

تم تطوير سوق رأس المال المخاطر بعد سنة 1950 نتيجة لظهور الصناعات الإلكترونية بمنتجاتها الجديدة، من فترة السبعينات كانت مدرجة في سوق الأوراق المالية<sup>2</sup> أما في أوروبا فقد تأسست في بروكسل عام 1983 الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر إذ تطور بفضلها نشاط رأس المال المخاطر خلال 04 سنوات منذ إنشائها، حيث عرفته إنجلترا أولاً ثم فرنسا وهولندا ثم انتشر بداية من 1992 في ألمانيا وباقي الدول الأوروبية وباقي الدول العربية

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

<sup>2</sup> - براق محمد، بن زاوي محمد الشريف: رأس المال المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2024، ص 80.

كمصر وتونس وفي مطلع القرن الحالي في باقي دول العالم كالجزائر والمغرب ودول الخليج استجابة لاحتياجات التمويل الاستثماري.<sup>1</sup>

بعد أن توارى أسلوب المضاربة الذي اقتبسته أوروبا من الاقتصاد الإسلامي خصوصا في القرن 19 أخذ مرة أخرى يظهر في شركات رأس المال المخاطر، فشرركات رأس المال المخاطر أنقذت الولايات المتحدة الأمريكية من التخلف التكنولوجي أمام اليابان وهي عبارة عن رؤوس أموال تتجمع في البنوك تعطي للمشاريع الريادية والابتكارات، فشرركات ماكنتوش وميكروسوفت كانت عبارة عن بقالة عام 1980؛ وقد سارعت كل دول العالم المتقدمة الى تبني هذا الأسلوب، ولكن النتائج اختلفت فبينما نجحت انجلترا وهولندا وتعثرت إيطاليا، اسبانيا وألمانيا.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني: مفاهيم عامة حول رأس المال المخاطر:

يعد رأس المال المخاطر مفاتيح التطور والتنمية الاقتصادية المستمرة، كما تساهم بنسبة معتبرة في تمويل المشروعات ونشأتها وآفاقها ونموها وتطورها، وفيما يلي سيتم عرض البعض من المفاهيم العامة حول الموضوع.

#### 01- مفهوم رأس المال:

يعرف رأس المال بأنه ما يدفعه المساهمون من أموال التي يتم استخدامها أساسا في اعداد المشروع لمزاولة نشاطه، ومن هنا فهو يعكس حجم النشاط المتوقع مزاولته فضلا عن تضائل أهميته مقارنة بالموارد المالية الأخرى للمصرف.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - بلعيد عبد الله، مقالاتي عاشور: المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع امكانية التكامل بينهما، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 17، دس، ص 233.

<sup>2</sup> - منير خروف، ريم ثوامية: رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة التنمية الاقتصادية، العدد 04، 2017، ص 380.

<sup>3</sup> - عبد المنعم مبارك واحمد الناقة: النقود والصيرفة والنظرية النقدية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1997، ص 127.

وقد وزع الاقتصاديين رأس المال الى:<sup>1</sup>

- **رأس المال الثابت:** الذي يشمل كل الاستثمارات بالمعنى المحاسبي وهي كل وسائل الانتاج من الآلات والأدوات، وسائل النقل، المباني.
- **رأس المال المتغير:** الذي يشمل المواد المستعملة في الانتاج أو المحولة بالاضافة الى اليد العاملة.

رأس المال من الجهة المصرفية هو عبارة عن مصدر ذاتي أساسي لبدء النشاط المصرفي واستخدامه في مختلف أوجه الاستثمارات، ويمثل قيمة الأموال التي يشارك بها المساهمة عند تأسيس المصرف، وأية اضافات مستقبلية تظراً على مقداره، تكون عن طريق إصدار أسهم جديدة للاكتتاب.<sup>2</sup>

كما يشكل رأس المال نسبة ضئيلة من إجمالي المصادر المالية للمصارف بصفة عامة، مقارنة بإجمالي الأموال المستخدمة في العمليات الاستثمارية لأن النسبة الكبيرة من أموال المصارف تتمثل في الودائع المعبأة بأنواعها المختلفة وتمكين أهمية رأس المال في أنه الملك في الصناعة المصرفية.<sup>3</sup>

ومن الناحية الفنية تمثل المخاطرة جميع النتائج الممكنة ثم تسجيل التغير الذي تسبب في حدوثها والذي من الممكن التنبؤ به.

**التعريف الاجتماعي لرأس المال:** هو القيمة التي تؤدي الى خلق فائض القيمة عن طريق استغلال العمال، وبين التعريفين يمكن فهم رأس المال في حدود العلاقة بين نمو وسائل الانتاج ونمو قوة العمل.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - عدون ناصر دادي: اقتصاد المؤسسة، دار العجبية العامة، الجزائر، 1998، ص 108.

<sup>2</sup> - شوقي اسماعيل شحاتة: البنوك الإسلامية، د د ن، السعودية، ط2، 1997، ص 58.

<sup>3</sup> - طارق عبد العال حماد: التطورات العالمية وانعكاساتها على اعمال البنوك - سلسلة البنوك التجارية قضايا معاصرة، الدار الجامعية، الاسكندرية، ج1، 1999، ص 116.

<sup>4</sup> - محاببية نصيرة: وظيفة الهندسة المالية في البنوك، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قالم، 2006، ص 154.

## 02- مفهوم المخاطرة:

المخاطرة هي عوامل خارجية سلبية محتملة أو أي حدث أو ظروف أو قرارات يتوقع أن تحدث تأخيراً شديداً في تحقيق أغراض المشروع ونواتجه أو أن تحول دون تحقيقها بحيث تكون دائماً خارجة بدرجة كبيرة أو تامة عن نطاق وسيطرة المشروع.<sup>1</sup>

تعرف المخاطرة على أنها فرصة تكبد اذى او تلف او ضرر او خسارة اي التعرض لظرف معاكس عن نتيجة المرغوبة المتوقعة أو المأمولة، ويصف الحدث غير المرغوب بأنه انحراف معاكس عن نتيجة منشودة تكون متوقعة او مأمولة فالمخاطرة في هذه الحالة عبارة عن حالة او وضع في العالم الواقعي فهو مزيج من الظروف في البيئة الخارجية وان في هذا المزيج من الظروف توجد امكانية لحدوث خسارة. وعندما نقول ان حدث ما ممكن الوقوع تعني ان له احتمالية تتراوح بين الصفر والواحد فهو ليس مستحيلا كما أنه ليس مؤكداً، ونلاحظ ان يشترط ان يكون الاحتمال او الامكانية قابلة للقياس بل ان توجد فقط، فقد تستطيع اولا قياس درجة المخاطرة ولكن احتمالية النتيجة المعاكسة يجب ان تتراوح بين الصفر والواحد.

أما من جانب آخر فالمخاطرة هي التي يمكن لمتخذ القرار ان يحدد ويضع من خلالها توزيعات احتمالية للحدث على ضوء الدراسة السابقة ويمكن التميز بين نوعين من المخاطرة الموضوعية التي تكون تلك الجزء من المخاطرة الذي يمكن تحديده بواسطة دراسة الحقائق التي يمكن التعبير عنها كمياً، والمخاطرة الذاتية التي تكون ذلك الجزء من المخاطرة الذي يحدد بواسطة تقدير ومزاج المنظم الذي يتخذ القرار.

لقد تعددت تعاريف رأس المال المخاطر واختلفا باختلاف جهات التعريف واختصاصها وزاوية تعريفها، ومن أبرز التعاريف نذكر ما يلي:

**التعريف الأول:** يعرف رأس المال المخاطر بأنه: " تمويل المشاريع الاستثمارية لكل من المؤسسات الصغيرة والحديثة في مرحلة ما بعد الإنشاء، من خلال المساهمة برأس المال وتقديم

<sup>1</sup> - الشوكي سمير : المعجم الاداري، دار المشرق الثقافي، الاردن، 2006، ص 285.

الخبرة والمشورة لتسيير هذه المؤسسة، وليس نوع المؤسسات التي توظف فيها الأموال هو ما يميز استثمارات رأس المال المخاطر عن بقية أشكال الاستثمارات التقليدية".<sup>1</sup>

**التعريف الثاني:** يعرف بأنه: " استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة، يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق، لأجل تحقيق الأرباح على المدى البعيد، وتعد مؤسسات رأس المال المخاطر وسيطا بين مصادر التمويل وشركات المقاولات التي تتميز بالنمو السريع والتكنولوجيا العالية".<sup>2</sup>

**تعريف الثالث: تعريف 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 التأكد 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".<sup>3</sup>

**التعريف الرابع: تعريف الجمعية الوطنية لرأس مال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية NVCA** عرفته بأنه: " استثمار نشط بالأموال الخاصة وشبه الخاصة في مؤسسات تملك استعدادات قوية، منجزة من طرف مستثمرين متخصصين، أي توفير التمويل بالتوجيه اللازم لبناء مؤسسات عالية النمو والقادرة على تحقيق ابتكارات في السوق".<sup>4</sup>

**التعريف الخامس: تعريف المشرع الجزائري في الفصل الأول من القانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006، عرف شركات رأس المال الاستثماري بأنها:** "الشركات التي تهدف

<sup>1</sup> - براق محمد، بن زاوي محمد الشريف: مرجع سبق ذكره، ص 16.

<sup>2</sup> - براق محمد، بن زاوي محمد الشريف: مرجع سبق ذكره، ص ص 16، 17.

<sup>3</sup> - ضياف علي، حمادة كمال: رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة-حالة الجزائر-، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05، جوان 2016، ص 170، ص 171.

<sup>4</sup> - بوغيوط امينة، جقريف علي: مساهمة رأس المال المخاطر كآلية مبتكرة في تمويل المؤسسات الناشئة (دراسة تجربة المملكة العربية السعودية)، مجلة اقتصاد المال والأعمال، مجلد 06، العدد 03، 2022، ص 210.

للمشاركة في رأس مال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة.<sup>1</sup>

نستنتج من التعاريف السابقة أن رأس المال المخاطر هو عبارة عن تمويل للإستثمار في مؤسسات صغيرة ابتكارية بواسطة أسهم أو أدوات تتصل بها حيث يكون المخاطر برأس المال وسيط ماليا يأتي بالأموال من مجموعة مستثمرين مثل البنوك، صناديق المعاشات التقاعدية وشركات التأمين...)

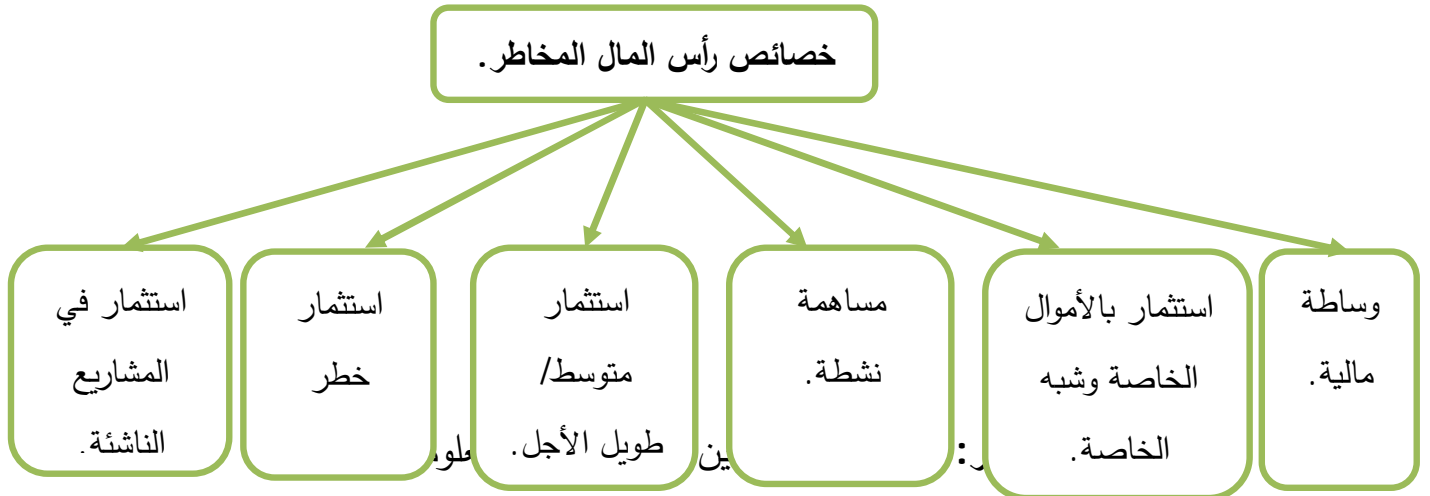
### المطلب الثاني: خصائص وأهداف رأس المال المخاطر.

سيتم التطرق في هذا المطلب الى فرعين: خصائص وأهداف رأس المال المخاطر.

#### الفرع الأول: خصائص رأس المال المخاطر:

هناك عدة خصائص لرأس المال المخاطر يمكن وضعها في الشكل التالي:

شكل رقم 01: يبين خصائص رأس المال المخاطر.



من الشكل التالي نستطيع الشرح كالتالي:

<sup>1</sup> - المادة 02 والمادة 03 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006، المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.

### 1-وساطة مالية:

يعتبر رأس المال المخاطر أيضا بمثابة وساطة مالية تقوم على أساس المشاركة بين أطرف العملية التمويلية، حيث تتلقى شركات رأس المال المخاطر الأموال من المستثمرين لتوظيفها في شكل مساهمات في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لها أسواق واعدة، والتي يكون هدفها عادة وضع أفكار وأبحاث تكنولوجية موضع التقيد على أرض الواقع.<sup>1</sup>

### 2-استثمار بالأموال الخاصة وشبه الخاصة:

حيث أن التمويل يستهدف أعلى الميزانية، اعتمادا على الأموال الخاصة عادة التي تزود المستثمرين بمعلومات معتبرة وتعطيهم حقوق رقابية.

### 3-مساهمة نشطة:

بالمتابعة التسييرية للفريق المسير، نظرا للدعم الكبير الذي يحتاج اليه مسيرو المشاريع الناشئة من جهة، وبسبب الخطر العالي للاستثمار من جهة أخرى، وهذا ما يسمى بالمساهمة غير المالية.

### 4- استثمار متوسط/ طويل الأجل:

رأس المال المخاطر هو تمويل لأجل محدد من الزمن بهدف تحقيق عائد مالي حيث أن المستثمرين يبيعون حصصهم بعد مدة تتراوح من ينتين الى عشر سنوات، حيب تطور المنشأة المحفظة من أجل تحقيق أهدافهم بتحصيل قيم مضافة.

### 5-استثمار خطر:

يعود الخطر العالي للاستثمار أساسا الى الطبيعة الخاصة للمشاريع الناشئة، حيث تكون المخاطر المرتبطة بالمراحل المبكرة عادة أكبر من المراحل اللاحقة للنمو اذ المستثمرون مهددون بفقد كل أو جزء من أموالهم الموظفة في هذه المشاريع، ونظرا لارتفاع المخاطر، فانهم يتوقعون عائد مرتفع نسبيا ( من 25 الى 45% حيب تطور التدخل).

<sup>1</sup> - Philippe De Fontaine vive: **L'Europe et le capital risque**, revue d'économie financière, vol 93, 2008, Paris, France, p45.

## 6- استثمار في المشاريع الناشئة:

ان تحقيق عائد كبير بالقدر المذكور أعلاه يكون فقط لدى المنشآت التي تمتلك استعدادات معتبرة للنمو وهي عادة المشاريع ذات المحتوى التكنولوجي العالي التي تقدم منتجات متميزة سواء في الاعلام الآلي (الكمبيوتر، الإعلام والاتصال، الانترنت) او الصحة (التكنولوجيات الحيوية والطب) أو في مختلف القطاعات الأخرى عالية التكنولوجيا، والتي يكون أصحابها من الباحثين والمبتكرين الذين لا يملكون لا الخبرة التسييرية، ولا الأموال الكافية واللازمة لتجسيد أفكارهم في مشاريع استثمارية، أو لتحقيق النمو المرغوب بالنسبة للذين قاموا بإنشاء مشاريعهم ويرغبون في تطويرها. الأمر الذي في إمكان أطراف أجنبية تقديمه، وهذه الأطراف تتمثل في المخاطرين برأس المال المخاطر (venture capitalists) الذين يملكون الخبرة التسييرية الكافية، والعلاقات التجارية الواسعة، اضافة الى رؤوس الأموال.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: أهداف رأس المال المخاطر.

من خلال خصائص رأس المال المخاطر يمكن استنتاج أهداف رأس المال المخاطر في النقاط الآتية:

- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل للمخاطر.<sup>2</sup>
- التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة.
- طريقة لتمويل الشركات غير القادرة على تدبير الأموال من البنوك أو اصدارات الأسهم

<sup>1</sup> - محمد السبتي: فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة- دراسة حالة المالية الجزائرية الاوروبية للمساهمة، مرجع سبق ذكره، ص 24.

<sup>2</sup> - نصيرة عابد، عبد القادر بريش: رأس مال المخاطر كمدخل استراتيجي لدعم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، جامعة حسبية بن بوعلي-الشلف، الجزائر، العدد 19، 2018، ص 212.

العامة أو أسواق الدين، كونها تعتبر استثمارات طويلة الأجل وغير سائلة ذات مخاطر عالية لكن بعوائد عالية نسبيا.<sup>1</sup>

- المساهمة في خلق فرص عمل جديدة وتطوير المستوى المعيشي.
- توفير المساعدة الفنية والإدارية لأصحاب المشاريع وضمان المراهقة الحسنة لمشاريعهم خاصة المقاولين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في مجال الاستثمار.
- تمويل الابتكارات الجديدة وصناعة البرمجيات والتي لا تستطيع البنوك تمويلها لمخاطره العالية وعدم امتلاكها ل ضمانات كافية وامكانيات نمو وعائد مرتفع.
- تتيح شركات رأس المال المخاطر الفرصة للبنوك في توظيف السيولة الزائدة التي تمتلكها من خلال المساهمة في رأس مالها والتي لا تستطيع في بعض الأحيان توظيفها بسبب ارتفاع المخاطر فضلا عن القيود التي يفرضها النظام المصرفي.<sup>2</sup>

### المطلب الثالث: أهمية رأس المال المخاطر والأطراف المتداخلة فيه.

سنحاول في هذا المطلب التطرق الى فرعين:

الفرع الأول: أهمية رأس المال المخاطر.

الفرع الثاني: الأطراف المتداخلة فيه.

الفرع الأول: أهمية رأس المال المخاطر.

من خلال رأس المال المخاطر يمكن أن نلاحظ دوره في تعزيز ودعم التحول أو الاستثمار في الاقتصاد المعرفي، حيث أن تدعيم الابتكار هو أبرز أشكال الاقتصاد المبني على العلم والمعرفة، اضافة الى زيادة عدد الوظائف، كما تم تنشيط البرامج التمويلية للمؤسسات المالية

<sup>1</sup>-صيودة ايناس: أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية-دراسة حالة- القرض السندي لمؤسسة سونطراك، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة محمد بوقرة- بومرداس، الجزائر، 2009، ص 101.

<sup>2</sup>- نصيرة عابد، بريش عبد القادر: مرجع سبق ذكره، ص 212.

ويزيد الطلب على التمويل لاحقاً في حال نجاح وتوسع هذه المشاريع وتتمثل أهمية رأس المال المخاطر في:<sup>1</sup>

### 1- صعوبة تمويل بعض المشروعات بالطرق التقليدية:

رأس المال المخاطر يدخل في تمويل مشاريع ناشئة صغيرة أو متوسطة، مبنية على أفكار جديدة إبداعية علمية أو تقنية ذات مخاطرة عالية، وهذه المشاريع في الغالب يصعب تمويلها بطرق التمويل الخارجي التقليدية، مثل التمويل بالدين من خلال الافتراض أو التمويل بالملكية من خلال طرح أسهم للاكتتاب العام، فشرط الائتمان المشددة ومتطلبات الضمانات العالية تجعلان من الصعب على المبادرين من أصحاب الأفكار الحصول على قروض مصرفية، أو الوفاء بها، كما أن أغلب المصارف والمؤسسات المالية تتجنب إقراض تلك المشاريع المبنية على أفكار جديدة إبداعية. كذلك يصعب على أصحاب تلك المشاريع الناشئة للحصول على التمويل الخارجي عن طريق طرح أسهم للاكتتاب العام لعدة أسباب نذكر منها:<sup>2</sup>

#### أ- تكلفة الاكتتاب العالية:

- ب- عدم استيفاء هذه المشروعات والشركات لشروط وقوانين الاكتتاب في سوق الأسهم.
- ت- طبيعة هذه المشروعات الناشئة التي مازال أغلبها عبارة عن أفكار جديدة على الورق، ذات مخاطرة عالية.
- ث- يقدم رأس المال المخاطر خدمات ذات قيمة مضافة لمشاريع أصحاب المبادرات، مثل الاستثمارات الفنية والإدارية والتسويقية والإستراتيجية وهذا يزيد من فرصة نجاحها.
- ج- يسهم رأس المال المخاطر في تحقيق النمو الاقتصادي عن طريق إيجاد أسواق جديدة تسهم في تنويع الهيكل الاقتصادي، وزيادة قدرته التنافسية.

