

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Université Mohamed Chérif Messadia
Souk Ahras



جامعة محمد الشريف مساعديّة
سوق أهراس

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

السنة الدراسية: 2021/2020

قسم علوم تسيير ل م د

مذكرة □

مقدمة للحصول على شهادة الماستر

فعالية رأس مال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة

بالجزائر

الشعبة

علوم تسيير

التخصص

مالية مؤسستة

من إعداد :

بن رجم بشرى

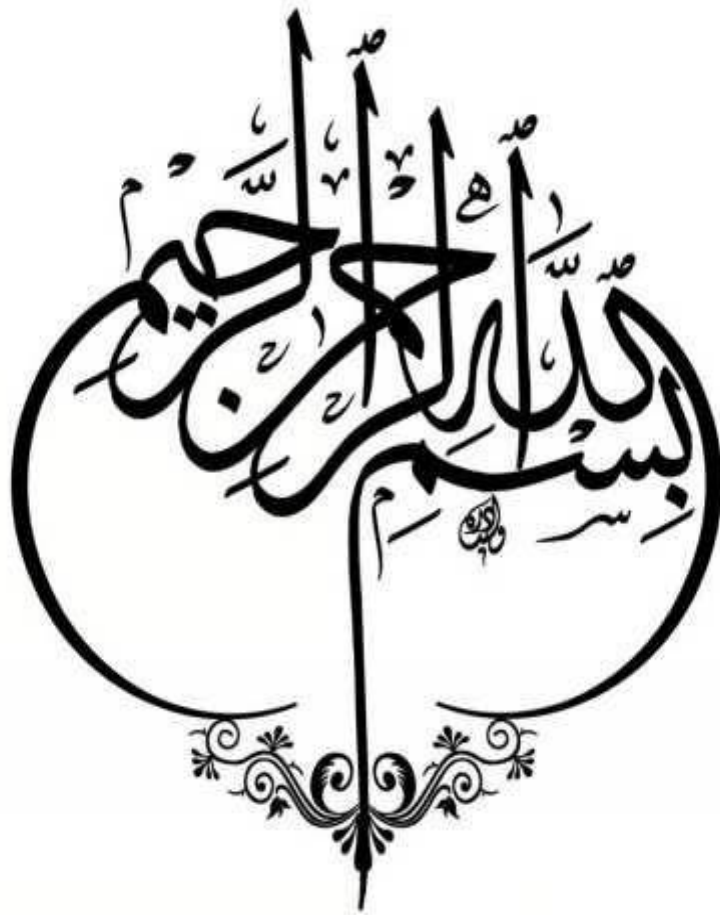
خلايفية أشرف الدين

لجنة المناقشة:

الرئيس:	د. بلعشي عبد المالك	الرتبة العلمية: أستاذ محاضر - أ.	جامعة: سوق أهراس
المشرف:	د. أيمن فريد	الرتبة العلمية: أستاذ محاضر - أ.	جامعة: سوق أهراس
المتحن:	د. طراد خوجتة هشام	الرتبة العلمية: أستاذ محاضر - أ.	جامعة: سوق أهراس

□

دفعته 2021



الشكر



قبل كل شيء نشكر الله عز وجل الذي رزقنا من العلم ما لم نكن نعلم نحمد حمدا

كثيرا يليق بعظمته وجلال قدره.

وكثرة نعمه، ولما أعطاه لنا من القدرة والشجاعة والإرادة للوصول إلى هذا المستوى

وإتمام هذا البحث المتواضع نتقدم بالشكر الجزيل إلى أستاذنا المحترم " أيمن فريد "

على إرشاداته القيمة وتوضيحاته اللازمة التي أفادنا بها، ونشكر كذلك أعضاء لجنة

المناقشة علي موافقتهم علي مناقشة هذه المذكرة وتقييمها

فنسأل الله العون والسداد والخير الموصول والصواب المأمون فهو نعم الولي ونعم

النصير

الإهداء

الحمد لله وكفى و الصلاة على الحبيب المصطفى وأهله ومن وفى أما بعد :

الحمد لله الذي وفقنا بتثمين هذه الخطوة في مسيرتنا الدراسية بمذكرتنا هذه ثمرة

الجهد والنجاح بفضلته تعالى مهداة إلى الوالدين الكريمين وادامهما نورا لدربي

لكل العائلة الكريمة التي ساندتني ولا تزال من إخوة وأخوات إلى رفيقات المشوار

وكل قسم المالية والإدارة وجميع دفعة 2021 جامعة محمد الشريف مساعدي

بشرى.



الإهداء

الفضل والشكر كله لله، أحمده حمدا يليق بعظيم جاهه وسلطانه، فلولا توفيقه لما وصلت إلى ما أنا فيه.

أهدي ثمرة جهدي، وعصارة سنين الدراسة والكفاح إلى من قال فيهما جل شأنه:

"واخفض لهما جناح الذل من الرحمة وقل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا"

إلى جميع أصدقائي وأخص بالذكر أصدقاء الدراسة

كل من نسيه قلبي وذكره قلبي.

أشرف الدين



الملخص:

ان الاتجاه المتزايد نحو الاندماج في اقتصاد العالمي موحد أدى الى توجه الدول نحو تمكين قطاع المؤسسات الناشئة و الصغيرة ضمن أولوياتها و استراتيجياتها التنموية، ولكن هذه الأخيرة تواجه العديد من المشاكل و العراقيل حيث يأخذ التمويل النصيب الأكبر منها ، فنلاحظ أن المؤسسات الناشئة تظل أحجامها عند مستويات متدنية الصغر و بالتالي لن تحقق الدور المنوط بها نظرا لمحدودية الموارد التي تنطلق بها اضافة الى صعوبة حصولها على القروض من البنوك بسبب ارتفاع التكلفة الاقتراض، المغالاة في الشروط و طلب ضمانات العينية. و عليه بات من الضروري البحث عن مصدر تمويلي ينطوي على مميزات تتناسب مع احتياجات المالية لهذه المؤسسات.

و من هذا المنطلق سنحاول في هذا البحث دراسة دور و فعالية رأس المال المخاطر كتقنية حديثة لتمويل المؤسسات الناشئة ، وذلك من خلال ادراك المفاهيم الاساسية المتعلقة بهذه التقنية التمويلية ، و ابراز أهميتها كبديل تمويلي فعال.

الكلمات المفتاحية: المؤسسات الناشئة، فعالية رأس مال المخاطر، البديل التمويلي .

Abstract :

The increasing trend towards integration into a unified global economy has led countries to empower the emerging and small enterprises sector within their development priorities and strategies, but the latter faces many problems and obstacles, as funding takes the largest share of them. It is small and therefore will not fulfill the role entrusted to it due to the limited resources with which it is launched in addition to the difficulty of obtaining loans from banks due to the high cost of borrowing, exaggeration in terms and the request for guarantees in kind. Accordingly, it has become necessary to search for a financing source that has advantages commensurate with the financial needs of these institutions.

From this point of view, we will try in this research to study the role and effectiveness of venture capital as a modern technology for financing emerging institutions, by realizing the basic concepts related to this financing technology, and highlighting its importance as an effective financing alternative.

Keywords: startups, the effectiveness of risk capital, the financing alternative.

الصفحة	العنوان
	البسمة
	شكر وعرهان
	الإهداء
	الملخص
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	المقدمة العامة
36-09	الفصل الأول: الإطار النظري للمؤسسات الناشئة
09	مقدمة
10	المبحث الأول: التقديم المعرفي للمؤسسات الناشئة
10	المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الناشئة وخصائصها
17	المطلب الثاني: تصنيفات المؤسسات الناشئة ودورة حياتها
23	المطلب الثالث: عوامل نجاح المؤسسات الناشئة ومسببات الفشل
28	المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الناشئة وواقعها وأفاقها بالجزائر
28	المطلب الأول: المشاكل التمويلية للمؤسسات الناشئة في ظل التمويل التقليدي .
30	المطلب الثاني: الأساليب المستحدثة لتمويل المؤسسات الناشئة
34	المطلب الثالث: واقع وأفاق المؤسسات الناشئة بالجزائر
36	خلاصة الفصل الأول
75-38	الفصل الثاني: التأصيل النظري لتمويل برأسمال المخاطر
38	مقدمة
39	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لتمويل برأس مال المخاطر
39	المطلب الأول: ماهية رأس مال المخاطر ومؤسساته
51	المطلب الثاني: ميكنزمات وإجراءات التمويل برأسمال المخاطر
60	المطلب الثالث: مزايا وعيوب التمويل برأسمال المخاطر وظروف نجاحه

64	المبحث الثاني :اشكالية تمويل رأسمال المخاطر المؤسسات الناشئة في الجزائر
64	المطلب الأول :واقع شركات رأسمال المخاطر في الجزائر
69	المطلب الثاني : المعوقات والتحديات التي تواجهه التي تواجه شركات رأسمال المخاطر
71	المطلب الثالث:اليات تفعيل شركات رأسمال المخاطر بالجزائر
76	خلاصة الفصل الثاني
94 -78	الفصل الثالث: رأس المال المخاطر في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE
78	مقدمة
79	المبحث الأول: سوق رأس المال المخاطر في الجزائر
79	المطلب الأول: وضعية رأس المال المخاطر في الجزائر
81	المطلب الثاني: خطوات عملية تمويل المؤسسات الناشئة برأس مال المخاطر
84	المطلب الثالث:تقييم النشاط التمويلي لشركة SOFINANCE
88	المطلب الرابع: الأفاق المستقبلية لهذه الشركات في الجزائر
94	خلاصة الفصل الثالث
	الخاتمة
	قائمة المراجع

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
33	مقارنة سوق القروض التقليدية مع سوق الإقراض الندي للند	01
46-45	مقارنة بين تمويل رأس المال المخاطر والتمويل التقليدي عن طريق البنوك	02
68	نشاط شركة ASICOM خلال سنة 2019	03
80-79	هيكل خطة العمل	04
84	أصول شركة SOFINANCE	05
85	مساهمة SOFINANCE في رأس المال	06
86	قيمة القروض التجارية المقدمة من طرف شركة SOFINANCE	07
86	قيمة القروض المقدمة من طرف شركة SOFINANCE	08

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
12	المؤسسة الناشئة	01
13	هدف المؤسسة ومحدداتها	02
20	منحني المؤسسات الناشئة	03
22	مراحل تطور المؤسسات الكلاسيكية والمؤسسات الناشئة	04
56	مبدأ عمل شركات رأس مال المخاطر	05

مقدمتّ عامتّ

مقدمة:

إن البنوك لم تتمكن من حل إشكالية تمويل المؤسسات والشركات بالقدر الكافي وبالنجح المنتظر ، وذلك نتيجة استناد قرار منح القروض البنكية إلى معيار الضمانات القانونية وإهمال معايير أخرى موضوعية تتعلق بجدية وفعالية المؤسسة موضوع الإفراض كأهمية التدفقات المالية المستقبلية والمكانة الاستراتيجية لنشاط المشروع وآليات العرض والطلب في محيط المؤسسة وغيرها ، وبالمثل تقنية تغطية مخاطر منح الائتمان للمؤسسات كمخاطر الصرف ومخاطر تقلب معدلات الفائدة و غيرها ، الأمر الذي يؤدي بالتبعية إلى التحفظ والحذر الكبير من طرف البنوك في منح القروض لهذه المؤسسات .

وفي ظل واقع التمويل المصرفي الذي يتميز بمحدودية الاستفادة منه ، وباعتبار مختلف الظروف المحيطة ، بما فيها التحولات العميقة التي تعرفها اقتصاديات مختلف الدول نتيجة مختلف الضغوطات الداخلية والخارجية المفروضة على المؤسسات ، والمجسدة في الاندماج الاقتصادي والتجاري العالمي ، وبفضل التحولات المالية العميقة وأثر الانفتاح الاقتصادي العالمي وما جاءت به العولمة من تغيرات ، سمحت بظهور بدائل تمويلية بإمكانها الوقوف جنباً إلى جنب مع أصحاب المشاريع الاستثمارية ، ومن بين هذه البدائل تقنية رأس المال المخاطر التي تقوم بملاً الفراغ التمويلي الذي يعاني منه المشروع ، في المراحل الأولى من حياته ، في إطار شراكة في رأس المال . ولا تتوقف عند هذا الحد ، بل إن ما يميزها هو امتلاك الشركات الممارسة لها لفريق إداري يقوم بتقديم خدمات إدارية لتسيير المشروع بكل احترافية وخبرة ، وهذا ما يساهم في خلق قيم مضافة . تتم العملية التمويلية دون طلب ضمانات من المقاول صاحب المشروع ، فالضمان الوحيد هو كفاءة فكرة المشروع وفعالية أصحابه .

في هذا الصدد ، تعتبر تقنية رأس المال المخاطر من الآليات التمويلية الحديثة نوعاً ما، التي تقدم التمويلات الملائمة للمشاريع الاستثمارية وفي أطوار مبكرة من حياتها ، خاصة للمشاريع التي تتميز بتكنولوجيا عالية . فشركات رأس المال المخاطر عبارة عن وسيط مالي بين مستثمرين ومؤسسات باحثة عن التمويل ، فيكون دورها على مستوى الاقتصاد الجزئي هو تقديم مساهمات مالية ، استراتيجية وتنظيمية أما على مستوى الاقتصاد الكلي فتساهم في تنويع الاستثمارات الوطنية من خلال إنشاء مؤسسات جيدة وزيادة حجم المؤسسات القائمة وتعزيز تنافسيتها . وهي بهذا تساهم في تعزيز الاقتصاد الحقيقي .

أمام الوضع الجزائري الراهن، من انخفاض في موارد الجباية البترولية، تأكد للجميع خطأ الاعتماد الكلي على قطاع المحروقات كمورد أساسي لتمويل المشاريع الاستثمارية التنموية، في حين ظهرت مصادر طاقة بديلة عنه. وقد جاء النموذج الاقتصادي الجديد بمجموعة من الاقتراحات التي تصب في مجملها في خانة تنويع موارد الاقتصاد الوطني .

من بين التحديات التي يرفعها هذا النموذج الاقتصادي الجديد ، هو التحول الهيكلي في جانب الاستثمار وربطه بتطور إنتاجية رأس المال المستثمر و تحقيق مختلف الأهداف المسطرة ، والتي تدور كلها حول فكرة أساسية مفادها " :تقليل الواردات وزيادة نسبة الصادرات خارج المحروقات " ، لا بد من تشجيع ودعم الاستثمارات خاصة المحلية منها وبالأخص إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و الناشئة ، نظرا لآثارها الممكنة على الاقتصاديات الوطنية لذا اسطرت السلطات الجزائرية في وقت مضى هدفا يقتضي إنشاء مليون مؤسسة صغيرة ومتوسطة بحلول سنة 2009. لكن بلوغ هذا الهدف يواجه عراقيل عدة ، منها ما يرتبط بالمناخ الاستثماري بصفة عامة ، ومنها ما يتعلق بمخائص هذا النوع من المشاريع بصفة خاصة .لعل أهم هذه العراقيل تتجسد في الصعوبات التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - خاصة الناشئة منها - في الحصول على التمويلات اللازمة.

1 - إشكالية الدراسة :

إن البنوك ، باعتبارها الممول الأساسي، في ظل عدم إمكانية توجه المشاريع الناشئة لسوق رأس المال ، تطلب من المفترض تقديم ضمانات عينية أو او شخصية ، وتركز اهتمامها على قدرته على سداد أقساط القرض في الآجال المحددة و المتفق عليها ، الأمر الذي يصعب على المشاريع الناشئة تلبيةه ، كما أن المنشآت في المراحل المبكرة من نموها ، لا تمتلك بيانات ومعلومات عن الماضي المالي لها كونها لم تنطلق بعد في ممارسة نشاطها ، فإنها لا تشجع البنوك على إقراضها ، كونها لم تتخطى بعد عتبة المردودية ، أي عدم معرفة كيفية تعامل السوق مع هذه المشاريع خاصة تلك المبتكرة ذات المحتوى التكنولوجي العالي . لذلك وجب اتجاه الى بديل تمويلي مستحدث يتماشى مع الطبيعة المالية للمشاريع الناشئة ،نتيجة لهذه الغاية تم استحداث بديل أطلق عليها تسمية " رأس المال المخاطر " . هذا الأخير سيكون محور بحثنا ، الذي سنكرسه لدراسة دور وفعالية رأس المال المخاطر كبديل تمويلي مستحدث خصيصا لتمويل المشاريع الناشئة ، خاصة المبتكرة منها ويحاول بحثنا الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي :

– ما مدى فعالية رأس المال المخاطر كاتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة ،خاصة في المراحل الاولى من

حياتها ؟

– من خلال هذا السؤال الرئيسي ارتأينا طرح الاسئلة الفرعية التالية:

– ما المقصود برأس المال المخاطر؟

– ما هو الاختلاف بينه و بين الانماط التمويلية الاخرى؟

- لماذا شركات رأس المال المخاطر غير قادرة على توفير التمويل الازم في الظروف الراهنة للمؤسسات الناشئة في الجزائر؟

- لماذا لم يتمكن هذا النموذج من القيام بالدور المنوط به في السوق المالي الجزائري؟

2 - فرضيات الدراسة :

وتنطلق الدراسة من فرضيات مفادها :

- أن رأس المال المخاطر يتبنى معايير مختلفة لاتخاذ القرار التمويلي ، مما يسمح للمؤسسات الناشئة التي لم تتمكن من الحصول

على قروض مصرفية طويلة الأجل من الحصول على تمويل وممارسة نشاطها.

- مازالت السوق المالية في الجزائر غير مهيأة لاستقبال هذه التقنية، لعدم توفير البيئة المناسبة لعملها، من بورصة نشطة لاستقبال

الاستثمارات بعد مرحلة الخروج، وقانون تشريعي ملائم لها.

3 - أهداف الدراسة :

تهدف عملية البحث في موضوع رأس المال المخاطر إلى محاولة فهم آليات عمله كنموذج لتمويل المشاريع، وإسقاطها على

ممارساته في السوق المالي الجزائري، من خلال تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

- لفت انتباه مسيري المؤسسات الناشئة لضرورة اللجوء الى صيغة التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر.

- ابراز أهم التحديات و العقبات التي تواجه شركات الرأس المال المخاطر في الجزائر و ابراز دور الدولة في تشجيع هذه الشركات

ودعم و ترقية المؤسسات الناشئة .

- التأكيد على ضرورة اعتماد رأس المال المخاطر كتفضيل تمويلي للمشاريع الاستثمارية في مراحل حياتها المبكرة، لما لعبه من دور

في النهوض بمشاريع التكنولوجيا العالية سابقا في الدول الغربية.

- توضيح ميكانيزم عمل رأس المال المخاطر وتحليل مسار تمويله .

- الاقتراب أكثر من متعملي سوق رأس المال المخاطر في الجزائر، لاستكشاف أهم العقبات التطبيقية للمهنة .

3- أهمية الدراسة :

لهذا البحث قيمة نظرية وتطبيقية قادتنا لإجراء الدراسة والبحث في هذه المشكلة، ونقسم أهميته إلى:

- أهمية علمية: سيتم من خلال هذا البحث المساهمة في توضيح أهم المعالم التي يقوم عليها نموذج رأس المال المخاطر بشكلية المعمول بهما، وإسقاطها على ما يتم العمل به في شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.
- أهمية عملية: تتمثل في بحث مكامن خلال ممارسات المهنة في الجزائر ، ومحاولة اقتراح ما يلزم من دعامة حتى تتوازن هذه الممارسات، خاصة في هذه المرحلة التي يبحث فيها الاقتصاد الجزائري عن بدائل للموارد المالية المتأتية من قطاع المحروقات ، وخوضه في تبني نموذج اقتصادي جديد يقوم على تشجيع الاستثمار .
- تنبع أهمية الموضوع من خلال الأهمية التي توليها الجزائر للمؤسسات الناشئة من خلال البحث على صيغ تمويلية تتناسب مع نشاط هذه المؤسسات ، و هذا يدخل ضمن اطار البحث عن بديل لاقتصاد الريعي.

4 - أسباب اختيار الموضوع :

تم اختيار الموضوع للأسباب التالية :

- التطور الكبير الذي تشهده صناعة رأس المال المخاطر في العديد من البلدان، وكذا مساهمتها في النمو الاقتصادي. - التوجه العالمي الجديد لتبني نظام لا يقوم على الاقتراض ، لما خلفه هذا الأخير من فجوات في اقتصاديات الدول
- تقديم هذه التقنية على أنها حل لتمويل المشاريع الاستثمارية خاصة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وتشجيع أصحابها على الاستثمار، خاصة في ضوء المعطيات الاقتصادية الحالية.
- عدم توفر معلومات كافية عن مصادر التمويل الحديثة بما فيها رأس المال المخاطر.

5 - المنهج المستخدم:

تم الاعتماد بشكل أساسي على منهج الاستنباط في عرض موضوع البحث، ضف إلى ذلك أن طبيعة البحث تقتضي الاعتماد على المناهج التالية :

- **المنهج الوصفي:** عند التطرق لوصف تقنية رأس المال المخاطر ، ومراحل تطوره ، والتعرف على أشكاله وآلية عمله
- **المنهج التحليلي:** فيتم استعماله عند تحديد خصائص هذا النمط التمويلي ، وتحليل مدى تأثير تلك الخصائص والميزات على المشروع المستثمر فيه وعلى الاقتصاد ككل .

■ **المنهج المقارن:** سيتم الاعتماد عليه لعرض الفروق الموجودة بين مختلف نماذج التمويل برأس المال المخاطر ، وكذلك عند مقارنته بالتمويل التقليدي.

6 - صعوبات الدراسة:

أثناء قيامنا بهذا البحث صادفتنا بعض الصعوبات والعوائق نذكر منها :

- صعوبة الإحاطة بكل المعلومات لصعوبة الوصول إلى كل المؤسسات نظرا لاتساع محيطها الجغرافي .
- عدم رغبة المسؤولين في مؤسسة رأس المال المخاطر بمدنا بالمعلومات اللازمة وإن كانت المعلومات التي توفرها المواقع الالكترونية موجودة فإنها تحتاج إلى تفسير وتوضيح لنتائجها من قبل المسؤولين.

7 - الدراسات السابقة:

من الدراسات السابقة والتي تناولت تقنية رأس المال المخاطر تجد:

- دراسة محمد السبيتي 2009 بعنوان : " فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة ، دراسة حالة المالية

الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP "

حيث تهدف هذه الدراسة إلى :

- التعريف بالنمط التمويلي رأس المال المخاطر وإبراز أهميته لدفع عجلة الاستثمار والتنمية عن طريق توفير التمويلات اللازمة للمشاريع الناشئة .

- إبراز أوجه الاختلاف بين رأس المال المخاطر وبقية التمويلات الأخرى .

وقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج نذكر منها:

- يعتبر التمويل عن طريق رأس المال المخاطر التقنية الأنسب على الإطلاق بالنسبة للمشاريع الناشئة.
- أهم عوامل تطوير رأس المال المخاطر هو توفر إطار قانوني وضريبي ملائم لإنجاح هذه الشركات .
- دراسة عبديش سامية 2014 بعنوان : شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة فرع التنظيم الاقتصادي جامعة قسنطينة.

حيث تهدف هذه الدراسة الى :

- التطرق إلى نمط تمويلي جديد والبديل المستحدث لتفعيل أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .
- الإلمام بالإطار التصوري حول الإصلاحات الاقتصادية في إطار التوجه الاقتصادي الجديد للاقتصاد الوطني في تشجيع الاستثمار . خلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية
- وضعية رأس المال المخاطر في الجزائر لا تزال في بدايتها وأن تدخلاتها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جذ متواضعة • التمويل عن طريق رأس المال المخاطر جد فعال بالنسبة للمشاريع الناشئة .

8 - هيكل الدراسة:

من أجل الاعداد الجيد و المنظم لموضوع البحث وكذا الاجابة عن التساؤلات المطروحة و تحقيق الهدف المرجو منه فقد تم تقسيم البحث الى ثلاثة فصول أساسية:

■ **الفصل الأول:** بعنوان المؤسسات الناشئة في الجزائر ، حيث قسم الي مبحثين الاول تناول البعد التاريخي ، وتطرقنا فيه الي ما يتعلق بالجانب النظري لها ثم ابراز خصائصها والفرق بينها وبين المؤسسة الكلاسيكية ، والتعمق أكثر في هذا النوع من المؤسسات الذي حظي بالاهتمام الكبير في السنوات الأخيرة في ظل التحولات الاقتصادية والمتغيرات العالمية .

أما المبحث الثاني المتضمن مصادر تمويل المؤسسات الناشئة والتفصيل فيها وتحليلها من المشاكل التمويلية التقليدية التي تعانيها هذه المؤسسات وقمنا بالتركيز علي مصدر التمويل المستحدث رأس مال المخاطر الذي له عدة مزايا علي مستوى المؤسسات الناشئة، ثم تنقلنا الي ذلك عن واقع المؤسسات الناشئة في الجزائر والصندوق الجديد المستحدث .

■ **الفصل الثاني:** بعنوان رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر ، الذي خصص للتعريف بهذه التقنية التمويلية و واقعها في الجزائر ، حيث قسم الي مبحثين الاول تناول البعد التاريخي، الجانب المفاهيمي، ثم ابراز ميزاته و مقارنته مع التمويل البنكي، وسلطنا ضوء حول اطار المفاهيمي لمؤسساته ، و هدف الي التعمق أكثر في فهم تقنية رأس المال المخاطر ، و ذلك بابرار مختلف استراتيجياته و الأطراف المتعاملة فيه، و مراحل التمويل عن طريقه، في الأخير قمنا بتحديد مزايا و عوامل نجاح التمويل برأس المال المخاطر.

■ أما المبحث الثاني فقد تضمن اشكالية تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسات الناشئة بالجزائر ، حيث ركزنا حول واقع شركات رأس المال المخاطر بالجزائر ، ثم سلطنا الضوء على أهم المعوقات و التحديات الي تواجهها، ثم توجهنا نهاية هذا الفصل بالتطرق الى آليات تفعيل هذه الشركات (داخليا و خارجيا) لترقى الى مستوى ممارسة دورها المنوط الي جسدت من أجله.

■ **الفصل الثالث:** يتمثل في دراسة حالة لشركة رأس مال المخاطر SOFINANCE وتحليل واقع رأس مال المخاطر

بالجزائر وأفاقه المستقبلية.

الفصل الأول:
الإطار النظري
للمؤسسات الناشئة

تمهيد

تشكل المؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة مدخلا هاما من مداخل النمو الاقتصادي حيث ثمة اتفاق على أهميتها في النشاط الاقتصادي نتيجة للنجاح الذي حققته هذه المؤسسات في عدة دول ولما تقدمه من خدمات الدعم للمؤسسات الكبرى في إطار التكامل بين فروع النشاط الاقتصادي من جهة، وبما تضمنه في حد ذاتها من نمو معتبر على المستوى الاجتماعي والاقتصادي من جهة أخرى.

وباعتبار أن الاستثمار يعد المحرك الأساسي للنشاط الاقتصادي، فقد أصبح التوجه إلى الاستثمار في مثل هذه المؤسسات أكثر إلحاحا من أي نوع آخر، وذلك نظرا لما تحمله المؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة من قيم مضافة في الاقتصاديات.

بالرغم من الصعوبات التي تواجه المؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة إلا أنها باتت محور اهتمام كل رجال الأعمال والمستثمرين، ليس حبا فيها ولكن لدرابتهم بقدرتها على الدخول بقوة إلى الأسواق وحتى القدرة على منافسة المؤسسات الكبيرة. سيعني هذا الفصل بتقديم مبحثين هما:

- المبحث الأول: التقديم المعرفي للمؤسسات الناشئة « startup »
- المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الناشئة وواقعها و آفاقها بالجزائر

المبحث الأول: التقديم المعرفي للمؤسسات الناشئة « Startup »

عند سماع مصطلح المؤسسات الناشئة « startup » ، يتبادر للأذهان تعريفات وتأويلات مختلفة لكل تصوره الخاص حول هذا النوع من المؤسسات، الذي يعتبر ظهوره حديثا نسبيا وانتشاره قليل ما أدى إلى عدم معرفته جيدا من طرف مختلف الفئات سواء تعلق الأمر بباحثين، طلبة، مهنيين وأصحاب مشاريع، يهدف هذا المبحث إلى إزاحة الغموض عن المؤسسات الناشئة "startup" وتقديمها بطريقة علمية حيث سيتم تقديم مفهوم هاته الأخيرة بطريقة مفصلة واعطاء خصائصها وأهم مميزاتها، كذلك سنحاول تشخيص بيئة أعمالها وحصصها كما سنتطرق إلى مختلف الصعوبات التي تواجهها إضافة إلى كل هذا وغيره سنتعمق فيه من خلال مطالب هذا المبحث.

المطلب الأول: تعريف المؤسسات الناشئة «Startup» وخصائصها

أي مؤسسة ناجحة اليوم انطلقت من فكرة مشروع وتجسدت بما لها من إمكانيات وموارد وتبنت استراتيجيات وسياسات وخطط مع رؤيتها ورسالتها وأهدافها ولعل أهم مرحلة من دورة حياة المؤسسات هي في شكل مؤسسة ناشئة ولأهميتها سوف نعرض مجموعة من التعريفات كالتالي :

■ يعرفه القاموس الفرنسي **La Rousse**: "هي المؤسسات الشابة jeune entreprise المبتكرة، في قطاع

التكنولوجيات الحديثة تمثل الشركات الناشئة بشكل خاص "الاقتصاد الجديد" في الولايات المتحدة ، الذي يسير تطوره جنبًا إلى جنب مع تطور الإنترنت. وبما أن استدامة ونمو هذه الشركات لا تزال غير مؤكدة، فإنها تستفيد من مصادر محددة للتمويل. هذه هي شركات رأس المال الاستثماري التي تجمع الأموال اللازمة لتطوير الأعمال؛ يرتبطون بإدارتها ويتقاضون أجورهم عندما يصلوا إلى مرحلة النضج. يمكن للأشخاص الطبيعيين الذين يمتلكون موارد كبيرة أن يدعموا هذه الشركات الصغيرة. يمكن إدراج الشركات الناشئة التي اكتسبت مصداقية معينة في الأسواق المالية، ولا سيما في ناسداك أو في الحالة الفرنسية، في سوق الأسهم الجديدة.¹

■ حسب Eric Ries أحد المنظرين لهذا المفهوم The Lean Startup المؤسسة الناشئة هي "كيان بريء صممت

لخلق منتج جديد أو خدمة جديدة في ظل حالة عدم تأكيد شديدة، أي تقييم منتج أو خدمة جديدة مع عدم التأكد علي بيئة الأعمال المحيطة بها " .

1- [HTTPS://WWW.LAROUSSE.FR/encyclopedie/divers/start-up/93701](https://www.larousse.fr/encyclopedie/divers/start-up/93701) ,28/05/2021 ,a19:00.

- حسب القانون الإنجليزي تعرف المؤسسة الناشئة Startup علي أنها مشروع صغير بدأ للتو ، وكلمة Startup تتكون من جزأين " Start " وهو ما يشير إلى فكرة الانطلاق و "Up" وهو ما يشير لفكرة النمو القوي وبدأ استخدام المصطلح بعد الحرب العالمية الثانية مباشرة وذلك ، مع بداية ظهور شركات رأس مال المخاطر ليعم استخدام المصطلح بعد ذلك ¹.
- و من بين أهم المشاريع الناشئة التي حققت نجاحات باهرة نذكر منها:
- ✓ منشأة **Microsoft**: التي أنشأت من طرف Paul Allen و Bill Gates سنة 1975.
- ✓ منشأة **Apple**: التي أنشأت من طرف Steve Jobs و Steve Wozniak سنة 1976.
- ✓ منشأة **Yahoo**: التي أنشأت من طرف David FiLo و Jerry Yang بجامعة ستانفورد سنة 1994.
- ✓ منشأة **Google**: التي أنشأت من طرف Sergey Brin و Larry Page سنة 1998.
- ✓ منشأة **Ali Baba** للتجارة الإلكترونية التي أنشأت من طرف Jack Ma سنة 1999.
- ✓ منشأة **Facebook**: التي أنشأت من طرف Mark Zuckerberg سنة 2004.
- ✓ منشأة **Twitter**: التي أنشأت من طرف Jack Dorsey و Noah Glass و Evan Williams و Biz Stone سنة 2006.

