



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الفرع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

## مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

دور رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة  
دراسة حالة تجارب دولية

المشرف	اعداد الطلبة	
ذ. مشري فريد	بن يانت الحسن	1
		2

### لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	ذ. مرزوقي ياسر
مشرفا ومقرا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	ذ. مشري فريد
ممتحنا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	ذ. لطيف وليد

السنة الجامعية 2023/2022



# شكرًا

الحمد لله رب العالمين الذي منحنا القوة لانهاء هذا البحث والخروج به بهذه الصورة المميزة ،فبالامس القريب كنا بدأنا مسيرتنا التعليمية ونحن ننظر الى يوم التخرج كأنه يوم بعيد فرأيناه هدفًا ساميًا يستحق الخوض وتحمل العناء لاجله،  
وان هذا البحث الذي اقدمه بين ايديكم يحمل في طياته معلومات هامة بدلت جهدا كبيرا لدراستها وجمعها لتظهر لكم في بهذا الشكل ،  
وايماننا بمبدأ انه لايشكر الله من لايشكر الناس ، فاني اتقدم بالشكر الجزيل للاستاذ المعلم الدكتور مشري فريد الذي ساعدني في مسيرتي لانجاز هذا البحث حيث كان له الدور الكبير في توجيهي الاكاديمي ونقده البناء ،كما لايفوتني ان اتوجه بالشكر الجزيل للجنة المناقشة الموقرة التي تبنت عناء مناقشة هذا البحث.

الحسن.



# إهداء

إلى كل من علمني حرفا وكان معلما لي ، إلى روح أبي الزكية الطاهرة  
إلى أمي العزيزة الغالية آمنة التي سهرت من اجلي و أخي الأكبر المبجل  
الذي كان سندا و عوضا لي بعد أبي ، وإخوتي زكريا ومريم وحسين  
إلى كل أفراد عائلتي داخل وخارج الوطن  
إلى كل أفراد الأسرة الجامعية بميلة و اخص بالذكر أستاذي و مشرفي  
المحترم الدكتور مشري فريد  
إلى لجنة المناقشة كل باسمه ومقامه  
إلى كل هؤلاء اهدي هذا العمل المتواضع  
سانلين من المولى عز وجل أن يجعله نبراسا لكل طالب علم.

الحسن.

# الملخص



## الملخص:

تعتبر الشركات الناشئة ركيزة من ركائز الاقتصاد لما لها من دور فعال في رفع عجلة التنمية وتنشيط الاقتصاد، ورغم الدور الفعال الذي يلعبه هذا النوع من الشركات إلا أنها تواجه عدة مشاكل تعيق وجودها ونشاطها ولعل أكثر مشاكل يواجهها هو مشكل التمويل نظرا لخصوصيتها، حيث يصعب حصولها على التمويل بالطريقة الكلاسيكية من البنوك التي تشترط عليها ضمانات لا تقدر عليها، وهو ما استوجب إيجاد طرق تمويلية بديلة للطرق الكلاسيكية تتلاءم وخصوصيتها، وتوصلنا من خلال دراستنا ان هناك طرق حديثة في تمويل الشركات الناشئة تتمثل في تقنية رأس المال المخاطر الذي أثبت نجاعته وانفراده بالتدخل في كل مراحل حياة المشاريع والشركات من مرحلة الإنشاء وصولا إلى مرحلة التعثر، ونظرا لأهمية رأس المال المخاطر ودوره الكبير في تمويل الشركات الناشئة على مستوى العالم لاسيما في الدول الكبرى كالولايات المتحدة الأمريكية والتي تعتبر رائدة في مجال التمويل برأس المال المخاطر، أبدت كذلك الدولة اهتماما كبيرا به وحاولت إرساء سوقا له في الجزائر، ورغم ذلك وجدنا أن رأس المال المخاطر في الجزائر مازال في بدايته، وغير معروف عند أغلب الشركات وأصحاب المشاريع الناشئة.

**الكلمات المفتاحية: الشركات الناشئة، رأس المال المخاطر، شركات راس المال المخاطر.**



**Summary:**

Start-Ups Are One Of The Pillars Of The Economy Because They Are Instrumental In Raising The Pace Of Development And Revitalizing The Economy, Despite The Effective Role Played By This Type Of Enterprise, Faces Several Problems That Hinder Its Existence Its Activity Is Perhaps Most Problematic Because Of Its Specificity, As It Is Difficult To Obtain Financing In The Classic Way From Banks That Require Guarantees That Are Not Capable Of Approach ", Which Necessitated Alternative Financing Methods For Classical Roads That Are Appropriate To Their Specificity, One Of These Methods Is The Emergence Of Risk Capital, Which Has Proven To Be Effective And Unique By Intervening In All Stages Of Enterprise And Enterprise Life From Construction To Construction.

The Stumbling Point, Given The Importance Of Risk Capital And Its Significant Role In Financing Emerging Enterprises Globally, Especially In Major Countries Such As The United States Of America, Which Is Considered A Leader In Risk Capital Financing; The State Has Also Shown Great Interest In Him And Tried To Establish A Market For Him In Algeria. And Yet We Found That Algeria's Venture Capital Is Still At Its Inception, Unknown To Most Enterprises And Start-Up Entrepreneurs.

**Keywords: Startups, Capital Risk, venture capital firms**

# الفهرس





الصفحة	فهرس المحتويات
	الشكر
	الإهداء
	الملخص
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
مقدمة	
أ	1. الإشكالية
ب	2. فرضيات الدراسة
ب	3. الدراسات السابقة
ج	4. أهمية الدراسة
ج	5. أهداف الدراسة
ج	6. أسباب اختيار الموضوع
د	7. منهج البحث
د	8. صعوبات البحث
د	9. هيكل البحث

الفصل الأول	
1	تمهيد
2	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للشركات الناشئة
3	المطلب الأول: مفهوم الشركات الناشئة
4	المطلب الثاني: مميزات الشركات الناشئة
5	المطلب الثالث: أنواع الشركات الناشئة وأهميتها
6	المطلب الرابع: آليات تمويل الشركات الناشئة حسب دورة حياتها
7	المبحث الثاني: ماهية رأس المال المخاطر
8	المطلب الأول: نشأة و مفهوم رأس المال المخاطر
9	المطلب الثاني: الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر و أهميته
10	المطلب الثالث: خطوات ومراحل التمويل برأس المال المخاطر
11	المطلب الرابع: مزايا و عيوب التمويل برأس المال المخاطر
12	المبحث الثالث: ماهية شركات رأس المال المخاطر
13	المطلب الأول: مفهوم شركات رأس المال المخاطر ودواعي إنشائها
14	المطلب الثاني: التركيبة القانونية لشركات رأس مال المخاطر
15	المطلب الثالث: مصادر أموال شركات رأس المال المخاطر
16	المطلب الرابع: علاقة شركات رأس المال المخاطر بالشركات الممولة وأهم المخاطر التي تواجهها
17	خلاصة الفصل

الفصل الثاني	
18	تمهيد
19	المبحث الأول: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر
20	المطلب الأول: الشركة المالية الجزائرية للمساهمة ( FINALEP )
21	المطلب الثاني: الشركة المالية للاستثمار المساهمة والتوظيف (SOFINANCE)
22	المطلب الثالث: الشركة الجزائرية السعودية لاستثمار (ASICOM)
23	المبحث الثاني: تجارب دولية في مجال التمويل برأس المال المخاطر للشركات الناشئة
24	المطلب الأول: التجربة الأمريكية في مجال التمويل برأس المال المخاطر
25	المطلب الثاني: التجربة السعودية في مجال التمويل برأس المال المخاطر
26	المطلب الثالث: التجربة الفرنسية في مجال التمويل برأس المال المخاطر
28	خلاصة الفصل
29	الخاتمة
30	قائمة المراجع

# قائمة الاشكال



الرقم	عنوان الاشكال	الصفحة
01	طرق تمويل الشركات الناشئة حسب مراحل دورة حياتها	11
02	مبدا شركات راس المال المخاطر	38
03	مصادر اموال راس المال المخاطر(الوحدة :النسبة المئوية)	43
04	الهيكل التنظيمي لشركة FINALP	51
05	رقم اعمال شركة FINALP ما بين (2010-2019) الوحدة: مليون دينار جزائري	58
06	تطور النتيجة العامة لشركة FINALP ما بين (2010-2019) (الوحدة: مليون دينار جزائري)	58
07	الهيكل التنظيمي لشركة SOFINANCE	66
08	عملية جمع اموال صناديق راس المال المخاطر في الو.م.أ ما بين (2014-2020) (الوحدة: مليار دولار)	83
09	المبالغ المستثمرة في شكل راس المال المخاطر في الو.م.أ ما بين (2014-2020) (الوحدة: مليار دولار)	84
10	حجم استثمارات راس المال المخاطر حسب مرحلة النمو في سنة (2020) (الوحدة: النسبة المئوية)	85
11	حجم استثمارات راس المال المخاطر حسب القطاعات في الو.م.أ سنة (2020) (الوحدة :النسبة مئوية)	86
12	وضعية العرض العام على الجمهور في الو.م.أ ما بين (2014-2020) (الوحدة: مليار دولار)	87
13	مسيرة تطور الاستثمار الجريء في السعودية خلال (2015-2020) (الوحدة: مليون دولار)	89
14	اعلى القطاعات من حيث قيمة الاستثمار الجريء في السعودية سنة (2020) (الوحدة: النسبة المئوية)	90

# قائمة الجداول



الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
20	انواع الاستثمار الملائكي	01
57	مجال نشاط شركة FINALP	02
59	شركاء شركة FINALP	03
60	التمويل الثلاثي في الشركة الناشئة	04
61	التمويل الثنائي في الشركة الناشئة	05
67	تطور حصيلة نشاط شركة SOFINANCE ما بين (2012-2017) الوحدة: مليون دينار جزائري	06
68	التزامات شركة SOFINANCE ما بين (2008-2017) الوحدة: الدينار الجزائري	07
76	المشاريع الاستثمارية الموكلة للشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM	08
77	توزيع المشاريع الممولة من طرف شركة ASICOM حسب القطاع ما بين (2017-2019)	09
91	المبادرات القائمة لدعم صناعة راس المال المخاطر في السعودية	10
92	معوقات تطوير صناعة راس المال المخاطر في السعودية وحلول مقترحة	11
95	مقارنة بين المشروعات الممولة براس المال المخاطر وتلك الممولة ذاتيا في فرنسا (الوحدة: النسبة المئوية )	12



# مقدمة



إن موضوع التمويل يستقطب منذ زمن بعيد اهتمام العديد من الاقتصاديين والباحثين، ويعد التمويل من بين الأساسيات لإنشاء، تشغيل وتوسع الشركات الناشئة، من خلال تغطية كافة احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها ووظائفها المعتادة وأيضا ضمان استمرارها، لذلك أخذ تطوير أدوات التمويل اهتماما كبيرا من طرف المالىين والمستثمرين، لتبرز تقنية جديدة تختلف عن التمويل التقليدي تتمثل في التمويل عن طريق تقنية رأس المال المخاطر، هذه الأخيرة عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية الغير قادرة على توفير الأموال من البنوك أو من إصدارات الأسهم العامة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، بواسطة مؤسسات تدعى شركات رأس المال المخاطر، نشأت أول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام، 1946 ثم توالى ظهورها في باقي دول العالم المتقدمة والنامية على حد سواء، تهتم هذه الشركات خصوصا بتمويل تجسيد الأفكار الجديدة على أرض الواقع، خاصة في القطاعات التي تتميز بدرجة مخاطر عالية كالقطاعات التي تتميز بتقلبات تكنولوجية حادة، قطاع الإعلام الآلي، البيو كيمياء، الاتصالات، الإلكتروني، ... الخ.

وقد شهد الاقتصاد الجزائري عدة تحولات وإجراءات مست جوانب مختلفة منه، في مسار الانتقال نحو اقتصاد السوق، والذي تجسد من خلال الانسحاب الجزئي للدولة من النشاط الاقتصادي وفتح المجال أمام القطاع الخاص، بخصوصية للمؤسسات العمومية واتبعت الدولة الجزائرية هذه السياسة رغبة منها في الإصلاح الاقتصادي، مما استدعى تقوية القطاع الخاص وتشجيع الاستثمارات وإنشاء الشركات الاقتصادية خاصة منها الشركات الناشئة، بالنظر إلى الوزن والأهمية التي تكتسيها في النهوض بالاقتصاد الوطني من خلال التنمية الاقتصادية، توفير مناصب شغل وإنشاء الثروة.

وتواجه الشركات الناشئة العديد من الصعوبات، لعل أهمها الصعوبات التمويلية في ضل عدم إمكانية توجيهها لسوق رأس المال والبنوك لما تطلبه من ضمانات عينية أو شخصية، ولأنها تركز جل اهتمامها على القدرة على سداد أقساط القروض في الآجال المحددة والمتفق عليها، مما يصعب على المشاريع الناشئة تلبية. كما أن هذه المشاريع في المراحل الأولى من نموها لا تملك بيانات ومعلومات عن الماضي المالي لها كونها لم تنطلق بعد في ممارسة نشاطها، إضافة للمخاطر المرتبطة بعدم معرفة كيفية تعامل السوق مع هذه المشاريع. لذلك وجب البحث عن بدائل تمويلية تتناغم مع الطبيعة المالية للمشاريع الناشئة، فتم استحداث وسيلة تمويلية جديدة خصيصا لهذا الغرض ألا وهي رأس المال المخاطر.

### أولاً: مشكلة الدراسة

تشكل الشركات الناشئة أحد أهم العناصر في منظومة الاقتصاد العالمي عموما والمحلي خصوصا، حيث تساهم في تحقيق القيمة المضافة وبالتالي التنمية الاقتصادية، ويحدد مدى نجاح الشركات الناشئة أو فشلها في تحقيق أهدافها من خلال ارتباط ذلك بمجموعة من العناصر لعل أهمها عنصر التمويل ودوره في توفير التمويل المالي اللازم لضمان استمرارية تلك الشركات، وقد أفرد الفكر التنظيمي اهتماما خاصا بطرق التمويل الحديثة على غرار تلك التقليدية، ومن بين المفاهيم التي ظهرت حديثا في هذا الشأن ووجد أن لها دور كبير

على اداء الشركات الناشئة هو التمويل برأس المال المخاطر ، وعلى ضوء ما سبق يمكن صياغة إشكالية الدراسة من خلال التساؤل الرئيسي التالي:

- ما مدى دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة ؟

وبناء على الإشكالية الرئيسية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية :

◀ ماذا يقصد بتقنية رأس المال المخاطر، وهل تتناسب واحتياجات المشاريع الناشئة؟

◀ ما هو واقع رأس المال المخاطر في الجزائر؟

◀ ما هو واقع رأس المال المخاطر في الاقتصاد الأمريكي؟

◀ كيف يتم تمويل المشاريع الناشئة في الجزائر؟

**ثانيا: فرضيات البحث**

وللإجابة على التساؤلات السابقة اعتمدنا على مجموعة من الفرضيات كما يلي:

**الفرضية الاولى:** رأس المال المخاطر هو مصدر تمويلي يناسب احتياجات الشركات والمشاريع الناشئة لأنه يقترح عليهم تمويل بديل عن التمويل التقليدي.

المساهمة المباشرة في رأس مالها فيوفر لها الدعم المالي والإداري.

**الفرضية الثالثة:** توجد بعض الشركات الرائدة في الجزائر بمجال تمويل المشاريع الناشئة وتعتمد فيها

على معايير مستقبلية كالمردودية المتوقعة كشركات Asicom،Finalpe،Soufinance

**الفرضية الثالثة:** تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية من البلدان الرائدة في مجال التمويل برأس المال المخاطر حيث نجد عدة شركات تنشط في هذا القطاع منها وادي السيليكون.

**ثالثا: أهمية الدراسة**

يمكن تلخيص أهمية هذا البحث في جملة من النقاط نوردتها فيما يلي:

◀ مساعدة الشركات الناشئة للتعرف على أحد أحدث خيارات التمويل والتي تناسب احتياجاتها الاستثمارية.

◀ البحث عن مكانة التمويل برأس المال المخاطر في السوق الجزائرية ضمن مصادر التمويل القائمة ودراسة بعض التجارب الدولية الرائدة في مجال التمويل برأس المال المخاطر.

◀ التعرف على كيفية تطبيق هذه التقنية على مستوى الشركات الممارسة لإسقاط الجانب النظري ومقارنته مع ما هو موجود فعلا على أرض الواقع.

**رابعا: أهداف الدراسة**

◀ معرفة تقنية رأس المال المخاطر و مزايا العلاقة التمويلية التي تربط الشركة الممولة بالشركة الناشئة.

◀ معرفة دور رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة.

◀ دراسة وقع رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة بالجزائر وفي بعض دول العالم الرائدة في هذا المجال.

## خامسا: أسباب اختيار الموضوع

إن مبررات اختيار هذا الموضوع تعود أساسا الى اعتبارات ذاتية واخرى موضوعية:

## 1- المبررات الذاتية

كونه موضوعا في الاختصاص لأنه يوضح كيفية توفير النقود للشركات الناشئة من قبل البنوك والشركات المالية بأسلوب مستحدث يختلف عن التمويل التقليدي. وبالتالي يمس من طرفيه سواء من جهة النقد أو البنوك.

كـ ميولنا الشخصية لمعرفة ما يحتويه هذا الموضوع ومحاولة التعمق فيه لإثراء مكتبتنا بمرجع جديد.

كـ هذا الموضوع أحد أهم المواضيع ذات العلاقة ببيئة الشركات الناشئة، ومن المواضيع المعرفية الأكثر جذبا للبحث والتي ما زالت بحاجة إلى مزيد من البحث حتى يمكن فهمها.

## 2- المبررات الموضوعية

كـ الموضوع يتحدث عن رأس المال المخاطر وهو أحد طرق الحديثة لتمويل الاستثمارات الإنتاجية طويلة الأجل والتي تساهم دفع معدل النمو الاقتصادي.

كـ الاهتمام المتزايد بالموضوع من طرف اصحاب المشاريع الناشئة نظرا لما يقدمه من قيمة مضافة لهم في مجال التمويل.

كـ تتبع آلية تمويل المشاريع عبر رأس المال المخاطر على مستوى الشركات الممارسة للتقنية بالجزائر.

## سادسا: منهج الدراسة

حتى تكون دراستنا ذات طابع منهجي، وتماشيا وما تقتضيه الدراسات من هذا النوع فقد اعتمدنا على المنهج الوصفي عند التطرق لمختلف الجوانب المرتبطة بالشركات الناشئة وتقنية رأس المال المخاطر من تعريف وخصائص ومزايا، وكذلك على منهج دراسة حالة في الفصل الثاني من خلال تتبع واقع شركات رأس المال المخاطر بالجزائر وكذلك وبعض التجارب الدولية لمعرفة مراحل وآلية ومعايير أخذ المساهمة في رأسمالها.

## سابعا: صعوبات الدراسة

ككل الأبحاث والدراسات ونظرا لحدثة موضوع التمويل برأس المال المخاطر واجهنا بعض الصعوبات من لعل أهمها:

كـ نقص المعلومات المتعلقة بنشاط شركات التمويل برأس المال المخاطر في الدول الرائدة بالمجال عموما وفي الجزائر خصوصا.

كـ اغلب المراجع والدراسات السابقة باللغة الأجنبية الأمر الذي زاد من صعوبة ترجمتها والحفاظ على محتواها دون تحريف من باب الأمانة في نقل المعلومة.

كـ عدم وجود إحصائيات متعلقة بالشركات الناشئة أو سبل تمويلها في الجزائر، وذلك لحدثة الطرح، حيث تم ضبط تعريفها من قبل المشرع الجزائري سنة 2020.

## ثامنا: الدراسات السابقة

◀ من بين الدراسات التي اطلعنا عليها ومتعلقة بموضوع بحثنا نذكر ما يلي:

- دراسة: بوحرب حكيم، دور رأس المال رأس المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في الشركات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة اقتصاد الجديد جامعة خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر، الجديد العدد 11-: المجلد 02-2014 وخلصت هذه الدراسة أن تلعب الشركات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في تحقيق التنمية الاقتصادية، حيث أنها تعزز الازدهار الاقتصادي وتولد مناصب جديدة، وتحافظ على الاستقرار الاجتماعي، كما أنها تعمل على استغلال الأفكار التكنولوجية التجارية ومختلف الابتكارات الجديدة، لكن وبالرغم من المكانة الهامة التي تحتلها، أجمع العديد من المفكرين الاقتصاديين ومختلف الهيئات المهتمة بموضوع الشركات الصغيرة والمتوسطة، على أن هذه الأخيرة تعاني من العديد من المشاكل التي تقف عائقا في وجه بقائها وتقدمها، ومن بين أهم المشاكل التي ركزت عليها مختلف الدراسات الاقتصادية مشكلة التمويل نتيجة لذلك عكفت الهيئات المشرفة على هذا النوع من الشركات على البحث عن مصادر تمويلية حديثة مكملتها لتلك التقليدية، حيث تتميز هذه المصادر الحديثة بكونها أكثر مراعاة للخصوصيات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن بين أهمها رأس المال المخاطر، الذي بات يحتل مكانة هامة في الحد من المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك لكون أن استراتيجيات شركات رأس المال المخاطر لا تأخذ فقط البعد التمويلي بل تتعداه إلى أبعاد أخرى، تساهم من خلالها في تحسين أداء هذه الشركات، وتعتبر التجربة الأمريكية في هذا المجال كأحسن التجارب العالمية، وذلك للمكانة التي أصبح يحتلها رأس المال المخاطر كأحد الخيارات المالية الهامة لشريحة كبيرة من الشركات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية.

- دراسة: براق محمد والأستاذ بن زاوي محمد الشريف بعنوان: "الهيكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر" منشورة بالملتقى الوطني: استراتيجية التنظيم ومرافقة الشركات، الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير-جامعة قاصدي مرباح بورقلة، الجزائر أفريل 2012 تعرض إلى الشركات والهيكل المساعدة على التمويل عن طريق رأس المال المخاطر والتي تنشط على مستوى سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، وما تلعبه من دور مهم وأساسي في التمويل والمرافقة والتوجيه للمقاولين والشركات التي هي في مرحلتها ما قبل الإنشاء والإنشاء فضلا عن تسهيل عملية حصول هذه الشركات على التمويل اللازم لمرحلة ما بعد الإنشاء عن طريق شركات رأس المال المخاطر.

## تاسعا: تقسيم الدراسة

بغية الإلمام والإحاطة بمختلف حيثيات الموضوع وتحليل أبعاده والإجابة عن الإشكالية المطروحة، ولترتيب مختلف المعارف تم تقسيم الدراسة إلى فصلين أما الفصل الأول مقسم إلى ثلاث مباحث، وأما الفصل الثاني مقسم إلى مبحثين، حيث استئينا الجانب النظري بالفصل الأول المعنون ب: الإطار النظري للشركات الناشئة وآليات تمويلها، إذ تناولنا فيه مفهوم الشركات الناشئة وماهية رأس المال المخاطر وشركات

راس المال المخاطر، أما الفصل الثاني المعنون بتجارب دولية رائدة في مجال التمويل براس المال المخاطر فيحمل في طياته دراسة لواقع شركات راس المال المخاطر ومدى تمويلها للشركات الناشئة بالجزائر، كما قمنا بدراسة حول بعض التجارب الدولية الرائدة في مجال تمويل الشركات الناشئة بتقنية راس المال المخاطر بعدها ختمنا البحث بخاتمة تحتوي على النتائج المتوصل اليها من خلال هذا البحث وأفاق راس المال المخاطر في الجزائر في المستقبل الواعد.

الفصل الأول  
الإطار النظري للشركات  
الناشئة وآليات تمويلها





تمهيد:

تعتبر الأوضاع الجديدة التي عرفتتها اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء بمثابة بيئة مثلى لظهور الشركات الصغيرة والمتوسطة وذلك نظرا للمرونة التي تميزها والتي تمكنها من الاستجابة السريعة للتغيرات الاقتصادية، وإيماننا منها بأهميتها قامت مختلف الدول والهيئات الاقتصادية كالجزائر بدعم وتنمية هذه الشركات ، وذلك بإعداد العديد من البرامج التنموية الخاصة بذلك وتقديم التحفيز الكافي لضمان استمرارها ونموها، ولكن وبالرغم من كل الجهود المبذولة في سبيل النهوض بقطاع الشركات الصغيرة والمتوسطة، مازال هذا الأخير يتصف بالهشاشة، وذلك بسبب تعرضه للعديد من العراقيل والمشاكل، والتي أهمها المشكلة التمويلية، والتي أصبحت تهدد شريحة كبيرة من هذه الشركات، حيث أنها أصبحت تلاقى صعوبات كثيرة في التعامل مع الوساطة المالية في صورتها التقليدية، وذلك بسبب ارتفاع مخاطرها، وعقد قنوات الاتصال بينها وبين مختلف الشركات المالية، ومن هنا اقتضت الجهات القائمة على هذا النوع من الشركات بضرورة البحث عن مصادر تمويلية حديثة، تكون مكملة للتقليدية، ويأتي على رأس هذه المصادر رأس المال المخاطر، الذي أصبح يحتل مكانة هامة في تقديم الكثير من صور الدعم للشركات الناشئة Startups ذلك للمساهمة في الرفع من قيمتها، حيث أصبحت هذه الأخيرة مصدرا رئيسيا للإبداع وخلق مناصب العمل، والسبيل لدعم التنمية في أغلب دول العالم، نظرا لأهميتها الاستثمارية والتنموية الناتجة عن تكلفة إنشائها المنخفضة ومرونتها ومشاريعها المبتكرة، وسهولة انتشارها جغرافيا، ومساهمتها في رفع معدلات النمو الاقتصادي باعتبارها القوة الاقتصادية المحركة لاقتصاديات الدول، تعتبر الأكثر كفاءة في توظيف رأس المال وتساهم في توفير فرص العمل، وبالتالي التقليل من البطالة، إلا أنه ونتيجة لتبنيها أفكار جديدة ومبتكرة إبداعية فهي تكون فائقة المخاطرة وهذا لا ينفي حاجتها للرعاية للوقوف في وجه المنافسة وإحاطتها بعناية خاصة والتغلب على العقبات التي تقف أمام استمرارها واستدامتها.

وقد قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين على النحو التالي:

❖ المبحث الأول: مفهوم الشركات الناشئة

❖ المبحث الثاني: ماهية رأس المال المخاطر

❖ المبحث الثالث: ماهية شركات رأس المال المخاطر

## المبحث الأول: ماهية الشركات الناشئة

تسعى الشركات الناشئة "Startup" في طبيعتها إلى تقديم حلول وطرح خدمات رائدة في السوق وهيمن أحد سمات العصر الحديث، حيث أنها تعمل على إيجاد حل مشاكل ليس لها حلول وإيجاد حلول أفضل من الموجودة في الوقت الحالي، حيث تتسم بالإبداع والقدرة على إحداث تأثير كبير ولا يكون الحل فيها واضحا ولا يمكن ضمان النجاح، كما تتميز هذه الشركات بكونها شركات شابة يافعة وأمامها خياران: إما التطور والتحول إلى شركات ناجحة وإمكانية نموها، أو إغلاق أبوابها والخسارة، كما يعتمد مؤسسو الشركات الناشئة "start-ups" على التكنولوجيا للنمو والتقدم، والعثور على التمويل من خلال المنصات على الإنترنت ومن خلال الفوز بمساعدة ودعم من قبل حاضنات الأعمال.

ويعتبر تحديد مفهوم الشركات الناشئة أمرا ضروريا لكل باحث في هذا المجال أو الموضوع في دراسته وتحليله وكذا أمام مقررسي السياسات التنموية ليسهل عليهم إعادة برمجة وتنمية ووضع مخططات استراتيجية لتعدد مفاهيم الشركات الناشئة.

### المطلب الأول: مفهوم الشركة الناشئة

أولاً: تعرف الشركة الناشئة على أنها شركة ذات تاريخ تشغيلي قصير، وهذه الشركات تكون غالبا حديثة الإنشاء، وتكون في طور النمو والبحث عن الأسواق، وأصبح هذا المصطلح متداولاً على نطاق عالمي بعد فقاعة الدوت كوم، حيث يقوم المؤسسون بتصميم الشركات الناشئة لتطوير نماذج أعمال قابلة للتطوير بكل فعالية.<sup>1</sup>

- وقد عرفها PaulGraham: في مقاله المشهور حول النمو "Growth" على أنها شركة صممت لتنمو بسرعة، وكونها تأسست حديثاً لا يجعل منها شركة ناشئة في حد ذاتها، كما أنه ليس من الضروري أن تكون الشركات الناشئة تعمل في مجال التكنولوجيا، أو أن تمول من طرف مخاطر أو مغامر، والأمر الوحيد الذي يهم هو النمو وأي شيء آخر يرتبط بالشركات الناشئة يتبع النمو.

- تعرف الشركة الناشئة "startup" اصطلاحاً حسب القاموس الإنجليزي: على أنها مشروع صغير بدأ للتو، وكلمة "Start-up" تتكون من جزئين "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 (Capital-risque) ليشيع استخدام المصطلح بعد ذلك وفي أيامنا الحالية يوجد المصطلح ويعرفه القاموس الفرنسي la Rousse: على أنها "الشركات الشابة المبتكرة، في قطاع التكنولوجيات الحديثة.

<sup>1</sup> بوالشعور شريفة، دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية الشركات الناشئة startups دراسة حالة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد رقم 04، العدد 2، جامعة 20 أوت، سكيكدة الجزائر، 1995، ص 420.

- في غياب إجماع حول تعريف موحد حول "Start-up" فإن هذا المفهوم وفق المعجم Larousse يشير إلى أنها تلك الشركات الفتية المبدعة في مجال تكنولوجيات الإعلام والاتصال ومهمتها خلق وتسويق تكنولوجيات جديدة، ويعرفها الباحث "Eric Reis" بأنها تلك الشركات التي تهدف إلى تطوير وتوزيع منتج جديد في ظل درجة عالية من حالة عد. التأكد<sup>1</sup>.

كما تعتبر الشركة الناشئة حديثة العهد يتم تأسيسها بواسطة رائد أعمال أو مجموعة، بهدف تطوير منتج أو خدمة مميزة لإطلاقها في السوق بحسب طبيعتها، وتميل الشركات الناشئة التقليدية إلى التمتع بأعمالها المحدودة عند التأسيس وانطلاقها من مبلغ استثماري أولي يضعه المؤسسون أو أحد من أقاربهم، كما أنها تتميز بارتفاع عدم التأكد ومخاطرة عالية في مقابل تحقيقها.

- وقد عرفها رائد الأعمال الشهير ستيف بلانك: على أنها منظمة مؤقتة تبحث عن نموذج اقتصادي يسمح بالنمو، مربح بشكل متكرر ويمكن قياسه. أنها تختبر نماذج اقتصادية مختلفة وتكتشف بينتها وتتكيف معها تدريجياً، أي أن الشركة الناشئة يجب أن تعمل على نجاح مشروعها بشكل سريع وله تأثير على السوق الذي تود التواجد والعمل به بشكل فوري، أي أنها فكرة ورؤية يقوم بتجسيدها عامل المشروع وتعمل في سوق غير مستقرة في كثير من الأحيان لاقتراح منتج أو خدمة جديدة.

- وعرفها نيل بلومينال: على أنها شركة تعمل على إيجاد حل لمشكلة غير واضح كيف يمكن حلها وغير مضمون نجاح هذا الحل.<sup>2</sup>

من خلال ما سبق يمكن تعريف الشركات الناشئة على أنها مؤسسة تسعى لتسويق وطرح منتج جديد أو خدمة مبتكرة تستهدف بها سوق كبير، بغض النظر عن حجم الشركة أو قطاع أو مجال نشاطها كما أنها تتميز بارتفاع عدم التأكد، ومخاطرة عالية في مقابل تحقيقها لنمو قوي وسريع مع احتمال جنيها لأرباح ضخمة في حالة نجاحها.

### ثانياً: خصائص الشركات الناشئة

الشركات الناشئة عبارة عن منشآت مصغرة، صغيرة ومتوسطة تتميز بمجموعة من الخصائص بعضها يشكل نقاط قوة والآخر يشكل نقاط ضعف لها. ونذكر من بين الخصائص التي تمثل نقاط قوة لهذه الشركات:<sup>3</sup>

#### 1- توازن هيكل النشاط الإنتاجي: نظراً لمعاناته في معظم الدول النامية من خلل في هيكل الاقتصاد

بسبب غياب قاعدة قوية من صناعات صغيرة ومتوسطة يستند إليها، حيث بات من الضروري تقليص

<sup>1</sup> المؤمن عبد الكريم، كريمة توفيق، عاشور حيدوشي، كتاب جماعي بعنوان: الشركات الناشئة ودورها في إنعاش الاقتصاد في الجزائر، مخبر الشركات الصغيرة والمتوسطة في التطوير المحلي - حالة منطقة البويرة، جامعة البويرة، الجزائر، 2018، ص 16.

<sup>2</sup> مجموعة من الباحثين، دراسات وأبحاث المجلة العربية للأبحاث والدراسات في العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 12، عدد 01، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر 24 أكتوبر 2009 ص 536.

<sup>3</sup> سبتي محمد، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، دراسة حالة المالية الأوروبية للمساهمة، مذكرة ماجستير، جامعة قسنطينة الجزائر 2008-2009، ص 11.

الفجوة ووضع استراتيجيات لإصلاح هذا الخلل وتوسيع هذه المنشآت الصغيرة القابلة للتطوير والإنتاج.

2- دعم الشركات الكبيرة: وهذا من خلال توفير المنتجات الوسيطة لنشاط الشركات الكبرى.

3- توفير فرص عمل حقيقية وتقليص حجم البطالة: تتميز الشركات الناشئة بقدرتها العالية على توفير مناصب شغل ما يؤدي إلى تقليص حجم البطالة.

4- استثمار المدخرات المحلية الصغيرة: من خلال توظيف المدخرات نظرا لصغر رأس المال وإعادة توزيع الدخل.

5- المساهمة في تحقيق سياسة إحلال الواردات: تمكن الشركات الناشئة من إنتاج متطلبات السوق المحلي مما يساهم في إحلال الواردات وتنمية الصادرات وبالتالي توفير نقد أجنبي.

6- نشر القيم الصناعية الإيجابية: تساهم في نشر القيم الصناعية الإيجابية كإدارة الجودة والابتكار وتقييم العمل.

7- تحقيق نمو متزايد بفضل تحقيق إيرادات مرتفعة: يصاحب ارتفاع المخاطر للاستثمار في الشركات الناشئة عوائد مرتفعة كون التكاليف المرتفعة تكون بشكل أساسي في مرحلة البحث والتطوير لاسيما لتلك الشركات الناشئة في القطاع التكنولوجي والقائم على منتجات غير ملموسة، حيث يمكن إعادة إنتاج وتوزيع المنتج بشكل لامتناهي وغير ملموس فعلا (عبر الانترنت مثلا) كالبرمجيات والتطبيقات الهاتفية فهي منتجات لا تزول ولا تهلك (ككل المنتجات القائمة على المعرفة) وهذا ما يسمح بتحقيق مداخيل متزايدة مقابل تكاليف متناقصة مما يعطي فرصة لتحقيق إيرادات مرتفعة.

8- أسواق غير مستقرة أو مستحدثة: تعمل الشركات الناشئة في ظروف عدم اليقين وعدم الاستقرار في أسواق يصعب تقديرها ولهذا قد لا تتوفر على مخطط أعمال دقيق كونها ستطرح منتجات جديدة غير معروفة وغير مرغوبة بعد وهنا يكمن التحدي في إيجاد عملاء محتملين وتحديد كيفية الوصول إليهم وإمكانية إقناعهم لاستهلاك المنتج، فكما استطاعت الشركة إيجاد أسواق جديدة كلما ضمنت نموها وبالتالي عززت مكانتها كشركة ناشئة.

9- التركيز على الإبداع والابتكار: وهو يعبر عن القدرة على إنتاج أفكار جديدة لحل المشكلات بطريقة ايجابية ومفيدة لمفرد والمجتمع كما يعبر عن كفاءة الفرد وثقته واستعداده وتركيزه وتنظيمه لقدراته وإرادته وخياله وتجاربه ومعلوماته.<sup>1</sup>

فالإبداع هو أحد الركائز الاستراتيجية للشركات الناشئة التي تعمل على استقطاب الكفاءات الإبداعية ونشر الثقافة الإبداعية في الشركة مع إعطاء مساحة وحرية للإبداع والمخاطرة للجميع من أجل إيجاد المنتجات الجديدة بسرعة كبيرة تعطيها ميزة الأسبقية، هذا الإبداع والابتكار ليس بالضرورة أن يكون في القطاع التكنولوجي كمثال لذلك نجاح شركة (Impossible Foods) التي استطاعت أن تبتكر وصفة

<sup>1</sup> زيدان كريمة وسعدي رنده، حاضنات الأعمال آليات لدعم الشركات الناشئة- عرض نماذج عالمية-، كتاب جماعي دولي حول "حاضنات الأعمال السبيل لتطوير الشركات الناشئة، مخبر اقتصاد، مالية وإدارة الأعمال جامعة سكيكدة الجزائر، 2020، ص 100.

لصنع اللحوم والأجبان انطلاقاً من مستخلصات نباتية طبيعية تحصل من خلالها على نفس مذاق اللحوم والأجبان الحيوانية، وقد حققت بذلك نمواً كبيراً في قطاع الصناعة الغذائية.<sup>1</sup>

#### 10- شركات تتطلب تكاليف منخفضة:

يشمل معنى الشركة الناشئة "Startup" على أنها شركة تتطلب تكاليف صغيرة جداً بالمقارنة مع الأرباح التي تحصل عليها، وعادة ما تأتي هذه الأرباح بشكل سريع وفجائي بعض الشيء.

11- الخصائص من الناحية الهيكلية والتنظيمية: عادة ما تتميز الشركات الناشئة لاسيما في بداياتها بهيكل غير رسمية وقل هرمية وهذا حتى يضمن المقاول المرونة والسرعة التي يحتاجها لاسيما في بداية دورة حياة شركته.

12- الخصائص التمويلية: بهدف دعم النمو المتسارع للشركات الناشئة ولارتفاع تكاليف هذا النمو لاسيما فيما يتعلق بالإنفاق على البحث والتطوير وتكاليف تنفيذ الابتكارات الجديدة، تلجأ عادة هذه الشركات إلى فتح رأسمالها لممولين الخارجيين لاسيما رأس مال المخاطرة، ملائكة الأعمال، التمويل الجماعي... الخ

#### المطلب الثاني: مميزات الشركات الناشئة

تتصف الشركات الناشئة بمجموعة من الخصائص والمميزات التي تجعلها قادرة على التأقلم مع الأوضاع الاقتصادية لمختلف الدول سواء المتقدمة أو النامية، ومن هنا سنحاول إبراز أهم تلك الخصائص والمميزات لهذه الشركات.

#### أولاً: مميزات الشركة الناشئة:

تتميز الشركات الناشئة أنها تقوم أعمالها التجارية على أفكار رائدة واتباع لحاجات السوق بطريقة ذكية وعصرية ومن أهم المميزات أيضاً سنذكر ما يلي:<sup>2</sup>

1- **حديث العهد:** أي أنها حديثة النشأة وتستمد تسميتها من حداقتها وأمامها خياران إما التطور والازدهار لتصبح شركة ناجحة قائمة بذاتها تقدم منتجات جديدة تحتاجها الأسواق، أو إغلاق أبوابها والقبول بالخسارة.

2- **شركات أمامها فرصة للنمو التدريجي والمتزايد:** من إحدى السمات التي تحدد معنى الشركة الناشئة هي إمكانية نموها السريع وتوليد إيرادات أسرع بكثير من التكاليف التي يتطلبها للعمل، بكلمات أخرى إن الشركة الناشئة هي الشركة التي تتمتع بإمكانية الارتقاء بعملها التجاري بسرعة أي زيادة الإنتاج والمبيعات منه دون زيادة التكاليف، كنتيجة على ذلك ينمو هامش الأرباح لديها بشكل كبير.

<sup>1</sup> نوي محمد الأمين، دهان محمد، نحو تنظير أدق لمفهوم الشركات الناشئة وخصائصها: دراسة منهجية مفصلة، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، العدد 14، الرقم 3، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2020، ص ص 05-08.

<sup>2</sup> بوضوار لميس وبوالبعير عائدة، واقع تمويل الشركات الناشئة في الجزائر، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميلة، الجزائر 2020-2021، ص 09.

وهذا يعني أن الشركات الناشئة لا تقتصر بالضرورة على أرباح أقل لأنها صغيرة بل العكس هي شركات قادرة على توليد أرباح كبيرة جدا.

**3- شركات تتعلق بالتكنولوجيا وتعتمد بشكل رئيسي عليها:** تتميز هذه الشركات بأنها تقوم بأعمالها التجارية على أفكار رائدة **Innovative** وإشباع لحاجات السوق بطريقة ذكية وعصرية، يعتمد مؤسسو الشركات الناشئة "Startups" على التكنولوجيا للنمو والتقدم، والعثور على التمويل من خلال المنصات على الانترنت، ومن خلال الفوز بمساعدة ودعم حاضنات الأعمال.

**4- شركات تتطلب تكاليف منخفضة:** يشمل معنى الشركة الناشئة عل أنها تتطلب تكاليف صغيرة جدا بالمقارنة مع الأرباح التي تحصل عليها وعادة ما تأتي هذه الأرباح بشكل سريع ومفاجئ بعض الشيء.<sup>1</sup>

**ثانيا- نقاط القوة ونقاط ضعف الشركات الناشئة:** الشركات الناشئة نقاط قوة تتعلق بخصائصها المتميزة وتوجد كذلك نقاط ضعف نذكر منها:

#### 1- نقاط القوة:

للشركات الناشئة بجملة من نقاط القوة التي تتميز بها نذكر منها:

✓ توازن هيكل النشاط الإنتاجي: نظرا لمعاناته في معظم الدول النامية من خلل في هيكل الاقتصاد بسبب غياب قاعدة قوية من صناعات صغيرة ومتوسطة يستند إليها، حيث بات من الضروري تقليص الفجوة ووضع استراتيجيات لإصلاح هذا الخلل وتوسيع قاعدة المنشآت الصغيرة القابلة للتطوير والإنتاج.

✓ دعم الشركات الكبيرة: وهذا من خلال توفير المنتجات لنشاط الشركات الكبرى.

✓ توفير فرص عمل حقيقية وتقليص حجم البطالة: تتميز بقدرتها العالية على توفير مناصب شغل ما يؤدي إلى تقليص حجم البطالة.

✓ استثمار المدخرات الصغيرة: من خلال توظيف المدخرات نظرا لصغر رأس المال وإعادة توزيع الدخل.

✓ المساهمة في تحقيق سياسة إحلال الواردات: تمكن الشركات الناشئة من إنتاج متطلبات السوق المحلي مما يساهم في إحلال الواردات وتنمية الصادرات وبالتالي توفير نقد أجنبي.

✓ نشر القيم الصناعية الإيجابية: تساهم في نشر القيم الصناعية الإيجابية كإدارة الجودة والابتكار وتقسيم العمل.

✓ المساهمة في تحقيق استراتيجية التنمية المحلية.

✓ القدرة على ابتكار وتطوير منتجات جديدة نظرا لتكلفة ذلك ب 24 مرة مقارنة بالشركات الكبيرة حسب دراسة أمريكية)

✓ سرعة اتخاذ القرار لقلة التدرج الوظيفي وعدد العمال مما يساهم في سرعة انتقال المعلومة ومعالجة المشاكل المطروحة.

<sup>1</sup> مصطفى بوران، علي صولي، الاستراتيجيات المستخدمة في دعم وتمويل الشركات الناشئة، مجلة دفاتر اقتصادية، رقم المجلد 11، العدد 01 جامعة عمار تليجي الاغواط، الجزائر، تاريخ النشر 2020، ص 133.