<sup>1</sup> - محمد سعد الناصر: رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكلّى لمرحلة الماجستير مدعوم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2012، ص 35.

<sup>2</sup> - محمد سعد الناصر: مرجع سبق ذكره، ص 36.

ح- يساعد رأس المال المخاطر في خفض البطالة وذلك بتوليد فرص عمل في مجالات جديدة.

### الفرع الثاني: الأطراف المتداخلة في رأس المال المخاطر.

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

#### 1. المستثمرون:

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

#### 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 آفاق النمو والتطور بشكل كبير، من خلال أخذ مساهمات في رأسمالها والمشاركة في الأرباح والخسائر المحققة، وبذلك تعتبر هذه الشركات صورة من صور الوساطة المالية ولا بد الإشارة إلى أن الدعم المالي المقدم يكون مرفقا بدعم 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 الذين يعانون من نقص في التمويل الذاتي، وصعوبة حصولهم على القروض من مؤسسات أخرى نظرا لعدم توفرهم على الضمانات الكافية، فيلجئون إلى شركات رأس المال المخاطر قصد حصولهم على الدعم المالي والفني من خلال الاعتماد على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر.<sup>1</sup>

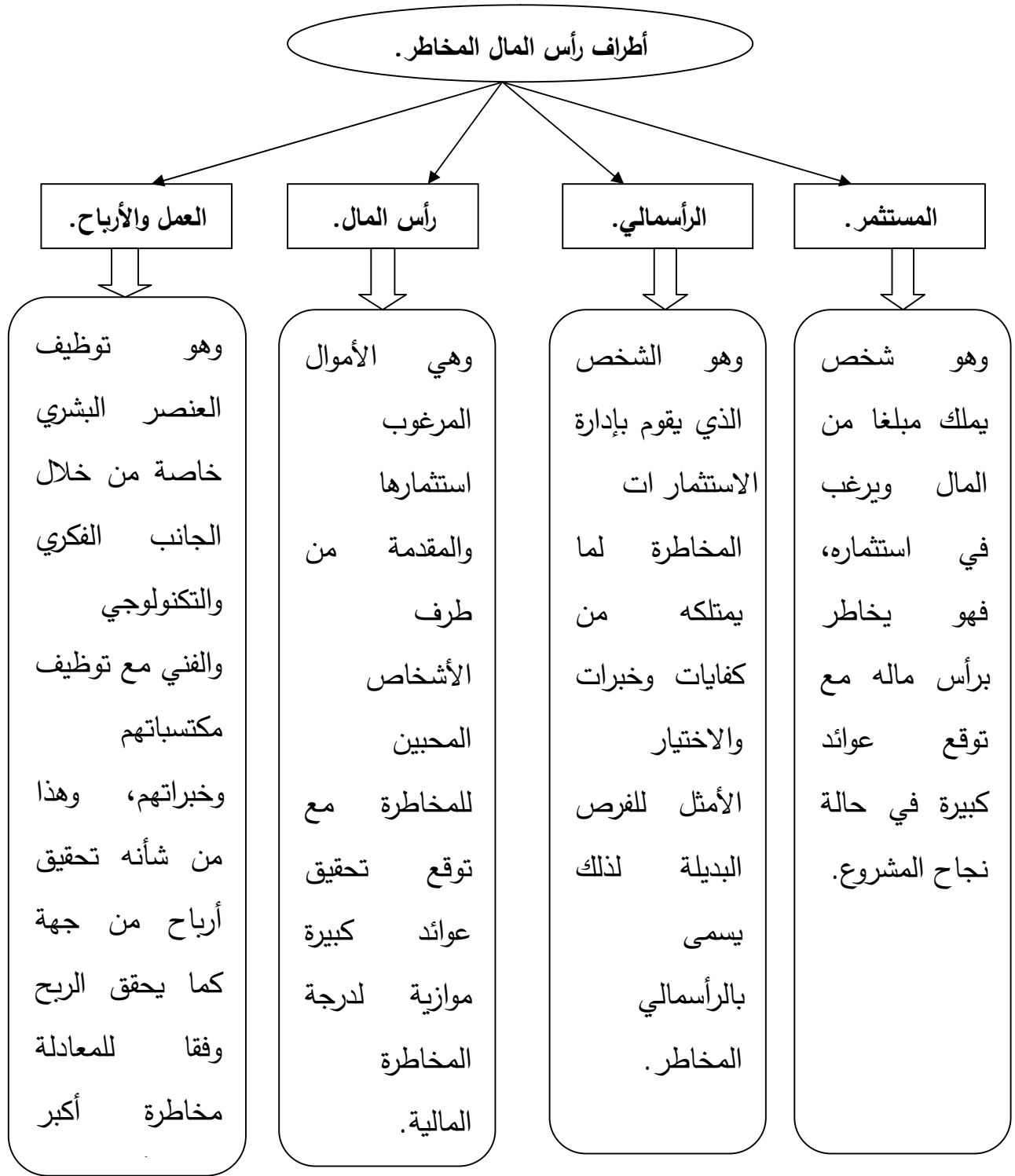
## 4. المستأنفون:

يبرز دور هؤلاء المستثمرين عند انتهاء العملية التمويلية بنجاح (مرحلة الخروج) أين تقوم شركات رأس المال المخاطر ببيع حصصها المكتتب فيها عند بداية العملية لتعيد استثمار الأموال الناتجة في مؤسسات أخرى، وعادة ما يكون المستأنفون عبارة عن المسيرين الأساسيين في المؤسسة الممولة قصد استعادة الملكية الكلية، أو عبارة عن مؤسسات رأس المال المخاطر الاستثماري التي تقوم بشراء الحصص بهدف استكمال تمويل المؤسسة في أطوار أخرى من مراحلها.<sup>2</sup>

<sup>1</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 10.

<sup>2</sup> - حشماوي محمد: نفس المرجع، ص 10.

شكل رقم 02: أطراف رأس مال المخاطر.



**المصدر:** طيبي بومدين، لعمرى خديجة: اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر وآليات

دعمها: التمويل برأس مال المخاطر كنموذج (دراسة حالة شركة Sofinance & asicom)

حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، مجلد 7، العدد 3، 2020، ص 507.

**المبحث الثاني : شركة رأس المال المخاطر وعلاقتها بالمؤسسات الممولة.**

تلعب شركات رأس مال المخاطر دورا حيويا في دعم وتنمية الشركات الناشئة من خلال توفير التمويل والخبرات اللازمة، لذلك وجب علينا تحديد مفهوم شركة رأس المال المخاطر، ليتم بعد ذلك تبيان علاقة رأس المال المخاطر بالمؤسسات الممولة وأهم المخاطر التي تواجهها، وفي الأخير سوف يتم التطرق الى آلية عمل شؤكات رأس المال المخاطر وتجارب بعض الدول.

**المطلب الأول: مفهوم شركات رأس المال المخاطر.**

إن حداثة شركات رأس المال المخاطر جعلها غير معروفة بشكل واضح وكاف في الاقتصاديات العالمية، حيث تختلف التعريفات وتعدد التسميات من دولة إلى أخرى بل ومن كاتب لآخر، بالإضافة إلى كون هذا النشاط لم يعرف ويدرس كباقي التخصصات وطرق التمويل والأخرى وهذا ما جعل مفهومه يشوبه بعض الغموض.

والملاحظة أنه لا يوجد تعريف موحد لهذا النمط التمويلي، رغم تشابه التسميات وتطابقها في بعض الأحيان فإن الاختلاف يقع حول مراحل ومجالات التدخل.

من الواضح أن مصطلح شركة رأس المال المخاطر مكونة من ثلاثة مفردات الشركة رأس المال والمخاطر.

**01- مفهوم الشركة.**

عرفها المشرع الجزائري في المادة 410 من القانون المدني بأنها : « عقد بمقتضاه يلتزم شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع ما بتقديم حصة من المال عيني / نقدي) أو عمل على أن يقتسموا ما قد ينشأ عن هذا المشروع من ربح أو خسارة ». ولكي يصح ذلك العقد يجب أن تتوافر فيه الأركان العامة من الرضا السليم من العيوب بين الأطراف المتعاقدة على شروط العقد جميعها، والمحل الذي يشير إلى الغرض من الشركة، والسبب في تأسيس الشركة الرغبة في تحقيق الربح واقتسامه بين الشركاء، وتنقسم الشركات بحسب معيار طبيعة النشاط إلى الشركات المدنية والشركات التجارية التي تتمتع بالشخصية المعنوية. تنقسم

الشركات التجارية إلى شركات الأشخاص وشركات الأموال أما شركات الأشخاص فهي التي تقوم على الاعتبار الشخصي بين الشركاء، مما يعني أن الشريك لا يمكنه التصرف في حصته من غير رضى باقي الشركاء، وتنقسم بدورها إلى شركات التضامن والتوصية البسيطة والمحاصة<sup>1</sup>.

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

### 02- مفهوم رأس المال.

رأس المال (بالانجليزي Capital): هو الثروة التي تشكل نوعا من أنواع الأصول، ويستخدم للإشارة إلى القوة المالية الخاصة بالمنشآت أو الأفراد، ويعرف رأس المال بأنه عبارة عن الأموال المستخدمة في صناعة المزيد من الثروة، أو البدء بمشروع جديد، من التعريفات الأخرى لرأس المال هو النقود أو غيرها من الممتلكات التي يملكها الأفراد المنشآت، ويستخدم رأس المال بهدف تأسيس مؤسسة أو شركة أو لاستثماره في مجالات متنوعة<sup>2</sup>.

### 03- مفهوم المخاطر.

المخاطر بالمعنى المالي أو الاقتصادي هي احتمالية تعرض المؤسسة إلى خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها، أو تذبذب العائد المتوقع على استثمار معين، كما يمكن تعريفه بأنها عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور.

ومنه نستنتج أن شركات رأس المال المخاطر هي وسيلة تمويلية للمشروعات الناشئة، التي لاقت رفضا من قبل طرق التمويل التقليدية وتتميز بدرجة مخاطرة عالية، كما أنه إلى جانب الدعم المالي التي تقدمه هذه المؤسسات فإنها تقدم خبراتها الفنية للاجئين إليها والذين

<sup>1</sup> -رفيق مزايرية، عبد الله بلعدي: شركة رأس المال المخاطر- رؤية شرعية قانونية واقتصادية، مقال بمجلة الحقوق والعلوم السياسية، جامعة خنشلة، العدد 128، 2017، ص143.

<sup>2</sup> - كارل ماركس: نقد الاقتصاد السياسي، ترجمة محمد عيتاني، ص 209.

يعدون شركاء لها كما تقوم شركات رأس المال المخاطر على المشاركة لا الإقراض وتعمل على تحقيق الربح الرأسمالي لها والقيمة المضافة للمؤسسة.<sup>1</sup>

وتتقسم المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة إلى ثلاث أنواع:<sup>2</sup>

### (1) مخاطر قانونية:

وتنشأ من توثيق العقود والاتفاقات والالتزامات التعاقدية وتنفيذها ومن صورها: مخاطر التعديلات التشريعية، والضريبة والتعيرية ومشاكل الوكالة والخطر المعنوي وخطر الاختيار المعاكس.

### (2) مخاطر مالية:

تتضمن جميع المخاطر المتصلة بإدارة الموجودات والمطلوبات المتعلقة بالبنوك والمؤسسات وترتبط بحركة السوق والأسعار والعمولات والأوضاع الاقتصادية العامة والعلاقة بالأطراف الأخرى ذات العلاقة ومن أشكالها مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر التضخم، مخاطر تقلبات أسعار الفائدة والصرف ومخاطر الدورات التجارية وتغيرات السياسات النقدية والمالية.

## 04- مفهوم شركة رأس المال المخاطر:

### 1.4. تعريف شركة رأس المال المخاطر:

تتبادر للأذهان تعريفات وتأويلات مختلفة عند سماع مصطلح رأس المال المخاطر ولكل تصوره الخاص حول هذا النمط التمويلي الذي يعتبر ظهوره بهذا المصطلح حديثا وانتشاره قليلا، مما أدى الى عدم معرفته بشكل دقيق من طرف معظم مختلف الفئات، سواء تعلق الأمر بباحثين طلبية مهنيين أو أصحاب المشاريع، ويندرج ضمن هذه الاشكالية ما اعتبره Battini رائد رأس المال المخاطر في فرنسا من أن مصطلح Capital-risque ليس معناه Venture

<sup>1</sup>-خالد سلاطينية: دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة شركة Sofinance الجزائر، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد خيضر بسكرة، سنة 2015، ص 11.

<sup>2</sup>- رفيق مزاهرية، عبد الله بلعدي: مرجع سبق ذكره، ص 144.

capital الأمريكي أو الانجليزي حيث فسر المصطلح الأول بأنه كل العمليات التمويلية التي تتضمن قدر معين من المخاطرة، وفسر المصطلح الثاني بأنه رأس المال المشارك في المغامرة.<sup>1</sup>

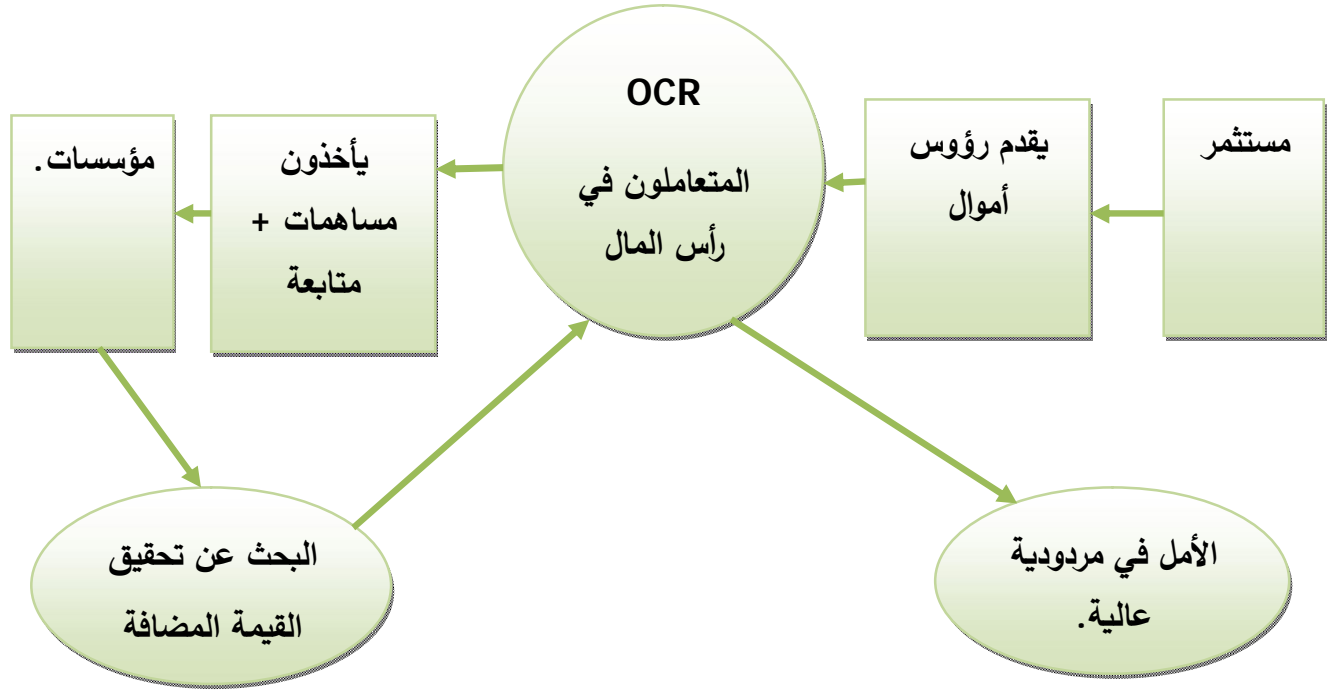
ونهج كثير من الباحثين نفس المنهج معتبرين أن المصطلح الثاني هو الأنسب لأنها تتناسب المخاطرة من جانبها الايجابي ويحضر فيه معنى البذل والتضحية والعطاء وهذا المعنى حقيقة يظهر في الممول الذي يدفع بماله متحملا أقصى المخاطر من أجل ان يعود عليه المشروع بعائد مرتفع أعلى من معدل العائد السائد في السوق.<sup>2</sup> والترجمة العربية "رأس المال المخاطر" أخذت به كثير من الدول وتبنتها بهذا الاسم، حيث نسخت من غير معناها الدقيق عن التسمية الفرنسية. ونحن اذ نتبناه بهذه التسمية في هذا البحث تجاوزا ليس إلا، ثم ترجم رأس المال المخاطر الى عدة مصطلحات أخرى مثل: رأس المال المغامر، رأس مال الخطر، رأس المال المجازف، رأس المال الجريء، رأس مال المخاطرة، رأس المال المبادر، وعرف رأس المال المخاطر بأنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتطوي في الحال على تيقن في الحصول على دخل او التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد وهذه الحالة تعتبر مصدر المخاطر، أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا، حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة، وهذه الحالة تعتبر تعويضا للمخاطر.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - Battini Pierre: **Capital risque**, mode d'emploi (paris: edition d'organisation, 1998), p12.

<sup>2</sup> - Kamel Eddine Bouatouta : **Le capital investissement capital risque Usa-Europe-Tunisie-Maroc-Algérie** , enjeux et perspectives (Alger :édition grand, 2005) , p p 45-47.

<sup>3</sup> - عبد الباسط وفاء: مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دار النهضة العربية، مصر، د ط، 2001، ص 04.

الشكل رقم 03: يبين مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر.<sup>1</sup>



المصدر: رويبة عبد السميع، حجازي اسماعيل: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأسمال المخاطرة، 2006، ص 308.

## 2.4. مزاي وعيوب شركات رأس المال المخاطر:

### 1.2.4. مزاي شركات رأس المال المخاطر.

تتضح مزاي شركات رأسمال المخاطر فيما يلي<sup>2</sup>:

#### • المشاركة:

حيث أن أصحاب التمويل يعتبرون شركاء في الجدوى والمسؤولية فإذا كان صاحب المشروع يعتبر من خلال رأسماله المؤسسة للشركة فإن شركة رأسمال المخاطر تقوم بالوساطة بين

<sup>1</sup> - رويبة عبد السميع، حجازي اسماعيل: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأسمال المخاطرة، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغير والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17/18 أبريل 2006، الجزائر، ص 308.

<sup>2</sup> - Sellami Amara, **Petit et moyenne entreprise et développement économique**, édition Sned Alger, 1985, p 27.

الطرفين نظير حصته من الربح تحصل عليها بالأطراف تتمثل في المستثمر وهو صاحب المال الذي يريد استثماره والممول الذي يقوم بدور شركة رأس المال المخاطر في إدارة صندوق المخاطر نظير حصته من الربح التي تحصل عليها وهي 15% إلى 30% حسب الاتفاق بالإضافة إلى 25% مقابل المصاريف الإدارية سنويا.

يقل هذا إلى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين والمقرضين لدى البنوك الربوية، فالمقرض عليه أن يرد القرض في موعد معين ويدفع فائدة ثابتة مدة الدين، فإذا انخفض العائد تعرض المشروع للإفلاس، وهذا ما من شأنه أن يدفع المستثمر إلى المغامرة، دون النظر إلى حجم الخسارة فهو في كلا الحالتين قاصر، ويضيع المقرض يده على الشركة، بينما لو ربح فسيحصل على الربح كاملا، وهذا لا نجده في المشاركة حين يشترك الجميع في الربح والخسارة حيث تتفق المصالح والوجهة ولا تتعارض.

### • الانتقاء:

أمام الممول فرصة لاختيار الموضوع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكأنها تكون ذات أرباح عالية، وتتضاعف بعدها قيمة أصولها، بينما في حالة القروض، تبحث البنوك عن الشركات صاحبة القدرة على السداد، ولا تبالي بمستقبل الشركة.

### • المرهلية:

من خصائص التمويل برأس المال المخاطر أنه يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة فبعد انتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من جديد إلى الممول وفي هذا ضمان لصدق الاستثمار وفي عرض نتائج الأعمال المنجزة وهذا من شأنه إعطاء فرص جديدة، حيث فشل المشروع، وقبل تراكم الخسائر.

### • التنوع:

يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر، بحيث ما يمكن أن تخسره مع مشروع تربيته مع آخر إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها فضلا على ان المراقبة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات غير مألوفة العواقب.

• التنمية والتطور:

ان هذا النوع من المشاركة قادر على تمويل مشاريع عالية المخاطر ومن ثم يستطيع أن يفتح المجال للاستثمار لا يطرقتها إلا الرواد القادرون، ويعوضه عن هذا الخطر ما يتحقق من مكاسب وعائد كبير، لقد ثبت في تمويل شركات مبتدئة كآبل ومايكروسوفت، وكومباك، ولמידرال إكسبرس وجينيك... الخ.

وكانت التقنية القائمة بها شبه مجهولة ولم تتحس لها مصادر التمويل التقليدية.

• توسيع قاعدة الملكية:

تستثمر الشراكة الى أن تستوي الشركة فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته أو يطرح كأسهم ويمول العائد من ارتفاع رأسمال مشاريع أخرى جديدة.

2.2.4. عيوب شركات رأسمال المخاطر:

• المشاركة في قرارات المشروع والتدخل في توجيهه من قبل مؤسسات رأسمال المخاطر، والذي يعتبر حقا لها باعتبارها مالكة لجزء من رأسمال الشركة.

