

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ميلة

معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم المالية و المحاسبة



المرجع:/2023

الميدان: العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

فرع: مالية و محاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

مذكرة بعنوان:

صناعة رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة

- دراسة تجارب دولية مع الإشارة لحالة الجزائر -

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة

- تخصص مالية المؤسسة -

تحت إشراف:

أ.لفيلف عبد الحق

من إعداد الطالبين:

. بوثلجة الطاهر

. عومارة عبد الغفور

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم و لقب الأستاذ(ة)
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف . ميلة	جمال لطرش
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف . ميلة	زليخة كنيدي
مشرفا و مقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف . ميلة	عبد الحق لفيلف

السنة الجامعية 2023/2022

شكر وتقدير

نتقدم بأسمى عبارات الشكر و التقدير و الامتنان إلى الأستاذ المحترم

" لفيلف عبد الحق " الذي كان لنا خير معين في إنجاز هذا البحث العلمي، لما

قدمه لنا من نصح و توجيه ودعم أكاديمي ، كما نتوجه بجزيل الشكر للأساتذة

أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذا العمل

والشكر موصول إلى كل من ساعدنا وساهم في إعداد هذا العمل من جميع

جوانبه

الإهداء

إلى الوالدة الكريمة أطل الله في عمرها

إلى الوالد رحمه الله وأسكنه فسيح جناته

إلى زوجتي الكريمة " حنان " سندي في الحياة

ومصدر قوتي ومنبع إصراري وشعاع أمني ودعمني

الذي لا ينقطع

إلى أولادي بشرى وعبد الرحمن و سارة ثمرة فؤادي

ومنبع سعادتي

إليهم أهدي ثمرة هذا الجهد

الظاهر

الإهداء

إلى قرة عيني أبي العزيز

إلى مصدر سعادتي في الحياة إلى بر

الأمان أُمي الغالية أطال الله في عمرها

إلى كل إخوتي و أخواتي

إليهم أهدى ثمرة هذا الجهد

عبد الغفور

المستخلص:

ظهر رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال خمسينيات القرن الماضي كتقنية تمويلية موجهة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي لا تستطيع اللجوء إلى مصادر التمويل التقليدية (البنوك و السوق المالي)، حيث تقوم هذه التقنية بمشاركة صاحب المؤسسة دون ضمان العائد ولا المبلغ الأصلي (المشاركة في الأرباح و الخسائر)، كما أنها لا تقتصر على تقديم المال فحسب بل تتعداه إلى المشورة الفنية و الإدارية لتطوير هذه المؤسسات.

حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على هذه التقنية ، نشأتها ، طريقة عملها، ظهورها في الجزائر، مدى ملائمتها وفعاليتها و نجاعتها في منح التمويل للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، الصعوبات التي تواجهها مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر، عمل مقارنة لهذه التقنية بين تجربة الجزائر و التجارب الدولية الرائدة في هذا المجال واستخلاص الدروس و العبر من أجل النهوض بهذه الصناعة .

وقد تبين من نتائج هذه الدراسة أن صناعة رأس المال المخاطر فعلا هي بديل تمويلي فعال وملائم لتمويل مشاريع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، وأن تطور هذه الصناعة في الجزائر مرهون بعدة عقبات ومعوقات منها ضعف الإطار التشريعي والجبائي.

الكلمات المفتاحية: صناعة رأس المال المخاطر، بديل تمويلي، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة

Abstract:

Venture capital appeared in the United States of America during the fifties of the last century as a financing technology directed to small and medium enterprises that cannot resort to traditional sources of financing (banks and the financial market), as this technology involves the owner of the institution, John, guaranteeing the return and not the original amount (participation in Profits and losses), and it is not limited to providing money only, but also extends to technical and administrative advice for the development of these institutions.

As a result of the success of risk capital in the major industrial countries such as the United States of America and France, governments in all countries of the world, including Algeria, tended to adopt this financing pattern, but despite the great importance of this technology, the demand for it in these countries, especially Algeria, is not still weak.

Where this study aimed to identify this technology, its origin, how it works, its appearance in Algeria, its suitability, effectiveness and efficacy in granting financing to small and medium enterprises, the difficulties faced by venture capital institutions in Algeria, a comparison of this technology between the experience of Algeria and Pioneering international experiences in this field and drawing lessons and lessons for the advancement of this industry.

The results of this study showed that the venture capital industry is indeed an effective and appropriate financing alternative for financing projects of small and medium enterprises, and that the development of this industry in Algeria depends on several obstacles and constraints, including weak legislative and fiscal framework, weak financial resources, weak level of innovation, weak financial market, not giving importance and priority to developing and encouraging the investment climate in the field of risk capital industry, lack of financing culture for this technology.

فهرس المحتويات

I	شكر وتقدير	
III-II	الإهداء	
V-IV	المستخلص	
VIII-VI	فهرس المحتويات	
IX	قائمة الجداول	
X	قائمة الأشكال	
26-2	الإطار العام والمنهجي للدراسة	الفصل الأول
2	مقدمة عامة	
4	الإطار العام للدراسة	المبحث الأول
4	مشكلة الدراسة	المطلب الأول
4	فرضيات الدراسة	المطلب الثاني
4	مبررات اختيار الموضوع	المطلب الثالث
5	أهداف الدراسة	المطلب الرابع
5	أهمية الدراسة	المطلب الخامس
6	منهج البحث والأدوات المستخدمة	المطلب السادس
6	صعوبات الدراسة	المطلب السابع
6	مخطط الدراسة	المطلب الثامن
7	الدراسات السابقة	المبحث الثاني
7	الدراسات باللغة العربية	المطلب الأول
15	الدراسات باللغة الأجنبية	المطلب الثاني
15	ملخص الدراسات السابقة	المطلب الثالث
25	الفائدة التي حصل عليها الباحث من الدراسات السابقة	المطلب الرابع
25	ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة	المطلب الخامس
26	خلاصة الفصل	
59-28	الإطار النظري للدراسة	الفصل الثاني
28	تمهيد	

29	مفاهيم حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	المبحث الأول
29	مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	المطلب الأول
30	التجارب الدولية لتعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	المطلب الثاني
37	خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	المطلب الثالث
40	الصعوبات والتحديات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	المطلب الرابع
40	إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	المطلب الخامس
43	مفاهيم حول صناعة رأس المال المخاطر	المبحث الثاني
43	مفهوم رأس مال المخاطر	المطلب الأول
44	التطور التاريخي لرأس المال المخاطر	المطلب الثاني
44	الأسباب التي تدفع إلى اللجوء إلى رأس المال المخاطر وأهميته	المطلب الثالث
45	محددات وعوامل نجاح رأس المال المخاطر	المطلب الرابع
46	مميزات رأس المال المخاطر ومزاياه	المطلب الخامس
47	الوظيفة التمويلية لرأس المال المخاطر	المطلب السادس
49	الوظيفة الإدارية لرأس المال المخاطر	المطلب السابع
50	توقيت دخول رأس المال المخاطر	المطلب الثامن
51	آليات خروج رأس المال المخاطر	المطلب التاسع
52	مراحل التمويل برأس المال المخاطر	المطلب العاشر
53	مصادر رأس المال المخاطر	المطلب الحادي عشر
56	مفاهيم حول مؤسسات صناعة رأس المال المخاطر	المبحث الثالث
56	أشكال مؤسسات رأس المال المخاطر	المطلب الأول
56	أطراف العملية التمويلية برأس المال المخاطر	المطلب الثاني
57	شركات رأس المال المخاطر الناشئة في الجزائر	المطلب الثالث
58	التحديات والعقبات التي تواجه مؤسسات رأس المال المخاطر	المطلب الرابع
59	آلية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر	المطلب الخامس
59		خلاصة الفصل
111-61	دراسة حالة	الفصل الثالث
61		تمهيد

62	عرض تجارب دولية في مجال صناعة رأس المال المخاطر	المبحث الأول
62	عرض تجربة الولايات المتحدة الأمريكية	المطلب الأول
68	عرض تجربة كندا	المطلب الثاني
73	عرض تجربة الفرنسية	المطلب الثالث
79	عرض تجربة المملكة العربية السعودية	المطلب الرابع
84	عرض تجربة تونس	المطلب الخامس
90	عرض تجربة المغرب	المطلب السادس
96	عرض تجربة الجزائر في مجال صناعة رأس المال المخاطر	المبحث الثاني
96	عرض تجربة الجزائر من خلال شركة sofinance	المطلب الأول
103	عرض تجربة الجزائر من خلال شركة Finalep	المطلب الثاني
108	النتائج والاستنتاجات والتوصيات	المبحث الثالث
108	النتائج	المطلب الأول
109	الاستنتاجات	المطلب الثاني
110	التوصيات	المطلب الثالث
111		خلاصة الفصل
113		الخاتمة العامة
115		قائمة المراجع

قائمة الجداول

الصفحة	إسم الجدول	رقم الجدول
29	معايير تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المعتمدة حاليا في الجزائر	1-2
32	تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف هيئة المنشآت الصغيرة الأمريكية	2-2
33	تعريف اليابان للمؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة	3-2
34	تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.	4-2
36	تعريف الأردن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	5-2
69	مختلف السياسات الحكومية الكندية لدعم سوق رأس المال المخاطر	1-3
80	ترتيب المملكة العربية السعودية على مستوى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من حيث قيمة الاستثمار المخاطر خلال الفترة (2018-2021)	2-3
83	أكبر خمس جولات استثمار مخاطر معلن عنها في السعودية سنة 2021	3-3
90	توزيع استثمارات رأس المال الاستثماري في المغرب حسب مراحل التدخل خلال الفترة (1990-2001)	4-3
99	محفظة المشاريع الاستثمارية للشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف خلال الفترة 2012-2017	5-3
100	استثمارات الشركة في الفترة ما بين 2007-2017	6-3
106	مساهمات Finalep في المؤسسات الناشئة الجزائرية	7-3
107	توزيع مساهمات شركة finalep على صناديق الاستثمار	8-3

قائمة الأشكال

الصفحة	إسم الشكل	رقم الشكل
51	مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر	1-2
59	مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر	2-2
64	تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي خلال الفترة (1991 - 2003)	1-3
65	تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي خلال الفترة (2005-2015)	2-3
69	السوق الكندية لتمويل المؤسسات الناشئة	3-3
72	سيولة رأس المال المخاطر الإجمالية في كندا للفترة 2001-2010	4-3
72	توزيع الأموال المستثمرة في سوق رأس المال المخاطر بكندا حسب نوع المستثمرين للفترة 2006- النصف الأول من 2011	5-3
75	تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر الفرنسي خلال الفترة (1996-2008)	6-3
79	تطور مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة خلال الفترة (2017-2021) من حيث القيمة وعدد الصفقات	7-3
81	أكبر القطاعات من حيث إجمالي قيمة الاستثمار المخاطر وعدد الصفقات في السعودية لسنة 2021	8-3
82	صفقات الاستثمار المخاطر في السعودية سنويا حسب مرحلة الاستثمار (%)	9-3
89	توزيع المبالغ المستثمرة حسب نشاطات رأس المال الاستثماري التونسي خلال الفترة (2011-2013)	10-3
94	حجم المبالغ المستثمرة في المغرب حسب نشاطات رأس المال الاستثماري خلال الفترة (2006-2015)	11-3
102	حصة رأس المال المخاطر من إجمالي نشاطات الشركة	12-3
102	المبالغ المستثمرة في شكل أخذ مساهمات على مستوى Sofinance ما بين 2007-2017	13-3
105	الإجراءات المطبقة من طرف Finalep	14-3

الفصل الأول

الإطار العام والمنهجي

لِلدراسة

المقدمة العامة:

ازداد اهتمام حكومات معظم دول العالم بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة منذ نهاية القرن الماضي، وذلك راجع إلى المكاسب الاقتصادية والاجتماعية الكبيرة التي حققتها وتحققها هذه المؤسسات، ففي الدول المتقدمة نجد أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكتسب أهميتها من خلال قدرتها على التجديد والابتكار وكذا تحسين فعالية المؤسسات الكبيرة، أما في الدول النامية فنجد أن لهذه المؤسسات دور كبير ورئيسي في توسيع القاعدة الإنتاجية، توفير مناصب شغل، توسيع دائرة الاستثمار وتحقيق التنمية المحلية والمستدامة.