✓ الحماس والتحفيز العاليين نظرا لملكيتهما الفردية.

✓ ربحية عالية نظرا لصغر رأسمالها (الرفع الدالي).

## 2- نقاط الضعف

توجد بعض من نقاط ضعف الشركات الناشئة نذكر من بينها:<sup>1</sup>

✓ محدودية وعدم القدرة على اختيار وصياغة استراتيجية العمل.

✓ عدم قدرتها على تكوين شبكة فعالة للتوزيع، بسبب قلة وضعف إمكانياتها.

✓ صعوبة بلوغها الموارد التمويلية لعدة أسباب، لعل أبرزها: ضعف هيكلها التمويلي، قلة الضمانات، غياب

الماضي المالي لتلك الحديثة منه.

✓ لا يمكنها الاستفادة من اقتصاديات الحجم بسبب صغر حجمها (انخفاض تكاليف الإنتاج بزيادة حجمه

ويتم ذلك بتوزيع التكاليف الثابت على عدد أكبر من الوحدات المنتجة).

## المطلب الثالث: أنواع الشركات الناشئة وأهميتها

تختلف أنواع الشركات الناشئة حسب عدة معايير كحجم الشركة وطبيعة النشاط وحجم التوسع كمايلي:

### أولاً- أنواع الشركة الناشئة:

هناك عدة تقسيمات الشركة الناشئة، تختلف حسب اختلاف المدارس الاقتصادية وطبيعة اقتصاديات

الدول وأهداف الشركة بحد ذاتها، لكن يمكننا أن نحصرها في أشهر الأنواع كالاتي:

1- من حيث الحجم ويقصد به حجم رأس المال وعدد الموظفين والنطاق الجغرافي الذي تستهدفه لتقديم أو

بيع منتجاتها وتنقسم إلى:<sup>2</sup>

1-1 مؤسسة الأعمال الصغيرة: غالبًا يكون مؤسسها فردًا واحدًا وربما الموظف الوحيد فيها، رأس مالها

صغير جدًا ومتواضع، وهذه أبسط أنواع الشركات الناشئة، مثل ورشة عمل الحرفيين كالسباكين والحدادين إذ

لا يسعى هؤلاء إلى التوسع إلا نادرًا، كما أن شرائح العملاء المستهدفين تكون منحصرة في مجتمعاتهم

المحلية، وحتى لو وظفوا عمالًا فلن يتجاوز عددهم عدد أصابع اليد غالبًا.

1-2 شركة ناشئة مصغرة: تشمل الشركات العائلية، ويكون رأس مالها أقل من المتوسط، ولا يتجاوز عدد

موظفيها في الغالب 30 فردًا، أغلبهم يكونون من العائلة نفسها أو من دائرة الأصدقاء أو المعارف وهي أكبر

قليلاً من مؤسسة الأعمال الصغيرة، ومن أمثلتها الشركات الفلاحية أو المصانع التحويلية.

1-3 شركة الناشئة المتوسطة: تتطلع إلى التوسع والنمو بوتيرة متسارعة، وقد يصل عدد موظفيها إلى ألفي

موظف، وتميل أكثر إلى المخاطرة والابتكار والإبداع، ومن أمثلتها شركات المقاولات والبناء.

<sup>1</sup> بوعونة سليمة، الشركات الناشئة والصغيرة والمتوسطة في الجزائر واقع وتحديات، مجلة دراسات وأبحاث، المجلة العربية في العلوم الانسانية والاجتماعية، جامعة تيبازة، الجزائر مجلد 12، عدد4، أكتوبر 2020، ص ص 537-538.

<sup>2</sup> احمد حاج مختار، في خطوات تعرف على كيفية إنشاء مؤسسة ناشئة، أدلة شاملة، مشاريع ناشئة، سنة النشر 2022.

<https://Blog.Khamsat.Com/Startup-Company-Guide/#Startup-Consulte-Le-01-02-2023> (Companies-Types)



**1-4 شركة الناشئة الكبيرة:** مؤسسة عملاقة تبدأ برأس مال ضخم جدًا وفريق عمل محترف وعدد موظفين وعمال بالآلاف، مع نطاق عمل جغرافي واسع جدًا، وهذا النوع نادر جدًا إيجاده، على اعتبار أن أغلب الشركات الناشئة تكون صغيرة ثم تتدرج في النمو والتطور لتصبح متوسطة ثم كبيرة في مرحلة لاحقة. لكن في حال إطلاق شركة ناشئة كبيرة دفعة واحدة ستجدها إما امتداد لشركة أخرى أكبر منها مع نفس الملاك، أو شركة ناشئة يتميز مؤسسوها بحس المخاطرة والرؤية المستقبلية والإدارة الحكيمة، وطبعًا بالنفوذ السياسي أو غيره لتمكين الشركة من أخذ وضعها في السوق مبكرًا.

### 2- من حيث طبيعة النشاط

طبعًا هناك آلاف النشاطات ولن نستطيع حصرها في مجال أو اثنين، لكن المشهور من التصنيفات:

**2-1 مؤسسات نمط الحياة :** هي تلك التي يؤسس فيها شخص أو مجموعة ما شركتهم، بناءً على شغفهم وميولهم، كتأسيس وكالة سياحية رقمية، وغيرها من الأفكار المرتبطة بالشغف مع مواكبة التكنولوجيا ومراعاة الجانب الابتكاري.

**2-2 شركات ناشئة اجتماعية:** معناها واضح من اسمها، فهي تسعى إلى خدمة المجتمع ولا تركز على الجانب المادي والربح كثيرًا، مثل إنشاء شركة لتصنيع الأعضاء البشرية الاصطناعية أو مركز لرعاية المسنين مجهز بأخر الروبوتات الذكية.

### 3- من حيث التوسع:

و يقصد به قابلية الشركة للنمو والتوسع في نشاطها وتنقسم إلى:<sup>1</sup>

**3-1 شركات ناشئة تسعى للحفاظ على مكتسباتها:** والبقاء على ما هي عليه، مثلما رأينا مع شركات الأعمال الصغيرة، ولا تهدف سوى توفير حياة كريمة للأسرة وخدمة نطاق محلي ضيق.

**3-2 مؤسسات قابلة للنمو والتطور:** مثل الشركات الناشئة المصغرة والمتوسطة، إذ تتطلع للأمام وتبذل في سبيل ذلك الغالي والنفيس خاصةً المتوسطة منها.

**3-3 شركات ناشئة قابلة للبيع:** هي مؤسسات تحصل على فرص استثمارية أفضل، ولا يسعى مؤسسوها للنمو والتطور بهدف السيطرة على السوق لأطول مدة، مثل الشركات المتوسطة والكبيرة، ولكن يهدفون لتنميتها والعمل على تطويرها لأقصى حد من أجل عرضها للبيع والحصول على أفضل صفقة ممكنة من الشركات العملاقة التي ستسعى للاستحواذ عليها وضمها إليها، مثل استحواذ شركة فيسبوك على تطبيق واتساب للتواصل الاجتماعي، وعلى تطبيق انستغرام أيضًا، فالموقعين لم يكن الهدف منهما في البداية المنافسة والتوسع بل البيع.

<sup>1</sup> احمد حاج مختار، مرجع سابق ص 2 .

وعموماً لا يمكن حصر كل أنواع الشركات الناشئة كما أسلفنا لكثرة أهدافها، وعدم اتفاق الخبراء على العدد المحدد للموظفين والعمال وحجم رأس المال والنطاق الجغرافي المستهدف، الذي على أساسهم يتم التصنيف والتقسيم لكن من باب تقريب الأفهام عرضنا المشهور من الأنواع.

### ثانياً- أهمية الشركات الناشئة

تكتسي الشركات الناشئة خلال العقدين الأخيرين مكانة هامة في الاقتصاد العالمي وذلك لتأثيرها في بعض المؤشرات الاقتصادية وتبرز أهمية الشركات الناشئة في:<sup>1</sup>

**1- خلق الوظائف وتخفيض مستويات البطالة:** تساهم الشركات الناشئة بشكل كبير في توفير فرص العمل لأفراد المجتمع، إذ أن فرص النمو السريع التي تميز هذا النوع من الشركات تجعلها قادرة على توليد فرص التشغيل، وقد أثبتت العديد من الدراسات على المستوى العالمي هذا الدور، ففي دراسة لمؤسسة فوكمان حول أهمية الشركات الناشئة في خلق فرص العمل تمكن الباحثون من إثبات أن الشركات الناشئة خلقت 5 ملايين فرصة عمل سنويا خلال الفترة 1992-2005 وهو مستوى أعلى بأربعة أضعاف من أي فئة عمرية للشركات الأخرى.

**2-زيادة إنتاج السلع والخدمات:** وفقا لـ Ritchie و Swisher من مركز IDEA:

(Intercommunale de développement économique et d'aménagement)

فإن الشركات الناشئة لديها تكنولوجيا أعلى بشكل غير متناسب مع حجمها وهذا ما يؤدي إلى زيادة إنتاج السلع والخدمات، وفي تقرير صدر عام 2017 عن مركز الدراسات الاقتصادية في مكتب الإحصاء الأمريكي وجد الباحثون أن الشركات التي تتمتع بإنتاجية عالية هي الشركات الحديثة الشابة، وتقدم مساهمات غير متناسبة في نمو السلع والخدمات.

**3-إحداث تأثير إيجابي في المجتمع:** نظرا لأن الشركة الناشئة يمكن أن تثير الإبداع في المجتمع فيمكنها المساهمة في تغيير القيمة الموجودة في المجتمع وخلق عقلية جديدة تماشيا مع هذا، سوف يدرك الناس أن لديهم مسؤوليات جديدة لعملهم وتطويرهم الوظيفي.

**4-فتح أسواق جديدة:** تخلق الشركات الناشئة أسواقا جديدة أو تحول الأسواق القديمة تماما من خلال تقديم منتجات تغير الاقتصاد العالمي، وغالبا ما تخلق التقنيات الجديدة فرصا جديدة تستفيد منها الشركات الناشئة، ثم تخلق الشركات الناشئة قيمة هائلة مقارنة بالشركات الناضجة، وهو ما يدعم المنافسة ويدفع الاقتصاد نحو التطور.

**5-تعزيز البحث العلمي:** يمكن للشركات الناشئة أن تساهم بشكل كبير في البحث والتطوير لأنها غالبا ما تتعامل مع التكنولوجيا العالية والخدمات القائمة على المعرفة، حيث يعمل فريق البحث والتطوير في الشركة الناشئة كباحث عن الابتكار ويحافظ على نمو الشركة، ويساهم بشكل جيد في التوجه التطبيقي أو

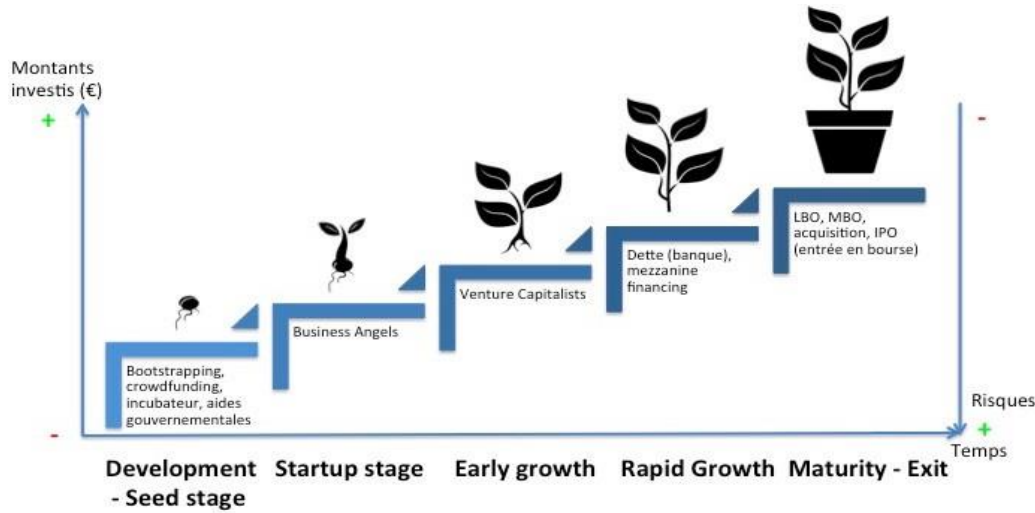
<sup>1</sup> بوزرب خير الدين، خوالد أبو بكر، تمويل الشركات الناشئة في الجزائر بين الواقع والمأمول -دراسة تحليلية- مقال منشور في إطار الكتاب الجماعي الدولي بعنوان إشكالية تمويل الشركات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، جامعة جيجل، الجزائر 2021، ص 362 .

العمل البحثي في الجامعات والمعاهد ، نتيجة لذلك يمكن للشركات الناشئة تشجيع الطالب أو الباحثين على تنفيذ أفكارهم من خلال العمل عند الشركات الناشئة.

### المطلب الرابع: آليات تمويل الشركات الناشئة حسب دورة حياتها

عندما يتم إنشاء شركات اقتصادية، فإنها تنمو وتمر عبر عدة مراحل، وتختلف طرق تمويل الشركة الناشئة باختلاف مراحل نموها، فكل مرحلة تتطلب طرق تمويل معينة، لذلك سيعرض من خلال هذا العنصر طرق تمويل الشركات الناشئة حسب دورة حياتها.

الشكل رقم (01) طرق تمويل الشركات الناشئة حسب مراحل دورة حياتها



Source : Astrid Cornelis, *Analyse Des Différents Méthodes De Financement Des Startups et de la relation entre investisseurs et entrepreneurs étude de cas*, Louvain School of >management, Belgique, 2017- 2018, p5. site: <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:15219>  
 Consulter 01-02-2023.

- يوضح الشكل رقم (01) طرق التمويل المتاحة حسب دورة حياة الشركة الناشئة، ويتضح من خلال الشكل أنه كلما تطورت الشركة ونمت، كلما زادت المبالغ المستثمرة فيها وتناقصت المخاطر على المستثمرين، في الواقع، كلما تطورت الشركة، كلما أثبتت نفسها تجاه السوق ومساهميها، والمستثمرين الذين يصلون إلى مرحلة أكثر تقدماً يتحملون مخاطر أقل من السابق، وخلال كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة، تتدخل جهات فاعلة وأساليب تمويل مختلفة، سنشرح باختصار كل طريقة تمويل وفقاً لمرحلة تطور الشركة الناشئة، على النحو التالي:

#### أولاً: تنمية الفكرة (Développement-Seed-stage)

كما سبق الإشارة لذلك خلال هذه المرحلة، يطور صاحب الشركة الناشئة فكرته ويستثمر بشكل أساسي في البحث والتطوير، عادة ما يكون من الصعب في هذه المرحلة العثور على ممولين خارجيين على استعداد لدعم الفريق المؤسس، فحالة عدم اليقين التي تعيشها الشركات الناشئة بشأن المنتج والسوق، كبير جداً وينجم

عنها مخاطر كبيرة تجعل المستثمرين يجمعون عن تقديم تمويل الشركات الناشئة، نتيجة لذلك غالبا ما يتعين على صاحب الشركة أن يتصرف وفقا لإمكانياته الخاصة، وتتمثل طرق التمويل في هذه المرحلة في مايلي:

### 1- رؤوس الأموال التمهيدية (Love-money)

يطلق عليه تسمية رؤوس الأموال التمهيدية حيث يتم تمثيل المستثمرين الأوائل في الشركات الناشئة عموما برؤوس الأموال، وهي تشمل بشكل أساسي المؤسس والأصدقاء والعائلة (F3) وبالتالي فإن التطوير الأولي للشركة يعتمد على المساهمة الشخصية للمؤسس، وعلى المساهمات المالية للأشخاص الذين ينتمون إلى حاشيته المباشرة والميزة الرئيسية لرأس المال المالك من حيث فريق الشركات الناشئة هي أن العائلة والأصدقاء والزلاء الذين يوفرون التمويل في المرحلة المبكرة من دورة التمويل لا يشاركون في المراقبة المالية، مع أو بدون التدابير والنسب الرسمية على العكس من ذلك فإن فريق الشركات الناشئة الذي لا يتحكم في التمويل المقدم قد تكون هناك فرصة لسوء الاستخدام أو المخاطرة العالية من قبل المالك، وعلى الرغم من هذا يظل رأس مال المالك المصدر الأساسي الأول لخيار التمويل للشركات الناشئة.

- أي أن التمويل عن طريق رؤوس الأموال (Love money) يشمل كل من مدخرات الشخصية للمؤسس وكذلك الأموال التي يتم تلقيها من العائلة أو الأصدقاء.

تحقق طريقة التمويل هذه لصاحب المشروع العديد من المزايا نذكر منها:<sup>1</sup>

- الاحتفاظ بالملكية الحصرية لمشروعه، وهو ما يدعم الاستقلالية المالية للمشروع
- استخدام رؤوس الأموال التمهيدية في البداية كوسيلة وحيدة للتمويل، تحفزه على التمييز بين الأولويات وتحديد المشاكل الحقيقية وحلها، حيث لاحظ الباحثون أن الاستعانة بالتمويل الخارجي خاصة إذا أنطوى على مبالغ أكبر من اللازم، يؤدي ذلك إلى نفقات غير ضرورية قد تضطره لطلب المزيد من الأموال.
- يحقق هذا الأسلوب من التمويل لصاحب الشركة الناشئة مرونة في اختياره لإستراتيجية واتخاذ القرارات وهي عملية ستكون أكثر تعقيدا إذا كان في الشركة مستثمرون يجب إرضائهم.
- يحفزه على الإبداع وإبراز مواهب غير مستكشفة لأن تمويل الشركة بالوسائل الخاصة، يلزمه على إيجاد حلول بمفرده للحد من التكاليف.
- في حين يعاب على هذا الأسلوب في التمويل محدودية الأموال التي يوفرها، وهو ما يجعل عملية تنمية وتطوير الشركة تستغرق وقت أطول، فإذا أراد صاحب الشركة تطويرها بسرعة، يتعين عليه إيجاد مصدر تمويل إضافي.

1 Lonez Mathilde, Comment determiner le mode de financement le plus adapte pour les start-ups en Belgique lors de la phase de lancement?, Louvain school of managment (LSM), 2017-2018,P18-19.  
<http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:15414>, 23/04/2023.

## 2- التمويل الجماعي (crowd-funding)

يعتبر التمويل الجماعي الية من اليات التمويل خلال المراحل الاولى من انشاء الشركة الناشئة :

- **تعريف:** التمويل الجماعي أو مصطلح (**Crowdfunding**) من الناحية اللغوية مكون من جزأين (**funding**) أي التمويل، و**(Crowd)** وتعني الحشد أو الجمهور، وبالتالي لغويا هو تمويل مؤسسة ما من قبل عدد كبير من المشتركين.<sup>1</sup>

التمويل الجماعي هو شكل من أشكال التعهيد الجماعي، (**crowdsourcing**) والذي يعرف على أنه: استعانة منظمة ما بمصادر خارجية، عبر موقع ويب، للقيام بنشاط ما من قبل عدد كبير من الأفراد الذين غالبا ما تكون هويتهم مجهولة، أي إن المنظمة التي تتصف بـ (**crowdsourcer**) تستعين بالجمهور للقيام بنشاط يعهد به في الحالة العادية إلي أفراد أو وظيفة معينة، وبالتالي فإنه ينظر للجمهور على أنه يوفر مجموعة كبيرة من المهارات والموارد المادية والاجتماعية والثقافية والمالية، التي يمكن تعبئتها من أجل المساهمة في خلق القيمة لمنظمة ما وعليه فإن التعهيد الجماعي يمثل نشاط تشاركي عبر الانترنت يستعين فيه فرد أو منظمة أو شركة بمجموعة من الأفراد الذين تتنوع معارفهم وخبرتهم، عبر تقديم عرض مفتوح للمساهمة والالتزام الطوعي بمهمة ما، إن انجاز المهمة والتي يجب على الجمهور المشاركة فيها من خلال المشاركة بعملهم، أموالهم، معرفتهم وخبرتهم، ينطوي دائما على المنفعة المتبادلة، سيحصل المشاركون في النشاط على إشباع نوع معين من الاحتياجات، سواء كان ذلك في شكل مادي أو معنوي، بينما يحصل صاحب النشاط على احتياجاته ويستخدمها، ويأخذ التعهيد الجماعي أربعة أشكال رئيسية:<sup>2</sup>

### أ- التصويت الجماعي ( crowd-voting )

في هذا الشكل تعتمد المنظمة على رأي الجمهور في اتخاذ قراراتها، ويغطي هذا الشكل من التعهيد الجماعي بمجموعة واسعة من الأنشطة.

### ب- أفكار الجماهير ( crowd-wisdom )

ويمثل اعتماد المنظمة على التحفيز الفكري للأفراد لإيجاد حلول لبعض المشاكل التي تواجهها، وهو يعكس صيغة العصف الذهني عبر الانترنت.

### ج- إبداع الجماهير ( crowd-creaction )

في هذا الشكل، تضع منصة للمنافسة للجماهير من أجل الحصول على حلول إبداعية لتحدي تواجهه إحدى الشركات.

د- **التمويل الجماعي الحديث:** هو آلية تسمح بتوفير الأموال للشركات الناشئة من خلال دعوة أكبر عدد ممكن من المشاركين عن طريق الشبكات الاجتماعية "**Twitter، Facebook، LinkedIn**" والمدونات الأخرى المتخصصة، معظم مراحل سيرورة عملية التمويل تتم عبر منصة انترنت ولا تتطلب تدخل وسيط

<sup>1</sup> Akli Mustapha, op cit, 2020, P115. <http://univ-bejaia.dz/dspace/123456789/2852>, 26/04/2023

<sup>2</sup>Stéphane Onnée et Sophie Renault, **Crowdfunding: vers une compréhension du rôle joué par la foule**, revue management & avenir, N°74, Université d'Orléans, April 2015, p 119-120. Sur le site <https://www.researchgate.net/publication/275646059>, 23/04/2023.

مالي، تقوم فكرة التمويل الجماعي على لجوء أصحاب الشركات الى جمهور كبير جدا للحصول على ما يحتاجونه من أموال بدلا من الحصول عليها من مجموعة صغيرة جدا من المستثمرين المحترفين، حيث يساهم كل فرد بمبلغ صغير جدا، ويمكن للمشاركين في هذا التمويل والذين يطلق عليهم "crowd funders" في بعض الحالات في المشاركة في اتخاذ القرارات الاستراتيجية كما قد يحصلون على حقوق تصويت. يرتكز التمويل الجماعي على مبدئين، يتمثل:

- **المبدأ الأول:** في عقلانية الجمهور "la sagesse de la foule" إن ما يميز التمويل الجماعي عن طرق التمويل التقليدية هو الرابط الذي ينشأ بين الممولين وصاحب الشركة والذي يعطي أبعادا جديدة للاستثمار: فروح المشاركة أساسية في التمويل الجماعي، وهو بذلك ليس بمجرد عملية بجمع الأموال والتبرعات هو وسيلة لإشراك العديد من مستخدمي الانترنت في تمويل شركة ما، والمساهمة في تحسين صورته والترويج له من خلال الشبكات الاجتماعية، وبالتالي المساهمة في تعزيز نجاحه من خلال النشر الواسع عبر الانترنت.

- **المبدأ الثاني:** هو الوعد بتوفير تمويل بديل، الذي نشأ في أعقاب الأزمات المالية المختلفة وخاصة أزمة الرهن العقاري والتي أثرت بشدة على ثقة المستثمرين في نظام التمويل التقليدي، فهو يوفر بديلا للمقاولين الذين يجدون صعوبة في تمويل الشركة من خلال قنوات التمويل التقليدية، حيث تتمثل إحدى الخصائص الرئيسية للتمويل الجماعي في أن مساهمته في الشركة الممولة ليست مالية فحسب، بل تشمل التسويق والتضامن والأبعاد المحلية، وهو موجه في الأصل إلى اقتصاد أكثر شمولاً وقد عمل العديد من المؤلفين على تذكير المنصات بأن مؤسسيها لم يكن دافعهم الوحيد النجاح في الأعمال التجارية، ولكن أيضا إعطاء طابع إنساني لنشاط الائتمان، وذلك بعد أف بدأ الاستيلاء على التمويل الجماعي تدريجيا من قبل الشركات والبنوك وشركات التأمين، الأمر الذي سينعكس على صورة التمويل الجماعي باعتباره استثمار ذو مسؤولية اجتماعية ومرتبطة بالاقتصاد المستدام.

## 2-2 أشكال التمويل الجماعي

نلاحظ وجود أربعة أشكال للتمويل الجماعي، كل شكل منها يتوافق مع حاجة مختلفة من احتياجات الشركة وتستهدفها الشركات الناشئة في مراحل مختلفة من تطورها وتتمثل هذه الأشكال في:<sup>1</sup>

### 2-2-1 التمويل الجماعي القائم على التبرعات (Based crowd funding)

هذا الشكل من التمويل الجماعي لا يمثل سوى طريقة حديثة لجمع التبرعات لقضية ما، على سبيل المثال للمساعدة في تمويل معرض فني أو شركة إنسانية أو اجتماعية، فهو يعتمد على كرم الجمهور لتمويل مشروع ذو هدف خيري أو للدفاع عن قضية معينة، هذا الشكل هو أحد أقدم أشكال التمويل الجماعي وتستخدمه كثيرا الجمعيات الخيرية، أو أولئك الذين يجمعون الأموال للأعمال الخيرية، باستخدام مواقع الواب، لجمع

<sup>1</sup> أسماء بلعما، التمويل الجماعي آلية لزيادة فرص تمويل الشركات الناشئة إشارة إلى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد12، جامعة احمد دراية، أدرار، الجزائر، 2021، ص ص4-5.



التبرعات لشركة ما، بينما تقوم معظم الشركات الخيرية الراسخة بهذا النوع من الإجراءات على موقعها على الويب، فإن الشركات الصغيرة والأشخاص الذين يجمعون الأموال لأغراض شخصية أو خيرية يستعينون بخدمات منصات التمويل الجماعي، ويميل المانحون للمساهمة في المشروع لأنهم يأملون في أن يتمكنوا من جني منفعة شخصية من هذا التبرع أو أن يتمكنوا من الاستفادة من الشركة المدعومة، إن المبالغ التي تم جمعها ليست كبيرة بشكل عام ومع ذلك، فإن هذا النوع من التمويل الجماعي هو الأكثر انتشاراً في العالم.

### 2-2-2 التمويل الجماعي القائم على المكافأة (Reward based crowd funding)

لقد اشتهر هذا النوع من التمويل الجماعي من خلال منصات **Kitckstarter** و **Indiegogo** في هذا الشكل من التمويل الجماعي سيحصل الأشخاص الذين يمولون الشركة على مكافأة غير مالية مثل هدية أو منتج مقابل الأموال المتبرع بها أثناء حملة من هذا النوع، يسمح أصحاب الشركة للأشخاص الذين ساهموا في تمويله على امتيازات معينة، كالوصول إلى المنتج أو الخدمة قبل عامة الناس، أو الحصول عليها بسعر أفضل، أو أن تعد الشركة كل متبرع بالحصول على عدد معين من منتجاتها سنوياً مدى الحياة إذا استثمر مبلغاً محدداً فيها أو تذكرة دخول عرض إذا كاف التبرع لفنان، رغم أن القيمة الاقتصادية لهذه المكافئة عادة ما تكون أقل من مبلغ التبرع حتى يتمكن صاحب الشركة من الاستمرار في تطوير مشروعه ومع ذلك قد يشعر المستثمر أن قيمة هذه المكافئة أكبر من قيمتها الاقتصادية، وهو أكثر أشكال التمويل الجماعي شيوعاً، ويلجأ إليه المقاولين عادة إذا كانت احتياجاتهم التمويلية منخفضة نسبياً، من بين المنصات الفرنسية الناشطة في هذا المجال **My Magorcompany**، **Kissbank**.

عادة ما تستخدم المنصات على غرار **Kickstarter** في هذا الشكل من التمويل الجماعي خاصية "الكل أو لا شيء"، أي أن الشركة سيتم تمويلها فقط إذا تم جمع المبلغ المحدد وإذا لم يتم ذلك، فإن جميع المساهمات ترد على العكس من ذلك، إذا كان المبلغ الذي تم تحصيله أكبر من المبلغ المحدد، فسوف يستفيد صاحب الشركة من مساهمة مالية أكبر بكثير.

- من عيوب هذا الشكل من التمويل الجماعي: أن المنتج الموعود قد لا يرى النور أبداً وقد لا يتلقى المجتمع الذي ساهم في التمويل المنتج أبداً في الواقع، في عام 2012 تم إطلاق شركة لإنشاء ألعاب الطاولة على المنصة الأمريكية **Kickstarter** وتم تمويله بالكامل، في النهاية أتضح أن صاحب الشركة لم يكن قادر على توفير اللعبة المعنية، وعجز عن التسديد للأشخاص الذين مولوا الشركة على الرغم من صدور الحكم بذلك.

### 2-2-3 التمويل الجماعي القائم على المشاركة في رأس المال (Equity crowd funding)

يسمح هذا الشكل للمستثمرين بالحصول على حصة في رأس مال الشركة مقابل الأموال المستثمرة، في شكل قسيمة "notes" وهي أداة مالية توفر لحاملها حقوقاً معينة بناءً على الأداء المالي للأوراق المالية للشركة ويلجأ المقاول عادة إلى هذا النوع من التمويل الجماعي، إذا كان بحاجة لرؤوس أموال كبيرة، تتخذ



منصة التمويل الجماعي دور الوسيط بين المستثمرين وطالب التمويل، حي: تقوم في نهاية حملة التمويل الجماعي بوضع الأموال التي تم جمعها في الصندوق، ينشأ خصيصاً لهذه الحملة التمويلية، باستثمار الأموال المجمعة في رأس مال الشركة في المقابل، سيحصل المستثمر على قسيمة تشاركية في الصندوق والتي ستوفر للمستثمر نفس العائد الاقتصادي الذي تحققه أسهم الشركة المستهدفة، ويتمتع المستثمر الذي يختار هذا النوع من التمويل الجماعي عموماً بنفس الحقوق التي يتمتع بها المساهمون الآخرون في الشركة. يتمثل وجه الاختلاف الرئيسي بين التمويل الجماعي بحقوق الملكية وإصدار أسهم بالطريقة الكلاسيكية في سيرورة عملية التمويل نفسها: في هذه الحالة، يدعو المقاول إلي جمع الأموال من منصة التمويل الجماعي ويتخذ المستثمرون قراراتهم، اعتماداً على المعلومات التي يقدمها المقاول نفسه، حي: ينصب اهتمامهم على دقة التخطيط المالي المطبق، أي التفسير التفصيلي لعوامل المخاطرة المرتبطة بالشركة ومقدار رأس المال المطلوب، ودقة التوقعات المالية بالإضافة إلي خبرة مسيري الشركة، حتى يضمن المقاول نجاح حملته التمويلية يتعين عليه تقديم مخطط أعمال بتوقعات مالية واقعية مع تحديد الأهداف المستقبلية للشركة بدقة. ومن المرجح أيضاً أن تجذب عوامل أخرى مثل الحوكمة الداخلية المحددة جيداً بالإضافة إلي مجلس العمل الذي يتمتع بمهارات معترف بها المزيد من المستثمرين وتسمح بجمع رأس المال بشكل أسرع.

### 2-2-4 التمويل الجماعي القائم على الاقتراض (Crowd-lending)

يسمح هذا الشكل للجمهور بإقراض شخص أو شركة مبلغ معين من رأس المال، ويلتزم المقترض بعد ذلك بسداد قرض بفائدة على مدى فترة محددة بجدول سداد محدد مسبقاً، وبالتالي يصبح المشاركين في التمويل الجماعي دائنين للمؤسسة التي قرروا تمويلها، إلا إذا كان القرض لمشروع ذو بعد اجتماعي، فإن المقرض لن يحصل على أي فائدة على المبلغ المقرض، تجدر الإشارة هنا إلي أن بعض منصات الإقراض الجماعي تعمل كوسيط مالي وتكون مسؤولة عن إدارة الأموال بين المقرض والمقترض والبعض الآخر تتولى فقط عملية الربط بين المقرض والمقترض.

### 3- المساعدات والمكافآت الحكومية (Seed Financing)

في الوقت الحاضر، توفر الحكومات العديد من الإعانات والبرامج التي تقدم المرافقة للشركات الناشئة في شكل مساعدة ومشورة وحتى التمويل، سواء كاف ذلك لإنشاء أو إدارة أو تطوير شركة ما، إذ يعتبر تقديم المنح والدعم للشركات من طرف الدولة مصدراً مهماً لدعم وتمويل الشركات الناشئة، حيث يمكن للحكومات تقديم منح لمساعدات الشركات والقطاعات على تطوير تقنيات وعمليات جديدة، حيث تتاح هذه المنح بشكل فردي أو قد تتطلب العمل بشكل تعاوني بين الشركات لتقديمها، إما مع شركات أخرى أو مع شركات بحثية كالجامعات استخدام المنح لجلب التمويل لدى الشركة له مزايا عديدة، مقارنة مع طرئ التمويل الأخرى، فإن عملية التقدم للحصول على المنح مباشرة، يتم دائماً نشر القواعد ومعايير الأهلية، وفي كثير من الحالات يتم تقديم النصائح للمساعدة على التقديم، كما أن هناك القليل من التدخل من قبل الأطراف المانحة للمنح في إدارة العمل اليومي مادام هناك التزام بشروط المنحة، بالإضافة إلي توفير الأموال يمكن أن تضيف قيمة

فيما يتعلق بتكوين تعاونيات قيمة، وتوفير المكانة والدعاية للأعمال التجارية وإثبات للمستثمرين المحتملين في المستقبل أن الآخرين يعتقدون أن أفكارك هي تستحق التمويل أيضا.

ومن عيوب المنح هي أن عملية التقديم غالب ما تستغرق وقت طويلا ويمكن أن تستغرق عدة أشهر لتحقيقها، وسنوات في بعض الحالات، إذا كانت المدفوعات تقدم بشكل متأخر، ستبرز هناك حاجة إلى المساعدة للحفاظ على تدفق نقدي سليم أثناء انتظار سداد مطالبات المنحة، وفي بعض الحالات، إذا تغير اتجاه العمل وفشلت الشركة في الالتزام بشروط عرض، فقد تحتاج إلي سداد المنحة.<sup>1</sup>

### 3- حاضنات الأعمال (incubators-Business)

نظرا لدور الشركات الناشئة في تحقيق العديد من الأهداف ذات الطابع الاقتصادي والاجتماعي، كخلق فرص عمل أكثر استمرارية، وتنمية المواهب والابتكارات وترقية روح المبادرة الفردية، ولكون الإشكال المطروح لا يتعلق بكيفية إنشائها بل في كيفية ضمان بقائها واستمراريتها وصولا إلي استدامتها، لذلك كان لزاما على مختلف الدول دعم إنشاء واستدامة هذه الشركات لتمكين من مواجهة الصعوبات التي كثيرا ما كانت تؤدي إلي فشلها وزوالها، وذلك من خلال إقامة شبكات الدعم التي أخذت عدة صور أبرزها حاضنات الأعمال والمشاتل.

وقد أثبتت الدراسات أن الحاضنات يمكنها أن توفر المتطلبات الضرورية لتنمية وتطوير الشركات الجديدة من خلال إمدادها بكل ما تحتاجه من عوامل الدعم لتنهض ثم تستقر وتنافس وتدمج.

-مشكلة الشركة أو الحاضنة تعتبر أداة لرعاية صغار المستثمرين، من خلال تشجيع وتنمية روح الاستثمار والمبادرة لديهم في مختلف المجالات، ليكونوا نواة رجال الأعمال مستقبلا، حيث إن الدعم والمساندة لا يتوقف عند الجانب المالي فقط بل يمتد ليشمل مختلف النواحي الأخرى التي غالبا ما تكون سببا في زوال الشركة الناشئة، حيث يستمر الدعم إلى غاية لمس مؤشرات النجاح ومن ثم تأتي مرحلة الفطام من الحاضنة.

فالحاضنة إذن منظومة عمل متكاملة توفر كل السبل لاستضافة شركة وافدة لفترة محددة تسمح لها بنقل المبادرة من مرحلة الفكرة إلي واقع التطبيق التجاري.<sup>2</sup>

حيث تتلخص مهام حاضنات الأعمال فيما يلي:<sup>3</sup>

- تقديم الاستشارة للمستثمرين فيما يتعلق بدراسات الجدوى لاستثماراتهم واختيار الآلات والمعدات وطرق العمل، وتوفير للمؤسسات المحتضنة مبنى يشمل مكاتب الإدارة لكل منها وقاعة استقبال مستقلة ومشاركة.
- تقديم مساعدات مالية للمؤسسات المحتضنة، مع تقديم الدعم الفني فيما يخص تصميم المنتجات أو تطويرها.

<sup>1</sup> بوزرب خير الدين، خوالد أوبكر، مرجع سابق، ص 369، انظر الموقع : <https://www.researchgate.net/publication/350889540>

تاريخ الاطلاع 01-03-2023 .

<sup>2</sup> سامية عمر عبدة، إشكالية تمويل الشركات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، جامعة جيجل، الجزائر، مارس 2021، ص 122-123.

<sup>3</sup> سليم بوقنة، وآخرون، حاضنات الأعمال كأداة لترقية الشركات الناشئة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد13، جامعة بشار، الجزائر، 2020، ص220.

- إجراء دورات تدريب وتأهيل للعاملين والمستثمرين في الشركات المحتضنة.
- إرشاد الشركات المحتضنة إلي مختلف الهيئات الحكومية والغير الحكومية ذات العلاقة بنشاط هذه الشركات فيما يتعلق بالقوانين وغيرها.
- ومن خلال ما سبق يمكن تلخيص أهم الخدمات التي تقدمها حاضنات الأعمال للمؤسسات المحتضنة في ثلاث عناصر تتمثل في (خدمات استراتيجية كمخطط العمل، وخدمات إجرائية كتوفير مصادر التمويل والتسويق، وخدمات تحتية كتوفير المكان المناسب).

### ثانياً: مرحلة الإنشاء أو التأسيس (Startup-stage)

خلال هذه المرحلة، لا يزال من الممكن، بل وحتى من السهل الوصول إلي التمويل الجماعي بالإضافة إلى المساعدات الحكومية، لكن احتياجات الشركة الناشئة تصبح أكبر في هذه المرحلة التي تتطلب الاستثمار في البنية التحتية والمعدات والنماذج الأولية... إلخ، من أجل التمكن من تحقيق المبيعات الأولية والتحضير لتسويق المنتج.

لذلك يصبح من الأفضل التوجه إلى مستثمري القطاع الخاص، المستعدين لوضع المزيد من الأموال ولكن أيضاً بمساعدة الشركة الناشئة من وجهة نظر استراتيجية، ومع ذلك، في هذه المرحلة، لا يزال الخطر قائم للغاية فالمقاول والمستثمرون ينتظرون معرفة ما إذا كان سيتم قبول المنتج في السوق أو لا، وهنا عادة ما يتم اللجوء لملائكة الأعمال.

### 1- ملائكة الأعمال (Business Angles)

تعتبر ملائكة الأعمال من أهم مصادر تمويل الشركات الناشئة خلال مرحلة الإنشاء ويمكن توضيح ذلك :  
**1-1 تعريف المستثمرون الملائكة:** وهم رجال أعمال ناجحون، يقومون بتمويل الشركات الناشئة من أموالهم الخاصة، والمستثمر الملاك يسمى في أوروبا "برجل الأعمال الغير الرسمي". حيث يعرف على أنه: "شخص ثري يستثمر رأس مال معين في مرحلة إطلاق عمل ما مقابل مقايضة لملكية أسهم رأس المال<sup>1</sup>".

- ووفقاً للتعريف الذي قدمه "osnabrugge-van" يميل ملائكة الأعمال إلى أن يكونوا أفراداً عاديين غالباً ما أسسوا شركاتهم الناجحة الخاصة في الماضي، ويتطلعون الآن إلى استثمار بعض أموالهم والخبرة المكتسبة في مؤسسة ريادية صغيرة، بالنسبة لمؤسسة مبتدئة من المهم البحث عن مصادر التمويل المتاحة بسهولة تختلف عن البيئة السائدة للسوق المالي، ملائكة الأعمال هي سوق غيرت رسمية للتمويل المباشر حيث يمكن للأفراد الاستثمار مباشرة في الشركات الصغيرة أو الشركات الناشئة من خلال امتلاك الأسهم المستثمرون الممولون هم أفراد أثرياء يعملون كمستثمرين غير رسميين أو خاصين يقدمون تمويل للمشاريع للمؤسسات الناشئة الصغيرة، وبالتالي فإن المبلغ الذي يرغبون استثماره في الشركات الصغيرة هو في الغالب نفس المبلغ المطلوب من قبل الشركة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عصام الجمل، معوقات تمويل الشركات الناشئة من وجهة نظر أصحابها، مؤتمر حول دور ريادة الأعمال في تطوير المشروعات الصغرى والمتوسطة في الاقتصاد الليبي، كلية الاقتصاد، جامعة مصراتة، ليبيا، 20 ديسمبر 2019.

<sup>2</sup> بوالزرب خير الدين، مرجع سابق، ص 367.

## 1-2 خصائص ملائكة الاعمال حسب الرابطة الأوروبية لملائكة الأعمال:

- ✓ مستثمر فردي ومستثمر مباشر (من خلال ممتلكاته الشخصية ) أمواله الخاصة.
- ✓ مستقل ماليا، أي أن الخسارة الكلية المحتملة لاستثمارات ملائكة الأعمال لن تغير بشكل كبير من الوضع الاقتصادي لأصوله.
- ✓ يستثمر في الغالب في الشركات الناشئة التي ليس لها علاقات عائلية.
- ✓ يستثمر في إطار زمني من متوسط إلى طويل المدى.
- ✓ جاهز لتقديم الدعم الاستراتيجي لرواد الأعمال من الاستثمار إلى الخروج.
- ✓ تتميز استثمارات "ملائكة الأعمال" بإجراءات بيروقراطية أقل ومعايير أقل تفصلها عن عمليات البنوك أو صناديق رأس المال الاستثماري، حي يتخذ "ملائكة الأعمال" قراراتهم الاستثمارية بناء على معرفتهم وخبراتهم يتم تقديم أربعة أسباب رئيسية بشكل عام لتفضيل ملائكة الأعمال حيث تؤدي هياكل المستثمرين الملائكة إلى انخفاض تكاليف المعاملات، كما أن المستثمرين الملائكة يستثمرون أموالهم الخاصة ولا يخضعون للمساءلة أمام المستثمرين، مما يسمح لهم باتخاذ قرار استثماري بشكل أسرع ومن ثم فهم مستثمرون متطورون على دراية بالصناعة التي يستثمرون فيها.

**1-3** توجد بعض المشاكل عند اختيار بتمويل الملائكة، نظرا لأن السوق غير مرئي وغير متساوي، كما أنه ونظرا لكون ملائكة الأعمال مستثمرين غير رسميين، فإن العيب الرئيسي لها هو أنهم يواجهون صعوبات في الحفاظ على التمويل المستثمر، وتبرز المشكلة أثناء متابعة التمويل، وخاصة أصحاب الأعمال الأفراد الذين يفتقرون إلى هذه القدرة ومن ثم فإن هذا يخلق خطر الوقف النهائي لعمليات الشركات الناشئة، ومن العيوب الأخرى أيضا أنها توفر خبرة مالية أقل للمؤسسة الناشئة حديثا مقارنة بالمصادر الأخرى، بالإضافة إلى سلبية كبيرة بالاعتماد على المستثمرين الملائكة، تتلخص بمشكلة الملكية إذ إن المستثمر المالك يشتري حصة في الشركة الناشئة قد تصل إلى 51 %، وهذا ما يعني خسارة جزء كبير من أرباح الشركة الناشئة والتي قد تدر على أصحابها الملايين، تظهر الدراسات على المستثمر الملائكي بعض الاتجاهات القوية في سلوكه حيث تركز هذه على ثلاثة أبعاد:<sup>1</sup>

- قطاعات الأعمال المفضلة

- موقع استثماراتها

- معايير الاستثمار فيها

بالإضافة إلى ذلك، يهتم الملائكة المستثمرين عموما بالشركات التي سيتم تنفيذها في منطقة قريبة من منازلهم، وغالبا ما يضطر المساهمين إلى المشاركة في إدارة الشركة الممولة، بالإضافة إلى مساهمتهم المالية، لذا يولون اهتماما خاصا للقرب الجغرافي لاستثماراتهم؛ فيما يتعلق بمعايير الاستثمار من أهمها وجود

<sup>1</sup> كريمة زيدان، رندة سعدي، إشكالية تمويل الشركات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، جامعة جيجل، الجزائر، مارس 2021 ص ص 94-96.