• استرداد حصص المخاطرين في حالة نجاح المشروع بطبها مبالغ مرتفعة تغطي وتقابل المجازفة التي قبلها المخاطرون وقت الإنشاء، والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقد كافة أموالهم التي شاركوا بها في المشروع.

**المطلب الثاني: علاقة رأس المال المخاطر بالمؤسسات الممولة وأهم المخاطر التي تواجهها.**

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

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

الفرع الأول: علاقة شركات رأس المال المخاطر بالمؤسسات الممولة.

يقود عدم تماثل المعلومات بين صاحب رأس المال المخاطر والمقاولين أو مسوي المؤسسات الممولة للحديث عن نظرية الوكالة، التي تقر بوجود فصل بين ملكية المؤسسة والرقابة على التسيير في المؤسسة الحديثة، بحيث الرئيس (المالك) يتحمل الخطر العام، لكن الوكيل (المسير) يوجه ويسير المؤسسة، وحتى يصرف الرئيس الوكيل عن الاهتمام بمصالحه الخاصة، تقوم مؤسسة رأس المال (الرئيس) بتحفيز الوكيل ومسير المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال المخاطر من خلال ملكه جزء من المؤسسة أو منحه دخل متغير مرتبط بسبب أداء عالية.<sup>1</sup>

1- نظرية الوكالة:

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

وقد جاء كل ذلك نتيجة انفصال وظائف الملكية عن وظائف اتخاذ القرار وبالتالي ظهور تباعد في المصالح بين المالكين لرأس المال وبين مصالح مالكي مهارة التسيير أي المسؤولين عن إدارة المؤسسة، مما يوحى إلى هؤلاء المسيرين اعتماد سلوكيات تسييرية واستراتيجية يحلون بها مصالحهم على حساب مصالح المساهمين، نشأت الفكرة الأساسية لنظرية الوكالة التي اعتبرت عند الكثيرين الإطار الفطري للحكومة حيث سعت هذه الأخيرة إلى توضيح الأطراف المتعاقدة العقود لتقليل التكاليف المرتبطة بها وتخفيض حدة التضارب في المصالح بين طرفي

<sup>1</sup> - براق محمد، بن زواي محمد الشريف: مرجع سبق ذكره، ص 19.

علاقة الوكالة ومحاولة ربط مصالحها بما يجعل الوكيل يعمل لمصلحة الموكل أما تطبيقها في مجال المالية فأتى لتبرير تفويض المسؤولية بين المتعاقدين باعتبار أن الموكل ضحية عدم تماثل المعلومات، يترك المجال للوكيل للتصرف اعتماداً على المعلومات التي يمتاز بقدرته على الحصول عليها لكن الأشكال المطروح هو إمكانية انحراف الوكيل عن المهمة الموكلة إليه وبحثه عن تحقيق منفعته الذاتية وذلك بتسييره للأمر في الاتجاه الذي يخدم مصالحه الخاصة مما يدخل الطرفين في صراع مصالح ويعتبر العقد حسب نظرية الوكالة أداة المركزية التي تقود التنسيق بين الطرفين حيث يهدف الموكل إلى الحد من الاختلاف بوضع نظام تحفيزات أو عقوبات ووسائل مراقبة، هناك فرضيتان أساسيتان من أجل إقامة علاقة وكالة هما: فرضية اختلاف الأولويات لأطراف العلاقة وفرضية عدم تماثل المعلومة.<sup>1</sup>

### هناك ثلاث أنواع لعلاقة الوكالة في رأس المال المخاطر:

**أولاً:** مؤسسة رأس المال المخاطر لها حافز لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المستثمرين فيها، فهي تعد كوكيل بالنسبة للمستثمرين فيها.

**ثانياً:** المقاول له حافز لتفضيل مصالحه الخاصة على مصالح مؤسسة رأس المال المخاطر ومنه يمكن اعتبار المقاول كوكيل المؤسسة رأس المال المخاطر،

**ثالثاً:** يمكن أن يكون المؤسسة رأس المال المخاطر حافز لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المقاول ومنه يمكن أن تكون كوكيل لهذا الأخير.

### 2- نظرية العدالة الإجرائية:

نظرية العدالة الإجرائية هي مقارنة إجتماعية تعالج مفهوم العدالة ضمن الإطار التنظيمي، مع التركيز على مدى إدراك أطراف العلاقة لهذه العدالة، فأمام أي وضعية كانت تختلف ردة فعل كل طرف من أطراف العلاقة بالنظر إلى مدى إدراكه لماذا سيفعل اتجاه هذه الوضعية، فمن أجل الفهم أكثر التوقع رد الفعل، يجب معرفة العوامل المساهمة في مدى إدراك

<sup>1</sup> -خلفة ساهل زينب: حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر-دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/المسير، مجلة الباحث الاقتصادي، مجلد 6، العدد 1، جوان 2018، ص 232.

كل طرف لمفهوم العدالة. يرجع الفضل في بروز العدالة الإجرائية إلى جهود كل من Thisant et Walker (1975) حيث قام الباحثان تعريف للعدالة الإجرائية عبارة عن إدراك الأفراد للعدالة المتعلقة باستخدام الأساليب والإجراءات والطرائق التي يتم بها تحديد القرارات المتعلقة بالمخرجات.

إن هذه الإجراءات وحسب باحثين آخرين يشترط خضوعها لمجموعة محددة من المعايير الموضوعية حتى تكون عادلة، والتي تشمل:

- الثبات في جميع الأوقات، والشمولية على جميع الأشخاص بالمنظمة.
- الدقة والواقعية بالحصول على معلومة كاملة وصادقة.
- الحياد، بوقوف متخذ القرار على على نفس المسافة تجاه الأطراف المتأثرين بالإجراءات أخلاقية عن طريق احترام المبادئ والأخلاق العامة حال تطبيق تلك الإجراءات.<sup>1</sup>

**الفرع الثاني : أهم المخاطر التي تواجهها شركات رأس المال المخاطر.**

أهم المخاطر التي تواجه شركات رأس المال المخاطر هي<sup>2</sup>:

### 1-مدخل نظرية الوكالة:

حسب Sahman (1990) فإن أهم المخاطر التي تواجه هذه الشركات في عمليات التمويل التي تقوم بها وهي مخاطر الاختيار الغير صائب والمخاطر الأخلاقية والمخاطر التحويل ولقد طور Meckling Et Jensen عام 1976 وبعده FAMA واللذان اعتبرا المؤسسة مجموعة من العقود بين مجموع المعنيين بالمؤسسة واعتبرا حوكمة المؤسسة عبارة عن العقد الذي يجمع بين الموكل والموكل له للقيام بعمل مما ينشأ من خلال العقد سلطة القرار وهي أساسية لفهم العلاقات التي تنشأ بين المساهمين (الموكل) والمسيرين (الموكل له) في

<sup>1</sup>-خلفة ساهل زينب: مرجع سبق ذكره، ص237.

<sup>2</sup>- جمال ايدروج: دور شركات رأس المال المخاطر في تحسين المؤسسات الممولة، revue d'économie et de stasistique appliquée، مجلد 12، العدد 2، 2015، ص ص 116، 115.

تسيير المؤسسة والتي تنشأ عنها مخاطر تتحملها شركات رأس المال المخاطر في سياق عمليات التمويل.

### 2- مخاطر الاختيار الغير صائب:

وهي المخاطر التي تتحقق قبل الدخول في العملية التمويلية والتي تتعرض لها شركات رأس المال المخاطر وهي الاختيار الغير صائب إذ أن شح المعلومات لديها على:

#### • ربحية المشروع و عدم تماثل المعلومات:

التي تكون عليها أطراف عملية التفاوض وذلك لتقييم المرحلة المالية للمشروع ومدى قدرته على خلق قيمة و قيمة التدفقات النقدية المستقبلية وكذلك على قدرة المقاولين على القيام بهذه المرحلة التسييرية مما يجعلها تتقدم على اختيار المشاريع ذات المخاطرة العالية إذ حسب (1990) All et ARmit فإن المقاولين الأقل كفاءة سيلجئون إلى الاعتماد على شركات رأس المال المخاطر لمشاريعهم.

#### • المخاطر الأخلاقية:

تتجلى هذه المخاطر المرحلة اللاحقة التي عملية التمويل من قبل شركات رأس المال المخاطر إذ المسيرين قد يلجئون إلى سلوك غير أخلاقي اتجاه المساهمين شركات رأس المال المخاطر وهذا بالعمل على تعظيم منافعهم من المؤسسة بدل العمل على تعظيم القيمة وزيادة الأرباح كان يعمدون إلى انتهاج سياسة استثمارية توسعية تكون من خلال مكاسب نفعية خاصة على حساب المؤسسة وهذا ما ذهب الباحثين إليها التي يكون فيها استحالة مراقبة المسيرين لعدم تماثل المعلومات.

#### • مخاطر التحويل:

وهي الحالة التي من خلالها يتمكن المسير من عمل على تعظيم منفعه وهذا من خلال الثغرات الموجودة في العقود التمويلية التي تربطه بشركات رأس المال المخاطر وتكون هذه الحالة عندما يكون المشروع ذو تقنية عالية ولم يتمكن من الوقوف على هذه الميزات التقنية فلا يحدد معالم العقد بدقة فيستعملها المسير لصالحه، كل هذه المخاطر تضطر شركات رأس

المال المخاطر الى انتهاج سياسة الرقابة والتي من اجلها تقوم بدفع مصاريف وتحمل تكاليف اضافية.

**المطلب الثالث: آلية عمل شركات رأس مال المخاطر وتجارب بعض الدول.**

**الفرع الأول: آلية عمل شركات رأس مال المخاطر.**

تدخل شركات رأسمال المخاطر عند كافة مراحل تطور المؤسسة ويمكن تقسيم تلك الى ثلاث مراحل:

### 1-مرحلة ما قبل الإنشاء:

تتولى شركة رأسمال المخاطر في هذه المرحلة تمويل نفقات البحث والتنمية ونفقات إجراء التجارب بما في ذلك بعث سلعة أو منتج جديد في السوق.

### 2-مرحلة الانطلاق:

تتولى الشركة في هذه المرحلة تجسيد تطبيق المشروع على أرض الواقع، حيث تتولى تمويل التهيئة شراء المعدات وحتى القيام بعمليات الدعاية وتسويق المنتج.

### 3-مرحلة التوسع:

في هذه المرحلة تقوم الشركة بتمويل مؤسسات قائمة، وعند تجسيد فكرة التوسع بواسطة المؤسسة بمفردها يقودها الى ضائق مالي، فتدخل شركة رأسمال المخاطر لسد العجز وزيادة الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، البحث عن أسواق جديدة (la prospection) كما تتدخل لتمويل الاستحواذ على مؤسسات أخرى أو تمويل احتياجات من رأسمال العامل.

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

الفرع الثاني: تجارب بعض دول العالم في مجال رأس المال المخاطر.

إن لمؤسسات رأس المال المخاطر أهمية بارزة في اقتصاديات الكثير من دول العالم ولقياس هذه الآثار الاقتصادية سواء في انتقاء المشروعات الممولة أو متابعتها ورعايتها، ومن خلال هذا المحور سنتطرق الى تجارب بعض الدول الرائدة في هذا المجال، وكذا تجارب الدول النامية.

## 1. تجارب بعض الدول الرائدة في مجال رأس المال المخاطر:

### 1.1. التجربة الأمريكية:<sup>1</sup>

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

<sup>1</sup> -نبيلة قدور، حمزة العرابي: التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم (الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس، الجزائر)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 7، جوان 2017، ص 893.

الجدول رقم (01): مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر والمشروعات الممولة

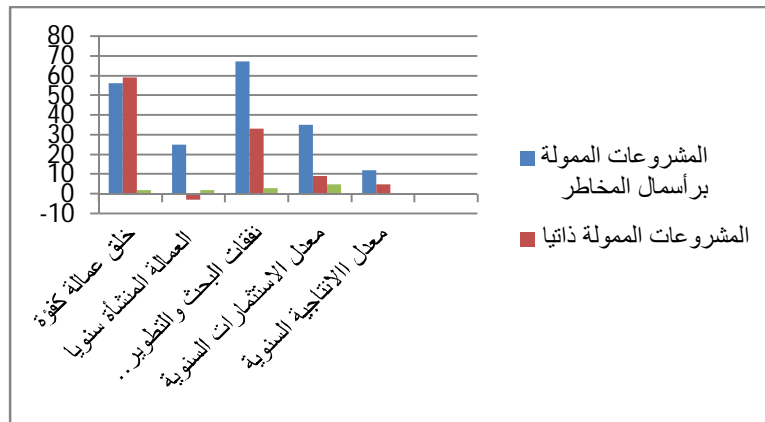
ذاتيا في أمريكا.

المشروعات الممولة ذاتيا.	المشروعات الممولة برأسمال المخاطر.	أوجه المقارنة.
59+	56+	خلق عمالة كفاءة (%)
3-	25+	العمالة المنشأة سنويا (%)
33+	67+	نفقات البحث والتطوير بالنسبة للشخص الواحد
9+	35+	سنويا (%)
5+	12+	معدل الاستثمارات السنوية (%)
		معدل الانتاجية السنوية (%)

Source : Pierre Battini, Capital Risque, 1998, p243.

ويمكن تمثيل بيانات هذا الجدول بواسطة الأعمدة البيانية على النحو التالي:

الشكل رقم 04: تمثيل بيانات الجدول أعلاه باستخدام الأعمدة البيانية.



المصدر: نبيلة قدور، حمزة العرابي: التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول

العالم...، ص 893.

من خلال نتائج التمثيل البياني لمعطيات الجدول أعلاه نلاحظ بأن المشاريع الممولة لرأس المال المخاطر تتفوق على نظيرتها من المشاريع الممولة ذاتيا في كل أوجه المقارنة، ما عدا من ناحية خلق عمالة كفة فهناك تقارب بينهما.

## 2.1. التجربة الفرنسية:

اعتمادا على تقرير بنك فرنسا تم اختيار مجموعة من المؤسسات 38% منها تعمل في القطاع التكنولوجي (كالإلكترونيات والمعلوماتية) و 30% منها فقط منشأة منذ سنة 1990 والباقي منشأ منذ 1980، وتستخدم ما بين 100-499 أجير، هذه المجموعة الممولة برأس مال المخاطر ومجموعة أخرى غير ممولة به وكانت النتائج كما في الجدول الموالي:<sup>1</sup>

الجدول رقم (02): مقارنة بين المشروعات الممولة برأس مال المخاطر والمشروعات الممولة ذاتيا في فرنسا.

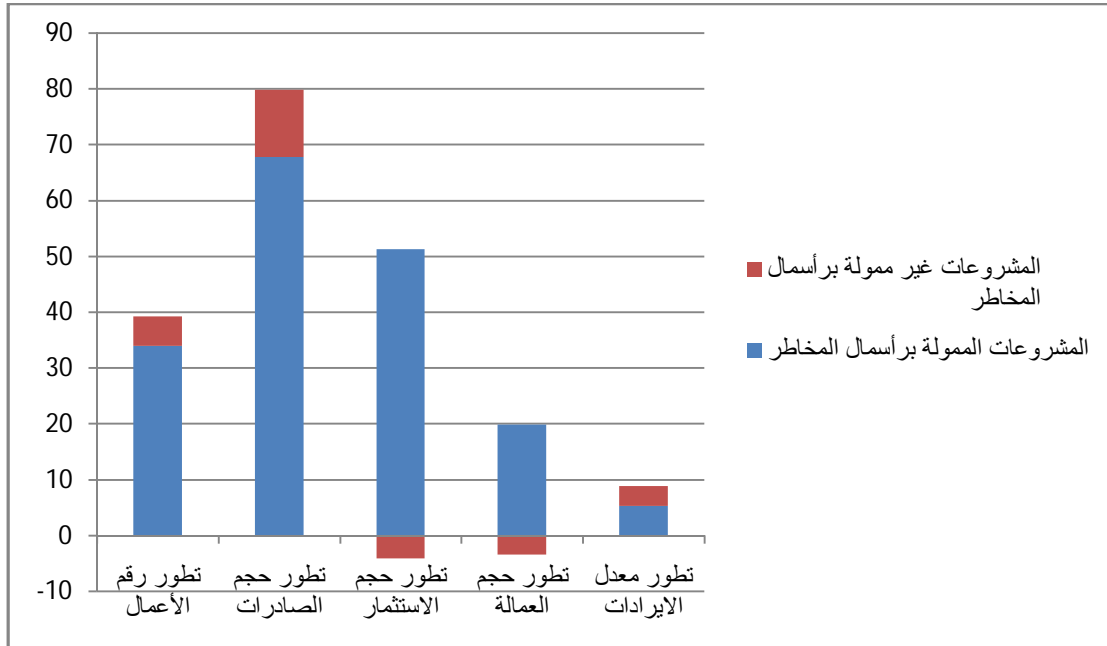
أوجه المقارنة	المشروعات الممولة برأسمال المخاطر	المشروعات غير ممولة برأسمال المخاطر.
تطور رقم الأعمال (%)	34+	5.3+
تطور حجم الصادرات (%)	67.8+	12+
تطور حجم الاستثمار (%)	51.3+	4-
تطور حجم العمالة (%)	19.9+	3.4-
تطور معدل الإيرادات (%)	5.4+	3.5-

المصدر: بريش، 2007، ص11.

<sup>1</sup> - السعيد بريش: رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، العدد 05، كلية الحقوق وكلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2007، ص 11.

ويمكن تمثيل بيانات الجدول السابق على النحو التالي:

الشكل رقم 05: تمثيل بيانات الجدول السابق باستخدام أعمدة بيانية.



المصدر: نبيلة قدور، حمزة العرابي: التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم...، ص 894.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه بأن المشروعات الممولة برأس المال المخاطر في فرنسا متفوقة على غيرها من المشروعات الممولة بالطرق الأخرى في كافة أوجه المقارنة.

### 3.1. تجربة المملكة المتحدة:<sup>1</sup>

تعد المملكة المتحدة أكبر دولة في أوروبا من حيث نشاط رأس المال المخاطر، وهي ثاني أكبر سوق للاستثمارات بعد الولايات المتحدة الأمريكية، وأغلب استثمارات رأس المال المخاطر في المملكة المتحدة تكون عن طريق صناديق رأس المال المخاطر أو صناديق المعاشات، وقد بلغت استثمارات القطاع الحكومي والقطاع العام في مشاريع مرحلة الفكرة ومشاريع المراحل الأولية حوالي 67% من استثمارات رأس المال المخاطر عام 2008.

<sup>1</sup> - محمد السعد ناصر: رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمّل لوطلة الماجستير مدعوم من برنامج أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، السعودية، 2012، ص 48، 49.

ويتشابه واقع رأس المال المخاطر في المملكة المتحدة بنظيرته في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن ذلك تأثيره سلبا بانفجار فقاعة أسهم تقنية المعلومات (Dotcom Crash) ثم الأزمة الاقتصادية العالمية، فقد انخفضت استثمارات رأس المال المخاطر حوالي 50% في عام 2009، والتي حصلت فيه حوالي 266 شركة على تمويل رأس المال المخاطر بمقدار 277 مليون جنيه إسترليني.

وقد شهد عام 2000 ذروة نشاط استثمارات رأس المال المخاطر في المملكة المتحدة، حيث زاد حجم استثمارات رأس المال المخاطر عن 4 بليون جنيه إسترليني، ويحظى قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات بالنصيب الأكبر من استثمارات رأس المال المخاطر في المملكة المتحدة، كما شهد عام 2006 أكبر عمليات خروج من استثمارات رأس المال المخاطر تنوعت بين عملية طرح للاكتتاب العام (IPO) وعمليات اندماج واستحواذ، حيث قدر إجمالي عدد عمليات الخروج في عام 2006 بحوالي 215 عملية خروج.

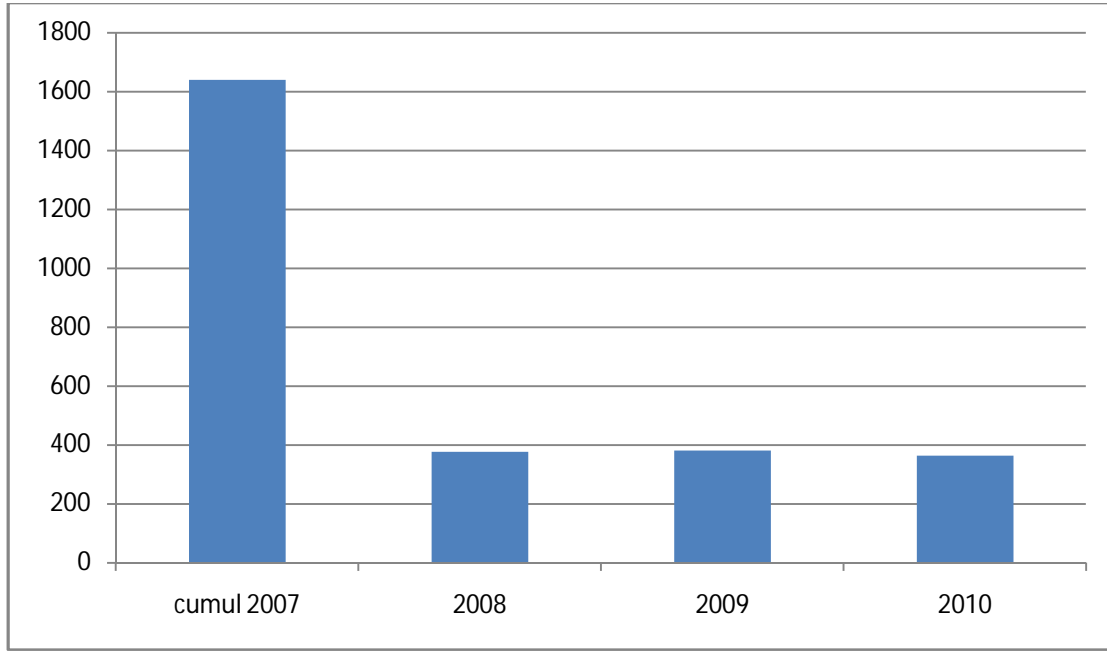
## 2. تجارب بعض الدول النامية في مجال رأس المال المخاطر.