ولطالما واجهت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبات كثيرة أهمها مشكل التمويل الذي أضحي عائقا كبيرا أمام نموها وتطورها، وذلك لمحدودية قدرتها على تعبئة الأموال الخاصة وحاجتها المستمرة لمختلف أشكال التمويل الخارجي، ومع عدم تمكن هذه المؤسسات من التوجه إلى السوق المالي، تعتبر البنوك أهم مصدر تمويلي تقليدي لها، إلا أن هذه الأخيرة غالبا ما تضع حدود وقيود ائتمانية (أهمها الضمانات) أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخصوصا في المراحل المبكرة لحياتها، أين تتميز بارتفاع حجم مخاطرها وبالتالي تتضاءل فرص حصولها على قروض ملائمة.

في ظل هذه الظروف، وجب استحداث بديل تمويلي جديد يختلف عن التمويل المصرفي ويتمشى مع الطبيعة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ويدفعها للابتكار، وهو الأمر الذي تم باستحداث تقنية "رأس المال المخاطر، وهي تقنية تمويلية ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية في خمسينيات القرن الماضي استجابة للاحتياجات التمويلية للمؤسسات ذات الفكر الإبداعي والمتخصصة في التكنولوجيا العالية والتي تتصف بقدرتها على تحقيق عوائد عالية، ويقوم رأس المال المخاطر على أساس المساهمة في رأس المال الخاص بالمؤسسة الصغيرة والمتوسطة من دون ضمان العائد ولا حتى المبلغ الأصلي، وبالتالي فهو يخاطر بأمواله ويتحمل الخسارة كليا أو جزئيا في حالة الفشل، وللتخفيف من حدة هذه المخاطر فهو لا يكتفي بتوفير التمويل فقط بل يتعداه إلى توفير المشورة الفنية والإدارية بما يحقق استمرارية وتطور المؤسسة الممولة.

و نتيجة لنجاح رأس المال المخاطر واثبات نفسه كقوة محركة للتنمية في البلدان الصناعية الكبرى كالولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا وفرنسا، اتجهت الحكومات في معظم دول العالم بما فيها الجزائر إلى تبني هذا النمط التمويلي، وتعتبر التجربة الجزائرية في هذا المجال حديثة خاصة إذا ما قورنت بالتجارب الدولية الرائدة حيث يعود إنشاء أول مؤسسة رأس مال مخاطر بالجزائر ولكن بالرغم من الأهمية التي تتميز بها هذه التقنية التمويلية، إلا أن الاهتمام بها في الجزائر ما يزال ضعيفا وهذا نتيجة لصعوبات

وعراقيل عديدة واجهت مؤسسات رأس المال المخاطر الجزائرية والمتعلقة سواء بالجانب القانوني، الضريبي أو المالي. (وفاء 2019، معوقات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وسبل تجاوزه) .

المبحث الأول: الإطار العام للدراسة.

المطلب الأول: مشكلة الدراسة.

في ظل تعدد وتنوع مصادر التمويل الخارجي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أجل مواجهة الاحتياجات التمويلية خلال نشاطها الاقتصادي، تعتبر صناعة رأس المال المخاطر أحد المصادر البديلة لما له من خصوصيات مختلفة على مصادر التمويل الأخرى،

وفي هذا الإطار يمكن صياغة إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

هل تعتبر صناعة رأس المال المخاطر بديل تمويلي ملائم وفعال وناجع لمواجهة الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؟

التساؤلات الفرعية:

- ما المقصود بصناعة رأس المال المخاطر؟
- ما الذي يميز صناعة رأس المال المخاطر عن باقي البدائل التمويلية التقليدية (البنوك والسوق المالي) ؟
- ما هي التحديات والعقبات التي تواجه تطور صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر؟

المطلب الثاني: فرضيات الدراسة.

- صناعة رأس المال المخاطر هو بديل تمويلي ملائم وفعال لمواجهة احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لأنه يتماشى مع خصائصها واحتياجاتها التمويلية.
- تعتبر صناعة رأس المال المخاطر بديل تمويلي حديث بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- هناك العديد من العقبات والتحديات التي تواجه صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر منها عدم ملائمة البيئة الاستثمارية وغيرها من القوانين والتشريعات التي تحكم وتنظم عمل هذه الصناعة مما يجعل نشاطها محدود وضعيف مقارنة بالدول الرائدة في هذه الصناعة مما يستوجب أخذ الدروس والعبر من أجل الاهتمام وتطوير هذه الصناعة لما له من فائدة كبيرة على التنمية الاقتصادية.

المطلب الثالث: مبررات اختيار الموضوع.

دوافع شخصية:

قمنا باختيار هذا الموضوع نظرا للدور الذي تلعبه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في دعم نمو الاقتصاد الوطني من خلال توفير الثروة من الناحية المالية وتوفير مناصب الشغل من الناحية الاجتماعية ، إضافة إلى التوجه الذي تشهده الساحة الاقتصادية حاليا، حيث أن الدولة تتجه إلى دعم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لما لها من مميزات تمنحها المرونة في المعاملات الاقتصادية والسهولة

في تكوينها وإنشائها من طرف الشباب الجزائري وخاصة خريجي الجامعات ورواد الأعمال وغيرهم من الأشخاص العاديين ممن يأتون بأفكار لامعة ولكن يفتقرون لرأس المال لبدء مشروعهم، وباعتبارها مشاريع واعدة ريادية ذات احتمالات نمو عالية ، حيث تمنحهم فرصة تكوين مؤسسة خاصة بهم من أجل التقليل من شبح البطالة الذي يواجه كل أطراف المجتمع

دوافع موضوعية:

قمنا باختيار هذا الموضوع نظرا للمشاكل والصعوبات التي تواجه هذه المؤسسات أول مشكل قبل بدايتها وبعد امتلاك فكرة حديثة ومن أجل تجسيدها على أرض الواقع لابد من إيجاد دعم ومرافق مالي استراتيجي من شأنه إعطاء الفرصة لهذه المؤسسات للانطلاق دون التضيق عليها أو دفعها للفشل من أول يوم لارتفاع نسبة المخاطرة فيها وامتلاكها الفكرة دون ضمانات،

فارتأينا إلى التعريف و تقديم الحل التمويلي البديل لهذه المؤسسات وهو صناعة رأس المال المخاطر لما له من خصوصيات ومميزات عن باقي البدائل التمويلية التقليدية التي تشترط الضمانات وغيرها من الشروط ، فهو بديل يقوم على أساس المشاركة في المشروع وإعطاء الدعم المالي و الفني والإداري لهذه المؤسسات دون شروط أو قيود إلى أن ترى النور وتستقل بنفسها وبرأسمالها ، مع تقديمنا تجارب دولية في هذا المجال والإشارة إلى حالة الجزائر من أجل التعقيب على المعوقات التي تعاني منها مؤسسات رأس المال المخاطر ومحاولتنا إعطاء بعض الحلول الفعالة من أجل تجاوز هذه العقبات والاستفادة من التجارب الدولية الرائدة في هذا المجال.

المطلب الرابع: أهداف الدراسة.

من خلال هذه الدراسة نصبو لتحقيق عدة أهداف أبرزها ما يلي:

- التعرف على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخصائصها وإشكالية التمويل لديها
- التعرف على صناعة رأس المال المخاطر، خصائصها، مميزاتها والدور الفعال الذي تلعبه في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- عرض العوائق التي تواجهها شركات رأس المال المخاطر.
- عرض تجارب دولية في مجال صناعة رأس المال المخاطر، مع الإشارة لحالة الجزائر.
- تقديم بعض الحلول من أجل النهوض بهذه الصناعة وتقديمها وازدهارها.

المطلب الخامس: أهمية الدراسة.

تتجلى أهمية هذه الدراسة في التعرف على صناعة رأس المال المخاطر باعتبارها بديل تمويلي ملائم وفعال لسد احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات احتمالات نمو عالية، والتعرف أيضا على مؤسسات رأس المال المخاطر وإبراز الدور الذي تلعبه هذه الأخيرة في حل مشاكل التمويل لهذه

المؤسسات ودعم تواجدها وزيادة قدرتها التنافسية لما تقدمه من دعم مالي وفني، ناهيك عن تميزها بقدرتها على التحكم في حجم المخاطر المرتفعة المحدقة بهذه المؤسسات، كما سنقوم من خلال هذه الدراسة بتبيان الفروقات الموجودة بين التمويل عن طريق صناعة رأس المال المخاطر والبدايل التمويلية التقليدية الأخرى، كما أننا سوف نعرض أهم الصعوبات التي تواجه صناعة رأس المخاطر والمؤسسات التي تنشط في هذا المجال وخاصة الجزائر كما أننا سوف نحاول إعطاء توصيات من أجل تدارك النقائص وكذلك سوف نقوم بعرض تجارب دولة في هذا المجال مع الإشارة لحالة الجزائر.

المطلب السادس: منهج البحث والأدوات المستخدمة.

- المنهج الوصفي المستعمل لوصف خصائص ومراحل العملية التمويلية لرأس المال المخاطر، أثاره على المؤسسات الممولة وكذا التوصل إلى متطلبات تفعيله ونجاحه.
- المنهج المقارن المستعمل للوقوف على الاختلاف الموجود بين هذا الأسلوب التمويلي وأشكال التمويل الأخرى، بالإضافة إلى المقارنة بين مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر ونظيراتها في بعض الدول.