فرص لتحقيق مكاسب مالية، وآفاق خروج جذابة، والمهارات الإدارية لرائد الأعمال أو إدارته فيما يتعلق بالشركة المراد تمويلها.

2- أنواع الاستثمار الملائكي: تم تطوير نماذج مختلفة للاستثمار الملائكي، على تحليل قواعد البيانات الكبيرة، لا سيما تلك الخاصة بمكتب المحاماة في نيويورك، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم: (01) أنواع الاستثمار الملائكي

النوع	الخصائص	دوافع الاستثمار	طرق التدخل
الملائكة المقاولين Entrepreneurial angels	قادة الأعمال الناجحين الذين باعوا شركاتهم جزئياً أو كلياً ولكنهم لا يرغبون في الانفصال عن حياة ريادة الأعمال.	البقاء على اتصال مع الحياة الريادية	يطلبون منصب في مجلس الإدارة للمؤسسة التي يستثمرون بها.
ملائكة الشركات Corporate angels.	كبار المديرين التنفيذيين لمجموعات كبيرة متقاعدین أو مقالين.	استثمار الأموال التي تم ادخارها في العمل	بالإضافة إلى منصب في مجلس الإدارة يطلبون منصب إداري
الملائكة المتحمسون Enthusiast angels	عادة ما يكونون في عمر الستينات، عصاميين، المخاطرة هوايتهم، ولديهم محفظة ممتلئة بالمشاركات	شغف بالمخاطرة والاستثمار.	لا يتدخلون في الإدارة ونادراً ما يطلبون مقعداً في مجلس الإدارة
ملائكة الإدارة الجزئية Micro management angels.	غالبا ما يكونون رواد أعمال ناجحين في الماضي أو الحاضر	فرض وصفة نجاحهم في الشركة الممولة.	يرغبون في إحكام الرقابة على الشركة الممولة.
الملائكة المحترفون Professional Angels	أصحاب مهن حرة: أطباء. محامين، محاسبين.	الاستثمار في مؤسسات تقدم منتجات مشابهة لمنتجاتهم	غالبا لا يشاركون في الإدارة ولا يطلبون مقعداً في مجلس الإدارة

Source: Akli Mustapha, op cit, 2020, p. 115. sur le site :

URI: <http://univbejaia.dz/dspace/123456789/2852> Consulter 23-02-2023

ثالثا: مرحلة النمو المبكر (Early growth stage)

خلال هذه المرحلة، تكون الشركة الناشئة قد بدأت بتسويق منتجها، وزيادة مبيعاتها، وبالتالي فإن احتياجاتها، التمويلية تتعلق بتمويل النمو، فبمجرد أف تبدأ الشركة في إثبات نفسها وإقناع مستثمريها الأوائل تقل المخاطر، مما يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين المحتملين الآخرين الذين لديهم ميزانية أكبر للاستثمار. كما ذكرنا سابقا، غالبا ما تصبح الاحتياجات التمويلية في هذه المرحلة أكبر مما يوفره رعاة الأعمال، مما يترك مجالا لأصحاب رأس المال المخاطر، كما يمكن للشركة، بمجرد انخفاض المخاطر اللجوء إلي القرض البنكي وتمثل كل من الاستدانة ورأس المخاطر أهم أساليب التمويل في هذه المرحلة.

1- التمويل بالاستدانة

في حال قرر المقاول الحصول على قرض من البنك، أي بتمويل الشركة الناشئة بالاستدانة، فإنه يسعى بالدرجة الأولى إلى تحقيق الاستقلالية المالية والاحتفاظ بالملكية المطلقة للشركة الناشئة، لأن الدائنين ليس لهم الحق في التصويت وبالتالي لا يمكنهم التدخل في إدارة الشركة، وبما أن القرض يمثل التزام تعاقدي يترتب عليه مصاريف ثابتة تتحملها الشركة بغض النظر عن النتيجة المحققة تتمثل في الفائدة واهتلاك قيمة القرض، إضافة إلي أولوية السداد في حالة التصفية أو الإفلاس، بالإضافة إلي ذلك، القروض البنكية مصدر تمويلي غير متاح لكل الشركات الناشئة، فقد لا يتمكن المقاول إقناع البنوك بتمويل شركته، خاصة في المراحل المبكرة، إلا أنه يمكن للمقاول الاقتراض من منصات التمويل الجماعي كما ستوضح فيما بعد<sup>1</sup>.

2- رأس المال المخاطر (venture capital ou capital-risque)

يمكن للمقاول اللجوء إلي رأس مال المخاطر عندما تزداد الاحتياجات التمويلية لشركته، وهكذا يمكن إبراز التمويل برأس المال المخاطر كالاتي<sup>2</sup>:  
ويعرف رأس المال المخاطر بأنه: تمويل برأس مال خاص يهدف إلي تسهيل تطوير الشركات الفنية الغير المدرجة في البورصة والتي تسعى إلي تحقيق نمو على المدى المتوسط، عادة ما بين 3 و7 سنوات، وهو بذلك يمثل مساهمة في رأس مال الشركة، ويتحمل أصحاب رأس المال المخاطر جميع المخاطر بصفتهم شركاء في الشركة، فإذا فشل هذا الأخير، فسوف يخسرون استثماراتهم، لهذا السبب يستهدف أصحاب رأس المال المخاطر بشكل خاص الشركات الناشئة.

تعتبر تقنية التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر من أهم الأساليب المستخدمة في التمويل، إذ أن هذه التقنية لا تعتمد على تقديم السيولة فقط للمؤسسات كما هو الحال بالنسبة للتمويل البنكي بل تقوم على أساس المشاركة.

<sup>1</sup> Janet Kiholm Smith and others, **Entrepreneurial Finance: Strategy, Valuation, and Deal Structure. An Imprint** of Stanford University, California, USA, 2011, p52. Sur le site <https://www.perlego.com/book/745103/entrepreneurial-finance-strategy-valuation-and-deal-structurepdf>, 23/02/2023.

<sup>2</sup> عبلة ضياف، كمال حمانه، رأس المال المخاطر اتجاه عالمي حديث لتمويل الشركات الناشئة حالة الجزائر، مجلة الباحث: الاقتصادي، العدد 15 جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، جوان 2016، ص ص 170-172.



فشركة رأس المال المخاطر تقوم بتمويل الشركة من دون ضمان العائد ولا مبلغه وبذلك فهو يخاطر بأمواله، وبالتالي فهذا النوع من التمويل يتناسب تماما مع الشركات الصغيرة والمتوسطة الجديدة والناشئة والتي تطمح للتوسع وتواجه صعوبات في هذا المجال لعدم حصولها على القروض البنكية بسبب غياب الضمانات اللازمة وعرفته الجمعية الأوروبية رأس المال المخاطر "EVCA" على أن هيكل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في شركات خاصة ذات مخاطر مرتفعة باحتمال توقع نمو كبت، لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد وذلك هو مصدر المخاطر، أملا في الحصول على فائض قيمة مستقبلا حال بيع حصة هذه الشركات .

- ومن الناحية القانونية يحمل كمنط اتفاق ينشأ أساسا بين منشئ الشركة الذي يبحث عن الأموال الخاصة للتطوير التكنولوجي أو الإنتاجي للسلع والخدمات من جهة، وصاحب شركة رأس مال المخاطر الذي يوفر هذا التمويل، ويشمل هذا الاتفاق أو العقد جميع الشركات الغير المسعرة أو المدرجة في البورصة، ويدوم هذا الاتفاق مدة زمنية طويلة نسبيا.

- وتعرف أيضا شركات رأس المال المخاطر على أنها تتخذ حصصا أو مساهمة في رأس مال الشركات الغير المدرجة في البورصة والتي أنشأت حديثا وتتمو بسرعة في المجالات التي هي بحاجة إلي رؤوس الأموال لضمان تميمتها، شركات رأس المال المخاطر تقوم على تكنولوجيا متقدمة، مخاطر كبيرة، أرباح واعدة، ومن ثم يلزم لنجاح هذه الشركات التحلي بالصبر لمدة ثلاث سنوات تقريبا.

- وعليه فإن التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر هو عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل الشركات الناشئة بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم التمويل النقدي فحسب كما بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشاركون بتمويل الشركات الناشئة من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله، وبذلك فإنها تساعد أكثر الشركات الصغيرة والمتوسطة الجديدة والناشئة التي تواجه صعوبات في هذا المجال، حيث أن النظام البنكي يرفض منحها القروض نظرا لعدم توفر الضمانات.

- وتلعب شركات رأس المال المخاطر دور فعالا في تمويل الشركات بحيث تمددها بالأموال والخبرة والطرق الحديثة في الإدارة والتنظيم وتدمج أمواله مع أموال الشركات الممولة، وهذا ما يخلق تمويلا محفزا لهذه الشركات لأن تهض نحو الأفق وتحقق أرباحا معتبرة، ويمثل دعم الشركات الجديدة المجال الطبيعي لنشاط شركات رأس المال المخاطر، حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري، وكذلك الإرشاد والمتابعة للشركات الجديدة، دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل بخلاف كفاءة فكرة الشركة وفاعلية أصحابه وهذه الوظيفة هامة جدا لتلك الشركات الناشئة، كما تساهم شركات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني اللازم وكذلك الإداري للشركات المتعثرة وجذب الاستثمارات إليها، لأنها شريكة فيها فهي تحرص على المتابعة الفنية والمالية الضرورية لإصلاح مسارها، لتحفيز المستثمرين وبت روح الطمأنينة في نفوسهم على الاستثمار للاستفادة من الريح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطها ويزدهر .

قد يمثل رأس المال المخاطر للمؤسسين عبئا معيناً، يرجع إلى المشاركة في قرارات الشركة وتدخلها في الإدارة وفي توجه الشركة من قبلها، وهذا باعتباره مالكة لجزء من رأس مال الشركة وفي حالة نجاح الشركة يطالب المخاطرون بمبالغ مرتفعة، تغطي وتقابل المجازفة التي تم قبولها وقت الإنشاء، والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقد أموالهم التي شاركوا بها في الشركة.

### 3- التمويل بالقروض الثانوية (Mezzanine financing):

عندما تبدأ الشركة في تحقيق صافي دخل ايجابي، يمكن للمقاول أن يقرر تمويل الشركة بنفس القدر من القروض والأسهم، يطلق عليه التمويل الهجين للدين اسم تمويل الميزانيين وهو يقع بث رأس المال الخاص المعرض بالمخاطر للغاية، والديون، الأقل خطورة، ويسمح هذا الشكل التمويلي لرجل الأعمال، بتنمية أعماله باستخدام أقل قدر ممكن من المساهمة في رأس المال، وبما أن دين الميزانيين، أي الدين الثانوي، هو دين يمثل خطراً أكبر، لأنه لا يسدد إلا بعد سداد جميع الديون الرئيسية، فهي توفر عائداً أكثر جاذبية، لاسيما "عندما تكون مكونة من أوراق مالية قابلة للتحويل إلي أسهم، في حالة التخلف عن السداد، سيتم تحويل قرض الميزانيين إلي أسهم وبالتالي، فهو لا يحتفظ بأصول الشركة الحقيقية كضمان لقرضه ولكن لديه خيار المشاركة في رأس المال<sup>1</sup>.

#### رابعا: مرحلة النضج والانسحاب (Maturity stage-Exit)

خلال هذه المرحلة، لا يزال بإمكان المقاول الاستعانة بأصحاب رأس المال المخاطر أو المستثمرين الآخرين، ولكن بشكل عام، في هذه المرحلة، تحقق الشركة ربحاً تشغيلياً يكفي لتلبية احتياجات رأس المال العامل واستثماراتها، وبالتالي، سيفضل صاحب الشركة التمويل الذاتي كطريقة بتمويل وبمجرد وصول الشركة إلي مرحلة النضج سيفكر المستثمرون مثل، أصحاب رأس المال المخاطر في الخروج من أجل استرداد استثماراتهم وتحقيق أكبر عائد ممكن على استثماراتهم، وهنا يتاح أمامهم سيناريوهات مختلفة: الاستحواذ بالاستدانة (LBO) أو الاستحواذ الإداري (MBO) أو الإدراج في البورصة عن طريق الطرح العام (IPO)

### 1- الاستحواذ بالاستدانة والاستحواذ الإداري: (LBO) Leveraged Buy out

#### and Management Buyout (MBO)

مع تطور ونجاح الشركة، يتلقى المقاول عروض استحواذ بالاستدانة أو عروض استحواذ إداري قد تمثل هذه المقترحات فرصة كبيرة لتطوير وتنمية الشركة، لكنها تؤدي إلى خسارة ملكية الشركة، وبالتالي سيرغب المقاول في اللجوء إلي هذه الأشكال من التمويل إذا قرر مغادرة الشركة.

2- الاستحواذ أو الشراء بالاستدانة (LBO): هي تقنية مالية كثيرة الاستعمال في ميدان شراء الشركات ونقل ملكيتها وكذا المشاركة في نمط تسييرها ويعرف على أنه عملية شراء أو تحويل الملكية لشركة ممولة بواسطة موارد خارجية أو قروض، وعادة ما تكون الشركة المشتريّة عبارة عن شركة قابضة، والتي بدورها

<sup>1</sup> Astrid Cornelis, *Analyse de différentes méthodes de financement des startups et de la relation entre investisseurs et entrepreneurs* étude de cas, op cit, 2017- 2018, p24. Sur le site: <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:15219>. 16/04/2023.



تقوم بدفع فوائد الديون مقابل الاستفادة من عوائد وأرباح الشركة المستهدفة، حيث يتم الاستحواذ على الشركة عادة بواسطة فريق تسيير وهذا بالاشتراك مع مستثمرين ماليين، وعادة ما يمول جزء من العملية عن طريق قروض بنكية، ويكون الهدف من العملية تطوير الشركة والعمل من أجل تحقيق وتعظيم المكاسب على المدى المتوسط، بينما يمثل الاستحواذ الإداري شراء الإدارة الحالية لجميع أسهمها القائمة، مما يسهل في كثير من الأحيان نقل السلطة واستمرارية أنشطة الشركة.<sup>1</sup>

### 3- الإدراج في البورصة (IPO) Initial public Offering

كما قد تتاح للشركة أيضا الفرصة للإدراج في البورصة عن طريق الاكتتاب العام الأولي، في هذه الحالة تقوم الشركة بإصدار أسهم يمكن شراؤها من قبل عدد أكبر من المستثمرين تستخدم الشركات بشكل عام هذا المصدر للتمويل للحصول على المزيد من رأس المال المخاطر من أجل تلبية احتياجات النمو وتنمية الشركة كما أنو يسمح لأصحاب رأس المال المخاطر وغيرهم من المستثمرين بالحصول على عوائد جيدة من استثماراتهم الأولية.

- ومع ذلك تفقد الشركة، من خلال طرحها للاكتتاب العام، جزءا من سريتها بسبب الالتزام بمبادئ الإفصاح والشفافية التي تفرضها سلطات السوق المالي، كما يتعين عليها تحمل تكلفة أكبر من أجل احترام اللوائح المعمول بها مع العلم أن معظم البورصات لجأت إلي تجزئة أسواقها بتخصيص كل سوق منها لحجم معين من الشركات، فعلى سبيل المثال عند إدراجها في **NYSE Euronext** تختار الشركات البورصة التي تناسب أنشطتها، (**Amsterdam-Brussels-Lisbonne-London-Paris**) ويحدد هذا الاختيار الهيئة التنظيمية الوطنية التي تخضع لها الشركة كما يتعين عليها اختيار السوق الأنسب لحجمها وأهدافها من بين الأسواق المنظمة **NYSE Euronext** أو **Alternext** لأن ذلك يحدد شروط الإدراج التي تخضع لها الشركة وضمن **Euronext** خصص فرع جديد للمؤسسات الناشئة والمشاريع الصغيرة والمتوسطة النامية التي ترغب في التأقلم مع السوق وممارساته، وكنقطة انطلاق حقيقية لأسواق أوروبنكست الأخرى وهو **+Euronext ACCESS**.

<sup>1</sup> Astrid Cornelis, op.cit, p25. .sur le site: <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:15219>. 23/04/2023.

## المبحث الثاني: ماهية رأس المال المخاطر

يعد رأس المال المخاطر من أهم البدائل التمويلية الحديثة، حيث أصبح يحتل مكانة هامة في تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة والحد من مشاكلها التمويلية واستيعابه لمختلف مستويات المخاطرة التي تميزها. ويقوم رأس المال المخاطر على مبدأ المشاركة في الربح والخسائر عكس الاقتراض، زيادة عن ذلك فهو لا يكتفي بتقديم الدعم المالي فقط بل يتعداه إلى دعم فني وإداري، مما يساهم في الرفع من مستوى أداء وقيمة الشركات الممولة.

كل هذا أدى إلى شيوع استخدام تقنية التمويل برأس المال المخاطر، والعمل على توفير مناخ ملائم لنشاط شركات رأس المال المخاطر، من خلال هيكله الأسواق المالية بما تتلاءم وآلية الاستثمار والتمويل فيها، إلا أن هناك اختلافات في حجم ونجاعة أسواق رأس المال المخاطر في العالم، ويعزى هذا الاختلاف للعديد من الأسباب أولها القوانين التنظيمية الخاصة بها في كل سوق من الأسواق العالمية.

### المطلب الأول: لمحة تاريخية عن ظهور ونشأة رأس المال المخاطر

- ظهر رأس المال المخاطر منذ أكثر من 25 قرناً، فهو من أقدم الظواهر الاقتصادية في المجتمعات الإنسانية، حيث كان يمارس في بداية الأمر بطريقة عشوائية ارتبطت تلك الممارسات بالمجتمعات البشرية وتطورت بتطورها.

ويرجع ظهور رأس المال المخاطر لأول مرة إلى اليوناني طاليس (thalés de miet) مؤسس علم الهندسة، وكان أول مقال في الزراعة اهتم بزراعة الزيتون ولجأ إلى استخدام القروض لعصر الزيتون واستخراج الزيت واعتبر أصحاب هذه الأموال مقرضين مخاطر<sup>1</sup>.

فكانت النتيجة النهائية من هذا المشروع أن حقق أرباحاً مضاعفة تقاسمها مع مموليه المغامرين حسب الاتفاق، وكذلك اعتمد البحار كريستوف كولومبوس في القرن الخامس عشر في تمويل رحلاته على رأس المال المخاطر من طرف الملوك والأمراء والأثرياء الذين قاموا بتغطية نفقات العدة والتجهيز والمؤن فكان لا يملك سوى مهارته في الإبحار وقدرته على القيادة وهكذا بفضل هذه الطريقة التي حصل عليها استطاع كريستوف كولومبوس فتح الطريق للتسوق والسفر، وقد تكررت تجربة التمويل بالمخاطرة مع رحلات التجارة والاستكشاف للإسبانيين والبرتغاليين خلال القرنين الخامس عشر والسادس عشر الميلاديين وحققوا أرباحاً ضخمة لذا اعتبرت هذه التجربة صورة مبسطة وأساساً أولياً لنشأة مهنة رأس المال المخاطر.

- أما النشأة الحديثة لرأس المال المخاطر فكانت بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تنسب نشأته إلى الجنرال الفرنسي الأصل جورج دوريت (DORIOT) أول مؤسسة لرأس المال المخاطر في العالم تحمل اسم "الشركة الأمريكية للبحث والتطوير" (ARD):

<sup>1</sup> عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر 2001، ص 04.

(American Research & Développement) وبهذا بدأ نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينات استجابة لاحتياجات تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة وللثورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي وخاصة في صناعات الكمبيوتر والالكترونيات وتكنولوجيا المعلومات، ثم انتقل بعد ذلك في بداية سنة 1983 إلى دول أوروبا أين تأسست الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر لتطوير هذه الحرفة، حيث عرفته انجلترا أولاً، ثم فرنسا وهولندا، **Venture Capital Association** ثم انتشر بداية من سنة 1992 بألمانيا وباقي الدول الأوروبية وبعض الدول العربية كمصر، وتونس وفي مطلع القرن الحالي ظهر في مختلف دول العالم كالجزائر، والمغرب ودول الخليج استجابة لمواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.

### أولاً: مفهوم رأس المال المخاطر

تعددت المفاهيم لرأس المال المخاطر واختلفت باختلاف جهات التعريف واختصاصها وزاوية تعريفها ومن بين أبرز المفاهيم:

- **عرفت الجمعية الوطنية الأمريكية رأس المال المخاطر (NVCA):** هو "استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل، في منشآت تملك استعدادات قوية، منجز من طرف مستثمرين متخصصين".<sup>1</sup>

- **أما الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA) فعرفته:** بأنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تنطوي في الحال على تيقن في الحصول على دخل، أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد، وهذه الحالة تعتبر مصدر المخاطر، أملاً في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبياً، حال إعادة بيع حصة هذه الشركات بعد عدة سنوات.<sup>2</sup>

- **مفهوم منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية:** هو "رأس المال الذي تمنحه مؤسسات تستثمر مواردها المالية وترافق مسيري الشركات حديثة النشأة والتي لا تكون مدرجة في البورصة فيكون الهدف منه العائد المالي وهذا من خلال خلق القيمة من الشركة الحديثة بالتعاون مع شركات رأس المال المخاطر وخبرتها المهنية"<sup>3</sup>

- **وعرف رأس مال المخاطر هو** المساهمة الأكثر مخاطرة لكون المشروع في بدايته ولا نعرف مدى كفاءة صاحب المشروع لمقاومة الطوارئ وكيف سيتعامل السوق مع المنتج الجديد وماذا سيكون رد فعل المنافسة وغير ذلك عن الأمور المتعلقة بمستقبل المشروع.

<sup>1</sup> Emmanuelle Dubocage Et Dorothée Rivaud DANSET, **Le capital-risque**, Ed La Découverte paris, France, 2006, p6.

<sup>2</sup> **EVCA annual report 2006**, European venture capital association 2007, www.evca.eu/uploadedfiles/Home/About\_EVCA/Annual\_Reports/AnnualReport06.

<sup>3</sup> أنس الحسناوي، التمويل التشاركي وتطبيقاته على المشاريع الصغرى والمتوسطة بالمغرب، الندوة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جامعة البويرة الجزائر، يومي 28/25 ماي 2003، ص ص 5-9.

- كما عرف رأس المال المخاطر انه عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات رأس المال المخاطر وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه وتقديم المساعدة في إدارة الشركة مما يحقق تطورها فهو مخاطر بأمواله، يساعد أكثر الشركات الناشئة والتي تواجه صعوبات، لأن مراحل حياة الشركة أو المنتج ليست بمنى عن المخاطرة (بدرجات متفاوتة)

- فرأس المال المخاطر يجد مكانا له ويطرح كبديل تمويلي لكل هذه المراحل بطبيعة الحال ليس بنفس القوة و الوزن فذلك مرهون بوضعية كل مؤسسة على حدى فما يطلق عليه رأس المال الاستثماري عند الفرنسيين (le capital d'investissement) ويقصد به الأمريكيون (venture capital) أما رأس المال المخاطر لديهم (Le capital-risque) فهو جزء فقط من الأول.<sup>1</sup>

- ويمكن تعريف رأس المال المخاطر على أنه استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، يعتمد على مراحل الاستثمار في الشركة ، يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق، لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد، وتعد مؤسسات رأس المال المخاطر وسيطاً بين مصادر التمويل ( في الغالب مستثمرون مؤسساتيون وشركات المقاوله التي تتميز بالنمو السريع والتكنولوجيا العالية).<sup>2</sup>

-مما سبق يمكن تعريف رأس المال المخاطر أنه تقنية تمويلية مؤقتة متوسطة أو طويلة الأجل تدعم الشركات الناشئة ماليا وإداريا في مشروعاتها ذات التكنولوجيا المتقدمة، والأرباح المتوقعة مقابل الأخطار العالية، والمرتبطة بمخطط عمل مدروس مسبقا ومتفق عليه،ويطلق على هذا النوع من التمويل عدة تسميات منها رأس المال المخاطر، ورأس المال المغامر، ورأس المال الجريء .

### 1- خصائص رأس المال المخاطر:

يتميز التمويل برأس المال المخاطر بجملة من الخصائص التي تميزه، وتظهر الفرق بينه وبين بقية أدوات التمويل الأخرى، سواء التقليدية منها أو المستحدثة، وفي أحيان كثيرة نجد أنها تتقاطع مع هذه الأدوات في خصائص كثيرة، بحيث أنها تأخذ من هذه وتلك لتخلق أوجه شبه بينها في نقاط، وتختلف عنها في أخرى لتخلق صفاتها الذاتية التي تعطيها خصوصيتها المميزة، تتمثل أهم خصائص رأس المال المخاطر فيما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup>خوني رايح، حساني رقية، أساليب التمويل بالمشاركة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دار الريب للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة 01 ، 2015، ص02.

<sup>2</sup> براق محمد، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، الملتقى الوطني حول استراتيجيات التنظيم ومرافقة الشركات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، يومي 18/19: أبريل، 2012، ص45.

<sup>3</sup> محمد سبتي، مرجع سابق، ص30..

✓ **وساطة مالية:** تعتبر معظم عمليات رأس المال المخاطر وساطة مالية لحساب مستثمرين كما هو الأمر بالنسبة لكل من رأس المال الاستثماري بصفة عامة، لكن الخصوصية هنا أن هناك بعض عمليات رأس المال المخاطر لا تعتبر وساطة مالية، كما هو الشأن مثلا بالنسبة لنشاط ملائكة الأعمال (**Business Angels**) الذي يصنف ضمن رأس المال المخاطر غير الرسمي.

✓ **استثمار بالأموال الخاصة وشبه الخاصة:** حيث أن التمويل يستهدف أعلى الميزانية، اعتمادا على الأموال الخاصة عادة، التي تزود المستثمرين بمعلومات معتبرة وتعطيهم حقوق رقابية.

✓ **مساهمة نشطة:** بالمتابعة التسييرية للفريق المسير، نظرا للدعم الكبير الذي يحتاج إليه مسيرو المشاريع الناشئة من جهة، وبسبب الخطر العالي للاستثمار من جهة أخرى، وهذا ما يسمى بالمساهمة غير المالية، وكثيرا ما يكون الدعم العملي الذي يقدمه الممول المخاطر مفيدا للشركة، ومساعدة على نجاحها فالعلاقة في رأس المال المخاطر علاقة شراكة يشترك الجميع في الربح والخسارة، حيث تتفق المصالح والوجهة لا تتعارض.<sup>1</sup>

✓ **استثمار متوسط وطويل الأجل:** رأس المال المخاطر هو تمويل لأجل محدد من الزمن بهدف تحقيق عائد مالي، حيث أن المستثمرين يبيعون حصصهم بعد مدة تتراوح من سنتين إلى عشر سنوات عندما يبدأ المشروع في تحقيق عوائد مالية.

✓ **استثمار خطر بدون ضمانات:** يعود الخطر العالي للاستثمار أساسا إلى الطبيعة الخاصة للمشاريع الناشئة، حيث تتكون المخاطر المرتبطة بالمراحل المبكرة أكبر من المراحل اللاحقة للنمو إذ المستثمرون مهددون بفقد كل أو جزء من أموالهم الموظفة في هاته المشاريع ونظرا لارتفاع المخاطر فإنهم يتوقعون عائد مرتفع نسبيا (من 25 إلى 45% حسب طور التدخل) فهم يشتركون في الأرباح والخسائر.

✓ **استثمار في المشاريع الناشئة:** وهي عادة المشاريع ذات المحتوى التكنولوجي العالي التي تقدم منتجات متميزة سواء في الإعلام الآلي (الكمبيوتر، الإعلام والاتصال، الانترنت) أو الصحة (التكنولوجيات الحيوية والطب) أو في مختلف القطاعات الأخرى عالية التكنولوجيا، والتي يكون أصحابها من الباحثين والمبتكرين الذين لا يملكون لا خبرة التسيير، ولا الأموال الكافية واللازمة لتجسيد أفكارهم في مشاريع استثمارية، أو لتحقيق النمو المرغوب بالنسبة للذين قاموا بإنشاء مشاريعهم ويرغبون في تطويرها. الأمر الذي في إمكان أطراف أجنبية تقديمه، وهذه الأطراف تتمثل في المخاطرين برأس المال المخاطر (**capitalists venture**) الذين يملكون الخبرة التسييرية الكافية، والعلاقات التجارية الواسعة، إضافة إلى رؤوس الأموال.

✓ **مرحلة التمويل:** يتم التمويل على مراحل وليس دفعة واحدة، إذ يستوجب الحصول على الدفعات موائية العودة إلى الممول وعرض نتائج ما تم تحقيقه وموافقة هذا الأخير ورضاه على ما تحقق للحصول

<sup>1</sup> خوني رايح، حساني رقية، مرجع السابق، ص 165.

على الأموال، وهذا يضمن للممول مراقبة توظيف أموال وإمكانية استرداد الأمر قبل تضاعف الخسارة في حالة الفشل إما بالانسحاب نهائياً أو تعديل خطط المشروع وتعديل مساره.

- إذن أهم خاصية بالنسبة لرأس المال المخاطر هي المشاركة فهو قادر على تمويل مشاريع عالية المخاطر، هذا ما فتح مجالات للاستثمار لا يطرقتها إلا الرواد وينميها ويطورها نتيجة لقدرته واستعداده لتحمل إمكانيات خطر عالية، ويعوضه في هذا الخطر العائد الكبير في حالة النجاح.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر وأهميته

هناك عدة أطراف فاعلة في عملية التمويل برأس المال المخاطر نذكر منها:

#### أولاً: الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر

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

#### 1- المستثمرون

يتدخل هؤلاء المستثمرون من خلال الموارد المالية طويلة الأجل الذين يكونون على استعداد للمخاطرة بها حيث أنها تمنح من دون ضمانات وليس من حق المستثمرين المطالبة بتسديدات آنية، بل يجب عليهم الانتظار لغاية تحقيق نجاح المشروع الممول.

#### 2- شركات رأس المال المخاطر

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

#### 3- المستفيدين

هم عبارة عن المشاريع الناشئة أو الشركات لصغيرة والمتوسطة الذين يعانون من نقص في التمويل الذاتي، وصعوبة حصولهم على القروض من مؤسسات أخرى نظراً لعدم توفرهم على الضمانات الكافية

<sup>1</sup>خوني رايح، حساني رقية، مرجع سابق، ص ص 167-168.

فيلجئون إلى شركات رأس المال المخاطر للحصول على الدعم المالي والفني من خلال الاعتماد على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر.

### 4- المستأنفون

يبرز دور هؤلاء المستثمرين عند انتهاء العملية التمويلية بنجاح (مرحلة الخروج) أين تقوم شركات رأس المال المخاطر ببيع حصصها المكتتب فيها عند بداية العملية لتعيد استثمار الأموال الناتجة في مؤسسات أخرى، وعادة ما يكون المستأنفون عبارة عن المسيرين الأساسيين في الشركة الممولة قصد استعادة الملكية الكلية، أو عبارة عن مؤسسات رأس المال المخاطر الاستثماري التي تقوم بشراء الحصص بهدف استكمال تمويل الشركة في أطوار أخرى من مراحلها.<sup>1</sup>

### ثانياً- أهمية رأس المال المخاطر

تتبع أهمية رأس مال المخاطر من الدور الذي يقوم به والقيمة المضافة التي يحققها، وتزيد هذه الأهمية حسب الأطراف المتدخلة فيه:<sup>2</sup>

لرأس المال المخاطر أهمية كبيرة فهو مكونا رئيسيا من مكونات سوق رأس المال، مهمته تعتبر ضرورية لدعم النمو الاقتصادي، حيث تلعب مؤسساته دورا فعالا في تمويل الشركات، بحيث تمددها بالأموال والخبرة والطرق الحديثة في الإدارة والتنظيم وتدمج أموالها مع أموال الشركات الممولة، ويمكن حصر أهمية رأس المال المخاطر في النقاط التالية:

**1- تمويل الاقتصاد:** يشغل رأس المال المخاطر مكانة أساسية تمويل الاقتصاد فنجد مثلا في الولايات المتحدة الأمريكية أن الاستثمارات بين عامي 1970-2000 قدرت بحوالي 273 مليار دولار قد حققت لاقتصاد الأمريكي حوالي 1300 مليار دولار.

**2- خلق مناصب الشغل:** ويكون ذلك عن طريق إنشاء مؤسسات جديدة عن طريق التمويل برأس المال المخاطر، وبالتالي امتصاص البطالة من المجتمع.

**3- استثمار المدخرات المحلية الصغيرة:** عملية خلق مصادر تمويلية جديدة كرأس المال المخاطر من شأنه أيضا تشجيع المقاولين لإنشاء مؤسساتهم الخاصة وبالتالي استثمار المدخرات العائلية وإسهامها في الدورة الاقتصادية.

**4- المساهمة في تخفيض الواردات:** عملية تدعيم المشاريع الناشئة من شأنها أيضا خلق إنتاج محلي وبالتالي التخفيض من نسبة الواردات وحتى المساهمة في رفع قيمة الصادرات.

**5- التصدي لظاهرة هجرة الأدمغة:** ويتم ذلك عن طريق مجموعة من الآليات منها:

<sup>1</sup> خالد سلاطنية، مرجع سابق، ص 9.

<sup>2</sup> عابد نصيرة، وبريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتقديم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة الشلف، الجزائر، المجلد رقم 14 العدد 19، سنة 2018، ص ص 213-214.



✓ إتاحة الفرصة لهم لتطبيق وتجسيد أفكارهم وأبحاثهم في الداخل، عن طريق تمويل تطبيق الابتكارات الجديدة ومشروعات لاتعد جذابة للبنوك إما لارتفاع درجة المخاطرة بها أو لعدم توافر القدرات المالية والطاقات الكافية لأصحاب المشروعات.

✓ بثمين البحث العلمي وترقيته بتحفيز المخترعين وجامعاتهم ومعاهدهم المتخصصة على الاستمرار في عطائهم العلمي والتكنولوجي خاصة إذا ربطوا بين فوائد الإنتاج العلمي وربحية السوقية العالمية.

6- مساعدة البنوك: وتكون المساعدة على عدة أصعدة منها:

✓ توفر المعونة الفنية والإدارية لعملاء البنوك، حيث لا تتوفر لدى البنوك الإمكانيات اللازمة لتوفير هذه المعونة.

✓ إقالة عملاء البنوك المتعثرين بتوفر موارد مالية إضافية لهم، حيث لا تستطيع البنوك في بعض الحالات

✓ إقراض أو المساهمة في المشروعات نتيجة القيود التي تفرضها نظم العمل المعرفي.

✓ المساعدة في إعادة هيكلة شركات القطاع العام التي يتم خصصتها مما يؤدي الى تصحيح مسارها وتسديد ديونها للبنوك.<sup>1</sup>

7- تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي

نجد أن الدول التي تطبق برامج الإصلاح الاقتصادي والتي تحتاج إلى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة والتي تحتاج إلى هيكلة مالية وفنية، تلعب هذه الشركات دورا حيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة لهذا القطاع، وتساهم في الحد من الآثار التضخمية بتوفر التمويل اللازم للمشروعات الاقتصادية.

8- تدعيم تمويل الشركات الجديدة

يمثل دعم الشركات الجديدة المجال الطبيعي لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر، حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وكذلك الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية انطلاقها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل، بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفاعلية أشخاصه، وهذه الوظيفة هامة جدا لتلك المشروعات خاصة في البلدان النامية.

9- دعم الشركات المتعثرة

تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني و الإداري للمؤسسات المتعثرة وجذب الاستثمارات إليها لأنها شريكة فيها، فهي تحرص على المتابعة الفنية والمالية الضرورية لإصلاح مسارها لتحفيز المستثمرين وبث روح الطمأنينة في نفوسهم على الاستثمار للاستفادة من الريح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطها ويزدهر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع الشركات الصغيرة والمتوسط، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، الجزائر، العدد 16، مارس 2009، ص 87.

<sup>2</sup> عبلة ضياف، ود. حمادة كمال، رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل الشركات الناشئة، مجلة الباحث الاقتصادي، جامعة برج باجي مختار، الجزائر، العدد 05 جوان 2016 ص ص 171-172.



## المطلب الثالث: خطوات ومراحل عملية التمويل برأس المال المخاطر

هناك جملة من الخطوات والمراحل المتبعة للتمويل برأس المال المخاطر نذكر منها:

### أولاً: خطوات التمويل برأس المال المخاطر

- إن تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر لا تتم دفعة واحدة، بل تتم على عدة مراحل، تبدأ من توجه المبادرة لمؤسسة رأس المال المخاطر بطلب الحصول على التمويل اللازم لمشروعه وتنتهي بخروج هذا الأخير من مؤسسته، وخلال الفترة الممتدة بين طلب التمويل والخروج توجد خطوات عديدة وإجراءات يجب على الطرفين إتباعها لإتمام العملية التمويلية.

**1- مرحلة ما قبل المساهمة:** تسمى أيضا بمرحلة الغريلة "**Screening**" وهي مرحلة تسبق اتخاذ القرار الاستثماري، وتنقسم هذه المرحلة إلى مراحل فرعية تسبق المساهمة، والتي تمتد من استقبال الملفات إلى غاية عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

**1-1 مرحلة التحليل الأولى:** يتمكن المخاطر برأس المال المخاطر في هذه المرحلة بأخذ نظرة أولية على جودة المشروع المرشح، وتعتمد في ذلك على بعض المقابلات التي تجمعها بالمبادر، وكذا الدراسة الأولية لملف الترشيح وإخضاعه للمعايير الأساسية لاتخاذ القرار، وعليه يجب تقديم الملفات المعدة لهذا الغرض ويتعلق الأمر بخطة العمل وهي بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن من تقييم الفرص الاستثمارية المقترحة وتكتسي خطة العمل أهمية كبيرة في صناعة رأس المال المخاطر أما "**BAHINI**" فيعرفها بأنها الصياغة النوعية والكمية لمشروع المنشأة .

**أما اتخاذ القرار:** فيجب على المخاطر برأس المال المخاطر أن يأخذ فكرة مبدئية عن المشروع بعد دراسته الأولية بخطة العمل وإخضاع مضمونها للمعايير الأساسية لاتخاذ القرار كالسياسة الاستثمارية المحددة من طرف مستثمري صندوق مؤسسة رأس المال المخاطر (حجم الشركة ، قطاع نشاطها، طور نموها، تطورات محفظة المساهمات في فترة القيام بتقييم الشركة ، المدة النظرية للخروج عن رأس المال).

**1-2 مرحلة الدراسة المعمقة:** إن الانتقال على هذه المرحلة يتم بعد إمضاء وثيقتين تعاقديتين:

✓ **اتفاق السرية (L'accord de confidentialité):** لضمان حق المبادرة في الحفاظ على سرية المعلومات الصناعية، التقنية القانونية المحاسبية والمالية التي يتمكن المخاطر برأس المال من الإطلاع عليها.

✓ **خطاب النية (La lettre d'intention):** أساس البناء القانوني الذي سيثد بين الطرفين، أي انسحاب لأحد الطرفين بعد إمضاء هذه الوثيقة يكون أمر أكثر صعوبة.

**1-3 التقييم المالي للمشروع:** يتعين على المخاطر برأس المال معرفة مردودية المشروع واستعداداته المستقبلية للنمو ومعرفة قيمة الشركة وبالتالي أحسن سعر يدفع لحيازة نسبة معينة في رأس مالها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Pierre battini, **capital-risque, mode d'emploi et organisation**, 3eme édition, paris, 2001, p 78.

وهناك تقنيات متبعة للتقييم أهمها: معدل العائد الداخلى IRR: والذي يقيس الأداء السنوي للاستثمار ومعدل العائد الداخلى هو معدل الخصم الذي يجعل القيم الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية والاستثمار المبدئي متساوية أي عدم صافي القيمة الحالية ويحسب كما يلي:<sup>1</sup>

$$IRR = (FV/PV)^{1/N} - 1$$

**N:** تمثل مدة الاستثمار بالسنوات.

**PV:** القيمة الحالية (مبلغ الاستثمار)

**FV:** القيمة المستقبلية (عند الخروج)

## 2- مرحلة التركيب القانوني والمالي

وتتكون من مرحلتين أساسيتين :

**2-1 مرحلة التركيب القانوني:** إن صناعة العفو المناسبة بين المخاطر رأس المال والمبادر يعتبر من أهم الأسس التي تقوم عليها الشراكة الناجحة، كما يرتبط الأمر كذلك بالنظام القانوني المتبنى من طرف الشركة.

**2-2 عقد المساهمين:** وهو الوثيقة الأساسية التي ترسخ نوعية وطبيعة العلاقات بين فريق المبادرين وفريق المستثمرين، على عكس عقود المساهمين الخاصة بالشركات المدرجة بالبورصة التي إن وجدت يجب أن تكون علنية ومعروفة لدى الجميع، فإنها في حالة رأس المال المخاطر تعتبر وثيقة خصوصية (سرية)، بعدم رغبة المستثمرين برأس المال في أن يعرف الجميع لتفاصيل عقودهم، لكن ورغم سرية يمتلك المساهمين قيمة قضائية تخضع الأطراف المتعاقدة للالتزام ببنوده، يهدف عقد المساهمين أساسا إلى مراقبة هيكل رأس المال من جهة، وتنظيم سلطات المساهمين ذوي الأقلية من جهة أخرى، كما يضم بنود خاصة تستجيب لانشغالات أخرى<sup>2</sup>.

**2-3 الخيارات القانونية:** يتمثل الخيار القانوني في كل من الشكل القانوني المتبنى والهيكل التسييرية المعتمدة من طرف الشركة حيث يتحدد على أساسها مدى الرقابة التي بإمكان المستثمر ممارستها.

**2-4 التركيب المالي:** يعتبر التركيب المالي أحد أهم الخطوات وأكثرها حساسية، حيث يتم خلالها اختيار الأدوات المالية المتبناة للمساهمة، هذا الاختيار تحدده عوامل كثيرة مثل طور نمو الشركة وخصائصها كلما زادت درجة عدم التأكد المرتبطة به ارتفع مستوى المخاطر، مما يدفع المخاطرين برأس المال تبني أوراق مالية هجينة (سندات قابلة للتحويل، أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية...) لكن في الحالة العكسية الأسهم العادية هي الأداة المختارة.

## 3- مرحلة الشراكة والانفصال

**أ- الشراكة:** إن أهم الاختلاف بين رأس المال المخاطر وباقي التمويلات (التقليدية) يمكن في متابعته لمساهمته، حيث يسعى لتنظيم وضمان متابعته ومراقبتها قبل انطلاق الشراكة وذلك عن طريق مختلف الوسائل القانونية والمالية المتاحة له.

<sup>1</sup> ERIC Stephany, la relation capital-risque / PME fondements et pratique, ed de boeck, Bruxelles : 2003 p 133.

<sup>2</sup> V. paoli – gagin et V. Lalande, le capital-risque, acteurs, pratique et outils, ed gualina, Paris 2001, p 132.