### 1.2. التجربة التونسية<sup>1</sup>

تعتبر التجربة التونسية في نشاط رأس المال المخاطر من أوائل التجارب في المنطقة العربية وأكثرها تميزا، وفي بداية هذه التجربة سمح للمصارف بإنشاء شركات رأس المال المخاطر لكنها لم تتجح لأن تمويل رأس المال المخاطر يحتاج الى مهارات وخبرات قد لا يتقنها القطاع المصرفي، ثم صدر في عم 1995، قانون ينظم نشاط رأس المال المخاطر في تونس، وقد ساهم هذا القانون في تأسيس شركات رأس المال المخاطر وصل عددها حوالي 40 شركة بنهاية 2010، وتبلغ نسبة المشاريع الناجحة التي تم تمويلها برأس المال المخاطر في تونس منذ عام 1995 حوالي 72%، ونتيجة لتميز التجربة التونسية فقد تم ترشيحها من قبل جامعة الدول العربية في عام 2004 لتكون مقرا للاتحاد العربي لرأس المال المخاطر.

<sup>1</sup> - محمد السعد ناصر: وجع سبق ذكره، ص 50.

الشكل رقم 06: عدد الشركات التي تم تمويلها برأس المال المخاطر في تونس.



المصدر: محمد السعد ناصر، 2012، ص 51.

## 2.2. تجربة الجزائر في مجال رأس المال المخاطر:

### 1.2.2. شركات رأس المال المخاطر بالجزائر: <sup>1</sup>

ان نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر حيث الوجود بل تعداده قليل جدا، لذا فإن من مصلحة الدول النامية خاصة الجزائر أن تعمل على تنمية هذه المؤسسات لدعم مشروعاتها لهدف تحقيق التنمية، وبالفعل فقد تم في الجزائر العزم على إنشاء صندوق رأس المال المخاطر لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتولى الخزينة والبنوك تدعيمه وقامته، وكان ذلك يوم 2004/01/14 باعتماد قدره 3,5 مليار دينار جزائري وقد أعلن أيضا في نفس السنة على تأسيس صندوق ضمان قروض الاستثمار لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا الصندوق ثمة التزام مشتركة بين السلطات العمومية والبنوك برأس مال قدره 30 مليار دينار جزائري على الرغم من المخاطر التي تحيط بمجالات استثمار مؤسسات رأس المال المخاطر باعتبارها استثمارات طويلة لأجل ينقصها معيار الإرادية والأمان، فضلا عن تلك التي تحيط بمهنة رأس المال المخاطر في الدول النامية باعتبارها مهنة مستحدثة، لم يألفها السوق

<sup>1</sup> - نبيلة قدور، حمزة العرابي: مرجع سبق ذكره، ص 896.

من قبل إلا أنه تمت بعض التجارب في الجزائر لبعض مؤسسات رأس المال المخاطر نوردها فيما يلي:<sup>1</sup>

### • مؤسسة SOFINANCE:

التي تأسست بتاريخ 2002/0901 ونسبة مساهمتها في التمويل لا تتعدى 35% من رأس مال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول الأخرى، وهي كذلك لا تغطي كل الأنشطة، بل انحصر مجال عملها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية وهذا يعني الاهتمام بالصناعات التحويلية وهو نشاط ضئيل المخاطر إذا ما قورن بالأنشطة الأخرى.

### • مؤسسة FINALEP:

التي تأسست سنة 1991 كأول مؤسسة في الجزائر بأربعة مساهمين وهم: بنك التنمية المحلية BDL بـ 40%، الصندوق الفرنسي للتنمية CFD بـ 28,74%، القرض الشعبي الجزائري CPA بـ 20% والبنك الأوروبي للاستثمار BEI بـ 11,26%. وتعمل هذه المؤسسة على ترقية الاستثمار في الجزائر على مسار الشركة الجزائرية الأوروبية، وهي كباقي مؤسسات رأس المال المخاطر تشارك في عملية التأطير فهي وكيل ما بين 10% و 20% من رأس المال الاجتماعي حسب الحجم وحاجة المؤسسة بقدر رأس مال مؤسسة بـ 159,750 مليون دينار جزائري وهي شركة ذات أسهم تعد أول مؤسسة ذات رأس مال استثماري ومخاطر في الجزائر.

### ومن أهم المشاريع التي ساهمت Finalep في تمويلها:

1. شركة الكيمياء الصناعية التي تقدم الصيانة الصناعية والتنظيف الصناعي،
2. شركة COCHMA التي تنتج الياغورت والعصير والحليب من الصودا،

<sup>1</sup> - عبد الله بلعدي: التمويل برأس المال المخاطر - دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة-، مذكرة مكلمة لنيل شهادة الماجستير تخصص اقتصاد اسلامي، قسم الشريعة، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الاسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008، ص ص 122، 120.

3. وأيضاً الزراعة الغذائية MAS TABCCOUS وتنتج التبغ،

4. مؤسسة التحويل المعدني الصناعية SOYAMIN METAL وهي مؤسسة جزائرية  
إيطالية لتصنيع الديكور والإكسسوارات

## خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل الذي تم فيه عرض الإطار النظري لرأس المال المخاطر وابرز أهدافه وخصائصه والتعرف على أهميته والأطراف المتداخلة فيه من جهة، ومن جهة أخرى تم التطرق الى أبرز شركاته ومختلف المشاكل التي تواجه ظهور المنشآت الجديدة في الجزائر، والأهمية العملية الضرورية لخلق حلول ملائمة لمواجهة هذه الصعوبات، وخاصة بتبني الجزائر توجهات حديثة نحو اقتصاد السوق وما يتطلبه من اصلاحات جذرية.

ولعل خلق مثل هذه الشركات بعد خطوة ايجابية سارت عليها الجزائر على غرار مختلف دول العالم حيث تجلت بصورة واضحة أهمية شركات رأس المال المخاطر كبديل تمويلي وبامتياز لصالح المشاريع الصغيرة والمتوسطة وكنتيجة حتمية على التنمية المحلية والوطنية لاقتصاد البلاد مع ابراز مختلف الفوارق الموجودة بين شركات رأس المال المخاطر وشركات المساهمة.

## الفصل الثاني:

# الإطار النظري لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها

### تمهيد:

تعتبر مشكلة التمويل من أهم المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مما يجعلها تلجأ إلى مصادر خارجية من بينها شركات رأس المال الاستثماري، كما يعتبر رأس المال المخاطر من المصادر التمويلية المستحدثة والمستخدمه في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في مرحلتي الإنشاء والانطلاق، وقصد التعرف على أهمية رأس المال المخاطر تم التعرض للمراحل التاريخية لتطوره، وكذا مختلف المراحل التمويلية التي يمر بها المشروع أثناء عملية تمويله برأس المال المخاطر ثم تم عرض تجربة و.م.أ كونها البلد السباق في استخدام رأس المال المخاطر، وقد أفضت النتائج إلى أن رأس المال المخاطر بات من أهم المصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات كونه يقلل من إمكانية خروج المشروعات الصغيرة والمتوسطة من السوق، وكذا يساهم في تحقيق فوائد تساعد على تحقيق التنمية ومن خلال هذا الفصل سنقوم بعرض ماهية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها وكذا عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر.

**المبحث الأول: ماهية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقسم إلى ثلاث مطالب كالتالي:**

-المطلب الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- المطلب الثاني: ماهية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- المطلب الثالث: أطراف التمويل عن طريق رأس المال المخاطر والتدابير المتبعة قبل دخوله وآثاره

**المبحث الثاني: عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر مقسم إلى ثلاث مطالب كالتالي:**

- المطلب الأول: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

- المطلب الثاني: الرقابة على عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وأهميتها

- المطلب الثالث: عملية الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

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

تصنف المؤسسات الاقتصادية من حيث الحجم إلى مؤسسات صغيرة ومتوسطة من جهة ومؤسسات كبيرة من جهة أخرى وهذا التصنيف يعتبر مفيدا في عدة مجالات، لذا إعطا مفهوم واضح وموحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل نهائي ووضع الحدود الفاصلة بينها وبين باقي المؤسسات الأخرى خاصة بعد انتشار المصطلح انتشارا واسعا في مختلف دول العالم. يعتبر بغاية الأهمية ولكن في الواقع هذا المصطلح لا يزال يكتنفه الغموض وعدم الرؤية في تحديد معناها الدقيق.

### المطلب الأول: ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لقد اختلفت التعاريف بين البلدان النامية والمتطورة، وعليه سنعطي بعض الأمثلة على ذلك:

### الفرع الأول: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

#### 1- تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتقدمة

#### 1-1 تعريف الولايات المتحدة الأمريكية: صدر عام 1953 وكان مضمونه أن المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة هي التي تم امتلاكها وإدارتها بطريقة مستقلة، حيث لا تسيطر على مجال العمل الذي تنشط في نطاقه وقد تم تحديد مفهوم المؤسسة الصغيرة والمتوسطة بطريقة أكثر تفصيلا بالاعتماد على معيار حجم المبيعات، عدد العاملين ولذلك فقد حدد القانون حدودا على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كما يلي:

- المؤسسة الخدمية والتجارة بالتجزئة (من 1 أو إلى 5 مليون دولار كمبيعات سنوية)؛
- مؤسسات التجارة بالجملة (من 5 إلى 15 مليون دولار أمريكي كمبيعات سنوية)؛
- المؤسسات الصناعية (عدد العمال 250 عامل أو أقل)<sup>1</sup>.

#### 2-1 تعريف الاتحاد الأوروبي: بعد محاولات عديدة لتوحيد مفهوم المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة في دول الإتحاد الأوروبي، أقرت لجنة الأوروبية مفهوما جديدا للمؤسسات

<sup>1</sup> رابح خوني ، ترقية أساليب وصيغ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اقتصاد الجزائر ، رسالة ماجستير ، غير منشورة

، كلية الاقتصاد وعلوم التسيير، فرع اقتصاد التنمية، 2003، ص11.

الصغيرة والمتوسطة في 3 أبريل 1996 من أجل ضمان تناسق السياسة الأوروبية

الموحدة، وفي هذا التعريف استخدمت ثلاث معايير أساسية وهي:

- عدد العمال.

- رقم الأعمال السنوي.

- درجة الاستقلالية.

وكانت عملية تصنيف المؤسسات كما يلي:

- المؤسسة المتوسطة: هي تلك التي تتوافق معايير الاستقلالية، وتشتغل أقل من 250

عامل، ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 40 مليون أورو، وميزانيتها لا تتعدى 27 مليون أورو.

- المؤسسات الصغيرة: هي تلك التي تتوافق معايير الاستقلالية، وتشتغل أقل من 50 عامل

وتحقق رقم أعمال لا يتجاوز 7 ملايين أورو، ولا تتعدى ميزانيتها 5 مليون أورو سنويا.

**3-1 تعريف اليابان:** استنادا للقانون الأساسي حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

1963 فإن التعريف

المحدد لهذا القطاع يلخص في هذا الجدول، بحيث يعبر بين مختلف المؤسسات على أساس

طبيعة النشاط<sup>1</sup>.

**الجدول رقم 1-1 التعريف الياباني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

عدد العمال	رأس المال	القطاع
صناعة و القطاعات الأخرى	300 أو أقل	300 عامل أو أقل
مبيعات الجملة	100 أو أقل	100 عامل أو أقل
مبيعات التجزئة	50 أو أقل	50 عامل أو أقل
الخدمات	50 أو أقل	50 عامل أو أقل

<sup>1</sup> ياسر عبد الرحمان، براشن عماد الدين، مجلة نماء الاقتصاد والتجارة، العدد الثالث، جوان 2018، ص 217-218.

## 2- تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البلدان النامية:

2-1 تعريف لجنة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية في الدول النامية (UNDO) للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: اعتمدت هذه اللجنة على معيار اليد العاملة في تصنيفها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث عرفت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ينشط بها ما بين 15 و 19 عامل، والمؤسسة المتوسطة هي المؤسسة التي تشغل ما بين 20 و 99 عامل في حين المؤسسة الكبيرة بها أكثر من 100 عامل.

## 2-2 تعريف البنك الدولي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: الجدول التالي يوضح ذلك:

نوع المؤسسة	عدد العمال	إجمالي الأصول	حجم المبيعات السنوي
مؤسسة صغيرة	أقل من 10 عمال	أقل من 100 ألف دولار	أقل من 100 ألف دولار
مؤسسة صغيرة	أقل من 50 عامل	أقل من 3 ملايين دولار	أقل من 3 ملايين دولار
مؤسسة متوسطة	أقل من 30 عامل	أقل من 15 مليون دولار	أقل من 15 مليون دولار

الجدول رقم: 02

Meghana Ayyaganinad, Small and medium enterprise across the glob:A : new dat base. World bank policy research working paper 3127, august 2003 p 03.

## الفرع الثاني: أهمية ومكانة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أهم العناصر المساهمة في عملية التنمية الاقتصادية لجميع بلدان العالم وإن كانت بنسب متفاوتة، فمساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى إجمالي العمالة بلغت %17.5 في الدول منخفضة الدخل في حين تصل إلى %57.2 في الدول ذات الدخل المرتفع أما مساهمتها في الناتج المحلي الاجمالي تقدر ب %15.5 لإجمالي الناتج المحلي في الدول منخفضة الدخل و %15.4 في الدول مرتفعة الدخل.

ونلخص الأهمية الاقتصادية لهذه المؤسسات فيما يلي:<sup>1</sup>

• **مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التشغيل:** تساهم المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة في إتاحة فرص العمل كثيرة في الوقت التي تعاني معظم دول العالم ولاسيما الدول النامية التي تعاني من مشكل البطالة، وتتمثل أهم الأسباب التي جعلت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أكثر استقطابا لليد العاملة في أنها مشروعات كثيفة العمالة ، حيث تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصغر رأس المال وهذا ما يجعلها تعتمد على ارتفاع كثافة العمل، واعتمادها على تقنيات بسيطة في الإنتاج مع اعتمادها على قوة العمل الإنساني مما يساعد الدول التي تعاني من وفرة العمل وندرة رأس المال على مواجهة مشكلة البطالة دون تكبد تكاليف رأسمالية عالية، كما توفر هذه المؤسسات فرص عمل بصورة مباشرة وبصورة غير مباشرة.

• **مساهمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في دعم الصادرات** عادة ما ينظر إلى

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أنها مخرج لعلاج البطالة، وأنها لا تستلزم من التكاليف ما تتطلبه المؤسسات الكبيرة حيث أن تكلفة إنشاء المؤسسة الصغيرة والمتوسطة أقل كما أن قدرتها على مواجهة التحديات واتخاذ القرار أسرع من الكبيرة، وعادة ما توصف المشروعات الصغيرة والمتوسطة للبلدان النامية الأمرين وهما: الأول بمعدلات النمو الاقتصادي المواجهة الفقر، والثاني قدرتها على استيعاب عدد أكبر من العمالة بتكلفة أقل لمكن في ظل العولمة فإن هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لم يعد دورها قاصرا على التطلعات المحلية داخل الدول التي تمارس فيها نشاطها، ولكن أصبح مجال التصدير والدخول في أطر أكبر من المحيط القطري.

هدف لهذه المؤسسات.

- تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في تنمية الصادرات وتخفيف العجز في

ميزان المدفوعات وذلك لقدرتها على الدخول إلى الأسواق الخارجية بسبب تنوع منتجاتها

<sup>1</sup> ياسر عبد الرحمان ، مرجع سبق ذكره، ص 216-217

وانخفاض تكلفتها بالإضافة إلى اعتمادها على المواد الأولية المحلية. ورغم عدم توفر معطيات جدية لفعالية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدى العديد من الدول النامية إلا أنه قد تبين بأنها أغلبيتها الساحقة لا تصدر ولا تطمح للتصدير مستقبلاً، أما الدول الصناعية الرائدة فإن فتح الأسواق أعطى العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فرص التسويق خارج الحدود السياسية رغم صغر حجمها؛

• تكوين قوة العمل الماهرة باعتبار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستخدم عمالاً ذوي مهارة منخفضة نسبياً، فإنها تساعد العمال على اكتساب المهارات الإدارية والإنتاجية والتسويقية والمالية الإدارة أعمال هذه المؤسسات، في الوقت ذاته فهي تجنب الدولة التكاليف الإضافية التي يتطلبها التوسع في إقامة مراكز جديدة لتدريب أو توفير مدربين وإمكانات في المراكز القائمة

• دعم المؤسسة الكبيرة تساهم هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التكامل والتحالف مع المؤسسات الكبرى، حيث تقوم بدور فعال في دعم الكفاءة الإنتاجية للمؤسسات الكبيرة حيث تزودها بالعمالة الماهرة التي اكتسبت الخبرة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتنتقل إلى المؤسسات الكبيرة، باعتبارها تقدم أجوراً أعلى ومزايا اجتماعية أفضل، وبالتالي تستفيد هذه المؤسسات من خبرات هؤلاء العمال دون تحملها لأي تكلفة لتكوينهم وتدريبهم.

• تنمية المناطق الريفية تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تحقيق التوازن الجغرافي العملية التنموية مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، كما تتمتع بمرونة أكبر في تحديد أماكن توطنها لأنها تحتاج إلى قدر ضئيل من خدمات البنية التحتية وبالتالي إمكانية إقامتها في المناطق الريفية وهذا ما يساعد على توفير فرص العمل لسكان هذه المناطق وتحسين مستوى معيشتهم والتقليل من الهجرة إلى المناطق الحضرية<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> مرجع سبق ذكره، ص 217-218.

## المطلب الثاني: ماهية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

قبل التطرق إلى طرق التمويل عن طريق رأس المال المخاطر علينا أن نعرف ما معنى التمويل وماهي أهميته بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

### الفرع الأول: تعريف التمويل :

يتحتم على المؤسسة توفير الأموال اللازمة التي تمكنها من القيام بنشاطها واستثماراتها، ومن أجل ضمان ذلك تقوم بمجموعة من العمليات والأنشطة التي توفر بها الأموال المناسبة، هذه العمليات تندرج ضمن عملية التمويل، وقد تباينت الآراء حول تعريفه ونذكر منها:

- يعرف التمويل على أنه: توفير الأموال " السيولة النقدية " من أجل إنفاقها على الاستثمارات وتكوين رأس المال الثابت بهدف زيادة الإنتاج والاستهلاك.<sup>1</sup>

- كما يمكن اعتبار التمويل على أنه مختلف العمليات التي تمكن المؤسسة من الحصول على الأموال اللازمة لتمويل نشاطها سواء كان من مصادر داخلية عن طريق التمويل الذاتي أو مصادر خارجية عن طريق الاقتراض.<sup>2</sup>

- كما يعرف " مجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة الأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة.<sup>3</sup>

من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص التعريف التالي:

<sup>1</sup> محمد العربي ساكر، محاضرات في تمويل التنمية الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2006، ص 14.

<sup>2</sup> سيودة إيناس، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة القرض السندي لمؤسسة سوناپراك-، قسم: علوم التسيير، فرع: مالية المؤسسة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009/2008، ص 30.

<sup>3</sup> حمزة الشخي، ابراهيم الجزراوي، الادارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 1998، ص20.

التمويل هو مجموعة من العمليات التي تقوم بها المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة لتدوم ول مختلف الأنشطة التي تقوم بها وذلك باختيار المصدر المناسب لهذه الأموال سواء كان داخلي أو خارجي حسب قدرة المؤسسة.

### الفرع الثاني: خصائص التمويل وأهميته

يتميز التمويل بالخصائص التالية:<sup>1</sup>

- التمويل خاص بالمبالغ النقدية وليس السلع والخدمات؛
- أن يكون التمويل بالمبالغ المطلوبة فقط؛
- الغرض الأساسي للتمويل هو تطوير المشاريع الخاصة والعامة؛
- أن يقدم التمويل في الوقت المناسب، أي في أوقات الحاجة إليه.

### 1- أهمية التمويل:

تتمثل أهمية التمويل فيما يلي:<sup>2</sup>

- يساعد على إنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني؛
- تحرير الأموال والموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها؛
- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء واستبدال المعدات؛
- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي؛
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية.