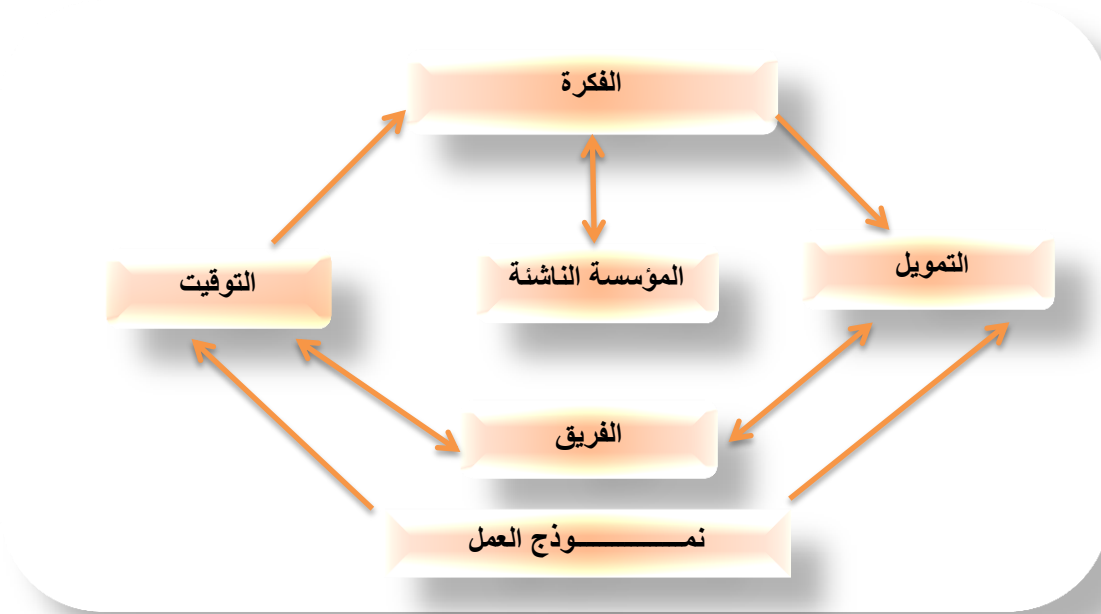
أما بالنسبة للجزائر فنذكر من بين أهم منشأة الانترنت:

- ✓ أول موقع جزائري للتجارة الإلكترونية GUIDDINNI.COM تم تمويله من طرف الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب .
- ✓ موقع الإعلانات المجانية Ouedkniss.com .
- ✓ رائد موقع التوظيف عبر الأنترنت Exploitic.com ².

¹ - رضائي مروى، بوقرة كريمة ، " تحديات المؤسسات الناشئة في الجزائر - نماذج لشركات ناجحة عربيا) " ، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد رقم 07، العدد 03، جامعة ميله، الجزائر، 2021/01/31، ص 278.

² - بخيتي علي ، بوعويبة سليمة ، " المؤسسات الناشئة، الصغيرة والمتوسطة واقع وتحديات " ، مجلة دراسات وأبحاث، المجلد 12، العدد 4 أكتوبر، جامعة تيبازة ، الجزائر، 2020/10/02، ص 537.

الشكل رقم (1) : المؤسسة الناشئة .



المصدر: من إعداد الطلبة

مصطلح startup يستعمل للتعبير عن الاعمال الصغيرة التي تحاول تحقيق أرباح عالية وتكون كبيرة في المستقبل، وذلك بمقابل المخاطرة العالية التي تخوضها في بيئة أعمالها .

من بين محاولات تعريف المصطلح المنتشرة يضيف تعريف الكاتب ستيف بلانك بانه الأفضل والأكثر دلالة والأكثر اعتمادية عند المستثمرين ورواد الأعمال، يعرف ستيف بلانك المؤسسة الناشئة بأنها مؤسسة شكلت بغرض البحث عن نموذج ربحي قابل للتكرار والتوسع، لا يحصر هذا التعريف المؤسسات الناشئة بأي مجال، يمكن ان تكون مؤسسات تقنية أو مؤسسات في اي مجال اخر، المهم ان تسعى لإيجاد أسلوب للربح يكون قابلا للتكرار والتوسع بشكل كبير، ذلك السعي المسكون ضمنياً بماجس الالايقين يتطلب الابتكار علي مستويات عدة، الابتكار علي مستوي المنتج أو الخدمة، الابتكار علي مستوي النموذج الربحي والابتكار علي مستوي التوسع.¹

- وعليه يمكن تعريف المؤسسات الناشئة على أنها: مؤسسة تسعى لابتكار وطرح منتج أو خدمة جديدة وتسويقها وفكرتها تدور حول مبدأ تحويل الأفكار إلي أعمال وخلق القيمة والاعتراف بالفرص وتقييمها واستغلالها ومن الضروري أن تكون نسبة الابتكار وخلق

¹ - <https://www.forbes.com>, 27/05/2021a, 11:09.

الفصل الأول :.....الإطار النظري للمؤسسات الناشئة

القيمة لديها مرتفعة حتى تحظى بمستثمرين، كما أنها تتميز بارتفاع المخاطرة وحالة عدم التأكد، في مقابل تحقيق نمو سريع و قوي مع احتمال تحقيقها لأكثر عائد ممكن في حالة نجاحها.

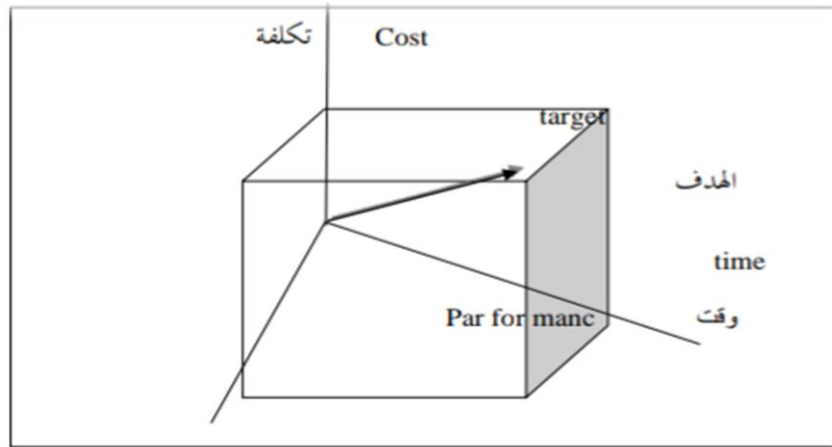
2- خصائص المؤسسات الناشئة:

المؤسسات الناشئة عبارة عن مؤسسات صغيرة ، يقيمها أفراد لممارسة نشاط اقتصادي لهدف الربح ، ولها خصائص تميزها عن الأعمال المتوسطة وكبيرة الحجم ، حيث تتميز المؤسسات الناشئة بتعدد الأسماء التي تعطى لها وتعقد عملية تعريفها ، ناهيك عن صعوبة إعطاء خصائصها ومميزاتها لذلك سنقدم خصائص المؤسسة أو المشروعات بصفة عامة ثم بعد ذلك نحصر خصائص ومميزات المؤسسات الناشئة وهذا ما سيعني به هذا المطلب .

■ خصائص المؤسسات بشكل عام:

✓ **هدف Target:** تنطلق المؤسسة لمرة واحدة فقط لتحقيق نتائج نهائية مخطط لها وتكون المؤسسة مما يتطلب تقسيمها إلى مهام جزئية ، يجب تنفيذها لتحقيق هدف المؤسسة ، وي طرح الأستاذ (Milton Rosenau) نموذج يعبر عن كيفية تحقيق الهدف الذي تقوم عليه المؤسسة في ظل محددات أساسية كما هو واضح في الشكل رقم (02).

الشكل رقم (2): هدف المؤسسة ومحدداتها .



المصدر: مؤيد الفضل، " تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة "، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر، الأردن، 2009 ص28.

من الشكل يتضح :

✓ **الأفرادية Uniqueness** : تتميز كل مؤسسة بخصائص فريدة تميزها عن المؤسسات الأخرى ، ويمكن القول أنه لا يوجد مؤسستان للإنشاء أو للبحث والتطوير متماثلة مع بعضها تماما ، وقد تتشابه مؤسستان من حيث العناصر الأساسية إلا أنهما ستواجهان درجة من المخاطر مختلفة وأسلوب الإدارة سيعكس فلسفة المؤسسة ونمط اداراتها.

✓ **الصراع Conflict** : يواجه مدير أي مؤسسة مجموعة مواقف تتميز بالصراع ومن هذه المواقف هو تنافس المؤسسات مع الأقسام الوظيفية في المؤسسة ذاتها على الموارد البشرية والمالية المتاحة ، كما ينشأ الصراع نتيجة تعدد الأطراف المهتمة بالمؤسسة .

✓ **التدخلات Inter de Pendencies** : يذهب المختصون في العلوم الإدارية إلى رأي مفاده أن المؤسسة التي تنفذ عدة وظائف تواجه إدارة المؤسسة فيها تدخلات مستمرة مع الأقسام الوظيفية في المؤسسة ذاتها وذلك مثل قسم التسويق ، التمويل ، الإنتاج ... الخ وينبغي على إدارة المؤسسة ذاتها أن تملك صورة واضحة عن هذه المدخلات في كل مرحلة من مراحل حياة المؤسسة وبناء علاقة مناسبة مع كل قسم وظيفي منعا للصراع وحدوث المشكلات المختلفة.¹

2- الخصائص الإيجابية (نقاط القوة) :

✓ **سهولة وبساطة متطلبات التكوين** : يمكن لإنسان شبه أمي ، بل أمي ورأسمال محدود جدا ، أن يقيم عملا يدر عليه دخلا كافيا لإعالة أسرته ، فهو يستطيع الحصول على الترخيص بسهولة وبدون الحاجة إلى دراسات ووثائق ، كما لا يحتاج إلى أنظمة معقدة لإدارة العمل حيث يمكنه ببساطة خدمة منطقة صغيرة وهذا ما ينطبق على الشاب أو الشابة المتعلمين أيضا ، حيث أن إجراءات التأسيس ومتطلبات إقامة وإدارة العمل الصغير بسيطة جدا مقارنة مع إقامة وإدارة الأعمال متوسطة الحجم والكبيرة .

✓ **المرونة العالية** : يتمتع العمل الصغير بمرونة عالية والقدرة على التغيير ، هذه ميزة لا تتمتع بها الاعمال الكبيرة ، وذلك لأنها تملك جهازا إداريا وتنظيما أقل يجعلها أقل قدرة على تحسس الأخطار والأخطاء ومعالجتها . هذه المرونة والمزية المهمة هي نتيجة خصوصية مهمة وهي أن العمل صغير بعدد العمال ، وبالتالي يملك تنظيما بسيطا لا يسمح بتخصص عالي كما يتطلب أن يتفرغ صاحبه كليا لشؤونه.²

¹ - مؤيد الفضل ، "تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة" ، الطبعة الأولى ، دار الوراق للنشر ، الأردن ، 2009 ، ص28.

² - Lean Startup ، « Adding and experimental Learning perspective to the entrepreneurial process » ، Université Twente ، Netherlands ، and technishe universitat Berlin ، Germanypd p6.

✓ **العوائد المالية الكبيرة** : واحدة من المزايا المهمة للعمل الصغير في أن العوائد على رأس المال للعمل الصغير ، وبشكل عام أكثر منها للأعمال الكبيرة ، فالدراسات التي أجريت في الدول المتقدمة ، الولايات المتحدة مثلا والتي قارنت بين العائد على رأس المال للسنوات (1980_1992) وجدت بأن العوائد التي حققتها الأعمال الصغيرة هي أكثر منها للأعمال الكبيرة ، وهذا حصل في سنوات الكساد ، ولكن يجب الإشارة إلى أن هذه الأرقام هي للأعمال الباقية ، أي الناجحة التي لم تصفي نشاطها .

✓ **الحرية لصاحب العمل** : يعطي العمل صاحبه الحرية الكاملة بإدارته كما يختار ، بل أن يكفيه لما يناسب حياته الخاصة ، وهذا ما دفع الكثير من النساء تفضيل إقامة أعمالا خاصة بهن لأنهن يستطعن العمل بالوقت والشكل الذي يناسبهن ، وهذا غير ممكن في الأعمال المتوسطة الحجم التي تستدعي أنظمة لتحديد سلطات والتزامات كل طرف ، كما يستفيد من كل العوائد التي حققها العمل عوضا عن الحصول على المراتب وبعض المزايا أو عمل كموظف لدى آخرين ، مما يعطيه الحافز للتفرغ للعمل وبذل أقصى جهده لإنجاحها.¹

✓ **توازن هيكل النشاط الإنتاجي** : يعاني هيكل النشاط الإنتاجي في معظم الدول النامية ، منة خلال في هيكل الاقتصاد الوطني سبب غياب قاعدة قوية من الصناعات الصغيرة والمتوسطة تستند عليها ، وبما أن كثرة عدد الصناعات الصغيرة بإمكانها أحداث التنوع والترويج للأنشطة الكبرى فمن الضروري وضع استراتيجيات لإصلاح هذا الخلل وتوسيع قاعدة المنشآت الصغيرة القابلة للتطور والانتاج .

✓ **دعم الشركات الكبيرة**: للمنشآت الصغيرة دور داعم لكل النشاطات الاقتصادية وخاصة المؤسسات الصناعية الكبرى ، وذلك بتوفير المنتجات الوسيطة الضرورية لنشاط هذه الأخيرة التي تقوم أيضا بإخراج بعض من وظائفها لتقوم بها المنشأة الصغيرة نيابة عنها، بإضافة إلى تكوين عمال غير مؤهلين وإكسابهم مهارات وخبرات لتتمكن الشركات الكبيرة لاحقا من توظيفهم والاستفادة من المهارات التي اكتسبها بالمنشآت الصغيرة.

✓ **توفير فرص العمل الحقيقية المنتجة ومكافحة مشكلة البطالة** : تتميز المنشآت الصغيرة بقدرتها العالية على توفير فرص العمل إضافة إلى أن تكلفة فرصة العمل المتولدة في المنشآت الصغيرة تكون منخفضة فضلا عن قدرتها العالية في استيعاب وتوظيف العمالة نصف الماهرة أو حتى الماهرة .

¹ - سعاد نائف بربوطي، "ادارة الأعمال الصغيرة (أبعاد للريادة)"، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر ، الأردن ، 2005 ، ص 79-82.

✓ استثمار المدخرات المحلية الصغيرة : قدرتها على توظيف المدخرات الصغيرة بدلا من بقائها مكتنزة أو موظفة في مجالات لا تخلق قيمة مضافة ، وذلك يرجع إلى الصغر النسبي لرأس المال اللازم لإطلاقها ، مما يمنح للأفراد الفرص لإحداث تراكم رأس مالي لتطوير المجتمع ونقل الأفراد من شريحة أقل دخلا إلى شريحة أعلى دخلا ، لذلك تعتبر المنشآت الصغيرة هي الأقدر على أحداث هذا التراكم الرأس المالي والتحول الاجتماعي (إعادة توزيع الدخل).¹

3- الخصائص السلبية (نقاط الضعف) :

■ **معدلات الوفاة والفشل العالية** : السمة السلبية الأهم للعمل الصغير هو أنه أكثر عرضة للفشل والموت أو التصفية والغلق ، من الأعمال الكبيرة بكثير ، هذا التهديد على مدى حياة العمل الصغير إلا أنه أعلى في سنوات التأسيس الأولى فالدراسات عن الأعمال الصغيرة في كل الدول المتقدمة تبين أنه من كل ألف (100) عمل صغير يقام ، خمسون بالمئة (50 %) لا تبقى لأكثر من سنة ونصف (18 شهرا) وأن عشرون بالمئة (20 %) منها فقط تبقى لأكثر من عشر سنوات (10 سنوات) .

■ **الصعوبات الإدارية** : تواجه المشاريع الناشئة عدة صعوبات إدارية ، فالمبادر يواجه عدة عراقيل لدى قيامه بإجراءات التأسيس التي تكون معقدة و بطيئة أحيانا ، تدفع به في كثير من الأحيان إلى ترك فكرة الإنشاء ، لك لظروفه وتواضع امكانياته ومستوى خبرته .

■ **الصعوبات التسويقية** : إن انخفاض الإمكانيات المادية للمشاريع الناشئة يؤدي على ضعف كفاءتها التسويقية إضافة إلى ضعف مهارتها التسويقية وتفضيل المستهلك لمنتجات الشركات الكبيرة المعروفة.

■ **الصعوبات الفنية** : تعتمد المشاريع الناشئة على قدرات وخبرات أصحابها بصفة رئيسية نظرا لعدم سماح امكانياتها المادية بحصولها على الكفاءات البشرية المتخصصة المرتفعة التكاليف .

■ **الصعوبات التمويلية** : لعل أبرز المعوقات التي تعترض نمو وتحدد بقاء المؤسسات الناشئة تتمثل في الصعوبات التمويلية ، حيث تحتاج المؤسسات الناشئة إلى الأموال لتمويل استثمارات البحث والتطوير، استثمارات العملية الإنتاجية (معدات ، أدوات ...) و الاستثمارات المتعلقة بالإشهار، شبكة البيع وغيرها، وتمويل الاحتياج من رأس المال العامل (مخزون، زبائن، نقديات ...) ، لكن ما

¹ - مؤيد الفضل، "تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة"، مرجع سابق، ص 45.

يحدث هو أنها لا تتمكن بسهولة من الحصول على الأموال اللازمة لمواجهة هذه الحاجات.¹

المطلب الثاني: تصنيفات المؤسسات الناشئة ودورة حياتها

أولاً: تصنيفات المؤسسات الناشئة

ربما عندما يذكر اسم المؤسسة الناشئة تأتي فكرة مجموعة من رواد الاعمال الذين بدأوا مشروعهم بداية متواضعة من بيوتهم ليتحول لكيان ضخم ومتشعب حول العالم و ليخدموا ملايين البشر وهناك انواع اخرى من المؤسسات الناشئة التي قد بدأت عملها بشكل طبيعي من خلال مكاتب و عقارات مجهزة، أو استغلت تلك الفرصة التي تقدمها لهم احدى حاضنات الاعمال لتكون بمثابة مقر لها بشكل دائم او حتى مؤقت و لتدعمها في مشوارها العملي, بفضل ذلك التطور الهائل في علم التكنولوجيا الذي نشهده الآن صرنا محاطين بكم هائل من الأنواع و الأشكال المختلفة للمؤسسات الناشئة التي بشكل او بأخر تساهم في تغيير وعينا بما يجب أن تكون عليه المؤسسات الناشئة, وكيف يتم العمل بداخل كل نوع من تلك الأنواع و فيما يلي نوضحها :

1- شركات الاعمال الصغيرة:

يعتبر هذا النوع من اكثر الأنواع انتشارا في عالم المؤسسات الناشئة ,ولا غنى عنها في أي جانب من جوانب الحياة وتعامل معه بشكل او بأخر كل يوم من حياتنا, من منا لا يستعين بسباك أو نجار أو غيرهم من اصحاب الحرف و المهن الحرة ، والتي تعبر بشكل كامل عن معني شركات الأعمال الصغيرة ، رغم أن معظمنا لا يعترف بذلك ،وعليه فإن هذا النوع من المؤسسات الناشئة لا يهدف بالأساس إلي خلق كيان اقتصادي ضخم ،أو التوسع في مجالات أو أسواق أخرى بعيدة عن ذلك المحيط الذي نشأت فيه ،ولا خدمة أشخاص بعيدين عن ذلك المحيط ،هذا النوع من المؤسسات الناشئة يساهم بشكل قوي في خلق فرص العمل في المجتمعات المحلية والجاورة لنشاط المؤسسة ، لأنه يركز فقط علي خدمة المحيط الخاص به ، والاعتماد علي العمالة المحلية القريبة من مقر العمل ، كما ان أصحاب هذه المؤسسات الناشئة لا يطمحون كثيرا للربح الوفير ، حيث أن اغلب أصحاب الأعمال الصغيرة يرغبون فقط في توفير حياة كريمة لأنفسهم ولعائلاتهم من خلال القيام ببعض الأعمال التي يمتلكون خبرة فيها.²

¹ - مؤيد الفضل، "تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة"، مرجع سبق ذكره، ص 46.

² - مجموعة من الباحثين ، " إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر"، كتاب جماعي دولي محكم ، جامعة جيجل ، الجزائر ، مارس 2021، ص 75.

2- المؤسسات الناشئة المرتبطة بنمط الحياة:

تعتبر هذه المؤسسات الناشئة الناتج الحقيقي من نجاحات في ربط شغف الأشخاص وحبهم لشيء معين في هذه الحياة بمصدر رزقهم فيها، هذا هو النوع المفضل من المؤسسات الناشئة، أولئك الأشخاص الذين يربطون شغفهم في الحياة بمجال عملهم ينشئون نوع مختلف من المؤسسات الناشئة يسمى بمؤسسات نمط الحياة، والذي أثبت نجاحه بشدة في الفترة الحالية، مثلاً: إن كان أحدهم متمرساً في عزف البيانو ويجب هذه الآلة الموسيقية، لما لا يقوم بإنشاء مركز خاص بتعليم العزف على البيانو، وبذلك فهو يقوم بالعزف على الآلة المفضلة لديه ويجني المال في نفس الوقت، أو لنفترض أن هناك شخص آخر يعشق الغوص والحياة السمكية والبحرية، فسيكون اختياره لمشروع تأجير أدوات الغوص والصيد في إحدى المنتجعات أو القرى السياحية هو أفضل ما يقدمه ليرضي شغفه في الحياة، وليكن بجوار ما يجبه من عالم البحار والأسماك.

3- المؤسسات الناشئة القابلة للبيع:

هذا النوع من المؤسسات الناشئة منتشر أكثر في المجتمعات التي تحتوي على فرص تمويلية أكبر من غيرها من الدول الأخرى، فهو بشكل أو بآخر نوع من الاستثمار في الأفكار وليس الغرض منه التوسع والربح من النشاط نفسه فيما بعد، لنقل أن صاحب موقع إلكتروني متخصص في مجال معين، يمكنه العمل على هذا الموقع لفترة من الوقت ليس بهدف تحقيق الأرباح على المدى البعيد، ولكن بهدف الحصول على أفضل العروض لبيع موقعه لاحقاً عليه فقط العمل بجد على فكرته للفت نظر الجهات والمؤسسات الكبرى في مجالك، وفي الوقت المناسب حتى يلقي العرض الذي يرضيه.

في السنوات الأخيرة ظهر هذا النوع وبشدة خصوصاً في عالم التكنولوجيا، مثل ما حدث عندما اشترت مؤسسة "فيسبوك" مؤسسة "واتس أب" ومؤسسة "أنستغرام"، والتي عملت بدورها في الفترة الأخيرة على رفع قيمتها في السوق بغرض الحصول على أفضل العروض لبيعها.

4- المؤسسات الناشئة بهدف مجتمعي:

هذا النوع من المؤسسات الناشئة يختلف بشكل كبير عن تلك المذكورة في النقاط السابقة، فإن كان هدف كل نوع من الأنواع السابقة هو تحقيق الربح بشكل أو بآخر فهنا الوضع مختلف في هذا النوع من المؤسسات الناشئة، المؤسسات الناشئة بهدف مجتمعي لا

تسعى لتحقيق الأرباح في المقام الأول، ولكن ما يعينها أولا هو جعل العالم يبدو بشكل أفضل من خلال دورها وما تقدمه من خدمات مجتمعية مختلفة تساهم في تحسين هذا العالم.

لا يمكن التأكيد بأن تلك المؤسسات الناشئة لا تهتم مطلقا بتحقيق الربح. ولكن تحقيق الأرباح يأتي كهدف ثانوي، ويكون دور هذه الأرباح هو التوسع في العمل المجتمعي، وخدمة العالم المحيط بهذه المؤسسات لتحقيق ما ترمي إليه من تحسين وتطوير هذا المجتمع الذي أنشئت من أجله.¹

5- المؤسسات الناشئة القابلة للتطور:

يشارك هذا النوع من المؤسسات الناشئة نفس البداية المتواضعة للأعمال الصغيرة ولكن أصحاب هذا النوع من المؤسسات يمتلكون أفكارا مختلفا. أصحاب المؤسسات الناشئة القابلة للتطور يقتنعون أنهم أصحاب فكر معين وهدف ورسالة يجب توصيلها لكل العالم، وأنهم يساهمون بأعمالهم في جعل العالم مكان أفضل للعيش.

أصبحت هذه المؤسسات الناشئة بالفعل تتحكم في حياتنا اليومية بشكل أو بآخر، حين تطالع آخر الإحصائيات العالمية نتعرف على عدد مستخدمي موقع مثل "فيس بوك" أو "تويتر"، كم من زبون يدخل يوميا على موقع "أمازون" أو "علي بابا" لندرك كم أن هذه المؤسسات مؤثرة في حياتنا وسلوكياتنا، ومدى السرعة في انتشارها وتوسعها عالميا.

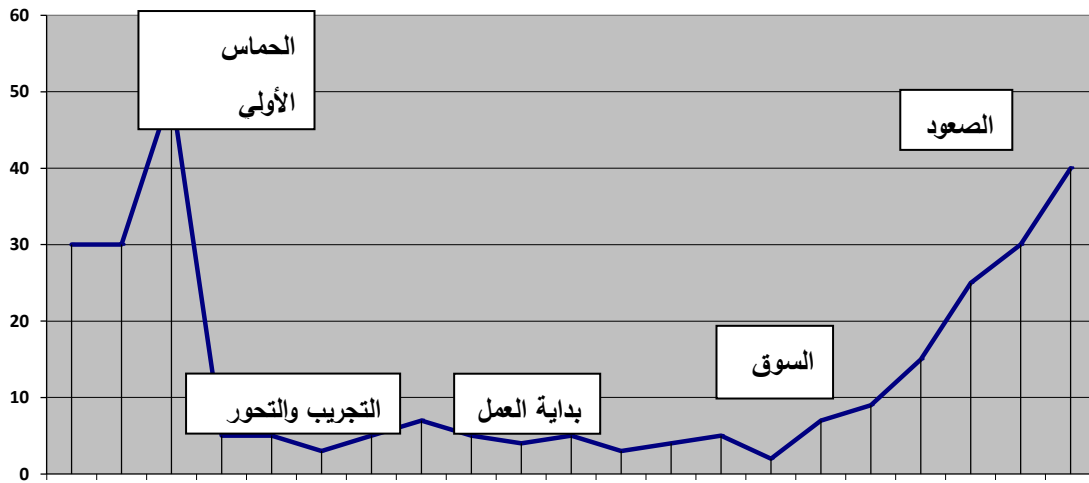
ثانيا : دورة حياة المؤسسة الناشئة .

إن ما يميز المؤسسات الناشئة Startup هو النمو المستمر، إلا أن الواقع هو غير ذلك، فهذه المؤسسات كثيرا ما تتعثر وتمر بمراحل صعبة وتذبذب شديد قبل أن تعرف طريقها نحو القمة، ويمكن إبراز ذلك من خلال المنحنى التالي والمصمم من قبل Paul Graham.²

¹ - مجموعة من الباحثين ، " إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر " ، كتاب جماعي دولي محكم ، مرجع سابق ، ص76.

² - علي محبوب ، علي سنوسي ، مداخلة "التسويق الإلكتروني ودور المؤسسات الناشئة في تلبية احتياجات العملاء بالجزائر" ، المؤتمر الدولي الافتراضي حول دور المؤسسات الناشئة في تحقيق الإقلاع الاقتصادي الجزائري المنشود ، ص 5.

الشكل رقم(3): منحى المؤسسات الناشئة



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على Paul Graham, startup happiness curve,

<http://t.co/P1FDc1MCUB>

من خلال الشكل رقم 01 يمكن القول بأن الشركات الناشئة تمر بخمس مراحل:

1- مرحلة قبل الانطلاق: طرح نموذج أولي لفكرة ابداعية أو جديدة أو حتى مجنونة، من طرف شخص ما، أو مجموعة من

من الأفراد وخلال هاته المرحلة يتم التعمق في البحث، ودراسة الفكرة جيدا ودراسة السوق والسلوك وأذواق المستهلك المستهدف للتأكد من امكانية تنفيذها على أرض الواقع وتطويرها واستمرارها في المستقبل، والبحث عن التمويل، وعادة ما يكون التمويل في المراحل الأولى ذاتي، مع امكانية الحصول على بعض المساعدات سواء من طرف الحكومة أو من طرف الأفراد.

2- مرحلة الإنطلاق: في هذه المرحلة يتم إطلاق الجيل الأول من المنتج أو الخدمة، حيث تكون غير معروفة، وربما أصعب شيء يمكن

أن يواجهه صاحب الفكرة في هاته المرحلة هو أن تجد من يتبنى الفكرة على أرض الواقع ويمولها ماديا، فغالبا ما يكون الأصدقاء والعائلة هم المصدر الأول الذي يلجأ إليهم المقاول للحصول على التمويل، أو يمكن الحصول على تمويل من قبل الأشخاص المستعدين للمغامرة بأموالهم عند البداية حيث تكون درجة المخاطرة عالية. في هذه المرحلة يكون المنتج بحاجة إلى الكثير من الترويج كما يكون مرتفع السعر، ويبدأ الاعلام بالدعاية للمنتج¹.

¹- علي محبوب، علي سنوسي، مداخلة "التسويق الإلكتروني ودور المؤسسات الناشئة في تلبية احتياجات العملاء بالجزائر"، مرجع سابق، ص 5.

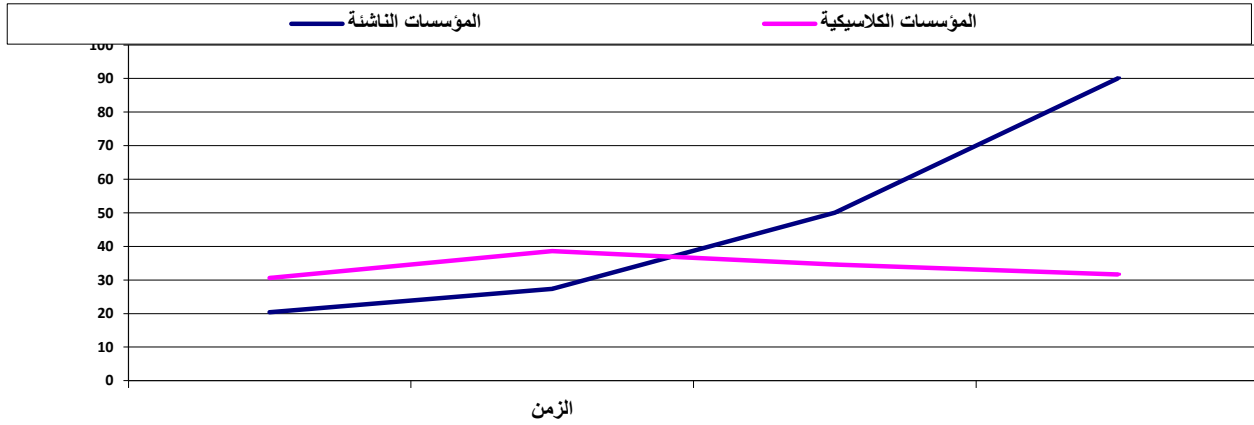
3- مرحلة الحماس: يبلغ فيها المنتج الذروة ويكون هناك حماس مرتفع، ثم ينتشر العرض ويبلغ المنتج الذروة في هاته المرحلة يمكن أن يتوسع النشاط إلى خارج مبتكره الأوائل، فيبدأ الضغط السليبي حيث يتزايد عدد المعارضين للمنتج ويبدأ الفشل، أو ظهور عوائق أخرى ممكن أن تدفع المنحنى نحو التراجع.

4- مرحلة الانزلاق التدريجي والتسلق: بالرغم من استمرار الممولين المغامرين برأس المال المغامر بتمويل المشروع إلا أنه يستمر في التراجع حتى يصل إلى مرحلة يمكن تسميتها مرحلة التحور من المستقبل للمشروع، وهو ما يؤدي إلى خروج المشروع من السوق في حالة عدم التدارك خاصة وأن معدلات النمو في هذه المرحلة تكون جد منخفضة. أو يستمر رائد الاعمال في هذه المرحلة بإدخال تعديلات على منتجه واطلاق إصدارات محسنة، لتبدأ الشركة الناشئة بالنهوض من جديد بفضل الاستراتيجيات المطبقة واكتساب الخبرة لفريق العمل.

5- مرحلة النمو والصعود: في هاته المرحلة يتم تطوير المنتج بشكل نهائي ويخرج من مرحلة التجربة والاختبار، وطرحه في السوق المناسبة، وتبدأ الشركة الناشئة في النمو المستمر ويأخذ المنحنى بالارتفاع، حيث يمتثل أن 20% إلى 30% من الجمهور المستهدف قد اعتمد الابتكار الجديد، لتبدأ مرحلة اقتصاديات الحجم وتحقيق الأرباح الضخمة.

- ويتمثل الفرق بين المؤسسة الكلاسيكية والمؤسسات الناشئة في: أن تكون مؤسسة ناشئة هو وضع مؤقت. إما بسبب عدم تحقيق نموذج الأعمال وبالتالي فان المؤسسة الناشئة تفشل أو تختفي أو سبب أمتج نجت وتم امتصاصها أو تحولها إلى مؤسسة كلاسيكية أو تقليدية تقريباً. والتحول من شركة ناشئة إلى شركة كبيرة، يعبر عن اللحظة التي يقرر فيها النمو مستقبل المؤسسة الناشئة كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (4): مراحل تطور المؤسسة الكلاسيكية والمؤسسات الناشئة



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على <https://wydden.com/dis-cest-quoi-une-start-up/#:~:text=Une%20startup%20est%20une%20entreprise,fixe%20et%20explore%20les%20possibilit%C3%A9s>.