ب- الانفصال: مهما طالّت أو قصرت فترة بقاء المخاطر برأس المال في رأسمال الشركة الممولة، فإنه لا بد أن يأت يوم ينهي فيه مساهمته، إلى الخروج هو أمر أساسي، وهو وقت الحقيقة للمخاطر برأس المال يمكنه حينها معرفة المر دودية والقيمة المضافة الحقيقية، الخروج أمر أساسي للمخاطر برأس المال لأنه أيضا يمكنه من الاستثمار في مؤسسات أخرى من جهة، ويمكنه من جهة أخرى من دفع أرباح لأصحاب الأموال من مساهمي شركة رأس المال المخاطر، إن خروج المخاطر برأس المال من رأس المال الشركة يخضع لمنطقتين:

✓ **منطق تعاقدى:** وتحكمه بنود الخروج المتصل، بند الموافقة، بند الخروج الموفق... إلخ.

✓ **منطق مالي:** يتحكم عاملين في الخروج من رأس المال المخاطر وهما خصائص الشركة ، طبقة أصولها وفترة بقاء المستثمر التي بدورها تخضع لعدة عوامل أخرى طور نمو الشركة ، أوضاع وسيولة السوق المالي ووجود فرص الشراء).<sup>1</sup>

### ثانيا: مراحل التمويل برأس المال المخاطر

مالياً رأس المال المخاطر هو تمويل برأس مال خاص أي اقتسام الخاطر بين الشركات والشركاء الماليين بصفة عامة، وعمليات رأس المال المخاطر تمول الشركات الناشئة والتي تنمو بطريقة أسرع من الشركات المنشأة من قبل المتعاملين فقط لكن عمليات رأس المال المخاطر تختلف حسب المرحلة الموجودة فيها الشركة وهي أربعة مراحل رئيسية:

**1- رأسمال الإنشاء بمعناه الواسع:** يتولى رأس المال الإنشاء تمويل شركات ناشئة مبتكرة تحيط بها العديد من المخاطر ولديها أمل كبير في النمو والتطور وتنقسم هذه المرحلة إلى مرحلتين:

**1-1 رأس مال ما قبل الإنشاء أو قرب الانطلاق:** يخصص لتغطية نفقات البحث والتجارب وتطوير النماذج المعملية والنماذج التجارية للسلعة الجديدة وكذلك تجريب السلعة في السوق ومعرفة مدن الإقبال عليها، وهو تمويل صعب نظرا لخطورة احتمال الفشل لدى مؤسسة ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة.

**1-2 رأس مال الانطلاق:** يمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأسمال المخاطر وتخصص لتمويل المشروعات في مرحلة الإنشاء، أو في بداية النشاط ويتفرع بدوره إلى مرحلتين: الانطلاق أو البداية بمعناه الضيق الذي يغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية لحياة المشروع ثم المرحلة الأولى من التمويل والتي تغطي المشروع وشركات رأس المال المخاطر هي الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة.

**2- رأسمال التنمية:** يكون المشروع في هذه المرحلة قد بلغ مرحلة الإنتاجية أي توليد الإيرادات، ولكنه يقابل ضغوطاً مالية تجعله يلجأ إلى مصادر تمويل خارجية حتى يتمكن من تحقيق أماله في النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه ما بين 5% إلى 10%.

**3- رأسمال تعاقب أو تحويل الملكية:** يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأسمال المشروع، أو تحويل مشروع قائم فعلاً إلى شركة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدة مشاريع قائمة وبالتالي

<sup>1</sup> عيلة ضياف ، حمادة كمال ، مرجع سابق ، صص 176- 177.

خلال هذه المرحلة تهتم مؤسسات رأس المال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية والمالية للمشروع إلى مجموعة جديدة من الملاك.<sup>1</sup>

**4- رأس المال التصحيح أو إعادة التدوير:** يخصص رأس المال التصحيح للمشروعات القائمة فعلاً ولكنها تمر بصعوبات خاصة، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى إنهاض مالي فتأخذ مؤسسة رأس المال المخاطر بيدها حتى تستقر من جديد في السوق وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح.

### المطلب الرابع: مزايا وعيوب التمويل برأس المال المخاطر

من خلال ماسبق يمكننا ذكر مجموعة من المزايا والعيوب المتعلقة بالتمويل برأس المال المخاطر وهي كالتالي :

**أولاً: مزايا التمويل عن طريق رأس المال المخاطر:** تحقق مؤسسات رأس المال المخاطر مزايا للمشروعات التي تساهم فيها وتتمثل فيما يلي:

**1- المشاركة:** شركة رأس المال المخاطر تكون شريك لأصحاب الشركة الأصليين وتأخذ نسبة الأرباح من 15% إلى 30% بالإضافة إلى 2.5% مقابل المصاريف سنوياً كما تتحمل جزء من الخسارة في حالة حدوثها.

**2- الانتقاء:** الممول يقوم باختيار المشروع الواحد حيث تكون أمامه فرصة انتقاء المشاريع الجديدة ذات الدرجة العالية من المخاطر والأرباح المتوقعة العالية.

**3- المرحلية:** التمويل برأس المال المخاطر لا يتم دفعة واحدة وإنما يتم عبر مراحل، بانتهاء كل مرحلة يلجأ المستفيد إلى الممول وبالتالي يكون هنا ضمان للنتائج المحققة خلال كل مرحلة وإعطاء فرصة جديدة في حين فشل المشروع تقادياً لتراكم الخسائر.

**4- التنويع:** يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر، بحيث ما يمكن أن تخسره في مشروع تعويضه في مشروع آخر.

**5- التنمية والتطوير:** هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون، ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع.

**6- توسيع قاعدة الملكية:** يستمر التمويل حتى تنضج الشركة ونستوي وبعدئذ يمكن أن تباع لمستثمر آخر يشده نجاح الشركة ونوع نشاطها، أو تطرح كأسهم على المساهمين.<sup>2</sup>

بالإضافة إلى مجموعة أخرى من المزايا مثل:

- زيادة الأموال الخاصة بسبب مشاركة المخاطرين بحصة من رأس المال.

- اكتساب المشروع شخصية اعتبارية مستقلة عن المساهمين وهذا يشكل نوعاً من الحماية القانونية للمشروع من تفكيكه بسبب الشكوك والأوهام الناتجة عن تقلبات في تحليل الأوضاع الاقتصادية.

<sup>1</sup> نبيلة قدور وحزمة العرابي، مرجع سابق، ص 890.

<sup>2</sup> عبد السمیع روینة، إسماعیل حجازي، تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل الشركات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسينية بن بوعلي الشلف، الجزائر، 17 و 18 أبريل 2006، ص 310.

- النمو السريع للمنشأة وانطوائها على ربح واحد.<sup>1</sup>

ثانيا: عيوب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

تتلخص عيوب التمويل برأس المال المخاطر فيما يلي:

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

2- 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 شاركوها في المشروع .

بالإضافة إلى عيوب أخرى كارتفاع درجة المخاطرة في المنشآت الممولة هذه الأداة وصعوبة اتخاذ القرار بسرعة لكثرة الأطراف التي تشارك فيه.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> صحراوي مقالتي، التمويل الرأسمال المخاطر منظور إسلامي، بحث مقدم بمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة العمل الخيري والشؤون الإسلامية، دبي، الامارات العربية ماي، 2009 ، ص18.

<sup>2</sup> بوعبد الله هبة، حسيني رحيم، تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر مقال بمجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة برج بوعرييج ، الجزائر العدد 01 31-12-2015، ص 156.

### المبحث الثالث: ماهية شركات رأس المال المخاطر

تلعب شركات رأس المال المخاطر دورا مهما في تمويل مؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات المخاطر العالية والمركزة على الأفكار والاختراعات الجديدة وتحقق عوائد كبيرة تتناسب مع درجة المخاطرة التي تتعرض لها. وعليه فلقد قسمنا هذا المبحث إلى أربعة مطالب، تناولنا في المطلب الأول مفهوم شركات رأس المال المخاطر، وتعرضنا في المطلب الثاني إلى التركيبة القانونية لشركات رأس مال المخاطر رأس، أما المطلب الثالث فلقد خصصناه لمصادر أموال شركات رأس المال المخاطر، وفي الأخير المطلب الرابع وخصصناه لعلاقة شركات رأس المال المخاطر بالشركات الممولة واهم المخاطر التي تواجهها.

#### المطلب الأول: مفهوم شركات رأس المال المخاطر ودواعي إنشائها

- سنتناول في هذا المطلب مفهوم شركات رأس المال المخاطر ودواعي إنشائها

##### أولاً: مفهوم شركات رأس المال المخاطر

- في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة والتطور الذي يشهده العالم في مختلف القطاعات والثورات التكنولوجية العالية برز دور وأهمية الشركات الصغيرة والمتوسطة في إنعاش الاقتصاديات الوطنية وتجسيد أفكار جديدة، وبالمقابل فهي بحاجة إلى تمويل معتبر نسبيا نتيجة احتوائها على مخاطر مرتفعة بالمقارنة مع أي نوع آخر من الأعمال والمشروعات، وفي هذا الصدد استحدث هذا الأسلوب التمويلي المتمثل في شركات رأس المال المخاطر المتخصصة في توفير رأس المال اللازم للمشاريع الناشئة ذات المخاطر العالية.

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

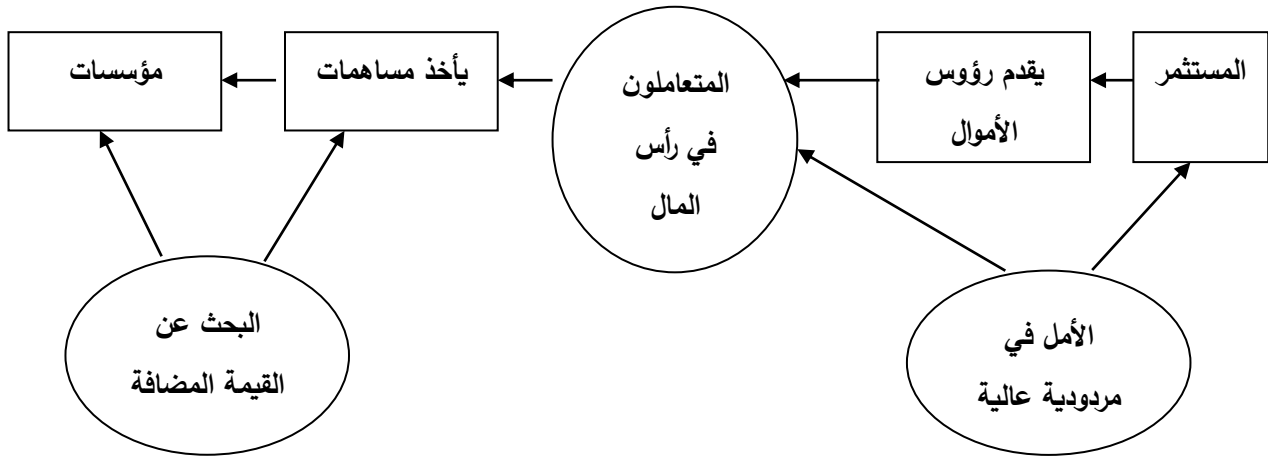
- هي عبارة عن شركات يقوم نشاطها على المشاركة في المشروعات أو الشركات الجديدة ذات المخاطر العالية، وذات إمكانية النمو والربحية المرتفعة<sup>1</sup>.

- يمكن تعريف شركات رأس المال المخاطر على أنها تتخذ حصصا أو مساهمة في رأس مال الشركات غير المدرجة في البورصة و التي أنشأت حديثا وتنمو بسرعة في المجالات التي هي بحاجة إلى رؤوس الأموال لضمان تنميتها.

<sup>1</sup> نسبية حسيني ، مرجع سابق ص 62.

ومبدأ شركات رأس المال المخاطر يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (02): مبدأ شركات رأس المال المخاطر



المصدر: عبد السميع رويبة، إسماعيل حجازي، تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل الشركات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر 17 و18 أفريل 2006، ص 308.

يتضح من خلال الشكل رقم (02) فالأساس الذي تقوم عليه اقتراح شركات رأس المال المخاطر هو قيامها على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر أي المشاركة في السراء والضراء، وذلك املا في مردودية عالية مستقبلا، ومن ناحية المؤسسة الممولة فهي تبحث عن قيمة مضافة تنتج من المشروع .

### 1- دواعي وأهداف إنشاء شركات رأس المال المخاطر:

هناك عدة أسباب أدت إلى إنشاء شركات رأس المال المخاطر لتدعيم المشاريع الناشئة التي تواجه عدة صعوبات في الحصول على التمويل، خاصة في المرحلة الأولى لانطلاقها فكانت هذه الشركات بمثابة الحل الأمثل لمختلف هذه المشاكل، خاصة أمام فشل الطرق التقليدية في دعمها ومن بين هذه الأسباب:

#### 1-1 فشل الطرق التقليدية في تمويل المشاريع الناشئة

كثيرا ما تضطر الشركات الصغيرة والمتوسطة إلى الاستعانة بمصادر تمويل خارجية لتوفير احتياجاتها من رؤوس الأموال بسبب ضعف قدرتها على التمويل الذاتي، غير أن خياراتها في هذا المجال تظل محدودة إذ تكاد البنوك أن تكون الملجأ الوحيد، حيث تمثل تكلفة القروض إلي جانب التكاليف المرتبطة بإنشاء المشروع من مصاريف التسجيل وأعباء الدراسات من أكبر العوائق أمام هذه الشركات، وبالتالي محدد حاسما لقرار الاستثمار لديها، حيث تبين الإحصائيات أن أغلب هذه المشروعات الاستثمارية يكون مآلها الفشل نتيجة عجزها عن تسديد أصل الدين بالإضافة إلي الفوائد المتركمة عنها.

زيادة على هذا فإن طول فترة دراسة ملفات طالبي القروض، وكثرة الإجراءات وتعقيدها مع طلب ضمانات على هذه القروض، جعل أصحاب هذه المشاريع في وضعية حرجة، وحتى لو تمكنوا من الحصول على قرض بنكي بعد انتظار طويل فإنهم سيقعون في مشكل ارتفاع نسب الفوائد، وعدم تمكينهم من تسديدها



خاصة في بداية انطلاقة مشاريعهم وهو ما أصبح يعرف بالقروض المتعثرة المتراكمة لدى البنوك، فالاعتماد على سعر الفائدة كقاعدة أساسية للأنظمة الاقتصادية السائدة هو من أسباب الأزمات الاقتصادية الدورية والمستمرة، وما ينجم عنها من آثار سلبية متعددة، حيث يقوم الاقتصاد العالمي برمته على أهرامات هائلة من الديون يعتمد بعضها على بعض في توازن هش لم يلحظ في الماضي مثل هذا التراكم في وعود الدفع ولم يصبح علاجه عسيراً بالقدر الذي هو عليه اليوم مما يعيق الاستثمار، ويولد الأزمات ويسبب توزيع الدخل.<sup>1</sup> فعدم فعالية سعر الفائدة والافتقار إلى مقومات النظام الناجح أدى إلى انكماش النشاط الإنتاجي بما فيه من تنمية ووفرة مع تزايد ظاهرة التضخم وما لها من انعكاسات سلبية على الاقتصاد، ولعل ما زاد في تفاقم هذه الوضعية هو سوء تقدير الأوضاع المستقبلية، وضعف دراسات الجدوى الاقتصادية وكذا نقص تدابير المرافقة وغياب المتابعة من قبل الجهات الممولة.

ومن هنا وجب البحث عن آليات تمويلية لا يتوقف دورها عند حد تقديم التمويل بل تتجاوزه لأن يكون الممول فيها بمثابة شريك حقيقي في المشروع، وفي مثل هذا الإطار يكون قرار الاستثمار قراراً مشتركاً بين صاحب العمل وصاحب المال (المشاركة في إدارة المشروع)، كما أن أعباء التمويل وأخطار الاستثمار تكون موزعة بينهما حسب نسبة متفق عليها، وهكذا فإن إستراتيجية التمويل تتحول إلى إستراتيجية تعاون، وعند تضارب المصالح والأهداف ما بين مؤسسات الاستثمار ومؤسسات التمويل تكون المصلحة المشتركة هي السائدة، حيث يمثل دعم المشروعات الناشئة المجال الطبيعي لنشاط هذه الشركات.<sup>2</sup>

### ثانياً: تمييز التمويل لشركات رأس المال المخاطر عن طرق التمويل التقليدية

- بعد دراسة مفهوم رأس المال المخاطر، وأهم مميزاته التمويلية، نتطرق في هذا المطلب إلى أهم أوجه الاختلاف بينه وبين أشكال التمويل التقليدي الأخرى، فقد أعتبر التمويل البنكي بمثابة الملجأ الأساسي للمشاريع الاستثمارية من أجل إشباع حاجاتها التمويلية، وذلك لفترة طويلة من الزمن ليأتي رأس المال المخاطر كبديل تمويلي ملائم يختلف عن التمويل البنكي من عدة جوانب، فهما نمطين تمويليين مختلفين لذلك سنميز بينه وبين تمويل القروض البنكية التجارية .

#### 1- تمييزه عن قروض البنوك التجارية

يتميز التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر عن ذلك المقدم من طرف البنوك التجارية من عدة جوانب تتمثل فيما يلي:

يعتبر التمويل كأول معيار للمقارنة بين النمطين التمويليين من خلال تبيان:

<sup>1</sup> عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر، دراسته مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة الماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2007-2008، ص310.

<sup>2</sup> حسين رحيم، تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، تشخيص ومقترحات، الملتقى الدولي حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، الجزائر 25-26 ماي 2003، ص393.



### 1-1 طبيعة التمويل

أن تمويل شركات رأس المال المخاطر عبارة عن مساهمة في رأسمال المنشأة لفترة لا تقل عن ثلاث سنوات وقد تصل إلي 10 سنوات، هي فترة طويلة نسبياً، في حين أن تمويل البنوك التجارية عبارة عن قروض قصيرة ومتوسطة الأجل.

### 1-2 العناصر التي على أساسها يتخذ قرار التمويل

بالنسبة للمخاطر برأس المال فيتخذ قراره بالتمويل على أساس:<sup>1</sup>

✓ نوعية المديرين.

✓ منتج / سوق.

✓ القيمة المضافة المحتملة.

- أما بالنسبة للبنكي فيتعلق الأمر بـ:

✓ القدرة المالية للتسديد.

✓ وجود الضمانات الحقيقية.

### 1-3 أهداف التمويل

يتمثل الهدف الأساسي لشركات رأس المال المخاطر في الحصول على فائض القيمة المتوقع على المدى المتوسط أو الطويل حال خروجه من المشروع، في حين هدف البنك هو العوائد الناتجة عن دفع القرض.

### 1-4 مدة التمويل

إن مدة تمويل البنك يتم تحديدها بصفة دقيقة وواضحة في بداية العملية الاقتراضية بتحديد أجال الأقساط التي تدفعها المنشأة دورياً وتكون على المدى القصير والمتوسط عادة ، في حين أن مدة تمويل شركات رأس المال المخاطر فهي غير محددة بدقة فيتم تقديرها بصفة تقريبية في غضون بضع سنوات، فهي مرتبطة بوقت خروج الشركة حسب نمو وتطور المنشأة على المدى المتوسط والطويل.

### 1-5 العائد

عائد القرض محدد بدقة و أكديد وثابت حيث انه عبارة عن معدل الفائدة الدورية الواجب دفعه من قبل المنشأة ربحاً أو منيت بالخسارة على حد سواء، أما عائد شركات رأس المال المخاطر فهي الأرباح السنوية إذا تم تقرير توزيعها إضافة إلى القيمة المضافة التي يمكن تحقيقها عن خروجها من المنشأة، هذا في حالة ما إذا نجحت المنشأة في مشروعها أما إذا خسرت فتمتد الخسارة إلى الممول لأنها شريكة في رأس المال وفي هذه الحالة فالعائد منعدم.

### 6- الضمانات

إن من بين أهم الامتيازات التي تقدم إلى المنشأة في حالة حصولها على تمويل شركات رأس المال المخاطر هو إعفائها من تقديم أي ضمانات، في المقابل فالضمان الوحيد هو استعداد المشروع للنمو وتحقيق

<sup>1</sup> Kamel eddine bouatouata , opcit , P .P 91-92

المردودية، فالمخاطر برأس المال يقوم عمله على مبدأ المغامرة، في حين أن البنك يعمل على طلب أشياء ملموسة وذات قيمة كضمان قبل منح القرض وفي الواقع تختلف طبيعة الضمانات التي يطلبها البنك والأشكال التي يمكن أن تأخذها، وتتحدد طبيعة هذه الأشياء بما يمكن أن تقدمه الشركة، ويمكن على العموم تصنيف هذه الضمانات إلى صنفين رئيسيين:<sup>1</sup>

- الضمانات الشخصية (كفالات) أو حقيقية تركز على موضوع الشيء المقدم للضمان (رهن حيازي- رهن عقاري)، بحيث تكون قيمة هذه الضمانات قادرة على تغطية قيمة القرض.

#### 7- الشركات المستهدفة وتسيير المساهمة

إن الشركات المستهدفة من قبل البنك هي تلك التي وصلت مرحلة من النضج القادرة على تسديد أقساط القرض في الآجال المحددة، لأن المعيار الأساسي في اتخاذ قرار منح القرض، لذلك فإن الشركات الكبيرة هي الزبون الأول للبنك لتوفرها على العناصر التي على أساسها يتخذ البنك قرار التمويل.

أما شركات رأس المال المخاطر فإن اهتمامها ينصب كما رأينا سابقا على نوعين من الشركات:

**الأولى:** الشركات الناشئة، والثانية الشركات المتعثرة التي تعيش مرحلة من التدهور وتحقيق الخسائر، وفي العموم تتجه هذه الشركات إلى تمويل الشركات ذات المضمون التكنولوجي الكبير التي لها استعدادات معتبرة للنمو وذات مردودية كبيرة، وإن كانت لن تتحقق إلا في المدى المتوسط والطويل.

- أيضا من بين أهم نقاط الاختلاف بين النمطين التموليين هي عملية تسيير المساهمة ففي الوقت الذي توصف فيه مساهمة شركة رأس المال المخاطر بالنشطة، (active) نظرا لعدم اكتفائها بتقديم الأموال فحسب بل تتعداها إلى المشاركة في تسيير الشركة لكونها شريك فعلي، بحيث تمدها بمختلف النصائح والإرشادات اللازمة لمواجهة الصعوبات التي قد تواجهها، وهذا يفسر حرصها على نجاح المنشأة لتحقيق القيمة المضافة المتضررة من المشروع.

في المقابل نجد أن مساهمة البنك تكون خاملة (passive)، لأنه يكتفي بتقديم التمويل فقط دون تدخله في الأمور الداخلية للشركة الممولة، لأن البنك حتى في حالة فشل المشروع أو عدم قدرته على التسديد فإن له إمكانية استرجاع أمواله بالتنفيذ على الضمانات المقدمة له مقابل القرض.

#### 8- أساس الدراسة السابقة للتمويل وحجم عنصر المخاطرة

تعتبر الدراسة المالية للمؤسسة من أهم الأوجه التي تركز عليها البنوك عندما تقدم على منح القروض لهذه الشركات، ويعود السبب في ذلك أن الوضع المالي يعتبر محصلة لنشاط الشركة، إن كان جيدا فهو يعبر عن سلامة الشركة وإن كان سيئا فهذا يعني أن هناك مشكل في مستوى ما، فالوضعية المالية الجيدة تعطي للبنك الثقة في الشركة وتشجعه على الإقدام على منح القرض.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، دراسة طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع الإشارة إلى التجربة الجزائرية، ديوان المطبوعات الجامعية بن عكنون، الجزائر، الطبعة السادسة، 2007، ص 163.

<sup>2</sup> الطاهر لطرش، مرجع السابق، ص 145.

أما شركات رأس المال المخاطر فهي عكس البنكي الذي يعتمد على ماضي الشركة الممولة، أين تعتمد على الصيغة المستقبلية للشركة المستهدفة بالتمويل، وذلك بدراسة خطة العمل التي تقدمها مع اهتماماتها بالعامل البشري ودوره في تسيير المنشأة، بل ويتعدى ذلك إلى مساعدة الشركة في وضع خطة العمل.

وتخضع المساهمات المحققة بواسطة رأس المال المخاطر لمستوى مخاطرة أعلى من تلك التي تهدد القروض البنكية، فالأولى تواجه عبر نتائج المشروعات التي تتعهد بها نوعين من المخاطر:<sup>1</sup>

✓ حدوث ما من شأنه أن يؤثر جوهريا على حياة المشروع الأصلي، ومن ثم يفقد المخاطر مساهمته الموضوعية في المشروع.

✓ حدوث ما من شأنه أن يؤثر جوهريا على نتائج المشروع التي توقعها المخاطر سلفا، إذ يفقده ذلك الهدف الأصلي المتمثل في فائض القيمة، مع انخفاض جوهري في النتائج، لا ينتظر ربح رأسمالي قوي ينتج عن تحويل الحصص.

### المطلب الثاني: التركيبة القانونية لشركات رأس مال المخاطر

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

**أولاً: عقد المساهمين:** هو وثيقة أساسية ذات قيمة قضائية، ترسخ نوعية وطبيعة العلاقات بين (venture) (الشركة الممولة) وفريق المغامرين (promoters) وفريق المبادرين (capitalists) حقوق والتزامات أطراف العقد.

هذا العقد غير منظم بموجب القانون، فهو يخضع لمبدأ الحرية التعاقدية لكن لا ينبغي أن يخالف نصوص القانون ويتسم بالسرية عكس عقود المساهمين في الشركات المدرجة في البورصة ويرجع ذلك لرغبة المغامرين برأس المال في عدم معرفة المنافسين بتفاصيل المشروع والعقود المبرمة وينظم العقد مساهمة المستثمرين المغامرين في رأس مال الشركة، والطريقة القانونية لتحقيق التدخل إن كان ذلك سيتم عن طريق زيادة رأس المال أو التنازل في الحصص أو الاكتتاب في حصص التأسيس أو وسائل التدخل إما بالأسهم أو السندات ومدة التدخل أو الاستثمار وشروط الانسحاب ويهدف العقد إلى :

✓ مراقبة جغرافية رأس المال

✓ بنود تهدف إلى تنظيم سلطات المستثمرين ذوي الأقلية

✓ بنود معالجة الصعوبات التي تفترض تنفيذ العقد

**ثانياً: الشكل القانوني:** تفرض التشريعات التجارية وقوانين الشركات على المؤسسين تحديد الشكل القانوني عند تأسيس الشركة ويحدد الشكل القانوني المعتمد من طرف المنشأة الممولة شكل الشراكة التي تجمع بين الممول برأس المال المخاطر وصاحب الفكرة، إذ تتيح هذه الجزئية صورة عن طبيعة ومدى تدخل المساهم

<sup>1</sup> عبد الباسط وفاء، مرجع سابق، ص 75.

<sup>2</sup> خالد سلاطينه، مرجع سابق ص 12.

في تسيير شؤون المنشأة والرقابة عليها، وتتوافق شركة رأس المال المخاطر من حيث الطبيعة القانونية مع شركة المساهمة التي تعطي للمستثمرين المغامرين أفضلية أكبر في تسيير ومراقبة شؤون الشركة الممولة مقارنة بباقي الأشكال القانونية.

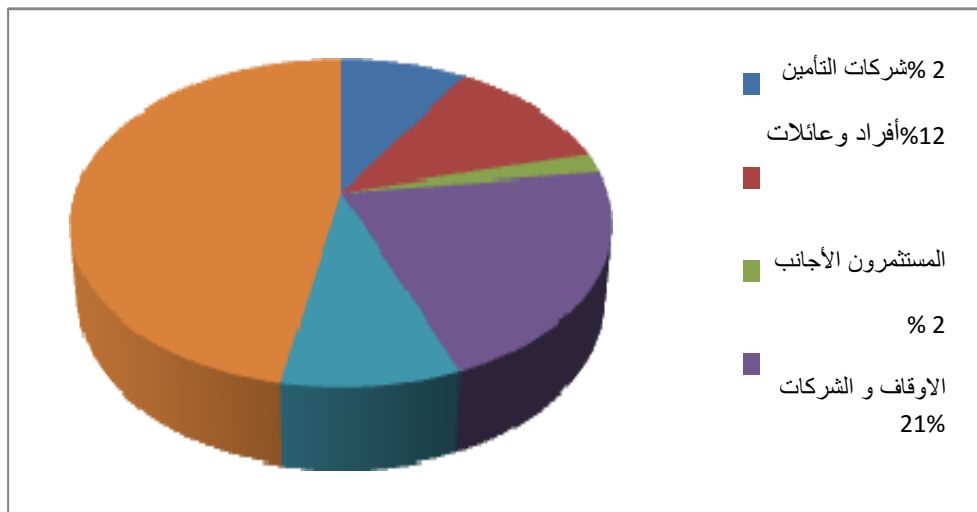
### المطلب الثالث: مصادر أموال شركات رأس المال المخاطر

- شركة رأس المال المخاطر أو منظمة رأس المال المخاطر عادة لا تقوم بزيادة رأسمالها بصفة مستمرة ولكن من خلال رؤوس أموال دورية شركات رأس المال المخاطر لديها علاقات مع العديد من المستثمرين الذين يوفر لهم التمويل اللازم.

- يمكن لشركات رأس المال المخاطر أن تكون مستقلة، "Independent" والتي يتم إدارتها من طرف فريق من الأفراد الخواص، أو يمكن أن تكون أسيرة، "captive" وهي شركة تابعة لمؤسسة مالية أخرى مثل البنوك أو شركات التأمين أو غيرها من كيانات الشركات التي تستثمر نيابة عن الشركة الأم، وعملائها وكذلك المستثمرين من خارج الشركة.

- شركات رأس المال المخاطر المستقلة تقوم برفع رأسمالها من مصادر خارجية مختلفة (عادة ما تكون مصادر مؤسسية) على أساس تنافسي، ونتيجة لذلك تكون التدفقات المالية تعتمد أكثر على نجاحها، مما يزيد من حاجة شركات رأس المال المخاطر للحصول على عوائد استثمارية عالية للدلالة على تنافسيتها وهذا الوضع أيضا يمكن أن يؤثر في استراتيجيتها الاستثمارية، ما يجعلها أكثر عرضة للاستثمار في مراحل متقدمة من مراحل تطور الشركات الممولة من أجل تجنب الوقوع في الكثير من الاستثمارات التكنولوجية ذات المخاطر العالية ولتحقق تنوع مخاطر مقبول، يمكن توضيح مختلف الجهات المساهمة في تكوين صناديق رأس المال المخاطر في الشكل الموالي:

الشكل رقم (03): مصادر أموال رأس المال المخاطر (الوحدة: النسبة المئوية)



يتضح لنا من الشكل رقم (03) أن أكبر ممولي شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية هي صناديق التقاعد، وذلك باعتبار أن هذه الصناديق تتوفر على سيولة كبيرة تسعى لاستثمارها، ويعزز هذا التوجه بزيادة تدخل هذه الصناديق في الأسواق المالية الأمريكية، بالإضافة إلى الأنواع السابقة الذكر هناك أيضا نوع خاص من شركات رأس المال المخاطر هي الشركات التابعة للسلطات الحكومية، السلطات المحلية أو الشركات المملوكة لدول أخرى التي لديها مهمة لتعزيز سياسات معينة، مثل الابتكار، والتنمية الإقليمية، والعمالة وما إلى ذلك.<sup>1</sup>

### أولاً: مصادر رأس المال المخاطر

رأس المال المخاطر آلية من آليات التمويل يتميز بمجموعة من الخصائص تتعدد بتعدد مصادره:

#### 1- المصادر الرسمية

يتكون السوق الرسمي من نوعين من تنظيمات رأس المال المخاطر وهي أما شركات أو صناديق استثمار مخاطرة، ويمكن توضيحهم فيما يلي:

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

#### 1-1-1 شركات رأس المال المخاطر الخاصة المستقلة

أغلبية مؤسسات رأس المال المخاطر هي مؤسسات مخاطرة مستقلة، بمعنى أنها غير منطوية تحت هيئة مالية أخرى وتسمى بالشركات الخاصة المستقلة، بجمع الأموال لدى المستثمرين المحتملين معتمدة على شهرتها وتخصصها وخبرتها.

#### 1-1-2 شركات رأس المال المغامر الشريك العام

تستثمر نسبة كبيرة من الشركات أموالها من خلال صناديق منظمة كشركات محدودة، أين يلعب رأس المال المخاطر دور الشريك العام، وقد ظهر هذا النوع أواخر الستينات في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ظهرت الشركات الصغيرة والخاصة التي تقوم بتمويل رأس المال المخاطر فيها كالشريك العام وتلتقي أجرا للإدارة ونسبة من الأرباح مقابل كل صفقة، ويقوم الشركاء المحدودين في العادة مؤسسات مثل: صناديق التبرع، صناديق التقاعد، دوائر الإيداع في البنوك، شركات التأمين وكذا الأثرياء من الأفراد أو العائلات.

#### 1-1-3 شركات رأس المال المخاطر التابعة

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

- ✓ تابعة لمؤسسات مالية: شركات رأس المال المخاطر هذه يمكن أن تكون فرع لبنك تجاري، بنك استثماري أو مؤسسة تأمين وتقوم بالاستثمار لصالح الشركة الأم أو عملائها.
- ✓ تابعة للشركات الصناعية الكبرى: وهنا تكون فرعا لها تستثمر لصالحها.

<sup>1</sup> بوجرب حكيم، دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في الشركات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة اقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، عين الدفلى، الجزائر المجلد 02، لعدد 11، سنة 2014، ص 10.

## 1-2 صناديق الاستثمار المخاطرة:

تعرف صناديق الاستثمار على أنها مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية، بواسطة إدارة محترفة بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين، وتعد صناديق رأس المال المخاطر الأشكال الجديدة والمبتكرة تحصل على الأموال اللازمة لممارسة، نشاطها من صناديق التأمين والمعاشات وشركات التأمين.

## 2- المصادر غير الرسمية:

يتكون السوق الغير رسمي لرأس المال المخاطر مما يسمى ملائكة العمال ويطلق عليهم أيضا مستثمرو العناية الإلهية مستثمرون فرديون وكذلك رأس المال غير الرسمي، غير أن المصطلح الأول هو الأكثر شيوعا واستخداما ويعرف بملائكة الأعمال.<sup>1</sup>

## المطلب الرابع: علاقة شركات رأس المال المخاطر بالشركات الممولة وأهم المخاطر التي تواجهها

تربط شركات المخاطر مع الشركات الممولة علاقة تكمن في مايلي:

### أولاً: علاقة شركات رأس المال المخاطر بالشركات الممولة

إن المشروعات الصغيرة ذات احتمالات النمو المرتفعة بحاجة لتمويل معتبر نسبيا، حيث تتضمن مخاطر مرتفعة نسبيا بالمقارنة بالمخاطر المحيطة بأي نوع آخر من الأعمال والمشروعات لذلك فهذا النوع من المصادر التمويلية المتخصصة في توفير رأس المال اللازم لهذه المشروعات ذات المخاطر العالية، والمتمثل في شركات تمويل رأس المال المخاطر أصبح ذو أهمية قصوى سواء لدى الأكاديميين والباحثين أو لدى الممارسين إذ تشير التجارب إلى أن الثورات الصناعية الأربعة الحديثة والتي تتمثل في:

الإعلامية الدقيقة: Micro-informatique

التكنولوجيات الحيوية: Bio-elechnologie

الإلكترونيات الدقيقة: Micro-electronique

قد حققت بفضل ديناميكية المشروعات الصناعية الجديدة، والتي ازدهرت بصفة خاصة في أحضان الشركة الأمريكية الشهيرة لرأس المال المخاطر (SILICON).

### ثانياً: أهم المخاطر التي تواجه شركات رأس مال المخاطر

حسب (1990 sahlmann) فإن أهم المخاطر التي تواجه هذه الشركات في عمليات التمويل التي تقوم بها وهي مخاطر الاختيار الغير صائب والمخاطر الأخلاقية ومخاطر التحويل ويعتمد على فهم هذه

<sup>1</sup>خالد سلطانية، مرجع سابق، ص 5-7.

المخاطر على نظرية الوكالة، التي تم تطويرها من طرف (ietmeckling jenson) عام 1976 وبعده fama عام 1980 واللذان اعتبرا الشركة عبارة على العقد الذي يجمع عدة أشخاص:<sup>1</sup>

**1- مخاطر الاختيار غير الصائب:** وهي المخاطر التي تتحقق حتى قبل الدخول في العملية التمويلية والتي تتعرض لها شركة رأس المال المخاطر وهي الاختيار غير الصائب، إذ أن شح المعلومات لديها على ربحية المشروع وعدم تماثل المعلومات التي تكون عليها أطراف عملية التفاوض وذلك لتقسيم القيمة المالية للمشروع ومدى قدرته على خلق القيمة وقيمة التدفقات النقدية المستقبلية وكذلك على قدرة المقاولين على القيام بهذه المهمة التسييرية مما يجعلها تقدم على اختيار المشاريع ذات المخاطر العالية.

**2- المخاطر الأخلاقية:** تتجلى هذه المخاطر في المرحلة اللاحقة التي تلي عملية التمويل من قبل شركات رأس المال المخاطر إذ المسيرين قد يلجؤون إلى سلوك غير أخلاقي اتجاه المساهمين (شركات رأس المال المخاطر) وهذا بالعمل على تعظيم منافعهم من الشركة بدل العمل على تعظيم القيمة وزيادة الأرباح.

**3- مخاطر التحويل:** وهي الحالة التي من خلالها يتمكن المسير في العمل على تعظيم منفعه وهذا من خلال الثغرات الموجودة في العقود التمويلية التي تربطه بشركات رأس المال المخاطر وتكون هذه الحالة عندما يكون المشروع ذو تقنية عالية ولم يتمكن من الوقوف على هذه المميزات التقنية.

<sup>1</sup> <https://www.asjp.cerist.dz/> Consulter Le : 25-04-2023

خلاصة الفصل:

يعتبر التمويل برأس المال المخاطر جزءاً من صناعة كبيرة في التمويل برأس المال الاستثماري، حيث تعتبر هذه التقنية أداة مهمة في تمويل المشاريع، وظهرت هذه التقنية لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم انتشرت هذه الفكرة في كل دول العالم فأصبحت كوسيلة تمويلية مهمة، ويعرف رأس المال المخاطر على أنه "نوع من التمويل عالي المخاطر وعالي العوائد يتم من خلاله تقديم الدعم المالي للشركات الناشئة والجديدة، في مقابل الحصول على حصة من تلك الشركة"، كما أن هذه التقنية عدة مميزات تتمثل أهمها في أنها وسيط مالي يقوم بتقديم التمويل اللازم لهذه الشركات في مراحل نموها المختلفة، بالإضافة إلى وظائفه التمويلية فهو يقوم بوظائف إدارية وفنية أهمها رعاية المشاريع الجديدة في مرحلة البدء كالنمو، وتقديم الاستشارات كالإرشادات لأصحابها، كما تقوم هذه التقنية بتقديم أنواع الخدمات التي تتطلبها إقامة وتنمية الشركات الناشئة وبهذا يعتبر رأس المال المخاطر بديلاً تمويلياً ملائماً خاصة للشركات الناشئة، التي يعود ظهورها بشكل مباشر إلى منتصف القرن الماضي، بالتحديد في الفترة التي ظهر فيها التمويل برأس المال المخاطر خلال عام 1976م، وتعرف الشركات الناشئة على أنها "مؤسسات ذات إمكانات نمو كبيرة تعمل على تقديم ابتكارات في حالة من عدم اليقين الشديد، وهي حديثة النشأة تبدأ بفكرة جديدة عن منتج أو خدمة موجودان سابقاً، لديها القدرة على النمو والتوسع بشكل سريع"، وبما أنها تتميز بالنمو السريع هذا ما يجعلها تحتاج إلى التمويل خلال مراحل حياتها المختلفة، ولا يتم هذا إلا بحصولها على التمويل من خلال مصادر مختلفة كالتمويل الذاتي، حاضنات الأعمال، الأصدقاء كالعائلة، التمويل الجماعي، الاستثمار الملائكي والتمويل برأس المال المخاطر التي تعتبر من أهم المصادر التمويلية لهذه الشركات خاصة في مراحلها المبكرة كمرحلة الإنشاء، مرحلة قبل الانطلاق ومرحلة التطور كالتوسع، بالإضافة إلى آلية الخروج لرأس المال المخاطر من هذه المشروعات التي بلها أهمية كبيرة في زيادة تسييل استثمارات المستثمرين المخاطرين مما يؤدي إلى زيادة حجم رأس المال المخاطر مما ينتج عنه تمويل منشآت ناشئة ذات مخاطر عالية.



الفصل الثاني:

شركات رأس المال المخاطر

في الجزائر وتجارب دولية رائدة

في المجال



تمهيد:

ويعتبر التمويل برأس المال المخاطر من أحدث التقنيات التمويلية بالنسبة لجميع دول العالم فالولايات المتحدة الأمريكية والسعودية وفرنسا يعتبرون أبرز مثال للدول المشجعة لهذا النمط التمويلي والتميز فيه بانتشاره الواسع الذي يعكس حسن المناخ الاستثماري الأمريكي والسعودي، أما الدولة الجزائرية فهي من الدول المنتهجة حديثا لهذا النوع من التمويل، حيث يعتبر انتشاره محتشما مقارنة بحجم انتشاره في الدول التي سبق ذكرها، وهذا بسبب جملة من الاسباب التي تحد من دوره كآلية لتمويل المشاريع المبتكرة وتحقيق التنمية الاقتصادية الجزائرية، وفي ظل النقاط السابقة قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى مبحثين كالتالي:

❖ المبحث الأول: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

❖ المبحث الثاني: تجارب دولية في مجال التمويل برأس المال المخاطر للشركات الناشئة

## المبحث الأول: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

تعتبر الجزائر كغيرها من بلدان العالم التي سعت جاهدة في إنجاح وتطوير تقنية التمويل برأس المال المخاطر حيث فتح أسلوب التمويل برأس المال المخاطر أفقا واعدة للشركات الناشئة في الجزائر إذ يعتر بديلا هاما لأسلوب التمويل المصرفي الذي يقوم على القروض، فهو يعتبر كمساهم خاص في الشركات الممولة وذلك للخصائص التي يتميز بها، ويمثل دوره الأساسي في التمويل المرافقة والتوجيه المدايني فهو أسلوب حديث ومحدود جدا ويقتصر على ثلاث شركات: Finalep، شركة Sofinance وشركة Asicom وسنحاول في هذا المبحث إبراز دور تقنية رأس مال المخاطر الشركات الناشئة في الجزائر.

### المطلب الأول: عرض تجربة مؤسسة FINALEP

تعتبر المالية الجزائرية للمساهمة FINALEP بمثابة رائدة وعميدة صناعة رأس المال الاستثماري لذلك سنتناول في هذا المبحث إبراز كل من مفهوم المالية الجزائرية للمساهمة وهيكلها التنظيمي، شروط ومجال تدخلها وأيضا إجراءات المساهمة فيها.