### الفرع الثالث: مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

تتدخل شركات رأس المال المخاطر عند كافة مراحل تطور المؤسسة ويمكن تقسيم تلك

المراحل إلى ثلاث مراحل:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> صبيودة إيناس، مرجع سبق ذكره، ص 30.

<sup>2</sup> رابع خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2008، صص 95-96.

<sup>3</sup> دراجي كريمو، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات -دراسة حالة الجزائر- ، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 09، سبتمبر 2013، صص 348-349.

**1- مرحلة ما قبل الانشاء ( capital d'amorçage ):** تتولى شركة رأس المال المخاطر في هذه المرحلة تمويل نفقات البحث والتنمية ونفقات إجراء التجارب بما في ذلك بعث سلعة أو منتج جديد في السوق.

**2- مرحلة الانطلاق (start up, capital de démarrage) :** تتولى الشركة في هذه المرحلة تجسيد تطبيق المشروع على أرض الواقع، حيث تتولى تمويل التهيئة شراء المعدات وحتى القيام بعمليات الدعاية وتسويق المنتج.

**3- مرحلة التوسع (Capital- développement):** في هذه المرحلة تقوم الشركة بتمويل مؤسسات قائمة، وعند تجسيد فكرة التوسع بواسطة المؤسسة بمفردها يقودها إلى ضائق مالي، فتتدخل شركة رأس المال المخاطر لسد العجز وزيادة الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، البحث عن أسواق جديدة.

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

والشكل التالي يمثل مراحل التمويل عن طريق رأس مال المخاطر

**المطلب الثالث: أطراف التمويل برأس المال المخاطر والتدابير المتبعة قبل دخوله وآثاره**

يقسم التمويل حسب العديد من معايير التصنيف وأهمها<sup>1</sup>:

-التصنيف من حيث المدة ومن حيث مصدر التمويل.

### **1- التصنيف من حيث المدة:**

يصنف التمويل من حيث المدة إلى تمويل قصير الأجل، تمويل متوسط الأجل، تمويل طويل الأجل.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1998، ص 05.

### أ- التمويل قصير الأجل:

يقصد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد على العام عادة، وتكون تلك الأموال موجهة لنشاط الإستغلال.<sup>1</sup> والمقصود بنشاطات الاستغلال هي كل العمليات التي تقوم بها المؤسسة في الفترة القصيرة، والتي لا تتعدى في الغالب 12 شهرا، ومن مميزات هذه النشاطات أنها تتكرر باستمرار أثناء عملية الإنتاج أي النشاط.

### ب- التمويل المتوسط الأجل:

هو ذلك التمويل الموجه لتمويل الجزء الدائم من استثمارات المؤسسة في الرأس المال المتداول، والإضافات على موجوداتها الثابتة، أو تمويل المشروعات تحت التنفيذ والتي تمتد إلى عدد من السنوات حيث يتراوح مدته من سنة إلى 07 سنوات.<sup>2</sup>

### ج- التمويل الطويل الأجل:

هو التمويل الذي يمنح للمؤسسات ويمتد أكثر من سبعة سنوات، حيث يكون موجهًا لتمويل العمليات الاستثمارية طويلة الأجل، وذلك نظرا لكون نشاطات الاستثمار هي تلك العمليات التي تقوم بها المؤسسات لفترات طويلة بهدف الحصول على وسائل الإنتاج أو عقارات أو أراضي والمباني وغيرها.<sup>9</sup>

## 2- أنواع التمويل من حيث مصدر الحصول عليه :

ينقسم التمويل من حيث مصدر الحصول عليه إلى<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 05.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2002، ص 411.

<sup>3</sup> دباح هشام، المفاضلة بين التمويل المباشر وغير المباشر في تمويل المؤسسة الاقتصادية، قسم: العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات المالية والبنوك، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2012/2011 ص 25-26.

### أ- التمويل المباشر:

هذا النوع من التمويل يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض والمقترض دون تدخل أي وسيط مالي مصرفي أو غير مصرفي. وهذا النوع من التمويل يتخذ صور متعددة كما يختلف باختلاف المقترضين (مؤسسات، أفراد، هيئات حكومية).

### ب- التمويل غير المباشر:

يعبر هذا النوع عن كل طرق وأساليب التمويل غير المباشرة والمتمثلة في الأسواق المالية ومؤسسات الوساطة المالية، حيث تتولى مهمة جمع الإيداعات النقدية من الوحدات الاقتصادية من العائلات والمؤسسات الاقتصادية ذات الفائض، ثم توزع هذه الإيداعات المالية على الوحدات الاقتصادية التي تحتاجها.

### 3- أنواع التمويل حسب الغرض الذي يستخدم لأجله: وينتج من هذا التصنيف مايلي<sup>1</sup>:

أ- تمويل الاستغلال: يصنف إلى تلك الأموال التي ترصد لمواجهة الاحتياطات والمعاملات قصيرة الأجل والتي تتعلق بتنشيط الدورة الإنتاجية في المؤسسة.

ب - تمويل الاستثمار: ويتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة وتوسيع الطاقة الحالية للمشروع لاقتناء الآلات والتجهيزات وما يليها من العمليات التي تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي للمشروع.

#### • التدابير المتبعة قبل دخوله وآثاره

### - التمويل التأجيري : crédit-bail

يعرف عموماً على أنه عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً بذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها، تسمى ثمن الإيجار.

<sup>1</sup> دباح هشام، مرجع سبق ذكره، ص 25-26.

أما القانون الجزائري فيعرفه على أنه عملية تجارية ومالية يتم تحقيقها من قبل البنوك والمؤسسات المالية، أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً ومعتمدة صراحة بهذه الصفة مع المتعاملين الإقتصاديين الجزائريين والأجانب، أشخاصاً طبيعيين أو معنويين، تابعين للقانون العام أو الخاص، وتكون قائمة على عقد إيجار يمكن أن يتضمن أولاً حق الحياة بالشراء لصالح المستأجر، يقع بالضرورة على أصول منقولة أو عقارية ذات إستعمال مهني أو على المحلات التجارية أو المؤسسات الحرفية.<sup>1</sup>

### - التمويل بتقنية تحويل الفاتورة: factoring

عقد تحويل الفاتورة هو تقنية تمويل حقوق قصير المدى، حيث تقوم المؤسسة بالتخلي على كل حقوقها (الفواتير) إلى شركة عقد تحويل الفاتورة (factor) الذي يختلف عن البنك وهي غالباً فرع من بنك كبير تقوم هذه الأخيرة بتغطية الفواتير، متابعة المدينين، التحصيل وتأمين المتابعة القضائية في حالة عدم الدفع.

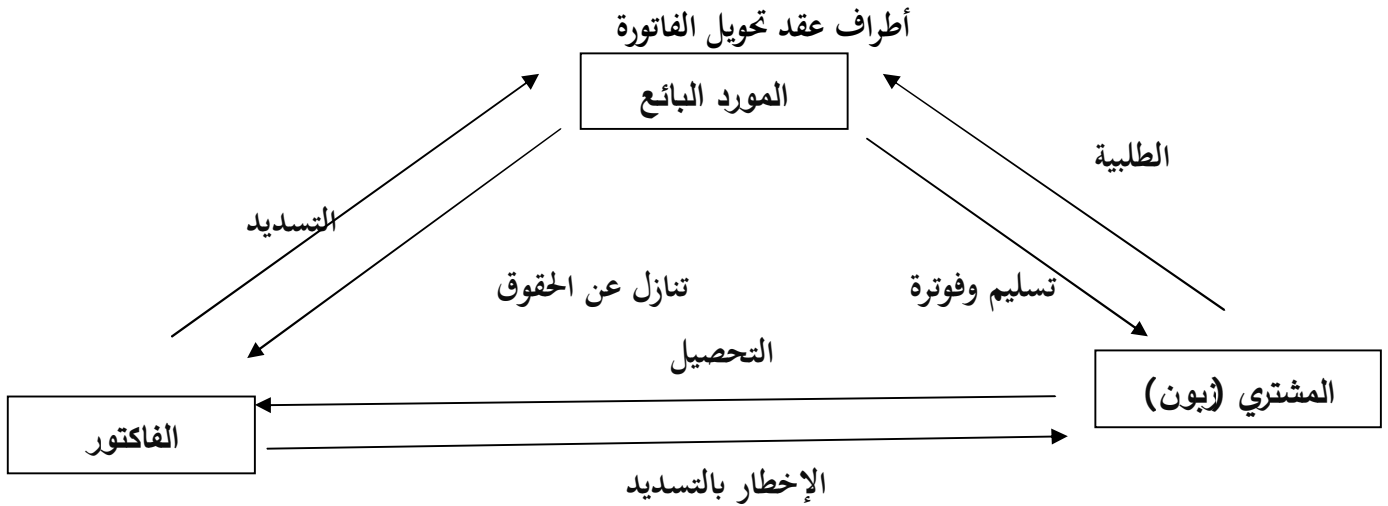
ويعتمد عقد تحويل الفاتورة على ثلاث أطراف هم: المورد، الزبون، الفاكتر ضمن ثلاث

عمليات ومراحل

ابتداء من تحرير الفاتورة إلى غاية تحصيلها أو تغطيتها نهائياً.

ويمكن إظهار العلاقة بين الأطراف الثلاثة في إطار عقد تحويل الفاتورة من خلال الشكل:

<sup>1</sup> المرسوم التنفيذي رقم 09-96، المؤرخ بتاريخ 10/09/1996، الجريدة الرسمية، العدد 03، الصادر في 14/10/1996.



المصدر: زاوي فضيلة، مرجع سبق ذكره، ص 86.

### - التمويل عن طريق البورصة :

يعتد قرار تمويل المؤسسة عن طريق البورصة، قراراً مهماً يحتاج الكثير من الدراسة والتحليل، وهو بمثابة انتقال المؤسسة من حالة رأس مال مغلق يحوزه مجموعة قليلة من المساهمين، إلى حالة انفتاح لرأس المال، يمكن أن يشترك في حيازته مجموعة كبيرة من المكتتبين، يتمثلون أساساً في العائلات، المستثمرين التأسسيين والمتعاملين المحتملين، مثل الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات والبنوك.

تعرف بورصة القيم المتداولة على أنها: مكان أو سوق يلتقي فيه دورياً أعوان مختصين معتمدين، حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء للقيم المتداولة (أوراق مالية، أسهم وسندات) تحت نظر الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها تعرف تسعيرة البورصة، والتي إما تكون بالتقايض (عمليات عاجلة) أو بصفة آجلة شريطة أن تكون كل العمليات في البورصة تحت مراقبة السلطات العمومية، ضماناً لحرية التعامل والعلانية والالتزام بالمثل الأخلاقية.

إن دخول المؤسسة للبورصة يمنح للمساهمين فيها إمكانية تحويل أسهمهم إلى سيولة عند الحاجة، فضلاً عن إمكانية تسعير أوراقهم في البورصة وتحقيق فوائد القيمة. كما يتم تحديد

وتوسيع دائرة المساهمين عند إشراك كل من المتعاملين الاقتصاديين والمؤسسات الاستثمارية التي تقدم دعماً مالياً معتبراً.<sup>1</sup>

### - التمويل عن طريق رأس المال المخاطر:

تعتبر مؤسسات رأس المال المخاطر في الاقتصاديات المعاصرة من أهم وسائل الدعم المالي والفني للمشروعات الجديدة، لما تتميز به هذه المؤسسات من قدرة على التعامل مع المخاطر بأسلوب سليم يرجع إلى خبرتها وإمكانيتها الواسعة. ولما لها من أهمية جوهرية في تنشيط الاقتصاد الكلي، وتحقيق التطور الهيكلي والتقدم، زيادة دورها في مجال محاربة البطالة.<sup>2</sup>

### • آثار التمويل برأس المال المخاطر:

- يعد أثر رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جداً ولاسيما في ضخ الأموال وتقوية الاقتصاد المحلي والدولي، فبفضل وجود هذا النوع من التمويل، تم ما يلي:<sup>3</sup>

- رفع قيمة الصادرات المحلية وذلك بتشجيع المشاريع الصغيرة والمتوسطة التي يتم إنشائها محلياً.<sup>1</sup>

- تقليل نسبة هجرة العقول الشابة، وذلك بالاستثمار في أفكارهم وإيجاد منفذ نور لها.

- المساعدة في ظهور وجوه شابة في سوق الأعمال والاستفادة من أفكارهم ورؤيتهم الجديدة للسوق.

- المساعدة في ظهور مجالات اقتصادية وتنموية جديدة مما يوفر فرص عمل كبيرة للشباب.

- المساعدة في تداول المال وتدفق الأرباح وتنمية الوضع الاقتصادي محلياً ودولياً.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> دباح هشام، مرجع سبق ذكره، ص 51-53.

<sup>2</sup> زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر - دراسة حالة مؤسسة سونلغاز - ، قسم: علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009/2008، ص 86.

<sup>3</sup> زواوي فضيلة، نفس المرجع، ص 87.

- إزالة العقبات المالية أمام أصحاب المشاريع الصغيرة والمتوسطة والمساعدة على نمو وتطور هذا النوع من الأعمال.

- في النهاية، يعد أثر رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة أيضاً دوراً محورياً في تنشيط الاقتصاد وفي المساعدة على تغيير السوق المحلي والدولي إلى أفضل حال، وكذا دورها الكبير في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة في مرحلة الإنشاء لا تملك هذه المؤسسات القدر الكافي من الأموال اللازمة، كما أن البنوك تمتنع عن تقديم قروض لها دون ضمانات لكن مؤسسات رأس المال المخاطر تقدم ما يلزم لهذه المؤسسات رغم ارتفاع المخاطر خلال مرحلة الإنشاء.

### المبحث الثاني: عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

يتمثل في التمويل بتقنية رأس المال المخاطر، وهي عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى شركات رأس المال المخاطر، ومن خلال هذه المبحث سنتطرق إلى مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس مال المخاطر وكذا الرقابة عليه وعملية الخروج منه بالنسبة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة، تقنية التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر

### المطلب الأول: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

يختلف رأس المال المخاطر اختلافاً جوهرياً عن الائتمان أو القرض، حيث انه في الحالة الأولى يمتلك الدائن الحق بالمطالبة بماله بغض النظر عن حالة الشركة أو استقرارها المالي، بينما بالمقابل، فإن المستثمر في رأس المال المخاطر قام بالاستثمار في الشركة وحصل على حصة فيها، وبذلك فان عوائده تعتمد بشكل كامل على نمو المشروع وقدرته على تحقيق الأرباح .

يحصل بالعادة المستثمر في رأس المال المخاطر على عوائد عندما يصل المشروع الريادي إلى مرحلة الخروج (بيع المشروع الريادي) وذلك ببيع حصته من المشروع إلى شخص آخر.

عادةً ما يكون المستثمرون في رأس المال المخاطر شديدي الانتقائية عند اختيارهم للمشروع الذي يريدون الاستثمار فيه، وبحكم التجربة فإن المستثمر في رأس المال المخاطر يستثمر في مشروع من أصل أربعمئة مشروع يطرح عليه، فهو يستثمر في المشروعات نادرة الوجود، والتي غفل عنها غيره من المستثمرين مثل المشروعات ذات التكنولوجيا الثورية، أو ذات الفرصة الكامنة، أو التي تمتلك طاقم إدارة متميز. من بين هذه المشاريع يميل المستثمر في رأس المال المخاطر إلى الاستثمار في المشاريع التي يتوقع لها فرصة نجاح ونمو كبيرة، لأنها تمتلك فرصة أكبر في در العائدات المالية أو في قيمة مالية كبيرة عند مرحلة الخروج خلال الفترة التي يقدرها المستثمر في رأس المال المخاطر، والتي تتراوح بالعادة بين ثلاث إلى سبع سنين<sup>1</sup>.

### الجدول رقم 03 مراحل نمو المشروع ومصادر التمويل

النضج	التطور	التوسع	الإنشاء	
كافي	نسبي	غير كافي	...	التمويل الذاتي
...	هام	جوهري	قاصرة عليها بمفردها	رأسمال المخاطر
ممكنة بدرجة أكبر	ممكنة	صعبة	مستحيلة	القروض
أقل قوة	قوية	مرتفعة	مرتفعة جدا	درجة المخاطرة
هامة لبيع المساهمات	ضعيفة	متواضعة نسبيا	موجودة بدرجة كبيرة	متابعة المشروعات

المصدر: د. عبد الباسط وفاء، رأس مال المخاطر ودورها في تدعيم الشركات الناشئة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 283-284، بتصرف.

<sup>1</sup> د. عبد الباسط وفاء، رأس مال المخاطر ودورها في تدعيم الشركات الناشئة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 283-284، بتصرف.

### المطلب الثاني: الرقابة على عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وأهميتها

الغرض من مراقبة الاستثمار هو مساعدة مجلس الأوصياء على الوفاء بواجبه الائتماني لإدارة جميع الأصول الاستثمارية الموكلة إليه بحكمة. تتضمن مراقبة الاستثمار جميع وتفسير وتوصيل السياسات المعقدة ومعلومات الاستثمار لتعزيز الشفافية وتسهيل اتخاذ القرارات المستنيرة. يتطلب الوفاء بهذه المسؤولية تنسيق المدخلات من مصادر مختلفة.

-الإقبال على أشكال الاقتراض والتسليف بدون اعتبار للضمانات، وضمان كل عمليات القرض بالنسبة للغير؛

-حيازة كل الديون والأوراق التجارية، والمساهمة كوسيط في المعاملات الخاصة بها وبالأسمم والسندات؛

-ترقية الاعتماد على قرض الإيجار باتجاه المؤ ص و م؛

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

- تركيز مهام الشركة على دعم وتأهيل وتطوير المؤسسات عن طريق إرشادها ومساندتها في إعادة هيكلتها المالية والاستراتيجية (التشخيص، فتح رأس المال، البحث عن الشراكة) وتوفير كل فرص التمويل الملائمة (مساهمة في رأس المال، قروض متوسطة، والقرض الايجاري)<sup>1</sup>.

### أهميتها:

هناك العديد من رواد الأعمال وغيرهم من الأشخاص العاديين ممن يأتون بأفكار لامعة ولكن يفتقرون إلى رأس المال لبدأ مشروعهم؛

- ان دور المستثمرين في رأس المال المخاطر هو تسهيل هذه العملية وتمكين هؤلاء الأشخاص من بدأ مشروعهم؛

<sup>1</sup> زرقاني رابح، أبعاد واتجاهات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، قسم: علوم التسيير، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، الجزائر، 2014/2013، ص 210-211.

- رغم وجود علاقة ملكية بين المستثمر في رأس المال المخاطر وبين صاحب المشروع، إلا أن اهتمامهم المشترك في انجاح المشروع يساهم في زيادة دافع المنظمة لتحقيق الربح .؛
- بحكم طبيعة عمل المستثمرين في رأس المال المخاطر واستثمارهم في عدد كبير من المشاريع فلا بد انهم قد استثمروا بمشاريع مماثلة من قبل، الأمر الذي يجعلهم أكثر علماً ودرايةً بهذه المشاريع؛
- ان هذه المعرفة الناتجة عن الخوض في مشاريع سابقة ناجحة وفاشلة تجعلهم على دراية وعلم بما يصلح للسوق وكيفية انجاحه وما لا يصلح للسوق. وبالتالي فان هذه المعرفة تساعد المشاريع الريادية وتعزز فرص نجاحها.

### المطلب الثالث: عملية الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

#### عملية الخروج من المشروع<sup>1</sup>:

تختص مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل وتوجيه المؤسسات الجديدة، وتعد أحد المستثمرين القلائل الذين يمنحون التمويل طويل الأجل. وبالتركيز على مؤسسات رأس المال المخاطر، يلاحظ أنها تمنح أهمية كبيرة لفترة الاستثمار، فمؤسسات رأس المال المخاطر لا تهتم بامتلاك المؤسسات الناشئة لمدة طويلة، ولكنها تهتم بتمويل هذه المؤسسات حتى تصل إلى مستويات معينة من النمو، ثم تقوم بالخروج منها فاتحة المجال أمام مستثمرين آخرين. لذا، تعد عملية الخروج من الاستثمارات، عملية ذات أهمية كبيرة بالنسبة لمؤسسة رأس المال المخاطر، ويتم عرض أهميتها ومختلف الطرق المستخدمة فيها من خلال ما يلي:

#### 1- أهمية عملية الخروج من الاستثمار:

يمثل رأس المال المخاطر استثمارات تتميز بدرجة سيولة منخفضة، لا يمكن بيعها بسهولة وبسرعة كأوراق المالية في البورصة، ويركز رأس المال المخاطر على الاستثمار في

<sup>1</sup> براق محمد، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، الملتقى الوطني حول: استراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، يومي: 19/18 أبريل 2012، ص

المؤسسات التي هي في مرحلة الإنشاء أو بعد الإنشاء، وتتراوح مدة استثماره بين سبع وعشر سنوات، وتمثل عملية الخروج من الاستثمار الناجحة عنصر جذب للمستثمرين من خلال العائدات المرتفعة من جهة، كما أنها تسمح برفع رأس المال بالنسبة لمؤسسة رأس المال المخاطر من جهة أخرى.