المطلب السابع: صعوبات الدراسة.

نظرا لحدائثة موضوع صناعة رأس المال المخاطر خاصة على مستوى الجزائر، قابلتنا صعوبات كثيرة شكلت قيودا وعراقيل تمثلت أساسا في نقص المراجع التي عالجت هذا الموضوع.

المطلب الثامن: مخطط الدراسة.

- محاولة الإلمام بمختلف جوانب الموضوع تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول كالآتي:
- **الفصل الأول:** تم التطرق فيه إلى مبحثين، المبحث الأول وهو الإطار العام للدراسة و المبحث الثاني الدراسات السابقة.
- **الفصل الثاني:** تم التطرق فيه إلى الإطار النظري للدراسة، وقد قسم إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول وفيه تم عرض مفاهيم حول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، والمبحث الثاني تم عرض فيه مفاهيم حول صناعة رأس المال المخاطر، و المبحث الثالث تم عرض فيه مفاهيم عامة حول مؤسسات رأس المال المخاطر.
- **الفصل الثالث:** وخصص هذا الفصل لعرض مختلف التجارب الدولية في مجال صناعة رأس المال المخاطر وكان هذا في المبحث الأول، أما المبحث الثاني فقد عرض فيه تجربة الجزائر في مجال صناعة رأس المال المخاطر، وخصص المبحث الثالث لعرض النتائج المتوصل إليها والاستنتاجات المستخلصة من النتائج، وفي النهاية عرض التوصيات التي يجب العمل بها من أجل النهوض بصناعة رأس المال المخاطر وبمؤسسات رأس المال المخاطر بالنسبة للجزائر.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية.

1- دراسة لطيفة وعبد الجليل (2022) بعنوان: " رأس المال المخاطر دعم وتمويل الاستثمارات ذات الأثر - تجربة منطقة دول MENA": هدفت هذه الدراسة إلى إلقاء الضوء على واقع الاستثمارات ذات الأثر في منطقة دول الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA ومدى مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويلها.

2- وتوصلت الدراسة إلى أن الاستثمارات ذات الأثر في منطقة دول MENA تشهد اهتماما كبيرا، باعتبارها من أهم القطاعات التي تساعد في إرساء قواعد التنمية المستدامة، إلا أن توجه شركات رأس المال المخاطر نحو هذه الاستثمارات يعتبر ضئيلا وذلك بسبب قلة نشاطها التمويلي في المنطقة عموما.

3- دراسة أمنة وعلي (2022) بعنوان: " مساهمة رأس المال المخاطر كآلية مبتكرة في تمويل المؤسسات الناشئة -دراسة تجربة المملكة العربية السعودية": هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى مساهمة رأس المال المخاطر كآلية تمويلية مبتكرة في تمويل المؤسسات الناشئة من خلال عرض تجربة المملكة العربية السعودية حيث تم التطرق لأهم المفاهيم المتعلقة بالمؤسسات الناشئة و رأس المال المخاطر ن وقد توصلت الدراسة إلى أن رأس المال المخاطر بديل تمويلي جيد للمؤسسات الناشئة وخاصة في فترات الأزمات، حيث أنه شهد نموا كبيرا خلال أزمة كورونا وهذا نظرا لارتباطه بمؤسسات التكنولوجيا التي شهدت توسعا كبيرا بسبب الظروف التي فرضتها هذه الأزمة ، كما أنه يساهم في تمويل المراحل المختلفة لجورة حياتها خاصة المرحلة المبكرة، كما توصلت الدراسة أيضا إلى أن هذه الآلية تهتم أكثر بالقطاعات ذات إمكانيات النمو العالية كقطاع التجارة الإلكترونية.

4- دراسة مراد وحسان طه ومحمد أمين (2022) بعنوان: "عرض التجربة الجزائرية في تمويل المؤسسات الناشئة عن طريق رأس المال المخاطر -شركة FINALEP نموذجا": هدف هذه الدراسة إلى إبراز دور رأس المال المخاطر كتقنية حديثة لتمويل المؤسسات الناشئة من خلال عرض تجربة الجزائر في هذا المجال، والتعرف على مدى أهمية هذه التقنية، حيث قامت الدراسة باستعراض كل من التأصيل العلمي لرأس المال المخاطر من جهة وتقييم النشاط التمويلي للشركة المالية الجزائرية الأوروبية FINALEP من جهة أخرى.

وقد توصلت الدراسة إلى أن رأس المال المخاطر يعد البديل التمويلي الأهم للمؤسسات الناشئة، ويرجع ذلك لعدة اعتبارات أهمها تماشي طبيعة وهدف التمويل مع طبيعة تلك المؤسسات، حيث أنها

تتطلب من فكرة إبداعية، يتضمن تحويلها إلى مشروع مستوى عالي من المخاطر يستدعي الاستعانة بشركات متخصصة في المرافقة والتمويل مثل شركات رأس مال المخاطر.

5- دراسة عيسى وفاتح وأحلام (2021) بعنوان: " واقع نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال الشركة المالية للاستثمارات والمساهمة والتوظيف SOFINANCE ": هدفت هذه الدراسة إلى التعريف برأس المال المخاطر وكيفية يكون التمويل به في المراحل الأولى من حياة المشروع ، وأنه يتميز بكونه عبارة عن وساطة مالية تأخذ رأس المال من المستثمرين وتستثمره مباشرة في محافظ المؤسسات الخاصة فقط (يعني أنه بعد البدء في الاستثماري لا يمكن للمؤسسة أن تدخل في سوق التداول البورصة)، كما بينت الدراسة أن المخاطر برأس المال يقوم بمتابعة الاستثمار الذي قام به من خلال الرقابة عليه مساعدة أصحاب المشاريع على تسيير استثماراتهم ، فهو عامل داعم للنمو الداخلي ، كما يهتم المخاطر برأس المال بشكل أساسي بتعظيم عائده المالية عند التنازل على حصصه عن طريق البيع أو الطرح العام على الجمهور، والأهم من كل هذا وبعد القيام بدراسة حالة شركة جزائرية ناشطة في هذا المجال (sofinance) توصلت إلى أن الطريق لا يزال في بداياته رغم توافق هذا النشاط مع الشريعة الإسلامية في كونه مشاركة فعلية في رأس المال ، كما أن هذه الشركة تعتبر رائدة في هذا المجال فعملها لا يقتصر على المد اللازم بالتمويل فقط بل يتعدى ذلك عملية التوجيه والتسيير، إلا أن نشاطها لا يزال محدودا في مجال الصناعة و الخدمات ، ونسبة مساهمتها في التمويل لا تتعدى 49 % ما أنها تركز على التمويل التأجيري مقارنة بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

6- دراسة أمال ومحمد بشير (2021) بعنوان: " دور رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الجزائر": هدفت هذه الدراسة إلى تبيان أن تقنية رأس المال المخاطر تعد من الوسائل المستحدثة التي تقدم تمويلا فعالا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي تدعمها وتساهم في نجاح المشاريع وضمان بقائها وتحقيقها نتائج مبهرة مما يساهم في دفع عجلة التنمية الاقتصادية ، بالإضافة إلى إبراز أهمية الاعتماد على هذه التقنية كبديل جديد للتمويل ومساهمتها في التخفيف من حدة المشاكل التمويلية التي تعترض للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة باعتبار أن شركات رأس المال المخاطر تدخل كشريك في هذه المشاريع دون ضمان العائد وبدرجة مخاطرة عالية حيث تتحمل الربح والخسارة وتساهم في الجانب الإرشادي أيضا فضلا عن تقديم الدعم والخبرة لهته المؤسسات ، كما بينت هذه الدراسة أن تجربة الجزائر في هذا المجال هي جد متواضعة ولا تزال في أوجها وتسير بخطى متباطئة لانعدام البيئة المناسبة لهذا النوع من التمويل ، حيث أفاد تقرير صادر عن الاتحاد الإفريقي لرأس المال الاستثماري أن الجزائر تحتل المرتبة ما قبل الأخيرة في شمال إفريقيا من حيث رأس المال الاستثماري ، لذلك يستوجب على الدولة الجزائرية استحداث شركات رأي المال المخاطر والقيام

بتعديلات جبائية محفزة والتشجيع على الاستثمار فيها بمنح الامتيازات المختلفة، وكذا تهيئة المحيط التشريعي لهذه الشركات من خلال تضمينها في القانون التجاري،

كما بينت هذه الدراسة الصعوبات التي تواجه مؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر مثل تكلفة القروض المرتفعة، ارتفاع مخاطر إقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عدم توفر الضمانات المطلوبة، وحاولت الدراسة أيضا إعطاء سبل دعم مؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر من أجل إنجاح نشاطها.

7- دراسة نونة (2021) بعنوان: " واقع استخدام التمويل بصيغة رأس المال المخاطر للنهوض بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشئة في الجزائر ": هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مساهمة التمويل بأسلوب رأس المال المخاطر في ترقية ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ومن أهم النتائج المتوصل إليها أنه نظرا للدور الهام الذي يلعبه قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجانب الاقتصادي والاجتماعي، حيث يعاني القطاع المصرفي في الجزائر ضغط كبير من حيث تلبية احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نتيجة غياب سوق مالي نشطة تعمل على توفير مصادر التمويل المختلفة لهذه المؤسسات من جهة، ومن بين أهم التوصيات التي قدمتها هذه الدراسة أنه على السلطات الجزائرية الاهتمام باحتياجات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإنشاء بورصة الأوراق المالية، وضرورة الاستفادة من التجارب الدولية الرائدة في دعم وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتوسع في إنشاء شركات رأس المال المخاطر إضافية بالشراكة مع الدول التي لها تجربة هذا المجال من حيث التسيير والابتكار.

8- دراسة أسامة وعبد السميع ونفيسة (2020) بعنوان: " رأس المال المخاطر كآلية بديلة مستحدثة للتقليص من الفجوات التمويلية في المشاريع الناشئة ": هدفت هذه الدراسة إلى توضيح الدور المهم والمتزايد لشركات رأس المال المخاطر في الاقتصاد الحديث، كما يتضح لنا أن رأس المال المخاطر يعد البديل الأنسب لتمويل المؤسسات الناشئة، الصغيرة والمتوسطة، في ظل أحجام البنوك التقليدية عن تمويل هذا النوع من المؤسسات، بالنظر إلى المخاطر العالية التي تكتنف هذا النوع من عمليات التمويل، كما أوضحت الدراسة أنه وبالنظر إلى التجربة الجزائرية المتواضعة في هذا المجال نجد أنها لا تزال في بداياتها الأولى وتحتاج إلى مزيد من بذل الجهود وتدليل العقبات أمام شركات رأس المال المخاطر، وتوسيع العمل بهذا الأسلوب في كافة القطاعات ومجالات الاستثمار. ومن خلال هذه الدراسة أيضا تم إبراز أهمية ودور شركات رأس المال المخاطر كبديل، يساهم في التخفيف من حدة المشكل التمويلي الذي تعاني منه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا نظراً للمزايا

التي تتمتع بها هذه الطريقة، والتجربة الجزائرية في التمويل بواسطة هذه التقنية لا تزال حديثة نوعاً ما إلا أنها تتطور والدليل على ذلك أن شركة Sofinance تقدم العديد من المنتجات المالية الحديثة، غير أن هذه الشركة المالية يجب أن تتحلى بروح المخاطرة حتى تحقق تنمية فعلية للمؤسسات الجديدة، خاصة ما يتعلق بالابتكار وتبني الأفكار الجديدة التي يمكن أن تحقق التغيير النوعي لمنتجاتنا ومنه لاقتصادنا.