#### أولا: تعريف شركة FINALEP وهيكلها التنظيمي

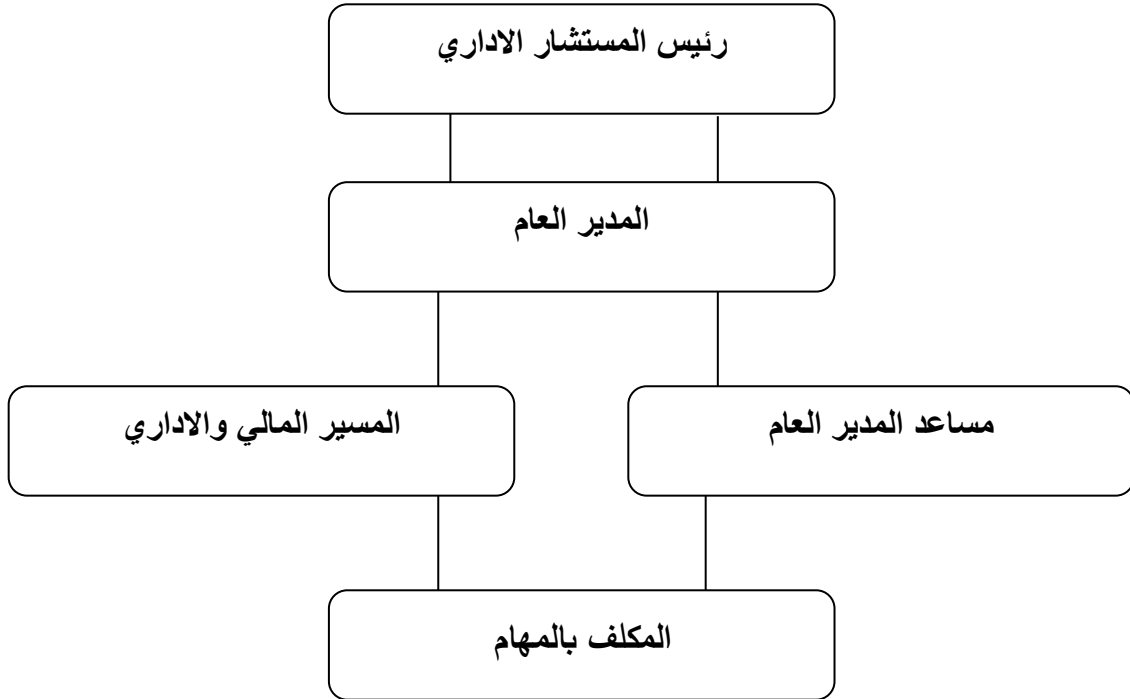
**1- تعريف شركة FINALEP:** هي شركة مساهمة بتمويل جزائري أوروبي، حيث أنشأت في شهر أفريل سنة 1991 برأس مال قدره 750 مليون دج بين شريكين جزائريين يمتلكان الأغلبية ب (60% بنك التنمية المحلية ب 40% وبنك القرض الشعبي الجزائري ب 20% وشريكين أوروبيين يمتلكان 40% (الوكالة الفرنسية للتنمية ب 28.74%) و(البنك الأوروبي للاستثمار ب 11.26%) وقد بدأ نشاطها الفعلي سنة 1995 بأول مساهمة لها في شركة لصناعة وتسويق التبغ بشراكة بين متعاملين جزائريين ويونانيين، قامت FINALEP برفع رأس مالها إلى 15925 مليون دج سنة، 2000 ثم إلى 191.70 مليون دج سنة 2005.<sup>1</sup>

- وتعمل المؤسسة على ترقية الاستثمار في الجزائر كباقي مؤسسات رأس المال المخاطر تشارك في عملية التأطير فهي وكيل ما بين 10% - 20% من رأس المال الاجتماعي حسب الحجم، حاجة المؤسسة، وتعتبر مؤسسة ذات أسهم تعد أول مؤسسة ذات رأس مال استثماري ومخاطر في الجزائر، ومن أهم المشاريع التي ساهمت FINALEP في تمويلها شركة الكيمياء الصناعية COCHMA التي تقدم الصيانة الصناعية والتنظيف الصناعي وكذلك شركة الزراعة الغذائية SOYANIM التي تنتج اليأوروت والحليب من الصودا وأيضا الزراعة الصناعية MAS-TABCCOUS وتنتج التبغ، وأيضا مؤسسة التحويل المدني METAL-MODA وهي مؤسسة جزائرية إيطالية لتصنيع الديكور والإكسسوار وغيرها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> ضياف عبلة، حمادة، "رأس المال المخاطر، اتجاه عالمي لتمويل المؤسسات الناشئة - حالة الجزائر -"، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد، 05 جامعة باجي مختار، عنابة، جوان 2016، ص 177.

<sup>2</sup> عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال الخاطر مقارنة بنظام التمويل بالمشاركة، مذكرة الماجستير تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر 2007-2008 ص 122.

الشكل (04) الهيكل التنظيمي لمؤسسة FINALEP



Source : <https://www.finalep.dz> --consulter le 20-04-2023

يوضح الشكل رقم (04) التسلسل الهرمي للوظائف بالمؤسسة المالية الجزائرية للمساهمة وتجدر الإشارة ان لكل مسؤولي المصلحة مهام خاصة بهم والتي تتمثل في: <sup>1</sup>

أ- المدير العام: يقوم بتأمين السكرتيرة بالتوصيات الإدارية والسهر على التسيير العام

ب-المسير الإداري والمالي: يقوم بالتسيير الإداري والمالي وإعداد الميزانية وضبط وتسيير الموارد البشرية.

ج- مساعد المدير العام: يكلف بالتخطيط و تحضير الوثائق لتحليل التوصيات الادارية.

د- المكلف بالمهام: يقوم بدراسة قابلية المشروع و إعداد ميزانية التخطيط و مراقبة الوضع القانوني والمالي للشركة كما انه يشرف على متابعة المساهمات المالية.

<sup>1</sup> قشيدة صورية، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة الشركة الجزائرية الأوربية للمساهمة، مذكرة الماجستير في العلوم الاقتصادية، العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر3، الجزائر 2011 ص 171-172.

### 3- أهداف ومهام مؤسسة FINALEP

تسعى مؤسسة FINALEP كغيرها من المؤسسات الأخرى لمجموعة أهداف والمهام نبرز أهمها فيما يلي:

#### 1- أهداف مؤسسة FINALEP تتمثل أهدافها في جملة من النقاط نذكر منها<sup>1</sup>

- ✓ الحصول على حصص اجتماعية أو أسهم عن طريق المساهمة في رأسمال الشركات المتوسطة؛
- ✓ غرس ثقافة التمويل عن طريق هذه الوسيلة لدى المتعاملين الاقتصاديين.
- ✓ وضع الأسس والقواعد الخاصة برأس المال الاستثماري.
- ✓ تأطير وتكوين مجموعة من الإطارات توكل لها مهمة نشر تقنيات هذه الوسيلة التنظيمية.
- ✓ تشجيع المستثمرين في إنشاء أعمال تجارية جديدة متخصصة في تكنولوجيا المعلومات والاتصال.
- ✓ تحسين الهيكل المالي للمؤسسة لتمكينها من الحصول على القرض المصرفي.
- ✓ مساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على تخطي مشكل التمويل.<sup>2</sup>

#### 4- مهام مؤسسة FINALEP

تقوم المؤسسة بجملة من المهام نذكر منها:

- ترقية وتمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث النشأة وتنمية المشاريع المتعثرة.
- تساهم مؤسسة FINALEP بعمليات التمويل عن طريق الشراكة في رأس المال الخاص.
- المساعدة في إعداد الدراسات القابلة للتنفيذ والبحث عن تمويل مسبق والتحقق من الشركاء وعرض نشاط البنوك وبنوك المعطيات الدولية التي تقدم يد الإرشاد والمساعدة.
- التركيب القانوني والمالي وحضور إتمام الإجراءات الإدارية والقانونية والمساعدة في إجراء الإنشاء.
- شاركت FINALEP في كامل مراحل دورة حياة المؤسسة واهتمت بتكوينها الجيد، تطويرها توسيعها<sup>3</sup>.

#### 5- مجال وشروط تدخل شركة FINALEP

- تساهم شركة FINALEP بمنتجات مالية من أجل توفير الدعم المالي الذي تحتاجه مختلف المشاريع الاستثمارية التي تتضمنها محفظتها المالية، بحيث أن هناك عدة شروط لتدخلها بالرغم من أنها مؤسسة لا تتحيز إلى قطاع محدد، وسنتطرق إلى مجال تدخل شركة FINALEP ومختلف شروط تدخلها.

<sup>1</sup> [www.finalep.dz](http://www.finalep.dz) consulter le 20-04-2023

<sup>2</sup> بودالي مختار، مخاطر إشكالية تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسات الناشئة في الجزائر مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 05، العدد 02، جامعة سيدي بلعباس، الجزائر، 2020، ص 298.

<sup>3</sup> قشيدة صورية، مرجع سابق، ص 170.

## 5-1 مجال تدخل شركة FINALEP

تسعى مؤسسة FINALEP إلى المساهمة في المؤسسات الاقتصادية عن طريق عدة أشكال من رأس المال الاستثماري في صورة رأس مال المخاطر، رأس مال التطوير، رأس مال التحويل، وشراء المساهمات الخاصة بالمساهمين السابقين عن طريق رأس المال الاستثماري، كما يمكن لشركات رأس المال الاستثماري أن تتداول على المساهمات في نفس الشركة وهو مثل ما حصل بالنسبة للمؤسسة الجزائرية Général emballage

حيث انتقلت المساهمات من شركة رأس المال الاستثماري التي تنازلت عن مساهمتها في مؤسسة (développement Partner international Général) لشركة (emballage)

تتدخل شركة FINALEP عن طريق اكتساب أو اقتناء أسهم عادية أو حصص اجتماعية، وفي حالات محدودة يمكن للشركة التدخل بتقديم حصص جارية من أجل معالجة عجز الميزانية في الأجل القصير.

## 5-2 شروط تدخل مؤسسة FINALEP

تعتبر مؤسسة FINALEP مؤسسة لا تتحيز لأي قطاع وإنما تعطي الأولوية للمشاريع التي لها اثر على التطور الاقتصادي الاجتماعي وتخلق فرص ومناصب العمل وتصدير السلع والخدمات التي تستقطب وتولد العمل الصعبة، هناك عدة شروط لتدخل الشركة الجزائرية للمساهمة والمتمثلة في:<sup>1</sup>

- ✓ يشترط على المؤسسات الممولة أن تأخذ الصيغة القانونية لشركات ذات رؤوس أموال (شركة ذات المسؤولية المحدودة أو شركات ذات أسهم).
- ✓ نسبة المساهمة لا تتجاوز 15% في رأس مالها في تمويل نفس المؤسسة.
- ✓ مساهمة ذات أقلية لا تتجاوز نسبة 49% من رأس مال نفس الشركة.
- ✓ إبرام وثيقة ميثاق المساهمين / شركاء يتم التفاوض عليه مسبقا وتضم مدة المساهمة و شروط وسبل الخروج والتنازل على الاسم أو الحصص الاجتماعية وكذا مجموعة من البنود الموجهة لتنظيم وحماية حقوق المستثمر صاحب الأقلية و الشركاء المؤسسين.

## 6- إجراءات المساهمة في شركة FINALEP

تبدأ هذه الإجراءات بمقابلة بين المكلف بالمهام والمبارد الذي قام بإيداع طلب لدى المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة من أجل أخذ مساهمة في رأس مال المنشأة موجودة أو قيد الإنشاء، ويتبع المكلف بالمهام عدة إجراءات وخطوات يمكن أن نلخصها في ما يلي:

**6-1 دراسة الطلب:** يصدر المكلف العام بعد التشاور مع المدير العام، قراره حول مواصلة باقي الإجراءات بخصوص العملية المعنية حيث قد يكون قراره إما:

<sup>1</sup> [www.finalep.dz](http://www.finalep.dz) consulter le 20-04-2023

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

أ- بالرفض: مرفقا بالمبررات الضرورية التي قد تقدم للمبارد، وهذا في حالة كون الطلب لا يتوافق مع شروط تدخل FINALEP .

ب- أو بالقبول: في حالة كون الطلب مستوفي الشروط اللازمة، يعرض المكلف بالمهام على العميل نسخة من المطبوعة المتعلقة بكيفية التكفل بالملف، في حالة الاتفاق يعرض عليه بروتوكول اتفاق في حالة انخراط هذه الأخيرة في البروتوكول فيمكن اعتبار FINALEP تتكفل بالمهمة.

من جانب آخر من الضروري معاينة بعض الوثائق عند استلام دراسة القابلية، حيث يتم إعلام المبارد بالإجراءات التي تعتمد عليها المالية الجزائرية للمساهمة في كل تدخلاتها.

### 6-2 استلام دراسة القابلية

دراسة القابلية تتألف من دراسة السوق، دراسة تقنية، دراسة اقتصادية ومالية في الحالة العامة، يقوم المبارد بإعداد هذه الدراسة غير أنه وفي الحالة العكسية، تأخذ FINALEP على عاتقها القيام بدراسة السوق أو الدراسة الاقتصادية والمالية، كما يمكن إنجازها بالتعاون بين الطرفين. في حالة تكفل FINALEP بالإعداد والدراسة فإن فوترتها تأخذ عدة أشكال: نقدا، مقابل حصص في رأس مال المنشأة، تقييد دين FINALEP في المنشأة.

يتكلف بكل مشروع مكلفين بالمهام، يحضران معا كل إجراءات العمل مع المبارد الأول "مسؤول الملف" يتمثل دوره في دراسة العملية وتحضير ملف الأخذ في عين الاعتبار en dossier de prise en considération وملف المساهمة dossier de participation اللذان يعرضان على موافقة اللجنة التنفيذية والجمعية العامة على التوالي أما الثاني "مكلف بالمهمة يكون على إطلاع دائم بتطورات المشروع ويحضر كل الاجتماعات المتعلقة بالعملية لضمان الاستمرارية في حالة غياب المسؤول الأول عن الملف.

### 6-3 الاجتماع الأول للجنة الداخلية:

تتألف اللجنة الداخلية الجزائرية للمساهمة من المدير العام وعضوين مكلفين بالمهام وتجتمع من أجل فحص العمليات التي تعرض على الجمعية التنفيذية من أجل أخذها في عين الاعتبار خلال هذا الاجتماع يقوم المكلف بالعملية المسؤول عن الملف بعرض الدراسة، وكذلك الإجابة عن الأسئلة الحساسة المطروحة من قبل أعضاء اللجنة التنفيذية.

- يتحول طلب التمويل بالأموال الخاصة، المقدم لـ FINALEP، مأخوذ بعين الاعتبار عند التحقق موضوع المشروع والشركاء والسوق؛ وتقييم الاستثمار المتوقع وأداء المشروع، الى اللجنة التنفيذية وذلك للأخذ بعين الاعتبار وهذه الأخيرة تعطي حكمها إما بالموافقة على مواصلة إجراءات معالجة الملف أو الرفض في الحالتين ترسل المبادرة مدونة بالنتائج التي توصلت إليها اللجنة التنفيذية.

4-6 الاجتماع الثاني للجنة الداخلية:

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

5-6 أخذ المساهمة:

يصدر مجلس الإدارة حكمه بخصوص المساهمة، وذلك بالاعتماد على الملف الذي تلقاه مسبقاً، يعطي المجلس موافقته مع أو دون تحفظات، كما يمكنه رفض الملف لدواعي يتم عرضها في محضر الاجتماع عند الموافقة يكلف المجلس المديرية العامة بتوقيع عقد المساهمين، وكذا الترتيبات الإدارية لتحرير المساهمة.

6-7 توقيع عقد المساهمين:

يتم توقيع عقد المساهمين من طرف مختلف الشركاء، لتعريف مناهج تدخل كل واحد منهم، هذا الاتفاق يعرف على وجه خاص: الشكل القانوني للمنشأة التي تم إنشاؤها (شركة مساهمة عادة)، عدد الإداريين مراجع الحسابات (تقترحه FINALEP) أنماط خروج، FINALEP وكذلك المستأنفين المحتملين.

6-8 اكتتاب ضمان الخصوم:

يكون ضمان الخصوم لمصلحة FINALEP من طرف المسيرين الذين ساهموا في الأغلبية في المنشأة غرضه الأساسي هو ضمان كل ما لم يتم الإعلان عنه وكل ما لم يقيد في الميزانية.

7- الملف الخاص بطلب التمويل من طرف شركة FINALEP

ينبغي على كل شركة ناشئة ان تتقدم بملف اداري لطلب التمويل من الشركة المالية الجزائرية لمساهمة وهو كالتالي :

7-1 الملف الإداري:

لتقديم طلب المشاركة في المالية الجزائرية للمساهمة يجب الوقوف على جملة من الوثائق وفيما يلي سنتطرق إليها:<sup>1</sup>

- تقديم المشروع: تتضمن هذه الخطوة تقديم دراسة تقنية اقتصادية للمشروع، وطلب التمويل (المتضمن تحديد القروض المطلوبة من ناحية: المدة، الحجم، والغرض).

- عرض الشركاء (المساهمون) المؤسسون: الاشخاص الطبيعيين حيث هم ملزمون بتقديم (شهادة الميلاد بطاقة إقامة، نسخة من بطاقة الهوية).

- الشركاء/ المساهمون (شخص معنوي): ملزمون بتقديم قوانين إنشاء وتعديل القوانين، السجل التجاري بطاقة ضريبية، NIS, NIF.

<sup>1</sup> [www.finalep.dz](http://www.finalep.dz) consulter le 20-04-2023



## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

-الملف الإداري التكميلي: ويتمثل في قوانين إنشاء وتعديل القوانين، السجل التجاري، بطاقة ضريبية؛ سند الملكية، الدفتر العقاري، رخصة بناء، NIS, NIF، التسمية و تقرير الخبرة لمراجع حساب المساهمات المعين من قبل المحكمة المختصة إقليميا، بالإضافة الى قرار agence nationale de développement de l'investissement (ANDI)

### ثانيا- مجال نشاط شركة FINALEP

مؤسسة FINALEP من المؤسسات التي لا تهتم بقطاع واحد بل تهتم بكل القطاعات سواء كان القطاع أولي (زراعي) أو ثانوي (صناعي) أو ثالثي (خدمي)، فهي تقوم بتمويل عدة مؤسسات متواجدة في 10 ولايات من بين 58 ولاية نذكرها: تيبازة، سطيف، تيزي وزو، سكيكدة، البيض سيدي بلعباس مستغانم، عين تيموشنت أدرار، الجلفة، والجدول أدناه يبين نوع وطبيعة النشاط للمؤسسات بكل ولاية:

### الجدول رقم (02) مجال نشاط شركة FINALE

الولاية	المؤسسة	قطاع النشاط	طبيعة النشاط
تيبازة	مارين كالتشرزسيا ش.د.م.م عيادة سيليني	أولي ثالثي	تربية الرخويات عيادة طبية جراحية
سطيف	ش.د.م.م فيت باك	ثانوي	تصنيع وطباعة العبوات المرنة
	ش.د.م.م بيبياك	ثانوي	تصنيع وطباعة عبوات الكارتون
	ش.د.م.م سونا لقراب	ثانوي	صناعة البلاستيك
	ش.د.م.م فيتال تكنولوجي	ثالثي	معدات الطوارئ
	ش.د.م.م تيزي كات	ثانوي	تصنيع أحادي الطبقة
	ش.د.م.م كورين دز	ثانوي	صناعة الكوربان والعناصر المزخرفة
	ش.د.م.م عجال حملاوي	ثانوي	إنتاج المياه العذبة
	ش.د.م.م مخلوفي شوز	ثانوي	صناعة الأحذية
	ش.د.م.م آدم بايتس	ثانوي	البسكويت
	ش.د.م.م ليتري ب.أف.أس	ثانوي	صناعة المفروشات
سكيكدة	ش.د.م.م بارك أكواتيك لبلطان ش.د.م.م رانيا لاند	ثالثي	ملاهي مائية

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

صناعة الفندقة الألبان مصفاة الملح (تكرير الملح)	ثانوي ثانوي ثانوي	ش.د.م.م فندق سفيان ش.د.م.م البركة للحليب ش.د.م.م أكسل برووكسيون	البيض
صناعة الأدوية صناعة المبادلات الحرارية	ثانوي ثانوي	ش.د.م.م ثابت فارم ش.د.م.م تجهيزات الغرب	سيدي بلعباس
معالجة البطاطس	أولي	ش.د.م.م ميدو إكسبو	مستغانم
السياحة صناعة الألبان صناعة الدواجن تصنيع منتجات البروفيل المجلفن للمباني تصنيع الأجزاء الميكانيكية	ثالثي ثانوي ثانوي ثانوي ثانوي	المركب السياحي محي الدين ش.د.م.م ران أشبي أن ش.د.م.م سوفافيك ش.د.م.م بروفيقار بلوس	عين تيموشنت
مؤسسة التدريب المهني الصحة (صحة الاسنان)	ثالثي ثالثي	ش.د.م.م نات ستايشن ش.د.م.م السن الابيض	تيزي وزو
غرف التبريد (تأجير المبرد) وتوزيع المنتجات	ثالثي	ش.د.م.م محمد راسيم	أدرار
إنتاج أعلاف الحيوانات زيوت التشحيم ملبنة (إنتاج الحليب ومشتقاته)	ثانوي ثانوي ثانوي	مطاحن أطلس للأعلاف ش.د.م.م بيترو أم.أس ش.د.م.م أشير لي	الجلفة

Source : [www.finalep.dz](http://www.finalep.dz) consulter 20-04-2023

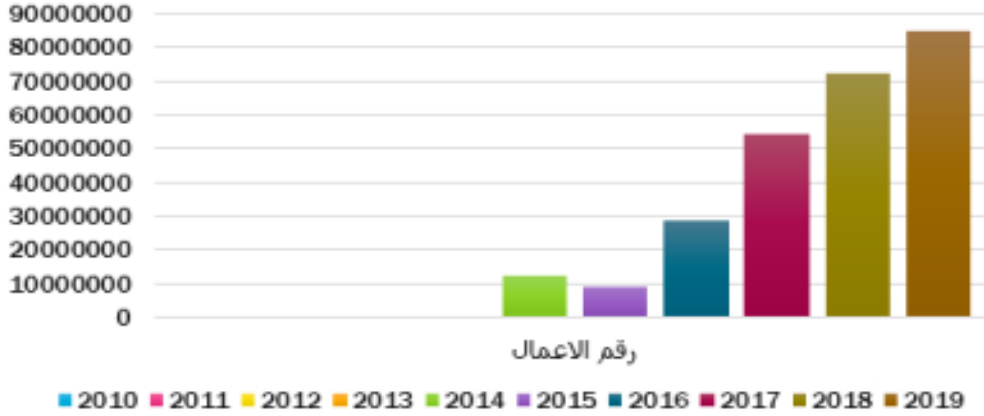
يمثل الجدول رقم (02) مجال نشاط الشركة حيث أن الشركات الناشئة وفي مختلف ولايات الوطن مدعمة من طرف شركة FINALEP أي المستفيدة من خدمات المؤسسة التمويلية، كما نلاحظ أن التمويل موجه لمختلف القطاعات دون استثناء، وخاصة للقطاع الصناعي والمشاريع الاستثمارية الصناعية كصناعة الألبان والدواجن، وهذا ما اتضح لنا من خلال الجدول أن أغلبية المشاريع هي مشاريع القطاع الثانوي خاصة في ولاية سطيف أين حققت المؤسسة الخاصة بصناعة مواد التنظيف وأيضا مؤسسة صناعة الحاويات البلاستيكية إنتاجا كبيرا، وأيضا ولاية عين تيموشنت هي الأخرى معظم مشاريعها تابعة للقطاع الصناعي.

ثالثا- تطور رقم أعمال شركة FINALEP من الفترة (2010-2019)

- يمثل الشكل ادناه التغير في رقم اعمال شركة FINALEP خلال الفترة (2010-2019)

الشكل رقم (05) رقم أعمال شركة FINALEP من (2010-2019)

الوحدة: مليون دينار جزائري



Source : [www.finalep.dz](http://www.finalep.dz) consulter le 2023-04-30

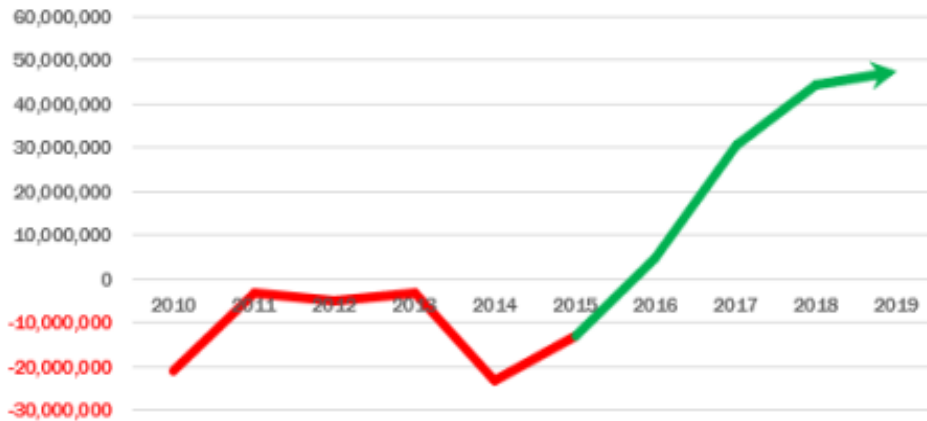
يلاحظ من خلال الشكل رقم (05) تطور رقم أعمال الشركة إلى أكثر من 10 مليون دج سنة 2014 لكنه انخفض إلى أقل من القيمة السابقة سنة 2015 و بداية من سنة 2016 ارتفع رقم الأعمال إلى ما يقارب 30 مليون دج، وبقي في الارتفاع إلى غاية سنة 2019 حيث بلغ 85 مليون دج، وهذا دليل على وجود انتعاش كبير في رقم أعمال الشركة بلغت منها 46% لتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر وهي قيمة معتبرة.

رابعاً- تطور النتيجة العامة لشركة FINALEP من 2010-2019

يمثل الشكل اسفله تطور نتيجة الشركة خلال فترة تسع سنوات من 2010-2019

الشكل رقم (06) تطور النتيجة العامة لشركة FINALEP من (2010-2019)

الوحدة: مليون دينار جزائري



Source : [www.finalep.dz](http://www.finalep.dz) consulter le 21-04-2023

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

يمثل الشكل رقم (06) وانطلاقا من المنحنى نلاحظ ان شركة FINALEP كانت تعاني من نتائج سلبية خلال الفترة الممتدة من سنة 2010 إلى غاية 2015 بعدها مباشرة نلاحظ ارتفاع تدريجي بداية من سنة 2016 حيث حققت قيمة 10مليون دج إلى غاية 2019 أين حققت قيمة تقارب 50مليون دج وبالتالي فشركة FINALEP كانت تعاني من عدة صعوبات عثرت نشاطها ولكن بعدها تمكنت من الوقوف وتحقيق نتائج ايجابية.

### خامسا- شركاء شركة FINALEP

هناك عشرة (10) شركاء متعاملين مع شركة FINALEP سيتم ذكرهم في الجدول أدناه

#### الجدول رقم (03) شركاء شركة FINALEP

الشعار	الاختصار	الإسم
	Bourse d'Alger	بورصة الجزائر
	B.A.D.R	بنك الفلاحة والتنمية الريفية
	C.P.A	القرض الشعبي الجزائري
	B.D.L	بنك التنمية المحلية
	S.N.L	الشركة الوطنية للإيجاز المالي
	ALSALAM BANK	مصرف السلام
	F.G.A.R	صندوق ضمان القروض
	A.B.E.F	الرابطة المهنية للبنوك والمؤسسات المالية
	COSOB	لجنة تنظيم عمليات البورصة و مراقبتها
	Ministère des finances	وزارة المالية

Source : [www.finalep.dz](http://www.finalep.dz) consulter le 21-04-2023

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

يوضح الجدول رقم (03) أن شركة FINALEP لديها العديد من الشركاء المتعاملين معها، حيث تختلف تخصصات الشركاء من بنك لأخر، وقد عززت علاقاتها معهم وذلك رغبة في التميز في ظل نسيج اقتصادي جيد.

سادسا- الحساب التقديري للمساهمة في رأس مال الشركة

لدينا: كلفة المشروع: 1 000 000 دج ، نسبة مساهمة البنك: % 70

يوجد نمطين للتمويل في الشركات عامة و الناشئة خاصة، وهما:

1- التمويل الثلاثي والذي يجب أن يكون فيه المستثمر، الشركة و البنك.

وفي ما يلي نوضح المثال:

الجدول رقم(04) يمثل التمويل الثلاثي في شركة ناشئة

المبالغ	النسب المفصلة	النسب	أطراف التمويل
700 000	/	%70	البنك
147 000	49%	%30	شركة FINALEP
153 000	51%		المستثمر
1 000 000		المجموع	

Source : [www.finalep.dz](http://www.finalep.dz) consulter le 21-04-2023

حيث أن:

1) مساهمة البنك = كلفة المشروع Xنسبة مساهمة البنك

$$70\% \times 1000000 = 700000 \text{ DA}$$

2) مساهمة شركة FINALEP =نسبة مساهمة الشركة X(كلفة المشروع - مساهمة البنك)

$$49\% \times 300000 = 147000 \text{ DA}$$

مساهمة صاحب المشروع = نسبة كلفة المشروع X(كلفة المشروع - مساهمة البنك)

$$51\% \times (1000000-700000) = 153000 \text{ DA}$$

- تعتبر نسبة مساهمة البنك %70 اختيارية من طرف المستثمر وحسب إمكانياته ومن جهة اخرى تكون مساهمة الشركة لا تتعدى % 49 من متبقي كلفة الاستثمار بمساهمة البنك، كما هو موضح في الجدول ادناه:

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

-التمويل الثنائي والذي يكون فيه المستثمر والشركة فقط :

الجدول التالي يوضح طريقة التمويل الثنائية في شركة ناشئة

الجدول رقم (05) يمثل التمويل الثنائي في شركة ناشئة

الوحدة: الدينار الجزائري

المبالغ	النسب	أطراف التمويل
490 000	%49	شركة FINALEP
510 000	%51	المستثمر
1 000 000		المجموع

Source : [www.finalep.dz](http://www.finalep.dz) consulter le 22-04-2023

حيث أن:

(1) نسبة مساهمة شركة FINALEP = كلفة المشروع x نسبة مساهمة الشركة

$$1000000 \times 49\% = 490000 \text{ DA}$$

(2) نسبة مساهمة المستثمر = كلفة المشروع x نسبة مساهمة المستثمر

$$1000000 \times 51\% = 510000 \text{ DA}$$

-تعتبر مساهمة الشركة FINALEP اختيارية من طرف المستثمر علما أن هذه الشركة لها قيود في تحديد نسب مساهمتها والتي لا تتعدى 49% وللمستثمر الحرية في تحديد النسبة حسب إمكانياته الخاصة.

## المبحث الثاني: الشركة المالية للاستثمارات والمساهمة والتوظيف Sofinance

عمدت الجزائر جاهدة لتبني تنظيم مالي من شأنه تدعيم وتفعيل النشاط الاقتصادي للبلاد وتوفير أحسن الطرق لتحفيز الاستثمار، خاصة مع تنامي الاهتمام والدور المنوط بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لاسيما منها ذات المخاطر العالية في ظل التسارع التكنولوجي الحاصل، وذلك بوضع آليات لتتبع منافذ تمويلها باستحداث هيئات تمويلية متخصصة وعلى رأسها شركات رأس المال المخاطر، كأسلوب لدعم إنشاء الشركات وإعادة النهوض بالشركات المتأزمة ويعتبر رأس مال المخاطر بديل حديث لتمويل المشاريع خاصة منها الناشئة وهو ما دفع بالجزائر إلى القيام باعتماده، الا أنه هناك القليل من المؤسسات التي تمتهن مهنة رأس المال المخاطر وتعتبر شركة Sofinance من المؤسسات الرائدة في مجال التمويل عن طريق رأس المال المخاطر ، قررنا تتبع آلية أخذ مساهمة في رأس مال شركة ناشئة على مستواها.

### أولاً: التقديم العام للشركة المالية للاستثمارات والمساهمة والتوظيف Sofinance

سنتعرف على شركة Sofinance وكذا مجال عملها، ونسلط الضوء على هيكلها التنظيمي والداخلي ووظائفها، وكل الجوانب التي تتيح لنا التعرف أكثر على هذه الشركة.

#### 1-التعريف بالشركة:

الشركة المالية للاستثمارات والمساهمة والتوظيف Sofinance هي شركة عمومية ذات أسهم، أنشأت في 04 افريل 2000 بمبادرة من المجلس الوطني لمساهمات الدولة، وبدأت نشاطها في 9 جانفي 2001 بعد اعتمادها من بنك الجزائر برأسمال قدره 5 مليار دج مقدم من الخزينة العمومية، ليتضاعف إلى 10 مليار دج في 2017 ومن الأهداف الرئيسية للشركة خلق وتطوير منتجات مالية جديدة، يقع مقرها الرئيسي ( رويسو) الجزائر العاصمة ولها وكالات على مستوى بنك التنمية المحلية (BDL) كما هناك تفويض لوكالات في إطار تسيير شركة Sofinance صناديق الاستثمار الولاية في ولايات البلدة، باتنة، أم البواقي وهران وتيارت وتركز الشركة جل تدخلاتها حول تطوير الاستثمار ويغطي مجال تدخلها العمليات المالية التالية<sup>1</sup>:

✓ التمويل بالقرض الإيجاري (leasing)

✓ تقديم القروض الكلاسيكية والالتزامات بالتوقيع

✓ تقديم المساعدة والاستشارة للمؤسسات

كما استطاعت أن تحتل موقعا مرموقا في السوق الجزائرية كاهتمامها بالمصادر التمويلية التالية:

<sup>1</sup>تريمان قدار، شركات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المؤسسات الناشئة دراسة حالة مؤسسة-مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في

العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة حمة لخضر، بالوادي، الجزائر، 2020-2021 ص ص 56-57.



## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

**1-1 التمويل بالقرض الايجاري (le financement en leasing)** وهو تقنية مالية تسمح للمؤسسة بالحصول على أصل استثماري من المورد ويكون تحت تصرفها خلال مدة الزبون، ويكون دفع أقساط التأجير بشكل دوري، ويتم التنازل عن الأصل للزبون في نهاية فترة الإيجار بقيمة متبقية، ينظم القرض الايجاري بالأمر رقم 96-90 الصادر في 10 جانفي 1996 وكذا بتنظيمات وتعليمات بنك الجزائر.

**1-2 المساهمة في رأسمال المؤسسات:** تتمثل تدخلات الشركة بالتمويل في المشاريع في المراحل التالية:

➤ الإنشاء (En création).

➤ التوسع (En développement).

➤ إعادة الهيكلة (En restructuration)

وتهتم الشركة بالقطاعات الصناعية، البناء والأشغال العمومية، الخدمات وذلك بهدف التمكين من تعزيز رأس المال الخاص للمؤسسة التي تستفيد من تمويل وتحسين قدرات الاقتراض لدى البنوك ومساهمة الشركة بالخبرة في التسيير وتتمثل شروط المساهمة شركة (سوفينونس) في رأس المال كما يلي:<sup>1</sup>

➤ دخول Sofinance كشريك بالأقلية من 10 إلى 35% من رأسمال الاجتماعي للمؤسسة.

➤ المبلغ الأقصى للمساهمة 76% من الأموال الخاصة لـ Sofinance .

➤ الخروج من المساهمة من 1 إلى 6 سنوات.

➤ يتم التنازل عن الحصص لمساهمين آخرين أو في السوق المالي.

وتسعى شركة Sofinance إلى تطوير الهندسة المالية بغية الاستشارة والمرافقة الجيدة للشركات الجزائرية وكذا المساهمة برأس المال المخاطر لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وتدعم هذه الأنشطة من قبل فريق متعدد التخصصات المالية، الاقتصادية، التجارية، أيضا لديها شبكة من الاستشاريين والخبراء وتعمل الشركة على توفير التأطير والتوجيه اللازم للشباب المهنيين الذين يتلقون بانتظام تدريبات لجميع المهن التي تقوم بها، والاستشارة في جميع الاحتياجات الأساسية للشركة.

### ثانيا- الهيكل التنظيمي لشركة Sofinance

يحتوي الهيكل التنظيمي للشركة على مديريات حسب المهام التي يجري تطويرها من طرف هذه الشركة منها: رأس المال الاستثماري، القرض الايجاري، إدارة رأس المال والهندسة المالية، كما تعتمد على فريق يتميز بالحيوية والديناميكية والمبادرة والعمل في جو جماعي نظرا لما يتطلبه نشاطاتها من أجل تفعيل الإدارة وعملياتها، فهي تمتلك خبراء في المجال البنكي والمالي والصناعة وأيضا هناك خبراء في البورصة نظرا

<sup>1</sup> نرمان قدار مرجع سابق ص 57.



## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

للمعملية التي تتدخل فيها الشركة بشراء أو بيع الأوراق المالية خاصة الحكومية كأذونات الخزينة، وعموما فإن الهيكل التنظيمي لشركة Sofinance يتكون من المديريات والهيكل التالية:<sup>1</sup>

### 1- المديريات التشغيلية أو العمليانية: وتشمل الأربع مديريات التشغيلية كالتالي:

✓ **مديرية المسامة والهندسة المالية:** وتتكون من قسمين: قسم خاص بالمساهمة في الرأس المال ويعني المشاركة في حصص الشركات العامة في إطار التنمية والتطوير، وقسم الهندسة المالية المسؤول عن توفير خدمات لصالح المؤسسات العامة كجزء من إعادة الهيكلة وفتح رؤوس الأموال وتعتبر مديرية المساهمة والهندسة المالية من أهم المديريات الموجودة في شركة Sofinance حيث هي المسؤولة عن المشاركة في رأس المال الاستثماري ومن أهم نشاطاتها استكشاف المشاريع واختيار الأفضل وتقييم ملفات المشاريع المقدمة ومدى الجدوى الاقتصادية لها، وكذا دراسة مخطط النشاط المقدم من طرف طالبي التمويل ووضع الاستراتيجيات المالية وتقييم المشاريع. بالإضافة إلى تحديد الكيفيات الملزمة للخروج من المساهمة تتمثل أهم القطاعات التي تتدخل فيها هذه المديرية من خلال رأسمال الاستثماري هو القطاع الإنتاجي خاصة الصناعات الغذائية، الصناعات التحويلية (كالملابس)، استغلال الموارد المعدنية (كالمياه المعدنية) الصناعات الهندسية، والالكترونيات، والبناء، والاتصالات، والهدف الأساسي للمساهمة هو الدفع الى تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتفعيل دورها في القطاع الاقتصادي وكذا حماية المشاريع المتعثرة ولنقل لها الخبرات في تسيير المشاريع.

✓ **مديرية التسيير المالي:** وتعمل هذه المديرية على وضع وتنفيذ السياسات المالية للمؤسسة، وتقدم تقارير مالية دورية إلى إدارة الشركة وبنك الجزائر وتحتوي على قسمين، قسم موارد الخزينة يقوم بتجميع تدخلات الشركة في الأسواق النقدية والأوراق المالية، وهي مسؤولة عن إدارة الموارد المالية للشركة، الموارد السوقية المخصصة لبيانات الشركة، خط التمويل، وقسم المحاسبة والضرائب وهو مسؤول عن مسك الدفاتر والتقارير المالية والدورية.

✓ **مديرية القرض الايجاري:** وتتكون هذه المديرية من قسمين، قسم ال le Front Office ويعني المكتب الأمامي وهو مسؤول بصفة كبيرة عن العلاقات مع العملاء والزبائن والموردين، بالإضافة إلى التأمين ويساعد كذلك الإدارة قسم ال le Back Office يعني المكتب الخلفي، وهو يقوم بدراسة وتقييم طلبات التمويل، ودراسة الملفات وخاصة مدة التحصيل الديون، وتجديد التأمين.

✓ **المديرية التدعيمية:** وهذا الفرع يضم جميع الأنشطة المتعلقة بإدارة الموارد البشرية والمادية وهي متفرعة إلى قسمين الإدارة العامة ويقوم بإدارة موجودات الشركة و الموارد البشرية ويقوم بإدارة شؤون المستخدمين.

2- **هياكل الدعم:** وهي هياكل تتعلق بالإدارة العليا، ودورها هو تقديم المساعدة والدعم اللازم لحسين سير العمل في الهياكل التنفيذية، وتتمثل في أربع هياكل:

<sup>1</sup> نرمان قدار مرجع سابق ص ص 57-58..

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

✓ القسم المسؤول عن التسويق والاتصالات: ويقوم بوضع وتنفيذ سياسة التسويق والاتصالات والحفاظ وتطوير الموقع الالكتروني الخاص بالشركة، كما يقدم المساعدة للهياكل التي تعمل في أبحاث السوق.

✓ قسم مسؤول عن الشؤون القانونية: ويقوم برصد عقود الشركات ومتابعتها، ومساعدة الهياكل التنفيذية في الشق القانونية وتنفيذه.

✓ قسم النظم والتنظيم: مسؤول عن تطور الإجراءات الإدارية، ونظم معلومات الإدارية.

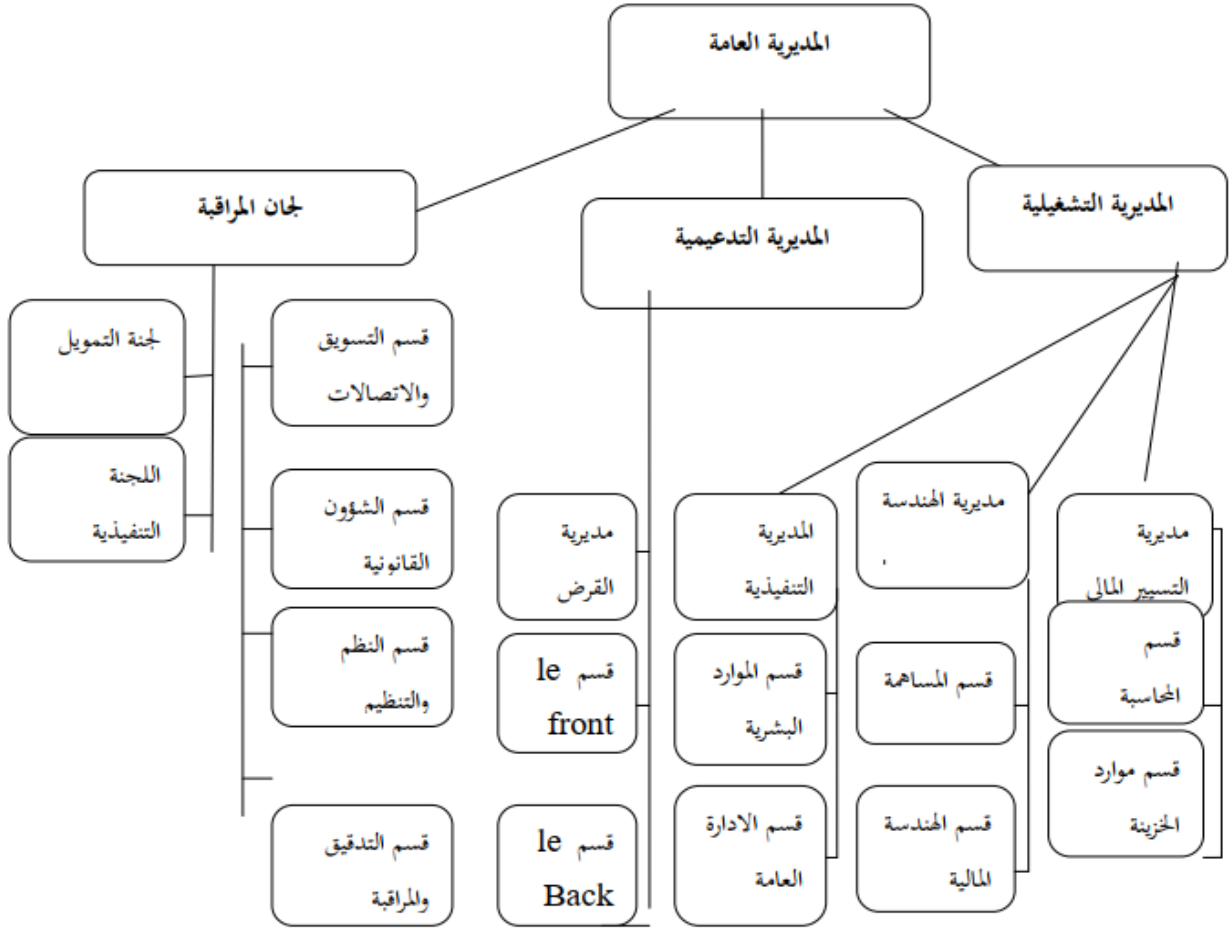
✓ قسم التدقيق والرقابة: وهو مسؤول عن ضمان واحترام التنظيمات خاصة منها التي يصدرها بنك الجزائر بصفته بنك للبنوك في الجزائر، ضمان تنفيذ واستكمال الإجراءات، كما يتابع تنفيذ الميزانيات.