من خلال الشكل رقم 02 يمكن حصر نقاط الاختلاف فيما يلي:

- ✓ بينما تمر الشركات الناشئة بسلسلة من التراجع والتقدم الغير قابل للتنبؤ في المرحلة ما بين الانطلاق والنمو، وبمجرد ما تصل إلى مرحلة النضج ستستمر في الارتفاع والنمو؛
- ✓ تقدم الشركة الناشئة منتجاتها أو منتجاتها لسوق جد كبير على عكس الشركات الكلاسيكية؛
- ✓ يقوم المستثمرين بالاستثمار في هذا النوع من المؤسسات بالرغم من الخطر المرتفع المرتبط بها وبين العائد الضخم المحتمل في حال نجاح المشروع، بينما المؤسسات الكلاسيكية يتوجه المستثمر لسوق تنخفض فيه درجة عدم التأكد وتحقيق أرباح عادية؛
- ✓ تعتمد المؤسسات الناشئة في مصدر تمويلها على الملاك، المستثمر المغامر أو رأس مال المخاطر بينما تحصل الشركات الكلاسيكية على التمويل من القروض البنكية أو المنح الحكومية.¹

¹ - علي محبوب، علي سنوسي، مداخلة "التسويق الإلكتروني ودور المؤسسات الناشئة في تلبية احتياجات العملاء بالجزائر"، مرجع سابق، ص6.

المطلب الثالث: المؤسسات الناشئة عوامل النجاح ومسببات الفشل

إن أي عمل مهما كان حجمه وموقعه هو يقع بين واقع لا بد له من مجاراته وعيشه ، نحن نتحدث عن نجاح أو فشل الأعمال والمؤسسات ، فالنجاح مهما كان ثمنه وطرقه وتعددت أسبابه وادواته فلا بد للعمل أن يبذل كامل الجهود لتحقيقه ، كذلك للفشل نتائجه وعواقبه ولا بد للعمل تجنبه والابتعاد عنه ، ومن خلال هذا المطلب سنحاول التطرق إلى أهم أسباب النجاح المؤسسات الناشئة من جهة ، وكذلك لا ننسى أسباب الفشل .

1- عوامل نجاح المؤسسات الناشئة « startup » : الدراسات الإدارية التي تركز على شروط النجاح وليس أسباب الفشل تعطي مكانة أولى للاستعدادات والمؤهلات النفسية والشخصية لصاحب العمل الصغير والمعارف والمهارات الإدارية التي يحتاجها حتى يقيم ويدير عملا ناجحا ، ولكن الشخص الذي يتمتع بهذه المؤهلات يحتاج معارف ومؤهلات محددة تتمثل في:

• **القدرة على امتلاك رؤية كلية لتفاصيل سير العمل :** يحتاج صاحب العمل الصغير أن يتمكن من تكوين صورة كلية Total Image عن العمل ، بجانبه التسويقية والمالية والفنية الداخلة والبيئية ، فنجد بأن الأعمال التي تعاني من مشاكل هي أعمال يملك صاحبها رؤية ومنظور ضيق (Narrow Vision) فهو يركز على بعض الأمور ويهمل الأخرى .

واحدة من أسباب فشل الكثير من الأعمال الصغيرة هو امتلاك صاحبها لمنظور ضيق ، فينغمس ويهتم بجانب واحد من الأعمال ، الجانب الفني مثلا ، ويهمل الجوانب الأخرى ، السوق والمنافسين ... الخ هذا المنظور الضيق يجعله يغفل الأبعاد المترابطة للنجاح . مثل هذا الشخص يصلح كموظف مختص لدى الآخرين لكنه لا يستطيع إدارة عمل صغير ناجح .

إذا يحتاج صاحب العمل الصغير الاستعداد لامتلاك وتكوين رؤية كلية متوازنة لشؤون الإنتاج والتسويق والمالية والإدارة.

• **الحساسية للتغيير و القدرة على التكيف :** سمة أخرى مهمة لصاحب العمل الصغير هي ليس فقط القدرة على رصد التغيرات التي تحصل وإنما أيضا القدرة على التكيف ، وهذه سمات شخصية مهمة وضرورية لكل من هو في موقع إدارة عليا ، فهو بحاجة إلى القدرة العقلية أي القدرة على تشخيص المؤشرات " المبهمة " المختلفة التي تحصل في البيئة الخارجية وإدراك آثارها المختلفة ، كما يحتاج الاستعداد للتغيير والتكيف والقدرة على ذلك ، إلا أن هذه الاستعدادات تتطلب أيضا أن يعطي جزء مهم من وقته لمتابعة التغيرات البيئية الخارجية ، وليس التركيز على الأمور الداخلية فقط القدرة على جذب عمال أكفاء والمحافظة عليهم وحسن استخدامهم وهذا يعني بأن صاحب العمل الصغير يحتاج مهارات واستخدامات إنسانية مهمة كالحس المرهف للمؤهلات التي يحتاجها العمل ، والقدرة على تشخيص القدرات

ومؤهلات الآخرين الذين يحتاجون الاستعانة بهم ، كما يملك قدرات قيادية (Abilities Leadership) وقدرات تواصل (Communication) لحسن استخدامهم وتوجيههم والحفاظ عليهم ، حيث أن القدرة على الاتصال الجيد تغني عن الكثير من الأساليب المكلفة التي تحقق النجاح لهذه الأعمال.¹

● **معارف إدارية :** بالإضافة إلى الخصائص النفسية والعقلية أعلاه يحتاج العمل الصغير الناجح مجموعة معارف تتعلق بكل الوظائف المنظمة ، فهو يحتاج أن يهتم بنفسه بكل وظائف المنظمة (عمليات ونتاج ، تسويق ، مالية .. إدارة وغيرها من المعارف)².

بالإضافة إلى ما ذكر يمكن كذلك أن تذكر أسباب أخرى تؤدي إلى نجاح المؤسسات الناشئة تتمثل في:

- التعرف على أهمية المشروع الذي كلفت بالإشراف عليه بالنسبة للمؤسسة وعلاقتها بالاستراتيجيات الأساسية لها
- محاولة التعرف على علاقة هذا المشروع بباقي المشروعات الأخرى التي تتولى المؤسسة تنفيذها ...
- بذل جهد وتخصيص وقتا لعملية التخطيط لكيفية تنفيذ هذا المشروع فالوقت المبدول في الأعداد سوف يوفر الكثير من الوقت
- وضع خطط بديلة تمكن الرجوع إليها في حالة الظروف الطارئة.
- الاعتماد على المختصين في تقدير الموارد والموازنات اللازمة.
- تحديد الافتراضات والمخاطر والصعوبات الخاصة بالمشروع.³
- اختيار موقع المؤسسة الذي تتوفر فيه الشروط التالية:
- القرب من المواد الخام ، القرب من مصادر العمل ، القرب من مصادر العلاقة ، القرب من الأسواق ، القرب من الصناعات المرتبطة.⁴

¹ – Alain Kempff , « **communication des Entreprises** », 2 Edition , Armand Colin ,Paris ,2006, p17.

² – سعاد نايف برنوطي، "إدارة الأعمال الصغيرة" ، مرجع سابق ، ص 97- 98.

³ – محمد توفيق ماضي ، " إدارة وجدولة المشاريع " ، الدار الجامعية ، الطبعة الأولى الإسكندرية ، 2000 ، ص 45.

⁴ – محمد الصيرني ، " حدد موقع مشروعك " ، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي الاسكندرية ، 2007، ص 08.

2- أسباب فشل المؤسسات الناشئة startup :

2-1- أسباب الفشل من وجهة نظر أصحاب الأعمال : فيما يلي أبرز الأسباب التي يوردها أصحاب الأعمال الصغيرة والتي تعرضت

للفشل والمشاكل أو هي ولا شك غير محصورة بالأعمال الصغيرة في الدول المتقدمة بل تمتد إلى الدول النامية أيضا .

■ **الكساد الاقتصادي** : عندما نسأل أصحاب الأعمال التي تعرضت للفشل عن سبب ذلك ، يأتي الكساد الاقتصادي

كالسبب الأول الذي يذكره ، وكذا عن عدم قدرة العمل الصغير على امتصاص آثار الكساد كالعامل الكبير فاذا حصل كساد وتقلص

حجم العمل والمبيعات ، غالبا ما تتوفر للمؤسسة الكبيرة احتياجات تساعد في تحمل عواقب تقلص الطلب لعدد من السنوات ، أما

العمل الصغير فقد لا يستطيع تحمل ذلك لأكثر من أشهر أو سنة واحدة .

■ **المنافسة** : وهذا سبب آخر يورده أصحاب الأعمال الفاشلة ، وهو قيام المنافسين بعرض منتجات مغايرة أو القيام بحملات

ترويج شرسة أو تقليص الأسعار ... الخ ، أو دخول منافسين جدد مما يؤدي إلى تغيير مهم في السوق وعلى الرغم من أن العمل الصغير

يملك المرونة للخروج من السوق إلى سوق آخر قد يكون أكثر جاذبية ، ولكن يبدو بأن هذا يرتبط بقدرة المالك على متابعة التغيرات

والتكيف معها .

■ **موقف الدائنين** : هذا مسبب آخر لتصفية الكثير من الأعمال الصغيرة ، إذ يصير الدائنين على تسديد العمل لما يستحق لهم ،

فقد تستحق على العمل ديون لممولين أو لمجهزي معدات ومواد أولية ، وغيرهم ولا يملك النقد الكافي لتسديدها ، كما لا يعطونه الفرصة

لتوفي المبالغ لذلك ، مما يؤدي إلى تصفيته رسميا او اختياريا .

■ **هبوط قيمة الموجودات** : وهذا سبب آخر شائع ، ويحصل نتيجة الكساد الاقتصادي ، إذ يجد العمل بأن خزينه من المواد

فقد قيمته الفعلية ، أي تصبح قيمة الخزين أقل من كلفته الحقيقية ، وهذا يمكن أن يحصل مع قيمة الأرض او المبنى والتجهيزات وغيرها

وتكون الخسارة أكبر إذا كانت كمية هذه الموجودات كبيرة جدا.

2-2 - أسباب الفشل في ضوء الدراسات الإدارية :

■ أسباب تتعلق بإدارة الموارد المالية وإدارة المواد : هناك مجموعة من الأسباب الفشل الأعمال الصغيرة مرتبطة بإدارتها للشؤون المالية منها:

• التمويل : مثل ارتفاع سعر الفائدة على الأموال المقترضة ، أو عدم كفاية رأس المال ¹.

✓ الإفراط في المصاريف الاستثمارية والتشغيلية: واحدة من الظواهر المتكررة في الأعمال التي تتعرض للتصفية هي أن صاحب العمل خاصة إذا كان يقيم عملا للمرة الأولى في حياته ، يفرط في الصرف على المباني و التجهيزات والأثاث وغيرها من المصاريف الاستثمارية ، كما قد يفعل الشيء ذاته بالنسبة المصاريف التشغيل الرواتب والهواتف والنقل وغيرها .

✓ الإفراط في التخزين : وهذا سبب آخر للتصفية شائع ، أيضا خاصة لمن يقيم عملا لأول مرة في حياته ، وهو الاحتفال بتخزين من المواد الأولية يتجاوز الحاجة الفعلية للاستخدام ، فالمملك الجديد يشتري خزين كبير يجمد فيه أمواله ، فتقل السيولة النقدية لديه ، وقد لا يستطيع تصريف الخزين بالسرعة الكافية ، فيتحمل تكاليف خزنه ، بالإضافة إلى احتمالات تقادمه وتلفه وفقدانه لقيمته إذا ما حصل كساد اقتصادي ، ويزداد هذا الاحتمال إذا لم يعد دراسة مقبولة عن حجم الطلب على هذه المواد .

✓ سوء إدارة الائتمان (او البيع بالآجل) : سبب آخر لفشل أعمال كان يمكن أن تكون ناجحة هي سوء إدارتها للائتمان (أي البيع بالآجل) فقد تمتنع كليا عن البيع بالآجل ، فتقل مبيعاتها ، بعكسه قد تبالغ في ذلك فتفقد السيولة بسبب ضعف نشاطات التحصيل وخلف الزبائن من تسديد المبالغ المستحقة عليهم .

✓ انعدام السيولة النقدية : وهذا سبب يلخص الكثير من المشاكل أعلاه ، يعاني من هذه المشكلة عمل هو ناجح بمعايير النجاح المختلفة ، ولكنه لا يستطيع تسديد المبالغ المستحقة عليه لأنه لا يملك النقد الضروري لتسديدها ، فهو يملك موجودات وأصول كمباني و مكاتب و معدات ... ذات قيمة ، ولكنه لا يملك النقد التسديد الديون المستحقة عليه ، فيضطره الدائنون إلى تصفية العمل لدفع ما يستحق لهم ، عندما يحصل ذلك (وهو يحصل كثيرا) تتم تصفية هذه الموجودات بأسعار قد تقل عن قيمتها الحقيقية . كذلك هناك خطأين يقوم مما صاحب المؤسسة الناشئة في عمله :

- عدم وجود الخبرة الكافية والجهة الناضجة .

¹ - محمد عبد الله أبو غزلة ، " إدارة المشاريع الصغيرة " ، الطبعة الأولى ، دار المجد ، عمان ، 2005 ، ص 25.

- الاستهتار بالتفاصيل الصغيرة رغم أهميتها لإدارة المؤسسة الناشئة .¹

3-2 - أسباب تتعلق بالتسويق : المجموعة الثانية من الأسباب الإدارية لفشل وتصفية الكثير من الاعمال الصغيرة تتعلق بأمر تسويقية منها:

- سوء اختيار موقع البيع: وهذا ينطبق على عمل جديد يتم اختيار موقع البيع بدون دراسة كافية للسوق والحجم المتوقع للمبيعات ضمن ذلك الموقع ، فهو يقام في منطقة لا يصلها الزبائن ، ويتم اختيار الموقع بدون دراسة كافية .
- إهمال المنافسين : وهذا قد يحصل مع عمل قائم وقد يكون ناجحا لسنوات طويلة ، ثم فجأة تتعرض للفشل ، يكون السبب في الكثير من الحالات هو اهمال المنافسين ، فقد يهمل العمل نشاطهم الترويجي أو تسعيرهم او الخدمات التي يقدمونها ... إلخ ، أو قد يهمل التغير في أعدادهم أو أحجامهم كما قد يهمل التهديد الفعلي الذي يسببه دخول منافسين كبار جدد ..
- اهمال التغيرات البيئية : و هذا هو سبب آخر مهم لتعرض الكثير من الأعمال الصغيرة الناجحة للفشل ، فقد يمنع عملا ما بالنجاح لسنوات ، و فجأة يبدأ مجازفة الفشل المتصاعد ، وقد يعزو ذلك ابتداء إلى ظروف مرحلية ، كالكساد أو غيره ، ولكن عندما يراجع السبب نجد بأنه تراخي في متابعة تطورات بيئية مهمة وهذه غالبا ما تحصل بشكل تدريجي وبطيء فيهملها العمل ثم يكتشف بعد سنوات بأنها تهدد وجوده ، هذه التغيرات قد تكون قانونية أو اقتصادية أو علمية .²

¹-أحمد فوزي ملوخية ، " أسس دراسات الجدوى للمشروعات الصغيرة " ، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2013 ، ص 322.

²- سعاد نايف بزوطي ، "إدارة الأعمال الصغيرة " ، مرجع سابق ، ص 96.

المبحث الثاني: مصادر تمويل المؤسسات الناشئة وواقعتها و آفاقها بالجزائر

حظي موضوع المؤسسات الناشئة اهتماما بالغا في الجزائر بفضل الأهداف التي تلعب دور في رفع معالم الإقتصاد المعرفي في مجال دعم الابتكار وزيادة درجة التقدم والتطور الإقتصادي للبلاد .

بالرغم من الأهمية البالغة التي يتحلي بها التمويل في الإدارة المالية بإعتباره أهم ركائز العملية الإستثمارية ، إلا انه من أكبر العوائق أمام المؤسسات الناشئة خاصة في مرحلة الإنطلاق فكثيرا ما تحتاج المؤسسات الناشئة تمويلا ضخما مما يشكل فوائد عبئ عليها فهي تواجه العديد من العقبات والصعوبات في الحصول علي مصادر تمويلية مثلي لعمليتها الإستثمارية .

المطلب الأول : المشاكل التمويلية للمؤسسات الناشئة في ظل التمويل التقليدي .

تعتبر القروض المصرفية واحدة من أقدم المصادر المالية الرسمية للعديد من مؤسسات ريادة الأعمال ،حيث يمكنها الحصول علي قرض من مؤسسة مصرفية واحدة أو أكثر، ونجد أن معظم المؤسسات الناشئة تسعى الي تجنب التمويل عن طريق القروض المصرفية خاصة في مراحل بدايتها، لأنها ترتبط عادة بإجراءات معقدة ويتم تقديمها بناء علي تاريخ وممتلكات المؤسسة وجدارتها الإئتمانية، والمعروف أنه عادة ما يتم تأسيس المؤسسة من قبل شباب لا يمتلكون ضمانات لأجل الحصول علي قرض مصرفي .

حيث وبالرغم من أن التمويل البنكي هو الخيار الذي تستخدمه المؤسسات الناشئة بشكل عام ، إلا أنه ليس بالمورد الجيد لها خاصة في مرحلة التمويل المبكر ،حيث تفضل في هذه المرحلة عدم الإعتماد عليه لغياب تناسق المعلومات الجهة المقرضة والمؤسسة مع ارتفاع تكاليف درجة المخاطرة بالنسبة لمؤسسات الاقراض والتي تبقى ليست علي دراية تامة من نجاح المشروعات مثل المؤسسات الناشئة ، مما يؤدي الي عدم إمكانية تلبية إحتياجاتها التمويلية أو تلبيةها لكن بنسب قليلة وتكاليف مرتفعة .

إلا أنه يمكن للمؤسسات الناشئة الإستفادة من القروض المصرفية بعد وصولها ألي أول مرحلة تمكنها من جمع الأموال بمخاطر منخفضة، حيث من الشائع أكثر أن تلجأ ألي البنوك خلال مراحل نموها وتوفر القروض المصرفية ميزة أن يحتفظ أصحاب المؤسسة بمشاريعهم بنسبة 100 %، إذ أن العلاقة بين البنك والمؤسسة هي علاقة دائن بمدين ولا دخل للبنك في المؤسسة إلا بعد إنقضاء مدة القرض ،وبالرغم من

ذلك تبقى البنوك شديدة الحذر للغاية بشأن تمويل هذا النوع من المؤسسات .¹

وتواجه المؤسسات الناشئة العديد من المشاكل التي تقف أمام حصولها علي القروض المصرفية من البنوك والتي من أهمها مايلي :

¹ - مجموعة من الباحثين ، كتاب جماعي دولي محكم " إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر "، مرجع سابق ، ص 23.

- **عدم ملائمة معايير الإقراض:** حيث تضع البنوك العديد من المعايير والشروط التي يجب توافرها في المنشآت التي يمكن أن تحصل علي تمويل ولا تتناسب هذه المعايير والشروط غالبا مع طبيعة وخصائص المؤسسات الناشئة .
- **ضعف الهياكل التمويلية للمؤسسات الناشئة:** حيث تضع البنوك العديد من النسب والمؤشرات المالية المستخرجة من المراكز المالية للمنشآت مثل نسب الرافعة التشغيلية ونسبة المصروفات للإيرادات ومعدلات الربحية إلي غير ذلك من المؤشرات الائتمانية وهو مالا يمكن توفره غالبا في المؤسسات الناشئة لتحديد الجدارة الائتمانية ومن ثم عزوف البنوك عن تمويلها .
- **ضعف الضمانات:** تعد الضمانات من أهم عناصر منح القروض في البنوك التقليدية ،وفي الواقع العملي غالبا لا تتوافر لدي المؤسسات الناشئة الضمانات اللازمة للتمويل ، وهذا ما يجعل البنوك تحجم عن تمويل هذه المؤسسات نتيجة عدم توافر الضمانات الكافية لمنح التمويل .
- **عدم انتظام السجلات المحاسبية:** تعتمد البنوك في منح القروض في البنوك التقليدية علي دراسات السجلات المالية والحسابات الختامية المنتظمة والمعتمدة من مراجعي الحسابات المعتمدين، وهو ما لا يتوافر في غالبية والتي بفضل غالبية أصحابها عدم إمساك دفاتر منتظمة لضعف الإمكانيات وانخفاض حجم النشاط ،ويكتفي أصحابها بإمساك سجلات إحصائية شخصية تجنبا للوقوع في المشكلات الضريبية .
- **عدم وجود دراسات جدوي سليمة وموضوعية:** من أهم متطلبات البنوك لمنح الائتمان وجود دراسة جدوي للمؤسسة المطلوب تمويلها ،وغالبا لا توجد لدي المؤسسات الناشئة دراسات جدوي بالمستوي المطلوب وذلك نظرا لإرتفاع تكلفة إعدادها والتي تصل في بعض الأحيان إلي أرقام عالية لا يستطيع أصحاب تلك المؤسسات تأمينها.
- **ارتفاع درجة المخاطرة:** تتسم غالبية المؤسسات الناشئة بارتفاع درجة المخاطر نظرا لطبيعة تكوينها والتي تعتمد في الغالبية علي شخص واحد أو عائلة واحدة ،إضافة إلي ضعف مراكزها المالية مما يشكل عائقا أمام قيام البنوك بتمويلها ،حيث تهتم البنوك دائما بتمويل المؤسسات ذات المخاطر المنخفضة .
- **ارتفاع أسعار الفائدة علي القروض:** تعد أسعار الفائدة وشروط سداد القروض من المعوقات الرئيسية التي تحول دون حصول المؤسسات الناشئة علي تمويل من البنوك التقليدية ،ولا سيما وأنها في السنوات الأولى يكون هامش الربحية بها قليلا مما يتعذر معه سداد أقساط القرض وكذلك فوائده .

- عدم ملائمة صيغ التمويل البنكية التقليدية للمؤسسات الناشئة: تحتاج غالبية المؤسسات الصغيرة إلى تمويل متوسط وطويل الأجل لأغراض الإنشاء والاستثمار وهو مالا يتوافق مع معايير منح التمويل بالبنوك التقليدية والتي تفضل دائما منح قروض قصيرة الأجل والتي تتناسب مع طبيعة غالبية الموارد المالية بالبنوك والتي تتسم بقصر أجلها.

المطلب الثاني: الأساليب المستحدثة لتمويل المؤسسات الناشئة

إلى جانب الآليات المساعدة والبدائل التمويلية السالفة الذكر ، تم استحداث أساليب تمويلية جديدة لتمويل المؤسسات الناشئة حيث أن البعض منها نشأ مؤخرا فقط بفضل انتشار تكنولوجيا المعلومات والاتصال.

1- رأس المال المخاطر : هو عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل البنكي بل تقوم على أساس المشاركة ، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه وبذلك فهو يخاطر بأمواله ، ولهذا نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال ، حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظرا لعدم توفر الضمانات.¹

كما توفر مؤسسات رأس المال الخاطر عدة مزايا للمؤسسات الناشئة التي تمولها ومن أهمها ما يلي:

✓ **المشاركة :** حيث أن شركة رأس المال المخاطر تكون شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين وتأخذ نسبة الأرباح من 15 % إلى 30 % ، بالإضافة إلى 25 % مقابل المصاريف سنويا ، كما تتحمل جزءا من الخسارة في حالة حصولها ، كما أن الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيد للشركة ويساعد على نجاحها وهي تفتح المجال للمشاركة طويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوفر في الديون القصيرة .

✓ **الانتقاء :** حيث أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وذات أرباح متوقعة عالية وقادرة على رفع قيمة أصولها ، بينما في حالة الفرض تبحت البنوك عن المؤسسات المليئة أي القدرة على السداد وبالتالي فهي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي لم تعد تمتلك طاقات ابتكار .

¹ - مجموعة من الباحثين ، كتاب جماعي دولي محكم " إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر "، مرجع سابق ، ص 31.

✓ **المرحلية** : من خصائص التمويل برأس المال المخاطر أنه يتم عبر مراحل وليس دفعة واحدة ، فبعد انتهاء كل مرحلة يلجأ المستفيد إلى الممول وبالتالي يكون هنا ضمان لصدق الإستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة وهذا من شأنه إعطاء فرص جديدة في حين فشل المشروع تفاديا لتراكم الخسائر .

✓ **التنوع** : يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر بحيث ما يمكن أن تخسره في مشروع تربيته في آخر ، إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها فضلا على أن المراقبة من الشريك تحبب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب

✓ **التنمية والتطوير** : إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون ، ويعرض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع .

✓ **توسيع قاعدة الملكية** : تستمر الشراكة إلى أن تستوي الشركة ، فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته أو تطرح كأسهم ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة وعلى الرغم من المزايا التي تقدمها مؤسسات رأس المال الخاطر للمؤسسات الناشئة التي تمولها إلا أنه هناك ما يعاب على هذا النوع من التمويل منها:

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

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

2- المستثمرين الملاك: ملاك الأعمال هو " ممول خاص يستثمر شخصيا في رؤوس أموال الشركات غير المدرجة " ، وغالبا ما يكون رجل أعمال سابق أو رجل أعمال نفسه ، حيث يمول المؤسسة الناشئة في مرحلة الإنطلاق ويساهم في إدارة المؤسسة وتطويرها من خلال المساهمة في التدريب ، نقل خبرته ومهاراته ووضع شبكات علاقاته في خدمة المؤسسة الناشئة ، إذ أن " ملاك الأعمال أشخاص طبيعيين يستثمرون جزءا من أصولهم في مؤسسة ناشئة تتمتع بإمكانيات ابتكارية قوية " .

ويمكن للمستثمرين الملاك التدخل في جميع مراحل حياة المؤسسة الناشئة، فمن الشائع أكثر أن تجد هذا النوع من المستثمرين في مرحلة البدء ، والتي تسعى مرحلة " التأسيس " بعد أن يكون صاحب المشروع قد حصل بالفعل على ضمانات معينة . ويعتبر ملاك الأعمال " أموال ذكية " إذ إضافة إلى مساهمتهم النقدية في المؤسسة الناشئة فإنهم يمثلون قيمة مضافة لها نظرا لخبراتهم وشبكاتهم المهنية من خلال

سمعتهم وخبراتهم السابقة ، حيث يساعدون أصحاب المؤسسة الناشئة في خياراتهم الاستراتيجية من أجل تسريع نمو أعمالها وتمكينها من الحصول على التدريب الأمثل واعطاء المصداقية لمشاريعهم المستثمرين في المستقبل.

3- التمويل الجماعي: يعد من أهم النماذج الجديدة القائمة على التكنولوجيا المالية والتي غيرت مجرى الإقراض والاستثمار والذي يتم

عن طريق منصات مالية عن طريق جمع مبلغ من المال لمشروع معين بفضل عدد كبير من المساهمات الصغيرة للأفراد المستثمرين). ويتميز التمويل الجماعي بانخفاض تكاليف الوساطة مما يجعله مصدر تمويل أرخص للمؤسسات الناشئة مقارنة بالقروض التقليدية، حيث تقييم مقترحات رواد الأعمال أقل شمول من تقييم القروض المصرفية، لأن شركات التمويل الجماعي لا تتحمل مخاطر الفشل المتعلقة بالعروض التي تنشرها على بوابتها الإلكترونية، وعلى الرغم من أن فحص عروض الأعمال أمر شائع في العديد من المنصات. إلا أنه لا يوجد حافز لها الإجراء تحليل منهجي للمخاطر، كما أن متابعة المشروع (أي تكاليف المراقبة) هي أيضا في حدها الأدنى وتترك بشكل عام للاتصال المباشر بين رواد الأعمال والمستثمرين (المقرضين) حيث يعمل موقع التمويل الجماعي كنقطة لقاء افتراضية بينهما، إضافة إلى بوابات التمويل الجماعي لها تكاليف ثابتة منخفضة بالاعتماد بشدة على الإنترنت مقارنة بتكاليف القروض التقليدية. وهناك أربع أنواع ونماذج للتمويل الجماعي:

3-1 التبرعات: يتم تقديم التمويل الجماعي لمشاريع محددة دون مقابل، والتي غالبا ما تكون ذات طبيعة اجتماعية، فالهدف من التمويل يكون غير ربحي وإنما للفائدة العامة.

3-2 المكافآت: يتم تقديم التمويل الجماعي لمشروع ما بمقابل مادي أو غير مادي مقابل التمويل، وعادة يكون التعويض من منتجات أو خدمات المشروع الذي يموله المستثمر (المقرض) ويكون ذات قيمة أقل من المبلغ المعروض.

3-3 الإستثمار الجماعي: حيث يتم استثمار الأموال الجماعية في شركة ناشئة ويرتبط العائد المتوقع بأرباح الشركة حيث يجمع بين ميزات حقوق الملكية والقروض.

ويتم التمويل في شكل أوراق مالية وهذا يشمل الحصول على حقوق الملكية خاصة في شكل أسهم أو سندات قابلة للتحويل من

قبل مستثمرين من القطاع الخاص (صناديق الاستثمار، الأعمال التجارية الملائكة وشركات رأس المال الاستثماري).¹

¹ - مجموعة من الباحثين ، كتاب جماعي دولي محكم " إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر "، مرجع سابق ، ص 33.

الفصل الأول :.....الإطار النظري للمؤسسات الناشئة

3-4 الإقراض من نظير إلى نظير (الإقراض الند للند): هي عبارة عن منصات إلكترونية تجمع بين المقترضين والمقرضين (المستثمرين) وتقدم حلولاً سريعة ومنخفضة التكلفة تعتمد على التكنولوجيا، ويسمح الإقراض الند للند للأفراد بالاقتراض بالإضافة إلى الإقراض دون الحاجة إلى المؤسسات المالية أو البنوك كوسطاء، وتستخدم هذه المنصات نموذجاً ائتمانية مبتكرة للإقراض بالإعتماد على مجموعة متنوعة من البيانات الكبرى، كما تعمل على تجاوز تصنيف الجدارة الائتمانية لإستهداف مجموعة واسعة من العملاء المحتملين، مما يفيد حتى أولئك المقترضين الذين تم رفضهم من قبل نظام تصنيف الجدارة الائتمانية للبنوك التقليدية كما تسمح هذه المنصات للمقرضين (المستثمرين) بإختيار القروض (المقترضين)، حيث يمكن لهم تحديد معايير محددة مسبقاً للقروض التي يعترضون شرائها وتوجد أيضاً مرونة في استثمار ما يصل إلى 100% من رأس المال .

- وتمثل مزايا الإقراض الند للند مقارنة بالقروض التقليدية في أربع ميزات:

-عرض معدل عائد أفضل من السعر المتاح في الودائع المصرفية مع رسوم منخفضة نسبياً للمقرضين .

- توفير الائتمان لبعض فئات المقترضين غير القادرين على الوصول إلى الإقراض المصرفي.

-الإقراض الند للند أكثر مسؤولية وله قيمة اجتماعية أكبر من القروض التقليدية.

-الابتكار التقني الذي يقوم عليه الإقراض الند للند يحسن جودة وسرعة الخدمة لكل من المقترضين والمقرضين.

الجدول رقم (01) : مقارنة سوق القروض التقليدية مع سوق الإقراض الند للند .

الجانب الرئيسي	القروض التقليدية	الإقراض ند لند
سعر الفائدة	منخفض - متوسط	متوسط - مرتفع
مبلغ القرض	عالي	منخفض
الضمانات / المصادقة	نعم	لا
أطراف العملية	البنك، المقترض	مقترض، مقرض، منصة
التنظيم وإشراف	صارم	واسع
المعالجة	معقدة وطويلة	بسيطة وسريعة
المخاطر	منخفضة	مرتفعة
تكلفة الصفقة	عالية	منخفضة

المصدر : من إعداد الباحثين بالإعتماد على: (Hendriyani & Raharja ، 2019 ، p.241)

3-5 التمويل بقرض الإيجار : هو اتفاق متعاقد بين طرفين يحول أحدهما حق الإنتفاع بأصل مملوك للطرف الآخر مقابل دفعات دورية لمدة زمنية محددة ، المؤجر هو الطرف الذي يحصل علي الدفعات الدورية مقابل تقديم الأصل في حين أن المستأجر هو الطرف المتعاقد علي الإنتفاع بخدمات الأصل مقابل سداده لأقساط التأجير للمؤجر.¹

المطلب الثالث: واقع وأفاق المؤسسات الناشئة في الجزائر

تعول السلطات الجزائرية علي خلق نموذج اقتصادي جديد بعيد عن الربيع الذي اعتمد عليه اقتصاد البلاد منذ عقود ، وبالتالي أصبح الإستثمار ودعم المؤسسات الناشئة من أولويات صانع القرار الاقتصادي الجزائري ، من أجل المساهمة في دفع عجلة التنمية وتعزيز الآلة الإنتاجية المحلية . وقد أبدت الحكومة الجزائرية في الآونة الاخيرة ،اهتماما كبيرا يدعم الشاب الباحث علي خلق مؤسساته الصغيرة والمتوسطة،أو ما يعرف بالمؤسسات الناشئة .