9- دراسة حمزة و وهيبة (2020) بعنوان: " دور رأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة مع دراسة حالة الجزائر ": هدفت هذه الدراسة لتبيان أن المؤسسات الناشئة في المراحل الأولى من نشاطها تعتمد على رأس المال المخاطر، وهذا نتيجة صعوبة الحصول على التمويل التقليدي، خاصة في ظل غياب الضمانات الكافية من جهة، وارتفاع نسبة المخاطرة من جهة أخرى، وهنا تتدخل شركات رأس المال المخاطر لتلعب دور الممول والمرافق لهذه المؤسسات من خلال المشاركة في رأسمالها.

كما اعتبرت الدراسة أنه لا يمكن أن يكون رأس المال المخاطر بديل تمويلي عن مصادر التمويل الأخرى (المصادر التقليدية)، بل يعتبر مكملاً لها، لأن نشاكة التمويل يقتصر على تمويل بعض المراحل التي تمر بها المؤسسة (ما قبل الإنشاء، الانطلاق، مرحلة النمو الأولى)، لتقوم بعدها هذه المؤسسات بطلب التمويل التقليدي في المراحل الأخرى من نشاطها، لأنها اجتازت مرحلة الخطر المرتفعة من خلال الدعم المقدم من طرف شركات رأس المال المخاطر.

كما بينت الدراسة بخصوص التمويل بهذه التقنية في الجزائر، تعتبر حديثة النشأة، مقارنة بالدول العربية الأخرى أو الدول الأوروبية، كما اعتبرت الدراسة رأس المال المخاطر أداة هامة وبديل تمويلي جيد، يجب استقطابه أكثر إلى الجزائر والنهوض به نظراً لدوره في تمويل المؤسسات الناشئة وإحداث التنمية الاقتصادية.

10- دراسة عبد الله (2020) بعنوان: " رأس المال المخاطر نمط تمويلي بديل ومعاصر للمؤسسة - التجربة الجزائرية نموذجاً ": هدفت هذه الدراسة للتوصل إلى أن رأس المال المخاطر يقوم على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر بتقديم المساندة المالية للمؤسسات، ومن أجل التخفيف من حدة المخاطر يقوم أيضاً بتقديم المشورة الفنية والإدارية، لأن عائد استثمار رأس المال المخاطر يتناسب طردياً مع كفاءة وجودة الإدارة الجديدة.

كذلك بينت الدراسة أنه فيما يتعلق بالتجربة الجزائرية في رأس المال المخاطر فهي مازالت متواضعة جداً وبعيدة كل البعد عن مؤسسات التمويل برأس المال المخاطر المعاصرة، واقتصرت هذه التجربة على القطاعات غير الابتكارية لأنها لا تتحلى بروح مخاطرة كافية، وتهدف هذا الدراسة أيضاً إلى تسليط

الضوء على رأس المال المخاطر، وتقديمه كبديل تمويلي عن طريق إبراز قدر من أهميته عسى أن يكون ذلك حافزا لقطاع التمويل ليعطيه قدر امن أولوياته.

11- دراسة سيف الإسلام النوى (2019) بعنوان: " واقع استثمارات شركات رأس المال المخاطر في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خلال الفترة (1995 - 2016) ": هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على موضوع واقع استثمارات شركات رأس المال المخاطر في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1995-2016)، حيث بينت الدراسة أن الموضوع ينقسم إلى محورين أولهما يشير إلى مدخل تعريفي برأس المال المخاطر، حيث يستعرض من خلاله تعريف هذه الوساطة المالية وأساس عملها، وكذا التطرق للعلاقة التي تربط بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بينما يستعرض المحور الثاني نشاط شركات رأس المال المخاطر في الاقتصاد الجزائري.

12- دراسة وفاء (2019) بعنوان " معوقات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وسبل تجاوزها - دراسة مقارنة مع شركات رأس المال المخاطر التونسية والمغربية ": هدفت هذه الدراسة إلى إبراز معوقات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر و سبل تجاوزها وذلك من خلال اقتراح العديد من الحلول لذلك ، أيضا خلصت هذه الدراسة إلى أن أسلوب التمويل برأس المال المخاطر سوف يفتح آفاق واعدة للمؤسسات الناشئة ، حيث يعد بديلا تمويليا هاما عن أسلوب التمويل المصرفي الذي يعتمد على القروض ، لأن مؤسسات رأس المال المخاطر تقوم بمشاركة صاحب المؤسسة دون ضمان العائد ولا المبلغ الأصلي ، وهذا النوع من التمويل يناسب المؤسسات الناشئة نظرا لانعدام الضمانات في هذه التقنية التمويلية التي تقوم على أساس المشاركة في الأرباح والخسارة ، كما أنها تقنية لا تقتصر على تقديم المال اللازم فحسب بل تتعداه إلى تقديم المشورة الفنية و الإدارية ما يحقق تمويلا محفزا لهذه المؤسسات كي تنهض وتحقق أرباحا معتبرة الأمر الذي يساعد على النمو الاقتصادي وحل مشكل التمويل بالنسبة للمؤسسات الناشئة في مختلف الدول التي ظهرت بها، كما بينت هذه الدراسة أن الجزائر تعرف تأخرا كبيرا في العمل بهذه التقنية بالرغم من الاهتمام الذي أولته الحكومة لها.

13- دراسة عمر ونصيرة وهشام سفيان (2018) بعنوان: " حوكمة التمويل برأس المال المخاطر - دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر ": هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على مختلف ميكانيزمات الحوكمة التي تستعملها شركات رأس المال المخاطر من أجل المحافظة على مصالحها في المؤسسة الممولة ، والتعرف على الميكانيزمات الأكثر استعمالا من طرف هذه الشركات سواء الميكانيزمات القانونية أو الميكانيزمات المالية ، كما سمحت الدراسة بالتعرف على أهم العوائق التي تعيق تطور رأس المال المخاطر في الجزائر ، كما خلصت الدراسة أيضا إلى أن معظم شركات رأس

المال المخاطر في الجزائر تستقبل طلبات متزايدة على التمويل برأس المال المخاطر إلا أنه يبقى مشكل انطلاق أشغال هذه المؤسسات الممولة نظرا للمناخ الاستثماري في الجزائر ، وأيضا بعض شركات رأس المال المخاطر تواجه مشكلة تدني قيمة المؤسسات الممولة وخاصة منها التي تم تمويل مرحلة نموها وهذا راجع حسب نتائج المقابلات إلى التعاملات في السوق السوداء التي كانت تتعامل بها هذه المؤسسات قبل دخول رأس المال المخاطر مما كان يسمح لها بتحقيق أرباح إضافية ، إلا أنه بعد دخول رأس المال المخاطر وبعد فرضه التعامل بالشفافية وتوثيق المعاملات أدى إلى انخفاض قيمة أرباح هذه المؤسسات الممولة، كما بينت هذه الدراسة أن رأس المال المخاطر يعتبر خيار تمويلي استراتيجي للمؤسسات الاقتصادية، حيث لا يكتفي بتقديم الأموال اللازمة لتمويل العمليات الإنتاجية فقط وإنما يقوم بتقديم الدعم التسييري والإداري عن طريق المرافقة التي يقدمها للمؤسسات الممولة، ونتيجة لحالة عدم التأكد من نجاح استثمارات شركات رأس المال المخاطر وفي ظل عدم تملك المعلومات وانتهائية أصحاب المؤسسات الممولة تنشأ عدة مخاطر من شأنها أن تعرقل تطور هذه الأخيرة.

14- دراسة منير وريم (2017) بعنوان: " رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -عرض تجربة و.م.أ والدروس المستفادة بالنسبة للجزائر ": هدفت هذه الدراسة إلى التعريف برأس المال المخاطر باعتباره مصدر من المصادر التمويلية المستحدثة في تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة في مرحلتي الإنشاء و الانطلاق ، كذلك هدفت الدراسة إلى التعرف على مدى أهمية رأس المال المخاطر تم التعرض للمراحل التاريخية لتطوره، وكذا مختلف المراحل التمويلية التي يمر بها المشروع أثناء عملية تمويله برأس المال المخاطر، تم عرض تجربة و.م.أ كونها السباق في استخدام هذا النوع من التمويل، وقد أفضت الدراسة إلى أن رأس المال المخاطر بات من أهم مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات كونه يقلل من إمكانية خرج المشروعات الصغيرة و المتوسطة من السوق، وكذل يساهم في تحقيق فوائد تساعد على تحقيق التنمية.

15- دراسة رباح وأحلام (2016) بعنوان: " استخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر ": هدفت هذه الدراسة إلى تبيان الدور المهم و المتزايد لشركات رأس المال المخاطر في الاقتصاد الحديث ، كما يتضح أن رأس المال المخاطر يعد البديل الأنسب لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ظل إجماع البنوك التقليدية عن تمويل هذا النوع من المؤسسات ، بالنظر إلى المخاطر العالية التي تكتنف هذا النوع من عمليات التمويل ، كما بينت الدراسة أنه وبالنظر إلى التجربة الجزائرية المتواضعة في هذا المجال نجد أنها لا تزال في بداياتها الأولى وتحتاج إلى مزيد من بدل الجهود وتذليل العقبات أمام شركات رأس المال المخاطر وتوسيع العمل بهذا الأسلوب في كافة القطاعات ومجالات الاستثمار ، كما بينت هذه الدراسة طرق تحصل مؤسسات رأس المال المخاطر على ملفات ترشح

المشاريع الناشئة التي تكون أساسا في شكل خطة عمل تعتبر بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن المستثمر من تقييم فرصة الاستثمار المقترحة ليتم بعدها إخضاع خطة العمل للمعايير الأساسية للقرار الاستثماري من أجل اختيار المشاريع وهي النماذج الكمية لاتخاذ قرار رأس المال المخاطر.