3- هيكل التنسيق والمراقبة: بالإضافة إلى الهياكل العضوية المذكورة أعلاه فقد وضعت شركة Sofinance لجنتين للمراقبة والتنسيق، وهما لجنة للتداول واللجنة التنفيذية:

✓ لجنة التمويل: وهي لجنة يترأسها الرئيس التنفيذي وتتشكل من عضوية كل من مدير المساهمة والهندسة المالية، مدير القرض الايجاري، مدير التسيير المالي وتقوم لجنة التمويل باتخاذ القرار حول مجموعة الالتزامات سواء حول التأجير وتوقيع القروض، المشاركة، الاستثمارات وجميع الالتزامات المتعلقة بالتمويل، التحقق من صحة السجلات المقدمة للهياكل التنفيذية والقيام بتحليلها.

✓ اللجنة التنفيذية: وهي لجنة يترأسها الرئيس التنفيذي ومكونة من عضوية كل من مدير الشراكة والهندسة المالية، مدير القرض الايجاري، مدير التسيير المالي، رئيس الشؤون القانونية، مسؤول عن المراجعة والرقابة، مسؤول عن التنظيم والنظم ويتمثل دورها في تنفيذ خطط العمل والميزانيات، التحقق من صحة المعلومات واستكمال الإجراءات، والتنسيق بين مختلف هياكل الشركة.

الشكل رقم (07) الهيكل التنظيمي لشركة Sofinance



المصدر: من اعداد الطالب بناء على المعلومات السابقة

### ثالثا-وظائف شركة Sofinance

تساهم الشركة في التطور الاقتصادي من خلال خلق نهجا جديدا في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن أهم الوظائف التي تقوم بها كما يلي:<sup>1</sup>

- 1- ترقية وتطوير الشركات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة في رأسمالها.
- 2- امتلاك حصص في شركات محلية أو أجنبية باختلاف أماكن نشاطها.
- 3- القيام بالاقتراض والتسليف بدون إعطاء اعتبار كبير للضمانات، وضمان كل عمليات القرض.
- 4- التعامل بالأوراق المالية والأسهم والسندات، خاصة فيما يتعلق بأدوات الخزينة.
- 5- تقديم استشارات مالية للشركات والمشاريع فيما يخص القضايا المالية.
- 6- متابعة المشاريع المستثمر فيها ونخص بالذكر المساهمة في رأس المال أي رأس المال المخاطر.

<sup>1</sup> Source : [Www.Finalep.Dz](http://Www.Finalep.Dz) Consulter Le 2023-04-23

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

إضافة إلى الوظائف المذكورة وبموجب قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة المعتمدة في 20 أكتوبر 2003 تم توسيع تدخلات الشركة لمساعدة الشركات الاقتصادية في عملية الخوصصة وتسيير الموارد العامة التجارية غير المرصدة والتركيز على الهندسة المالية.

### رابعا- أهداف شركة Sofinance

إن الهدف الرئيسي لشركة Sofinance ككل مؤسسة مالية أو بنكية أو مشروع أو شركة هو تحقيق الربح وتعظيمه، وبالإضافة لذلك فإن هناك أهداف خاصة والتي تسعى شركة Sofinance للوصول إليها والتي تتمثل فيما يلي :

1-المساهمة في إنشاء وتطوير الشركات الاقتصادية الجزائرية لتأدية وظيفتها الاقتصادية كأداة للإنتاج وخلق قيمة مضافة مما يسمح بضمان استمراريتها.

2-مرافقة الشركات الاقتصادية في مرحلة الإنشاء، ومساعدتها للمشاريع وإعادة الهيكلة.

3-المساهمة في زيادة عروض التمويل من خلال تقديم القروض الكلاسيكية طويلة ومتوسطة الأجل والقروض بالتوقيع ( crédits par signature ) وكفالات الصفقات العمومية (caution)

4-مساعدة الشركات المتعثرة على النهوض وذلك بالمساهمة في رأسمالها أو الدخول كمستشار مالي.

5-توفير الظروف والشروط اللازمة للسماح للمؤسسات العمومية الاقتصادية للدخول إلى البورصة هذا من جهة، والتنازل عن حصص اجتماعية لصالح الشركاء التقنيين او الماليين الخواص.

خامسا- تطور نشاط رأس المال المخاطر في شركة Sofinance من ( 2015الى 2017 )

سنتطرق هنا إلى معطيات رقمية حول شركة Sofinance

### 5-1-حصيلة نشاط الشركة

الجدول رقم(06) تطور حصيلة نشاط Sofinance من 2012 إلى 2017

الوحدة: مليون دينار جزائري

2017	2016	2015	
975441	729233	696517	الناتج البنكي الصافي
768488	517767	506772	نتيجة الاستغلال
68	64	64	عدد الموظفين

Source : [www.finalep.dz](http://www.finalep.dz) consulter le 24-04-2023

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

الملاحظ من الجدول رقم (05) أن يوجد تطور واضح في مؤشرات النشاط لشركة Sofinance حيث وصل الناتج الصافي البنكي إلى 975441 ألف دج في سنة 2017 بعد أن كان 696517 ألف دج في 2016 ونفس الارتفاع عرفته نتيجة الاستغلال والتي حققت في سنة 2017 نموا ب 261716 ألف دج مقارنة بسنة 2015 حيث بلغت 768488 ألف دج.

### 6- التزامات الشركة المالية للاستثمار والتوظيف (2015\_2017)

وقد عرفت قيم نشاطات الشركة تطورا ملحوظا كما هو موضح في الجدول:

الجدول رقم: (07) الالتزامات التي تقوم بها الشركة خلال الفترة من سنة (2008-2017).

الوحدة: الدينار الجزائري

العناصر	2015	2016	2017
المساهمة في رأس المال	1245600	1047000	1163937
القرض الإيجاري	4933000	5138000	6250598
القروض بالالتزام	672000	1608000	827966
قروض طويلة و متوسطة الأجل	3292000	2845000	3077998
الأوراق المالية ذات الدخل الثابت	50000	50000	50000

Source : <https://sofinance.dz/sofinanceenchiffre> consulter le 24 -04-2023

من خلال الجدول رقم (07) أن الاستثمارات في الشركة سجلت زيادة مستمرة خلال الفترة (2015\_2017) في كل من القروض بالالتزام، قروض طويلة ومتوسطة الأجل خاصة القرض الإيجاري ب 4933000 دج سنة 2015 إلى 6250598 دج سنة 2017، أما مساهمة رأس المال سجلت انخفاض في سنة 2016 إلى قيمة 1047000 دج لترتفع من جديد إلى قيمة 1163937 دج وفيما يخص السندات ذات الدخل الثابت فقد كانت بقيمة 500000 دج سنة 2015 لتتنخفض إلى 50000 دج سنة 2016 وتبقى ثابتة لغاية سنة 2017 أما فيما يخص القروض بالالتزام فهي في تذبذب بين الارتفاع والانخفاض خلال هذه الفترة وهو ما يعني أن نشاط الشركة يتمثل أساسا في التأجير، نظرا لسهولة إجراءات التمويل بقروض الإيجار رغم وجود سعر فائدة إلا أنه يعتبر في نظر المستثمر أفضل من المشاركة في رأس المال .

إن التذبذب في تطور نشاط رأس المال المخاطر لشركة SOFINANCE راجع لعدم فهم أغلب المؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لنجاعة تقنية رأي المال المخاطر والأهمية الكبيرة لها أو يكون بسبب جهلها كليا بوجود هكذا تقنية للتمويل، رغم كل هذه العقبات إلا أن شركات رأس المال الخاطر عامة وشركة SOFINANCE خاصة بإمكانها تقديم الكثير في هذا النشاط والمساهمة في خلق

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

وتطوير العديد من الشركات الناشئة STARTUPS والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أنا هذا يتطلب أن تتبنى الشركة روح المخاطرة من أجل تحقيق قفزة نوعية تطوير هذا النشاط .

ومن أهم المساهمات للشركة في المشاريع الاستثمارية سواء كانت في مرحلة الإنشاء أو في مرحلة التطوير:

- تمويل بعض الشركات مع الصندوق الجزائري الأوروبي وهذا في إطار تمويل الخصخصة.

- إنشاء وحدات تحلية مياه البحر، ومرافق لمعالجة النفايات الطبية.

كما ساهمت مع عدة شركات كشركة تصنيع التبغ بمساهمة شركاء البلجيكيين الفرنسيين (SIFACO)

شركة الصناعات كبريتات الألمنيوم مع شركة العامة (DIPROCHIM) والشركة التونسية، STPA شركة لتصنيع المنتجات الصرف الصحي، شركة لتصنيع وتعبئة مع المستثمرين التونسيين (STAM) مزرعة لتربية الأحياء المائية بشراكة مع ONDPA وسونلغاز، وصندوق الاستثمار العربي، وشركة لإنتاج الأدوية (الأنسولين) مع شراكة مجموع صيدال.<sup>1</sup>

### 7- مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في Sofinance

نظرا للمخاطر الكبيرة التي تتضمنها مهنة رأس المال المخاطر، فإن الحصول على المساهمة يتطلب إجراءات كثيرة والعديد من المراحل التي يسلكها طلب صاحب المشروع إلى غاية دخول رأس المال المخاطر إلى ميزانيته لغرض التأكد من ربحية المشاريع على حساب مخاطرها ويمر طلب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر لدى الشركة بعدة مراحل:<sup>2</sup>

#### 7-1 الطلب الرسمي للتمويل عن طريق المساهمة

هي المرحلة التي يقوم فيها صاحب المشروع بتقديم طلب للتمويل عن طريق رأس المال المخاطر أو عن طريق المساهمة كما يتم تسميته في شركة Sofinance موقع باسم صاحبه مرفوقا بعدة وثائق:

- بالنسبة لشركة قيد الاستغلال: من اجل الحصول على التمويل باستخدام تقنية رأس مال المخاطر للشركات قيد الاستغلال لابد من تقديم الوثائق التالية:

✓ الوثائق الإدارية: وتتمثل فيما يلي:

- طلب خطي للتمويل يوضح فيه السبب وحيثياته وجهته.

- وثائق عقود الملكية والقانون الأساسي للشركة التأسيس، الشكل، التسمية...الخ)، والتي يجب أن تكون مصادقة من طرف محكمة محل النشاط المراد مزاولته. وكذا الوثائق التي تتعلق بوضعية الأصول ما إذا كانت مرهونة أو لها امتياز وتسمى بالتوصية الهامة وتستخرج من أملاك الدولة.

<sup>1</sup> نرمان قدار ، مرجع سابق، ص 63.

<sup>2</sup> نرمان قدار، مرجع سابق، ص ص 64-65.

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

- وثيقة تثبت الوضعية تجاه الضرائب والجبائية، وذلك لمعرفة ما إذا كانت الشركة لها ضرائب من عدمه
- وثيقة تثبت وضعية الشركة مع الضمان الاجتماعي للثلاثة أشهر الأخيرة على الأقل.
- نسخة مستخرجة من السجل التجاري للشركة، للتأكد من القيد في السجل التجاري.
- إرفاق بطاقة الضرائب الخاصة بالشركة.
- قرار رخصة البناء إذا المشروع يتعلق بتمويل عقارات، وتصدر هذه الوثيقة من البلدية محل البناء.
- ✓ **الوثائق المالية:** تتمثل فيما يلي:
  - الميزانيات المالية والمحاسبية للسنوات الثلاث الأخيرة.
  - مخطط توضيحي يخص وضعية المشروع والمتعلق بالامتلاكات (أصول) التي تملكها الشركة، وذلك بالتفصيل فيما يخص كل الامتلاكات من تجهيزات أو الآلات أو المعدات أو العقارات مع مبالغها وكذا ما يلزمه، جدول توضيحي لامتلاكات المشروع مع قيمها وجدول المستلزمات مع المبالغ.
  - قدرة المشروع، ويتضمن توضيح جميع جوانب المشروع مثلا إذا كانت عقارات (عدد الغرف، عدد الأدوار)
  - تحديد برنامج لإنجاز المشروع، يتضمن آجال الإنجاز أو اقتناء التجهيزات أو تشييد.
  - ترخيص من طرف بنك الجزائر.
- ✓ **الدراسة التقنية الاقتصادية:** والتي تتم عن طريق شركة Sofinance والتي تهدف لتحديد:
  - معرفة الهدف من طلب التمويل: وسببه، قيمة المساهمة المطلوبة، تحديد وجهة التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.
  - نوعية المساهمة (أصول) الشريك طالب التمويل.
  - معرفة المؤسسة أو المشروع من حيث تاريخ الإنشاء، والإطار القانوني والتشريعي لها... الخ.
  - دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع، وذلك بالمقارنة مع المتطلبات الاقتصادية.
  - دراسة تقنية للمشروع سواء كان ذلك للأراضي، أو المباني، أو العنوان التجاري أو عنوان النشاط. التجهيزات، والسياسة المنتهجة، والزيائن الذي يطلبون الخدمة أو الزيائن المستهدفون، وطبيعة المنتج في حد ذاته، ومراحل الإنتاج وذلك مع بعض التفصيل.
  - تحديد قيمة مساهمة صاحب المشروع عينية كانت أم نقدية وكذا مساهمة شركة Sofinance.
  - تخطيط مالي كامل وشامل لجميع الاحتياجات المالية اللازمة سواء مادية أو الموارد البشرية.
  - التقييم المالي والمحاسبي وذلك بالاستناد على الفواتير والوثائق المحاسبية والمالية المقدمة.
  - توقعات ما يمكن للمشروع تحقيقه خلال الخمس (05) السنوات التالية.
- ✓ **الوثائق الملحقة:** وهي الوثائق التي يتم دفعها بعد القيام بالدراسة التقنية الاقتصادية وتتمثل:



## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

- وثائق الإثبات وتتلخص: في عقد الملكية، والتراخيص الممنوحة و تقرير الخبرة وهو تقرير مفصل عن المشروع منجز من طرف خبير خارجي يحدد فيه قيمة كل الأصول بالتفصيل لدى المؤسسة طالبة التمويل.

7-2- دراسة الطلب وتحليله: وذلك من خلال مجموعة اجراءات نذكر منها<sup>1</sup>:

➤ **التأكد عبر الوثائق من وضعية صاحب المشروع:** أي القيام بتشخيص وضعية المشروع في حد ذاته، فهي عملية رقابية بحثة مبنية على الوثائق الإدارية المقدمة.

➤ **الدراسة التقنية الاقتصادية للمشروع:** تهدف لمعرفة مدى الجدوى الاقتصادية للمشروع ومدى إمكانية تحقيقه وتحقيقه للأرباح والعوائد، وذلك اعتمادا على تحليل شركة Sofinance التي اكتسبت خبرة كبيرة في مجال تحليل المشاريع.

➤ **أخذ رأي لجنة التمويل:** وهي لجنة مشكلة من الأعضاء المسيرين من داخل الشركة وتتكون من خمسة أعضاء، وكل واحد يمثل مديرية من مديريات التمويل في شركة Sofinance مديرية البيع بالإيجار، مديرية المساهمة والهندسة المالية، مديرية القروض التقليدية... الخ، ويترأسها الرئيس المدير العام لشركة.

وتجتمع لدراسة طلبات التمويل بعد الاجتماع تبدي اللجنة رأيها بالموافقة أو بالرفض مع تحديد الأسباب التي تكون موضوعية .

### 7-3 قبول طلب المساهمة:

هنا تقوم الشركة الممولة بإجراءات الخبرة القضائية والتوقيع على الاتفاقية وصولا الى ابرام العقد التأسيس وعقد الجمعية العامة:

➤ **الخبرة القضائية:** بعد قبول مجلس التمويل على طلب المساهمة في رأس المال، ترسل شركة Sofinance إلى المحكمة طلبا للخبرة القضائية وذلك نزولا عند طلب صاحب المشروع في القسم التجاري حيث يقدم عريضة يطلب فيها خبير لتقييم الحصص العينية المقدمة في رأس مال الشركة، والتي تتم عن طريق خبير يتم اختياره من طرف المحكمة من ضمن الخبراء المعتمدين لدى المحكمة وذلك لغرض القيام بالخبرة التي تسمح بتقدير وتقييم مختلف جوانب المشروع.

➤ **توقيع اتفاقية الشركاء والمساهمين:** بعد الخبرة القضائية يوقع اتفاق الشراكة إذا كانت شركة ذات مسؤولية محدودة، وعقد المساهمة إذا كانت شركة أسهم، ويعتبر كعقد تمهيدي للقانون الأساسي لشركة محل المساهمة في رأس مالها ويهدف اتفاق الشراكة لتحديد شروط وطرق الشراكة المبرمة بين شركة Sofinance والشركة الأخرى صاحبة المشروع ويتم الاتفاق على ما يلي:

✓ المشروع كلفته، وكيفيات تمويله ومسؤولية كل طرف في ذلك.

<sup>1</sup> Source :<https://Sofinance.Dz/Sofinanceenchiffre> Consulter Le 24-04-2023



## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

✓ الوضعية القانونية للشركة ويتم فيه توضيح الشركاء.

✓ مستوى رأس المال الاجتماعي الكلي، وتوزيع الحصص الاجتماعية بين الشركاء.

✓ كيفية إدارة وتسيير الشركة.

✓ كيفية توزيع الأرباح.

➤ إبرام العقد التأسيسي أو التعديلي: يتم إبرام عقد تأسيسي للشركة في حالة إنشاء الشركة، وعقد تعديلي في حالة المؤسسات الموجودة في حالة النشاط، حيث يكون مبني على الاتفاق الذي تم إبرامه بين الشركاء ويتم إبرام كل من العقد التأسيسي أو التعديلي عن طريق الموثق الذي يشرف على العقود وكذا إشهارها.

➤ عقد الجمعية العامة: الجمعية العامة التأسيسية حيث يتم فيها تحديد الهيكل التنظيمي أي تقسيم المهام في الشركة وتحديد مواد أخرى

➤ تسليم الملف وإظهار الشيك باسم الموثق: بعد عقد الجمعية العامة يصادق الموثق على القانون الأساسي للشركة ويستلم شيك من طرف شركة Sofinance ليكتب باسمه حتى قيام الشركة الجديدة تكون هذه الفترة ثلاثون يوما في الغالب، وهي الفترة التي تتطلب القيد في السجل التجاري ومصالح الضرائب والضمان الاجتماعي من طرف الموثق وكذا شهر عقد الشركة الجديدة.

### 7-4 متابعة الشركة بعد المساهمة:

تقوم شركة Sofinance بمتابعة كل عمليات الشركة الجديدة لأنها شريك فيها، حيث يتم تشكيل لجنة المراقبة التي تجتمع كل شهر لتتابع مرحلة الإنجاز، وكذلك مجلس الإدارة الذي يجتمع كل ثلاثة أشهر ويقوم بمتابعة العمليات التي تقوم بها الشركة ويجدر الإشارة إلى أنه بعد مرحلة الإنجاز أو الدخول في الاستغلال تجتمع لجنة المراقبة كل ثلاثة أشهر مثل مجلس الإدارة، وتتم المتابعة كما يلي:<sup>1</sup>

➤ متابعة خاصة لحساب الشركة: وتكون إما في مرحلة الإنجاز، حيث لا يمكن القيام بأية عملية مالية إلا بترخيص مزدوج من طرف شركة Sofinance ممثلة في مديرية المساهمة والهندسة المالية والطرف الآخر هو المسير وذلك بهدف مراقبة استعمال الحساب على حسب مخطط وبرنامج الاستثمار المحدد مسبقا وذلك بإتباع سلم الضروريات (قبل الرفاهيات) أو في مرحلة الاستغلال وبعد صياغة محضر الانتهاء من الإنجاز الذي يتم إعداده من قبل ممثل من شركة Sofinance في مجلس المراقبة من جهة والمسير من جهة أخرى.

➤ المراقبة القانونية من طرف محافظ الحسابات: ككل شركة خاضعة للقانون الجزائري فإن الشركة التي تم تمويلها ملزمة بأن تمثل من قبل محافظ الحساب الذي يتم تعيينه في القانون الأساسي ويقوم بتدقيق الحسابات المالية والمحاسبية للشركة، كما له دور في الكشف عن التجاوزات غير القانونية التي من الواجب على المسير تسويتها ويقوم محافظ الحسابات بكتابة تقرير الذي يعتبر وثيقة لازمة لانعقاد الجمعية العامة للشركاء، وتعتبر هذه الطريقة قانونية لمراقبة الشركة التي يمكن من خلالها حماية حقوق شركة Sofinance.

<sup>1</sup> Source : <https://Sofinance.Dz/Sofinanceenchiffre> Consulter Le 24-04-2023

### المبحث الثالث: الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM

- تعتبر الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ضمن ابرز الشركات الرائدة في الجزائر في مجال التمويل برأس المال بالمخاطر حيث ساهمت في تطوير مناخ تمويل الشركات الناشئة وحقق نتائج معتبرة في الميدان وسنتطرق في هذا المطلب الى ماهية الشركة وأهدافها واهم المشاريع التي ساهمت في تمويلها.

**اولا-التعريف بالشركة:** أنشأت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بموجب اتفاقية بين الجزائر والمملكة السعودية موقعة بـ 24 أبريل 2004 وتعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر بالجزائر حدد رأس مالها بـ 8 مليار دينار جزائري، بحيث تم اقتسام رأس المال المكتتب مناصفة بين الحكومتين على أن يتم دفع النصف عند التأسيس، ويدير الشركة مجلس إدارة مكون من ستة أعضاء، يضم ثلاثة من كل حكومة الدولة<sup>1</sup>.

#### 1- مهامها : تتدخل شركة ASICOM بأساليب التمويل التالية :

✓المساهمة في رؤوس أموال الشركات الجديدة والقائمة.

✓تمويلات تكميلية على شكل قروض أو سندات المساهمة.

كما تتدخل لمراقبة المؤسسات ب:

✓إعداد تركيبة التمويل للمشاريع التي تعرض عليها والبحث عن الشركاء الآخرين.

✓إعادة أو مراجعة دراسات الجدوى الاقتصادية.

حيث بدأ نشاطها الفعلي سنة 2008 وقامت الشركة بعدة تمويلات على شكل مساهمات في رأس المال وفي مختلف القطاعات الاقتصادية<sup>2</sup>.

#### 2- الشركات الممولة من طرف شركة ASICOM

- مند بداية الشركة نشاطها سنة 2019 قامت بتمويل العديد من المشاريع منها ما هو في طور التنفيذ ومنها التي باشرت النشاط فعلا:<sup>2</sup>

**1-2 الشركات الممولة في طور التنفيذ:** في المحفظة الاستثمارية للشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM مجموعة من المشاريع مازالت في طور الانشاء لم يبدأ النشاط فيها بعد نذكر منها:

**1-القرية السياحية RUSICA PARK :** يعود تاريخ انشاء القرية السياحية لسنوات الثمانينات بعد استقادة صاحبه من مساحة عقارية 13 هكتار لتجسيد مشروعه، ولعدة اسباب من ضمنها التمويل توقف انجاز

<sup>1</sup> Source : [Http://Www.Asicom.Dz](http://Www.Asicom.Dz) Consulter Le 25-04-2023

<sup>2</sup> سماح طلحي، دور الرأسمال الاستثماري في إعادة بعث المشاريع المتوقفة دراسة حالة الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM ، مجلة المعيار ، جامعة ام البواقي - الجزائر، مجلد رقم 25، العدد 56 ، سنة 2021 ص10.

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

المشروع، وفي سنة 2010 لجأ صاحب المشروع لشركة ASICOM لتمويل مشروعه بنسبة 40% وفي سنة 2015 رفعت الشركة مساهمتها الى 52% في راس مال المشروع، كما طلب صاحب المشروع تمويل من شركتي سوفينونس بنسبة 17% والصندوق الوطني للاستثمار بنسبة 17% وفي سنة 2019 ارتفعت مساهمة الشركة ASICOM الى 55% وانطلقت اشغال انجاز المشروع سنة 2013 .

ب- **المركز التجاري سيتي مول CITY MALL**: هي شركة ذات اسهم مقرها الاجتماعي بقسنطينة، راس مالها 546 مليون دينار جزائري، تعود ملكية المؤسسة لشركة مقاولات افريقيا SARL SNA اين كانت فكرة المشروع انشاء فندق تحصلت عن طريقه الشركة على قطعة ارض حيث انطلقت اشغال تهيئة الارض سنة 2006 وتوقفت بنفس السنة بسبب التمويل .

في سنة 2012 لجأ صاحب المشروع لشركة ASICOM للحصول على تمويل لإتمام المشروع ، اين تم الاتفاق على اضافة مركز تجاري للمشروع والبداية في تجسيده اولا وتأجيل لاحقا، تم تمويل راس مال مشروع سيتي مول باتفاق بين صاحبه وشركة ASICOM بنسبة 51% سنة 2012 وفي سنة 2014 شرعت شركة سيتي مول بانجاز المشروع اين ارتفعت نسبة المساهمة لشركة ASICOM الى 67% وكان متوقع انتهاء الاشغال سنة 2019.

ج- **مشروع فندق ازمور**: شركة فنادق بجاية هي شركة ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة، مقرها الاجتماعي بالجزائر العاصمة ورأسمالها يقدر 700 مليون دينار جزائري ، ترجع فكرة انشاء الفندق الى سنوات الثمانينات اين توقف انجاز المشروع سنة 1993 وفي سنة 2002 تم بيع المشروع لمجمع الخليفة ثم توقف النشاط سنة 2003 بسبب تصفية المجمع، في 2014 وفي اطار تصفية اصول المجمع اقتنت شركة ASICOM من اجل اعادت بعث الاشغال اين سعت للحصول على قطعة ارض اضافية كامتياز وقامت بإعداد الملف التقني للمشروع واتمام الاجراءات الادارية.

2-2 **المشاريع الداخلة في النشاط**: بالتوازي مع المشاريع السابقة الذكر والتي لم تكن حيز التنفيذ توجد مشاريع اخرى دخلت النشاط الفعلي بفصل الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM وهي :

أ- **مصنع انتاج الطوب EPRA** : مؤسسة المواد الحمراء اوراس هي شركة ذات اسهم برأسمال 870 مليون دينار جزائري، مقرها ولاية خنشلة تأسست سنة 1998 حيث قرر ملاكها سنة 2004 اقتناء تجهيزات جديدة ولكن لنقص التمويل تعذر عليهم استكمال الاشغال المتبقية وبقي المشروع معطل الى غاية 2010 اين لجأ اصحاب الشركة الى شركة ASICOM لتمويلها وتسوية الوضعية الادارية والتقنية للمشروع وانطلقت الاشغال بها سنة 2011 ببناء الفرن وتركيب المعدات وقد ساهمت شركة ASICOM بـ 33% في راس مال المشروع ودخلت الشركة في النشاط الفعلي سنة 2015.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> سماح طلحي، مرجع سابق، ص 11

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

ب- شركة اوسيانو سانتر (CITY CENTRE): شركة ذات اسهم مقرها الاجتماعي الجزائر العاصمة راس مالها 58 مليون دينار جزائري، حيث بادرة شركة البستان بإنشاء مشروع مركز تجاري سنة 2005، غير ان المشروع توقف بسبب نقص الموارد المالية اللازمة عندها لجأ اصحاب المشروع لشركة ASICOM لتمويل راس مالها اين تم الاتفاق الى تحويل الشكل القانوني الى شركة ذات اسهم (اوسيانو سانتر) ثم استأنفت الاشغال بها سنة 2011 بمساهمة ASICOM قدرها 51% من راس مال الشركة ليبدشن افتتاح المركز التجاري سنة 2015 ويحمل اسم سيتي سانتر.<sup>1</sup>

ت- مؤسسة استغلال المساحات التجارية: شركة هايبر توزيع الجزائر هي شركة ذات اسهم مقرها الاجتماعي الجزائر العاصمة رأسمالها 720 مليون دينار جزائري، يتمثل نشاطها في استغلال المساحات التجارية باسم العلامة كارفور، ساهمت شركة ASICOM بـ 26% في راس مالها مند بداية تمويلها سنة 2012.<sup>2</sup>

ث- مصنع تصنيع الحديد ATA: ارماتور تكنيك الجيري هي شركة ذات اسهم مقرها الاجتماعي الجزائر العاصمة رأسمالها 830 مليون دينار جزائري، في سنة 2008 قام المجمع الاسباني ARMATEK في تشكيل هياكل بالحديد بإنشاء فرع له في الجزائر، انطلقت الاشغال لتجسيد هذا المشروع سنة 2010 بعدد محدود من الامكانيات في ورشة بالبليدة واحتاجت الشركة لتطوير نشاطها الى تمويل اين لجأت الى تمويل شركة ASICOM سنة 2015 لتمويلها بنسبة 51% برأسمالها اما باقي المساهمة المقدرة بـ 49% فكانت من طرف المجمع ARMATEK هذا الاخير كانت مساهمته عينية تمثلت في الات التصنيع، دخلت الشركة في النشاط الفعلي سنة 2016 ولهذه الشركة العديد من الاسهامات مثل تزويد بهياكل الحديد لكل من شركات (مترو الجزائر، مقر بنك الخليج، برج المراقبة لمطار الجزائر).<sup>3</sup>

### 3- اهم المشاريع الموكلة لشركة ASICOM

- استطاعت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بهذه الاستراتيجية، وحتى سنة 2017 إنجاز مجموعة من المشاريع المهمة الموضحة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (08) المشاريع الاستثمارية الموكلة إلى الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار

<sup>1</sup> Source [www.asicom.dz/index.php/ar/oceano-center-spa](http://www.asicom.dz/index.php/ar/oceano-center-spa) le 30-04-2023.

<sup>2</sup> Source [www.carrefour.dz/consulte](http://www.carrefour.dz/consulte) le 30-04-2023.

<sup>3</sup> Source [www.asicom.dz/index.php/ar/consulte](http://www.asicom.dz/index.php/ar/consulte) le 30-04-2023.

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

المنطقة	مرحلة التمويل	النشاط	المشروع	
العاصمة	النمو	طباعة صناعية	Roto Algérie SPA	مشاريع تم التنازل عنها
العاصمة	النمو	العقارات	3Infrastructure	
سكيدة	الإنشاء	مدينة سياحية	Rusica Park	مشاريع تم التنازل عنها
قسنطينة	الإنشاء	فندق	City Mall SPA	
بجاية	الإنشاء	فندق	Azemmour Hôtel	
العاصمة	الإنشاء	بنية تحتية تجارية	City Center	
العاصمة	الإنشاء	بنية تحتية تجارية	Hypermarché	
البلدية	الإنشاء	صناعة رأس المال	ATA Spa	مشاريع قيد الاستغلال
العاصمة	الإنشاء	أشغال عمومية	MST BAT SPA	
العاصمة	النمو	التوزيع	Hyper distribution Algérie Spa	
العاصمة	الإنشاء	خدمات مالية	El Djazair Idjar Spa	
خنشلة	الإنشاء	صناعة الآجر	Epra SPA	
سكيدة	الإنشاء	بنية تحتية سياحية	Siaha SPA	مشاريع أصبحت فروعاً للشركة
بجاية	الإنشاء	فندق	Shifabe SPA	
العاصمة	الإنشاء	بنية تحتية تجارية	Oceano Center SPA	
قسنطينة	الإنشاء	بنية تحتية تجارية	City Mall SPA	

المصدر: أحلام بوقفة، رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية، دراسة حالة الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف، SOFINANCE أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة الجزائر، 2017، ص 215-216.

يوضح الجدول رقم (08) أعلاه أن شركة ASICOM تستحوذ على محفظة استثمارية ذات مشاريع مختلفة الأنشطة الاقتصادية، ومن أغلب المراحل التي تمولها هي مرحلة الإنشاء، وكذلك نلاحظ أن المشاريع المتحصلة على التمويل من الشركة هي مشاريع ذات طابع خدماتي بالإضافة إلى قطاع البنية التحتية، ثم باقي القطاعات بنسب ضئيلة، أما الموقع الجغرافي فهو منقسم بين منطقة الشرق ومنطقة الوسط.

-توصلنا من خلال دراسة الجدول اعلاه انه توجد العديد من المشاريع في الجزائر التي اوكلت مهمة تمويلها لشركة ASICOM خصوصا في مرحلة الانشاء حيث يكونون اصحاب تلك المشاريع في حاجة ماسة للموارد المالية لانطلاق المشروع.

#### 4- أهداف الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM

يتمثل غرض الشركة في تمويل الاستثمار في كل المجالات وجميع القطاعات كذلك عن طريق:

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

- ✓ المساهمة في رأس مال المشاريع ( شركات جديدة ) أو اقتناء حصص في شركات قائمة؛
  - ✓ تمويل المشاريع التي تساهم فيها الشركة عن طريق حساب المساهمين بمؤسسة المواد الحمراء الاوراس بمدينة خنشلة، تنشط في مجال إنتاج الطوب الأحمر.
  - ✓ شركة أشغال البناء بمدينة الجزائر.
  - ✓ شركة الجزائر إيجار المتخصصة في الإيجار المالي leasing بمدينة الجزائر.
- 5- توزيع المشاريع الممولة من الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار حسب القطاع والأشغال خلال (2017-2019):

تعتبر المحفظة الاستثمارية الشركة الجزائرية السعودية ASICOM مزيج متنوع، حيث احتوت على العديد من المجالات الخدماتية (سياحة، خدمات مالية، خدمات تجارية، الصناعة، الأشغال والبناء).

الجدول رقم (09) يوضح توزيع المشاريع الممولة من طرف ASICOM حسب القطاع و توقف الأشغال ما بين الفترة (2017-2019):

القطاع	عدد المشاريع	المشاريع المعاد بعثها
الخدمات ( سياحة، خدمات مالية، خدمات تجارية، خدمات التوزيع )	6	4
الصناعة	2	1
العقار، البناء والأشغال	1	0
المجموع	9	5

المصدر: سماح طلحي، مرجع سابق، ص12.

يتضح من خلال الجدول رقم (09) ان الشركة قامت بتمويل تسعة مشاريع منذ بداية نشاطها التمويلي بالجزائر منذ بداية نشاطها التمويلي، ركزت فيها على القطاع الخدماتي اين تم تمويل 6 مشاريع من اصل تسعة مختلفة، ثم يأتي في المرتبة الثانية تمويل مشروعين من القطاع الصناعي، واخيرا تم تمويل مشروع واحد في قطاع العقار والأشغال والبناء.

من جانب اخر نلاحظ أنه من أصل 09 مشاريع ممولة من شركة ASICOM هناك 05 مشاريع عبارة عن مشاريع قديمة تم إعادة بعث النشاط فيها بعد توقفه بسبب نقص التمويل، وتوصلنا من خلال الجدول ان للشركة الجزائرية السعودية للاستثمار اسهامات معتبرة في تمويل بعض المشاريع المعتبرة عبر مختلف القطاعات لاسيما قطاع البناء والأشغال وكذا الصناعة والخدمات السياحية .

## المبحث الثاني: دراسة تجارب دولية رائدة في رأس المال المخاطر وآفاق الاستفادة منها في الجزائر

تحتل الشركات الناشئة مكانة هامة في الدول المتقدمة والنامية نظرا للدور الذي تلعبه في تحقيق التنمية الاقتصادية إلا أن هذه المؤسسات تعاني الكثير من المشاكل وعلى رأسها مشكلة التمويل ويعتبر التمويل برأس المال المخاطر من أحدث التقنيات التمويلية بالنسبة لجميع دول العالم فالولايات المتحدة الأمريكية والسعودية يعتبرون أبرز مثال للدول المشجعة لهذا النمط التمويلي والتميز فيها بنتائجها التي تعكس حسن المناخ الاستثماري الأمريكي والسعودي، أما الدولة الجزائرية فهي من الدول المنتهجة حديثا لهذا النوع من التمويل، حيث يعتبر انتشاره محتشما مقارنة بحجم انتشاره في الو.م.أ والسعودية او فرنسا وهذا بسبب الصعوبات التي تحد من دوره كآلية لتمويل المشاريع المبتكرة وتحقيق التنمية الاقتصادية الجزائرية.

### المطلب الأول: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في مجال التمويل برأس المال المخاطر

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية مهد صناعة رأس المال المخاطر، فقد مولت العديد من المشاريع وفق جوهر هذه التقنية التمويلية، وقطعت الو.م.أ عدة مراحل تاريخية من أجل تطوير هذه الصناعة، حيث ساعدها في ذلك مجموعة من البرامج والقوانين، وكذا تدخل السلطات العمومية في اتخاذها لعدة إجراءات صبت في مصلحة شركات رأس المال المخاطر، ومن ثم في قطاع الشركات الصغيرة والمتوسطة، بالإضافة إلى عوامل أخرى ساعدت في نجاح الولايات المتحدة الأمريكية في العمل وفق هذه التقنية التمويلية.

### أولاً- واقع تطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

بدأ نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينات من القرن الماضي استجابة لاحتياجات الشركات الناشئة والثورة التكنولوجية ووصل إلى قيمته في عام، 1960 كما تعبر الو.م.أ رائدة في مجال التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، مقارنة بباقي الدول سواء كانت متقدمة صناعيا أو في طريق النمو، وقد أوضح بيتر فانهان (Peter Vanhan) في مقال له على منتدى الاقتصاد العالمي بعنوان "أي الدول الأكثر استثمارا في رأس المال المخاطر" إن الولايات المتحدة تصدر قائمة الدول في العالم من حيث تمويل المشاريع رأس المال المخاطر.

### 1-مراحل تطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

شهدت صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية منذ نشأتها سنة 1946 مجموعة من المراحل التاريخية، سنحاول حصرها فيما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup>محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، مذكره الماجستير في علوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 2008-2009، ص ص 100-101.



### 1-1 المراحل الأولى للتطور ما بين الفترة (1946-1958)

في حالة الفترة التي تلت الحرب، اهتمت الو.م.أ الشركات الصغيرة والمتوسطة بشكل كبير وملحوظ ففي سنة 1953، صوت الكونغرس الأمريكي على قانون المنشآت الصغيرة، التي يقتضي على ضرورة مساعدة، نصح وحماية الحكومة للمنشآت الصغيرة قدر المستطاع، وترجم بإنشاء وكالة فدرالية مكلفة بدعم هذه الأخيرة تتمثل في إدارة المنشآت الصغيرة.

بداية من الستينات بدأت صناعة رأس المال المخاطر تتطور فعليا، بعد تبني مرسوم مؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة سنة 1958، هاته الأخيرة ساهمت في نشر ممارسات رأس المال المخاطر تكوين الجيل الأول من المهنيين وتطوير العديد من صناديق رأس المال المخاطر التي أصبحت فيما بعد من بين أكبر الصناديق، وهكذا شاهد رأس المال المخاطر الأمريكي أول طور النمو، وذلك رغم ارتفاع الضرائب المفروضة على القيم المضافة بشكل كبير من معدل متوسط بلغ 15% إلى 43% خلال السبعينات.

### 1-2 مرحلة بداية التوسع ما بين الفترة (1978 إلى 1983)

بدأت استثمارات رأس المال المخاطر تشهد توسعات كبيرة مع نهاية السبعينات وبداية الثمانينات ويمكن إرجاع هذا التوسع إلى عاملين اثنين وهما:

✓ تخفيض الضرائب على القيمة المضافة المحققة سنة، 1978 ما دفع إلى إنشاء عدة صناديق رأس المال المخاطر الجديدة.

✓ سنة 1978 أوضحت مصلحة العمل كيفية استقادات صناديق التقاعد الموظف لسنة 1974 الأمر الذي فتح الباب أمام على مصرعيه مبالغ كبيرة نزلت صناعة رأس المال المخاطر.

لهذا بدأ نمو صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، حيث في حين لم يبلغ حجم الاستثمارات عتبة النصف مليار دولار سنة، 1979 تجاوز مليار دولار سنة، 1981 وتجاوز 3مليار دولار سنة 1983

### 1-3 مرحلة التوسع الكبير ما بين الفترة (1994 إلى 2007):

استمر التوسع الذي شاهده صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية بداية الثمانينات، ليبدأ في بلوغ الأرقام القياسية منتصف التسعينات، حيث بلغ حجم الاستثمارات لأول مرة عتبة 4مليارات سنة، 1994 ثم 8 مليارات سنة، 1995 ثم 11مليار دولار سنة، 1996 لكن الرقم القياسي كان سنة 2000، حيث تجاوز حجم الاستثمارات 150مليار دولار (أكثر من نصفها كانت من منشآت الإنترنت)، ليتراجع خلال السنوات الموالية إلى 40 مليار دولار (انفجار فقاعة الإنترنت)، وحوالي 30مليار دولار سنة 2007.

### 2- آليات دعم وتطوير رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

تكللت تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في استخدام شركات رأس المال المخاطر من أجل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنجاح باهر، كما جعلها تعتبر عراب هذه الصناعة على المستوى العالمي



## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

لكن ما يمكن ملاحظته هو أنها لم تصل إلى هذه المرحلة بمحض الصدفة بل كان ذلك عند طريق تداخل مجموعة من العوامل المساعدة على تحقيق هذا النجاح، لعل من أبرز هذه العوامل نجد:

### 2-1 دور الحكومة الأمريكية:

عكفت السلطات العمومية الأمريكية منذ الخمسينات من القرن 20م على تشجيع عمليات الابتكار وتجسيد نتائج الأبحاث الجامعية والمخبرية في شكل مؤسسات صغيرة ومتوسطة، بغية أخذ السبق التكنولوجي عالميا، وذلك من خلال اتخاذها لعدة إجراءات لتطوير وتنظيم عمل شركات رأس المال المخاطر، بداية بوضع إطار تشريعي وتنظيمي لصناعة رأس المال المخاطر، وثانيا أطلاقها لعدة برامج تمويلية موجز أهمها فيما يلي:

### 2-2 برنامج شركات الاستثمار الصغيرة (Small Business Companies Investement)

يعتبر أول وأطول برنامج تمت صياغته منذ سنة 1985 في الولايات المتحدة الأمريكية حسب القانون الفدرالي الأمريكي، بموجبه تم إنشاء صناديق استثمار مرخصة ومنظمة من طرف إدارة المشروعات الصغيرة SBA تقوم هذه الهيكلية الحكومية المملوكة من طرف الخواص بتمويل الصناعات الصغيرة عن طريق رأس مال مخاطر، كما أنها تقدم المساعدة الإدارية إلى جانب التمويل للمشاريع الناشئة قامت هذه الشركات في السنوات الماضية بتمويل بعض المشاريع الناجحة، كما أنها أهلت عددا معتبرا من الشركات غير المربحة.

تختص **SBICs** بالاستثمار في قطاعات معينة (التكنولوجيا العالية، الرعاية الصحية)....، ومنها ما يقدم التمويل لكل القطاعات، في حين أن عددا قليلا من هذه الشركات ينشط في تمويل الشركات الناشئة **Start-up** لأن معظمها يتدخل في المراحل المتأخرة من الاستثمار، تتمول **SBICs** مناصفة بين شريك حكومي وشريك من الخواص (بنوك، شركات كبيرة أو أفراد)، بعدها يصبح هؤلاء الخواص مؤهلين للحصول على قروض بأسعار فائدة منخفضة أو مضمونة من طرف الحكومة باستعمال سندات مضمونة لـ **SBA**.