## 2- طرق الخروج من الاستثمار:

توجد خمس طرق رئيسية للخروج من التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، الطريقة الأولى تتمثل في العرض العام على الجمهور، (IPOs: Initial Public Offerings) بحيث تدخل المؤسسة المقابلة البورصة للمرة الأولى، الطريقة الثانية تكون عن طريق البيع، من خلالها يتم شراء المؤسسة المقابلة من طرف مؤسسات كبرى، ويقوم كل من المقاول ومؤسسة رأس المال المخاطر ببيع حصته في المؤسسة. الطريقة الثالثة تكون عن طريق البيع الثانوي، أي أن مؤسسة رأس المال المخاطر تبيع حصتها في المؤسسة المقابلة لمؤسسة رأس مال مخاطر أخرى أو لمؤسسة أخرى، في حين يحتفظ المقاول بحصته فيها. الطريقة الرابعة هي إعادة الشراء، بحيث يقوم المقاول بشراء حصة مؤسسة رأس المال المخاطر في المؤسسة. في حين تتمثل الطريقة الخامسة في التصفية، أين يخرج المستثمرون بعائدات صغيرة أو معدومة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص 5.

### خلاصة الفصل:

من خلال هذه الدراسة حاولنا إبراز أهمية ودور شركات رأس المال المخاطر كبديل، يساهم في التخفيف من حدة المشكل التمويلي الذي تعاني منه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا نظراً للمزايا التي تتمتع بها هذه الطريقة، إن التمويل هو الامداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها، وبالتالي تعد وسائل التمويل المحرك الأساسي لنشاط المؤسسة، حيث أنه عندما لا يترتب على هذه الوسائل مصاريف مالية تمس مردودية المؤسسة فإنه من دون شك يمكنها هذا من الاستمرار وبالتالي تحقيق قدر ممكن من الأرباح؛

- تنوعت التقنيات المستحدثة لتمويل المؤسسات بعد الصعوبات التي كانت تتلقاها من البنوك في إطار الاستدانة، وتتمثل هذه التقنيات في: التمويل التآجيري، التمويل بتقنية تحويل الفاتورة، التمويل عن طريق البورصة، التمويل عن طريق رأس المال المخاطر؛

- تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر تقوم على أسلوب المشاركة، حيث أن المشارك يقدم تمويلاً من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله.

**الفصل الثالث:**  
**دراسة حالة رأس**  
**المال المخاطر في الجزائر**

**تمهيد:**

يشهد الاقتصاد الجزائري تحولاً ملحوظاً نحو اقتصاد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الأمر الذي يستلزم إعادة هيكلة نظام التمويل من خلال دعم إنشاء مؤسسات تمويل متخصصة خاصة في ظل عدم ملائمة نظام التمويل القائم على القروض المصرفية، وتعتبر مؤسسات رأس المال المخاطر البديل المناسب الذي يتلاءم مع طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ولكن بالرغم من الأهمية التي تكتسيها هذه التقنية التمويلية إلا أن الإهتمام بها من طرف الجهات الفاعلة في الاقتصاد الجزائري ما يزال ضعيفاً.

وبناء على ما سبق فإنه من الضروري التعرف على واقع رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال دراسة الجوانب التشريعية والتنظيمية له والهيكل التي تدعم هذا النشاط، بالإضافة الى معرفة أهم المؤسسات العاملة في هذا المجال.

ونتطرق في فصلنا هذا الى:

**المبحث الأول:** المقاربة النظرية لرأس المال المخاطر في الجزائر.

**المبحث الثاني:** التجربة الجزائرية لرأس المال المخاطر.

**المبحث الأول: المقاربة النظرية لرأس المال المخاطر في الجزائر.**

لقد تبنت الجزائر رأس المال المخاطر بهدف ضمان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير أنها لم تخصص لها إطارا قانونيا ينظم تعاملها، وسنحاول من خلال هذا المبحث دراسة الجوانب التشريعية والتنظيمية له، و الهياكل التي تدعم هذا النشاط. وعليه سيتم التطرق من خلال هذا المبحث الى المطالب التالية:

**المطلب الأول:** مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشرع الجزائري وسبل تحفيزه وتطويره.

**المطلب الثاني:** شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

**المطلب الثالث:** معوقات شركات رأس مال المخاطر في الجزائر والحلول المقترحة.

**المطلب الأول:** مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشرع الجزائري وسبل تحفيزه وتطويره.

**الفرع الأول:** مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشرع الجزائري.

في الفصل الاول من القانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006، يعرف المشرع الجزائري شركات رأس المال الاستثماري بأنها الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس مال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة.<sup>1</sup>

بناء على ماسبق من التعاريف يتم استنتاج التعريف التالي لرأس المال المخاطر:

هو استثمار نشط بالأموال الخاصة وشبه الخاصة، يقوم بموجه المستثمرون بأخذ مساهمات مؤقتة (متوسطة أو طويلة الأجل) في رأس مال المشاريع الناشئة عالية التكنولوجيا عادة، غير المسعرة ولتضمنة لمخاطر عالية، وذلك مقابل الحصول على عائد مرتفع نسبيا.

<sup>1</sup> - المادة 02 والمادة 03 من القانون 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.

## الفرع الثاني: سبل دعم وتحفيز رأس المال المخاطر في الجزائر وتطويره.

## 1. سبل دعم رأس مال المخاطر في الجزائر وتطويره.

إن قلة عدد مؤسسات رأس المال المخاطر يؤدي بهذه المهنة أن لا تتطور في الجزائر دون إنشاء مؤسسات جديدة سواء من طرف القطاع الخاص أو بتدخل من الدولة أو عن طريق الشراكة بينهما، لذا يجب على الدولة توفير جملة من الشروط لإنجاح شركات رأس المال المخاطر وتطوير نشاطها، بحيث تشمل هذه الشروط الجوانب التشريعية والاقتصادية وكذلك السياسية، والتأسيس الجيد لمقومات نجاحه وإعطاء دفعة قوية للنشاط رأس المال المخاطر عن طريق إدخال تعديلات على بعض بنود القانون المتعلق بالضرائب خاصة فيما يتعلق بالازدواج الضريبي، بالإضافة على إمكانية تخفيض قيمة الرسوم وذلك للنهوض بنشاط رأس المال المخاطر نظرا للدور الحيوي الذي يمكن أن يلعبه في تمويل الاستثمارات.<sup>1</sup>

أما ما يتعلق بالشق التشريعي فيجب على الدولة إصدار قوانين قابلة للتطبيق تتميز بالبساطة والسهولة وتحقيق مزيد من الأمان حتى يطمئن المستثمر نسبيا إليها، كما يمكن لكل من البنك والمؤسسات المالية والمستثمرين المستقلين وشركات التأمين وصناديق المعاشات أن تلعب دورا حيويا في تطوير شركات رأس المال المخاطر، فإن تدعيم الدولة ومساهمتها يؤدي إلى زيادة فعالية رأس المال المخاطر المواجهة الحاجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لا يقبل عليها سوق التمويل التقليدي عادة لارتفاع المخاطر، وينبغي على البنوك الجزائرية أن تلعب الدور المرتقب منها في دفع وتدعيم مهنة رأس المال المخاطر لأن البنوك تقتحم بجدارة هذا المجال وتحتل فيه موقعا متميزا حسب التجارب الدولية المقارنة، كما يجب تقديم تحفيزات تتعلق بطرق الخروج من الاستثمارات، وتتمثل هذه التحفيزات أساسا في تعديل شروط القبول في البورصة عن طريق العرض العام على الجمهور والذي بعد الطريقة الأمثل والمفضلة بالنسبة للمؤسسات رأس المال المخاطر والمستثمرين، ويمكن أن تلعب

<sup>1</sup>- بلعدي عبد الله: سبل دعم رأس المال المخاطر وتطويره، مجلة الاصيل للبحوث الاقتصادية والادارية، مجلد 04، العدد 4، جوان 2020، ص ص 87، 86.

المؤسسات التعليمية دور محل اعتبار في تطوير مهنة رأس المال المخاطر، وذلك بإمدادها بالكوادر المخصصة في مجاله، إذ أن هذه المؤسسات لا تتوقف على إمداد المشروعات بالتمويل اللازم، وإنما تمد لها يد العون وتتابعها في كافة المجالات الفنية والإستراتيجية، وهذا ما نلاحظه في العديد من الدول التي تأوي مؤسسات متطورة لرأس المال المخاطر ويقتضي على الدولة الجزائرية توفير جملة من الشروط لإنجاح مؤسسات رأس المال المخاطر وتطوير نشاطها، بحيث تشمل هذه الشروط الجوانب التشريعية السياسية والاقتصادية، لأنه كلما ارتفعت حدة المخاطر كلما قل الاستثمار بسبب مواجهة خطر ذو بعدين، أحدهما خاص بمحيط المؤسسة والآخر خاص بالنشاط والمحيط التمويلي، كما يجب أيضا تشجيع إنشاء هذه المؤسسات بغض النظر عن جنسية مؤسسيها، ودعم أساليب الشراكة مع مؤسسات رأس المال المخاطر الأجنبية خاصة المالكة للتكنولوجيا العالية، وكذلك لإنشاء مراكز البحوث والتدريب لمساعدة المشاريع الناشئة لدعمها بالتمويل ومساعدتها في تقديم الاستشارات متابعة نشاطها، والإسراع في إنشاء سوق أوراق مالية ليتم من خلاله تداول الأسهم والأوراق المالية الخاصة بها.

## 2. التحفيزات الممنوحة لمؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر.

تتمثل التحفيزات التي قدمتها الحكومة الجزائرية لجذب مؤسسات رأس المال المخاطر أساسا في التحفيزات الجبائية وتحفيزات أخرى مرتبطة بطرق خروج هذه المؤسسات من الاستثمارات، وهذا لضمان سيولة أكبر في السوق.

### 1.2. التحفيزات الجبائية.

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

تم إعفاء شركات رأس المال المخاطر من دفع الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخيل المتأتية من الأرباح، نواتج توظيف الأموال، نواتج وفائض قيم التنازل على الأسهم والحصص.

وبالنسبة لبقية المداخل فهي تخضع إلى المعدل المخفض بـ 5%، إلى شرط التزام الشركة بالمحافظة على الأموال المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن خمس سنوات، تحسب ابتداء من أول جانفي من السنة الموالية التاريخ أي اكتتاب أو اقتناء. تم إعفاء شركات رأس المال المخاطر التي تتدخل في مرحلة قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء رأس المال المخاطر في مفهوم المشرع الجزائري من الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس سنوات، ابتداء من تاريخ بداية نشاطها، مع استفادتها من النظام الجبائي الممنوح لمؤسسات رأس المال المخاطر التي تتدخل في بقية مراحل حياة المؤسسة<sup>1</sup>.

## 2.2. تحفيزات متعلقة بطرق الخروج من الاستثمارات.

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

يجب على المؤسسات الكبرى التي ترغب في دخول البورصة أن يكون لديها رأس مال محرر لا تقل قيمته عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) بدل مائة مليون دينار (100.000.000 دج). كما يجب أن يتم توزيع سندات رأس المال على الجمهور لدى عدد لا يقل عن 150 مساهم بدل 300 مساهم.

تستجيب سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل أساسي لحاجات سوق رأس المال المخاطر، من خلال إتاحة فرص أكثر للاستثمار والخروج من الاستثمار، كما تمنح هذه السوق جملة من المزايا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كالحصول على التمويل المباشر

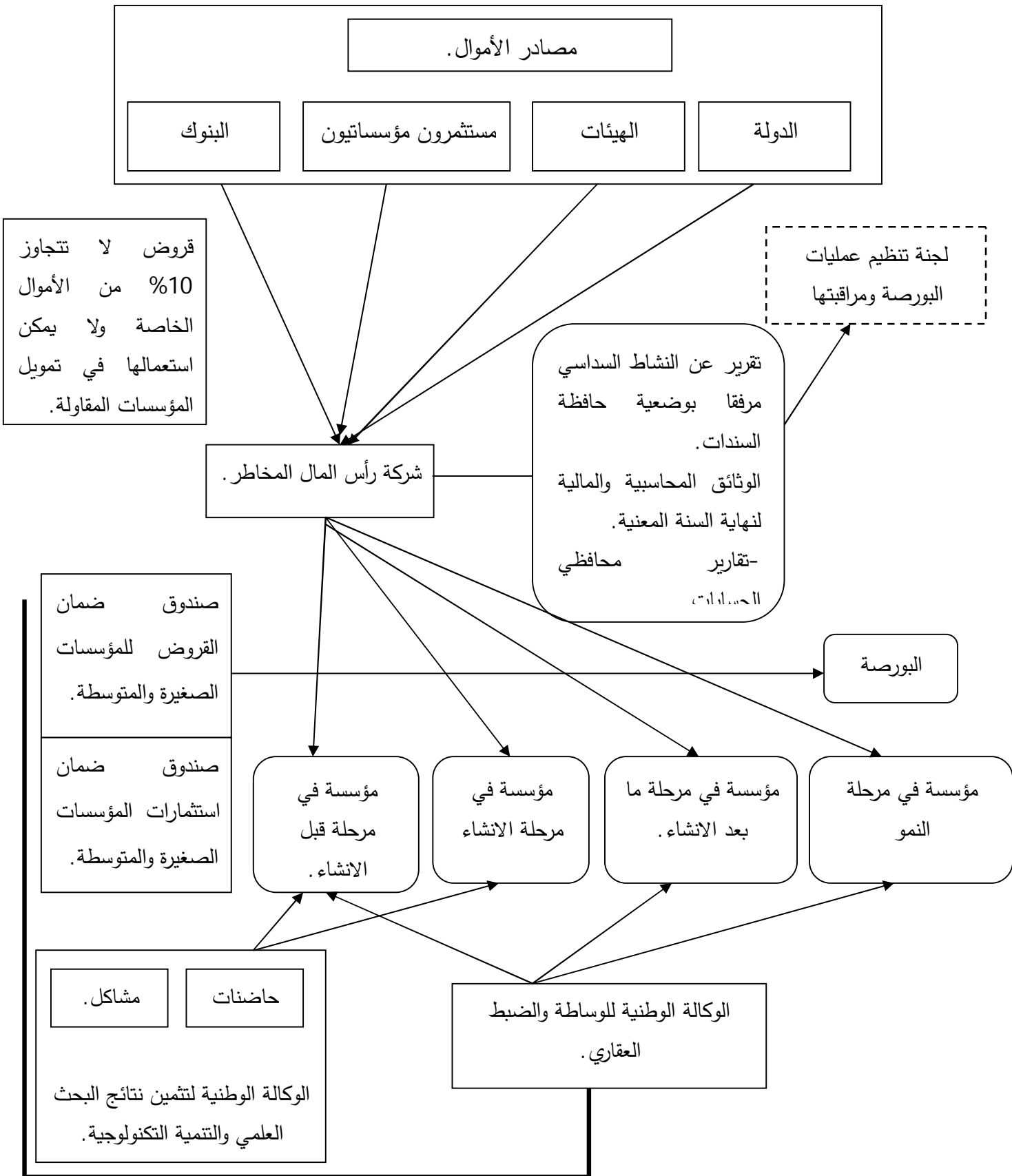
<sup>1</sup> - براق محمد، بن زاوي محمد الشريف: الهياكل المرفقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 08.

الذي يكمل التمويل البنكي، الحصول على موارد ثابتة لتمويل الأصول طويلة الأجل، دخول سهل وبأقل التكاليف للبورصة<sup>1</sup>.

يوضح الشكل رقم 07: لتنظيم العام لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر، ويوضح مختلف المؤسسات الهياكل والهيئات المتدخلة فيها.

---

<sup>1</sup>- براق محمد، بن زاوي محمد الشريف: الهياكل المرفقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، مرجع سبق ذكره،



المصدر: براق محمد، بن زاوي محمد الشريف: الهياكل المرفقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر

بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 08.

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

## 1. الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهم (FINALEP) :

أسست الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP) بعد مجموعة من الاجتماعات التي قام بها بنك الجزائر ووزارة المالية مع البنك الأوروبي للاستثمار الوكالة الفرنسية للتنمية والصندوق الألماني للتعاون من أجل تقديم دعم لتنمية الاستثمار في الجزائر. بتاريخ 15 نوفمبر 1990، تم إمضاء اتفاقية سمحت بإنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة فيما بعد. وقد بلغ رأس مال الشركة عند إنشائها 73.750.000 دج موزعة على بنك التنمية المحلية بنسبة 40%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 40%، وبعد انضمام البنك الأوروبي للاستثمار وصل رأس مالها إلى 159.750.000 دج يجوز عليه كل من بنك التنمية بنسبة 40%، الوكالة الفرنسية بنسبة 28.74%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والبنك الأوروبي للاستثمار بنسبة 1.11.26%<sup>1</sup>.

وتعتبر الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة أول شركة رأس مال استثماري في الجزائر، بدأت نشاطها الفعلي سنة 1995.

## 2. الشركة المالية للاستثمار للمساهمة والتوظيف (SOFINANCE) :

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

<sup>1</sup> - منير نوري: أثر الشراكة الأورو الجزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 و18 افريل 2006، جامعة الشلف، ص ص 870، 871.

التمويل 35% من رأسمال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول المتقدمة كذلك لا تغطي كل الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية، وكل هذه الأنشطة لا تتطلب مخاطرة كبيرة.<sup>1</sup>

### 3. الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM) :

أنشئت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بموجب اتفاقية بين الجزائر والمملكة العربية السعودية سنة 2004، وتعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر بالجزائر، حدد رأس مالها بثمانية مليارات دينار جزائري (8,000.000.000 د. ج)، بحيث تم اقتسام رأس المال المكتتب مناصفة بين الحكومتين على أن يتم دفع النصف عند التأسيس، ويدير الشركة مجلس إدارة مكون من سنة أعضاء، يضم ثلاثة من كل دولة. يتمثل نشاطها الحالي في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في المؤسسات التي هي في مرحلة الإنشاء أو ما بعد الإنشاء، فضلا عن نشاطات أخرى كالإيجار المالي ومنح القروض الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل.

### 4. الجزائر استثمار:

الجزائر استثمار مؤسسة رأس مال استثماري يحوز رأس مالها البالغ واحد مليار دينار جزائري بنكان عموميان، بنك الفلاحة والتنمية الريفية بنسبة 70% والصندوق للتوفير والاحتياط بنسبة 30%، وقد تم تسليمها الاعتماد من أجل بداية نشاطها من طرف وزارة المالية في 6 ماي 2010.<sup>2</sup>

وتهدف الجزائر استثمار إلى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة التي تعمل في القطاع التكنولوجي، وذلك في إطار برنامج دعم وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

<sup>1</sup> -Khalil Ammar: **La banque de financement des petites Enterprise:** se séminaire termatifmal sur la prometiom du finamamet de la pme alger le 27.28 septembre 2005, p13.

<sup>2</sup> -Yacine Maamri : **présentation de la socite** , El djazair istithmar site/, p p 03 - 05

**المطلب الثالث: معوقات شركات رأس مال المخاطر في الجزائر والحلول المقترحة.****الفرع الأول: معوقات شركات رأس مال المخاطر في الجزائر.**

فيما يلي سيتم عرض البعض من المعوقات التي تعرقل شركات رأس مال المخاطر في الجزائر:

- **نقص الموارد المالية:** هذا ما تعاني منه شركات رأس مال المخاطر في الجزائر فنقص للموارد المالية يحول دون قيامها بنشاطها.
- **غياب آلية الخروج:** ان طبيعة نشاط رأس مال المخاطر تتطلب الخروج من المؤسسات الممولة بعد انتهاء المرحلة التمويلية من خلال بيع المساهمات وهنا تجد شركات رأس مال المخاطر الصعوبة خاصة في ظل غياب سوق مالية كفؤة وفعالة تساعد على بيع الأسهم المكتتب فيها مع تحقيق قيمة مضافة خاصة وأن بورصة الجزائر لا زالت لم تنتعش بعد لذلك نجد أن أغلب مراحل الخروج تتم من خلال بيع الأسهم الى المسيرين الأساسيين في المؤسسة نفسها نظرا لعدم رغبتهم بمشاركة أشخاص آخرين في تسيير واتخاذ القرارات.
- **قلت الخبرات المؤهلة:** تركز شركات رأس مال المخاطر على الخبرات البشرية المؤهلة في العديد من المجالات بهدف السير الجيد لنشاطها نظرا لما تقوم به من دراسات مالية وتقنية وقانونية للمؤسسات التي تتقدم بطلب التمويل قصد المفاضلة بينها واختيار تلك التي تتوفر على احتمالات بتحقيق معدلات نمو مرتفعة ما نشهده في الجزائر بأن هذه الشركات تعاني من نقص في الخبرات التي تؤهلها الى تسهيل وتسريع المهام التي تقوم بها ومن ثم زيادة عدد المؤسسات التي تقوم بدراستها وما يصاحبه من المرافقة الجيدة لهذا الأخيرة من قبل شركات رأس مال المخاطر.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - الأغا لغريد، محمد حشماوي: أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة (دراسة حالة الجزائر)، مجلة المدير، العدد3، 2016، ص ص 15، 16.