16- دراسة حكيم (2014) بعنوان: " دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية ": هدفت هذه الدراسة إلى تبيان أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تلعب 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 و مختلف الابتكارات الجديدة، لكن وبالرغم من المكانة الهامة التي تحتلها، أجمع العديد من المفكرين الاقتصاديين ومختلف الهيئات المهمة بموضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، على أن هذه الأخيرة تعاني من العديد من المشاكل التي تقف عائقا في وجه بقائها و تقدمها، ومن بين أهم المشاكل التي ركزت عليها مختلف الدراسات الاقتصادية وهذه الدراسة مشكلة التمويل، حيث أصبح عامل عدم كفاية مصادر التمويل يمثل أكبر عائق يقيد تطور هذه المؤسسات، والتي يرجعها الكثير من الباحثين في مجملها إلى عدم ملائمة بيئة التمويل الخارجي مع الخصوصيات المالية لهذه المؤسسات، و نتيجة لذلك عكفت الهيئات المشرفة على هذا النوع من المؤسسات على البحث عن مصادر تمويلية حديثة مكملة 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 المؤسسات، كما بينت الدراسة أن التجربة الأمريكية في هذا المجال تعتبر كأحسن التجارب العالمية، وذلك للمكانة التي أصبح يحتلها رأس المال المخاطر كأحد الخيارات المالية الهامة لشريحة كبيرة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية ، من خلال إيجاز مختلف الطرق التي اتبعتها لتطوير رأس المال المخاطر بالشكل الذي يصب في مصلحة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وخاصة الابتكارية منها و التي تمتلك براءة اختراع.

17- دراسة سهيلة (2013) بعنوان: " بدائل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2005 - 2010 ": هدفت الدراسة إلى محاولة التعرف على مختلف البدائل التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة خارج النظام المصرفي التقليدي وإبراز مدى إسهامها و أهميتها ف الحد من المشكل التمويلي الذي تعاني منه هذه المؤسسات ، التي تعتر أفضل وسائل الإنعاش الاقتصادي نظرا لسهولة تكيفها ومرونتها سواء في فترات الاستقرار أو في ظل التحولات و الأزمات الاقتصادية فهي

تشكل اللبنة الأساسية و العنصر البارز و المؤثر في العملية التنموية بشقيها الاقتصادي و الاجتماعي ، ما يتمتع به قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من دور استراتيجي في زيادة معدلات النمو الاقتصادي إضافة إلى مساهمتها في تغيير مناصب عمل جديدة ، إلا أن إشكالية تمويل هذه المؤسسات تعد أولى وأهم المشكلات التي تواجهها على الرغم من قلة وبساطة حجم رأسماله ، إلا أنها تحول بينها وبين تحقيق دورها الفعال ، وفي هذا السياق تطرقت الدراسة إلى إبراز مختلف الطرق التمويلية المتاحة أمام هذه المؤسسات معقبة على البديل التمويلي برأس المال المخاطر حيث أوضحت أهمية هذا البديل التمويلي ودوره الفعال في منح فرص تمويلية مهمة ومميزة عن باقي البدائل التمويلية من خلال خصائصه التي تتماشى ع طبيعة هذه المؤسسات والذي يقوم على أساس المشاركة و تقديم الدعم المالي و الفني و الإداري لهذه المؤسسات.

18- دراسة سمير (2013) بعنوان: " فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر -دراسة حالة تونس، المغرب والجزائر ": اهتمت هذه الدراسة بتحديد أهم متطلبات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر في الدول المغاربية، وعرض المعوقات التي تعترض طريق نمو وتطور هذا النمط التمويلي، بالإضافة إلى محاولة تقديم استراتيجية لتطويرها.

19- دراسة عمار (2011) بعنوان: " رأس المال الاستثماري في الجزائر، الواقع والمعوقات ": هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مؤسسات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة، وتحديد أهم العراقيل التي تقف كحاجز في سبيل تقنية رأس المال الاستثماري في الجزائر، بالإضافة إلى هذا تطرقت الدراسة إلى برنامج ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها أن التأخر الذي تعيشه صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر راجع بالدرجة الأولى إلى أن التشريعات والإعفاءات الضريبية تدعم التمويل البنكي على حساب التمويل التساهمي، بالإضافة إلى هذا توصلت الدراسة إلى أن الوضعية الاقتصادية التي عرفتها البلاد سنوات ما يسمى بالبحبوحة من شأنها أن تعمل على توفير محيط ملائم لنمو وتطور هذا النمط التمويلي.

20- دراسة رقية (2009) بعنوان: " رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ": هدفت هذه الدراسة إلى التعريف بالمشكل الأساسي للتمويل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة والذي يتمثل في إيجاد مصدر تمويل يراعي خصوصية هذه المؤسسات في مراحلها الأولى على وجه الخصوص ، والتي تتميز بالنمو البطيء للمبيعات و الأرباح فهي مرحلة فرض المؤسسة لنفسها في السوق ومواجهة المنافسة ، وتحميلها تكاليف إضافية متمثلة في الأقساط والفوائد في هذه المرحلة سوف يخلق لها مشاكل إضافية ، وهذا ما يفسر الإفلاس المبكر لنسبة كبيرة من المؤسسات بعد إنشائها بفترة قصيرة ، حيث بينت الدراسة أيضا أن هذا البديل التمويلي الذي تبحث عنه هذه المؤسسات الصغيرة

و المتوسطة يجب أن يكون الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة ، فهو يجب أن يأخذ شكل المشاركة في رأس المال أي المساهمة، وهذا البديل موجود فعلا ومزدهر بشكل كبير كما رأينا وبعد الركيزة الأساسية لقطاع المشروعات الصغيرة و المتوسطة في الغرب، و الولايات المتحدة على وجه التحديد ، ويتمثل في مؤسسات رأس المال المخاطر والتي يرجع لها الفضل في التطور التكنولوجي الكبير الذي يشهده الغرب حاليا نتيجة تمويله لمشاريع التجديد ذات المخاطر العالية و الضمانات المعدومة ، فلنا لا العمل على تطويره في الجزائر .

21- دراسة صالح (2003) بعنوان: " رأس المال المخاطر في المغرب، المساهمة في وضع إطار قانوني، جبائي ومحاسبي ": اهتمت هذه الدراسة بتحديد خصائص ومعوقات نمو تقنية رأس المال المخاطر في المغرب بالإضافة إلى معالجة المتطلبات الأساسية لتطوير هذه التقنية التمويلية، وخلصت الدراسة إلى وجود ثغرات في القانون الخاص برأس المال المخاطر المغربي كذلك الامتيازات الممنوحة للممولين المؤسساتيين، وأنه يجب تطوير قانون جديد منظم لهذا النمط التمويلي وتوفير بيئة ضريبية ملائمة لتحفيز الأطراف المتدخلة.

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية.

1- دراسة Emmanuelle Dubocage (2003) بعنوان: " رأس المال المخاطر، نمط تمويلي في سياق عدم التأكد ": اهتمت هذه الدراسة بمعالجة المخاطر التي تتعرض لها مؤسسات رأس المال المخاطر عند قيامها بتمويل مرحلة انطلاق المؤسسات الابتكارية ذات الطابع التكنولوجي، حيث اعتمدت على مقاربات نظرية تمال المعلومات ونظرية الوكالة، واقترح الباحث في النهاية دراسة مقارنة نظرية الخيارات المستقبلية كمنهج استباقي لاتخاذ قرار التمويل من عدمه.

المطلب الثالث: ملخص الدراسات السابقة.

يوضح الجدول رقم (1-1) الدراسات السابقة مصنفة من الحديث إلى القديم، ويبرز أهم النتائج التي توصلت إليها كل دراسة، وعنوانها، والباحث الذي قام بها، وسنة الدراسة.

جدول رقم (1-1): ملخص الدراسات السابقة

الرقم	الباحث والسنة	بلد الدراسة	عنوان الدراسة	منهجية الدراسة	النتائج الرئيسية
01	دراسة لطيفة جبالي الجليل 2022	جامعة عباس لغرور خنشلة الجزائر	رأس المال المخاطر كآلية دعم الاستثمارات ذات الأثر تجرية منطقة دول MENA	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي عند استعراض أهم المفاهيم المتعلقة بالاستثمارات ذات الأثر وشركات رأس المال المخاطر، تم استخدام المنهج التحليلي لمناقشة وتحليل المعطيات والبيانات لتقييم التجربة والوصول الى النتائج	<p>- تتميز شركات رأس المال المخاطر بأسلوبها الناجح والصارم في إدارة المخاطر وذلك باعتمادها على أسلوب المشاركة في الربح والخسارة والإدارة، وكذلك الانتقاء الجيد للمشاريع الممولة واستحداث الكفاءات العالية.</p> <p>- تحقق شركات رأس المال المخاطر عوائد مالية كبيرة جدا، ليس من خلال العوائد والأرباح المحققة في الشركة فقط، وإنما من خلال التخرج الإيجابي حيث تضمن استرداد رأس المال التمويلي مع تحقيق فائض قيمة كبير عند نهاية برنامج الاستثمار.</p>
02	دراسة بوغيوط أمينة علي 2022	جامعة أوت سكيكدة الجزائر	مساهمة رأس المال المخاطر كآلية مبتكرة في تمويل المؤسسات الناشئة دراسة تجرية المملكة العربية السعودية	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي لوصف أهم المفاهيم المرتبطة بمتغيرات الدراسات وتحليل البيانات والمعلومات المتعلقة بها	<p>-رأس المال المخاطر لا يوفر للمؤسسات الناشئة التمويل فقط بل لا يوفر لها أيضا التوجيه من خلال المشاركة في إدارتها وتسييرها مما يساعد على النمو والتطور، كما يوفر لها مساهمة طويلة الأجل حتى تصبح المؤسسة قادرة على الإنتاج والنمو وهذا ما لا يوفر في الديون القصيرة الأجل.</p> <p>-يعد رأس المال المخاطر بديل تمويلي جيد للمؤسسات خاصة في فترات الأزمات، حيث أنه شهد نموا كبيرا خلال أزمة كورونا وهذا لارتباطه بمؤسسات التكنولوجيا التي شهدت توسعا كبيرا بسبب الظروف التي فرضتها هذه الأزمة.</p> <p>-يساهم رأس المال المخاطر في تمويل المراحل المختلفة لحياة المؤسسات الناشئة</p>