1-1- الصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة :

وكانت الحكومة الجزائرية ،قد نظمت بداية أكتوبر 2020، الندوة الوطنية للمؤسسات الناشئة " أجزيا ديسرابت 2020" ، بمشاركة أكثر من ألف مشارك من مؤسسات ناشئة وحاضنات وممثلي هيئات حكومية ومالية ومتعاملين اقتصاديين وخبراء وممثلي جمعيات وجامعات ومراكز البحث .

وكان من أهم هذا اللقاء الأول من نوعه في الجزائر ، قرار الإطلاق الرسمي للصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة ،الذي يهدف إلي تمكين الشباب أصحاب المشاريع من تفادي البنوك والإجراءات البيروقراطية .

وقد صدر مؤخرا المرسوم التنفيذي رقم 20-254 المؤرخ في 15 سبتمبر الجاري المتضمن إنشاء اللجنة الوطنية لمنح علامة "مؤسسة ناشئة" و " مشروع مبتكر " وحاضنة أعمال " في العدد الأخير من الجريدة الرسمية .

إن قانون المالية لسنة 2020 جاء بتدابير وتحفيزات جبائية جديدة لفائدة أصحاب المؤسسات الناشئة لا سيما تلك التي تنشط في مجالات الإبتكار والتكنولوجيات الجديدة و ذلك من إعفائها من الضريبة علي الأرباح والرسم علي القيمة المضافة بهدف ضمان تطوير

¹ - جليل حمزة، اعراب وهيبة ، "دور رأس مال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة مع دراسة حالة بالجزائر" ، حوليات جامعة بشار للعلوم الاقتصادية ، المجلد 07، العدد 03،جامعة بشار، الجزائر ، 2021/01/31، ص 143.

أدائها كما تضمن القانون إعفاءات من الضرائب والرسوم الجمركية في مرحلة الاستغلال مع اقرار تسهيل وصول هذه المؤسسات الى العقار لتوسعة مشاريعها الإستثمارية.¹

1-2- شروط منح علامة مؤسسة ناشئة :

من ضمن شروط منح هذه العلامة ، فإن المؤسسة الناشئة لا ينبغي أن يتجاوز عمرها 8سنوات ،ويشترط أن يعتمد نموذج اعمال المؤسسة علي منتجات أو خدمات أو نموذج أعمال أو اي فكرة مبتكرة.

ويتوجب أن لا يتجاوز رقم الأعمال السنوي المبلغ الذي تحدده اللجنة الوطنية، وأن يكون رأسمال الشركة مملوكا بنسبة 50 بالمائة

علي القل من قبل أشخاص طبيعيين أو صناديق استثمار معتمدة أو من طرف مؤسسات أخرى حاصلة علي علامة "مؤسسة ناشئة" .

إلى جانب ذلك يتوجب أن تكون أمكانيات نمو المؤسسة كبيرة بما فيه الكفاية وعلي ان لا يتجاوز عدد العمال 250 عامل .

- وتمنح علامة " مؤسسة ناشئة " للمؤسسة لمدة أربعة سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة .

- وتخول العلامة لصاحبها الحصول علي تدابير مساعدة ودعم الدولة ، لغرض مرافقة المؤسسات الناشئة التي يتم احتضانها خلال

فترة الحضانة من خلال توطينها وتزويدها بمساحات عمل مهيأة ومرافقة حاملي المشاريع أثناء إجراءات انشاء المؤسسة الي جانب

مساعدتها في انجاز المخططات وتوفير تكوين نوعي .

¹ - بن جيمة مريم ، بن جيمة نصيرة ، الوالي فاطمة ، "أليات دعم وتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر" ، حوليات جامعة بشار في العلوم الإقتصادية ، المجلد 07 ، العدد 03 ، جامعة بشار ، الجزائر ، 2021/01/31، ص 527-528 .

خلاصة الفصل الأول :

تدعم المؤسسات الناشئة بناء القدرات الإنتاجية الشاملة فهي تساعد علي استيعاب الموارد الإنتاجية علي مستوي الاقتصاد كافة وتساهم في إرساء أنظمة اقتصادية تتسم بالديناميكية والمرونة تترابط فيها المؤسسات الناشئة، وهي تنتشر في حيز جغرافي أوسع من المشروعات الكبيرة وتدعم تطور ونمو روح المبادرة ومهاراتها تساعد علي تقليص الفجوات التنموية بين الحواضر والأرياف، وعلاوة عن دور المؤسسات في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية فإنها تقدم العديد من المميزات حيث تتيح فرص العمل برؤوس أموال أقل كما تساعد علي استغلال مدخرات المواطنين والاستفادة منها في الميادين الاستثمارية المختلفة حيث تعتمد المؤسسات الناشئة في المراحل الأولى من نشاطها علي رأس مال المخاطر، نتيجة صعوبة الحصول علي التمويل خاصة في ظل غياب الضمانات الكافية من جهة وارتفاع نسبة المخاطرة من جهة أخرى، وهنا تتدخل شركات رأس مال المخاطر لتلعب الممول والمرافق لهذه المؤسسات من خلال المشاركة في رأس مالها . كما لا يمكن اعتبار رأس مال المخاطر بديل تمويلي لمصادر التمويل الأخرى بل يعتبر مكمل لها، فهو يقتصر علي تمويل بعض المراحل التي تمر بها المؤسسة (ما قبل الإنشاء، الانطلاق، مرحلة النمو الاولي) لتقوم بعدها بطلب التمويل في المراحل الأخرى من نشاطها، لأنها اجتازت مرحلة الخطر المرتفعة من خلال الدعم المقدم من طرف شركات رأس مال المخاطر .

الفصل الثاني:

التأصيل النظري

للتمويل برأس المال

المخاطر

تمهيد

تعتبر مشكلة التمويل من أبرز ما يعيق تطور المؤسسات التي تعمل على خلق منتجات جديدة تعتمد على تكنولوجيا عالية مما يجعلها ذات مخاطرة مرتفعة. في الجزائر ، وأيضاً المؤسسات التي تكون في مرحلة الانطلاق أو التوسع، وحيث أن اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة والذاتية كمصادر تمويلي داخلي غالباً ما تكون غير كافية للتغطية مختلف احتياجاتها عبر مراحل نشاطها خاصة المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية التحديدية و التوسعية ، فإنه لا يكون أمامها إلا خيار اللجوء إلى التمويل الخارجي المتضمن تمويلًا ماليًا عن طريق السوق المالية الذي لا يحظى بأية ثقة رغم وجود مؤسساته المتخصصة التي يبقى نشاطها التمويلي ضعيفًا، أو تمويلًا بنكيًا عن طريق الوساطة البنكية الذي لا يزال يشكل المصدر الأكثر أهمية في الجزائر دون أن تتمكن المؤسسات التي تتقدم بطلب القروض البنكية من الحصول عليها بالشروط الملائمة، نظرًا لعدة عوامل متداخلة تجعل الاستفادة من التمويل المصرفي تتميز بالحدودية، منها ما يخص البنوك فيما يتعلق بثقل عنصر الضمانات المطلوبة بمختلف أنواعها وارتفاع تكلفة القروض التي لا تشجع على الاستثمار.

وفي ظل واقع التمويل في الجزائر، وباعتبار مختلف الظروف المحيطة بما فيها التحولات العميقة التي يعرفها الاقتصاد الوطني نتيجة مختلف الضغوطات الداخلية والخارجية، المفروضة على المؤسسات والمجسدة في الاندماج الاقتصادي والتجاري العالمي. أصبح من الضروري الاهتمام بمصادر تمويلية أخرى كرأس المال المخاطر والذي أثبت نجاحه في عدة دول أوروبية على غرار الولايات المتحدة الأمريكية . وسنحاول في هذه الفصل تسليط الضوء على مفهوم وطبيعة التمويل برأس المال المخاطر وأهم مؤسساته، وابرار فعاليته كتقنية تمويلية حديثة لتمويل المؤسسات الناشئة.

المبحث الأول: الاطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر

نتعرض من خلال الاطار المفاهيمي لكل من السياق التاريخي لرأس المال المخاطر ومؤسساته.

المطلب الأول: ماهية رأسمال المخاطر ومؤسساته

1- رأسمال المخاطر:

1-1- نشأة رأس المال المخاطر:

اختلف الباحثين في نشأة وظهور رأس المال المخاطر، فهناك من يرى أن الفضل في تطبيق هذه التقنية ترجع إلى اليوناني طاليس الذي اعتمد على القروض المالية العصر الزيتون واستخراج الزيت باعتباره مقاولا زراعيا وتم اعتبار أصحاب هذه الأموال مقرضين مخاطرين، وهناك من يرى أن كريستوف كولبوس يرجع له الفضل في استخدام هذه التقنية في القرن الخامس عشر عندما أراد فتح الطريق للتسوق والسفر والتمويل رحلات التجارة والاستكشاف من خلال نجاحه في إقناع حكام إسبانيا بتمويل هذه الرحلة حينها لم يدرك أنه قام بعملية رأس المال المخاطر . أما فيما يخص الظهور المؤسساتي، فقد تم إنشاء أول مؤسسة حديثة لرأس المال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية من قبل الجنرال الفرنسي الأصل George Doriot سنة 1946 ولقد سميت هذه الشركة بإسم المنظمة الأمريكية للبحث والتطوير (ARD : American Research and Developement) ، وقد أختصت هذه الشركة في الاستثمار في المؤسسات التي تسعى لتطوير منتجات ذات تكنولوجيا عالية، ومع بداية سنوات الخمسينات اتسع نشاط شركات رأس المال المخاطر بظهور شركات متعددة تختص في تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة في مجال تكنولوجيا المعلومات، صناعات الكمبيوتر والإلكترونيات أي في المشاريع الاستثمارية ذات تكنولوجيا المتقدمة وعالية المخاطر¹.

1-1-1- تعريف رأس المال: رأس المال عن مجموعة الأدوات والآلات والمباني التي تساهم في عملية الإنتاج او عملية تقديم الخدمات، ومن المنطقي أنه لا يمكن الحصول على هذه العناصر إلا بتوفير أموال بقيمتها، هذه الأموال تجلب من جهات تختلف باختلاف طبيعة المؤسسات، والملاحظ أنه أثناء إنشاء المؤسسة يتحول يعبر رأس المال النقدي أو الكتابي إلى رأس مال عيني، وقد وزع الاقتصاديون رأس المال بهذا المعنى إلى عدة معاني:²

¹ - رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، " رأس مال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر"، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد السادس، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 12-04-2018، ص 167.

² - عدون ناصر دادي، "اقتصاد مؤسسة"، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998، ص108.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

- رأس المال الثابت: الذي يشمل كل الاستثمارات بالمعنى المحاسبي وهي كل وسائل الإنتاج من الآلات والأدوات، ووسائل النقل، المباني.

- رأس المال المتغير: الذي يشمل المواد المستعملة في الإنتاج أو المحولة بالإضافة إلى اليد العاملة.

1-1-2- تعريف المخاطرة: هي عوامل خارجية سلبية محتملة أو أي حدث أو ظروف أو قرارات يتوقع أن تحدث تأخيرا شديدا في

تحقيق أغراض المشروع ونواتجه أو أن تحول دون تحقيقها بحيث تكون دائما خارجة بدرجة كبيرة أو تامة عن نطاق وسيطرة المشروع¹، ومن

الناحية الفنية تمثل المخاطرة جميع النتائج الممكنة ثم تسجيل التغير الذي تسبب في حدوثها والذي من الممكن التنبؤ به.²

1-2- تعريف الرأسمال المخاطر: هو نمط تمويلي متميز يقدم الأموال للمشاريع الناشئة ذات التكنولوجيا العالية التي تتسم عادة بسرعة

نموها و التي تسمى Start-up الأمر الملاحظ أن معظم المراجع لا تقدم تعريف مباشر وصحيح لرأسمال المخاطر بل تكتفي بتقديم

خصائصه وتفسيرها وتعتبر التعريفات الموالية من التعريفات المباشرة القليلة المتوفرة:

✓ حسب الجمعية الوطنية لرأسمال المخاطر NVCA (الولايات المتحدة) هو: " استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة

الأجل، في منشآت تملك استعدادات قوية، منجز من طرف مستثمرين متخصصين".³

✓ الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر EVCA هو: "كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات

خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال بقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال

في التاريخ المحدد (وذلك على مصدر المخاطر) أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه

المؤسسات بعد عدة سنوات ".⁴

✓ أما البنك المركزي الألماني فعرفه على " أن رأس المال المخاطر يمثل في الغالب الحصص المأخوذة في المنشآت الصغيرة و

المتوسطة الناشئة، المبتكرة تكنولوجيا، غير المدرجة، التي رغم انخفاض ربحيتها الحالية، يقدر أن تمتلك استعدادات نمو واسعة وكافية، كما أن

مؤسسات رأس المال المخاطر لا تزود المشاريع الناشئة بالأموال الخاصة فقط، لكن أيضا بخبرة التسيير الواسعة وخدمة النصائح ".

¹ -الشويكي سمير، " المعجم الاداري"، دار المشرق الثقافي، الأردن، دون طبعة، 2006، ص285.

² -محاجية نصير، " وظيفة الهندسة المالية في البنوك"، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير تخصص نقود ومالي، جامعة قلمة، 2006، ص154.

³ -محمد سبتي، "فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة "finalep"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009، ص41.

⁴ -عبد الله ابراهيم، "المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مواجهة مشكل التمويل"، ورقة بحثية مقدمة في المنتدى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، الشلف، يومي 17-18 أبريل 2006، ص 389.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

✓ حسب الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأسمال AFIC هو: " استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال بواسطة الأموال الخاصة و شبه خاصة في منشآت شابة، تتضمن محتوى تكنولوجي كبير".

✓ من كل ما سبق يمكننا تقديم التعريف التالي لرأس المال المخاطر: بأنه أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات، فهو يوفر غطاء تمويلي للمؤسسات ذات مخاطر مرتفعة سواء ناضجة أو ناشئة تتميز باحتمال عائد ضخم مع عدم ضمان استرداد رأس المال في تاريخ محدد ولا الحصول على دخل مؤكد ، وذلك أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل.

1-3- خصائص رأسمال المخاطر:

من خلال استعراضنا لمفهوم رأسمال المخاطر يتبين أنه يتميز بالعديد من الخصائص التي يجعله يتفوق على التمويل الكلاسيكي في عدة نواحي، و فيما يلي عرض لأهم الخصائص:

✓ المشاركة من قبل صاحب رأس المال في إدارة المشروع الممول؛ لأنه مالك يشارك في الربح والخسارة، وتقديم التسهيلات المتعلقة في التسويق والعمالة والتخطيط والتكنولوجيا بناء على العلاقة التي تربط بين صاحب رأس المال المخاطر وبين مبتكر المشروع ؛ إذ هي علاقة شراكة وليست مجرد علاقة دائن بمدين أو صاحب مشروع بممول وبذا فإن هذا الأمر يترتب عليه أن لا يكون هنالك انفصال بين الملكية والإدارة من جهة وانخفاض ظهور مشكلة الوكالة من خلال محاولة المدير تحقيق مصالحه على حساب المالك الغائب من جهة أخرى.¹

✓ تعتمد المشروعات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر على المشاركة التي تفيده في التنمية الاقتصادية وتشجع على النمو مع حفظ الاستقرار المالي لعدم وجود انتاج غير حقيقي أو قروض غير انتاجية .²

✓ يختلف صاحب رأسمال المخاطر عن المستثمر في البورصة من حيث أن الأول لا يبيع حصته في المشروع الا بعد نجاحه لان ربحه يأتي من فارق سعر الشراء المنخفض بداية وسعر البيع المرتفع بعد نجاح المشروع، في حين أن المستثمر في البورصة يحصل على أرباحه على شكل توزيعات أرباح رأسمالية، و يمكن بيع رصيده من الاسهم في أي لحظة و قد لا يحق له التصويت في الجمعية العمومية للمشروع.³

¹ -ابراهيم عبد الحليم عباده، " مؤشرات الأداء المالي في البنوك الاسلامية"، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، 2008، ص151.

² -ابراهيم عبد الحليم عباده، مرجع نفسه، ص 152.

³ -مصطفى محمد، "رأس المال المخاطر استراتيجية مقترحة للتعاون بين المصارف الاسلامية"، نقلا عن ابراهيم عبد الحليم عباده، مرجع سبق ذكره، ص152.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

✓ يمارس رأس المال المخاطر نشاطه في رأس المال المؤسسات الناشئة الغير مسعرة بالبورصة و التي تظهر امكانيات نمو و تطور قوية، بوجود أفق زمني محدد مقدما للتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادي للمشروع أي استثمار لمدة زمنية قصوى محددة¹.

1-4- أهمية رأس المال المخاطر:

يعد رأس المال المخاطر من أهم الأسباب في تنمية بعض القطاعات القوية في الاقتصاد الأمريكي والغربي خلال العقود الثلاثة السابقة وعلى الأخص قطاع التكنولوجيا، حيث بدأت المشروعات في هذا القطاع على شكل صغير، وأصبحت اليوم من الشركات المؤثرة والمهمة في هذا المجال؛ حيث يعود السبب إلى مزية رأس المال المخاطر كونه أداة لجذب الإبداع في السوق وبالتالي المساهمة في النمو الاقتصادي وزيادة التوظيف والتقدم التكنولوجي. ويساهم رأس المال المخاطر في تمويل الأفكار الجديدة من خلال المساهمة في المشروعات الصغيرة؛ إذ تعتبر المشروعات الصغيرة ذات احتمالات نمو مرتفعة، وبالتالي فإنها تحتاج إلى تمويل بمقدار أكبر نسبيا. ومن هنا فإن مخاطر عملية التمويل عالية مقارنة مع بقية المشروعات وفي بعض الدول المتقدمة خصصت مصادر لمثل هذا التمويل، مثل شركات التضامن أو شركات التنمية الاستشارية، وعند قيام الممول بطلب التمويل من قبل شركة رأس المال المخاطر؛ فإن الشركة تقوم بدراسة وتقييم هذا المشروع، وبعد الموافقة على التمويل يمول من خلال شراء حصة من حقوق الملكية و قد يتم التمويل عن طريق تقديم التمويل بقرض في شكل سندات قابلة للتحويل لأسهم عادية، وتهدف شركات تمويل رأس المال المخاطر أن يكون لها عضو يمثلها في المشروع الجديد، دون أن يكون لها السيطرة الكاملة كهدف، إنما المراقبة أو الاتصال الدائم للمتابعة والتقييم وهناك عدة أشكال تمول بها هذه الاستثمارات من التمويل² وهذه التمويلات تتعرض للمخاطر، والبنوك التقليدية تتأذى بنفسها عن مثل هذه المخاطر بل قد تكون ممنوعة قانونا من تقديم هذا التمويل³.

✓ لرأس المال خطر دور في زيادة فرص العمالة والتوظيف، فقد ثبت من واقع البيانات التي تصدر عن التقارير السنوية الصادرة عن المؤسسة الوطنية لرأس المال المخاطر في التقرير السنوي لعام 1997 أن الشركات التي مولت برأس المال المخاطر من عام (1991-1995) زادت من العاملين فيها بنسبة 34. % سنوية مقارنة مع (5%) في بقية القطاعات الأخرى مجتمعة، وقد زاد أيضا معدل نمو الشركات الممولة برأس المال المخاطر بمتوسط (36.7%) مقارنة مع (23.7%) متوسط النمو للشركات الممولة تمويلًا تقليديًا.

¹ -رابح خوني، رامي حريد، "فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد9، جامعة بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2005، ص490.

² -صبيح محمود، "رأس المال العامل و تمويل المشروعات الصغيرة"، نقلا عن ابراهيم عبد الحليم عباده، مرجع سبق ذكره، ص153.

³ -مصطفى، رأس المال المخاطر، نقلا عن ابراهيم عبد الحليم عباده، مرجع سبق ذكره، ص153.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

✓ وقد ساهم رأس المال المخاطر في تطوير القدرات الإبداعية وتحفيز الأفراد الاستثمار طاقاتهم من خلال التمويل المقدم لهم،

ومن هنا فإن نجاح المشروعات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر مرهونة بالقدرة الإبداعية.¹

1-5- أهداف رأس المال المخاطر:

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

✓ التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة .

✓ توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع. وبذلك فإن رأس المال

المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر

العالية المرتبطة بأعمالها، وهذه الاستثمارات هي لأجل طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد عالية نسبياً.²

✓ توفير المعونة الفنية والإدارية لأصحاب المشاريع، وتضمن لهم المرافقة الحسنة لمشاريعهم، خاصة المقاولين الذين لا يملكون الخبرة

الكافية في مجال الاستثمار.

كما أن إنشاء وتدعيم شركات رأس المال المخاطر له أهداف أخرى، وهي أهداف تساعد القطاع المصرفي وتمثل في:³

✓ مساعدة البنوك على توظيف السيولة الزائدة التي تملكها، ولا تستطيع في بعض الأحيان توظيفها بسبب ارتفاع المخاطر والقيود

التي يفرضها عليها النظام المصرفي.

✓ تمويل الابتكارات الجديدة وصناعة البرمجيات والتي لا تستطيع البنوك تمويلها، لدرجة مخاطرها العالية وكذلك عدم امتلاكها

للضمانات الكافية.

1-6- التمييز بين رأس المال المخاطر وأشكال التمويل التقليدي:

يختلف رأس المال المخاطر عن أشكال التمويل التقليدي، حيث لا يوجد تطابق بينها سواء من حيث طريقة التدخل أو مستوى

المخاطرة المأخوذة في الاعتبار، أو تتابع مراحل الدعم المالي طبقاً للدورة التمويل أو المكاسب المتحققة، حيث يمكن عرض مختلف الفواصل

¹ - إبراهيم عبد الحليم عباده، مرجع سابق ذكره ، ص154.

² - رويته عبد السميع، حجازي اسماعيل، " تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر"، ورقة بحثية مقدمة في المنتدى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف، يومي 18-17أفريل، 2006، ص309.

³ http://www.idbe_egypt.com/doc/nshat.doc, a5 :30، 01/07/2021.:

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

بينهما في خمسة أوجه رئيسية كما يلي:¹

✓ **التخلص من دورة التمويل البنكية التقليدية:** لا يقدم رأس المال المخاطر قروضا إلا نادرا، والأصل أن يشارك في رأس المال المؤسسات (الأسهم)، أو في شبه رأس المال (كسندات القابلة للتحويل إلى الأسهم) هذا من جهة، ومن جهة أخرى، لا يعتمد رأس المال المخاطر على المعايير التقليدية للمقرضين، وعلى الأخص اتجاه النتائج السابقة التي حققتها المؤسسات وإنما تعتمد على المستقبل أكثر من الماضي، وهي المعايير اللازمة للكشف عن آفاق النمو المرتفعة للشركة مثل كفاءة وفعالية المشروع، تقييم التكنولوجيا المستخدمة، الخبرة، الكفاءة وتخصص فريق الإدارة، والخصائص الذاتية للسوق الذي يعمل به من حيث حجمه ومعدل تطوره والعملاء المحتملين .

✓ **توقيت التدخل:** يرد تدخل رأس المال المخاطر بعد تدخل مؤسسات التمويل التقليدية، إذ من المفروض أن المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر لا تستجيب للمعايير التقليدية التي يتطلبها سوق المال.

✓ **هدف التدخل:** يتمثل الحافز الأساسي لتدخل مؤسسات رأس المال المخاطر في فائض القيمة (الربح الرأسمالي) المتوقع حدوثه حال الخروج من المشروع وليس العوائد الجارية (الفوائد) التي يستند عليها القرض.

✓ **حجم عنصر المخاطرة:** تخضع المساهمات المحققة بواسطة رأس المال المخاطر المحتوى مخاطر أعلى، وتعوض احتماليا بواسطة تفاوت تضخم في الإيرادات المتوقعة.

✓ **مدى متابعة المشروعات:** تتميز مؤسسات رأس المال المخاطر بأنها مؤسسات تمويل إيجابية، فمن زاوية ممارسة الحرفة يفترض في مؤسسة رأس المال المخاطر أنها شريك نشط لا يتوقف على أن يكون مجرد مضخة مالية المؤسسات، وإنما يضيف قيمة معينة إليها بما يقدمه لها من إرشادات ونصائح ومساعدات في مختلف المجالات، هذه القيمة المضافة تعتبر في مراحل معينة من حياة المشروع ضرورية للغاية، وينشأ عنها وجود علاقة من نوع خاص بين الشق الصناعي، والشق المالي.

¹ - كندة زليخة و ريمة عمري، "تفعيل دور مؤسسات التمويل المتخصصة في الجزائر"، ورقة مقدمة ضمن الملتقى الوطني حول: سبل تطوير البدائل التمويلية للمشاريع الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، جامعة 08 ماي 1954 قالمة، 12/13 ماي 2009، ص 198.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

جدول رقم (2) : مقارنة بين تمويل مؤسسات راس المال المخاطر والتمويل التقليدي عن طريق البنوك .

الاختلاف	التمويل برأس المال المخاطر	التمويل التقليدي عن طريق البنوك
-ماضي المشروع	عدم الاهتمام بماضي المشروع و لا بصاحبه.	التركيز على ماضي المشروع و على صاحبه.
-الضمانات وسعر الفائدة	لا تتطلب ضمانات، و لا تفرض سعر فائدة.	تتطلب ضمانات في غالب الاحيان تكون مجحفة و سعر الفائدة يتم دفعه دوريا.
-درجة المخاطرة	تمول المشاريع الاكثر مخاطرة أملا في الحصول على عوائد مرتفعة.	تبتعد عن تمويل المشاريع الخطرة ذلك أن العوائد منها غير مضمونة تحتل الربح أو الخسارة.
-توقيت التمويل	تعتبر اخر ملجأ تقصده المؤسسات للتمويل، عادة تكون مدة التمويل طويلة نسبيا (من 3 الى 7 سنوات).	تعد أول ملجأ تلجأ اليه المؤسسات لتمويل استثماراتها، تمول جميع الاستثمارات قصيرة و متوسطة و طويلة الأجل.
-مدة التمويل	تكون مدة التمويل طويلة نسبيا (من 3 الى 7 سنوات).	تمول جميع الاستثمارات قصيرة و متوسطة و طويلة الأجل.
-هدف التمويل	الحصول على أرباح رأسمالية مرتفعة في حالة تحقيقها.	الحصول على فوائد دورية (عوائد جارية)سواء تحقق الربح أم لم يتحقق.
-نوع الدعم	تقدم دعما ماليا واداريا فني على أساس المشاركة.	تقدم دعم مالي في الغالب والمشورة أحيانا أخرى.

المصدر: من اعداد الطالبين بناء على عدة مراجع.

2- ماهية مؤسسات رأس المال المخاطر:

تعتبر شركات رأس المال المخاطر في الاقتصاديات المعاصرة من أهم وسائل التدعيم المالي والفني للمشروعات الجديدة الناشئة، وهذا لما تتميز به من قدرات وكفاءات عالية في التعامل مع المخاطر التي يمكن أن تواجهها هذه المؤسسات، وذلك اعتبار أنها متخصصة في مجال التمويل الذي يختلف عن التمويل التقليدي حيث لا تكمن أهمية هذه الشركات في جلب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل المشروعات فقط وإنما تقدم لها مساعدات غير مالية كالإدارة والتسيير أيضا.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

2-1-تعريف مؤسسات راس المال المخاطر:

تعرف مؤسسات رأس المال المخاطر على أنها شركات تتخذ حصصا أو مساهمة في رأس مال المؤسسات غير المدرجة في البورصة والتي أنشأت حديثا وتنمو بسرعة في المجالات التي هي بحاجة إلى رؤوس الأموال لضمان تنميتها¹، هذا التعريف خاص بتمويل المؤسسات الناشئة التي لا يمكنها دخول السوق المالي، وتقوم هذه الشركات بالعديد من الأنشطة الاستثمارية التي تتميز بارتفاع المخاطر والعوائد المتوقعة، ويكون الدافع أو الحافز الأساسي لمثل هذا النوع من الشركات هو ارتفاع العوائد المحتملة و المتوقعة.²

وتتمثل مهمة هذه الشركات في تمويل الشركات التي لا يملك أصحابها كفايتهم من المال اللازم للتشغيل وتتعامل معهم بالمشاركة ، ومن ثم تعتمد على أسلوب الجدوى الاقتصادية للمشروع ورجيئته وكفاءة إدارة المشروع وتسترد رأس مالها المخاطر به في نهاية برنامج الاستثمار بعد إدراج عائد يحسب على أساس الربح المحقق ومن دون تقلص أي ضمان عند إبرام عقد المشاركة ويتحمل المستثمر المخاطر كليا أو جزئيا الخسارة في حالة فشل المشروع الممول.

إن معادلة هذه الشركات تقوم على التكنولوجيا متقدمة، مخاطرة كبيرة، أرباح واعدة، ومن ثم يلزم لنجاح هذه الشركات التحلي بروح المشاركة والصبر في حدود ثلاث إلى سبع سنوات الضمان الأرباح الكبيرة، وتسير شركات المخاطرة على قليل من التدخل مع نجاح المشروع hand of ، وكثير من التدخل مع وجود مشاكل وصعوبات hand on ، وهكذا فالأساس الذي يقوم عليه اقتراح تأسيس شركات رأس المال المخاطر هو قيامها على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر أي المشاركة في السراء والضراء.³

2-2- مميزات مؤسسات رأس المال المخاطر:

تنفرد مؤسسات رأس المال المخاطر بمجموعة من الخصائص تميزها عن باقي المؤسسات يمكن إجمالها فيما يلي:⁴

¹ -صالح عبد القادر، "تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر' افاق و واقع '، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و تمويل، جامعة باجي مختار، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، عنابة، 2007/2008، ص73.

² -دوابه أشرف، " دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الاسلامية"، دار السلام، الاسكندرية، 2006، ص221.

³ -روينه عبد السميع و حجازي اسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص308.

⁴ -بلعدي عبد الله، " التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة"، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاجتماعية و العلوم الانسانية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007/ 2008، ص 302-305.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

✓ شركات رأس المال المخاطر مصدر تمويلي من مصادر التمويل الخارجية:

كونها تمثل مدخرات المستثمرين من خارج نطاق مؤسسات المستثمر بها وما يميزه عن باقي أنواع التمويل الخارجي أنه ليس هناك انفصال بين الملكية والإدارة مع الأخذ بعين الاعتبار أن مشاركة الممول في الإدارة تحكمها القاعدة السابقة الذكر قليل من التدخل hand of مع نجاح المشروع، وكثير من التدخل hand on مع وجود مشاكل وصعوبات.

✓ مساهمة مؤسسات رأس المال المخاطر في حل مشكلة التمويل:

على الرغم من المخاطر التي تحيط بمجالات استثمار مؤسسات رأس المال المخاطر وباعتبارها استثمارات طويلة الأجل ينقصها معيار الإدارية والأمان، إلا أنه من الضروري دعم نشاطها بهدف دفع المشروعات والابتكار، فأمام تزايد الحاجات التمويلية للمشروعات الناشئة من جهة وشح الأوساط التقليدية للتصدي إلى تلك الحاجات من جهة أخرى يظهر خيار مؤسسات رأس المال المخاطر كطوق نجاة هام وضروري.

✓ الميزة الاستراتيجية لمؤسسات رأس المال المخاطر:

يمكن أن تتبنى مؤسسات رأس المال المخاطر استراتيجية تنوع الاستثمارات وذلك بتنوع القطاعات الصناعية أو التجارية، حيث تحرك فرص الاستثمار بالاتجاه القطاعات التي لم يسبق الاستثمار فيها، مع احتمال آفاق نمو أعلى من غيرها، واعتمدت هذه الاستراتيجية في العديد من مؤسسات رأس المال المخاطر الناجحة فركزت على التخصص في تمويل قطاعات معينة، لأن استراتيجية التخصص تتميز بميزة واضحة في اكتساب المؤسسات أحسن خبرة ممكنة، مما يمثل ضخامة إضافية الأموال تلك المؤسسات فضلا على أن التركيز عادة يجري حول قطاع يتميز بنمو مشروعاته ويمكن أن يكون أكثر ارتفاعا من غيره.

✓ تميزها بدعم المشروعات الناشئة و المتعثرة :

تدعم مؤسسات رأس المال المخاطر المشروعات الناشئة وكذلك المشروعات المتعثرة عن طريق تغطية الحاجات التمويلية خلال مختلف أطوار حياتها دون ضمانات بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفعالية أشخاصه، حيث تساهم في توفير الدعم المالي والفني اللازم لإعادة هيكلتها، وجذب الاستثمارات إليها، بما ييث روح الطمأنينة في نفوس المستثمرين، ويجفزههم على الاستثمار فيها للاستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطها ويزدهر.

2-3- أهداف مؤسسات رأس المال المخاطر:

تتواجد مؤسسات رأس المال المخاطر في العالم لتحقيق مجموعة من الأهداف:¹

- ✓ التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية.
- ✓ توفير التمويل المشروعات الجديدة أو عالية المخاطر، والتي تتوفر لديها إمكانيات نمو و عائد مرتفع.
- ✓ توفير التمويل اللازم خاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي عادة ما تكون غير مدرجة في البورصة لعدم قدرتها على إصدار الأسهم والسندات وطرحها للاكتساب.
- ✓ تهدف آلية التمويل برأس المال المخاطر إلى إضفاء بعض الجوانب الإيجابية كالتخلص من عبء الضمانات المحففة التي يشترطها البنك، وأسعار الفائدة المرتفعة، واستخدام الية الإعفاء الضريبي، والتغليل فيما يواجهها من عراقيل قانونية.