### • اضافة الى المعوقات المالية والقانونية التالية:

1. يخضع نشاط شركات رأس مال المخاطر في الجزائر لوصاية وتزكية وزارة المالية بعد استشارة هيئة تنظيم ورقابة عمليات البورصة COSOB ونصت المادة 12 من القانون 06-11 المتعلق بشركات الرأس مال الاستثماري الى استيفاء مسيري شركات الرأسمال الاستثماري لمقاييس الكفاءة والاحترافية.
2. كما نصت المادة 17 على انه لا يجوز ان تخضع أكثر من 15% من رأس مال الشركات رأس مال المخاطر كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة.
3. اشارة المادة 18 من نفس القانون أنه لا يجوز لشركات الرأس مال الاستثماري أن تحوز أسهم تمثل أكثر من 49% من رأس مال مؤسسة واحدة.
4. المادة 20 نصت على لا يجوز لشركة الرأس مال الاستثماري ان تقوم بافتراضات تفوق حدودي 10% من أموالها الخاصة الصافية ولا يمكن ان تستعمل المبالغ المفترضة لتمويل الحصول على مساهمات.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: الحلول المساعدة على ترقية رأس المال المخاطر في الجزائر.

من بين الحلول التي يمكن اقتراحها لتفعيل دور شركات رأس المال المخاطر في الجزائر نذكر:

- توفير آليات خروج ملائمة: من أهم محددات دخول رأس المال المخاطر في تمويل منشأ ما، وجود له تحقيق العائد المتوقع بعد انقضاء سنوات مساهمة فيها، وباعتبار السوق المالي أفضل آلية للخروج فغيابه أو ضعف نشاطه يضطر شركات رأس المال المخاطر الى التفاوض لبيع حصصها باعتباره الوسيلة الوحيدة للخروج، مما يضعف موقفها ويخفض عوائدها، ومن ثم فإنشاء أسواق مالية متخصصة في الجزائر لاستقبال الأوراق لمثل هذا النوع من المؤسسات سيشجعها على الاستثمار أكثر.

<sup>1</sup> - الأغا لغريد: مرجع سبق ذكره، ص 16.

- **توفير آليات ضمان:** توسيع وتطوير صناعة رأس المال المخاطر بالجزائر، لا بد من وضع نظام لضمان مساهماتها نظرا لما يتميز به نشاط هذه المؤسسات من مخاطر، حيث قامت العديد من الدول في هذا الصدد بإنشاء صناديق تتكفل بضمان مساهمات مؤسسات رأس المال الاستثماري، على غرار الشركة الفرنسية لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة SOFARIS التي تقوم بضمان مختلف أنواع التمويل الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفي هذا الإطار يمكن استغلال صندوق ضمان الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (CGCL-pme)، وصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (FGAR)، فهذان الصندوقان مؤهلان لتشكيل حلقة الضمان المفقودة في سلسلة رأس المال المخاطر الجزائرية، وكذلك يعود الملائمة هيكلتهما للقيام بهذه المهمة وكذا لقدرتهما المالية حيث حددت قدرة تدخل صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة 8 مرات رأس ماله المقدر بـ 1.1 مليار دج، أما صندوق ضمان الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فقد حددت قدرة تدخله في المادة 190 من المرسوم الرئاسي المتعلق بإنشائه بـ 12 مرة أمواله الخاصة.
- **تأهيل الموارد المالية المتخصصة:** إن صناعة رأس المال المخاطر تتطلب مهارات خاصة في مختلف الميادين، الأمر الذي لا يعتبر متوافرا بالكم والنوع الكافيين في الوقت الراهن، ولا يقتصر الأمر على تكوين الأشخاص العاملين في مؤسسات رأس المال المخاطرة بل يمتد إلى الأجهزة الأخرى التي لها علاقة بهذه الصناعة، فمثلا تكوين رجال قانون قادرين على التحكم في الخصائص القانونية لهذا النمط التمويلي سيسهل حل النزاعات التي يمكن أن تنجم بين الأطراف المساهمة، ويشجع الخوض في مثل هذا النوع من الاستثمارات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - محمد سبتي: فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة finalap، مرجع سبق ذكره، ص

• **غرس ثقافة التمويل برأس المال المخاطر:** كما سبق وأن أشرنا فأغلبية المؤسسات الجزائرية هي مؤسسات عائلية غير منفتحة على فكرة تدخل شخص أجنبي في إدارتها أو اطلاعه على معلوماتها، الأمر الذي يعرقل كثيرا عمل مؤسسات رأس المال الاستثماري ولذلك فتوعيه المقاولين الجزائريين بمختلف الفوائد التي تقدمها هذه التقنية الجديدة يتطلب القيام بحملات تحسيسية واسعة، كما يمكن الاستعانة بصناديق وكالات دعم الشباب (كالوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب والصندوق الوطني للتأمين على البطالة، والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار) فتقديمها لنشاطات رأس المال المخاطر سيحد ردة فعل سريعة مقارنة بالصناديق الجديدة، فهي صناديق معروفة لدى أغلبية المقاولين الذين يواجهون صعوبات في الحصول على التمويل، فضلا عن ذلك فإن عمل هذه الصناديق على تقديم الإرشاد والتوجيه من شأنه أن يرفع طلبات التمويل التي تصل إلى مؤسسات رأس المال المخاطر<sup>1</sup>.

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

<sup>1</sup> - براق محمد، بن زاوي محمد الشريف: الهياكل المرفقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص 13،14.

**المبحث الثاني: التجربة الجزائرية لرأس المال المخاطر**

بالرغم من أهمية تقنية التمويل عن طريق رأسمال المخاطر فان الاهتمام بهذه التقنية في التمويل ما يزال ضئيلا حيث أن نشاط هذه الأخيرة يعتبر جد حديث و ضعيف الأمر الذي يحتم على البنوك الجزائرية تشجيع إقامة مؤسسات الوساطة المالية المتخصصة في هذه التقنية التي بقي عددها محدود جدا حيث يشمل شركتي و بالنظر إلى مستوى نشاط هاتين Finalep وsofinance الشركتين فيلاحظ انهما لا تقدمان خدمات كبيرة للمشروعات لأنهما لا تتحليان بروح مخاطرة كافية وهو ما التي أخذناها كدراسة حالة Sofinance. ينطبق على شركة Sofinance التي أخذناها كدراسة حالة.

**المطلب الأول: التجربة الجزائرية لشركة Sofinance**

تعتبر شركة Sofinance أهم الشركات رأس المال في الجزائر، فهي تقوم بعدة وظائف ومهام من اجل إنعاش الإقتصاد الوطني.

تساهم Sofinance في إنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة المؤسسات الحديثة ذات طابع تكنولوجي من خلال أخذ مساهمات في رأسمالها، كما تساهم في برنامج تأهيلها ويعتبر التمويل عن طريق فرض الإيجار المصلحة هذه المؤسسات من المهن الأساسية التي تمارسها. كما تهدف هذه الشركة من خلال المهام التي تقوم بها الصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتوفير مناصب العمل واطهار الكفاءات كما تعمل على تحريك السوق المالي.

**1 - أنشطة الشركة**

يتمحور نشاط الشركة في تشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفي سبيل هذه الهدف تقوم الشركة بالأنشطة التالية<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، دورية محكمة تصدر في ألمانيا، ميدان العلوم الاقتصادية، العدد الخامس، فيفري

أ. قروض الإيجار: حيث تقوم الشركة باقتناء آلة معينة وفق الطلب العميل تكون متاحة له مقابل مبلغ إيجار، يتمتع المستأجر بكامل الحق في التصرف في الآلة ويصبح في نهاية الفترة مالكا لها.

ب. قروض الاستثمار: في قروض متوسطة أو طويلة الأجل يمكن أن تصل حتى 90 بالمئة كتمويل موجه المشاريع الاستثمارية، مشاريع الانطلاق التوسع التوسع أو التحديث للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة من أجل اقتناء المعدات الصناعية.

ج. المساهمة في رأس المال: وهو تمويل يشمل حصص مالية في الأموال الخاصة المؤسسات في طور الانشاء أو التوسع التحويل أو إعادة الهيكلة بهذه الهيكلة تكون شركة sofinance مساهمتها ديناميكية حيث تضع حصص اجتماعية لمدة محددة في ميثاق الشركة.

د. الكفاءات البنكية: تتدخل شركة sofinance في ضمان المؤسسات المسجلة في إطار إنجاز الأسواق العمومية (المشاريع الاقتصادية البنية التحتية ..... الخ) فهي التزامات تخص كل المشاركين في المناقصات الوطنية.

هـ. الهندسة المالية: يشمل هذا النشاط الحضور والنصيحة المؤسسات صغيرة ومتوسطة في أطوار مختلفة من خلال تطوير وسائل التشخيص وتقييم الأعمال والحصول على علامات تجارية.

و. إنشاء صناديق: وهذا ماورد في نص التشريع الوارد في 2009 على إنشاء صندوق استثماري لكل ولاية. يكل بالمساهمة في رأس المال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ينشئها الشباب المقاولون، حيث تم تخصيص مبلغ 48 مليار دج موزعة على قيمة مليار لهذه الصناديق<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، المرجع السابق.

## الجدول رقم (01) تقييم نشاط وخدمات شركة sofinance

حول النشاط:

العناصر	2002	2003	2004	2005
مجموع المنتجات دج	293.210.000	294.704.000	534.517.000	340.086.000
نتيجة الإستغلال دج	162.892.687	281.919.576	177.405.000	64.500.000

حول الإستثمار:

العناصر	2003	2004	2005
مساهمة رأس مال دج	67.060.000	625.000.000	639.400.000
القرض الإيجاري دج	379.109.891	1.078.248.000	1.451.919.000

شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

المصدر: [WWW.Sofinance-dz.COM](http://WWW.Sofinance-dz.COM)

## 2- مسار عملية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر وممارسته في شركة

## Sofinance

## 1-2 مسار التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

تتدخل شركة sofinance في تمويل أعلى ميزانية للمشاريع الصغيرة والمتوسطة من خلال أخذ مساهمات عن طريق رأس المال المخاطر في رأس مال المؤسسات طور الإنشاء، أو على رأس مال التطوير والنمو أو عن طريق تمويل إعادة الهيكلة تحويل الملكية وإعادة شراء أسهم مملوكة من طرف شركة أخرى الرأس مال المخاطر يهدف ضمان اسلامة المشاريع الصغيرة والمتوسطة والمحافظة على مناصب الشغل فيها<sup>1</sup>.

يكون تدخلها بنسبة 49 بالمئة على الأكثر من رأس مال المؤسسة العمولة، حيث تكون أكبر قيمة للمساهمة هي 500 مليون دج (بالنسبة لصناديق الاستثمار) في استثمار محدودة ما بين

<sup>1</sup> Wassim chattera ,op, cit p15.

3 إلى 7 سنوات. وهذا وفق التشريعات التي تحكم شركات رأس المال المخاطر في الجزائر، تستعمل Sofinance كوسيلة للاكتتاب واحدة من الأوراق المالية التالية:

- أسهم عادية شهادات الاستثمار، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حصص اجتماعية وقيم منقولة أخرى تمر عملية تقوية الأموال الخاصة للمشروع ب 5 مراحل أساسية يقوم بها المكلف بالدراسات على مستوى المالية وهي: التنقيب والبحث عن مشاريع وانتقاؤها.
- تحليل المشروع المقترح من خلال دراسة كل الجوانب التي تساهم في تحقيقه ويكون اللقاء المشروع على أساس طبيعة المشروع ونوعية خطة العمل، الكفاءة التقنية والتسييرية للمبادرين.
- المردودية الاقتصادية والمالية للمشروع وقدرته على توفير مناصب شغل.
- إمضاء 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، ويتم إمضاء اتفاق المساهمة بين الطرفين الحماية مصالحهم وإنشاء الشركة الجديدة رسمياً عند الموثق في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة ذات أسهم.
- تسيير الشركة ومتابعتها خلال تواجد Sofinance في رأس مال المشروع الممول يستفيد الشركاء من التقارير الدولية التي تسمح لهم بمتابعة ميزانيات الاستثمار والإنجازات المحققة من عملية الاستغلال

## 2-2 ممارسات رأس المال المخاطر لـ Sofinance

تمر عملية دراسة طلبات التمويل برأس المال المخاطر أحد المساهمات بمراحل عديدة، تتأكد فيها المؤسسة المالية من إمكانية تحقيق مردودية وزيادة قيمة المشاريع المعروضة عليها، قد تستغرق هذه المراحل سنة أو أكثر بسبب عليات جمع الوثائق المطلوبة من صاحب المشروع، والتي على أساسها توافق المؤسسة على منح التمويل، مثل عدم امتلاك المستثمر الرخصة البناء أو عدم امتلاك لعقد ملكية الأرض.

**أ- مراحل اخذ المساهمات في شركة sofinance**

تمر عملية أخذ المساهمات في هذه الشركة بالمرور بمجموعة من المراحل والخطوات تعرضها فيما يلي:

**أ-1 دراسة معمقة للمشروع:** تكون على أساس ميزانية مستقبلية متوقعة يقوم بإنشائها مكتب الدراسات. الذي أوكانت إليه مهمة دراسة ملف المشروع، حيث يتم تقدير تقديرات الربح المتوقع والمردودية المتوقعة خلال سنوات الاستثمار، يكون بعدها خروج المؤسسة المالية من المشروع على عكس الدراسة التي يقوم بها البنك التي تكون على أساس ميزانيات سابقة.

**أ-2** تقديم نوعين من الدعم تقدم المؤسسة المالية نوعين من الدعم للمشروع الممول، وهما دعم مالي ودعم غير ماليين يكون الدعم المالي من خلال موافقة لجنة التمويل المتكونة من المدير العام ونواب مختلف الإدارات والمكلف الرئيسي بالدراسات على تقديم مساهمات مالية في رأس مال المشروع الطالب للتمويل، أما الدعم غير المالي يتمثل في الموافقة الإدارية لصاحب المشروع، التي تقوم به لجنة الرقابة التي عينتها الجمعية العامة.

**أ-3** مساهمة مالية ضئيلة تساهم sofinance في تمويل المشاريع بقيمة 50 مليون دج مساهمة من خلال صناديق الاستثمار اللوائية أيا كانت القيمة الإجمالية للمشروع، وبهذا تقوم باستغلال نسبة 5 بالمئة فقط من ميزانية الصندوق في المشروع الواحد هذه النسبة تضع الشركة في وضع أمن على الأغلب. إضافة بذلك الأساس الذي جاء من أجله التمويل برأس المال المخاطر وهو تحمل جزء من المخاطر مع صاحب المشروع، وهذا راجع إلى الأموال المعهودة إليها هي أموال لا عمومية.

**أ-4** التقييم المالي للمشروع يهتم المخاطر برأس المال بمعرفة قدرة المشروع على النمو وتحقيق مردودية مستقبلية وكذا فوائض قيمة عند التنازل عن الأسهم المقتناء، ويتم هذا باستعمال أساليب كمية لا تخاد قرار التمويل، حيث تتمثل هذه الأساليب في تحديد فترة الاسترجاع القيمة الحالية الصافية ومعدل العائد الداخلي.

أ-5 خلق القيمة ومناصب الشغل في المشروع الممول أن منح شركة sofinance تمويلا المشروع استثماري سيمكنه من إنتاج مناصب شغل جديدة، كما تقوم بالمتابعة المستمرة للمشروع خاصة في السنوات الأولى، هذه الاحترافية تؤدي إلى تحقيق فرائض قيمة على المساهمات الممنوحة في البداية<sup>1</sup>.

### ب- تطور نشاط رأس المال المخاطرة في الشركة المالية sofinance

تمارس الشركة أربعة أنشطة تمويلية وتتأمل فيما يلي: رأس مال المخاطر أو الاستثماري، البيع بالإيجار. الكفاءات البنكية وتحميل الفوائد الثابتة مقابل خدمات الاستثمارية التي تقدمها وقد شهدت تطورا واضحا في قيمتها خلال الفترة ما بين 2007 إلى 2014.

### ج - تقييم نشاط وخدمات شركة رأس المال المخاطر SOFINANCE

يعتبر نشاط ركيزة رأس المال المخاطر في الجزائر ضعيف ومحدود لا تتعدى نسبة مساهمة هذه الشركة في التمويل 49 بالمئة منال الشركة كحد أقصى، لمدة تتراوح من خمس إلى سبع سنوات.

أما فيما يخص الأنشطة فينحصر مجال أعمالها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزينها ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية.

### المطلب الثاني: التجربة الجزائرية لشركة FINALEP

#### 1- تقديم شركة FINALEP:

الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة هي شركة مالية متخصصة في رأس المال الاستثماري. تأسست في أبريل 1991 برأس مال قدره 73.750 مليون على شكل شركة ذات أسهم حيث تمثل نسبة. المساهمة الجزائرية 60 بالمئة، تحول عليها من بنك التنمية المحلية بنسبة 40 بالمئة، والفرص الشعبي الجزائري بنسبة 20 بالمئة، أما المساهمة الأوربية فهي نسبة 40 بالمئة وتحوز عليها من الوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 28.74 بالمئة، والبنك الأوربي للاستثمار بنسبة 11.26 بالمئة.

<sup>1</sup> Lyna tahmi (le capital Investment dans le paysage financier algérien) esp 2012 p80-90.

في بداية التسعينات عرض البنك الأوربي للاستثمار والوكالة الفرنسية للتنمية على السلطات الجزائرية البنك الجزائري ووزارة المالية فكرة دعم تنمية الاستثمار في الجزائر، ودراسة إمكانية تأسيس شركات أوربية جزائرية.

ولقد آل النشاط القائم بين المؤسسات الأوربية والبنوك الجزائرية إلى عقد بروتوكولات اتفاق الذي أدى لإنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة، حيث تنشط هذه الشركة في محيط غير مناسب لعدة أسباب منها<sup>1</sup>:

نقص التكوين الشخصي هيئات التركيب والتسيير، والوضعية الأمنية وخاصة الشريط القانوني الذي ينص على إجبارية حضور الشركاء الأوربيين الدراسة كل المشاريع قبل تمويلها وهذا يعتبر عائق أمام تطور الشركة.

هذه الوضعية أنت بشركة FINALEP إلى اللجوء إلى مراجعة خارجية إستراتيجية بغية الحصول على إجراءات مناسبة للرفع من مستوى النشاط وضمان تطورها واستمراريتها.

## 2- شروط تدخل الشركة المالية الأوربية للمساهمة FINALEP

هذه الشركة لا تتميز لأي قطاع وإنما تعطي الأولوية للمشاريع التي لها أثر على التطور الاقتصادي والاجتماعي كخلق مناصب العمل وتصدير السلع والخدمات التي تولد العملة الأجنبية.

### - معايير اختيار المشروع

- مؤسسات تجمع شركاء جزائريين وأوربيين.
  - قطاعات النشاط لا تسجل نقص في عرض المواد.
  - نشاط يعطي قيمة للموارد المالية.
  - مشاريع قليلة المخاطر التكنولوجية.
  - المرودية المتوقعة على تعبئة الودائع الأجل البنوك التجارية الجزائرية تكون كبيرة.
- منافسة أصحاب الأفكار.

<sup>1</sup> المجلة الدولية الدراسات الاقتصادية، دورية محكمة تصدر في ألمانيا، ميدان العلوم الاقتصادية العدد الخامس فيفري 2019.

- استمرارية ومردودية المشروع.

### 3- كيفية تدخل الشركة المالية الأوروبية للمساهمة FINALEP

تتدخل شركة FINALEP في المساهمة المباشرة في رأس مال المشروع بمشاركة جزائرية أوروبية أو المؤسسات الجزائرية التي تحولت كلياً أو جزئياً للتصدير التدخل في جزء من الأموال الخاصة (إجباري المساهمة بالإقراض حساب جاري مساعد).

#### 4- النشاطات التكميلية

الشركة تتشارك بنشاط في تخصيص جميع مراحل العملية ولهذا تقوم بذكر النشاطات التالية<sup>1</sup>:

- البحث والتعرف على الشركات عبر شركة بنوك المساهمين وبنوك المعطيات الدولية.
- المساعدة في التحضير الدراسة قابلية المشروع البحث عن القروض الدولية والمحلية المساعدة على إتمام الإجراءات الإدارية والقانونية.
- إتفاقية المساهمين.
- تتبع إنجاز المشروع.
- الإعداد المالي

#### 5- برنامج الجماعة الأوروبية لإستثمار الشركاء

منذ 1998 تعد شركة FINALEP وسيط معتمد للجزائر في إطار برنامج الجماعة الأوروبية الإستثمار الشركاء ويقصد ببرنامج الجماعة الأوروبية الإستثمار الشركاء الأداء المالية المخصصة لترقية إنشاء مؤسسات جزائرية مع شركاء أوروبيين، وبواسطة الإتحاد الأوربي الذي يعرض ويقدم التمويلات والمساعدات المالية اللازمة لجميع مراحل المشروع والتحقق من المشاريع المشتركة دراسة قابلية المشروع التكوين والمساعدات التقنية.

<sup>1</sup> قشيدة صورية، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة الشركة المالية الجزائرية الأوروبية المساهمات،

## 6- شروط خروج الشركة المالية الأوروبية للمساهمة FINALEP

- مسترجع أو مسترجعي أسهم الشركة يضمن حقوق الشركاء المساهمين.
- تحديد مدة مساهمة الشركة المالية الجزائرية الأوروبية.
- تحديد صيغة الخروج مع تحديد القيمة.