03	دراسة مراد كريفار 2022	جامعة لونيي على البلدية وجامعة حسبية بن بوعلي الشلف الجزائر	عرض التجربة الجزائرية في تمويل المؤسسات الناشئة عن طريق رأس المال المخاطر - شركة نموذج Finalep	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي باعتباره المنهج المناسب لعرض كل ما يتعلق بتقنية رأس المال المخاطر وبالمؤسسات الناشئة وعلى المنهج التحليلي لتحليل العلاقة بينهما	خاصة المرحلة المبكرة التي تكون فيها المخاطرة عالية. - يتم تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر من طرف المؤسسات المتخصصة مثل الشركة الجزائرية للاستثمار، وشركة Sofinance، والشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة Finalep. - حققت الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة Finalep نتائج جد مهمة من خلال السنوات الأخيرة نتيجة تركيز اهتمامها على تمويل المؤسسات الناشئة. - يلعب رأس المال المخاطر دورا هاما ومحوريا في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر باعتباره البديل الوحيد أمامها في سوق التمويل.
04	دراسة حجاب عيسى وسردوك فاتح بوقفة أحلام 2021	جامعة مسيلة، جامعة الوادي، جامعة قسنطينة الجزائر	واقع نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال الشركة المالية للاستثمارات والمساهمة والتوظيف Sofinance	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي من اجل تحليل العلاقة الموجودة بين المتغيرات	- يكون التمويل برأس المال المخاطر في المراحل الأولى من حياة المشروع ويتميز بأنه عبارة عن وساطة مالية تأخذ رأس المال من المستثمرين وتستثمره مباشرة في محافظ المؤسسات الخاصة فقط. - يقوم المخاطر برأس المال بمتابعة أنشطة الاستثمار الذي قام به، من خلال الرقابة عليه ومساعدة أصحاب المشاريع على تسيير استثماراتهم. - يهتم المخاطر برأس المال بشكل أساسي بتعظيم عوائده المالية عند التنازل على حصصه عن طريق البيع او الطرح العام على الجمهور. - في الجزائر لا يزال الطريق في بداياته لهذا النوع من التمويل وهو متوافق مع الشريعة الإسلامية في كونه مشاركة فعلية في رأس المال، كما أن شركة Sofinance تعتبر رائدة في هذا المجال.

05	دراسة أحاجي أمال ولييق محمد بشير 2021	جامعة جيلالي ليايس سيدي بلعباس الجزائر	دروس رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (دراسة حالة الجزائر).	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي وعلى المنهج التحليلي لتحليل العلاقة بين رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.	-تقنية رأس المال المخاطر تعد من الوسائل المستحدثة التي تقدم تمويلا فعالا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تدعمها وتساهم في نجاحها. -الاعتماد على هذه التقنية كبديل جديد لأسلوب التمويل التقليدي يساهم في التخفيف من حدة المشاكل التي تعترض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. -شركات رأس المال المخاطر تدخل كشريك في هذه المؤسسات دون ضمان العائد ولا المبلغ الأصلي وتتحمل الربح والخسارة وتساهم في الجانب الإرشادي فضلا عن تقديم الدعم والخبرة لهاته المؤسسات. -تجربة الجزائر في هذا المجال جد متواضعة ولا تزال في أوجها وتسير بخطى متباطئة لانعدام البيئة المناسبة لهذا النوع من التمويل.
06	دراسة بن حملاوي نونة 2021	جامعة قسنطينة 2 عبد الحميد مهري الجزائر	واقع استخدام التمويل بصيغة رأس المال المخاطر للنهوض بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر في الجزائر-	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري مع الاعتماد على أسلوب دراسة حالة في الجانب التطبيقي.	-تعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة النواة الهامة في النهوض باقتصاديات الدول من خلال تأثيرها الإيجابي في دمج الفئات العاملة في مناصب شغل مستقرة. -اهتمت الجزائر بإنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتقديم تسهيلات قانونية ورفع الحواجز في ترقية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. -تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من مجموعة مشاكل لا سيما المشاكل المالية. -شركات رأس المال المخاطر هي الأقدر على خلق قيمة مضافة وتحقيق تنمية - تعد تجربة الجزائر في هذا النوع من التمويل برأس المال المخاطر تجربة جديدة ومتواضعة من حيث المساهمة في التمويل.
07	دراسة يحي	جامعة حسيبة	رأس المال المخاطر كآلية	اعتمدت الدراسة على	-تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر تقوم على أسلوب المشاركة، حيث ان

<p>المشارك يقدم تمويلا من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله.</p> <p>- شركة Sofinance هي مؤسسة مالية تقدم مساهمة في التمويلات المختلفة من القرض الإيجاري، والقروض طويلة ومتوسطة الأجل، إلا أن نشاط هذه الأخيرة ما يزال محصورا في الصناعات التحويلية ذات درجة مخاطرة منخفضة.</p>	<p>الوصفي المنهج التحليلي بالاستعانة بالأدوات والتحليلات العلمية.</p>	<p>بديلة مستحدثة للتقليص من الفجوات التمويلية في المشاريع الناشئة</p>	<p>بن بوعلي الشلف، جامعة طاهري الجزائر</p>	<p>أسامة وموساوي عبد السميع طه وناصر نفيسة 2020</p>	
<p>-لا يمكن اعتبار رأس المال المخاطر بديل تمويلي لمصادر التمويل الأخرى فقط، بل يعتبر مكملا لها أيضا.</p> <p>-بالنسبة للجزائر تعتبر صناعة رأس المال المخاطر حديثة النشأة مقارنة بالدول العربية الأخرى أو الدول الأوروبية التي تعتبر رأس المال المخاطر أداة هامة وبديل تمويل جيد.</p> <p>-يجب على الجزائر استقطاب أكثر لشركات رأس المال المخاطر للنهوض بهذا المجال نظرا لدوره في تمويل المؤسسات الناشئة وأحداث التنمية.</p>	<p>اعتمدت الدراسة على الوصفي المنهج التحليلي</p>	<p>دور رأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة مع دراسة حالة الجزائر</p>	<p>جامعة الجيلالي ليايس سيدي بلعباس وجامعة 20 اوت 1955 سكيكدة الجزائر</p>	<p>دراسة جليل حمزة واعراب وهيبة 2020</p>	<p>08</p>
<p>-يعتبر رأس المال المخاطر تمويل متخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا يضيف أي أعباء مالية لها.</p> <p>-التمويل برأس المال المخاطر يعتبر بديلا للتمويل التقليدي خاصة في الاستثمارات طويلة الأجل لأنه يقدم تمويلا مجانيا ويعمل على دفع المشروعات واستمرارها.</p> <p>-لا تقتصر مؤسسات رأس المال المخاطر في الدعم المالي للمشروع فحسب بل</p>	<p>اعتمدت الدراسة على الوصفي المنهج التحليلي</p>	<p>رأس المال المخاطر نمط تمويلي بديل ومعاصر للمؤسسة " التجربة الجزائرية نموذجا "</p>	<p>جامعة عباس لغرور خنشلة الجزائر</p>	<p>دراسة بلعدي عبدالله 2020</p>	<p>09</p>

					تشارك أيضا في قرارات المشروع والتدخل في توجيه مساره. -يعتبر رأس المال المخاطر في الجزائر تجربة حديثة ومحدودة.
10	دراسة بلعابد سيف الإسلام النوي 2019	جامعة الجزائر الجزائر	3	واقع استثمار شركات رأس المال المخاطر في رأس المال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خلال الفترة (1995-2016)	-ظهر مهنة رأس المال المخاطر في الجزائر يعود إلى سنة 1991 حين أنشئت أول شركة (شركة Finale). -يتضح من خلال الدراسة بأن نشاط شركات رأس المال المخاطر (المقيمة وغير المقيمة) في الجزائر يتسم بالمحدودية وقلة حجم استثماراتها.
11	دراسة خليفة وفاء 2019	جامعة الجزائر الجزائر	03	معوقات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وسبل تجاوزها - دراسة مقارنة مع شركات رأس المال المخاطر التونسية والمغربية-	- يمثل رأس المال المخاطر صورة من صور الوساطة المالية التي تجمع بين تقديم التمويل وتقديم الدعم الفني والإداري للمؤسسات الناشئة. - رغم الاختلافات العديدة الموجودة بين مؤسسات رأس المال المخاطر، إلا أن هاذين المصدرين التمويليين بإمكانهما مساندة وإكمال بعضهما البعض. - تقدم كل من التجريبتين الأمريكية والفرنسية في مجال التمويل برأس المال المخاطر دروسا هامة وفريدة من نوعها في كيفية إنجاح هذا النشاط التمويلي. - تعتبر صناعة رأس المال المخاطر حديثة النشأة في الجزائر حيث عرفت الانطلاقة الفعلية لها سنة 1991 بإنشاء شركة FINALEP. - تعاني الجزائر من غياب عوامل هامة وضرورية لنجاح رأس المال المخاطر.

12	دراسة ولد عابد عمر وعابد نصيرة وصلواتشي هشام سفيان 2018	جامعة شلف ومدرسة الدراسات العليا التجارية الجزائر	حوكمة التمويل برأس المال المخاطر - دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر -	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي	-التعرف على أهم العوائق التي تعيق تطور رأس المال المخاطر في الجزائر. -معظم شركات رأس المال المخاطر في الجزائر تستقبل طلبات متزايدة على التمويل برأس المال المخاطر إلا أنه يبقى مشكل انطلاق أشغال هذه المؤسسات الممولة نظرا للمناخ الاستثماري الغير شجع على ذلك.
13	دراسة منير خروف وريم توامرية 2017	جامعة قالمة الجزائر	رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - عرض تجربة الو.م.أ والدروس المستفادة بالنسبة للجزائر -	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي	-يعتبر رأس المال المخاطر مصدر تمويل طويل الأجل وكذا مصدرا للخبرات والمشورة التي تحتاجها المؤسسات خاصة أثناء مرحلة الانطلاق. -هنا العديد من المصادر التي تستمد من خلالها شركات رأس المال المخاطر أموالها، حيث كلما تعددت هذه المصادر وتنوعت كلما ساهم ذلك في توسع نشاطها. -كون الجزائر بلدا ناميا فهي قليلة التجربة والخبرة في مجال صناعة رأس المال المخاطر وذلك يرجع لعدة أسباب أهمها غياب مناخ موات يشجع قيام هذه الصناعة.
14	دراسة بوقرة رابح وين النوى أحلام 2016 الجزائر	جامعة محمد بوضياف المسيلة الجزائر	استخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي	- من خلال الدراسة يتضح أن رأس المال المخاطر يعد البديل الأنسب لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في ظل إجماع البنوك التقليدية عن تمويلها. -بالنظر إلى التجربة الجزائرية المتواضعة في هذا المجال نجد أنها لا تزال في بداياتها الأولى وتحتاج إلى مزيد من بذل الجهود وتذليل العقبات أمام هذه الشركات.
15	دراسة بوحرب حكيم 2014	جامعة خميس مليانة الجزائر	دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي	-تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مشاكل في سبيل إنجاح توجهاتها وأنشطتها الابتكارية.