هذه القدرة التمويلية تتيح لـ **SBICs** تقديم قروض طويلة أجل، ولقد تغير القانون الخاص بها في عام 1992 وسمح لها بالاستثمار في ملكية أسهم الشركات الناشئة القابلة للنمو في صورة أسهم ممتازة.<sup>1</sup>

### 2-3 برنامج أبحاث ابتكار المنشآت الصغيرة

يعتبر ثاني أهم برنامج يستهدف المؤسسات الصغيرة، مما يؤدي بطريقة غير مباشرة إلى خدمة مصالح سوق رأس المال المخاطر الأمريكي، أطلق سنة 1982 بهدف دعم المشاريع الابتكارية، وذلك بتقديم

<sup>1</sup> أحلام بوقفة، مرجع سابق ص 136.

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

مساعدات من طرف وكالات البحث الفدرالية الكبيرة خاصة في مجالات الصحة، الدفاع والطاقة، كما أنفق برنامج أبحاث ابتكار المنشآت الصغيرة بين سنتي 1993 و 1979 أكثر من 7ملايير دولار أمريكي<sup>1</sup>.

بالإضافة إلى هذه البرامج نجد برامج أخرى كبرنامج تحويل تكنولوجيا المنشآت الصغيرة، قانون Bayh Dole لتشجيع الجامعات على البحث ونقل التكنولوجيا وبرنامج شراكة التكنولوجيا الصناعية.<sup>2</sup>

### 2-4 دور وادي السيلكون

يعتبر وادي السيلكون أبرز معالم صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، وأبرز وأكثر العوامل التي ساهمت في نجاحها حيث أنها المنطقة التي تحقق أكبر المبالغ الاستثمارية، حيث تضم هضبة السيلكون ثلاثة عناصر أساسية ساهمت في تطوير صناعة رأس المال المخاطر وهي:

أ- **العنصر الأول:** يتمثل في الجامعات ومراكز البحث التابعة للتنظيمات العمومية والمؤسسات الكبيرة ويشكل هذا العنصر خزاناً للمبادرين المستقبليين.

ب- **العنصر الثاني:** يتمثل في شركات رأس المال المخاطر التي ينشئها مهندسون ومسيرين وليس ماليين كما هو سائد في مناطق أخرى، حيث احتضنت الهضبة إنشاء أول شركات رأس المال المخاطر ولحد اليوم مازالت تمثل نسبة هامة من حيث عدد مؤسسات رأس المال المخاطر الأمريكية.

ج- **العنصر الثالث:** ورغم أهميته فإن الكثيرين يجهلونه، ويتمثل في الوسطاء المتخصصين الذين يساندون إنشاء ونمو شركات الصغيرة والمتوسطة كالمحامين المستشارين... الخ.

وزيادة على الخدمات التي يقدمونها، نجدهم يصلون بين المنشآت ومؤسسات رأس المال المخاطر وهذا ما يسهل إنشاءها، ولعل أحد أسباب نجاح صناعة رأس المال المخاطر بوادي السيلكون هو القرب الجغرافي وتنظيم في إطار شبكة يتم من خلالها انتقال المعلومة في كل الاتجاهات، حيث نجد المخاطر برأس المال يشارك في ملتقيات جامعية، وآخر يستند بخبرة عالم، أو المفاوض يطلب من الباحث التدقيق في النموذج الأولي للمشروع، بالإضافة إلى أن تنظيم هضبة في كما يصفه البعض بالنظام الايكولوجي، كون المحيط الملائم لصناعة رأس المال المخاطر.<sup>3</sup>

### 2-5 دور سوق ناسداك NASDAQ (بورصة نيويورك)

لا يمكن الحديث عن الدور الذي لعبته العوامل السابقة في تطوير صناعة رأس المال المخاطر، دون الحديث عن الدور المحوري الذي لعبه سوق ناسداك المالي، أنشأت في سنة 1971 مقرها الرئيسي يقع في

<sup>1</sup> سيف الإسلام، النوي بلعابد، عبد المجيد قدي، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية جامعة الجزائر3، الجزائر، المجلد ب، العدد 47 جوان 2017. ص 278.

<sup>2</sup> هيبية بوعبدالله، حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، تجربة الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة برج بوعريبيج، الجزائر، المجلد 1، العدد 12، 2015، ص 161.

<sup>3</sup> محمد سبتي، مرجع سابق، ص 105.

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

مدينة نيويورك وهي أكبر بورصة تعمل على أساس الشاشات الالكترونية في الولايات المتحدة الأمريكية نحو 3200 شركة مدرجة بها، وأغلب الشركات المدرجة فيها تكنولوجية وتعتبر المؤثر الرئيسي للسوق التكنولوجي الأمريكي، حيث يعتبر السوق المالي للمستأنف المفضل للمخاطرين برأس المال، ولعل الدور الأساسي الذي يلعبه سوق ناسداك هو توفير إمكانية خروج المخاطر برأس المال لاسترجاع الأموال المستثمرة، وتحقيق القيمة المضافة المأمونة ما يضمن سيولة العملية.<sup>1</sup>

**2-6 ديناميكية السوق التكنولوجي:** يمثل 50% من السوق العالمي، ويتميز يتسابق حاد من أجل الاستجابة للتعطش الكبير للمنتجات، وحتى تتمكن الشركات الكبيرة من الحفاظ على حصصها السوقية ووضعيتها الريادية، فإنها تقوم بتطوير منتجات فائقة التكنولوجيا لدى المشاريع الناشئة.

**2-7 تجمعات ملائكة الأعمال:** يؤدون دورا بارزا، فاستثماراتها تقوم على التعاون والتحالف بين مجموعات كبيرة من ملائكة الأعمال، ترغب في تمويل الدور الثاني من المراحل المبكرة.

ففي الولايات المتحدة الأمريكية أكثر من 75% من استثمارات ملائكة الأعمال تم تمويلها عند طريق التحالف الأمريكي الذي يعتبر الطريق الوحيد لدعم المشاريع عند غياب رأس المال لقيمة المخاطر، فدور تجمعات ملائكة الأعمال لا يقتصر فقط على تقديم التمويل وإنما تسعى إلى إضافة القيمة للمشروع.<sup>2</sup>

**ثانيا- معالم صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (2014-2020)**  
نمت صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل منتظم في السنوات الأخيرة وما يدل على هذا النمو هو الزيادة في عدد الصناديق، عدد شركات التسيير والأصول تحت التسيير، و يقدم تقرير المنظمة الأمريكية الوطنية لرأس المال المخاطر **NVCA** لسنة 2020 إحصائيات حول نشاط صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث حققت رقما قياسيا على الرغم من الأسباب المعاكسة من جائحة **COVID-19** وأسوأ ركود منذ الكساد الكبير.

سجلت صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية أرقاما قياسيا فيما يخص جمع الأموال والاستثمارات للسنة الثالثة على التوالي، حيث جمعت الشركات الناشئة عالية النمو أكثر من 130 مليار دولار وتمثل سنة 2020 السنة الرابعة على التوالي، كما أنها تلقت أكثر من 10000 شركة مدعومة من المشاريع الاستثمارية وفي نهاية السنة أدارت 1965 شركة من شركات رأس المال المخاطر 3860 صندوقا استثماريا، ولديها ما يقارب من 548 مليار دولار من أصول رأس المال المخاطر الأمريكية الخاضعة للإدارة، بالإضافة إلى تحقيقها رقما قياسيا بلغ 151 مليار دولار في شكل مسحوق جاف مع اقتراب سنة 2021 وجه لنمو نصف دولارات استثمار رأس المال المخاطر العالمي.

<sup>1</sup> هيبه بوعبدالله، حسين رحيم، مرجع سابق، ص.ص 161-162.

<sup>2</sup> محمد سبتي، مرجع سابق، ص 108.

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

استمر عدد الصناديق والصفقات الضخمة في الازدياد سنة 2020 ويتزامن الاهتمام بالصناديق والصفقات المتزايدة مع الزيادة الكبيرة في صفقات "يوني كورن" التي شهدتها السنوات الثلاثة الأخيرة<sup>1</sup>.

إن الحديث عن صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية يقودنا دون شك إلى التطرق لمميزات المراحل الثلاث للمسار الاستثماري الذي تقوم به شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية وهذا ما سيتم تناوله في العناصر الموالية.

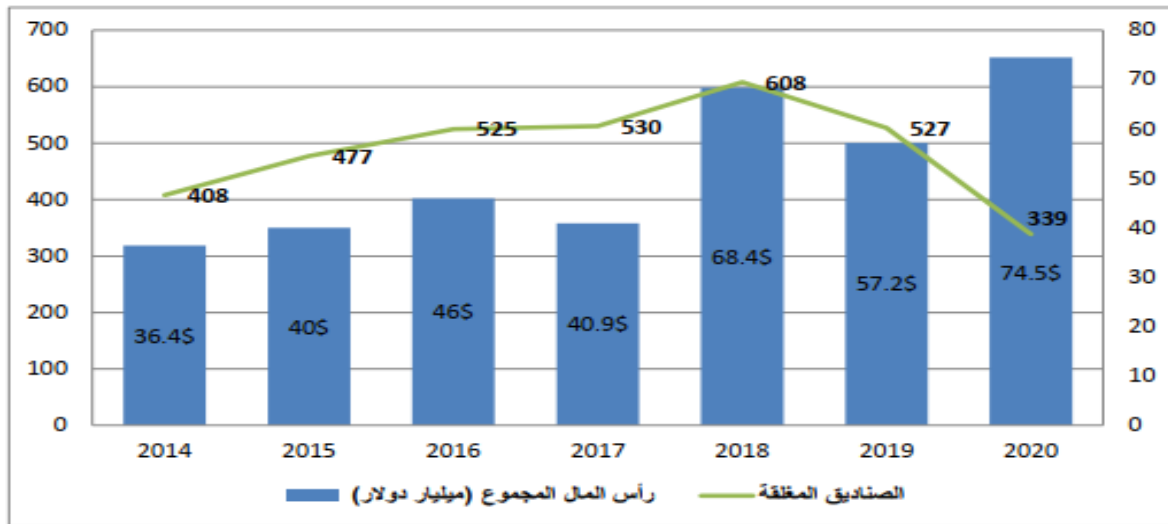
### 1-مرحلة جمع الأموال

يبدأ مسار شركات رأس المال المخاطر كما رأينا في السابق بمرحلة جمع الأموال، والتي يتم فيها استدعاء أموال مختلف المستثمرين المؤسسيين لتوظيفها في صندوق استثماري، بعدما يتم تحديد الهدف الاستثماري منه، ونوعية المشاريع والصناعات التي سيستهدفها.

تطورت كثيرا صناعة رأس المال المخاطر في الو.م.أ بفضل تطول عملية جمع الأموال فيها، من حيث زيادة قيمة المبالغ المجموعة وعدد الصناديق المنشأة، يوضح الشكل الموالي حجم المبالغ المجموعة في صناديق رأس المال المخاطر في الو.م.أ.

الشكل رقم (08) عملية جمع أموال صناديق رأس المال المخاطر في الو.م.أ بالفترة (2014-2020)

الوحدة: مليار دولار



Source: National Venture Capital Association, yearbook, USA, 2020, p22.

يمثل الشكل البياني رقم(08) أن عملية جمع الأموال تمر عبر ثلاث مراحل، كانت المرحلة الأولى خلال السنوات من 2014 إلى 2016 حيث بلغ إجمالي الأموال المجموعة 46 مليار دولار وانتقل عدد الصناديق من 408 صندوق سنة 2014 إلى 525 صندوق سنة 2016 جاءت المرحلة الثانية التي كانت ما بين سنتي

<sup>1</sup> - National Venture Capital Association, Yearbook, USA, 2020, p05. Consulte le 30-04-2023

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

2017 و 2018، حيث انخفض حجم رأس المال المجموع في سنة 2017 إلى 40.9 مليار دولار مقارنة بسنة 2016 الذي بلغ حجم الأموال المجموعة فيها 46 مليار دولار، أما سنة 2018 فقد شهدت ارتفاعا لم تشهده الو.م.أ. في السنوات الماضية، بلغ حجم الأموال المجموعة فيها 64.4 مليار دولار عبر 608 صندوق.

أما المرحلة الأخيرة فتمثلت في السنتين الأخيرتين 2019 و 2020 في حين بلغ إجمالي الأموال المجموعة 131.7 مليار دولار، وعلى الرغم من الانخفاض الذي شهدته سنة 2019 والذي قدر حجم الأموال فيها 57 مليار دولار، حيث تراجع عدد الصناديق إلى 527 صندوق مقارنة بسنة 2018.

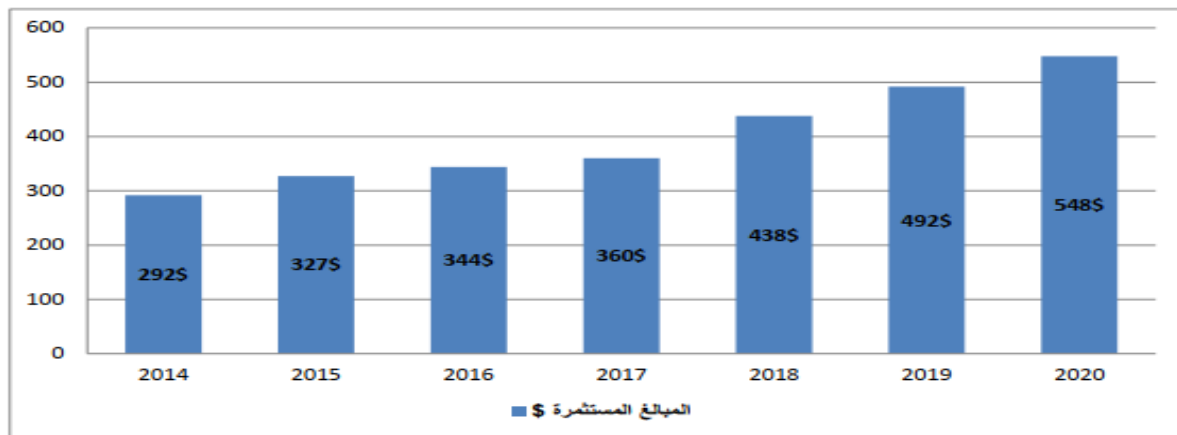
نمت عملية جمع الأموال في سنة 2020 مقارنة بسنة 2019 فبلغ حجم الأموال المجموعة 74 مليار دولار بإغلاق 339 صندوق وهو يعتبر العدد الأدنى في الصناديق منذ سنة 2016 وقد يكون لهذا الانخفاض تأثير متأخر على ثروات الصناديق الأولية في وقت مبكر في الولايات المتحدة الأمريكية.

- توصلنا من خلال المخطط البياني ان لصناديق راس المال المخاطر دور كبير في جمع الاموال وتوظيفها في المشاريع الاستثمارية، حيث شهدت الفترة ما بين (2014-2020) تطور عدد صناديق الاستثمار خصوصا خلال سنة 2018 لاسيما المبالغ الكبيرة المجموعة والتي كانت مرتفعة مقارنة بالسنوات السابقة.

### 2- مرحلة استثمار الأموال

- بعد عملية جمع الأموال، تأتي مرحلة الاستثمار في المشاريع المقترحة والتي تمر بعدة مراحل فرعية (تم التطرق لها في الفصل السابق) تنتهي باختيار المشروع الأكثر مردودية والأكثر نجاحا في عملية التقييم وفيما يلي سيتم رصد المبالغ التي تم استثمارها في مشاريع ممولة برأس مال مخاطر في الو.م.أ لنفس الفترة. الشكل رقم (09) المبالغ المستثمرة في شكل رأس مال مخاطر في الو.م.أ خلال الفترة (2014-2020)

الوحدة: مليار دولار



Source: National Venture Capital Association, yearbook, USA, 2020, p13 Consulted on 30-04-2023.

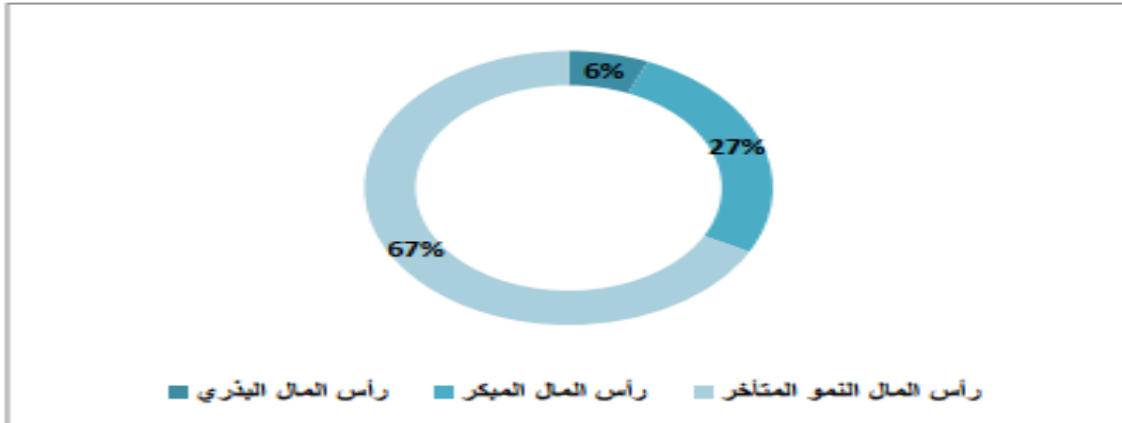
## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

نلاحظ من الشكل البياني رقم (09)، أن المبالغ المستثمرة في الولايات المتحدة الأمريكية والتي كانت ما بين 2014 و2020 شهدت في هذه الفترة زيادة مستمرة، ففي سنة 2014 بلغ إجمالي المبالغ المستثمرة 292 مليار دولار واستمرت هذه الزيادة في جميع السنوات الباقية وخلال سنة 2019 بلغ حجم المبالغ المستثمرة 492 مليار دولار، وعلى الرغم من التحديات الهائلة لعام 2020 والأسباب المعاكسة التي كانت بسبب جائحة COVID-19 استمر عدد المستثمرين المغامرين وصناديق الاستثمار والأصول التي تديرها صناعة المخاطرة في النمو، كما ساهم بتحقيق 74 مليار دولار في جمع الأموال من قبل شركات رأس المال المخاطر سنة 2020 في تحقيق نمو كبير في المبالغ المستثمرة، بالإضافة إلى أنه ارتفع إجمالي مبالغ المستثمر 548 مليار دولار أمريكي في نهاية عام 2020 بنسبة 18.32% وأنهى مستثمرو رأس المال المخاطر العام برقم قياسي 151 مليار دولار متجها إلى عام 2021 بزيادة عن 126 مليار دولار سنة 2019 حيث كانت شركات الولايات المتحدة الأمريكية في جميع الشركات العالمية أكثر وارتفعت من 26% في سنة 2019 إلى 27% في 2020.

- اختلفت مراحل نمو المؤسسات الممولة بين المراحل الثلاث التي يعنى بها التمويل برأس المال المخاطر في الو. م. أ وهي: تمويل البذرة، تمويل المرحلة المبكرة وتمويل المرحلة المتأخرة من النمو، فكانت أكبر المبالغ المستثمرة في مشاريع في مرحلة النمو المتأخرة، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (10) حجم استثمارات رأس المال المخاطر حسب مرحلة النمو في الو.م.أ سنة (2020)

الوحدة: النسبة المئوية



Source: National Venture Capital Association, Yearbook, USA, 2020, p28

Consulte le 30-04-2023

يبرهن الشكل رقم (10) أن النظام البيئي في الو. م. أ يعمل بفعالية وتكامل وتوزيع للمهام في حين يقوم ملائكة الأعمال بالتخصص في التمويل البذري الذي تمارسه شركات رأس المال المخاطر بنسبة ضئيلة تقدر بـ 6% سنة 2018، في حين استثمرت أكثر من نصف المبلغ بنسبة 67% في تمويل مرحلة النمو المتأخرة. ويتميز الاستثمار في باقي المراحل بانخفاض حجم المبالغ المستثمرة خاصة في مرحلة البذرة بمعدل

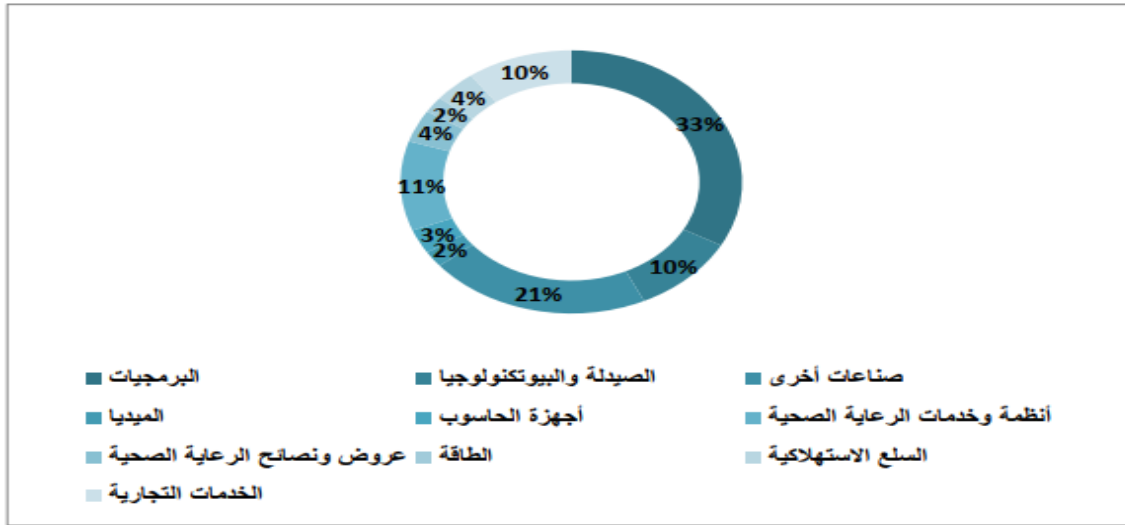
## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

6.6% و 26.4% خلال سنتي 2018 و 2019 على التوالي، إلا أن عدد المشاريع كان الأكبر في المرحلة المتأخرة من النمو متراجعا بنسبة % 41 سنة 2019.

تم صرف تلك المبالغ بالدرجة الأولى في القطاع الذي تجذبه صناعة رأس المال المخاطر منذ ظهورها إنه قطاع البرمجيات، حيث حظيت شركاته بحصة الأسد في استثمارات رأس المال المخاطر في الو.م.أ، وهو ما يظهر بوضوح على ضوء الشكل الموالي:

الشكل رقم (11) حجم استثمارات رأس المال المخاطر حسب القطاعات في الو.م.أ في (2020)

الوحدة: النسبة مئوية



Source: National Venture Capital Association, Yearbook, U.S.A, 2020, p36

Consulte le 30-04-2023 .

يوضح الشكل رقم (11) أن قطاع البرمجيات حصل على أكبر قدر من رأس المال من مستثمري رأس المال المخاطر بين جميع القطاعات حيث بلغ حجم الاستثمار فيها نسبة 33% سنة 2020 واحتل قطاع الصيدلة والبيو تكنولوجيا المرتبة الثانية بنسبة 10% وقد تميز الاستثمار في باقي الصناعات (الخدمات التجارية، الطاقة، الميديا، أجهزة الحاسوب، السلع الاستهلاكية) بانخفاض الوتيرة والمبالغ في تلك السنة بنسب ضئيلة جدا، ومع ذلك عرفت استثمارات رأس المال المخاطر توجها متزايد في عدد المشاريع المتعلقة بقطاع الصيدلة، البيو تكنولوجيا وأنظمة وخدمات الرعاية الصحية.

قامت الشركات العلمية في الو.م.أ بتسجيل أرقاما قياسية لاهتمام المستثمرين باللقاحات والأدوية المضادة للفيروسات والشركات المنخرطة لمحاربة وباء، COVID-19 في حين كرست العديد من الشركات الناشئة مدعومة من المشاريع في هذا القطاع بتقديم موارد وطاقة كبيرة لمحاربة الوباء سنة 2020.



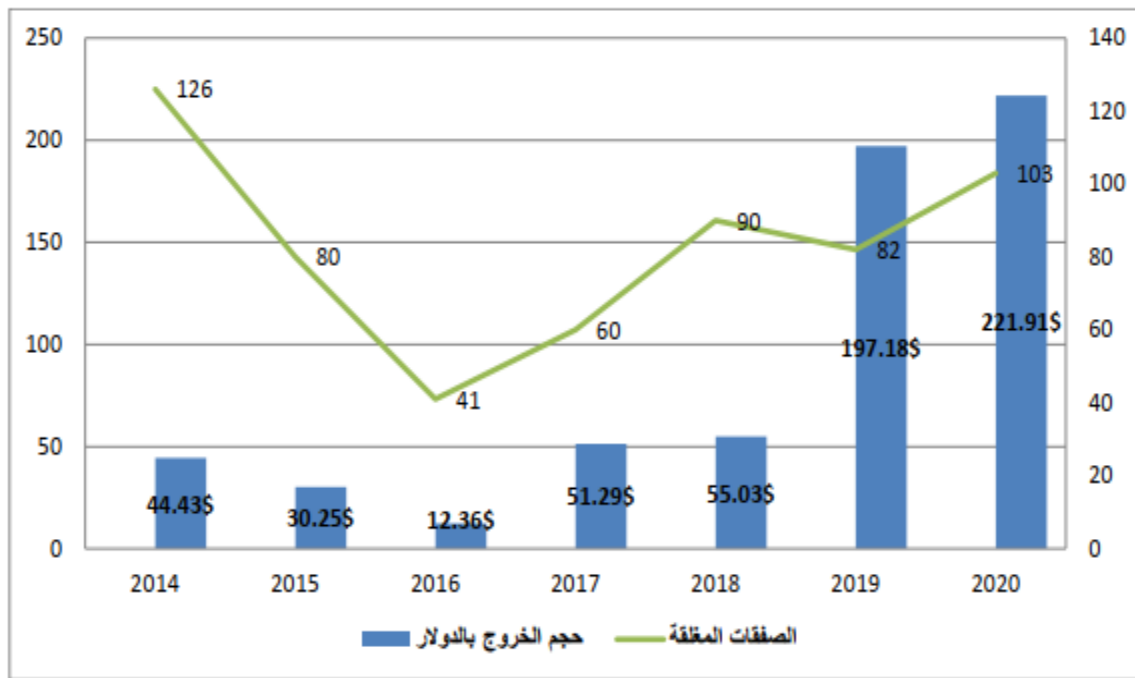
## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

### 3-مرحلة الخروج من الاستثمار

تنتهي رحلة المخاطر برأس المال بالخروج من المؤسسات التي قام بتمويلها فبعد استثمار ومرافقة تدوم من 1 إلى 26 سنوات في مشاريع تم اختيارها كفرصة استثمارية مربحة يسعى من خلالها الطرفان لتحقيق عوائد مالية جيدة، أن مرحلة الخروج تتم وفق أربعة طرق، كان قد اتخذ القرار بشأن إحداها في بداية الاستثمار، غير ان رأس المال المخاطر في الو.م.أ يتميز بانجذابه نحو طريقتين للانسحاب هما: العرض العام للجمهور وعمليات الاندماج والاستحواذ، وهذا ما سيوضحه الشكل الموالي.

الشكل رقم (12)وضعية العرض العام على الجمهور في الو.م.أ خلال الفترة(2014-2020)

الوحدة: مليار دولار



Source: National Venture Capital Association, Yearbook, U.S.A, 2020, p37

Consulte le 30-04-2023.

يوضح الشكل البياني رقم (12) ان الفترة من 2014 الى 2016 شهدت ارتفاع في حجم عمليات الخروج التي بلغت 44.43مليار دولار، حيث تم طرح 126 صفقة وذلك سنة 2014 أما بداية من سنة 2015 فشهدت انخفاض من حيث حجم العمليات وحجم الصفقات المغلقة، وخلال الفترة الممتدة من سنة 2017 إلى سنة 2020 تميزت هذه الفترة بزيادة في حجم عمليات الخروج، أما حجم الصفقات فخلال السنوات 2016، 2017، 2018، عرفت زيادة ملحوظة، أما في سنة 2019 كان انخفاض مقارنة بالسنوات السابقة، واما سنة 2020 فقد تم طرح 103 صفقة مدعومة من المشاريع الاستثمارية للاكتتاب العام وهي تمثل ما يعادل 222مليار دولار في قيمة الخروج وهو رقم قياسي، بحيث تعتبر أرقام استثنائية مقارنة بسنة 2019، تقود طرق الخروج المقياس الحقيقي للنجاح للشركات الممولة بمجرد أن تتضح الشركات الناشئة الناجحة في



## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

المحفظة الاستثمارية، حيث تخرج صناديق الاستثمار المخاطر عموماً من مراكزها في تلك الشركات عن طرحها للجمهور من خلال طرح عام أولي، بيعها إلى كيانات يفترض أنها أكبر (عن طريق الاستحواذ أو الاندماج أو البيع التجاري) أو إلى شركة مالية (المشتري وعلى سبيل المثال مشتري الأسهم الخاصة) يعتبر سوق الاندماج والاستحواذ في الو. م. أسواقاً نشطة ترغب فيه أغلب صناديق رأس المال المخاطر وهو يمثل حصة كبيرة تقدر بـ 92%.

### المطلب الثاني: التجربة السعودية في مجال التمويل برأس المال المخاطر

تقوم شركات رأس المال المخاطر بدور حيوي في الدول العربية الكبرى لعل أهمها المملكة العربية السعودية حيث تعتبر رافداً من روافد النهضة التكنولوجية ومساهماً فاعلاً في التنمية الاقتصادية لاهتمامها بتطوير نشاط رأس المال المخاطر بهدف زيادة حجم إمكانات تمويل مختلف المشاريع المبتكرة.

شهدت سنة 2020 استثمار 152 مليون دولار في شركات ناشئة مقرها السعودية، وهو مبلغ قياسي لإجمالي قيمة الاستثمار الجريء، وبعد انتشار جائحة كورونا COVID-19 كانت منظومة الشركات الناشئة في السعودية هي الأسرع نمواً من بين أعلى بلدان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فخلال النصف الأول من سنة 2020 بلغ إجمالي قيمة جولات الاستثمار الجريء 111 مليون دولار.

وعلى عكس التراجع الحاصل في عدد الصفقات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ارتفع عدد الصفقات في السعودية بنسبة 35% مقارنة بسنة 2019.

### أولاً-لمحة عن الشركة السعودية للاستثمار الجريء

هي شركة حكومية تأسست سنة 2018 من قبل منشآت كجزء من برنامج تحفيز القطاع الخاص تهدف الشركة إلى تطوير منظومة الاستثمار الجريء وتحفيز الاستثمار في الصناديق الاستثمارية والاستثمار بالمشاركة مع مجموعة المستثمرين الملائكيين بهدف سد فجوة التمويل الحالية وتحفيز الاستثمار في المراحل الأولية والمبكرة والمراحل المختلفة في الشركات الناشئة عن طريق استثمار 2.8 مليار ريال سعودي (750 مليون دولار) من أهم المبادئ التي تقوم عليها هذه الشركة نذكر:

- ✓ الموازنة بين الأثر الاقتصادي والنجاح المالي؛
- ✓ عطاء الأولوية للرؤى الوطنية والتركيز على الاستثمارات المحلية؛
- ✓ منهجية شاملة لجميع القطاعات تتجه نحو سد فجوات التمويل لتطوير منظومة الاستثمار الجريء؛
- ✓ تمتلك حصة الأقلية في الشركات الناشئة وفقاً لأفضل الممارسات في مجال رأس المال المخاطر؛

### 1-الاستثمار في صناديق الاستثمار الجريء

الاستثمار في مراحل النمو لتحفيز تأسيس صناديق تستثمر في الشركات الناشئة في مراحل نموها المختلفة وتسهيل دخول صناديق استثمارية لتقديم قيمة مضافة للشركات الناشئة في المملكة العربية السعودية، ويتم

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

ذلك من خلال تبني نظام الشريك العام/الشريك المحدود حيث تكون الشركة السعودية للاستثمار الجريء شريكا محدود المسؤولية.

ومن أمثلة هذه الصناديق نذكر على سبيل المثال: صندوق (VSQ) صندوق (Vision Venture) وصندوق النمو (Alpha Capital)<sup>1</sup>

### 2- أحدث التطورات لرأس المال المخاطر في السعودية للفترة (2015-2020)

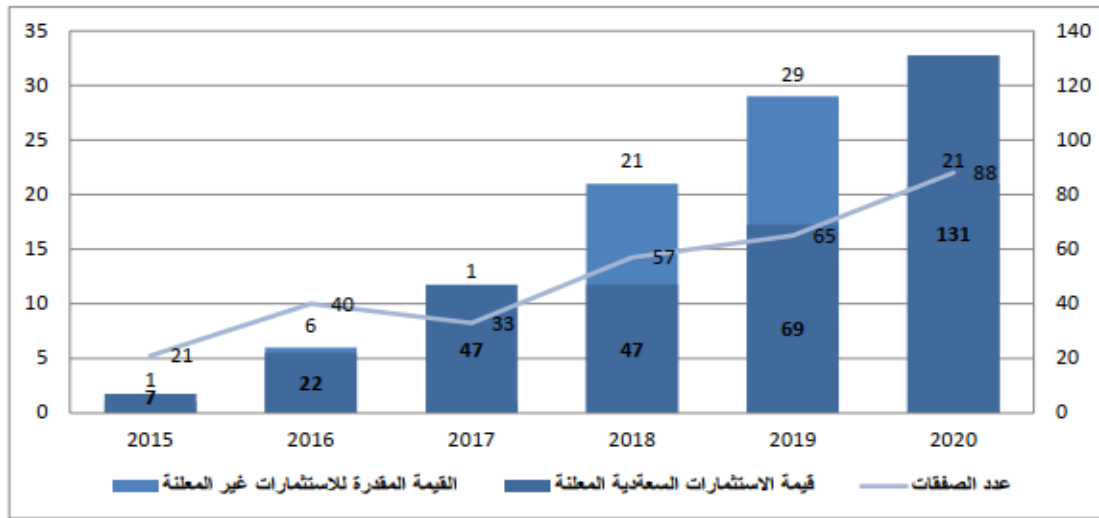
انطلاقا من سعي المملكة العربية السعودية نحو تحقيق رؤيتها الاقتصادية واهتمامها بتعزيز دعم الاستثمار في الشركات الناشئة، ركزت اهتمامها في الاعتماد على تقنية حديثة تمويلية وهي " رأس المال الجريء" ومختلف تطوراته عبر السنوات الخمسة الأخيرة.

### 3- تطور رأس المال الجريء في المملكة العربية السعودية خلال الفترة (2015-2020)

رغم صعوبة عام 2020 إلا أن السعودية استمرت في تحقيق النجاح في مجال الاستثمار برأس المال المخاطر، كما أنها شهدت انتعاشا جعلها تعزز مساهمة الاستثمار برأس المال المخاطر والتنوع الاقتصادي وهذا ما يثبت أهمية هذه الاستثمارات، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي.

### الشكل رقم (13) مسيرة تطور الاستثمار الجريء في السعودية خلال الفترة (2015-2020)

الوحدة: مليون دولار



Source: [Www.magnitt.com/research/2022-saudi-arabia-venture-capital-report](http://Www.magnitt.com/research/2022-saudi-arabia-venture-capital-report)

Consulte 30-04-2023

يمثل الشكل رقم (13) تطور الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية في عام، 2020، حيث حقق زيادة بنسبة 55% في إجمالي الاستثمار الجريء الممنوح للشركات الناشئة، مما ساهم في عكس اتجاه التباطؤ الملحوظ في بقية المنطقتين، حيث جمعت الشركات السعودية قيمة قياسية للاستثمار الجريء

<sup>1</sup> [Www.magnitt.com/research/2022-saudi-arabia-venture-capital-report](http://Www.magnitt.com/research/2022-saudi-arabia-venture-capital-report) Consulte le 30-04-2023

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

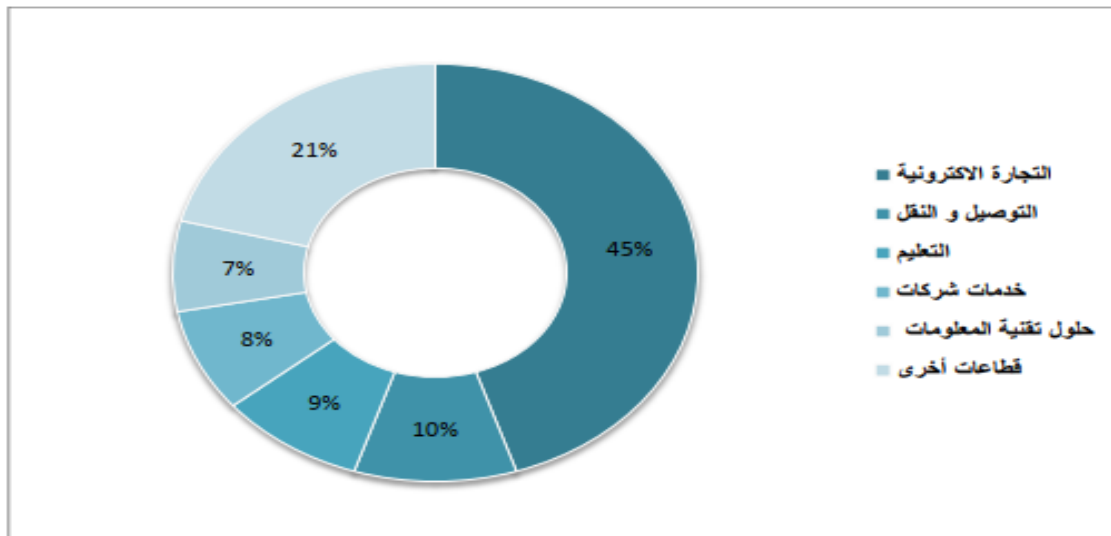
بلغت 152 مليون دولار بمعدل نمو سنوي مركب 40% على مدى خمس سنوات الماضية، حيث كانت قيمة الاستثمار 8 مليون دولار ثم تواصلت الزيادة في الاستثمار من سنة 2015 إلى سنة 2019 ولكن كان الانتعاش أكثر في سنة 2020 مقارنة بالسنة 2019، حيث قدرت قيمة الاستثمار 69 مليون دولار بمعدل نمو سنوي، 30% أما بالنسبة للصفقات فوصل إجمالي الصفقات المنفذة في عام 2020 إلى 88 صفقة بارتفاع نسبة المقارنة سنة 2019.

### ثانيا-مقارنة القطاعات في المملكة العربية السعودية عام 2020 حسب قيمة رأس المال الجريء:

اهتمت السعودية بمختلف القطاعات وأداها وركزت اهتمامها أكثر على قطاع التجارة الإلكترونية بفضل التأثير الإيجابي للخدمات التي تقدمها تقنية رأس المال المخاطر في تطوير وتيرة التحول الرقمي وتندرج قطاعات التوصيل والنقل ضمن أكبر القطاعات في السعودية إلى جانب قطاع التجارة الإلكترونية من حيث إجمالي التمويل وعدد الصفقات، هذا ما يوضحه الشكل الموالي.

### الشكل رقم (14) أعلى القطاعات من حيث قيمة الاستثمار الجريء في السعودية عام(2020)

الوحدة: النسبة المئوية



Source: [Www.magnitt.com/research/2022-saudi-arabia-venture-capital-report](http://Www.magnitt.com/research/2022-saudi-arabia-venture-capital-report)

Consulte 30-04-2023.

يوضح الشكل رقم(14) ان الاستثمار الجريء كان في الشركات الناشئة مدفوعا باستثمارات المراحل المتقدمة في التجارة الإلكترونية، حيث استحوذ هذا القطاع على 45% من إجمالي قيمة الاستثمارات، وفي ظل نجاحها بالاستحواذ على 45% من إجمالي قيمة الاستثمار الجريء تفوقت شركات التجارة الإلكترونية في السعودية على نظيراتها في جميع أنحاء منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا والتي لم تستحوذ إلا على 16% من إجمالي قيمة الاستثمار الجريء الممنوح عام، 2020 حيث شهد قطاع النقل أكبر زيادة من حيث الترتيب ليصعد ب 13 مركزا، كما شهد أكبر زيادة في الاستثمار الجريء بزيادة نسبته 10%.

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

### 1- المبادرات القائمة لدعم وتطوير رأس المال المخاطر في السعودية

تسعى المملكة العربية السعودية إلى تنويع اقتصادها لهذا فهي تركز على الرؤية المستقبلية للدولة وبقوة على إنشاء اقتصاد مبني على المعرفة والابتكار، فقامت بزيادة عدد الجامعات في مختلف أنحاء المملكة ذات تصنيفات عالمية عالية كجامعة الملك عبد الله للعلوم التقنية المختصة في الأبحاث، بالإضافة إلى زيادة عدد الحاضنات العلمية مثال على ذلك حاضنة بادر لتقنية التصنيع المتقدم التي تهدف إلى توفير الموارد الضرورية لتطوير منتجات ناجحة ومساعدة رواد الأعمال في تكوين شركاتهم، لكن الأبحاث والابتكارات التي ستولد هذه الجامعات والمراكز البحثية تحتاج إلى تمويل لتتحول إلى مشاريع تساهم في تنمية المجتمع ونموه، ويعد رأس المال المخاطر أبرز نموذج تمويل لهذه الأفكار لذلك ازداد الاهتمام السعودية بتقنية ونشاط رأس المال المخاطر في الآونة الأخيرة<sup>1</sup>.

ومن أهم المبادرات القائمة لدعم صناعة رأس المال المخاطر في السعودية نخلصها في الجدول الموالي.

#### الجدول رقم (10) المبادرات القائمة لدعم صناعة رأس المال المخاطر في السعودية

اسم المبادرة	نوع الدعم المقدم	الجهة التابعة لها
تأسيس شركة مستقلة للتمويل برأس المال المخاطر من قبل الهيئة العامة للاستثمار	تمويل المنشآت الصغيرة والمتوسطة	الهيئة العامة للاستثمار بالتعاون مع مصرف "فينتشر كابيتال"
إنشاء صندوق "تمكين"	تمويل برأس المال المخاطر لمشاريع قائمة على الابتكار والاختراع	شراكة بين شركة وادي الرياض وصندوق طلاب جامعة الملك سعود
تأسيس شركة السعودية للتنمية والاستثمار التقني	الاستثمار في ثمرات البحوث العلمية القابلة للتحويل إلى منتجات تجارية	شركة حكومية مملوكة لصندوق الاستثمارات العامة
تأسيس شركة "واعدة" الاستثمارية	تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ذات الأفكار الجديدة	شركة ارامكو السعودية

<sup>1</sup> محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر، نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمّل لمذكرة الماجستير مدعوم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المملكة العربية السعودية، 2012، ص ص 57-58-59.

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

	والمبتكرة عن طريق "المشاركة"	
الشركات السعودية للصناعات الأساسية (سابك)	تمويل المشروعات الابتكارية في مجالات الطاقة والبتروكيماويات	تأسيس صندوق سابق لتمويل رأس المال المخاطر (Sabic ventures)
جامعة الملك عبد العزيز للعلوم والتقنية	الربط بين رواد الأعمال والمستثمرين الأبرار لتمويل المشاريع في مراحلها الأولية	تأسيس شبكة المستثمرين الأفراد (سرب)
جامعة الملك عبد الله للعلوم والتقنية	تمويل المشاريع الابتكارية لطلاب ومنسوبي جامعة الملك عبد الله للعلوم والتقنية	صندوق البذور (seed found)

المصدر: محمد سعد الناصر، مرجع سابق، ص 59.