2-4- أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر: تعددت مؤسسات رأس المال المخاطر واختلفت تصنيفاتها، وتنقسم حسب مصدر النشأة

إلى نوعين رئيسيين وهما:²

- ✓ **مؤسسات مستقلة:** تقوم بجمع رؤوس الأموال من المستثمرين المحتملين مباشرة، معتمدة في تلك على قواعد معينة (شهرتها، تخصصها، خبرتها وتاريخها الناجح).
- ✓ **مؤسسات تابعة:** هي عبارة عن فروع المؤسسات مالية صناعية أخرى تؤسسها وتوفر لها رأس المال اللازم.

وفي دراسة أخرى ينشط نوعين رئيسيين من مؤسسات رأس المال المخاطر وهما شركات رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار المباشر.³

2-4-1- شركات رأس المال المخاطر:

يتمثل مجال تخصصها في تمويل الأنشطة الاستثمارية الواعدة الخطرة، أي التي تتميز بارتفاع عنصر المخاطرة ولكن آفاق نموها المحتملة كبيرة، بحيث يتوقع أن يحقق الاستثمار فيها فائض قيمة، ناتج عن إعادة بيع الحصص محل اعتبار، وعلى ذلك، ينصب اهتمام شركات رأس المال المخاطر على نوعين من المشروعات:

- المشروعات الجديدة ذات المخاطر المرتفعة.

¹ -روينه عبد السميع و حجازي اسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص309.

² - بليعدي عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص332.

³ - بليعدي عبد الله، مرجع نفسه، ص99-100.

- كندة زليخة و عمري ريمة، مرجع سبق ذكره، ص58.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

• المشروعات القائمة المتعثرة التي لا تحقق العائد المطلوب منها، إما لنقص التمويل أو لقصور في الإدارة أو في الأساليب الفنية الإنتاجية أو غيرها من الأسباب.

وتقوم شركات رأس المال المخاطر، من خلال المشاركة في المشروعات الخطرة ، بتقديم العون اللازم لتحسين فعاليتها، سواء تمثل ذلك العون في تقديم المساعدة المالية أو الفنية، حتى إذا ما أُنعت وأصبحت تحقق عوائد عالية تقوم بإعادة بيع أنصبتها في هذه المشروعات محققة فائض قيمة مرتفع يتناسب مع درجة المخاطر المبدئية التي تعرضت لها.¹

ومما يندرج تحت نشاط رأس المال المخاطر ما يلي:

تمويل نشاط الشركات والمشروعات أو المشاركة في رأس مالها أو دعمها فنيا وإداريا أو المشاركة في تنميتها بقصد تحويلها إلى شركات مساهمة أو توصية بالأسهم، متى كانت هذه المشروعات وتلك الشركات عالية المخاطر، أو تعاني قصورا في التمويل وما يتبعه من طول دورة الاستثمار.

✓ تدير التمويل اللازم للفرص الاستثمارية الجديدة، ويطلق على هذا النوع من التمويل تمويل بذرة رأس المال.

✓ تدير التمويل اللازم للمشروعات القائمة المتعثرة وكذا العون الفني لتصويب مسارها وزيادة قيمتها.

✓ ونشيري في نهاية هذا الفرع، إلى أنه يجب ألا يقل مصدر رأس المال لهذه النوعية من الشركات عن واحد ونصف مليون دولار

تدفع بالكامل عند التأسيس.²

2-4-2- صناديق الإستثمار المباشر:

صندوق الإستثمار هو وعاء مالي يجمع المال من عدة مستثمرين بغية إنشاء صندوق استثماري كبير وبكفاءة الجهاز الإداري، تستثمر هذه الأموال في مشاريع مختلفة، وبينما ينمو المال بمرور الوقت، ستنمو بالمثل قيمة الاستثمارات، و يستطيع أي صندوق استثمار، أن يستثمر في العديد من مختلف الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، فعندما يقوم المستثمر بشراء أسهم في الصندوق، يصبح أحد

¹ - عبد الباسط وفا، "مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة"، دار النهضة العربية، (د،ت،ن)، ص 101-103.

¹ - ضياف عليا، "رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة دراسة حالة الجزائر"، مذكرة لنيل شهادة ماجستير،

قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقد و تمويل، جامعة باجي مختار، عنابة، ص 106

² - عبد الباسط وفا، مرجع نفسه، مرجع سبق ذكره، ص 11 و12..

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

ملاك تلك الاستثمارات.¹ ولصناديق الاستثمار أهداف رئيسية نوجزها في النقاط التالية:²

- ✓ تدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك بهدف تحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها وكذلك زيادة فاعلية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها البنك حيث أن تحويل المحفظة سيؤدي إلى بيع أسهم وشراء غيرها.
- ✓ إنشاء صناديق الاستثمار يؤدي إلى فتح المجال حتى أمام صغار المدخرين للتعامل مع أسواق المال وهؤلاء حرموا لسنوات طويلة من التعامل مع سوق الأوراق المالية الذي كان حكرا على كبار المدخرين.
- ✓ تنشيط بورصة الأوراق المالية لأنه من خلال سوق مالي قوي ونشط يمكن تحقيق أهداف الإصلاح الاقتصادي وخاصة فيما يتعلق بعملية الخصخصة التي لن يتحقق لها النجاح إذا لم يكن هناك سوق مال قوي ونشط ومؤهل، يسهل عملية توسع قاعدة الملكية ومشاركة المواطنين في الممارسات الاقتصادية للدولة.
- وتنقسم صناديق الاستثمار ومحافظها من حيث الهيكل التمويلي لها، إلى قسمين رئيسيين وهما:

■ صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة.³

■ -صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة.⁴

المطلب الثاني: ميكانزمات و اجراءات التمويل برأسمال المخاطر

1- ميكانزمات التمويل برأس المال المخاطر:

إن معادلة شركات رأسمال المخاطر تقوم على تمويل أفكار إبداعية مصحوبة بمخاطر عالية مع توقع أرباح واعدة، ويتميز هذا النوع من التمويل بكونه خارجي أي يتوفر خارج نطاق المؤسسة المستثمرة كما أنه شكل من أشكال الاستثمار الجماعي لذلك فإن مؤسسة رأس المال المخاطر تتبنى استراتيجيات مختلفة في دعمها للمشاريع وفق إجراءات وشروط محددة حيث بعد عملية الموافقة على تمويل المشروع تتبع مؤسسة رأس المال المخاطر خطوات مرحلية حسب دورة حياة المشروع الممول.

¹ -منى قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين"، الدار المصرية اللبنانية، مصر، سنة 2000، ص 47.

² -جوليت فيرلي، "إستثمر أموالك في صناديق الاستثمار"، ترجمة: خالد العامري، دار القانون للنشر و التوزيع، مصر، سنة 1999، ص 21.

³ -أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، "صناديق الاستثمار دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي"، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية، سنة 1999، ص 8-9.

⁴ - أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، المرجع نفسه، ص 9، 10.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

1-1-1- استراتيجيات رأس المال المخاطر: بعد الموافقة على المشروع تصبح المؤسسة المخاطرة مساهمة في رأس المال أي أن لها ملكية مشتركة في حقوق الملكية مع المالكين القدامى، وبالتالي إضافة إلى المساهمة المالية يمنح لها الحق في الإدارة واتخاذ القرار.

1-1-1-الاستراتيجيات التمويلية: في سبيل الحصول على العون المالي تنشأ علاقة بين المخاطر المالي (مؤسسة رأس المال المخاطر) ورائد العمل (صاحب المشروع) ووفقا لهذه الاستراتيجيات تقوم مؤسسة رأس المال المخاطر بتوفير الغطاء المالي اللازم للمشروعات بغض النظر عن الماضي فهي لا يهتمها الاطلاع على الميزانيات والإحصائيات السابقة للمشروع بقدر ما يهتمها النظر للمستقبل إذ تقوم بوضع خطة تطويرية للمشروع تتضمن التفاصيل الخاصة به من أهداف، سياسات وحتى طموحات الرائد التي يصبو إليها وتتخلص عناصر الخطة التطويرية في:¹

- **الهدف النهائي للمشروع:** بمعنى تحديد الهدف أو الأهداف أو النتائج المستقبلية للمشروع سواء خلق منتج أو خدمة، القيام بالتصنيع، البيع، أو حيازة حصة سوقية.
- **السياسة العامة للمشروع:** تتضمن مجال نشاط المشروع من الناحية الجغرافية منطقة، إقليم أو ناحية التخصص في إنتاج منتج معين أو التنوع في إنتاج عدة منتجات.
- **الحصيلة الرقمية المتوقعة:** التنبؤ بحجم رقم الأعمال المراد تحقيقه للوصول إلى إيراد معين.
- **تحديد عوامل نجاح المشروع:** أي معرفة إذا كان نجاح المشروع يتوقف على تخصصه في الصناعة أو التجارة مثلا، أو عن طريق التوسع في النمو الداخلي أو التوجه نحو النمو الخارجي وهل هذا النجاح قائم على وسائل مالية (مادية) أم أساسه هو العنصر البشري المبدع.
- **الإيرادات المالية المتوقعة من الاستثمار في المشروع:** يجرى معالجتها مع رائد العمل في ظل القوى التي تحكم السوق من منافسة، احتكار، العرض، الطلب، مكانة المنتج في السوق، مع اكتشاف نقاط الضعف من أجل احتوائها.

1-1-2-الإستراتيجيات غير تمويلية: تواجه المشروعات أثناء بدأ نشاطها القائمة بذاتها عدة مشاكل وعقبات تكشف عن إفتقارها للخبرة التقنية والإدارية ونقص المعرفة في ظل زمن العولمة والمعلوماتية لذا تلجأ للبحث عن الشريك الذي يمكنه تغطية هذا النقص وهو مؤسسات الرأس مال المخاطر حيث تقوم هذه الاخيرة بتذليل العقبات أمامها وتدعيمها بالنصائح والمتابعة وذلك من خلال التنبؤ بالمشكلات مستقبلا ومواجهتها في حالة حدوثها لإجراء التغيرات المناسبة اذا اقتضت الضرورة ذلك اضافة الى توسيع نطاق معرفتها

¹ - ضيف عليا،" مرجع سبق ذكره، ص 103،105.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

بالشركاء و المنافسين....الخ، ونظرا لكون مؤسسات رأس المال المخاطر تنفرد بطبيعة مزدوجة في تقديم التمويل الى جانب المشورة الادارية فهي تميز بين نوعين من المتابعة¹:

- **المتابعة العادية:** تهدف الى خلق و زيادة القيمة المضافة و هي السائدة في الغالب.
 - **المتابعة الغير عادية:** تحتوي الرقابة و الاشراف والتوجيه واللجوء الى حد التغيير في حالة سوء النتائج وعدم مطابقتها لما هو متوقع وهي غير معمول بها كثيرا كونها تتطلب المزيد من التكلفة إضافة الى الوقت مع عدم توافر الكوادر البشرية المناسبة لأحداث ذلك. وتنحصر مختلف الخدمات التي تقدمها المؤسسات المخاطرة في:²
 - **المتابعة المالية:** تطلب المؤسسة المخاطرة تزويدها دوريا وبالانتظام بمعلومات مالية مما يدفع إلى إنشاء إدارة مالية متخصصة في الرقابة وجمع المعلومات المالية والتي يتم اعتمادها في إعداد الموازنات المتوقعة كما أنها تساعد في تحديد الهيكل المالي المناسب من خلال اختيار أفضل البدائل المتاحة التي تضمن تطور المشروع ونجاحه استنادا إلى خبرة متخصصين في هذا المجال.
 - **المتابعة الاستراتيجية:** على اعتبار أن الربح المرتفع هو الهدف النهائي للمؤسسة المخاطرة فإنه مشروع بتطوير المشروع لذلك تتدخل هذه الأخيرة لتحديد الخطوات اللازمة التي تؤدي به للنجاح متبعة في ذلك عدة سياسات نذكر منها: خطة التنمية، إنشاء نظام رقابي، مدى ملائمة المنتج للسوق، وكذلك تطوير ومتابعة النمو الداخلي والخارجي أيضا من خلال تعديل المنتج في حالة عدم استجابته لمتطلبات السوق الأجنبية.
 - **متابعة علاقات المشروع:** تنشأ علاقات مختلفة بين رائد العمل والأطراف الاقتصادية كالموردين، العملاء، المقاولين وحتى المنافسين لذا يتطلب هذا الوضع تدخل المؤسسة المخاطرة بتقديم النصح والمشورة فيما يخص تنظيم المواعيد مع الشركاء، مناقشة الشروط واختيار أفضلها في حالة توقيع العقود... الخ.
- 2-1- إجراءات التمويل برأس المال المخاطر :**

تعمل مؤسسة رأس المال المخاطر عمل الوسيط بين المستثمر والرائد ويتولى إدارة الأموال شخص يدعى الممول الذي يقوم بعدة إجراءات قبل منح التمويل قبلها تتطرق لأطراف العملية.

¹ -عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 101-103.

² - ضيفاء عليا، مرجع سبق ذكره، ص 106.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

2-1-1-أطراف التمويل برأس المال المخاطر: تتمثل العناصر الفاعلة في عملية التمويل في:¹

● **المستثمرون:** هم الذين يرغبون في استثمار أموالهم على المدى المتوسط، والطويل للحصول على عوائد مرتفعة نسبياً وتشمل فئة الأثرياء، مؤسسات الادخار، وهذا النوع من الاستثمار يتميز بالاستعداد للانتظار مدة طويلة، وهناك علاقة بين المستثمرين وصندوق رأس المال المخاطر تحكمها عدة ضوابط:

- ✓ أن يكون المستثمرون شركاء في الأرباح والخسائر مع الصندوق ولا يتحمل حال الخسارة أكثر من حصته.
- ✓ لا يحق للمستثمرين سحبة حصتهم من الصندوق أو بيعها إلا بعد انقضاء عمر الصندوق.
- ✓ لا يشارك المستثمرون في الإدارة الفعلية للصندوق وإن كان يحق لهم التصويت على المسائل الجوهرية مثل تغيير عمر الصندوق، السوق، تعديل اتفاقية الاستثمار.

● **صندوق رأس المال المخاطر:** هو وعاء استثماري مشترك بين عدد من المستثمرين، هذا يعني أن منشئ صناديق رأس المال المخاطر هم مستثمرو المخاطر العالية الذين يتطلعون لجني عائد مرتفع حسب مرحلة الاستثمار التي تم تمويلها ويكون الصندوق عادة عمر محدد من (7-10) سنوات في نهاية هذه الفترة تصفي الاستثمارات وتوزع قيمتها على المساهمين في الصندوق وتخصص السنوات الأولى من مدة حياة الصندوق لضخ الاستثمارات بينما السنوات الأخيرة من عمره تخصص لبحث سبل التخارج لأحداث التصفية.

● **مدير صندوق رأس المال المخاطر (الممول):** هو من يقوم بتوجيه أموال الصندوق واستثمارها في المشاريع ذات الجدوى والربحية، وعدة ما يكون له خبرة في بعض الصناعات إضافة إلى الخبرة المالية والإدارية، يشارك بنسبة 1 % من رأسمال الصندوق، وهو يتحمل مسؤولية لا محدودة تجاه الخسارة أي أنه يتحمل أكثر من حصته في المقابل يحصل على مصاريف إدارية سنوية تقدر ب 2,5 % من رأسمال الصندوق كما يستحق من 15% إلى 30 % من أرباحه.

● **الرائد:** وهو صاحب المشروع أو المؤسسة الممولة، ويسمى مالك المؤسسة أو مؤسسها غالباً ما يبدأ بماله الخاص أو الاستدانة من الأصدقاء إلا أن قلة الكفاءة الإدارية والمالية إضافة إلى نقص التمويل يدفعه للجوء إلى مؤسسة رأس المال المخاطر.

¹ - السويلم سامي، "التمويل بالمشاركة دروس من التجربة الأمريكية"، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، ص2.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

3-1-آلية التمويل: تتلخص إجراءات التمويل عن طريق شركة رأس المال المخاطر في المراحل التالية: ¹

● **مرحلة الاستثمار:** وهي المرحلة الأولى حيث تقوم المؤسسة المخاطرة بتجميع مواردها المالية وهنا تبرز قدرة المساهمين فيها ومدى مهارتهم في جمع الأموال جذب المستثمرين.

● **مرحلة البحث:** يتم فيها إدارة ملفات المشروعات المرشحة لنيل التمويل وخلالها يقوم اصحاب رأس المال المخاطر بمراجعة اولية العروض المقدمة لتحديد ما إذا كانت تطابق مع المعايير التي تشترطها المؤسسة الممولة ولا يقبل في العادة سوى 3% على الأكثر وذلك استنادا للمعايير الآتية:

✓ موقع المشروع وحجمه، هيكله الاستثمار المطلوب، مراحل نمو المشروع، كفاءة إدارة المشروع، نوع المنتج ومكانته في السوق، إضافة إلى مدى تدخل أصحاب التمويل فيه.

✓ وتتلقى مؤسسات رأس المال المخاطر آلاف العروض لذا تتم مراجعة المشاريع بدقة فائقة بهدف اتخاذ القرار الإستثماري المناسب تبعاً للمعايير السابقة إلى جانب ربحية المشروع وفرص نجاحه فيقرر الممول إما الرفض وإما القبول.

■ **مرحلة المرافقة:** بعد الاختبار يتم عقد اجتماع بين المستثمرين ورواد العمل فريق الإدارة المراجعة خطة المشروع والتحقق من الجدوى الأولية له، بعدها يتم الاتفاق على بنود الاستثمار والإدارة وذلك بوضع مذكرة تفاهم بين الطرفين مع التفاوض على البنود النهائية قبل أن ترفع مجلس الإدارة لكلا الطرفين للموافقة عليها عندها يتم إعداد الوثائق القانونية التي لها علاقة بالمشروع، مع عدم نسيان اتفاق المساهمين الذي يحدد حقوق وواجبات كل طرف.²

■ **مرحلة التمويل:** بعد الاتفاق على كل النقاط تبدأ مؤسسة رأس المال المخاطر بضخ التمويل اللازم وفق ما هو متفق عليه، إضافة إلى رأس المال النقدي يشارك المول في إدارة الشركة مستغلاً خبرته وعلاقاته الإدارية والمالية من أجل إنجاح المشروع.

■ **مرحلة المراقبة:** الهدف منها هو تقليل احتمالات الخسارة المستقبلية وتكون من الجهتين (الممول الرائد) مع تقديم النصح والدعم المشروع.

¹ - بريش السعيد، " رأس المال بديل مستحدث في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (دراسة الشركة، Sofinance)"، مجلة الباحث، العدد 05، ص 08.

² - اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي اسيا الاسكو، "الموارد المالية و رأس المال المخاطر و ريادة الاعمال في تكنولوجيا للمعلومات والاتصالات"، الامم المتحدة، ص 50-52.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

■ **مرحلة التخارج :** وما أن يبلغ المشروع حجما معيناً ويدير إيرادات كافية حتى يسعى الممول ورائد العمل إلى تبني استراتيجية

التخارج المثلى وفق ما يلي:¹

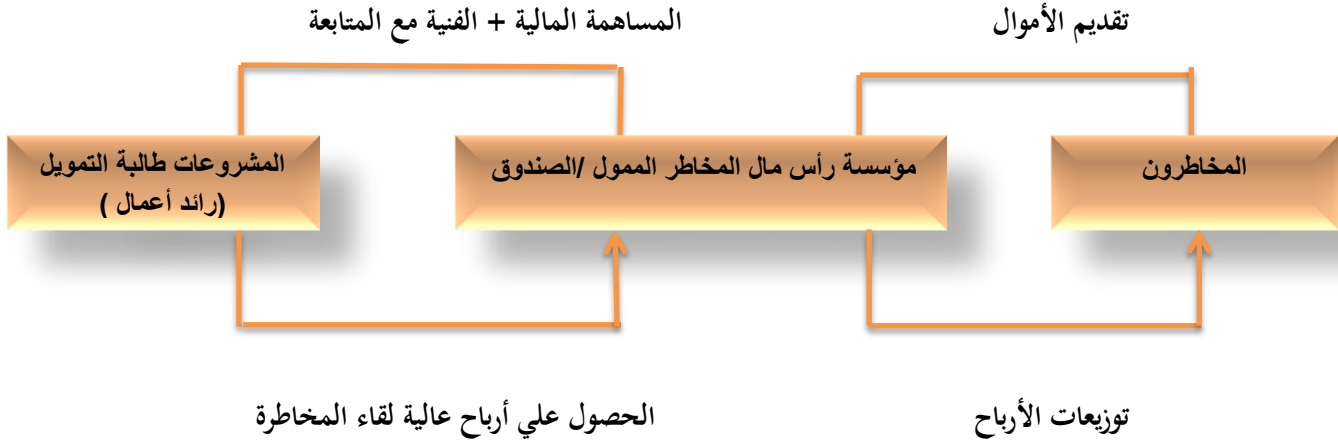
✓ **التخارج وفق السيناريو الأول :** بيع جزء أو كل أسهم المستثمرين (المخاطرين) لمؤسسة قائمة أكبر حجماً أو الاندماج مع

شركة أخرى إذا كان المشروع الممول يحتوي ميزة نسبية فإن الشركات الكبرى تسعى لاكتسابه وضمه إليها وفق علاقة تجارية كان يكون مورداً تكنولوجيا لها، أما الاندماج فيكون عادة بين مشروعين يعملان في نفس المجال فيتحدان إرادياً لحشد وتعبئة الموارد المالية.

✓ **التخارج وفق السيناريو الثاني :** بيع جزء أو كل أسهم المستثمرين (المخاطرين) للعامة من خلال طرح أسهم للإكتتاب

العام للمرة الأولى، فما إن ينضج المشروع وتكون له القدرة على استدامة النمو وتوليد الأرباح حتى يبدأ التفكير في إدراج أسهمه في السوق المالي وبالتالي التحول إلى شركة مساهمة عامة على أن يتم الاكتتاب لأول مرة لزيادة رأس المال من خلال طرح الأسهم للتخارج أو للبيع أما إذا طرحت من طرف المساهمين القدامى فتكون لأجل تحقيق أرباح رأسمالية عادة. ويمكن توضيح ذلك من خلال المخطط :

الشكل رقم (05): مبدأ عمل شركات رأس مال المخاطر



المصدر: بريش السعيد 2007 ، رأس مال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ،دراسة

حالة SOFINANCE ، مجلة الباحث العدد 05 ، ص 07.

¹ -، اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي اسيا الاسكو، " مرجع سبق ذكره، ص ص 57 و 58.

4-1-مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر:

يمثل دعم المشروعات المجال الأساسي لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر حيث تقوم بتغطية حاجاتها التمويلية والفنية خلال

مراحل حياتها، هناك مراحل تمويلية عديدة برأس المال المخاطر، وهي تدور بصفة عامة حول أربعة مراحل رئيسية هي:¹

• **مرحلة الإنشاء:** في هذه المرحلة يتم توفير الغطاء التمويلي للمشروع في بدايته، إذ تحيق به المخاطر ولديه أمل كبير في التطور،

وهذا التمويل ينقسم إلى قسمين:

• **رأس مال ما قبل الانطلاق:** هو رأس المال الموجه لتغطية مرحلة البحث والتطوير تمويل دراسة تنفيذ فكرة أو اقتراح جديد، أو

تنفيذ النموذج الأصلي، ... إلى آخره.

• **رأس مال الانطلاق:** هو رأس المال للمرحلة الأساسية لتدخل رأس المال المخاطر، وهو يخصص لتمويل المشروعات التي

دخلت مرحلة الإنشاء، أو في بداية النشاط أي في السنوات الأولى من التواجد، حيث تكون في حاجة إلى تمويل تنمية منتج، أو سوق

أولي، أو تغطية نفقات تسويق المنتجات، أو البدء في التنفيذ التصنيعي، ونشير في هذا الموضع دخول المشروعات التي انتهت من تطوير

منتجاتها في هذه المرحلة، لكنها في حاجة إلى التمويل لانطلاق التصنيع والتسويق حيث لم تتمكن بعد من توليد أية مكاسب، ويتفرع رأس

المال الانطلاق إلى مرحلتين:

✓ **مرحلة الانطلاق أو البداية التي تغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية لحياة المشروع، ثم المرحلة الأولى من التمويل التي تغطي**

نفقات البداية التجارية.²

وتجدر الإشارة إلى أن مرحلة الإنشاء تعتبر من أصعب المراحل التي يمر بها المشروع من الناحية التمويلية، لأنها تجمع كل المخاطر التي

يعرفها أي مشروع جديد، وذلك لتعلقها بمشروع يعمل في مستوى أدنى من المرحلة اللازمة للوصول إلى الاستغلال، ومن ثم فإنه لا يقدم

أدنى ضمانات لمموليه، ولهذا السبب تكون حاجاته التمويلية غير مقبولة من مؤسسات التمويل التقليدية بحيث تمثل المؤسسات رأس المال

المخاطر المصادر المالية الوحيدة التي تقبل تمويل هذه المرحلة بالكامل.³

¹ - Bessis (goel) capital risque et financent d'entreprise op cit p 23-26.

² -عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 85.

³ - عبد الباسط وفا، مرجع نفسه، ص 86 و87.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

ويعود سبب صعوبة هذه المرحلة إلى وجود المخاطر في حدها الأقصى، ورغم هذه المخاطر إلا أن مؤسسات رأس المال المخاطر تقبل تمويل المشروع وتراهن على المستقبل لأن قابلية المشروع للحياة محتملة، وحاجاته المالية حددت بشكل قريب من القابلية للتقدير، والمكافآت المنتظرة في الاستحقاق البعيد تتفاوت من رأي لأخر، وتقييمات الوسطاء الماليين التحقيق الحوالة تكون مستبعدة في الحال، لأن المخاطر المرتفعة جدا تحول دون ذلك، وللحد من المخاطر تقوم مؤسسات رأس المال المخاطر بالحرص على أن تكون الموضوعات المالية الأولية التي توضع تحت تصرف المشروع ضعيفة نسبيا، وفي نفس الوقت تبذل مجهودات غير عادية للإعداد والتمهيد لنشأة هذا المشروع ومتابعة تطوره، وذلك حتى تضيف شيئا إلى قيمته الاقتصادية.

إن توفير الدعم والتأييد اللازمين لدفع تخصص مؤسسات رأس المال المخاطر في مرحلة الإنشاء من شأنه خدمة الاقتصاد نظرا لأهمية هذا الدور في رعاية المشروعات وأن التخصص الدقيق لبعض مؤسساته في مرحلة النشأة دون غيرها من المراحل يمثل علاجا نسبيا لارتفاع مستوى مخاطر تلك المرحلة بالمقارنة بغيرها من المراح¹.

● **مرحلة التنمية:** عند بلوغ المشروع مرحلة الإنتاجية وتوليد الإيرادات تأتي هذه المرحلة التمويلية لتقابل ضغوطا مالية ترجع إلى اتساع و عمق حاجات المشروع المالية لتمويل النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطة بين 5% إلى 10% سنويا، كزيادة القدرات الإنتاجية أو زيادة رأس المال الجاري، أو زيادة قدرات البيع، أو تطوير منتجات جديدة، أو اكتساب مشروع أو فرع جديد، أو تنويع أسواق التصريف... إلى آخره². وتنقسم هذه المرحلة إلى قسمين³:

✓ **مرحلة التوسع:** في هذه المرحلة نجد المشروع لا يزال عاجزا عن توفير التمويل ذاتيا، رغم أن المخاطر هنا تتميز بأنها ذات مستوى أقل، فموه سريع، وهو في حاجة إلى أموال للاستثمار والتدوير الذي يمكنه من الوصول إلى نقطة الاستغلال الكامل، وهنا تبقى مؤسسات رأس المال المخاطر أكثر استجابة وأقل صعوبة من طرق التمويل التقليدية الأخرى.

✓ **مرحلة التطور والنضج:** إن المخاطر في هذه المرحلة تتجه إلى التناقص بطريقة واضحة إذ يتغير الوضع بطريقة كبيرة، وتكتسب المشروعات القدرة على الاستدانة، حيث تضمن إمكاناتها الذاتية سداد أعباء القروض مما يبدأ معه تقلص و انحصار دور

¹ - عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 87 و88.

² - عبد السمیع روینہ، "تسيير المؤسسات التي تواجه صعوبات"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص تسيير، جامعة باتنة الجزائر، 2004/ 200، غير منشورة، ص 64.

³ - عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 90 و91 نقلا عن:

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

مؤسسات رأس المال المخاطر في التمويل، تاركة الساحة شيئاً فشيئاً لوسائل التمويل التقليدية، وهذا يحدث للمشروعات التي لديها معدل إيراد مرتفع وتطور متوقع مأمول، أما بالنسبة للمشروعات التي تتطلب متابعتها تكلفة إدارية مرتفعة جداً وذات مخاطر مرتفعة نسبياً، فيبقى تمويلها مقروناً دائماً بمؤسسات رأس المال المخاطر.

والمحصلة النهائية أن مؤسسات رأس المال المخاطر تساهم بحصة معتبرة في توفير الغطاء التمويلي للمشروعات خلال مرحلتي التطور

والنمو.¹

● **مرحلة تحويل الملكية:** يتمثل هذا التمويل في عملية تغيير الأغلبية المالكة لرأس المال المشروع مثل شراء المشروع من طرف الأجراء أو وارث واحد أو فريق جديد من الملاك كالشراء بواسطة مشروع آخر... إلى غيره، وما يلفت عادة الانتباه اصطدام رغبة تحويل الملكية لأي سبب من الأسباب السابقة، بنقص الإمكانيات المالية، وفي هذه المرحلة تتدخل مؤسسات رأس المال المخاطر، ويتم عن طريق تكوين شركة مالية قابضة تتولى الإشراف، ومنح هذه الشركة قروض للشركاء، وبعد سداد الالتزامات المالية المتفق عليها تنتقل الملكية إلى الشركاء المستثمرين في الشركة المتفرعة

● **مرحلة التقويم:** إن المشروعات القائمة، قد تمر بصعوبات خاصة ولكن لديها إمكانيات ذاتية للنهوض مرة أخرى و التغلب على هذه الصعوبات، لذا يخصص لها رأس مال التقويم للنهوض مالياً، فلا تجد أمامها سوى مؤسسة رأس المال المخاطر لتأخذ بيدها حتى تعيد ترتيب أوضاعها، وتستقر في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق المكاسب ومما تجدر إليه الإشارة أن مؤسسات رأس المال المخاطر تمد يد العون بطريقة ملحوظة إلى الصناعات القديمة التي تمر بصعوبات خاصة بغرض إنقاذها، وذلك من خلال إجراء استثمارات مالية ضخمة تساعد على تفادي المرحلة التي تمر بها، ومن بينها ضرورة تغيير الحجم بإدخال شريك صناعي من الشركات الصناعية الأخرى المستقرة، إذ يتطلب ذلك توفير موارد مالية مرتفعة للغاية.²

¹ _Ibib P26.

²-عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 94 و 95 نقلا عن :

-WiCHAM (Syvain). Entreprises moyenne Chroniques SEdeIS 1995. P71.

المطلب الثالث: مزايا و عيوب التمويل براس المال المخاطر و مؤسساته و ظروف نجاحه

تتضح مزايا و عيوب التمويل برأس المال المخاطر بعد التعرف على خصوصياته في التمويل كما يلي:

1- مزايا رأس المال المخاطر : كأسلوب للتمويل و الاستثمار تتجلى مزايا رأس المال المخاطر في:¹

✓ **المشاركة:** حيث ان مؤسسة رأس المال المخاطر تقوم بالمساهمة في رأس مال المشروع و بالتالي يصبح لها حصة في حقوق الملكية و كما انها تتحمل جزء من الخسارة في حالة حدوثها فهي نسبة من الارباح تصل الى (30 بالمئة) عدى عن ثمن المصاريف الادارية وتدوم هذه المشاركة مع رائد العمل لمدة طويلة نسبيا (10/7)سنوات تنتهي ببيع حصتها بعد أن يصبح المشروع قادر على الانتاج والنمو.

✓ **الانتقاء:** يصبح أمام الممول، فرم لاختيار المشروع الجدي والذي تكون مخاطرة عالية وكذلك أرباح متوقعة عالية، وقادرة على رفع قيمة أصوله.

✓ **المرحلية:** من خصائص التمويل برأس المال المخاطر أنه يتم على مراحل وليس دفعة واحدة، هذه المرحلية تلائم التمويل بالمشاركة و بالتالي الرجوع للممول للحصول على التمويل في كل مرحلة ضمانا للصدق رائد العمل في عرض نتائج الأعمال من أجل تتبع المشروع وتدارك الخطأ قبل وقوعه.