<p>-إعداد برامج دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتطلب توفير قاعدة بيانات دقيقة، وتخضع للتحديث المستمر.</p> <p>-حادثة النظام المالي الأمريكي وفرت العديد من البدائل التمويلية والتي من بينها رأس المال المخاطر، التي خففت من حجم الفجوة المالية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.</p> <p>-نجاح التجربة الأمريكية في مجال تمويل رأس المال المخاطر تعزز بالتعديلات المستمرة للمنظومة التشريعية والجبائية.</p>	<p>التحليلي</p>	<p>المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية-</p>			
<p>-تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أفضل وسائل الإنعاش الاقتصادي.</p> <p>- ساهمت التحولات الاقتصادية والمالية في تحديث التعامل داخل البنوك، وذلك باستخدام تقنيات تمويلية جديدة تعمل على التقليل من حدة المشكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة شرع في استخدامها منذ زمن في الدول المتقدمة، إلا أنها لم تصل إلى الدول النامية ومنها الجزائر، سواء من ناحية التشريع أو التطبيق إلا في الألفية الثالثة.</p>	<p>اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي</p>	<p>بدائل تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة - دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (2005-2010) -</p>	<p>جامعة الجزائر 03 الجزائر</p>	<p>دراسة سهيلة مداني 2013</p>	<p>16</p>
<p>-رأس المال المخاطر بديل تمويلي جيد ومناسب لتمويل نشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.</p> <p>-رأس المال المخاطر بديل تمويلي حديث بالنسبة للدول العربية.</p> <p>-رأس المال المخاطر من البدائل التمويلية التي تمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من البدء في نشاطها دون فرض ضمانات عليها.</p> <p>-تعاني مؤسسات التمويل بصيغة رأس المال المخاطر من الكثير من المعوقات</p>	<p>اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي</p>	<p>فرص تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة برأس المال المخاطر - دراسة حالة : تونس ، المغرب و الجزائر-</p>	<p>جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان الجزائر</p>	<p>دراسة سمير سحنون 2013</p>	<p>17</p>

					<p>والصعوبات التي تمنعها من التوسع في نشاطها.</p> <p>-جل نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر يعتبر نشاط ضعيف جدا مقارنة بمؤسسات التمويل بهذه الصيغة في مختلف دول العالم.</p> <p>-يعتبر نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر وتونس والمغرب محتشم وغير مرضي ولا بد من بدل الجهود من اجل الارتقاء بهذا النشاط الهام.</p>
18	دراسة عمار يحياوي 2011	جامعة مولود معمري تيزي وزو الجزائر	رأس المال الاستثماري في الجزائر: الواقع والمعوقات	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي	<p>-التأخر الذي تعيشه تقنية رأس المال المخاطر في الجزائر راجع بالدرجة الأولى إلى التشريعات.</p> <p>-الإعفاءات الضريبية في الجزائر تدعم التمويل البنكي على حساب التمويل التساهمي وهذا من بين الأسباب التي أدت إلى عرقلة عمل تقنية التمويل برأس المال المخاطر.</p> <p>-الوضع الاقتصادية التي عرفتها البلاد سنوات ما يسمى بالبحبوحة من شأنها أن تعمل على توفير محيط ملائم لنمو وتطور هذا النمط التمويلي.</p>
19	دراسة رقية حساني 2009	جامعة محمد خيضر بسكرة الجزائر	رأس المال المخاطر كبدي تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي	<p>-المشكل الأساسي للتمويل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتمثل في ضرورة إيجاد مصدر تمويلي يراعي خصوصية هذه المؤسسات.</p> <p>-تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالنمو البطيء للمبيعات والأرباح لأنها تكون في مرحلة فرض نفسها في السوق ومواجهة المنافسة.</p> <p>-رأس المال المخاطر هو البديل التمويلي الذي تبحث عنه هذه المؤسسات بسبب مراعاته خصوصيات نشاطها الاقتصادي.</p> <p>-يجب أن يكون رأس المال المخاطر الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة.</p> <p>-لا بد للجزائر العمل على تطوير هذه الصناعة لما لها من دور فعال في قطاع</p>

					المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعلى دفع عجلة التنمية للبلاد بصفة عامة.
20	دراسة صالح عيسى 2003	المعهد العالي للتجارة، الدار البيضاء المغرب	رأس المال المخاطر في المغرب: المساهمة في وضع إطار قانوني، جبائي ومحاسبي	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي	<ul style="list-style-type: none"> - تحديد خصائص ومعوقات نمو تقنية رأس المال المخاطر في المغرب. - معالجة المتطلبات الأساسية لتطوير هذه التقنية التمويلية. - وجود ثغرات في القانون الخاص برأس المال المخاطر المغربي وكذلك الامتيازات الممنوحة للمولين المؤسساتيين. - يجب تطوير قانون جديد منظم لهذا النمط التمويلي وتوفير بيئة ضريبية مواتية لتحفيز الأطراف المتداخلة.
21	دراسة Emmanuelle Dubocage 2003	جامعة باريس 13 فرنسا	رأس المال المخاطر: نمط تمويلي في سياق عدم التأكد	اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي	<ul style="list-style-type: none"> - معالجة المخاطر التي تتعرض لها مؤسسات رأس المال المخاطر عند قيامها بتمويل مرحلة انطلاق المؤسسات الابتكارية ذات الطابع التكنولوجي. - الاعتماد على مقاربات نظرية تماثل المعلومات (بالاعتماد على الحوكمة في التسيير)، ونظرية الوكالة (نظرية تدرس العلاقة بين المساهمين في رأس المال المخاطر وأصحاب المشاريع الابتكارية الممولة). - اقتراح مقارنة نظرية الخيارات المستقبلية كمنهج استباقي لاتخاذ قرار التمويل من عدمه (التركيز على المرونة الإدارية وحوكمة استراتيجية المؤسسة بطريقة جيدة)

المطلب الرابع: الفائدة التي حصل عليها الباحث من الدراسات السابقة.

ساهمت الدراسات السابقة التي تم الاطلاع عليها في توفير قاعدة مهمة تسمح بتحديد المعالم الرئيسية لصناعة رأس المال المخاطر، خاصة فيما يتعلق بالمعوقات و العراقيل التي تتعرض لها المؤسسات الناشطة في هذا المجال ، ولقد جاءت هذه الدراسة كتكملة للدراسات السابقة إلا أنها ركزت على تسليط الضوء على مدى فعالية وملائمة صناعة رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، وهذا من خلال توفير التمويل اللازم لها بسبب تهرب الممولون الآخرون نظرا لارتفاع درجة المخاطر فيها ، بالإضافة إلى الاطلاع على العراقيل التي تحول دون تطور مؤسسات رأس المال المخاطر وخاصة العاملة في الجزائر، والحلول المقترحة لتجاوز هذه العراقيل للتمكن من أداء الدور المنتظر منها ، وهذا من خلال القيام بمقارنة مع تجارب بعض الدول الرائدة في هذا المجال وتجربة الجزائر ، ومحاولة الاستفادة منها.

المطلب الخامس: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة.

بعد الاطلاع على الدراسات السابقة وعمل حوصلة عامة عن مختلف المحاور التي تطرقت لها كل دراسة ، نستطيع القول أنه إضافة إلى كون هذه الدراسة مكتملة للدراسات السابقة و سوف تعالج المحاور الأساسية التي عالجتها الدراسات السابقة مع العمل على جمع أكبر قدر ممكن من المعلومات و الإلمام بالموضوع من شتى جوانبه من خلال التعرف على صناعة رأس المال المخاطر، ودوره كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وطرق عمله وخصائصه ، والتطرق أيضا إلى التعريف بمؤسسات رأس المال المخاطر والعوائق التي تواجهها خلال نشاطها، ومحاولة أيضا عرض تجارب دولية سواء الدول الرائدة والسباقة لهذه الصناعة أو الدول السائرة في طريق النمو، مع الإشارة لتجربة الجزائر من أجل أخذ الدروس و العبر من الدول الرائدة في هذه الصناعة،

ومنه فما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة هو التركيز والتمحور حول:

" فعالية صناعة رأس المال كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومدى ملائمة هذه الصناعة في حل المشاكل التمويلية لهذه المؤسسات وسد حاجياتهم التمويلية على أرض الواقع على خلاف الدراسات السابقة التي ركزت أساسا على متغيرات أخرى مثل التعريف بهذه الصناعة ، أهميتها، خصوصيتها، طرق عملها ، أسسها ، الفرق الوجود بينها وبين باقي الصناعات المالية التقليدية، المعوقات التي تواجه هذه الصناعة وتواجه مؤسسات رأس المال المخاطر ، ولم تقم هذه الدراسات بالتركيز على مدى فعالية هذه الصناعة حقيقتا ومدى ملائمتها فعليا لهذه المؤسسات وهل هذه الصناعة تراعي بالفعل خصوصية هذه المؤسسات، وتمدها بالتمويل المناسب والناجع، أما هذه الدراسة فسوف تركز على دراسة الفعالية و الملائمة و النجاعة لهذه الصناعة ،فكون هذا البديل التمويلي ضرورة حتمية لا مفر منه بالنسبة لاختيار هذه المؤسسات في السوق المالية ولأنه البديل الوحيد الذي يقبل المد بالتمويل لها وانعدام بدائل أخرى ، سوف

الفصل الأول: الإطار العام والمنهجي للدراسة

نبرز أنه وبالرغم من هذا إلا أن هذا البديل يعتبر فعال و ملائم ومناسب ويراعي خصوصية هذه المؤسسات ويدعمها ويرافقها ويمدها بكل الحلول المالية و الإدارية التي من شأنها أن تدفع بنجاحها وازدهارها وتقدمها وتخطيها كل المراحل الصعبة في حياتها وخاصة بداياتها الأولى إلى غاية استقلالها بذاتها وخروج رأس المال المخاطر من حيز الدعم و التمويل ، إضافة إلى كون هذا البديل التمويلي يعطي أيضا الوقت الكافي لهذه المؤسسات للنهوض بنفسها وتكوين رأس مال خاص بها، من خلال صيغ المشاركة في المشاريع والمشاركة في الربح والخسارة ،وكما أن هذا البديل بديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، كذلك هو بديل تمويلي للبدائل الأخرى التقليدية، لأنه يساعد ويرافق المؤسسات الصغيرة و المتوسطة للوصول إلى المستوى المطلوب من أجل القدرة على طلب البدائل التقليدية للتمويل ، وعليه فسوف نعمل على ما سبق ذكره بالإضافة إلى ترك المجال أمام الباحثين المهتمين بالبحث في هذا المجال من أجل إطلاق أبحاثهم على أعلى المستويات مع مراعاة المستجدات المستقبلية من اجل إعطاء نظرة أكبر وأوضح وأشمل لهذه الصناعة، تخدم البحث والباحثين وتخدم اقتصاديات الدول وتكون منارة علمية قابلة للتجسيد على أرض الواقع وتكون دروس للدول السائرة في طريق النمو للوصول بهذه الصناعة للنجاح والتقدم.