### 2- معوقات تطوير رأس المال المخاطر في السعودية وسبل النهوض به

هناك بعض العقبات التي قد تحد من الاستفادة من التمويل برأس المال المخاطر في السعودية، وهي عقبات يمكن تجاوزها بسهولة من خلال اتخاذ ووضع سبل للنهوض بهذه التقنية التمويلية، وهذا ما سنوضحه في الجدول الموالي:

#### الجدول رقم (11) معوقات تطوير صناعة رأس المال المخاطر في السعودية وحلول مقترحة لتجاوزه

المعوقات	الحلول
عدم توافر المعلومات والبيانات عن رأس المال المخاطر في السعودية	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ إنشاء هيئة متخصصة لرأس المال المخاطر تنظم هذه الصناعة في السعودية.</li> <li>✓ توفير قاعدة بيانات ومعلومات عن رأس المال المخاطر في المملكة، وإصدار تقارير دورية عن نشاط رأس المال المخاطر.</li> <li>✓ عقد الندوات وورش العمل حول رأس المال المخاطر، والترويج لرأس المال المخاطر في المملكة، فتح قنوات تواصل بين المستثمرين ورواد الأعمال وشركات رأس المال المخاطر.</li> </ul>

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

<p>✓ تنظيم عملية تداول أسهم الشركات المقفلة عن طريق هيئة سوق المال؛</p> <p>✓ إنشاء بورصة مستقلة لقيود وتداول أسهم المنشآت الصغيرة والمتوسطة، لها شروط وأحكام مخففة تناسب طبيعة تلك المنشآت وهذه البورصة ستتوافر واحدة من أهم آليات خروج رأس المال المخاطر وهي طرح أسهم المشاريع الممولة برأس المال المخاطر للاكتتاب العام؛</p>	<p>ضعف آليات التخارج لاستثمارات رأس المال المخاطر، فأنظمة سوق المال الحالية لا تدعم المشاريع الناشئة والصغيرة خصوصا تلك التي في مراحلها الأولية كما أنه لا يوجد سوق ينظم تداول أسهم الشركات المغلقة.</p>
<p>✓ نشر الوعي حول تمويل رأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية.</p>	<p>قلة وعي المستثمرين بأهمية رأس المال المخاطر وتفضيلهم للاستثمارات التقليدية مثل العقار والمقاولات.</p>
<p>✓ تقديم الدعم الحكومي المباشر لصناديق رأس المال المخاطر، خصوصا تمويل المشاريع في مرحلة الفكرة أو المراحل الأولية، وأفضل نموذج لذلك هو إنشاء صناديق رأس مال مخاطر بدعم حكومي، تسند إدارتها إلى شركات رأس مال مخاطر خاصة الخبيرة في هذا المجال مع ضرورة مراقبة أداءها بدقة وبشكل مستمر</p>	<p>تواضع الدعم الحكومي ودعم القطاع الخاص لنشاط رأس المال المخاطر</p>
<p>✓ توسيع القطاعات التي يمولها رأس المال المخاطر وعدم حصرها في مجال تقنية المعلومات فقط.</p>	<p>تركز نشاط رأس المال المخاطر المتواضع في المملكة العربية السعودية على قطاع تقنية المعلومات وإهمال قطاعات أخرى.</p>
<p>✓ تدريب مدراء الصناديق المالية والعاملون في حاضنات الأعمال على تقنيات رأس المال المخاطر؛</p> <p>✓ الاستعانة بالخبرات الأجنبية لنقل تقنيات رأس المال المخاطر من الدول المتقدمة إلى السعودية؛</p>	<p>ندرة الخبرات المحلية المؤهلة لإدارة استثمارات رأس المال المخاطر.</p>

المصدر: محمد سعد الناصر، مرجع سابق ، ص 60.

### المطلب الثالث: التجربة الفرنسية في رأس المال المخاطر

يعتبر التمويل برأس المال المخاطر من أحدث التقنيات التمويلية بالنسبة لجميع دول العالم، وتعتبر فرنسا كباقي الدول الرائدة في مجال التمويل برأس المال المخاطر والمشجعة لهذا النمط من التمويل والتميز فيها بنتائجها، التي تعكس حسن المناخ الاستثماري.

سنتناول في هذا المطلب واقع رأس المال المخاطر في فرنسا من خلال مفهوم وأهمية ومراحل تطور هذا الأخير في فرنسا.

#### اولا- نشأة رأس المال المخاطر في فرنسا

- القانون الفرنسي لسنة 1983 يضع تعريف رأس المال المخاطر كالاتي رأس المال المخاطر (هو استثمار في الأموال الخاصة والشبه الخاصة في شركات ليست مسعرة في البورصة وذلك خلال مراحل حياة المؤسسات) من النشأة إلى مرحلة التحويل، فهذا التعريف مؤهلا قانونيا لتنظيم النشاط وذلك لما يجريه من تحفيزات ضريبية تشجع على النشاط .

#### 1-مراحل ظهور رأس المال المخاطر الفرنسي

يمكن تقسيم مراحل ظهور رأس المال المخاطر الفرنسية إلى مرحلتين فرعيتين:<sup>1</sup>

#### 1-1 مرحلة الإنشاء ما بين (1955 الى 1977)

خلال سنة 1955 أسست مؤسسات التنمية الجهوية SDR التي حددت مهمتها بجمع الادخار المحلي واستثماره في شكل مساهمات ذات أقلية في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجهوية.

- خلال الستينيات والسبعينيات أدركت الحكومة الفرنسية التخلف المسجل في ميدان الابتكار، فانتهجت سياسة فعلية لتمويل الابتكار، تجسدت بإنشاء الوكالة الفرنسية من أجل الابتكار، ANVAR مجمع التطور الصناعي IDI سنة، 1970 والمؤسسات التمويلية للابتكار SFI سنة 1972.

- من أجل دعم النسيج الصناعي الجهوي وبعد إصدار قانون الجهوية régionalisation سنة 1974 وضع تنظيم المجمعات الجهوية للمساهمة IRP سنة 1977 التي وجهت فقط لتقديم الأموال الخاصة للمنشآت الجهوية.

#### 1-2 مرحلة الظهور الفعلي ما بين (1982-1984)

من أهم ما شهدت فترة الثمانينيات ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية موجبة، وظهور تنظيمات جديدة للأسواق المالية، وتعتبر فترة الثمانينيات فترة الظهور الفعلي لصناعة رأس المال المخاطر الفرنسية، حيث شهدت:

<sup>1</sup> سبتي محمد، مرجع سابق، ص 109.

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

- إنشاء المؤسسة الفرنسية لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة SOFARIS سنة 1982 التي تعتبر إلى غاية اليوم أهم شركة ضمان لرأس المال المخاطر الفرنسي؛
- صدور قانون اللامركزية الذي أصدر سنة، 1982 والذي يسمح للسلطات الجهوية بأخذ مساهمات في المؤسسات المالية ذات الطابع الجهوي؛
- إنشاء الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة FCPR سنة 1983 التي تهدف لتشجيع التسيير الجماعي للأموال الخاصة للمنشآت غير المدرجة؛
- تأسيس الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال AFIC سنة 1984 لضم مختلف الهياكل الفرنسية لرأس المال المخاطر؛
- إنشاء تنظيم مؤسسات رأس المال المخاطر، SCR الذي ينظم نشاط المؤسسات المالية المتخصصة في تقديم الأموال الخاصة للمنشآت غير المدرجة، والذي يلغي تنظيم المجمعات الجهوية للمساهمة IRP؛

### 3- أهمية رأس المال المخاطر في فرنسا

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

الجدول رقم (12) مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر والمشروعات الممولة ذاتيا في فرنسا

الوحدة: النسبة المئوية

المشروعات الممولة براس المال المخاطر	المشروعات الممولة براس المال المخاطر	اوجه المقارنة
5.3%	34%	تطور رقم الاعمال
12%	67.8%	تطور حجم الصادرات
4%	51.3%	تطور حجم الاستثمار
3.4%	19.9%	تطور حجم العمالة
3.5%	5.4%	تطور معدل الايرادات

<sup>1</sup> نبيلة قدور، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم الولايات المتحدة فرنسا، المملكة المتحدة، تونس، الجزائر مجلة الدراسات المالية والمحاسبية و الإدارية، جامعة البويرة، الجزائر، العدد7، سنة 2017 ص 13.



## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

يمثل الجدول رقم(12) مقارنة بين المشروعات الممولة برأس المال المخاطر بتلك ممولة ذاتيا في فرنسا حيث نلاحظ من خلاله ان المشروعات الممولة برأس المال المخاطر في فرنسا متفوقة على غيرها من المشروعات الممولة بالطرق الأخرى في كافة أوجه المقارنة.

### ثانيا - دور المؤسسات المالية والبحثية والصناعية في تطوير رأس المال المخاطر بفرنسا

إن المصادر الرئيسية التي تساهم في مؤسسات رأس المال المخاطر هي البنوك ومؤسسات الاستثمار والمؤسسات الإقليمية التي تعمل على تطوير مؤسسات رأس المال المخاطر داخل إقليمها وكذلك المستثمرين المستقلين الذين يتخذون من إدارة صناديق رأس المال المخاطر لحساب الغير حرفة لهم.

وتعد هذه المؤسسات الاستثمارية المختلفة بمثابة المضخة الرئيسية لرؤوس أموال مؤسسات رأس المال المخاطر مما يجعلها تحتل دورا جوهريا في تدعيم وتطوير مهنة رأس المال المخاطر، ولكن المشكلات الجوهرية التي تصادفها مؤسسات رأس المال المخاطر هي عجز مصادرها المالية الخاصة، فهي لا تستطيع أن تتابع إلا عدد محدود من المشروعات وقد تعجز عن الاستمرار في هذه المتابعة إذا تجاوزت حدود قدراتها المالية، وهو ما يوحي بأهمية الدور الذي يجب أن تلعبه المؤسسات المالية والبحثية والصناعية في تدعيم القدرة المالية لهذه المؤسسات وهو ما سنتحدث عنه هنا بإيجاز:<sup>1</sup>

### 1- دور المؤسسات المالية

على البنوك أن تلعب الدور المرتقب منها في دفع وتدعيم مهنة رأس المال المخاطر، لأن البنوك تقتحم بجدارة هذا المجال وتحتل فيه موقعا متميز حسب التجارب الدولية المقارنة وكمثال على ذلك ما توصلت إليه الدراسات على أن كل بنك من البنوك الكبرى في فرنسا أنشأ العديد من مؤسسات رأس المال المخاطر التي أنبط بها القيام بمهمة خاصة سواء كانت قطاعية أو إقليمية أو غيرها وبنك PNB، مؤسسه جنرال كريدي ليونيه دليل على ذلك.

### 2- دور الدعم الحكومي المباشر في تطوير صناعة رأس المال المخاطر

يتخذ الدعم المباشر للدولة في مجال تطوير رأس المال المخاطر عدة أشكال لعل أهمها ما يلي:  
**2-1 الدعم المباشر للمشروعات:** إن الوسيلة الأكثر وضوحا هي مساهمة الدولة في توفير الغطاء التمويلي اللازم للمشروعات سواء الناشئة منها أو التي تمر بصعوبة معينة، ومن خلال الاستثمار المباشر فيها أو اقتراضها، وكأمثلة على ذلك تجربة مساهمة الدولة الألمانية المشتركة، الصندوق الاجتماعي للتنمية في مصر وكذلك بنك تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة BDPME التابع إلى الحكومة الفرنسية.  
**2-2 الاستثمار في مؤسسات رأس المال المخاطر:** إن مساهمة الحكومة في رأس المال المخاطر التي تتولى تمويل المشروعات الصغيرة وارد لأن من شأنه أن يساهم في زيادة فاعلية مؤسسات رأس المال

<sup>1</sup> وفاء عبد الباسط، مرجع سابق، ص ص 149-150.

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

المخاطر لأن المشكلة التي تقف كحاجز أمام تلك المؤسسات أنها مطالبة بمواجهة حاجات تمويلية للعديد من المشروعات لا يقبل عليها سوق التمويل التقليدي عاديك لارتفاع مخاطرها، والموارد المالية لمؤسسات رأس المال المخاطر لن تكفي بمفردها للوفاء بكل هذه الحاجات، لذا تمثل المساهمة المالية للحكومات في رؤوس أموالها دفعة قوية نحو توسيع طاقتها المالية<sup>1</sup>

**2-3 إنشاء صناديق عامة لرأس المال المخاطر:** للقطاع الخاص دور في إنشاء صناديق عامة لرأس المال المخاطر عن طريق مدراء استثمار متخصصين تابعين لها وقد يتولى القطاع العام مباشرة إنشاء هذه الصناديق ومن أمثلتها: الشركة العامة البلجيكي SIFP المنشأة عام، 1980 والصندوق الأوروبي للاستثمار FEI الذي أنشأته الجماعة الأوروبية سنة 1994 والوكالة الوطنية للابتكار ANVAR في فرنسا، ولا تقتصر مهمة الصناديق العامة لرأس المال المخاطر تمويل المشروعات الناشئة بل تشارك أيضا في رأس مال مؤسسات رأس المال المخاطر، ومن الصناديق العامة الحديثة التي بتلك المهمة، الصندوق الفرنسي العام لرأس المال المخاطر المنشأة عام، 1998 برأس مال قدره 900 مليون فرنك 600 مليون فرنك من الحكومة الفرنسية و300 مليون فرنك من البنك الأوروبي للاستثمار الذي أنشئ بغرض التدعيم الحكومي المباشر لرأس المال المخاطر من خلال المشاركة في رأس مال مؤسساته، فضلا عن المساهمة في تمويل المشروعات الجديدة.

### 3- دور المؤسسات الصناعية

إن المجموعة الصناعية في البلدان الأجنبية تساهم بقوة في دعم نشاط رأس المال المخاطر، سواء بالاشتراك في مؤسسات رأس المال المخاطر القائمة، أو الاضطلاع بمفردها بمهمة إنشاء مؤسسات تخصص لهذا الغرض مثل مؤسسة INNOVA COM التي أنشأتها France Télécom والتي تقوم بتمويل كل ما يتعلق بمرحلة إنشاء وتطوير تكنولوجيا المعلومات، والمؤسسة التي أنشأتها E.L.F للاستثمار في المجال الصحي ومؤسسات E.D.F المسماة (Electropar-Finovelec) التي تمول مجال الإلكترونيات والكهرباء والمؤسسة التي أنشأتها مجموعة شل لتمويل صناعات البلاستيك والصناعات البترولية<sup>2</sup>.

### 4- دور براءات الاختراع

يهتم المخاطر برأس المال بشكل كبير بحماية الفكرة التي يقوم عليها المشروع عن طريق امتلاك المبادرة لبراءة الاختراع، حتى يضمن الأول احتكار السوق وبالتالي عائدات أكبر، إذن لابد 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.

<sup>1</sup> عبد الله إبراهيمي المؤسسات ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل ، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف، الجزائر، 24/25 أبريل 2006، ص 92.  
<sup>2</sup> وفاء عبد الباسط ، مرجع سابق ، ص 151.

### ثالثا: الصعوبات المعرقة التي يواجهها رأس المال المخاطر في الجزائر

عند تحليلنا ودراستنا لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر يتضح لنا جليا أن ممارسة هذه المهنة لا تزال أبعد مما نتصور عن الممارسات المكرسة في الثقافة الاقتصادية والمالية، وذلك بسبب الصعوبات المتعددة التي تعيق انتشارها وتعرقل نموها، بالإضافة إلى التنظيمات القانونية والضريبية وآليات الضمان غير المؤهلة وغير المناسبة لتنمية وتطوير مثل هذا النوع من التمويلات الحديثة، توجد قيود وعراقيل أخرى تحد من تطوير رأس المال المخاطر في الجزائر نختصرها في النقاط التالية<sup>1</sup>:

#### ➤ غياب ونقص الموارد المالية:

من أهم العوائق التي تواجه عمل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر عدم كفاية مواردها المالية التي تسمح لها بمضاعفة وتفعيل تدخلاتها كمثيلاتها في جميع دول العالم، فعادة ما تكون بحاجة لموارد مالية ضخمة بسبب تخصصها في تمويل المشاريع المبتكرة ذات التكنولوجيا العالية.

#### ➤ غياب التنسيق بين شركات رأس المال المخاطر والهيكل المساعدة لها

من بين عوائق تطور رأس المال المخاطر في الجزائر انعدام التنسيق بين شركات رأس المال المخاطر والهيكل المساعدة لها في ظل غياب ثقافة المقابلة لدى المقاولين الجزائريين الذين يجهلون طريقة عرض مشاريعهم نتيجة عدم حصولهم على الدعم الكافي والذي كان من المفترض ان تقدمه الهيكل المساعدة كحاضنات الاعمال .

#### ➤ انعدام الوعي المالي لدى المقاولين الجزائريين

إن جهل اغلب المقاولين الجزائريين بتقنيات التمويل الحديثة وبالامتيازات المرتبطة بتقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بصفة خاصة. بالإضافة إلى جهل التحفيز التي تقدمها الحكومة من تسهيلات في الحصول على العقار الصناعي وتوفير ضمانات للقروض والتمويلات الممنوحة يعد من أهم العوائق التي أخرت انتشار وتوسع نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر الأمر الذي جعل إمكانية الاستفادة من تلك المزايا محصورة في عدد قليل من المقاولين.

#### ➤ تأخر وضع الإطار القانوني والضريبي

إن تأخر السلطات المالية الجزائرية عن وضع القوانين التي تحكم وتضبط عمل شركات رأس المال المخاطر بالإضافة إلى عدم تحديد نظام جبائي خاص بها يعد من أهم الصعوبات التي أثرت سلبا على تطوير نشاط هذا النوع من الشركات التمويلية في الجزائر واستحداث شركات جديدة، حيث بدأت شركة Finalep مزاولة نشاطها في ظل انعدام أي تشريع قانوني أو ضريبي ينظم عملها إلى غاية سنة 2020 حين تم إصدار القانون المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، وهو الأمر الذي أدى إلى زيادة المدة المتوقعة للمشروع وبالتالي عزوف المستثمرين الممولين عن الاستثمار في مثل هذه الظروف.

<sup>1</sup> سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي، الجزائر 2013-2014 صص 278-279-280.

### ➤ غياب تقنيات وآليات الخروج

من أهم محددات نجاح عملية رأس المال المخاطر هو وجود آلية ملائمة للخروج تضمن سهولة العملية وتحقق قيم مضافة، لكن المؤسسات الجزائرية لا تتوفر على خيارات كثيرة للخروج، فنجاح مرحلة التخارج تعد من أهم مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

➤ **غياب آليات الضمان** لتوسيع وتطوير صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر لا بد من وضع نظام أو آلية لضمان مساهماتها نظرا لما يتميز به نشاط المؤسسات الناشطة في هذا المجال من مخاطر عالية.

### ➤ **عدم وجود جمعية مهنية المستثمرين برأس المال المخاطر**

تمارس الجمعيات المهنية لرأس المال المخاطر دورا هاما في تطوير مهنة رأس المال المخاطر، فزيادة على الدور التنظيمي والرقابي، يمكن للجمعيات المهنية أن تمثل متعاملي رأس المال المخاطر أمام السلطات ويكون لها موقف تفاوضي أقوى لتحسين ظروف ممارسة النشاط وكذلك أمام باقي المتعاملين الاقتصاديين بتعريفهم لهذه التقنية التمويلية وتوعيتهم بميزاتها.

### ➤ **نقص في الموارد البشرية المتخصصة**

إن صناعة رأس المال المخاطر تتطلب مهارات متخصصة لدعم هياكل المؤسسات المستثمرة ومحللين ماليين ومسيرين اقتصاديين أكفاء لمرافقة المشاريع والمؤسسات الممولة وكذا وجود رجال قانون متحكمين في الخصائص القانونية لهذا النمط التمويلي، إضافة إلى توفر مكاتب دراسات تقدم الاستشارة ودراسة الجدوى الاقتصادية، وهذا ما يجب العمل عليه لتكوين موارد بشرية متخصصة كل في مجاله.<sup>1</sup>

رابعا: اهم الدروس المستفادة من التجارب الدولية السابقة للنهوض بتقنية رأس المال المخاطر في الجزائر

رغم العراقيل السالفة الذكر إلا أن هناك جملة من السبل الواجب اتخاذها للنهوض بنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر يمكن ان نلخصها في النقاط التالية:

✓ **تحسين البيئة القانونية والتنظيمية والقاعدية:** ينبغي تحسين البيئة القانونية، التنظيمية والقاعدية وذلك من أجل خلق المعرفة والعمل ومن أجل تصنيف عالمي أفضل يأخذ بالحسبان كل المؤشرات التي تساهم في بناء اقتصاد المعرفة.

✓ **تحسين السوق المالي:** من خلال خلق آليات تساعد شركات راس المال المخاطر على الدخول والاستثمار في المشاريع الناشئة، يحث لاحظنا الدور الكبير الذي يلعبه سوق ناسداك (بورصة نيويورك) في توفير إمكانية دخول المخاطر برأس المال وخروجه منه لاسترجاع الأموال المستثمرة، وتحقيق القيمة المضافة المأمونة ما يضمن سيولة العملية .

<sup>1</sup>محمد الصغير قريشي، التمويل برأس مال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية- جامعة ورقلة، الجزائر  
المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال، المجلة 7 العدد 1، سنة 2019، ص 27-28.

## الفصل الثاني: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وتجارب دولية رائدة في المجال

- ✓ تأسيس شركات خاصة بالتمويل برأس المال المخاطر: هدفها الاستثمار في ثمرات البحوث العلمية القابلة للتحويل لمنتجات تجارية وكمثال على ذلك شركة السعودية للتنمية والاستثمار التقني.
- ✓ دور المؤسسات الصناعية: ففي فرنسا لاحظنا ان المجموعة الصناعية تساهم بقوة في دعم نشاط رأس المال المخاطر، سواء بالاشتراك في مؤسسات رأس المال المخاطر القائمة، أو الاضطلاع بمفردها بمهمة إنشاء مؤسسات تخصص مثل مؤسسة COM-INNOVA التي أنشأتها Télécom-France.
- ✓ دور الحاضنات: ويتم من خلال العمل على تفعيل دور الحاضنات التكنولوجية والأعمال.
- ✓ مراجعة الأطر القانونية: التي تضبط مؤسسات رأس المال المخاطر وتكيف القانون التجاري والقانون الضريبي بما يشجع المستثمرين المحليين والأجانب لممارسة هذه التقنية في التمويل.
- ✓ تقديم حوافز ضريبية لمؤسسات رأس المال المخاطر: وبالأخص للأشخاص الذين يكتتبون في صناديق هذه المؤسسات الاستثمارية.
- ✓ الاستثمار في تكوين الموارد البشرية: وذلك في مختلف القطاعات للنهوض بصناعة رأس المال المخاطر من كل جوانبها التقنية، التنظيمية، القانونية والمالية.
- ✓ تشجيع إنشاء شركات رأس المال المخاطر في الجزائر: بغض النظر عن المؤسسات القليلة المتواجدة، يجب القيام بمبادرات أهمها تشجيع إنشاء شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.
- ✓ تهيئة المحيط التشريعي لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر: من خلال تضمينها في القانون التجاري الجزائري مما يساعد على مواجهة الصعوبات.
- ✓ تقديم يد العون لشركات رأس المال المخاطر: ويكون من طرف الدولة ودعمها بشتى الطرق سواء دعم مباشر أو غير مباشر.
- ✓ وعي الأفراد والمؤسسات بضرورة الالتزام بحوكمة الشركات: الهدف هنا هو ضمان شفافية المعلومات والمحافظة على حقوق الأطراف ذات صلة.
- ✓ خلق السوق التنافسية العادلة: التي تحفز المستثمرين بالمخاطرة بأموالهم في الشركات الناشئة المبتكرة .

تقوم شركات رأس المال المخاطر دورا كبيرا في حياة الشركات الناشئة من خلال مساهمته في تخفيف من المشكل التمويلي الذي تعاني منه سواء الشركات القائمة أو الجديدة أو التوسعية العالية المخاطر والتي تعد بالأرباح الكبيرة في المستقبل تتناسب مع تلك المخاطر.

ولقد أثبتت تجارب الدول المتقدمة نجاعة هذه التقنية في تمويل الشركات الناشئة التي تتميز بروح الابتكار والإبداع ولهذا لا بد على الدول النامية أن تستفيد من تجارب الدول الرائدة في هذا المجال ولكن مع توفير وتهيئة المناخ لاستقبال هذه التقنية فالجزائر ورغم كل المجهودات التي تبنتها في مجال التمويل براس المال المخاطر إلا أنها لا تزال غير كافية نظرا لمجموعة عراقيل لعل أهمها هي تأخر الدولة في تبني هذا النوع من التمويل و غياب التنسيق بين شركات رأس المال المخاطر والهيكل المساعدة لها وكذا انعدام الوعي المالي لدى أصحاب المشاريع .

ومن ضمن التجارب الدولية الرائدة في تطوير صناعة رأس المال المخاطر كانت الو.م.أ أول تجربة ناجحة في مجال تطوير تقنية رأس المال المخاطر، في حين مر هذا الأخير عبر ثلاث مراحل، مرحلة التطور، مرحلة بداية التوسع، وأخيرا مرحل التوسع الكبير، ومن أجل تمويل المؤسسات المبتكرة انتهجت مجموعة من الآليات لدعم هذا النمط التمويلي ومن أهمها دور الحكومة، دور وادي السيلكون بالإضافة إلى دور سوق ناسداك.

أما التجربة الثانية فكانت المملكة العربية السعودية التي كانت سباقة في الدول العربية في مجال التمويل برأس المال المخاطر ، حيث قمنا بدراسة أداء تطور هذه التقنية سنة 2020بالإضافة إلى دراسة أحدث التطورات لرأس المال المخاطر واستخلصنا أن السعودية حققت زيادة في هذه السنوات الذي كانت بين 2015-2020 وهذا ما يعكس اهتمام الحكومة السعودية بمثل هذا النوع من التمويل ، ورغم ذلك وجدنا أن تقنية رأس المال المخاطر في السعودية تواجه بعض الصعوبات لعل أهمها قلة وعي المستثمرين بأهمية رأس المال المخاطر وتفضيلهم للاستثمارات التقليدية مثل العقار والمقاولات ويمكن أن تتجاوزها من خلال الحلول السابقة الذكر التي وضعتها الحكومة للنهوض بهذه التقنية.

وبعد عرضنا للتجربتين السابقتين قدمنا التجربة الفرنسية والتي برهنت أيضا أنها مثال يحتدا به في مجال تمويل الشركات الناشئة براس المال المخاطر حيث ووفقا للتقرير البنك الفرنسي فان المشروعات الممولة برأس المال المخاطر في فرنسا متفوقة على غيرها من المشروعات الممولة بالطرق الأخرى في كافة أوجه المقارنة.

# الخاتمة



يعتبر رأس المال المخاطر بمثابة المحرك لعجلة نمو الشركات الريادية وخاصة الابتكارية ذات الطابع التكنولوجي، باعتباره يساهم في التخفيف من حدة المشكل التمويلي الذي تعاني منه هذه المؤسسات وهذا نظرا للخصائص التي تتميز بها هذه التقنية والتي تتماشى مع احتياجات هذا النوع من المؤسسات. حيث أثبتت العديد من التجارب الدولية مدى فعالية التمويل عن طريق تقنية رأس المال المخاطر من خلال العمل على تطويرها وانتهاج سبل وآليات تهدف إلى تقديم الدعم المالي والفني لها، وبالنسبة إلى تجربة الجزائر في هذا المجال فهي لا تزال في بدايتها الأولى وتحتاج إلى المزيد من بذل الجهود وتذليل العقبات وتوسيع العمل أمام شركات رأس المال المخاطر.

وتبعا لما تقدم في هذه الدراسة يمكن استخلاص عدد من النتائج من شأن أهم القضايا المثارة بالدراسة وكذا بعض الاقتراحات كما يلي:

#### ❖ نتائج الدراسة:

- 1- من أهم المشاكل التي يمكن أن تواجه أصحاب المشروعات الناشئة هو المشكل التمويلي خاصة في ظل الضمانات غير الكافية مما يؤدي إلى عدم رغبة البنوك (التمويل التقليدي) في تمويل هذه المؤسسات.
- 2- ظهرت العديد من البدائل التمويلية التي تسعى بالدرجة الأولى إلى مراعاة خصوصية الشركات الناشئة من الجانب التمويلي، لعل أهم هذه البدائل هو رأس مال المخاطر، والذي ظهر لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعد نجاحه في تدعيم أصحاب المشروعات الناشئة، وانتشر في العديد من دول العالم.
- 3- اعتمدت الجزائر التمويل بمفهوم شركات رأس مال المخاطر ابتداء من عام 2006 وظهرت في الجزائر مجموعة من الشركات التي تمارس المهنة إما برأس مالها الخاص أو عبر تسير الصناديق الاستثمارية الولائية والتابعة للخزينة العمومية، إلا أن أغلب هذه الصناديق لم يتم استغلالها بعد، ويتعلق الأمر بكل من شركات "Sofinance" "Finalep" "Asicom".
- 4- تعتبر تقنية رأس المال المخاطر من أهم الأنماط التمويلية الكفيلة لمساعدة المؤسسات الريادية أو الناشئة على توفير التمويل نتيجة نقص الضمانات، باعتبار أن شركات رأس المال المخاطر تدخل كمشاركة في رأس المال خلال مراحل حياة المؤسسة (وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى).
- 5- يكتسي رأس المال المخاطر أهمية كبيرة يساهم في التخفيف من حدة المشاكل التمويلية المطروحة بالنسبة إلى المؤسسات الريادية.
- 6- يتولى رأس المخاطر توفير الغطاء التمويلي لمؤسسات عادة ما تكون غير مدرجة بالبورصة والتي تكون فيها كل من درجة المخاطرة وإمكانيات الحصول على عوائد هامة مرتفعة المستوى.
- 7- يعتبر رأس المال المخاطر خيار استراتيجي للمؤسسات الاقتصادية حيث لا يكتفي بتقديم الأموال اللازمة لتمويل العمليات الإنتاجية فقط، إنما يقوم بتقديم الدعم الإداري عن طريق المرافقة التي يقدمها للمؤسسات الممولة.



8- من بين أهم الآليات التي أثبتت نجاعتها في تطوير صناعة رأس المال المخاطر نجد:

✓ الدعم الحكومي المباشر وغير المباشر.

✓ دور المؤسسات البحثية والمالية والصناعية

✓ دور الجمعيات المهنية وبراءات الاختراع والكفاءات ودور حاضنات الأعمال.

9- تعد التجربة الجزائرية في مجال التمويل برأس المال المخاطر جد متواضعة، حيث نجد أنها لا تزال في بداياتها الأولى وتحتاج إلى مزيد من بذل الجهود وتذليل العقبات أمامها، وتوسيع العمل بهذه التقنية في كافة القطاعات ومجالات الاستثمار.

### ❖ التوصيات:

1- ضرورة تشجيع مهنة رأس المال المخاطر باعتباره تقنية تمويلية تعمل على مساعدة المؤسسات الريادية في تلبية احتياجاتها التمويلية.

2- ضرورة الاهتمام بشركات رأس المال المخاطر وتقديم الدعم لها كطريقة للإصلاح المالي والإداري للمؤسسات الاقتصادية.

3- تخفيف شروط إنشاء شركة رأس المال المخاطر بهدف توسيع المتعاملين في السوق وانتشار هذا النشاط بين المستثمرين خاصة الشباب منهم.

4- تشجيع التوجه نحو الصيغ التمويلية المستحدثة كفرصة بديلة لاستخلاف التمويلات الكلاسيكية بسبب ارتفاع تكلفتها وعدم توفر الضمانات المطلوبة.

5- الاهتمام الأكثر بالبحث والتطوير في الجامعات ومراكز البحث وتحفيز العمل الأبتكاري ودعم حاضنات الأعمال التكنولوجية وغيرها.

6- توفير الحوافز الضريبية والشروط التنظيمية التي تحكم مؤسسات رأس المال المخاطر وكذلك الجانب التشريعي الذي يخلق بيئة ملائمة لتطورها لذلك يجب أن تتميز اللوائح والتنظيمات التي تصدرها الدولة ببساطة وسهولة عند إنشاء هذه المؤسسات.

7- تفعيل دور شركات رأس المال المخاطر المتواجدة في الجزائر، والبحث عن مختلف الحلول المناسبة للمعوقات التي تم تشخيصها.

8- الاستفادة من التجارب الدولية الرائدة فيما يخص تمويل المؤسسات الريادية في الجزائر بأسلوب رأس مال مخاطر.

❖ آفاق البحث :

يعتبر موضوع البحث خطوة مهمة تثري المواضيع السابقة ولعل بداية أفكار جديدة تتمحور اشكالياتها فيما يلي :

- 1- تجارب الدول في مجال رأس المال المخاطر وإمكانية استعادة الجزائر منها.
- 2- إمكانية تطبيق تجارب الدول الرائدة على الجزائر.
- 3- دراسة ما مدى مساهمة التمويل برأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة ذات المخاطر العالية.

# قائمة المراجع



أ-الكتب:

- 1.خوني رابح، حساني رقية، أساليب التمويل بالمشاركة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دار الولاية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة 1 ، 2015.
2. زيدان كريمة وسعدي رنده، حاضنات الأعمال آليات لدعم المؤسسات الناشئة، عرض نماذج عالمية كتاب جماعي دولي جول "حاضنات الأعمال السبيل لتطوير المؤسسات الناشئة، مخبر اقتصاد ، مالية وإدارة الأعمال ، جامعة سكيكدة، الجزائر، 2020.
3. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك ، دراسة طرق استخدام النقود من طرف البنوك مع الإشارة إلي التجربة الجزائرية ، ديوان المطبوعات الجامعية ، بن عكنون ، الجزائر ، الطبعة السادسة ،2007.
4. عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية ، مصر،2001.
5. المؤمن عبد الكريم ، كريمة توفيق، عاشور حيدوشي، كتاب جماعي بعنوان: المؤسسات الناشئة ودورها في إنعاش الاقتصادي في الجزائري، مخبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التطوير المحلي حالة منطقة البويرة، جامعة البويرة، الجزائر ،سنة 2018 .

ب-الرسائل الجامعية

1. احمد أمين سعد الله، سياسة التمويل داخل المؤسسة في ظل اقتصاد السوق، مع دراسة حالة شركات الاستثمار ورأس المال المخاطر - أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: تحليل اقتصادي ، جامعة الجزائر 2010.
- 2.بوصوار لميس و بوالبعير عائدة، واقع تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف ، ميله، الجزائر 2020-2021.
3. حبيبة مداس، دور الائتمان الإيجاري في تمويل التنمية الاقتصادية وافاقه في الجزائر مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية تخصص نقود وتمويل، جامعة محمد خيضر بسكرة ، الجزائر،2005.
- 4.خالد سلاطنية دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية وعلوم تجارية وعلوم التسيير بسكرة ، الجزائر ،سنة 2015-2018.
- 5.سامية عمر عبدة، إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة جامعة جيجل، الجزائر، مارس2021.
- 6.سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ،الجزائر، 2013-2014

7. سيف الإسلام النوي بلعابد، عبد المجيد قدي، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 47، جوان 2017.
8. عبد السميع روبينة، إسماعيل حجازي، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، الجزائر 17 و 18 أبريل 2006.
9. عبد الله بلعبيدي، التمويل برأس المال المخاطر، دراسته مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة مذكرة المقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر 2007.
10. قشيدة صورية، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة الشركة الجزائرية الأوربية للمساهمة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة الجزائر 3، 2011.
11. كريمة زيدان، رندة سعدي، إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية و المستحدثة، جامعة جيجل، الجزائر، مارس 2021.
12. محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر، نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعوم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، 2012.
13. نرمان قدارشركات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المؤسسات الناشئة دراسة حالة مؤسسة مذكرة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة حمة لخضر بالوادي الجزائر، 2020-2021.
14. أحلام بوقفة، رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم التجارية، جامعة عبد الحميد مهري قسنطينة، الجزائر 2017-2018.
15. هيبه بوعبدالله، حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة برج بوعرييج، الجزائر، المجلد 1 العدد 12، 2015.
16. سبتي محمد، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، دراسة حالة المالية للمساهمة Finalep، مذكرة ماجيستر، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2008-2009.

#### ج-المقالات والمجلات:

1. أسماء بلعما، التمويل الجماعي آلية لزيادة فرص تمويل الشركات الناشئة إشارة إلى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 12 جامعة احمد دراية، أدرار، 2021.
2. بوالشعور شريفة، دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة startups دراسة حالة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية المجلد رقم 04 العدد 2 جامعة 20 أوت، سكيكدة الجزائر 1995.

3. بوحرب حكيم دور رأس المال رأس المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة اقتصاد الجديد جامعة خميس مليانة عين الدفلى ، الجزائر ،المجلد 02، العدد 11 سنة2014.
4. بودالي مختار، مخاطر إشكالية تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسات الناشئة في الجزائر مجلة اقتصاد المال والأعمال ،المجلد ، 05العدد ،02جامعة سيدي بلعباس الجزائر 2020.
5. بوزرب خير الدين ،خوالد أبو بكر ،تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الواقع والمأمول ،دراسة تحليلية، مقال منشور في إطار الكتاب الجماعي الدولي بعنوان إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة ،جامعة جيجل، الجزائر، 2021 .
6. بوعبد الله هبة، حسيني رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطرتجربة الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الشرق الأوسط وشامل إفريقيا ، مقال بمجلة الاقتصاد والتنمية البشرية العدد31،01-12-2015.
7. بوعوينة سليمة، المؤسسات الناشئة والصغيرة والمتوسطة في الجزائر واقع وتحديات مجلة دراسات وأبحاث، المجلة العربية في العلوم الانسانية والاجتماعية، جامعة تيبازة، الجزائر ،مجلد 12 عدد 4 أكتوبر2020.
8. رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسط ،مجلة العلوم الإنسانية ،جامعة بسكرة ،العدد 16، مارس 2009.
9. السعيد بريش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة ،SOFINANCE مجلة الباحث، العدد5، 2007.
10. سليم بوقنة، وآخرون، حاضنات الأعمال كأداة لترقية المؤسسات الناشئة في الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد13 ،جامعة بشار، الجزائر،2020.
11. سماح طلحي، دور الرأسمال الاستثماري في إعادة بعث المشاريع المتوقفة دراسة حالة الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM ، مجلة المعيار ، جامعة ام البواقي - الجزائر، مجلد رقم 25 العدد 56 ، سنة2021.
12. سيف الإسلام النوي بلعابد، عبد المجيد قدي، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 47، جوان2017 .
13. عابد نصيرة وبريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتقديم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصادية شمال إفريقيا، جامعة الشلف ، الجزائر، المجلد رقم 14العدد 19 سنة 2018.
14. عبلة ضياف، كمال حمانة، رأس المال المخاطر اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة حالة الجزائر، مجلة الباحث: الاقتصادي، العدد ،15جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر، جوان2016.

15. مجموعة من الباحثين ، دراسات وأبحاث المجلة العربية للأبحاث والدراسات في العلوم الإنسانية والاجتماعية ،المجلد 12 عدد 01 جامعة زيان عاشور الجلفة ، الجزائر، 24 أكتوبر 2009 .
16. محمد الصغير قرشي، التمويل برأس مال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة في الجزائر، المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال، جامعة ورقلة، المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال، المجلة 7 العدد الأول 2019.
17. مصطفى بوران وعلي صولي ، الاستراتيجيات المستخدمة في دعم وتمويل المؤسسات الناشئة، مجلة دفاتر اقتصادية ، جامعة عمار تليجي الاغواط الجزائر ، رقم المجلد 11 العدد 01 تاريخ النشر 2020 .
18. نبيلة قدور، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم الولايات المتحدة فرنسا المملكة المتحدة، تونس، الجزائر مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، الجزائر جامعة البويرة الجزائر ،العدد 07، جوان 2017.
19. نوي محمد الأمين ، دهان محمد، نحو تنظيم أدق لمفهوم المؤسسات الناشئة وخصائصها :دراسة منهجية مفصلة ، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، العدد 14 الرقم 3 المدرسة العليا للتجارة ، الجزائر 2020.

### د-الملتقيات والندوات:

1. أنس الحسنوي، التمويل التشاركي وتطبيقاته على المشاريع الصغرى والمتوسطة بالمغرب، الندوة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، يومي 25/28 ماي 2003.
2. براق محمد، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، الملتقى الوطني حول استراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة الجزائر، يومي 18/19 أفريل 2012.
3. حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، تشخيص ومقترحات، الملتقى الدولي حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، 25-26 ماي 2003.
4. صحراوي مقلاتي، التمويل الرأسمال المخاطر منظور إسلامي، بحث مقدم بمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة العمل الخيري والشئون الإسلامية، دبي، ماي 2009.
5. عبد الله ابراهيمي المؤسسات ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل ، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة الشلف،الجزائر 24/25 أفريل 2006.

6. عصام الجمل، معوقات تمويل الشركات الناشئة من وجهة نظر أصحابها، مؤتمر حول دور ريادة الأعمال في تطوير المشروعات الصغرى والمتوسطة في الاقتصاد الليبي، كلية الاقتصاد، جامعة مصراتة ليبيا، 20 ديسمبر 2019.

ثانيا: المراجع الأجنبية

1. Astrid Cornelis, **Analyse Des Différents Méthodes De Financement Des Startups et de la relation entre investisseurs et entrepreneurs étude de cas**, Louvain School of management, Belgique, 2017- 2018. site: <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:15219>
2. Aakli Mustapha, op cit, 2020, P115. <http://univ-bejaia.dz/dspace/123456789/2852>, 26/04/2021.
3. Astrid Cornelis, **Analyse des différents méthodes de financement des startups et de la relation entre investisseurs et entrepreneurs étude de cas**, op cit, 2017- 2018,. Sur le site: <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis>
4. **EVCA annual report 2006**, European venture capital [www.evca.eu/uploadedfiles/Home/About\\_](http://www.evca.eu/uploadedfiles/Home/About_association2007)association2007
5. [EVCA/Annual\\_Reports/AnnualReport06.pdf](http://www.evca.eu/Annual_Reports/AnnualReport06.pdf)
- Janet Kiholm Smith and others, **Entrepreneurial Finance: Strategy, Valuation, and Deal Structure. An Imprint** of Stanford University, California, USA, 2011  
Sur le site: <https://www.perlego.com/book/745103/entrepreneurial-finance-strategy-valuation-and-deal-structurepdf>,
6. Emmanuelle Dubocage Et Dorothée Rivaud DANSET, **Le capital-risque**, Ed La Découverte paris, France,2006.
7. Lonez Mathilde, **Comment déterminer le mode de financement le plus adapte pour les start-ups en Belgique lors de la phase de lancement**. Louvain school of managment(LSM), 2017-2018  
<http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:15414>,
8. Stéphane Onnée et Sophie Renault, **Crowdfunding: vers une compréhension du rôle joué par la foule**, revue management & avenir, N°74, Université d'Orléans, April 2015.  
Sur le site <https://www.researchgate.net/publication/275646059>



1. <https://Blog.Khamsat.Com/Startup-Company-Guide/#Startup-Companies-Types>.
2. Source : Ocde, Venture Capital And Innovation, Ocde/Gd(96)168,1996.
3. <https://Www.Google.Com/Search=Www.Finalep.Dz-3>
4. <https://Www.Sofinance.Dz4->
5. [Www.Finalep.Dz://Http-](http://Www.Finalep.Dz://Http-)
6. [Www.Asicom.Dz ://Http-](http://Www.Asicom.Dz://Http-)
7. [-https://Www.Asjp.Cerist.Dz](https://Www.Asjp.Cerist.Dz)
8. [-https://Sofinance.Dz/Sofinanceenchiffre](https://Sofinance.Dz/Sofinanceenchiffre)
9. [-https://www.asicom.dz/index.php/ar/oceano-center-spa.](https://www.asicom.dz/index.php/ar/oceano-center-spa)
10. [-https://www.carrefour.dz .](https://www.carrefour.dz)
11. [-https://www.asicom.dz/index.php/ar/consulte.](https://www.asicom.dz/index.php/ar/consulte)
12. <https://National Venture Capital Association, yearbook, USA, 2020.->
13. <https://Www.magnitt.com/research/2022-saudi-arabia-venture-capital-report>