### • مساهمات الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP

الجدول أدناه يوضح العمليات ومساهمات الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة:

سنة الخروج	الموقع	قطاع النشاط	سنة المساهمة	المؤسسة
-	تيازة	زراعة التبغ	1995	TOBACCO
-	الجزائر	صناعة الأدوية	1998	MEDIAL
2003	الجزائر	الطاقة الشمسية	1998	SOLAR SYST
2005	عنابة	الصناعة الزراعية	1998	HYPHONE INDUSTRIE
2003	البلدية	الصناعة الإلكترونية	1999	CORELEC
-	تلمسان	صناعة الزجاج	2000	V-I-A
جاري الخروج	الجزائر		2001	FONDERIE POMPES
-	الأغواط	الصناعة الغذائية	2001	MILOX
-	عنابة	العقار	2002	REALPROMO

الجدول رقم (01) العمليات ومساهمات الشركة الجزائرية الأوروبية للمساهمة

المصدر: [WWW.Finalep.dz](http://WWW.Finalep.dz)

## المطلب الثالث: مقترحات لتفعيل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر برأس المال المخاطر

على الدولة أن تقدم يد العون لهذه المؤسسات والوقوف إلى جانبها حتى تتغلب على الصعوبات المختلفة التي تواجه نشاطها مثل: انخفاض الإيرادات وارتفاع المخاطر و دعمها بشتى الطرق سوى المباشرة أو الغير مباشرة.<sup>1</sup>

### 1- التدعيم غير المباشر لمؤسسات رأسمال المخاطر : وهو كل ما يتعلق بالحوافز

الضريبية والشروط التنظيمية التي تحكم عمل هذه المؤسسات و كذا الجانب التشريعي

الذي يخلق بيئة ملائمة لتطورها، لذلك يجب أن تتميز اللوائح و التنظيمات

التي تصدرها الدولة بالبساطة و السهولة عند إنشاء هذه المؤسسات.

### 2- التدعيم المباشر : لا يجب أن يقتصر تدعيم الدولة لمؤسسات رأسمال المخاطر على

التدعيم غير المباشر بل يتعداه إلى الدعم المباشر والاشتراك في نشاطاتها و يتخذ هذا التدعيم عدة أشكال أهمها<sup>2</sup>:

-توفير تمويل مباشر للمشروعات من قبل الدولة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، كمساهمة

الدولة الألمانية في رؤوس أموال مشاريع تكنولوجية خطيرة ، و بنك التنمية المحلية للمؤسسات

الصغيرة و المتوسطة التابع للحكومة الفرنسية سنة 1996 .

-إنشاء الدولة لصناديق مشتركة أو عامة لرأسمال المخاطر كشكل من أشكال الدعم المباشر

لهذا النشاط، مثل هذه الصناديق وجدت في الولايات المتحدة الأمريكية حيث أنشأت

عام 1957 والصناديق الألمانية المنشأة عام1995.

<sup>1</sup> محمد زيدان وأدريس رشيد:الهيكل الجديدة الداعمة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر،ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الشلف، 18 أبريل 2006، ص 512.

<sup>2</sup> رحيم حسين :التجديد التكنولوجي كمدخل استراتيجي لدعم القدرة التنافسية للمؤسسة الجزائرية :حالة الصناعاتالصغيرة والمتوسطة ، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول :تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحولات المحيط ،جامعة بسكرة 29,30أكتوبر 2002 ص53 .

-الاستثمار في مؤسسات رأسمال المخاطر التي تتولى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة  
مثل الصندوق المنشأ في فنلندا عام 1994  
-دور الأعوان الماليين في الاقتصاد( ما عدا الدولة) بالإضافة للدولة يمكن لكل من : البنك ،  
المؤسسات المالية ، المستثمرين المستقلين ، شركات التأمين ، صناديق المعاشات ( الضمان  
الاجتماعي في الجزائر ) أن تلعب دورا حيويا في تطوير شركات رأس مال المخاطر.  
إن تدعيم الدولة و مساهمتها تؤدي إلى زيادة فاعلية مؤسسات رأسمال المخاطر لمواجهة  
الحاجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و التي لا يقبل عليها سوق التمويل  
التقليدي عادة لارتفاع المخاطر ، و لا شك أن الموارد المالية لمؤسسات رأس مال المخاطر لن  
تكفي بمفردها للوفاء بكل هذه الحاجات لذا تعتبر مساهمة الدولة دفعة قوية نحو توسيع طاقاتها  
المالية.

**خلاصة الفصل:**

من خلال ما تم عرضه نستخلص أن رأس المال المخاطر أداة مهمة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى المتوسط وطويل الأجل، وقصد معرفة ذلك تم تسليط الضوء على أهم شركات رأس المال المخاطر في الجزائر حيث تبين أن نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر ضئيل جدا ويسير بخطى متباطئة لانعدام البيئة المناسبة لهذا النوع من التمويل، كما تواجهه العديد من العقبات والصعوبات التي تحول دون قيامها بالدور الموكل إليها، حيث أفاد تقرير صادر عن الاتحاد الافريقي لرأس المال الاستثماري أن الجزائر تحتل مراتب متأخرة في شمال افريقيا من حيث رأس المال الاستثماري، لذلك يستوجب على الدولة تفعيل الآليات المذكورة سابقا كالقيام بتخفيضات جبائية والتشجيع على الاستثمار فيها.

خاتمة

## خاتمة:

إذا كانت المشروعات الصغيرة و المتوسطة في الدول المتقدمة حضيت بالأولوية ضمن مختلف الإستراتيجيات المرصدة للتنمية قد تجاوزت الكثير من صعوبات تنميتها لا سيما تلك المتعلقة بالحصول على التمويل من عدة مصادر، وذلك بفضل تنويع الخدمات التمويلية المتاحة بالسوق التمويلية و ابتكار و استخدام تقنيات حديثة على مستوى البنوك بما يمكنها من التحكم في المخاطر و التكاليف و من ثم التوجه نحو خدمة هذا القطاع ، فان مثيلاتها في الدول النامية عامة و الجزائر خاصة لازالت تواجه العديد من المشكلات

كما يتضح من هذا البحث وجود علاقة بين المشروعات الناشئة وشركات رأس المال المخاطر، فالمشاريع الاستثمارية الناشئة تفتقر لرؤوس الأموال والكفاءة الكافية، إلا أنها تبدأ تمويلاتها بأموالها الخاصة والذاتية التي تكون في الغالب غير كافية لتلبية احتياجاتها، وهذا يكمن دور شركات رأس المال المخاطر الذي يعتبر الممول الكافي لهذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ومن خلال النقاط التي تم التطرق إليها في هذا الموضوع حاولنا التعرف على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وشركات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل هاته المؤسسات الناشئة التي عرفت نجاحا كبيرا في الولايات المتحدة الأمريكية.

ومن خلال الدراسة لهذا النمط التمويلي الحديث الذي تتبناه هذه الشركات توصلنا إلى أن هذا النمط هو جد فعال في تمويل هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلبية احتياجاتها بشكل أنسب.

فبالرغم من حداثة هذه الشركات المختصة في التمويل برأس مال المخاطر إلا أن الجزائر لا تزال لم تصل إلى الحد المطلوب من النجاح وهذا راجع لقلّة الاعتماد على هذا التمويل، ولذلك لا يزال الكثير مما يجب عمله من أجل النهوض بهذه الشركات حتى تتمكن من إيجاد حل لهذا المشكل الذي تعاني منه المشاريع الناشئة، لذلك تقترح بعض التوصيات لتشجيع هذه الشركات وتدعيم نشاطها :

- تشجيع الخوص بإنشاء مثل هذه الشركات وإنشاء شركات مشتركة من أجل دعم النشاط.
- دعم أساليب الشراكة مع شركات رأس مال المخاطر الأجنبية وتشجيع إنشاؤها في الجزائر .

- تفعيل لسوق المالي وذلك لتنظيم عمليات البورصة واحترافية قرار افتتح فرع خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

اتخاذ هذه الإجراءات وغيرها يمكن رأس المال المخاطر من تجاوز مختلف العقبات التي تواجهها ووضع حد للمشاكل التمويلية وغير التمويلية التي تواجهها المشاريع الصغيرة والمتوسطة.

### 1- نتائج اختبار الفرضيات

**الفرضية الأولى:** يعتبر رأس مال المخاطر من أهم الوسائل الكفيلة لمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة الناشئة منها على توفير التمويل نتيجة نقص الضمانات، باعتبار أن شركات رأس مال المخاطر تدخل كمشاركة في رأس المال خلال مختلف مراحل حياة المؤسسة.

**الفرضية الثانية:** يعتبر رأس مال المخاطر خيار تمويلي استراتيجي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث لا يكثف بتقديمها للمؤسسات.

**الفرضية الثالثة:** التمويل برأس مال المخاطر جد محدود في الجزائر، وهذا راجع لعدة عوامل أهمها قلة الشركات المختصة في هذا المجال، وغياب اليات الخروج المناسب لت المشاريع التي تمولها، تعد التجربة في مجال رأس مال المخاطر جد متواضعة بحيث تجد أنها لا تزال في بداياتها الأولى، وتحتاج إلى مزيد من بدل الجهود وتقليل العقبات أمام شركات رأس مال المخاطر وتوسيع العمل بهذا الأسلوب في كافة القطاعات ومجالات الاستثمار وهذا ما لمسناه من خلال تجربة الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف.

## 2- نتائج البحث

يعد رأس مال المخاطر أداة مهمة في تمويل ومرافقة نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى المتوسط وطويل الأجل، كما أنه يساهم في خلق مناصب الشغل، وبعد تحليلنا الواقع رأس مال المخاطر في بعض الدول والإشارة إلى التجربة الجزائرية في هذا المجال توصلنا إلى مجموعة من النتائج:

- يعتبر رأس مال المخاط بديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تعتبر تقنية رأس مال المخاطر في الجزائر في المرحلة الجنينية إذ تعتبر هامشية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقارنة مع النتائج المحققة من طرف البنوك.
- أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ليست لها ثقافة رأس مال المخاطر بسبب رفض فتح رأس مالها .
- نشاط مؤسسة sofinance ضعيف ومحدود في مجال الصناعة ونسبة مساهمتها في التمويل لا تتعد 49%.

## 3- الاقتراحات

- ضرورة استحداث عدد كبير من شركات رأس مال المخاطر التابعة للقطاع الخاص، وهذا لأنها لا تخضع للقيود التمويلية التي تخضع لها تلك الشركات التابعة للدولة.
- تشجيع المؤسسات الجزائرية على الانفتاح على هذه التقنية من خلال الحملات التحسيسية.
- توفير بيئة ملائمة لعمل شركات رأس مال المخاطر. توجيه الدولة نحو انشاء شركات رأس مال المخاطر وكذا القطاع الخاص مع توفير المناخ والمحيط القانوني التشريعي لهذه الشركات.
- تنظيم أيام دراسية ودورات تكوينية للتعريف برأس مال المخاطر.
- انشاء سوق مالي خاص بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر وتكييف القوانين المنظمة له التسهيل دخول هذه المؤسسات فيه.

#### 4- آفاق الدراسة:

- على ضوء ما عرض في هذا البحث وما تم التوصل إليه من نتائج وما تم وضعه من اقتراحات ظهرت لنا إشكاليات جديدة تعتقد أنها مناسبة للإثراء والبحث والنقاش الذكر منها:
- دور رأس مال المخاطر في مواجهة الأزمات المالية المحلية والدولية.
  - واقع رأس مال المخاطر في ظل انعدام بورصة متخصصة لرأس مال المخاطر.
  - إشكالية تمويل المشاريع الجديدة في ظل اقتصاد العولمة.
  - اظهر دور رأس مال المخاطر في تمويل المشاريع الابتكارية.
  - وضع تجربة رأس مال المخاطر تحت المجهر وتحليل الممارسات أكثر فعالية الانتقاء مشاريع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

# قائمة المراجع والمصادر

المراجع:

الكتب:

1. حمزة الشخي، ابراهيم الجزراوي، الادارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 1998.
2. د. عبد الباسط وفاء، رأس مال المخاطر ودورها في تدعيم الشركات الناشئة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.
3. رابح خوني ، ترقية أساليب وصيغ المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اقتصاد الجزائري، رسالة ماجستير، غير منشورة، كلية الاقتصاد وعلوم التسيير، فرع اقتصاد التنمية، 2003.
4. عبد الباسط وفاء: مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دار النهضة العربية، مصر، د ط، 2001.
5. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2002.
6. عبد المنعم مبارك واحمد الناقة: النقود والصيرفة والنظرية النقدية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1997.
7. عدون ناصر دادي: اقتصاد المؤسسة، دار المحمية العامة، الجزائر، 1998.
8. قشيدة صورية، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة الشركة المالية الجزائرية الأوروبية المساهمات.
9. كارل ماركس: نقد الاقتصاد السياسي، ترجمة محمد عيتاني.
10. منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1998.
11. منير خروف، ريم ثومرية: رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة التنمية الاقتصادية، العدد 2017، 04.

12. براق محمد، بن زاوي محمد الشريف: رأس المال المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2024.

13. جمال ايدروج: دور شركات رأس المال المخاطر في تحسين المؤسسات الممولة، *revue d'économie et de stasistique appliquée*، مجلد 12، العدد 2، 2015.

#### المذكرات والاطروحات:

1. خالد سلاطنية: دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة حالة شركة Sofinance الجزائر، مذكرة مكملة لنيل شهادة ماستر علوم اقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد خيضر بسكرة، سنة 2015.

2. زواوي فضيلة، تمويل المؤسسة الاقتصادية وفق الميكانيزمات الجديدة في الجزائر - دراسة حالة مؤسسة سونلغاز - ، قسم: علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009/2008.

3. محاجبية نصيرة: وظيفة الهندسة المالية في البنوك، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قالمة، 2006.

4. محمد السبتي: فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة-دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية المساهمة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، تخصص ادارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008، 2009.

5. محمد العربي ساكر، محاضرات في تمويل التنمية الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2006.

6. محمد السعد ناصر: رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمّل لمرحلة الماجستير مدعوم من برنامج أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الاسلامية، السعودية، 2012.

المواد والمراسيم:

1. المرسوم التنفيذي رقم 09-96، المؤرخ بتاريخ 10/09/1996، الجريدة الرسمية، العدد 03، الصادر في 14/10/1996.

2. المادة 02 والمادة 03 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006، المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.

المجلات والملتقيات:

1. الأغا لغريد، محمد حشماوي: أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة (دراسة حالة الجزائر)، مجلة المدبر، العدد 3، 2016.

2. براق محمد، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، الملتقى الوطني حول: استراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، يومي: 18/19 أفريل 2012.

3. بلعيد عبد الله، مقلاتي عاشور: المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع امكانية التكامل بينهما، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 17، دس.

4. بلعيدي عبد الله: سبل دعم رأس المال المخاطر وتطويره، مجلة الاصيل للبحوث الاقتصادية والادارية، مجلد 04، العدد 4، جوان 2020.

5. بوغيوط امنة، جقريف علي: مساهمة رأس المال المخاطر كآلية مبتكرة في تمويل المؤسسات الناشئة (دراسة تجربة المملكة العربية السعودية)، مجلة اقتصاد المال والأعمال، مجلد 06، العدد 03، 2022.

6. حشماوي محمد: أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة (دراسة حالة الجزائر)، مقال مجلة المدير، العدد 03، جوان 2017، جامعة الجزائر 3.

7. خلفه ساهل زينب: حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر-دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/المسير، مجلة الباحث الاقتصادي، مجلد 6، العدد 1، جوان 2018.
8. دباج هشام، المفاضلة بين التمويل المباشر وغير المباشر في تمويل المؤسسة الاقتصادية، قسم: العلوم الاقتصادية، تخصص: اقتصاديات المالية والبنوك، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة أحمد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2012/2011.
9. دراجي كريمو، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات - دراسة حالة الجزائر - ، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 09، سبتمبر 2013.
10. رابح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2008.
11. رحيم حسين :التجديد التكنولوجي كمدخل استراتيجي لدعم القدرة التنافسية للمؤسسة الجزائرية :حالة الصناعات الصغيرة والمتوسطة , ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول :تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحولات المحيط ,جامعة بسكرة 29,30 أكتوبر 2002 .
12. رفيق مزاهرية، عبد الله بلعيدي: شركة رأس المال المخاطر-رؤية شرعية قانونية واقتصادية، مقال بمجلة الحقوق والعلوم السياسية، جامعة خنشلة، العدد 128، 2017.
13. رويحة عبد السميع، حجازي اسماعيل: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأسمال المخاطرة، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغير والمتوسطة في الدول العربية، يومي 18/17 أفريل 2006، الجزائر.
14. زرقاني رابح، أبعاد واتجاهات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، قسم: علوم التسيير، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، الجزائر، 2014/2013، ص 210-211.
15. السعيد بريش: رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، العدد 05، كلية الحقوق وكلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2007.

16. شوقي اسماعيل شحاتة: البنوك الاسلامية، د د ن، السعودية، ط2، 1997.
17. الشوكي سمير : المعجم الاداري، دار المشرق الثقافي، الاردن، 2006.
18. صيودة ايناس: أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية-دراسة حالة- القرض السندي لمؤسسة سونطراك، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة أمجد بوقرة-بومرداس، الجزائر، 2009.
19. صيودة إيناس، أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة حالة القرض السندي لمؤسسة سونطراك-، قسم: علوم التسيير، فرع: مالية المؤسسة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، الجزائر، 2009/2008.
20. ضياف عليّة، حمّانة كمال: رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة-حالة الجزائر-، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05، جوان 2016.
21. طارق عبد العال حماد: التطورات العالمية وانعكاساتها على اعمال البنوك- سلسلة البنوك التجارية قضايا معاصرة، الدار الجامعية، الاسكندرية، ج1، 1999.
22. عبد الله بلعيدي: التمويل برأس المال المخاطر -دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة-، مذكرة مكلمة لنيل شهادة الماجستير تخصص اقتصاد اسلامي، قسم الشريعة، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الاسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008.
23. المجلة الدولية الدراسات الاقتصادية، دورية محكمة تصدر في ألمانيا، ميدان العلوم الاقتصادية العدد الخامس فيفري 2019.
24. المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، دورية محكمة تصدر في ألمانيا، ميدان العلوم الاقتصادية، العدد الخامس، فيفري 2019.
25. محمد زيدان وأديس رشيد:الهيكل الجديدة الداعمة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر,ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة, الشلف، 18 أبريل 2006.

26. منير نوري: أثر الشراكة الأورو الجزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 و18 افريل 2006، جامعة الشلف.

27. نبيلة قدور، حمزة العرابي: التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم (الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس، الجزائر)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 7، جوان 2017.

28. نصيرة عابد، عبد القادر بريش: رأس مال المخاطر كمدخل استراتيجي لدعم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي-الشلف، الجزائر، العدد 19، 2018.

29. ياسر عبد الرحمان، براشن عماد الدين، مجلة نماء الاقتصاد والتجارة، العدد الثالث، جوان 2018 .

#### المراجع باللغة الأجنبية:

1. Kamel Eddine Bouatouta : **Le capital investissement capital risque Usa-Europe-Tunisie-Maroc-Algérie** , enjeux et perspectives (Alger :édition grand, 2005).
2. Philippe De Fontaine vive: **L'Europe et le capital risque**, revue d'économie financière, vol 93, 2008, Paris, France.
3. Sellami Amara, **Petit et moyenne entreprise et développement économique**, édition Sned Alger, 1985.
4. Battini Pierre: **Capital risque**, mode d'emploi (paris: edition d'organisation, 1998).
5. Khalil Ammar: **La banque de financement des petites Enterprise**: se séminaire termatifmal sur la prometiom du finamamet de la pme alger le 27.28 septembre 2005.
6. Lyna tahmi (le capital Investment dans le paysage financier algérien) esp 2012 p80-90.
7. Wassim chattera ,op, cit p15.
8. Yacine Maamri : **présentation de la socite** , El djazair istithmar site.

## ملخص:

حاولت هذه الدراسة إلى تبيان دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، باعتباره من السبل المستخدمة التي تستخدمها مؤسسات راس المال المخاطر بمد هذا النوع من المؤسسات بالأموال والخبرة في إدارة و تنظيم أعمالها، وذلك من خلال دمج اموال مؤسسات راس المال المخاطر مع اموال المؤسسات الممولة و بما يحقق لها تمويل محفز و ارباح معتبرة، وقصد معرفة ماهية هذا الدور فقد تم تسليط الضوء على عدة تجارب عالمية ناجحة كالولايات المتحدة الأمريكية، كندا والنموذج الإسلامي عموما، والتي تعتبر كنماذج يحتدى بها في هذا الإطار، والتي استطاعت تجسيد هذه بفاعلية ونجاح على ارض الواقع ما جعل بعض الدول تسعى الى الاخذ به و تقليده كالجزائر.

**الكلمات الافتتاحية:** رأس المال المخاطر، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تجربة الجزائر، تجارب عالمية.

---

### Abstract:

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

And in order to gain more insights, we are examined more successful experience in the word, like usa, Canada and Islamic type which proved highly successful in the field and encouraged countries like Algeria.

**Key words:** venture capital, small and medium-size dentreprises funding, Algerian type, experiences and type in word.