✓ **التنويع:** يمكن الممول (مؤسسة رأس المال المخاطر) توزيع موارده العالية ي عدة مشاريع متباينة الخطر وبالتالي تصبح له القدرة على تقليص حالات الخسارة وتزيد قدرته على تحمل الخطر.

✓ **التنمية والتطوير:** قد ثبت على هذا النوع المتخصص في التمويل أنه قام بتمويل المشاريع المبتدئة (أبل، مايكروسوفت، كومباك) وبالتالي قدرته على تحمل الخطر تمكنه من فتح مجالات جديدة لإستثمار وتحقيق مكاسب منه

✓ **توسيع قاعدة الملكية:** تستمر الشراكة بين الممول والرائد إلى غاية نجاح المشروع وتحقيقه عوائد عندها تتبع مؤسسة رأس المال المخاطر استراتيجية التخارج المثلى التي تعظم من عوائدها فتطرح حصتها للبيع على شكل أسهم.

2- الظروف الملائمة لنجاح عملية التمويل برأس المال المخاطر:

على عكس المزايا فقد يمثل المخاطرون عبئا على المؤسسات الممولة من خلال²:

✓ **الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة كالتدخل في توجيه مسار المشروع واتخاذ القرارات.**

¹ -روينة عبد السميع ، حجازي اسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 96 .

² بريش السعيد، مرجع سبق ذكره، ص 11.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

✓ تتطلب مبالغ مرتفعة في حلة نجاح المشروع لاسترداد حصص المخاطرون إذ تعتبر هذه المبالغ لقاء المجازفة التي كان من الممكن أن تعرضهم لفقدان كافة أموالهم التي شاركوا بها في المشروع .

✓ أما عن شروط نجاح عملية التمويل برأس المال المخاطر، فقد أكدت الدراسات على أنه يجب:

✓ إعداد خطة عمل رأس المال المخاطر من خلال إنشاء صندوق مالي متخصص في التمويل برأس المال المخاطر.

✓ تسيير إجراءات وإنشاء مشروع رأس المال المخاطر وتنمية المهارات لرفع إنتاجيته، مع تطبيق إجراءات حماية الملكية الفكرية

بهدف الحفاظ على المشروعات خاصة وأن أغلبها في مجال التكنولوجيا.

✓ تشكيل لجان متعددة الأطراف تسهر على خلق مناخ ملائم لنمو الاستثمارات وتنظيم التعامل برأس المال المخاطر (وزارات

التجارة، الصناعة، بنوك تجارية، بنك مركزي، هيئات أخرى ودعمها ماليا لتغطية التكاليف.

✓ إعداد دراسة جدول مبدئية للمشروعات تخص الأهداف، الربحية، العملاء والشركاء المحتملين مع توفير التمويل اللازم.

3- محددات و عوامل نجاح التمويل برأس المال المخاطر:¹

رأس المال المخاطر هو تقاطع لعدة مجالات : الابتكار ، المقاوله والمالية ، فيما يخص الابتكار ، فالاهتمام مركز على البحث والتطوير R & D ، حقوق الملكية الفكرية ، نقل التكنولوجيا خاصة تلك المتأتية من الجامعة ، فيما يخص المقاوله فإن وجود أرضية خصبة لخلق المنشآت والكفاءات الفردية يعتبران عاملين محوريين . أما فيما يتعلق بالمالية ، فإن الأمر مرتبط بوجود سوق مالي قوي وفعال ومستثمرين مؤسساتيين كثر . بصفة أكثر تفصيلا ، ديناميكية ونجاح صناعة رأس المال المخاطر مرتبطان بعدة عوامل أهمها :

● **دور السلطات العمومية :** تلعب الدولة والهيئات الرسمية دورا محوريا في صناعة رأس المال المخاطر، لأنها تحدد المحيط القانوني،

الضريبي، المالي والتنظيمي الذي تمارس فيه هاته الصناعة ، هذا ما يمكننا تسميته بالتدخل غير المباشر، كما تتدخل ايضا مباشرة بتوظيف

الأموال العمومية في مؤسسات وصناديق رأس المال المخاطر. عموما يمكننا أن نوجز أهم أشكال تدخل السلطات العمومية فيما يلي:

● **المساهمة المالية :** حيث تقوم الدولة والسلطات المحلية بالتدخل عند المنع باستثمار أموالها لدى مؤسسات رأس المال

المخاطر أو إنشاء صناديق استثمارية ، وذلك لتحفيز الاستثمار الخاص بالرفع المالي خاصة في المراحل المبكرة جدا التي لا تجتذب الكثير

من المستثمرين (رأس المال الجدوى) ، ولعل النموذج الأمريكي غني بالأمثلة في هذا السياق.

¹ - محمد ستي، مرجع سبق ذكره، ص 93.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

- -التحفيزات الضريبية : تقوم السلطات العمومية بتشجيع المخاطرين برأس المال على الاستثمار في المشاريع الناشئة بتقديمها إعفاءات وتخفيضات ضريبية معتبرة هاته التخفيضات قد تشمل الضرائب على أرباح الشركات، الأرباح الرأسمالية أو الأرباح الموزعة أو قد تخص هذه التخفيضات بعض الهياكل دون غيرها، على غرار الصناديق الجماعية للتوظيفات في الابتكار FCPL في فرنسا.
- التحفيزات المالية : لعل أبرزها إنشاء أنظمة ضمان تتعلق عموما بقروض المؤسسات المالية ، لكنها تخص رأس المال المخاطر في عدد قليل جدا من الدول. لعل أبرزها الشركة الفرنسية لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة المتوسطة SOFARIS التي تعد فرعا لصندوق تطوير المؤسسات الصغيرة المتوسطة BDPME ، والتي تقوم بضمان مختلف أنواع التمويل الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل شروط معينة .
- دور الجمعيات المهنية: تلعب الجمعيات المهنية لصناعة رأس المال المخاطر دورا تنظيميا ورقابيا هاما يساهم في تطويرها، وتقوم بتهيئة محيط ملائم لممارسة المهنة. نذكر على سبيل المثال لجان أخلاقيات المهنة للجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال، والكتاب الأبيض للجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر الذي ينضم مختلف الجوانب المتعلقة بممارسة المهنة. إضافة إلى الأدلة التوجيهية المختلفة التي تصدرها الجمعيات المهنية والتي توضح أمورا عديدة تتعلق بالمهنة ، مثل الدليل العالمي لثمين رأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر، الذي أعدته كل من الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال، الجمعية البريطانية لرأس المال المخاطر والجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر.
- دور المستثمرين المؤسسيين: يلعب المستثمرون المؤسسيون دورا محوريا في تطوير صناعة رأس المال المخاطر، خصوصا فيما يتعلق بجانب عرض الأموال، ولعل أبرز المستثمرين المؤسسيين هما:
 - ✓ صناديق التقاعد: يعتبر الكثير من الباحثين صناديق التقاعد من بين المحددات الرئيسية التطور صناعة رأس المال المخاطر، باعتبار أن هذه الأخيرة توفر الادخار طويل الأجل. ولعلمهم يستندون إلى الدور الذي تلعبه هاته الصناديق في الولايات المتحدة .
 - ✓ البنوك : تلعب البنوك أيضا دورا هاما في تطوير صناعة رأس المال المخاطر، باعتبار هذه الأخيرة امتدادا طبيعيا لنشاطها، إضافة لامتلاكها الإمكانات التي تؤهلها للعب دور محوري لتطوير صناعة رأس المال المخاطر ، إما بإنشاء فروع خاصة بها تمارس نشاط رأس المال المخاطر ، أو توظيف أموالها لدى مؤسسات رأس المال المخاطر.
 - ✓ دور السوق المالي: نظرا للاهتمام الكبير الذي يعيره المخاطر برأس المال للخروج ، ورغم أن السوق المالي يمثل الطريقة المفضلة للخروج لتمكينه من تحقيق عوائد أكبر من الطرق الأخرى، إلا أن شروط وضوابط هذا الأخير تعتبر أكثر ملائمة للمؤسسات

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

الكبرى و غير ملائمة للمشاريع الناشئة . الأمر الذي دعا إلى ضرورة إنشاء أسواق متخصصة بشروط أقل تشددا على غرار سوق NASDAQ الأمريكي الذي أنشئت اسواق مشابهة له في مناطق عديدة من العالم ، لكن النتائج كانت مختلفة¹.

✓ أهمية الكفاءات: يعتبر عامل الكفاءات عنصرا هاما من أجل تطوير صناعة رأس المال المخاطر، وذلك في جاني العرض والطلب على حد سواء. فمن جانب العرض، تتطلب عمليات تسيير المحافظ، انتقاء، تقييم ومتابعة المشاريع الناشئة كفاءات عالية، متميزة ومتنوعة يجب توافرها في المخاطر برأس المال. أما من جانب الطلب، فإن المبادرين لكونهم خريجي الجامعات ومخابر البحث فإنهم عادة ما يفتقرون للخبرة التسييرية اللازمة، وثقافة العمل ضمن فريق مع المخاطرين برأس المال، الأمر الذي يدعو إلى إيجاد حلول تكوينية في هذا الصدد.

✓ أهمية براءات الاختراع: يهتم المخاطر برأس المال بشكل كبير بحماية الفكرة التي يقوم عليها المشروع عن طريق امتلاك المبادر لبراءة اختراع، حتى يضمن الأول احتكار السوق وبالتالي عائدات أكبر. إذن ، لا بد من إرساء ثقافة براءات الاختراع لدى المبتكرين وتسهيل إجراءات حصولهم عليها ، لتحفيز المخاطرين برأس المال، ولعل ذلك يتم عن طريق خلق أجهزة متخصصة في هذا المجال على غرار الوكالة الوطنية للابتكار بفرنسا ANVAR ، أو الديوان الأوروبي لبراءات الاختراع.

لا تعتبر النقاط المذكورة في العوامل الوحيدة المتحكمة في تطور صناعة رأس المال المخاطر ، لكن يمكن اعتبارها الأهم ، وأن العمل على تحسينها تمكن من تطوير صناعة رأس المال المخاطر في أي بلد ، حتى تتمكن هذه الأخيرة من لعب الدور المنوط بها في الاقتصاديات الوطنية.

المبحث الثاني: اشكالية تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسات الناشئة بالجزائر

تعتبر شركات الرأس المال المخاطر في الاقتصاديات المعاصرة من أهم وسائل التدعيم المالي و الفني للمؤسسات الناشئة لما تتميز به هذه الشركات من قدرة على التعامل مع المخاطر حيث يمثل دعم المشروعات الناشئة المجال الطبيعي لنشاط شركات رأس المال المخاطر و التي تقوم بتغطية الحاجات التمويلية للمشروعات بدون أن تتطلب ضمانات، حيث نتطرق في هذا المبحث الى ابراز هذا الدور الذي تلعبه هذه الشركات في تمويل المؤسسات الناشئة و التي تم استحداث هذه الآلية من طرف الجزائر في إطار الإصلاحات الهيكلية للاقتصاد.

¹-- محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 94.

المطلب الأول: واقع شركات رأس المال المخاطر بالجزائر

1- التجربة الجزائرية: يعتبر التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر حديثة النشأة، إذ يعود إلى بداية التسعينات ، وهذا في إطار قيام الاتحاد الأوروبي بهدف توفير تسهيلات للمنشأة الأوروبية بالانطلاق على المستوى المغاربي بإنشاء المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP في الجزائر ، وهي أول مؤسسة تمارس رأس المال المخاطر على غرار تونس و المغرب لكن التقنين الفعلي لنشاط هذه الشركات كان سنة 2006، حيث وضع المشرع الجزائري بشكل واضح و صريح نظام قانوني لهذه الشركات لذلك سنحاول دراسة هذا النشاط على مرحلتين:¹

1-1- مراحل نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر:

● **مرحلة ما قبل قانون 11-06:** قبل تاريخ 24 جوان 2006 لم يضع المشرع الجزائري إطار قانوني خاص لممارسة مهنة رأس المال المخاطر، وذلك على عكس باقي الدول التي استعرضنا تجاربها وفي ظل هذا الفراغ القانوني كانت شركات رأس المال المخاطر في الجزائر تأخذ منحنيين سواء مؤسسة مالية تخضع القانون النقد و القرض 90-10 المؤرخ في 14 أبريل 1990² أو مؤسسة تجارية تخضع للقانون التجاري.

● **مرحلة ما بعد قانون 11-06:** لقد شهد تقنين نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر تأخرا ملحوظا مقارنة بغيرها حيث تم وضع أول قانون الشركات رأس المال الاستثماري من خلال القانون 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 أين حدد المشرع الجزائري بصفة واضحة شروط ممارسة نشاطها وكيفيات تدخلها و إنشائها .

فجاء هذا القانون بالخطوط العريضة لنشاط هذه الشركات وتلتها نصوص تنظيمية أعطت شيئا من التفصيل في كيفيات تدخلها من خلال المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة الرأسمال الاستثماري.

بالإضافة إلى القرار الذي حدد مقاييس الكفاءة والاحترافية لمسيرى شركة الرأسمال الاستثماري الصادر في 21 جانفي 2009.

¹- عبديش سامية، بلقاسم بوزراع، "شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قسنطينة1، كلية الحقوق، 2014، ص23.

²- القرار المعدل والمتمم بالأمر 03-11 المتعلق بالنقد و القرض المؤرخ في 26 أوت 2003، الجريدة الرسمية رقم 52، الصادرة بتاريخ 27 أوت 2003.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

1-2-1- متعاملي صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر : بالرغم من أهمية هذه التقنية في التمويل ، إلا أن الاهتمام بها لا يزال ضئيلا ومحدودا، فرغم الجهود التي تحاول الدولة القيام بها مؤخرا إلا أن العملية لا زالت في بدايتها وتحتاج إلى تكاتف الجهود من مختلف الأطراف، ويمكن إنجاز متعاملي رأس المال المخاطر على الساحة الوطنية فيما يلي :

1-2-1-1- الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP) : ¹

أسست الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP) بعد مجموعة من الاجتماعات التي قام بها بنك الجزائر ووزارة المالية مع البنك الأوربي للاستثمار، الوكالة الفرنسية للتنمية والصندوق الألماني للتعاون من أجل تقديم دعم التنمية الاستثمار في الجزائر، بتاريخ 15 نوفمبر 1990، ثم إمضاء اتفاقية سمحت بإنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة فيما بعد .وقد بلغ رأس مال الشركة عند إنشائها 73.750.00 دج موزعة على بنك التنمية المحلية بنسبة 40 % ، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20 % والوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 40 % ، وبعد انضمام البنات الأوربي للاستثمار وصل رأس مالها إلى 159.750.000 دج يجوز عليه كل من بنك التنمية المحلية بنسبة 40 % ، الوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 28.74 %، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20 % والبنك الأوربي للاستثمار بنسبة 11.26 % ² . وتعتبر الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة أول شركة رأس مال استثماري في الجزائر، بدأت نشاطها الفعلي سنة 1995.

1-2-2-1- الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف (SOFINANCE) :

هي مؤسسة مالية عمومية متخصصة في الاستثمار يبلغ رأس مالها خمسة ملايين دينار جزائري، تم اتخاذ قرار إنشائها من عرف المجلس الوطني المساهمات الدولة في 06 أوت 1998، من أجل تطوير الإنتاج الوطني وتطوير منتجات مالية جديدة، وتم منحها الموافقة لهداية نشاطها من طرف بنك الجزائر في 09 جانفي 2001. ³

تعتبر ثاني شركة رأس مال استثماري ناشطة بالجزائر، و تقوم بنشاط التمويل عن طريق الإيجار إلى جانب نشاطها بالتمويل برأس المال الاستثماري. إن نشاط رأس مال المخاطر في الجزائر جد حديث و ضعيف و محدود جدا، حيث لا تتعدى نسبة مساهمة

¹-عابد نصيرة، بريس عبد القادر، "رأس المال المخاطر كبديل استراتيجي لتدعيم التمويل الإستثماري بالجزائر"، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 19، جامعة الشلف، الجزائر، 29-10-2018، ص 215.

²-منير نوري، " أثر الشراكة الأورو جزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة"، ملتقى دولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 18، اشراف مخبر العولة و اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، ص 870-871.

³-الموقع الرسمي للمؤسسة: www.sofinance.dz.com، 11:20، 2021/07/1.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

Sofinance في التمويل 35 % من رأسمال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول المتقدمة كذلك لا تغطي كل مجال أعمالها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات الغذائية ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية، وكل هذه الأنشطة لا تتطلب مخاطرة كبيرة.¹

1-2-3- شركة الجزائر إستثمار El Djazair Istithmar :

هي شركة رأسمال استثماري، طابعها القانوني ذات مساهمة، يحكمها القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركة رأسمال الاستثماري، أنشأت في 28 ديسمبر 2009 بينما بدأت نشاطها في 07 جويلية 2010 أنشئت بمبادرة من بنكين عموميين هما بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR / BANK والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط. CNEP BANK لقد تم اعتمادها من طرف وزارة المالية بتاريخ 11 ماي 2010 برأسمال اجتماعي يبلغ مليار (1) دينار جزائري.² تسعى شركة رأس المال الاستثماري إلى الدخول في شراكة وذلك بمساهمة نقدية ، ذات أقلية وبصفة مؤقتة من رأسمال الشركة المستهدفة، ومنه كل عملية تتعلق بالمساهمات في الأموال الخاصة وشبه الخاصة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والناشئة، تمثل النشاط الرئيسي لشركة " الجزائر استثمار " في المشاركة في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والناشئة وهذا تكون مساهمة أقلية (49 % كأقصى حد) من المؤسسة، وهذا خلال جميع مراحل نموها تمثل المهام الرئيسية لشركة " الجزائر استثمار " فيما يلي:

- ✓ منح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والناشئة منتج مالي لمعالجة العجز في أعلى جدول ميزانية المؤسسة (الأموال الخاصة).
 - ✓ تشجيع المستثمرين في خلق مؤسسات جديدة في مجال تكنولوجيات الإعلام والاتصال القيم المنقولة : المشاركة في برنامج تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة : المشاركة في تنمية السوق المالي البورصة .
 - ✓ تحسين الهيكل المالي للمؤسسة لتمكينها من الحصول على القرض المصرفي .
- تلخص أهم الخطوات للشراكة فيما يلي:
- ✓ الاتصال الأولي لشركة الجزائر استثمار مع حامل المشروع . هذا الأخير يتقدم بطلب شراكة وملخص عن مشروعه .

¹ -Khalil Ammar· LA Banque De Financement Des Petites et Moyennes Entreprises· Séminaire International sur la promotion du financement de la PME· Alger le 27-28 Sptembre 2005· P13.

² -بودالي مختار، "إشكالية تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسات الناشئة في الجزائر"، مجلة الإقتصاد المال والأعمال، المجلد 05، العدد 02، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، الجزائر، 31 ديسمبر 2020، ص 299.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

✓ فحص المشروع وإنشاء علاقة شراكة والتي تنص أيضا على الإجراءات الأولية للإنشاء ، مشيرا إلى بعض الشروط لهذا البروتوكول (الموقع وتقييم للمشروع ، وضع خطة عمل) عرض الملفات بعد دراسة تفصيلية للمشروع (تحليل مالي ، قانوني ، تقني) إلى لجنة الاستثمار و / أو مجلس الإدارة لاتخاذ قرار .

✓ إضفاء الطابع الرسمي للمشاركة وذلك بالتوقيع على عقد المساهمين " أو " عقد الشركاء " ويتضمن هذا الأخير، التزامات الطرفين وكذا طرق التسيير والخروج : إجراءات تأسيس المؤسسة يتخذ الطرفان الإجراءات القانونية لإنشاء المؤسسة (إعداد القانون الأساسي للشركة والتسجيل بمركز السجل التجاري ، تحرير رأس المال ...) . متابعة المشروع وهذا من خلال القيام بزيارات ميدانية وإعداد التقارير الدورية.

✓ _ الخروج من المشاركة وذلك سواء بالتنازل على حصصها في الشركة لفائدة الشريك الحالي أو بيع بالتراضي أغلبية رأسمال المؤسسة إلى مستثمر صناعي أو إلى صندوق استثماري آخر أو التنازل على الحصص عن طريق البورصة .¹

1-2-4- الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM :

أنشأت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار أسيكوم " بموجب الاتفاقية الموقعة في 2004 بين حكومتي الجمهورية الجزائرية والمملكة العربية السعودية، باشرت نشاطها في شهر يونيو 2008، يتواجد مقرها بالجزائر العاصمة. حدد رأسمال الشركة ب 8,000,000,000 دج حوالي 75 مليون دولار، بالتساوي بين الدولتين .

يتمثل غرض الشركة في تمويل الاستثمار في كل المجالات و جميع القطاعات، وذلك عن طريق:

-المساهمة في رأسمال مشاريع (شركات) جديدة أو اقتناء حصص في شركات قائمة.

-تمويل المشاريع التي تساهم فيها الشركة عن طريق حساب المساهمين.

يتولى تسيير الشركة ، مجلس إدارة مكون من ستة (06) أعضاء، يمثل كل مساهم ثلاثة أعضاء، يترأس المجلس عضو من جنسية

سعودية ويشرف على الإدارة التنفيذية مدير عام من جنسية جزائرية، يجتمع مجلس الإدارة دوريا على الأقل كل ثلاثة أشهر و يتخذ جميع

القرارات الخاصة بالعمليات الاستثمارية².

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

²- بودالي مختار، مرجع سبق ذكره، ص 301.

الجدول رقم (3) : نشاط شركة Asicom خلال سنة 2019

(الوحدة ألف دج) .

2019	البيان - السنوات
3.000.000	- المساهمة في رأسمال المؤسسات الاقتصادية
3.000.000	- قروض متوسطة الأجل
26.000.000	- مجموع الاستثمارات المنجزة

-المصدر: /http://www.asicom.dz/index.php/ar/ Consulté le 02/07/2020.

نلاحظ من خلال الجدول أن مساهمة شركة في رأس مال المؤسسات الاقتصادية لسنة 2019 بلغ 3 مليار دينار جزائري، حيث يقتصر تمويل هذه الشركة فقط للمشاريع الفندقية و المراكز التجارية الضخمة.

المطلب الثاني: المعوقات والتحديات التي تواجه شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

تتم الإشارة من خلال هذه النقطة إلى بعض المعوقات التي تعيق تطور سوق رأس المال المخاطر ككل وتمنع المؤسسات والهيكل المساعدة من تأدية الدور الذي أنشئت من أجله.¹

1- المعوقات الثقافية (عدم التحكم في إسناد الوكالة):

● **مشكل التحفيز:** تنفق مؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة بمبالغ كبيرة بغرض تحفيز المقاولي، ويعد التحفيز الحل الوحيد لمشكل الوكالة الذي يميز طبيعة الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر، إلا أن مؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر لا تستثمر بمبالغ كبيرة من الأموال التي يجوزتها .

إذ يبقى عدد المؤسسات المقابلة الممولة قليلا، وقد يرجع هذا إلى سببين، تجنب هذه المؤسسات للمخاطرة الكبيرة التي تميز التمويل عن طريق رأس المال المخاطر أو عدم وصول العدد الكافي من طلبات التمويل إليها، فضلا على مزاولة بعض هذه المؤسسات الأنواع أخرى من التمويلات إلى جانب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

¹ - بودالي مختار، مرجع سبق ذكره ، ص 302.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

• غياب التنسيق بين الهياكل المساعدة ومؤسسات رأس المال المخاطر : يؤكد المسؤولون عن عملية انتقاء المشاريع وتقييمها بمؤسسات رأس المال المخاطر الناشطة بالجزائر أن أغلب المقاولين الذين يطلبون التمويل يجهلون تماما كيفية عرض مشاريعهم ، مما يعني عدم حصولهم على التوجيه اللازم الذي من المفترض أن تقدمه الهياكل المساعدة من حاضنات ومشاتل للمؤسسات. مما يعني أن هناك مشكلا في التنسيق بين مؤسسات رأس المال المخاطر والهياكل المساعدة .

• غياب ثقافة المؤسسة لدى المقاولين الجزائريين: يجهل أغلب المقاولين الجزائريين الامتيازات المرتبطة بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر والتحفيزات التي تقدمها الحكومة، من تسهيلات في الحصول على العقار الصناعي، ضمانات للقروض والتمويلات الممنوحة، بالإضافة إلى الهياكل التي تعمل على توجيه وتكوين المقاولين، مما يجعل من إمكانية الاستفادة من هذه التحفيزات محصورة في عدد قليل من المقاولين. من جهة أخرى، تجنب المقاولين فتح رأس مال مؤسساتهم اتجاه مستثمرين آخرين، عدم الشفافية في عرض القوائم المالية يؤدي بدوره إلى ارتفاع تكاليف الوكالة عند قيام مؤسسات رأس المال المخاطر بدراسة عملية التمويل، نتيجة التكاليف الإضافية¹ للبحث عن المعلومة.

2- المعوقات المالية:

خضع نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر إلى وصاية وتريكية وزارة المالية بعد استشارة هيئة تنظيم و رقابة عمليات البورصة COSOB كما تنص المادة 12 من القانون الأساسي المنظم للنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر إلى ضرورة توفر الكفاءة والخبرة في التسيير لدى مدراء هذه الشركات ،أما من الناحية المالية فلا يمكن لشركات رأس المال المخاطر توظيف أكثر من 15 بالمائة من رأسمالها واحتياطاتها في نفس الشركة، إضافة إلى أنه لا يمكن أن تحوز شركات رأس المال المخاطر أكثر من 49 بالمائة من رأس مال مؤسسة واحدة. كما يوضح الإطار القانوني أنه يمكن لهذه المؤسسات أن تفترض أكثر من نسبة 10 بالمائة من رأس مالها الخاص أي نسبة الافتراض لا يجب أن تتعدى العشر.

¹ _ محمد برباق، " إستراتيجية التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الإقتصادية والتسيير، 2012

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري لتمويل برأس المال المخاطر

تتكون موارد شركات رأس المال المخاطر من رأسمال خاص بأنواعه، وشبه رأس مال خاص. هذا الأخير قد يكون عبارة عن أموال تساهمية من أفراد مستثمرين خارج الشركة أو مساهمات مالية من الدولة لتمويل نشاطات إنتاجية لمؤسسات صغيرة ومتوسطة¹. وتكمن الصعوبات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والناشئة إلى ما يلي:

- ✓ محدودية فرص الحصول على الموارد المالية.
- ✓ قوة سوقية محدودة، ارتفاع المخاطر التجارية والمالية التي تتفاعل مع مخاطر السيولة والمنافسة وهشاشة المؤسسات الصغيرة.
- ✓ عدم كفاءة المدراء المالكين للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذين وفي أغلب الأحيان لا يملكون المهارات اللازمة للإدارة المؤسسات التي يمتلكونها.

3- المعوقات القانونية²:

بالرغم من الدور الفعال الذي لعبته شركات رأس المال المخاطر في العالم في دعم وترقية شركات المقاولات الناشئة، إلا أنها لا تزال في الجزائر بعيدة عن المراحل المتقدمة التي بلغتها بعض الدول. عموماً فإن كل من شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الناشئة في الجزائر تعاني جملة من النقائص، وتواجه تحديات تقف حائلاً أمام تطورها، ويعود ذلك لعدة أسباب:

- ✓ حداثة ومحدودية كل من فكرة حاضنات الأعمال والشركات الناشئة في الجزائر.
- ✓ نقص شركات رأس المال المغامر للاستثمار في الجزائر نتيجة صعوبة الحصول على الاعتماد من لجنة COSOB الإجراءات البيروقراطية، وعدم مواكبة التشريعات والقوانين.

✓ تخلف الإنتاجية، وعدم مطابقة المعايير الدولية، مما يجعل من المنتج الجزائري عاجزاً عن دخول أسواق كبرى نظراً لضعف تنافسيته.

✓ التخلف التقني، وتقدم مواكبة التطورات الحاصلة في بيئة الأعمال العالمية (الدفع الإلكتروني، والتجارة الإلكترونية، التدفق البطيء، لخدمات الانترنت).³

¹ _عالية حمادة كمال ضياف، "رأس المال المخاطر إتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة حالة الجزائر"، مجلة الباحث الاقتصادي، المخر، العدد05، الجزائر، 2016، ص 183.

² - بودالي مختار، مرجع سبق ذكره، ص303.

³ -بو الشعور، " دور حاضنات الأعمال في دعم و تنمية المؤسسات الناشئة"، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد05، 2018، ص429.

المطلب الثالث : آليات تفعيل شركات رأس المال المخاطر

ونركز في هذه النقطة على أليتين : الأولى داخلية تتعلق بشركات رأس المال المخاطر والثانية خارجية تتصل بدور السلطات العامة والمؤسسات المالية والبحثية والصناعية، فعلى شركة رأس المال المخاطر أن تتبع سياسة استثمارية ناجحة ، بالإضافة إلى دور الدولة في توفير مناخ ملائم لنجاحها، ويقسم هذا المطلب إلى :¹

1- الآليات الداخلية:

للتحكم في العقبات التي يمكن أن تواجه شركات رأس المال المخاطر على هذه الأخيرة أن تتبع آليات داخلية تساعد على تفادي الصعوبات التي قد تحد من توسيع نشاطها و بالتالي عدم تحقيق الأهداف المرجوة من إنشائها .

✓ تنوع مكونات المحفظة وتكوين مواردها البشرية : إن أصحاب رأس المال المخاطر هم مستثمرو المخاطر العالية، وبقبولهم المخاطرة باستثماراتهم يتطلعون إلى جني مرتفع حسب مرحلة الاستثمار التي استثمروا فيها ويتخذ صاحب رأس المال قرار الاستثمار في المنشأة بعد فحص واسع وشامل وتوخي اليقظة الواجبة (due diligence) ، فيتحرى مدى استيفاء المنشأة لمعايير استثماراته، ولأن مستثمري أصحاب رأس المال المخاطر معرضون لخطر فشل الشركة²، وللتخفيف من حدة هذه الأخطار يستوجب على هذه الأخيرة التنوع في مكونات محفظتها المالي، وذلك بإقامة توازن بين الأصول السائلة (الاستثمار في المشروعات المستقرة التي تضمن حد أدنى من السيولة والدخول الجارية)، والأصول غير السائلة ذات المخاطر المرتفعة (الاستثمار في المشروعات الناشئة، فبالرغم من أنها تحقق إيرادات جارية إلا أن إمكانياتها الأيرادية المستقبلية المحتملة مرتفعة) .

✓ فإدارة هذه الشركات تحتاج إلى كفاءات عالية ذات خبرة لا بأس بها في مجال المال والأعمال والإدارة، وبالنظر إلى الاستراتيجيات التي تتبناها شركات رأس المال المخاطر، وهي كما رأينا مالية، وغير مالية، فهي تحتاج إلى توافر العنصر البشري المتخصص في هذه المهنة، إلا أنها تفتقر إلى هذا العنصر الحيوي في إدارتها فبالرغم من توافر العنصر المالي والتجاري في إدارة المؤسسات (رجال البنوك أو مؤسسات التمويل) أين يكون لهم دور هام في التحليلات المالية والمحاسبية إلا أن هذا غير كاف لإدارة هذه الشركات.

✓ الاستراتيجية الاستثمارية: وفي هذا الشأن توجد نظريتان :

¹ -عبدش سامية، بلقاسم بوزراع، مرجع سبق ذكره، ص108.

² -اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي أرسيا، مرجع سبق ذكره، 2007، ص102.

2 - نظرية التنوع في الصناعات :

وقد أخذت بها الدول الأوروبية، لا يقوم رأس المال المخاطر بالاستثمار في الأشخاص الجيدين والأفكار الجيدة فحسب بل أيضا في

الصناعات التي تتسم بالتنافسية، ويواجه المستثمرون مخاطر انتقاء الصناعة الخطأ أو تكنولوجيا لم تبرهن بعد على نجاحها.

وتعد قاعدة تنوع الصناعات مسألة متنازع عليها على عكس قاعدة تنوع المحفظة إلا أن مؤيدي التنوع يروا ذلك على ثلاث أسس:

✓ **الأول** : تفادي ظاهرة الدورية : إن إتباع سياسة التركيز على قطاع معين مثلا كقطاع التكنولوجيا فائقة التطور سيؤدي إلى اتجاه

نسبة الإيرادات إلى الندرة مع قرب انتهاء دورة التكنولوجيا التي تميز المرحلة الحالية وتركز عليها شركات رأس المال المخاطر في استثماراتها ،

لذلك فإن سياسة التنوع تصبح الأكثر مواءمة للسنوات القادمة .

✓ **والثاني** : أن التنوع في الصناعات قد يؤدي بهذه الشركات إلى تحقيق إيرادات أكبر لأنها قد تكون هناك صناعات لم تستثمر

فيها من قبل، ذات آفاق نمو أعلى من غيرها .

✓ **وأما الأساس الثالث** : فإن التنوع يساعد هذه الشركات على اكتساب الخبرة في عدة مجالات زيادة على تطوير مهنة راس المال

المخاطر¹.

3 - نظرية التخصص في الصناعات :

أخذت بها الولايات المتحدة الأمريكية وتتميز استراتيجية التخصص في اكتساب شركات رأس المال المخاطر أحسن خبرة صناعية

ممكنة، وقد تواترت هذه الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية على إتباع سياسة التركيز حول قطاع التكنولوجيا الفائقة على غرار

مؤسسات (Silicon Valley) أكسبها أصولا ومعارف تحت شكل الخبرة التكنولوجية لا يمكن تجاهلها، و رغم هذه المزايا إلا أن هذه

النظرية لا تخلو من العيوب خاصة تعرض الصناعة التي تم التخصص فيها لظاهرة الدورية والهبوط، فكل الصناعات تعرف هذه الظاهرة.

* والسؤال المطروح هو أي النظريتين أكثر ملاءمة لشركات رأس المال المخاطر ؟ خاصة بالنسبة للدول الجديدة العهد في هذا المجال

ومنها الجزائر ؟

إن هذه المهنة في البلدان النامية لازالت في مراحلها الأولى وأن رسالة هذه الشركات تكمن في دعم نوعين من المشاريع الناشئة منها والمتنشرة

وكلاهما غير مستهدفة من وسائل التمويل التقليدية، ولذا فإن التخصص في هذه المشاريع قطاعيا وصناعيا يحقق لشركات رأس المال المخاطر

خبرة في التعامل معها وتألّف عوائقها .

¹ - عبيدش سامية، بلقاسم بوزراع، مرجع سبق ذكره، ص110.

الفصل الثاني: التأسيس النظري للتمويل برأس المال المخاطر

وحسب رأي الدكتور عبد الباسط وفا، فإن هذا لا ينفي مع ذلك أهمية التنوع حيثما تغلب مبرراته لذلك فهو ينصح بإتباع

الاستراتيجية التالية :

✓ ضرورة الأخذ بالمفهوم الكامل لتنوع المحفظة والأخذ بالتنوع من حيث التنظيم الخارجي للمؤسسات، بمعنى أن شركات رأس المال المخاطر توزع الاختصاص فيما بينها.

✓ ضرورة أن تتنوع شركات رأس المال المخاطر محفظة أوراقها بالنسبة للقطاع الذي تستثمر فيه بحيث لا تعلق كامل أمالها على مشروع واحد دون الإفراط في هذا التنوع .

2- الآليات الخارجية:

يكون المستثمر أكثر استعدادا للاستثمار إذا وجدت بيئة تنظيمية وتشريعية ، ودعم حكومي ملائم في شكل سياسات داعمة بالابتكار ولقوانين الضرائب المرتبطة بها والخطط معالجة مختلف المخاطر التي تواجهها.¹

وفي هذا الصدد يوجد دوران أساسيان لتدعيم مهنة رأس المال المخاطر أحدهما مباشر والآخر غير مباشر.²

✓ **السياسة التشريعية :** على الدولة أن تعمل على توفير مناخ استثماري ملائم اقتصاديا وسياسيا وتشريعيا لتطوير مهنة رأس المال المخاطر للتخفيف من مخاطر المحيط الاقتصادي الذي يمكن أن تواجهها زيادة على أخطار النشاط في حد ذاته لذلك فإن إتباع سياسة تشريعية واضحة وبسيطة بعيدة عن مختلف التعقيدات تؤدي إلى تشجيع مثل هذه الشركات، وتأخذ في هذا المجال جهود الدول المتقدمة في السعي إلى تحقيق الأمان لنشاط شركات رأس المال المخاطر، حيث تشهد الأسواق الأجنبية مجموعة من القواعد الفنية والمالية التي تخضع لها هذه الشركات التأمين الاطمئنان للمستثمرين فيها وكذا تحقي الأمان النسبي في استثماراتها المختلفة .

✓ **السياسة الضريبية :** إن السياسة الضريبية الخاصة بهذه المهنة غير تلك المطبقة على باقي المجالات الأخرى، فقد لوحظ أن الدول تحرص على تميزه بمعاملة ضريبية خاصة، نتيجة لارتفاع نسبة المخاطرة من جهة، والدور الحيوي الذي تلعبه في خلق وتمويل المشاريع الناشئة وخدمة الاقتصاد ككل من جهة أخرى، وقد خص المشرع فصلا مستقلا للنظام الجبائي المطبق على شركات رأس المال الاستثماري من خلال الفصل السادس من القانون 11- 06 بالإضافة إلى تبين كفاءات تطبيق هذا الفصل من خلال المرسوم 08-56 المتعلق بشروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري.

¹ - . عبديش سامية، بلقاسم بوذراع، مرجع سبق ذكره، ص114،112.

² -عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 130.

الفصل الثاني:.....التأصيل النظري للتمويل برأس المال المخاطر

حيث تنص المادة 14 من هذا المرسوم على ما يلي : تستفيد شركات رأس المال الاستثماري المتدخلة في شكل رأسمال المخاطرة من النظام الجبائي المطبق على شركات رأس المال الاستثماري.

وتعفي شركة الرأسمال المخاطر من الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداحيل المتأتية من : الأرباح، نواتج توظيف الأموال، نواتج وفائض قيم التنازل عن الأسهم و الحصص.

حيث تستفيد شركة الرأسمال الاستثماري المتدخلة في صيغة رأسمال المخاطرة من الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات لمدة 5 سنوات ابتداء من انطلاق نشاطها الملاحظ هنا أن هذه الشركات تستفيد من هذا الاعفاء بصفة مؤقتة.

ومن خلال دراسة النظام الجبائي لهذه الشركات تجذ أنه لا يرقى إلى تطلعات هذه الشركات و المكتتبين فيها، خاصة و أنها حديثة العهد في الجزائر وتحتاج إلى تشجيع حقيقي لمساعدة ظهورها وتحفيزها على الاستمرار في النشاط الذي يستدعي بدل جهود إضافية من طرف الدولة الجزائرية بما يتماشى مع متطلبات تشجيع الاستثمار وتحقيق التنمية الوطنية.¹

¹ - عديش سامية، بلقاسم بوذراع، مرجع سبق ذكره، ص118.

خلاصة الفصل الثاني

مما سبق برزت لنا أهمية رأس المال المخاطر كبديل مستحدث في تمويل المشاريع التي لا تستجيب المتطلبات الحصول على التمويل التقليدي، والتي تتسم بدرجة مخاطر عالية مع عدم التأكد من نجاحها أو تلك المشروعات المتعثرة أو الناشئة، حيث لا تكتفي مؤسسات رأس المال المخاطر بتقديم التمويل فقط بل تسهر على منح المشاريع التي تتبناها الدعم والمشورة اللازمين لبلوغ النجاح.

كذلك يمكن القول أن شركات رأس المال المخاطر في الجزائر تعد غير ناضجة وغير واضحة بعد، و تشوبها العديد من النقائص والاختلالات فنشاطها ضعيف ولا يتماشى بالموازاة مع تداعيات اقتصاد السوق و المساهمة في إحداث التنمية ، ولذا بات من الضروري تفعيل دور هذا البديل التمويلي من خلال توفير متاح استثماري ملائم سواء من طرف الدولة أو المؤسسات المالية، التعليمية أو الصناعية.

الفصل الثالث :

رأس المال المخاطر في
الجزائر دراسة حالة
شركة

._SOFINANCE._

تمهيد

دخلت الجزائر مرحلة جديدة بعد الانتخابات الرئاسية الماضية، حيث جسد الرئيس عبد المجيد تبون وعوده من خلال البحث عن سبل جديدة للاستثمار خارج المحروقات ومنح الفرصة للشباب في بعض المجالات والاهتمام بالمؤسسات الناشئة Start-up من خلال تأسيس وزارة متخصصة في هذا المجال وهي وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الناشئة واقتصاد المعرفة، إلا أنه من بين الصعوبات التي قد تواجه هذه المؤسسات هي التمويل.

لذا أصبح من الضروري البحث عن بدائل تمويلية خارج القطاع المصرفي التقليدي لهذه المؤسسات، وهنا فإن للدولة دور كبير في تفعيل دور الهياكل الموجودة وطرح مصادر أخرى للتمويل وذلك مثل شركات رأس المال المخاطر societe de capital de risque التي تعتبر في الاقتصاديات المعاصرة من أهم وسائل التدعيم المالي والفني للمؤسسات الجديدة الناشئة وذلك لما تتميز به هذه المؤسسات من قدرة عالية على التعامل مع المخاطر بأسلوب سليم وسريع يرجع أساسا إلى خبرتها وإمكانياتها الواسعة على اعتبار أنها مؤسسات متخصصة في مجال التمويل وهذا ما أثبتته التجربة الناجحة للصين، الدول الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية في هذا المجال، في حين أن البنوك الكلاسيكية تعزف عن تمويل المشروعات العالية الخطورة وفي حالة قبولها لتمويل هذه المشروعات تشترط هذه البنوك ضمانات عينية وشخصية قد تعطي قيمة القرض وفوائده، مما قد يشكل هذا العائق أكبر تحديا بالنسبة للمؤسسات الناشئة في الجزائر، أضف إلى ذلك الصعوبات التي مازالت تواجه الشباب المستثمر إلى حد الآن كالمعوقات التنظيمية، ضعف دور حاضنات الأعمال، المعوقات التي لها صلة بالبيئة الداخلية والبيئة الخارجية.

المبحث الأول: سوق رأس مال المخاطر في الجزائر

لما كانت المؤسسات تعكس الصورة الحقيقية لاقتصاد الوطني من خلال الدور الفعال الذي تقوم به على الصعيد الاقتصادي و الاجتماعي ، فإن هذه الصورة رهينة التمويل الذي تحظى به هذه المؤسسات ، فتعدد أشكال التمويل وأتماطه مع قلة فعاليته خلق عبئ إضافيا لهذه المؤسسات ، فكثيرا هي المؤسسات التي تعتمد على القروض المصرفية التي تشكل فوائدها حاجزا أمام تقدمها وأدائها ، إلا أن استحداث أتماط جديدة ومرنة لتمويل لا شك أنه سيعطي دفعة قوية لأداء هذه المؤسسات خاصة و أنها تتماشى مع خصائصها واحتياجاتها وكان من أهم هذه الأتماط المستحدثة التمويل برأس المال المخاطر.

المطلب الأول: وضعية رأس المال المخاطر في الجزائر

من الصعب تقييم مهنة رأس مال المخاطر في الجزائر لأن المبالغ هامشية وغير متوفرة بصفة دورية ونذكر أن شركة تمويل "سوفيننس " تضع في التقارير السنوية حجم المبالغ والتي نري أن نشاط التمويل التساهمي لا تتعدى 10% من إجمالي التمويلات الفعلية من بداية نشاطها.

حيث إن نشاط الشركة الوطنية فيما يتعلق بتمويل برأس مال المخاطر لم يتطور كثيرا منذ 1991 إلى 2008 وعلى سبيل المثال نجد أن حصة رأس المال الإستثماري أقل بكثير في 2008 ولا تتعدى 8% بالمقارنة مع مبالغ التمويل بقرض الإيجار. رغم المبادرة المتواضعة في إنشاء مؤسسة مالية تقدم تمويلا بمنهج مغايرة عن القروض التقليدية إلا أن تمويل برأس مال المخاطر متواضع حتي لا نقول معدوم وبعيد كل البعد عن مؤسسات تمويل برأس مال المخاطر المعاصرة .وإقتصرت المساهمة في رأس المال علي مؤسسات اقتصادية عمومية أو مختلطة تنشط في قطاعات ليست إبتكارية.

تبين من خلال نتائج بحث كل من A.ATI and GANNOUN و Saleh AISSA أن المتدخلون برأس المال يجدون صعوبات بكثرة في إنتقاء المشروعات ، كما ان نشاطهم غالبا لا يمس المشروعات الإبتكارية.

أما في الجزائر فإن وضع الوساطة أكثر تعقيدا وأسوء تجربة مغاربية بما أن عدد المشاركات منذ سنة 1995 إلى 2010 متواضعة من حيث الكم ومن حيث المبالغ المستثمرة .

المطلب الثاني: خطوات عملية تمويل المؤسسات الناشئة برأس مال المخاطر

1- خطوات عملية التمويل برأس المال المخاطر : إن تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر لا تتم دفعة واحدة ، بل تتم على عدة مراحل ، تبدأ من توجه المبادر لمؤسسة رأس المال المخاطر بطلب الحصول على التمويل اللازم لمشروعه و تنتهي بخروج هذا الأخير من مؤسسته ، و خلال الفترة الممتدة بين طلب التمويل و الخروج توجد العديد من الخطوات و الإجراءات التي على الطرفين إتباعها لإتمام العملية التمويلية .

1-2 - مرحلة ما قبل المساهمة : تسمى أيضا بمرحلة الغريبله Screening وهي مرحلة تسبق اتخاذ القرار الاستثماري ، و تنقسم هذه المرحلة إلى مراحل فرعية تسبق المساهمة ، و التي تمتد من استقبال الملفات إلى غاية عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

1-2-1 - مرحلة التحليل الأولي : يتمكن المخاطر برأس المال المخاطر في هذه المرحلة بأخذ نظرة أولية على جودة المشروع المرشح ، و تعتمد في ذلك على بعض المقابلات التي تجمعها بالمبادر ، و كذا الدراسة الأولية لملف الترشيح و إخضاعه للمعايير الأساسية لاتخاذ القرار، و عليه يجب تقديم الملفات المعدة لهذا الغرض ، و يتعلق الأمر بالدرجة الأولى بخطة العمل .

1-2-1-1 خطة العمل : تعتبر خطة العمل بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن من تقييم فرصة الاستثمارات المقترحة ، حيث يقرر المستثمر اعتمادا عليه مواصلة أو التوقف عن دراسة ملف الترشيح ، و تكتسي خطة العمل أهمية كبيرة في صناعة رأس المال المخاطر .

و تعرف خطة العمل بأنها الأهداف المسطرة، الوسائل المسخرة، و النتائج المتوقعة للمنشأة الجديدة. أما Battini فيعرفها بأنها الصياغة النوعية و الكمية المشروع المنشأة، و الجدول الموالي يلخص أهم محاور خطة العمل:

جدول رقم (04): هيكل خطة العمل

الرقم	المحور	أهم المعلومات
01	ملخص و خلاصة (2/3 صفحات)	يحتوي الملخص على المعلومات التالية : تاريخ الإنشاء ، القطاع ، المنتجات ، الأسواق ، التسيير الأهداف ، التمويل ، نسبة رأس المال ، المردودية المنتظرة ...
02	عرض المشروع (5/4 صفحات)	سواء بالنسبة لمؤسسة موجودة أصلا أو قيد الانشاء.
03	المحيط الاقتصادي (4/3 صفحات)	عرض لمختلف مكونات المحيط الاقتصادي و تطوراتها، الفرص و التهديدات.
04	السوق (6/5 صفحات)	عرض عملي و شامل لتطورات السوق: الطلب، العرض، المنافسة، المنتجات الاحلالية.
05	السلعة/الخدمة (6/5 صفحات)	عرض شامل للمنتج : منفعة ، درجة الابتكار ، ميزته التنافسية ، حمايته (براءة الاختراع).
06	الاهداف (5/4 صفحات)	الأهداف السوقية الاهداف المالية أهداف أخرى صورة العلامة تحفيز العاملين...
07	الموارد التسييرية و التنظيمية (4/3 صفحات)	إبراز أن الموارد المتوفرة قادرة على تطوير و إنجاح المشروع الموارد البشرية، الموارد المالية التنظيم، المعارف.
08	الخطة العملية (5/4 صفحات)	-خطة التصنيع الإمكانيات المسخرة ، المقابله من الباطن ، التمويل ، الموردون ، تنظيم التصنيع ، الرقابة ، التخطيط . - خطة التسويق : التوزيع ، سياسة التسعير ، سياسة الاتصال ، تقدير المبيعات . - الهيكل التنظيمي الأنماط التسييرية : الإدارة بالأهداف ، اللامركزية - البحث و التطوير.

09	الخطة المالية	-على المعلومات المالية أن تتمحور على ثلاثة أقطاب أساسية: الاحتياجات المالية . الموارد الممكنة المردودية المقدره ، و بالتالي تقديم : وثائق محاسبية ، جداول مالية ، تطور الميزانيات تبعاً لمختلف السيناريوهات ، خطة التمويل ، تقدير الحاجات و الموارد المالية.
10	الخروج المنتظر (4/3صفحات)	-عرض لكيفية و توقيت خروج المستثمر من رأس المال و كذا أخطار و فرص الخروج.
11	ملاحق	-السيرة الذاتية لفريق المبادرة منشورات و مقالات صحفية.
12	مرجعيات	-قائمة الأشخاص الذي بالإمكان الاتصال بهم لمعرفة نوعية الكفاءات ، و تقدير المشروع.

المصدر: ضيف عليّة، حمّانة كمال، "رأس مال المخاطر: إتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة حالة الجزائر"،

مرجع سبق ذكره ، ص 174

1-2-1-2- معايير اتخاذ القرار : يأخذ المخاطر برأس المال فكرة مبدئية عن المشروع بعد دراسته الأولية لخطة العمل و إخضاع

مضمونها للمعايير الأساسية اللازمة لاتخاذ القرار ، حيث تتحكم في اتخاذ القرار السياسة الاستثمارية المحددة من طرف مستثمري صندوق

مؤسسة رأس المال المخاطر (حجم المؤسسة ، قطاع نشاطها ، طور نموها ، تطورات محفظة المساهمات في فترة القيام بتقييم المؤسسة ، المدة

النظرية للخروج من رأس المال .

لكن الأمر المشترك بين كل مؤسسات رأس المال المخاطر هو كون الاختيار يكون على أساس التحكيم الكلاسيكي بين الخطر

والمردودية ، أي البحث على مشروع ذو ربحية واستعدادات عالية مقابل أخطار متحكم فيها ، كما أن هناك خمسة معايير يعتمد عليها

المخاطرون برأس المال لاتخاذ القرارات الاستثمارية: التسيير ، الشئائي منتج اسوق ، الاستراتيجية ، المردودية ، فرص الخروج .

1-2-2- مرحلة الدراسة المعمقة : إن انتقال إلى هذه المرحلة يتم بعد إمضاء وثيقتين تعاقديتين :

- اتفاق السرية (accord de confidentialité) لضمان حق المبادر في الحفاظ على سرية المعلومات الصناعية ،

التقنية القانونية ، المحاسبة و المالية التي يتمكن المخاطر برأس المال من الاطلاع عليها .

- خطاب النية (**La lettre d' intention**) أساس البناء القانوني الذي سيشتد بين الطرفين، أي انسحاب لأحد

الطرفين بعد إمضاء هذه الوثيقة يكون أمرا أكثر صعوبة.

1-2-3- التقييم المالي للمشروع : يتعين على المخاطر برأس المال معرفة مردودية المشروع و استعداداته المستقبلية للنمو و

تحقيق قيم مضافة و كذا معرفة قيمة المؤسسة و بالتالي أحسن سعر يدفع لحيازة نسبة معينة في رأسمالها و هناك بعض التقنيات المتبعة للتقييم

المالي للمشروع ، و لعل أهمها تقنية معدل العائد الداخلي IRR حيث يعتبر هذا الأخير بمثابة الحل المعجزة لرأس المال المخاطر ، و يمثل

الأداة التي تقيس الأداء السنوي للاستثمار ، معدل العائد الداخلي معدل الخصم الذي يجعل القيم الحالية لكل من التدفقات النقدية

المستقبلية و الاستثمار المبدئي متساوية ، أي هو ذلك المعدل الذي يعدم صافي القيمة الحالية ، و يحسب كما يلي :

$$IRR = \left(\frac{FV}{PV} \right)^{1/n} - 1$$

✓ حيث n : تمثل مدة الاستثمار بالسنوات .

✓ Pv : القيمة الحالية (مبلغ الاستثمار) .

✓ FV : (القيمة المستقبلية) (عند الخروج) .

- يتم تحديد هذه القيم انطلاقا من المعطيات التي تقدمها خطة العمل ، و يجب أن يكون معدل العائد الداخلي للمشروع أكبر

من أو يساوي معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون .

2-2-2- مرحلة التركيب القانوني و المالي :

1-2-2- التركيب القانوني : إن صياغة العقود المناسبة بين المخاطر برأس المال و الميادير يعتبر من أهم الأسس التي تقوم عليها الشراكة

الناجحة ، كما يرتبط الأمر كذلك بالنظام القانوني المتبقي من طرف المؤسسة.

2-2-1-1- عقد المساهمين : و هو الوثيقة الأساسية التي ترسخ نوعية و طبيعة العلاقات بين فريق المبادرين و فريق المستثمرين على

عكس عقود المساهمين الخاصة بالمؤسسات المدرجة بالبورصة ، التي إن وجدت يجب أن تكون علنية و معروفة لدى الجميع ، فإنها في حالة

راس المال المخاطر تعتبر وثيقة خصوصية (سرية) ، لعدم رغبة المستثمرين برأس المال في أن يعرف الجميع لتفاصيل عقودهم ، لكن و رغم

سريته ، يمتلك المساهمين قيمة قضائية تخضع الأطراف المتعاقدة للالتزام ببوده يهدف عقد المساهمين أساسا إلى مراقبة هيكل رأس المال من

جهة ، و تنظيم سلطات المساهمين ذوي الأقلية من جهة أخرى ، كما يضم بنود خاصة تستجيب لانشغالات أخرى ، و فيما يلي عرض

مختصر لبنود عقد المساهمين .

2-2-1-2- الخيارات القانونية : يتمثل الخيار القانوني في كل من الشكل القانوني المتين و الهياكل التسييرية المعتمدة من طرف

المؤسسة ، حيث يتحدد على أساسها مدى الرقابة التي بإمكان المستمر ممارستها .

2-2-2- التركيب المالي: يعتبر التركيب المالي أحد أهم الخطوات و أكثرها حساسية ، حيث يتم خلالها اختبار الأدوات المالية المتبناة

للمساهمة ، هذا الاختيار تحدده عوامل كثيرة مثل طور نمو المؤسسة و خصائصها ، فكلما كان المحتوى التكنولوجي للمشروع كبير ، كلما

زادت درجة عدم التأكد المرتبطة به و ارتفع مستوى المخاطر ، مما يدفع المخاطرين برأس المال تبني أوراق مالية هجينة (سندات قابلة

التحويل ، أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية ، (...) ، لكن في الحالة العكسية فان الأسهم العادية هي الأداة المختار ، كما أن

الأدوات المختارة تحدد طبيعة العلاقة التي ستنشأ بين الطرفين ، تحمل المخاطر ، طبيعة المكافئة و كذا درجات الاتصال ، المشاركة ، المتابعة

التسييرية ، ...

2-3- مرحلة الشراكة و الانفصال : الشراكة إن أهم اختلاف بين رأس المال المخاطر و باقي التمويلات (التقليدية يكمن في متابعته

لمساهماته ، حيث يسعى لتنظيم و ضمان متابعته و مراقبتها قبل انطلاق الشراكة ، و ذلك عن طريق مختلف الوسائل القانونية و المالية

المتاحة له . إن طبيعة العقود و الاتفاقيات المبرمة في عمليات رأس المال المخاطر و طبيعة العملية التمويلية في حد ذاتها تكاد تكون نموذج

خاص للحكومة ، باعتبار أن هذه الأخيرة تقوم على مجموع الإجراءات ، التشريعات ، القوانين و التنظيمات التي تؤثر في طريقة تسيير إدارة

و مراقبة المؤسسة .

✓ الانفصال مهما طال أو قصرت فترة بقاء المخاطر برأس المال في رأسمال المؤسسة الممولة ، فانه لا بد أن يأتي يوم ينهي فيه

مساهمته ، إن الخروج هو أمر أساسي ، و هو وقت الحقيقة للمخاطر برأس المال يمكنه حينها من معرفة مردودية العملية و القيمة المضافة

الحقة . الخروج أمر أساسي للمخاطر برأس المال لأنه أيضا يمكنه من الاستثمار في مؤسسات أخرى من جهة ، و يمكنه من جهة أخرى

من دفع أرباح لأصحاب الأموال من مساهمي مؤسسة رأس المال المخاطر . إن خروج المخاطر برأس المال من رأسمال المؤسسة يخضع

لمنطقين.

✓ **منطق تعاقدى :** نظرا لأهمية الخروج ، فانه يتم التحضير له منذ المفاوضات الأولى بين الطرفين قبل الدخول في رأس المال ،

حيث يتم تنظيم الأمور المتعلقة به في بنود مختلفة (بند الخروج المتصل ، بند الموافقة ، بند الخروج الموفق ...).

✓ **منطق مالي :** يتحكم عاملين اثنين في نمط خروج المخاطر برأس المال :خصائص المؤسسة وطبيعتها أصولها في قطاع النشاط ،

أهمية الأصول الوهمية.

✓ فترة بقاء المستثمر، التي بدورها تخضع لعدة عوامل أخرى طور نمو المؤسسة، أوضاع و سيولة السوق المالية وجود فرص الشراء.

المطلب الثالث : تقييم النشاط التمويلي لشركة SOFINANCE

✓ نشأتها: تعتبر الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف حديثة النشأة وهي عبارة عن مؤسسة مالية في شكل شركة مساهمة،

حيث تم إنشاء شركة SOFINANCE في 15 جانفي 2000 بالشراكة مع مؤسسات مالية أجنبية على أساس شركة مالية، باشرت مهامها بعدما تم اعتمادها من طرف بنك الجزائر في 9 جانفي 2001، برأس مال قدره 5 ملايين دينار جزائري، وقد تم تأسيس هذه الشركة بمبادرة من المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE) لهدف أساسي هو دعم وإعادة بعث الاقتصاد أي المساهمة في عصرة الجهاز الانتاجي الوطني ووضع وتنمية أدوات مالية جديدة. مقرها الرئيسي بالعاصمة -رويسو- ولها وكالات في بعض الولايات: البليدة، بجاية، باتنة، أم البواقي، وهران، تيارت.

✓ الإطار التنظيمي لشركة رأس المال المخاطر Sofinance :

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

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

2- إدارة هيكل الدعم (الدراسات التمويلية): ومن مهامها: الشؤون القانونية، التسويق والاتصال، التدقيق والرقابة، النظام

والتنظيم، تسيير طلبات التمويل ومتابعتها، تطوير الدراسات التمويلية.

- مهام شركة sofinance: تؤدي هذه الشركة مهامها ووظائفها بهدف تدعيم وإنعاش الاقتصاد الوطني وذلك ببعث انطلاقة

جديدة فيما يتعلق بتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتلخص فيما يلي:

-ترقية وتطوير المؤسسة الصغيرة و المتوسطة (يجب التأشير لها في الأسفل بأنها المؤسسات الصغيرة و المتوسطة) من خلال

المساهمة في رأسمالها؛ امتلاك حصص في شركات محلية أو أجنبية باختلاف أماكن نشاطها؛ الإقبال على أشكال الاقتراض والتسليف بدون اعتبار للضمانات، وضمان كل عمليات القرض بالنسبة للغير؛

-تركيز نشاط الشركة على القطاع العام وتوسيع تدخلاتها في المهام فيما يتعلق بمساعدة المؤسسات في عملية الخوصصة وتسيير

الموارد العامة التجارية غير المرصدة ؛ -حياسة كل الديون والأوراق التجارية، والمساهمة كوسيط في المعاملات الخاصة بها وبالأسهم

والسندات؛

- 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).

- نشاط شركة رأس المال المخاطر Sofinance :

إن رأس مال الشركة يقدر بـ 5 000 000 000 دج، أما فيما يخص الأموال الخاصة عرفت ارتفاعاً مستمراً خلال السنوات 2013، 2014، 2015 على التوالي 7 553 000 000 دج، 7 866 000 000 دج، 8 265 000 000 دج، ليتفاهم إجمالي أصول الشركة إلى 11 470 746 000 دج سنة 2015. كما يوضحه الجدول الموالي:

الجدول رقم (5): أصول شركة SOFINANCE : (KDA)

2015	2014	2013	
5 000 000	5 000 000	5 000 000	رأس المال
8 265 000	7 866 000	7 553 000	الأموال الخاصة
11 470 746	9 974 124	8 569 422	إجمالي الأصول

La source : <http://www.sofinance.dz/index.php?page=chiffre>, consulté le : 03/06/2021.

1 - المساهمة في رأس المال participation au capital :

تساهم شركة sofinance في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال التبرعات النقدية التي تقدمها بهدف إنشاء، تطوير أو إعادة هيكلة هذه المؤسسات، لتصبح بذلك مساهماً نشطاً فيها، وتمثل شروط المشاركة فيما يلي:³⁴

- مدة الاشتراك: من 5 إلى 7 سنوات؛
- حصة المشاركة: لا تزيد عن 49% من رأس مال المؤسسة، مع تحديد مبلغ الاشتراك بـ 50 مليون دينار. والجدول الموالي

يوضح حجم مساهمة شركة sofinance في رأس المال خلال الفترة 2013 - 2015:

الجدول رقم (6): مساهمة sofinance في رأس المال

(KDA)

السنوات	2013	2014	2015
المساهمة في رأس المال	795 626	1 195 626	1 245 600

La source :op cit, consulté le : 5/06/2021.

2- القرض الايجاري:

الايجار التمويلي تقنية تجارية وتمويلية، لذا فإن الشركة تضع تحت تصرف المستأجر الأصل المطلوب، وفق شروط محددة مسبقاً،

وتتمثل هذه الشروط فيما يلي:

■ مدة العقد بين 3 سنوات إلى 5 سنوات؛

■ يدفع المستأجر أقساط الايجار بصورة دورية، يكون ذلك إما شهرياً أو كل 3 أشهر؛

■ حق شراء التجهيزات عند نهاية العقد بتسديد أقساط الايجار وكذا القيمة المتبقية.

أهم المعدات الممولة عن طريق القرض الايجاري في شركة sofinance:

■ التمويل بالشاحنات أو الحافلات؛تجهيزات الأشغال العمومية والبناء؛التجهيزات الصناعية والآلات الانتاجية؛الأدوات الطبية؛

■ معدات أخرى.

والجدول الموالي يوضح قيمة القرض الايجاري الممنوح من طرف شركة SOFINANCE خلال الفترة 2013-2015:

الجدول رقم (7): قيمة القروض الايجارية المقدمة من طرف شركة SOFINANCE (KDA)

السنوات	2013	2014	2015
القروض الايجاري	4 273 328	4 182 943	4 933 000

La source : op cit, consulté le : 25/07/2016.

3- القروض متوسطة وطويلة الأجل: إن القروض التي تقدمها هذه الشركة للمشاريع الاستثمارية تكون بهدف الإنشاء، التوسع، أو التحديث، وشروط السداد تكون مرنة حيث يمكن الاستفادة من الدفع المؤجل، وقد يصل مبلغ القرض الممنوح إلى 80% من الاستثمار، أما المدة تتراوح بين 3 سنوات إلى 10 سنوات، ويمكن تغطية القروض الممنوحة بضمانات مثل: الرهن العقاري، أو صندوق ضمان الائتمان FGAR.

الجدول رقم (8) : قيمة القروض المقدمة من طرف شركة SOFINANCE

(KDA)

السنوات	2013	2014	2015
القروض طويلة ومتوسطة الأجل	1 440 000	2 859 000	3 292 000

La source : op cit, consulté le : 25/07/2016

من خلال ما تم عرضه سابقاً من منتجات مالية مقدمة من طرف شركة sofinance، يتضح بأنه يمكن لهذه الأخيرة أن تساهم في نمو وتطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، والقضاء على الصعوبات التي تحول دون حصولها على الموارد المالية اللازمة لها. إلا أن غياب الوعي لدى الم. ص و م بأهمية هذه التقنية أو عدم العلم بوجودها، أدى إلى تقليص نسب مساهمة هذه الشركة المالية في تمويل الم. ص و م، حيث اقتصر نشاطها على الصناعات التحويلية مثل: تخزين المنتجات الفلاحية، مواد التغليف، صناعة الألبسة، وهذا النوع من الصناعات لا يتسم بالمخاطرة، لذلك يجب أن تتحلى شركة SOFINANCE بروح المخاطرة حتى تساهم في تنمية فعلية لقطاع الصناعات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الرابع: الآفاق المستقبلية لهذه الشركات في الجزائر

بالنظر إلى ما سبق تبرز أهمية السعي إلى تفعيل أكبر لهذا النوع من الشركات لتلعب الدور المنوط بها ، فمن الضروري دعم نشاطها لأهميتها القسوى في دفع المشروعات الناشئة واستمرار نموها ، وضمان بقائها خاصة في القطاعات المهددة (كقطاع التجديد والابتكار) ، وبمر هذا التفعيل عبر جملة من الشروط وطرق الدعم التي يجب أن توفر لإيجاد الجو المناسب والملائم لتطور هذا النوع من الشركات .

وبهذا الصدد على الجزائر اليوم أن تخطو خطوة جريئة في مجال اتخاذ جملة من الإصلاحات لتحسين الوضع الاقتصادي ككل ، منها ما يتعلق بالمناخ الاستثماري بصفة عامة ، وآخر يتعلق بهذه الشركات على وجه الخصوص .

• الفقرة الأولى : التدعيم غير المباشر للشركات :

فعلى الدولة توفير مناخ استثماري ملائم اقتصاديا وسياسيا وتشريعيا ذلك أنه كلما ارتفعت حدة المخاطر المحيطة كلما أحجم المستثمرون على الاستثمار في المحيط الخطر بسبب مواجهة خطر ذو بعدين ، الأول يتعلق بالمؤسسة والنشاط الممول ، والثاني يتعلق بالمحيط ، بالإضافة إلى دعم أساليب الشراكة مع الشركات الأجنبية المتخصصة في مجال رأس المال المخاطر خاصة التي تقدم التكنولوجيا . أما فيما يخص تشجيع إنشاء شركات رأس المال المخاطر وطنية كانت أو أجنبية فعلى الدولة مد يد العون لهذه الشركات ، ومساندتها حتى تغلب على الصعوبات المختلفة التي تواجهها كإخفاض الإيرادات والسيولة وارتفاع عنصر المخاطرة وذلك بتشجيعها ودعمها .

ويتجسد التدعيم غير المباشر لهذه الشركات في كل ما يتعلق بسياسة الحوافز الضريبية من جهة ، والشروط التنظيمية التي تحكم عمل شركات رأس المال المخاطر من جهة أخرى ، وكذا الجانب التشريعي الذي يشجع هذه الشركات ، ويخلق بيئة ومناخ تشريعي ملائم لتطورها ، لذلك يجب أن تتميز اللوائح والتنظيمات التي تصدرها الدولة بالبساطة والسهولة عند إنشاء هذه الشركات. زيادة على ذلك على الدولة أن تتخذ الإجراءات التالية :

✓ إعداد دورات تكوينية لموظفي شركات رأس المال المخاطر

نذكر في هذا الصدد إطلاق الشركة ما بين المصارف للتكوين (SIBF) (Société Inter Bancaire de Formation) في 01 أكتوبر 2005 بالتنسيق مع سفارة الولايات المتحدة الأمريكية في الجزائر ، مهمة هذه الشركة تنظيم برنامجا تكوينيا حول رأس المال المخاطر .

وكان ذلك تحت إشراف السيد كمال الدين بوعطوطة ، مدير سابق لشركة (FINALEP) ، وقد نظمت هذه الدورة التكوينية لموظفي البنوك العمومية الموكلة لهم مهمة تسيير أموال صناديق الولاية.

✓ العمل على تشجيع إنشاء مشاريع استثمارية

لقد اتخذت السلطات العمومية إجراءات وتدابير من شأنها أن تؤدي في حالة نجاحها إلى تجسيد العديد من الأفكار الجديدة ، ومختلف ابتكارات البحث العلمي في شكل طلبات أصحاب هذه الأفكار لتمويل مشاريعهم الاستثمارية لدى شركات رأس المال المخاطر الجزائرية ، ولعل أهم الجهود المبذولة من طرف الدولة في هذا الشأن :

- انشاء أقطاب وحدائق تكنولوجية :

تسعى الجزائر في هذا المجال إلى إنشاء مجموعات مخابر ، مراكز بحث ، أقطاب علمية داخل مؤسسات التعليم العالي ، وأقطاب وحدائق تقنية بين الجامعات ، نظرا لما لها من دور محوري في النهوض بالابتكار والبحث العلمي التي يمكن تجسيدها في مشاريع استثمارية ، مما قد يولد عدد لا بأس به من المشاريع الناشئة ، في هذا الصدد تحتاج إلى دعم مالي وفني كبيرين خاصة في المراحل المبكرة من حياتها ، وهو الدور المنوط لشركات رأس المال المخاطر .

- العمل على تثمين الابتكارات ونتائج البحث العلمي:

ونسجل في هذا الصدد إنشاء الوكالة الوطنية لتطوير البحث العلمي (ANDRV) سنة 1995 ، التي تتكفل بإعداد ، تلقين ، وتقييم برامج البحث العلمي السنوية ، وتضمن تثمين نتائج الأبحاث ، إضافة إلى إنشاء الوكالة الوطنية لتثمين نتائج البحث والتطوير التكنولوجي (ANVREDET) سنة 1998 تحت وصاية وزارة التعليم العالي والبحث العلمي ، يتمثل دورها الأساسي في البحث عن الأفكار التي تستحق التثمين ومرافقتها ، فيمكن للجزائر استغلال مثل هذه الهيئات في دعم شركات رأس المال المخاطر من خلال تشجيع إنشاء مشاريع جديدة ، وبالتالي توفير زبائن لهذه الشركات من أجل التكفل بتمويل مشاريعهم التي تتسم بمخاطر عالية ، خاصة ذات التكنولوجيا العالية والحديثة وبالتالي فهي تكون بحاجة لهذا النوع من التمويل الجريء .

✓ إنشاء جمعية مهنية للمستثمرين لرأس المال المخاطر :

لحد الآن لم تنشأ مثل هذه الجمعية في الجزائر على غرار مختلف البلدان الأخرى التي تم التطرق لها سابقا ، فلا بد من المبادرة في إنشاء هذه الجمعية التي يمكنها تمثيل شركات رأس المال المخاطر أمام السلطات العمومية ، كما تعمل على تنظيم ومراقبة نشاطها وتفعيله كما يمكن أن يكون لها دور فعال في نشر ثقافة الاستثمار في المجتمع الجزائري .

✓ توفير آلية ضمان:

على الجزائر أن توفر مثل هذا النوع من الهيئات المكلفة بضمان مساهمة شركات رأس المال المخاطر في رأسمال المنشآت الجديدة ، على غرار ما هو موجود مثلا في فرنسا كشركة (SOFARIS) مهمتها ضمان مساهمة هذه الشركات في عمليات رأس المال المخاطر . مع العلم أن الجزائر تمتلك صندوقان مؤهلان لتشكيل حلقة الضمان المفقودة في سلسلة رأس المال المخاطر الجزائرية ، حيث يمكن استغلالها في تغطية مخاطر عمليات هذه الشركات وضمان الشركات وضمان مساهماتها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهما :

■ صندوق ضمان الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (CGCIPME) :

بموجب المرسوم الرئاسي رقم 04-134 بتاريخ 19 أفريل 2004 لكن 2005 بضمان قروض الاستثمار المقدمة من طرف البنوك والمؤسسات الافتراضية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

■ صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (FGAR) :

الذي أنشئ بموجب المرسوم التنفيذي رقم 02-373 المؤرخ في 11 نوفمبر 2002 المتعلق بتطبيق القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث يتكفل الصندوق بضمان تسديد جزء من الخسارة التي يتحملها البنك في حالة عدم تسديد القرض ، وفي المقابل يأخذ الصندوق علاوة على مبلغ القرض يردها في حالة عدم تقديمه الضمان . وبالفعل لقد استفادت شركة الجزائر استثمار من إمكانية حصولها على ضمان هذا الصندوق في عمليات رأس المال المخاطر .

✓ استغلال الهيئات المنشأة لتطوير الاستثمار في تفعيل رأس المال المخاطر :

تحتوي الجزائر على هيئات الدعم و تطوير الاستثمار الوطني ، يمكن أن تلعب دور محوري في تفعيل وانتشار رأس المال المخاطر ، كالمجلس الوطني للاستثمار والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار .

■ المجلس الوطني للإستثمار:

الذي أنشأ بموجب المرسوم التنفيذي 01-281 المؤرخ في 24 سبتمبر 2001 المعدل بموجب المرسوم التنفيذي 06-355 المؤرخ في 9 أكتوبر 2006 ، هذا الأخير الذي حدد مهام وصلاحيات هذا المجلس ، من بينها تحديد القطاعات المرتبطة بالاستثمار ولعل أهم هذه القطاعات في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سياق دخول الدولة لاقتصاد السوق كان لزاما عليها عصرنة المؤسسات للاستمرار هيكليا و تشجيع إنشاء مؤسسات جديدة . فعلى الدولة أن تقوم بدراسة معمقة لهذا القطاع قصد التحديد الدقيق لنقاط القوة والضعف للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، التي من شأنها تتوجيهه بصورة فعالة حاجيات المساعدة والنشاطات الواجب الشروع فيها .

- الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار : أنشأت بموجب الأمر 01-03 المتعلق بتطوير الاستثمار ، لها مهام أساسية حيث تلعب

دور المرشد للمستثمر ، باستقباله وتوجيهه ، ودور المستشار للسلطات المعنية بالاستثمار بتقديم الاقتراحات لها حيث تعمل على ضمان خدمة الاستقبال والإعلام لصالح المستثمرين في جميع المجالات الضرورية للاستثمار ، مع وضع أنظمة إعلامية تسمح لهم بالحصول على المعطيات الاقتصادية بكل أشكالها ، والمراجع التوثيقية ومصادر المعلومات الأنسب الضرورية لتحضير مشاريعهم . بالإضافة إلى مرافقة المستثمرين و مساعدتهم لدى الإدارات الأخرى ، كما تعمل على ترقية الاستثمار بتشجيع و تكثيف العمل الترويجي للمشاريع الاستثمارية

✓ فتح بورصة الجزائر أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

و ذلك من خلال إنشاء قسم جديد للتداول تم تخصيصه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للشروع في تطبيق برنامج واسع لتأهيلها، تستجيب لأهداف دعم المخطط الخماسي 2010-2014 من خلال :

- وجود مستثمرين من المؤسسات ومسيرى الأصول على اثر إنشاء البنوك لشركات الرأس مال الاستثماري.
- تدابير جبائية تشجع على الدخول إلى البورصة ، والعديد من المزايا التي يتيحها هذا القسم ، بالإضافة إلى منح هذه المؤسسات الكثير من المزايا :

■ التمويل المباشر الذي يكمل التمويل البنكي .

■ دخول مبسط وبأقل التكاليف إلى البورصة .

■ فرص الاستثمار والخروج من الاستثمار فيما يخص شركات الرأس مال الاستثماري .

وتميز السوق المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنشاء وظيفة رئيسية تتمثل في وظيفة المرافق الذي يدعى (المتعهد بالترقية في البورصة) والتي تعتبر الابتكار الرئيسي الذي سوف يطبع هذه السوق ، وعملا على تطبيق ذلك فقد جرى إدراج ترتيب في النظام العام لبورصة القيم بهدف تحديد شروط قبول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحيث تتمثل مهمة المتعهد بالترقية في البورصة في تقديم المشورة للشركة ومراقبتها ومراقبتها للتأكد من أنها تقوم بالتزاماتها بشأن المعلومات الدورية .

كل هذه التدابير من شأنها أن تساعد شركات رأس المال المخاطر على تذليل العقبات التي تواجهها ، خاصة فيما يخص تداول أصولها في البورصة ، وبصفة أهم منحها فرصة للخروج من رأس مال المؤسسة التي تمولها بطريقة تضمن لها المحافظة على سيولتها مع تحقيق قيمة مضافة لاستثماراتها .

كما أن التكفل الجاد بالراس مال الاستثماري بصفة عامة و الرأس مال المخاطر بصفة خاصة يعتبر ضروريا لكونه أداة لازمة ، ولا بد منها بحكم المساعدة المالية والإستراتيجية التي يمنحها بطبيعة المنطق الذي يحكمه ولاسيما بحكم طريقة عمله .

● الفقرة الثانية : التدخل المباشر للدولة في تدعيم هذه الشركات :

زيادة على التدعيم غير المباشر الذي تقدمه الدولة لهذه الشركات ، يمكنها أيضا أن تكون طرفا بارزا ومهما في العملية التمويلية ككل ، بالاشتراك في رأس المال المخاطر بطريقة مباشرة ، ويتخذ هذا التدخل عدة أشكال .

✓ التمويل المباشر للمشروعات : الذي يمكن من توفير تمويل من قبل الدولة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و يكون ذلك

عن طريق إنشاء شركات في هذا المجال مثل ما هو الأمر بالنسبة للبنكين العموميين : بنك الفلاحة والتنمية الريفية ، والبنك الوطني للتوفير والاحتياط ، الذين أسسا شركة الجزائر استثمار ، وهي شركة رأس مال استثماري تتولى تمويل المنشآت الجديدة في مختلف أطوار نموها . وقد أكد المدير العام للجزائر استثمار على أنها قد سجلت اهتمام حوالي مئة مؤسسة صغيرة ومتوسطة عبر مختلف الولايات خلال شهرين من انطلاقها فقط ، عشر من هذه المشاريع التي طلبت التمويل تعد قيد المعالجة والتجسيد ، وأضاف أن المؤسسات العشر المعنية التي تعد 7 منها قيد الإنجاز و 3 في طريق التطور موجودة بالعاصمة 4 شركات وتبسة 3 والمدية وبرج بوعرييج وبنار (1 لكل منها) .

مشيرا إلى أن هذه المساهمات قابلة للتفاوض لكن لا يمكن أن تكون أدنى من سنوات قصد التمكّن من الاستفادة من المزايا

الجبائية التي نص عليها القانون 06-11.

✓ الاستثمار في شركات رأس المال المخاطر :

وهو ما نص عليه المشرع صراحة من خلال المادة 21 من القانون 06-11 حيث ذكر أن الأموال العامة الممنوحة من قبل الدولة

يمكن أن تدخل ضمن موارد شركات رأس المال الاستثماري من أجل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المنتجة للسلع والخدمات أو

بإنشاء شراكة مع شركات رأسمال مخاطر أجنبية على غرار شركة آسيكوم (Asicom) التي تم إنشاؤها سنة 2004 بمساهمة رؤوس أموال عمومية جزائرية وسعودية.

✓ إنشاء الدولة لصناديق مشتركة أو عامة لرأس المال المخاطر :

أي يمكن للدولة أن تتشا صناديق استثمار مشتركة (برأس مال عام و خاص) أو عامة لتدعم بشكل مباشر عمليات رأس المال

المخاطر ، وهو ما حصل فعلا في الجزائر مؤخرا حيث قامت الدولة بإنشاء صندوق استثمار على مستوى كل ولاية ، يهتم بتمويل

المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق تقنية رأس المال المخاطر لأهداف عدة منها تحقيق التنمية المحلية على مستوى الولاية . وفي هذا الصدد وقعت وزارة المالية والشركات ذات رأس المال الاستثماري الناشطة وكذا البنوك العمومية الموكلة لها مهمة تسيير صناديق الاستثمار على مستوى الولايات الموجهة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على اتفاقية في 27 فيفري 2011 ، وتحدد هذه الاتفاقية آليات استعمال هذه الصناديق التي أنشأت في إطار قانون المالية التكميلي السنة 2009 ، كما تعالج مختلف جوانب عهدة التسيير ، لاسيما إنشاء واستعمال هذه الصناديق ، ومجال تدخل الشركات ذات الرأسمال الاستثماري وآليات تدخلها حسبما أوضحه بيان لوزارة المالية .

وستقدم الشركات ذات رأس المال الاستثماري التي أوكلت لها مهمة تسيير هذه الصناديق رأس المال ، وكذا خبرتها في إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومرافقتها وتكفل هذه الشركات التي تحظى بدعم خبرة دولية والتي شكلت لهذا الغرض بالتدخل في مواردها وموارد صناديق الاستثمار التي وضعت تحت تصرفها لتقديم هذه التمويلات . على أن يتم تقسيم هذه الصناديق بين هذه الشركات والبنوك العمومية الأخرى وفقا القدراتها على التراب الوطني بشكل يضمن تغطية كافة ولايات الوطن ، ويسمح بتحقيق توازن إقليمي في مجال إنشاء المؤسسات ومناصب الشغل . حيث تتكفل هذه الصناديق بالمساهمة في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لاسيما التي تم إنشاؤها من قبل المقاولين الشباب ، وذلك بتخصيص مبلغ 48 مليار دج بمعدل 1 مليار دج لكل ولاية من ميزانية الخزينة العمومية .

زيادة على أن إنشاء مثل هذه الصناديق سيعطي دفعا للتنمية المحلية من خلال تكثيف المشاريع التي تمت مباشرتها على المستوى المحلي ، بالإضافة إلى رفع عرض التمويل باتجاه الاقتصاد الوطني من خلال تطوير سبل الدعم المالي لهذه المؤسسات بغية الاستجابة للاحتياجات الخاصة لتمويل المشاريع الناشئة .

خلاصة الفصل الثالث:

من خلال هذه الدراسة حاولنا إبراز أهمية ودور شركات رأس المال المخاطر كبديل، يساهم في التخفيف من حدة المشكل التمويلي الذي تعاني منه المؤسسات الناشئة في الجزائر، وهذا نظراً للمزايا التي تتمتع بها هذه الطريقة، والتجربة الجزائرية في التمويل بواسطة هذه التقنية لا تزال حديثة نوعاً ما إلا أنها تتطور والدليل على ذلك أن شركة sofinance تقدم العديد من المنتجات المالية الحديثة، غير أن هذه الشركة المالية يجب أن تتحلى بروح المخاطرة حتى تحقق تنمية فعلية للمؤسسات الجديدة، خاصة ما يتعلق بالابتكار وتبني الأفكار الجديدة التي يمكن أن تحقق التغيير النوعي لمنتجاتنا ومنه لاقتصادنا.

الخاتمة العامة

الخاتمة :

من خلال دراستنا نستخلص أن رأس المال المخاطر كوسيط مالي يختص في تمويل المشاريع ذات المخاطر المرتفعة ، والتي تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل، أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وهذا هو مصدر المخاطر)، أملا في الحصول على فوات قيمة مرتفع في المستقبل في حال بيع حصة هذه المشاريع بعد انتهاء العقد، كما يعلى رأس المال الاستثماري عدة اختيارات تمويلية للمشاريع فهو يمول مرحلة ما قبل الإنشاء مرحلة الإنشاء، مرحلة النمو والتوسع ومرحلة تحويل الملكية.

أيضا ظهرت سوق رأس المال المخاطر في الجزائر حديثا، وتجلت رغبة الحكومة الجزائرية في إنشاء هذه السوق بعد وضعها الإطار القانوني الذي يضبط هذه السوق وقد عرف المشرع الجزائري مؤسسات رأس المال الاستثماري بأنها المؤسسات التي تهدف للمشاركة في رأس مال شركة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسة في طور التأسيس، النمو، التحويل أو الخصخصة، وقام من خلال ذلك حصر عمليات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في المرحلتين الأولين من مراحل نمو المؤسسة والمتمثلتين في مرحلة ما قبل الإنشاء مرحلة الإنشاء

-بعد دراستنا لهذا النمط التمويلي، توصلنا إلى الإجابة عن التساؤل الرئيسي المطروح حول فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة ، خاصة في المراحل الأولى من حياتها، حيث أن فعالية رأس المال المخاطر تتجلى أنه الأنسب والأكثر استجابة لخصائص واحتياجات المشاريع الناشئة، مما يجعل نتائج المشاريع والمنشآت التي يمولها أحسن من غيرها . حيث أن تمويل رأس المال المخاطر يتم بالأموال الخاصة وشبه الخاصة وليس بالقروض، الأمر الذي يسرع من نموها بتدعيم ميزانيتها ورفع قدرتها الإقتراضية ، كما أن القروض لا تعتبر الوسيلة التمويلية المثلى في المراحل المبكرة للنمو، خاصة وأن فوائدها الثابتة تثقل كاهل المنشأة خلال هذه المراحل. وذلك على عكس الأموال الخاصة التي لا تكون عائدتها إجبارية السداد، وتراعي لظروف المنشأة إضافة إلى الأموال، يضع المخاطر براس المال اتصالاته في خدمة المنشأة الممولة، الأمر الذي يسرع اندماجها في المحيط الاقتصادي

أما بالنسبة للفرضية الثانية فيما يخص حالة الجزائر، فإن صناعة رأس المال المخاطر تعتبر حديثة النشأة، و يمكن وصفها بالمحتشمة بوجود أربعة مؤسسات فاعلة على مستوى الاقتصاد الوطني، ولم يتم وضع الإطار التشريعي الخاص به إلا في سنوات الأخيرة، ومازال الكثير مما يجب عمله من أجل النهوض بهذه الصناعة الواعدة، حتى تتمكن من لعب الدور المنتظر منها في الاقتصاد الوطني.

1 - النتائج المتوصل إليها :

- الجانب النظري :

من خلال ما سبق يمكن استخلاص النتائج الآتية :

- يعتبر التمويل برأس المال المخاطر كاستراتيجية مهمة لدفع عجلة الاقتصاد الوطني خاصة في ظل الظروف الراهنة التي تشهدها الجزائر والتي تختمها على الانتقال من اقتصاد ريعي إلى اقتصاد حقيقي مبني على الإنتاج الوطني.
- على الجزائر البحث عن اقتصاد إنتاجي مبني على خلق إنتاج حقيقي أي قيمة مضافة، فهي إذن مطالبة بتدعيم أصحاب المشاريع الجديدة، من أجل إنشاء مؤسسات جديدة.
- والمتابع للشأن المالي الجزائري يجد بعض الاهتمام من السلطات للتمويل برأس المال المخاطر و صناديق الاستثمار بعد سنة 2002 ولكنه مازال غير كاف، فإذا ما أرادت الدولة فعلا الخروج من بوتقة الاقتصاد البنكي إلى تمويل بالمساهمات و دعم السوق المالية فيجب ألا تقتصر جهودها على الدعم الضريبي فقط، بل تتعداها على إجراءات على المستوى السياسي والمالي والقانوني .
- وبما أن التجربة الجزائرية في هذا النوع من التمويل تجربة جديدة ومتواضعة من حيث النتائج ونسبة المساهمة في التمويل

- الجانب التطبيقي

تم استخلاص النتائج التالية:

- 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 التاجيري، 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؛
- إن نشأة شركات رأس المال المخاطر في الجزائر تعتبر حديثة نوعاً ما .

▪ شركة sofiance هي مؤسسة مالية، تم اعتمادها من طرف بنك الجزائر بتاريخ 09 جانفي 2001، برأس مال قدره 5 مليار دج، وتقدم هذه الأخيرة مساهمة في رأس المال تقدر بـ 49% بالإضافة إلى التمويلات المختلفة من القرض التجاري، والقروض طويلة ومتوسطة الأجل، إلا أن نشاط هذه الأخيرة ما يزال محصور في الصناعات التحويلية ذات درجة مخاطرة منخفضة، وهذا ما يجعل نسب مساهمتها في الم. ص و م ضئيلة.

2 - التوصيات:

وعليه تقترح التوصيات التالية للنهوض بصناعة رأس المال المخاطر الجزائرية:

- -تشجيع الدولة على إنشاء شركات رأس المال المخاطر من خلال الأدوات التي تمتلكها مثل القيام بتخفيضات جبائية على هذه الشركات، والتشجيع على الاستثمار فيها بمنح الامتيازات.
- تشجيع القطاع الخاص على إنشاء مثل هذا النوع من الشركات وعدم اقتصرها على القطاع العام .
- تهيئة المحيط التشريعي لهذه الشركات من خلال تضمينها في القانون التجاري الجزائري مما يساعد على مواجهة الصعوبات.
- إنشاء سوق مالي " جديد " يتم الخروج من خلاله، لأن المخاطر برأس المال يفكر في الخروج قبل الدخول.
- تشجيع إنشاء هذا النوع من الشركات (شركات رأس المال المخاطر) بتقديم مختلف التحفيزات لها من تخفيضات جبائية على هاته الشركات، تشجيع الاستثمار فيها بمنح امتيازات،...؛
- - العمل على ترميم الابتكارات ونتائج البحث العلمي عن طريق وكالات متخصصة، لاسيما بعد أن اتجهت الجزائر إلى تغيير مسارها نحو الاقتصاد المنتج بدل الاقتصاد الريعي؛ .
- دعم أساليب الشراكة مع شركات رأسمال مخاطر أجنبية خاصة المالكة لتكنولوجيا عالية وتشجيع إنشائها في الجزائر.
- تمكين الأشخاص الأشخاص الطبيعيين من ممارسة نشاط رأس مال المخاطر ، بالإضافة إلى تشجيعهم ضريبيا للإكتتاب في رأسمال هذه الشركات.
- إنشاء جمعية مهنية للمخاطر برأس المال تساهم في تفعيل وتمثيل شركات رأس المال المخاطر.
- اتخاذ هذه الإجراءات وغيرها ، قد يمكن رأس المال المخاطر في الجزائر من تجاوز مختلف العقبات التي تواجهها ، والتي يمكن معالجتها رغم التأخر في إدراك حقيقة ضرورة تبني مثل هذه الشركات للمساهمة في وضع حد للمشاكل التمويلية وغير التمويلية التي تواجه المشاريع الناشئة حيث أثبتت أنها نموذج لتحقيق التنمية المستدامة والتطور في عدة من دول العالم.

3 - أفاق البحث :

- تسليط الضوء على التمويل برأس المال المخاطر وأهميته في تمويل المراحل الحرجة من حياة المشاريع.
- التمعن أكثر وتحليل النموذج الأمريكي لرأس المال المخاطر ، لأنه الأنسب للفكر المقاولاتي.
- ربط التمويل برأس المال المخاطر بتطوير القطاع الصناعي لما يوفره من حوكمة جيدة.
- وضع التجربة الجزائرية لرأس المال المخاطر تحت المجهر وتحليل ممارساته أكثر (تحليل معايير انتقاء المشاريع الاستثمارية وأشكال التدخل الإداري على مستوى الشركات الممارسة النشاط في الجزائر).
- تلعب صناديق رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري دورا لا يمكن تجاهله في تجسيد الأفكار الإبداعية لتصبح حقيقة على أرض الواقع، وحرري بنا كإقتصاد ريعي يسعى لتبني نموذج اقتصادي جديد يقوم على المقاولاتية والاستثمار ، أن نسعي جاهدين لإنقاذ هذه المهنة من حالة التهميش التي تعاني منها منذ فترة.

الخاتمة العامة

قائمة المراجع

1 - المراجع باللغة العربية:

أولاً: الكتب

1. ابراهيم عبد الحليم عباده، مؤشرات الأداء المالي في البنوك الاسلامية، الجزء الأول، الطبعة الأولى، دار النفائس، الأردن، 2008.
2. أحمد بن حسن بن أحمد الحسيني، صناديق الاستثمار دراسة و تحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية، سنة 1999.
3. أحمد فوزي ملوخية ، " أسس دراسات الجدوي للمشروعات الصغيرة " ، الطبعة الأولى، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2013.
4. جوليت فيرلي، إستثمر أموالك في صناديق الاستثمار، ترجمة: خالد العامري، دار القانون للنشر و التوزيع، مصر، سنة 1999.
5. دوابه أشرف، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الاسلامية، دار السلام، الاسكندرية، 2006.
6. سعاد نائف بربوطي، "ادارة الأعمال الصغيرة (أبعاد للريادة)"، الطبعة الأولى ، دار وائل للنشر ، الأردن ، 2005 .
7. السويلم سامي، التمويل بالمشاركة دروس من التجربة الامريكية، مركز البحوث شركة الراجحي المصرفية لاستثمار.
8. الشويكي سمير، المعجم الاداري، دار المشرق الثقافي، الأردن، 2006.
9. عدون ناصر دادوي، اقتصاد مؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998 .
10. مجموعة من الباحثين ، " إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر " ، كتاب جماعي دولي محكم ، جامعة جييجل، الجزائر، مارس 2021.
11. محمد الصيرفي ، " حدد موقع مشروعك " ، الطبعة الأولى ، دار الفكر الجامعي الاسكندرية ، 2007.
12. محمد توفيق ماضي ، " إدارة وجدولة المشاريع " ، الدار الجامعية، الطبعة الأولى الإسكندرية ، 2000.
13. محمد عبد الله أبو غزلة ، " إدارة المشاريع الصغيرة " ، الطبعة الأولى ، دار المجد ، عمان ، 2005 .
14. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك و المستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، مصر، سنة 2000.
15. مؤيد الفضل، "تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة" ، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر، الأردن، 2009.

قائمة المراجع

ثانيا: أطروحات الدكتوراه:

16. صالحى عبد القادر، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر 'افاق و واقع ' ،أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود و تمويل، جامعة باجي مختار، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير، عنابة، 2008/2007 .

ثالثا: رسائل الماجستير ومذكرات الماستر:

17. بلعدي عبد الله، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاجتماعية و العلوم الانسانية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008/ 2007.

18. رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، رأس مال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2018.

19. ضياف عليا، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة دراسة حالة الجزائر، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص نقد و تمويل، جامعة باجي مختار، عنابة.

20. عبد السميع روينه، تسيير المؤسسات التي تواجه صعوبات، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير ،تخصص تسيير، جامعة باتنة الجزائر، 2003/ 2004، غير منشورة.

21. عبديش سامية، بلقاسم بوذراع، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، جامعة قسنطينة1، كلية الحقوق، 2014.

22. محاجبية نصير، وظيفة الهندسة المالية في البنوك، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير، تخصص نقود ومالية، قلمة، 2006.

23. محمد براق، إستراتيجية التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، 2012.

24. محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة finalep، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009.

قائمة المراجع

رابعاً: المقالات

25. اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي اسيا الاسكو، الموارد المالية و رأس المال المخاطر و ريادة الاعمال في تكنولوجيا للمعلومات الاتصالات، الامم المتحدة.
26. خيتي علي ، بوعويينة سليمة ، " المؤسسات الناشئة ، الصغيرة والمتوسطة واقع وتحديات " ، مجلة دراسات وأبحاث، المجلد12، العدد 4 أكتوبر ،جامعة تيبازة ، الجزائر، 2020/10/02.
27. بريش السعيد، رأس المال بديل مستحدث في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (دراسة الشركة ،sofinance)، مجلة الباحث، العدد05.
28. بودالي مخطار، إشكالية تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسات الناشئة في الجزائر، مجلة الإقتصاد المال والأعمال، المجلد05، العدد02، جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي، الجزائر، 31ديسمبر2020.
29. بو الشعور، دور حاضنات الأعمال في دعم و تنمية المؤسسات الناشئة، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد05، 2018.
30. 6- رايح خوني، رامي حريد، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد9، جامعة بسكرة، الجزائر، ديسمبر 2005.
31. رضاني مروى، بوقرة كريمة ، " تحديات المؤسسات الناشئة في الجزائر - نماذج لشركات ناجحة عربيا) " ، حوليات جامعة بشار في العلوم الإقتصادية، المجلد رقم 07، العدد03، جامعة ميلة، الجزائر، 2021/01/31.
32. عابد نصيرة، بريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كبديل استراتيجي لتدعيم التمويل الإستثماري بالجزائر، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد14، العدد19، جامعة الشلف، الجزائر، 2018-10-29.
33. عالية حمانة كمال ضياف، رأس المال المخاطر إتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة حالة الجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، المخر، العدد05، الجزائر، 2016.

قائمة المراجع

خامسا: الملتقيات العلمية

34. روينه عبد السميع، حجازي اسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف، يومي 18-17 أفريل، 2006.

35. عبد الله ابراهيم، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مواجهة مشكل التمويل، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، الشلف، يومي 17-18 أفريل 2006.

36. علي محبوب ، علي سنوسي ، مداخلة "التسويق الإلكتروني ودور المؤسسات الناشئة في تلبية إحتياجات العملاء بالجزائر" ، المؤتمر الدولي الافتراضي حول دور المؤسسات الناشئة في تحقيق الإقلاع الإقتصادي الجزائري المنشود .

37. كندة زليخة و ريمة عمري، تفعيل دور مؤسسات التمويل المتخصصة في الجزائر، ورقة مقدمة ضمن الملتقى الوطني حول: سبل تطوير البدائل التمويلية للمشاريع الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، جامعة 08 ماي 1954 قالمة، 12/13 ماي 2009.

38. منير نوري، أثر الشراكة الأورو جزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ملتقى دولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18، اشراف مخبر العولمة و اقتصاديات شمال افريقيا، جامعة الشلف.

سادسا: النصوص التنظيمية و التشريعية:

39. المعدل المتم بالأمر 03-11 المتعلق بالنقد و القرض المؤرخ في 26 أوت 2003، الجريدة الرسمية رقم 52 ،الصادرة بتاريخ 27 أوت 2003.

سابعا : المراجع باللغة الأجنبية

40. WiCHAM (Syivain). Entreprises moyenne Chroniques SEdeIS 1995. P71.

41. Bessis (goel) capital risque et financent d'entreprise.

42. Esposito(Odile)à Bouscart (Fammy)à Qui finance la croissance de PME Problèmes Economiques N2469 France 24/04/1999

43. Lean Startup , « Adding and experimental Learning perspective to the entrepreneurial process », Université Twente , Netherlands, and technishe universitat Berlin, Germany pd .

قائمة المراجع

44. Khalil Ammar, LA Banque De Financement Des Petites et Moyennes Entreprises, Sèminaire International sur la promotion du financement de la PME, Alger le 27-28 Sptembre 2005.

45. Alain Kempff , « communication des Entreprises », 2 Edition , Armand Colin ,Paris ,2006.

ثامنا: مواقع الانترنت

46. <https://www.forbes.com>, 22/05/2021a, 09 :09.

47. <https://www.forbes.com>, 27/05/2021a, 11:09.

48. http://www.idbe_egypt.com/doc/nshat.doc

49. www.sofinance.dz.com

50. <https://www.larousse.fr/encyclopedia/divers/start-up/93701> ,28/05/2021 ,a19:00.