خلاصة:

من خلال هذا الفصل أبرزنا الإطار العام للدراسة و الذي تمثل أساسا في مشكلة الدراسة، فرضيات الدراسة، مبررات اختيار الموضوع، أهداف الدراسة، أهمية الدراسة، منهج البحث و الأدوات المستخدمة، بالإضافة إلى أهم الدراسات السابقة التي عالجت موضوع صناعة رأس المال المخاطر ، وقد قمنا بترتيبها حسب التوقيت الزمني حتى يتسنى لنا الإطلاع على أحدث هذه الدراسات وما توصلت إليه، إضافة إلى استخلاص أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة ، والفائدة التي تحصلنا عليها من خلال مراجعة هذه الدراسات وما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة.

الفصل الثاني

الإطار النظري للدراسة

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

تمهيد:

يهدف هذا الفصل إلى عرض الإنتاج الفكري من قبل الباحثين، والمبني على الدراسات والتصورات النظرية ذات العلاقة مع متغيرات الدراسة من خلال مراجعة الأدبيات السابقة، حيث ينقسم إلى ثلاث مباحث، الأول يتعلق بتقديم مفاهيم حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والثاني يتعلق بتقديم مفاهيم حول صناعة رأس المال المخاطر، والثالث يتعلق بتقديم مفاهيم حول مؤسسات رأس المال المخاطر.

المبحث الأول: مفاهيم حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

إن التطورات التي يشهدها العالم في شتى الميادين وخاصة الاقتصادية منها، منحت للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة مكانة عالية لم تعهدها من قبل، وهذا لما لها من دور في اقتصاد السوق فهي دليل قوة أو ضعف اقتصاد أي دولة، لذا أصبح الاتجاه السائد اليوم بين دول العالم سواء المتقدمة أو النامية هو تحسين المناخ الاستثماري لهذه المؤسسات وتشجيع العمل على إيجاد الأطر والمتطلبات لنجاحها والارتقاء بها من جهة وتوفير التمويل لها من جهة أخرى.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

من الصعب إيجاد تعريف موحد ينطبق على كل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لذلك يختلف مفهومها من دولة إلى أخرى، ومن نظام إلى آخر.

ويمكن تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها "مجموعة من المشروعات التي تقوم بالإنتاج على نطاق صغير، وتستخدم رؤوس أموال صغيرة، وتوظف عددا من الأيدي العاملة، وتتبع أسلوب الإنتاج الحديث، أي يغلب على نشاطها الآلية، وتطبق مبدأ تقسيما لعمل". (إسماعيل وحديدان، 2014، ص 127). كما سارعت وزارة الصناعة والمناجم الوصية على قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بوضع تعريفا مفصلا رسميا من خلال القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة رقم 02-17 المؤرخ في 10 جانفي 2017 الذي حمل جميع الأطر التنظيمية والقانونية التي تنظم هذه المؤسسات، حيث يهدف إلى "تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحديد تدابير الدعم والآليات المخصصة لها فيما يتعلق بالإنشاء والإينماء والديمومة" (المادة 01 من القانون 02-17 المؤرخ في 10 جانفي 2017).

كما تضمن القانون رقم 02-17 التعريف التالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها "تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج و/أو الخدمات والتي تشغل من 01 إلى 250 شخص ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 4 مليار دينار، أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية مليار دولار، كما تستوفي معيار الاستقلالية". (المادة 05 من القانون 02-17 المؤرخ في 10 جانفي 2017).

الجدول رقم (1-2): معايير تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المعتمدة حاليا في الجزائر

نوع المؤسسة	عدد العمال	رقم الأعمال	الحصيلة السنوية
مؤسسة صغيرة جدا	من 01 إلى 09	أقل من 40 مليون دج	أقل من 20 مليون دج
مؤسسة صغيرة	من 10 إلى 49	أقل من 400 مليون دج	أقل من 200 مليون دج
مؤسسة متوسطة	من 50 إلى 250	من 400 مليون دج إلى 4ملايير دج	من 200 مليون إلى مليار دج

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

المصدر: من إعداد الطالبان اعتمادا على الجريدة الرسمية، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، للعدد 02 من القانون 17-02 الصادر في 10 جانفي 2017 استنادا على المواد 5،8،9،10 من القانون.

المطلب الثاني: التجارب الدولية لتعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تعتبر عملية التوصل إلى تعريف محدد وموحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تأخذ به كل دول العالم غير ممكن، وهذا راجع لأسباب تتعلق باختلاف إمكانياتها، ظروفها الاقتصادية والاجتماعية، وكذا مرحلة النمو التي بلغت، حيث تبنت كل جهة تعريفا خاصا بها نظرا لصعوبة وضع تعريف عام لهذه المؤسسات على المستوى الدولي، هذا فضلا على وجود أكثر من تعريف في الدولة الواحدة.

لذلك سيتم مناقشة مجموعة من التعاريف سواء كانت على مستوى المنظمات الدولية أو على مستوى بعض الدول المتقدمة والنامية، ثم نقوم بإدراج التعريف المعتمد في الجزائر وذلك على النحو الآتي:

1: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدى بعض المنظمات الدولية:

من بين هذه التعاريف نذكر:

1.1: البنك الدولي:

يقدم البنك الدولي تعريفا أكثر توازنا وانسجاما مع الدول النامية معتمدا على معيار حجم العمالة في تقسيم المؤسسات، حيث اعتبر المؤسسة التي يعمل فيها أقل من 10 عمال والمبيعات الإجمالية السنوية حتى 100 ألف دولار وإجمالي الأصول حتى 10 آلاف دولار متناهية الصغر، والمؤسسة الصغيرة هي التي يعمل فيها من 10 إلى 49 عاملا وإجمالي الأصول والمبيعات حتى 03 مليون دولار، أما المؤسسات المتوسطة فيعمل بيها من 50 إلى 100 عامل وإجمالي الأصول والمبيعات حتى 10 مليون دولار (حسين عبد المطلب الاسرج، ص08).

2.1: منظمة العمل الدولية:

تعرف منظمة العمل الدولية المؤسسات الصغيرة بأنها المؤسسات التي يعمل بها أقل من 10 عمال، والمؤسسات المتوسطة التي يعمل بها ما بين 10 إلى 99 عاملا، وما يزيد عن 99 عاملا تعد صناعات كبيرة. (حسين عبد المطلب الاسرج، ص 08).

3.1: منظمة الأمم المتحدة للتنمية الصناعية (UNIDO):

عرفت الأمم المتحدة للتنمية الصناعية "يونيدو" المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها تلك المؤسسات التي يديرها مالك واحد ويتكفل بكامل المسؤولية بأبعادها الطويلة الأجل (الإستراتيجية) والقصيرة الأجل (التكتيكية)، كما يتراوح عدد العاملين فيها ما بين 10 و 50 عاملا. (حسان خضر، 2002، ص02)، إذ توصي هذه المنظمة بأخذ المعايير الكمية والنوعية بعين الاعتبار لتعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

4.1: منظمة التنمية والتعاون الاقتصادي (OECD):

قدمت هذه المنظمة التعاريف الآتية (OCDE, 2002, P230):

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

- الصناعات الميكروية: تكون فردية أو تشغل 04 أشخاص على الأكثر.
 - الصناعات الصغيرة جدا: تشغل ما بين 05 - 19 عاملا.
 - الصناعات الصغيرة: تشغل ما بين 20 - 99 عاملا.
 - الصناعات المتوسطة: تشغل ما بين 100-499 عاملا.
- 5.1: هيئة الأمم المتحدة:**

تفرق هيئة الأمم المتحدة ما بين المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الدول النامية وتلك الموجودة في الدول المتقدمة، ففي الدول النامية، تعتبر هذه المنظمة كل مؤسسة يعمل بها أقل من 90 عاملا مؤسسة صغيرة ومتوسطة أما بالنسبة للدول المتقدمة، فتكون المؤسسات صغيرة ومتوسطة إذا كانت تشغل أقل من 500 عاملا وفقا لتصنيفات هذه المنظمة.

2: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدى بعض الدول المتقدمة (الصناعية):

نجد من بينها ما يلي:

1.2: تعريف الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تختلف وتتباين تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية حسب رؤية كل منظمة أو بنك أو هيئة مهتمة بهذا القطاع ودوره الاقتصادي والاجتماعي، من بين هذه التعريفات نجد:

أ- **بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي:** التعريف الذي يتبناه بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وجعله الأساس عند تقرير منح بعض التسهيلات والمزايا الخاصة بالمؤسسات، يشير إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي كل تنظيم مستقل في الملكية والإدارة وتستحوذ على نصيب محدود من السوق والتي لا يزيد عدد العاملين فيها عن 200 عاملا ورأس المال المستثمر لا يزيد عن 09 مليون دولار، الأرباح السنوية هي الأخرى لاتزيد عن 450 ألف دولار، في حين القيمة المضافة لاتزيد عن 4.5 مليون دولار سنويا. (عبد الحميد عبد المطلب، 2001، ص220).

ب- **هيئة المنشآت الصغيرة (Small Business Administration):** هي هيئة خاصة بإدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتعامل بكل ماله علاقة بالسياسات المرتبطة بها، حيث تعرف حسب قانون سنة 1953 بأنها المؤسسة التي تملك و تدار بشكل مستقل ولا يكون لديها القدرة على السيطرة (الهيمنة) في مجالها، (موقع إدارة منشآت الأعمال الصغيرة الأمريكية)، حجم مبيعاتها السنوية قليل نسبيا يعمل بها عدد قليل من العاملين بالمقارنة مع مؤسسات أخرى في نفس القطاع. (محمد طالبي، 2009، ص45).

يوضح الجدول الآتي أهم المعايير المستخدمة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من قبل هيئة المنشآت الصغيرة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

الجدول رقم (2-2): تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف هيئة المنشآت الصغيرة الأمريكية.

القطاع	المعيار	الحجم
الصناعات التحويلية	عدد العاملين	فما فوق 500
تجارة التجزئة	قيمة المبيعات السنوية	أقل من 05 مليون دولار
الخدمات	قيمة المبيعات السنوية	أقل من 05 مليون دولار
تجارة الجملة	عدد العاملين	101 فما فوق
مقاولات البناء	قيمة الإيرادات السنوية	أقل من 17 مليون دولار
أنشطة تجارة خاصة	قيمة المبيعات السنوية	أقل من 07 مليون دولار
الزراعة	قيمة المبيعات السنوية	أقل من 0,5 مليون دولار

المصدر: عبد الحميد عبد المطلب، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة، 2009، ص 30.

ت- لجنة التطوير الاقتصادي الأمريكي (Committee of Economic Development)

(CED): اعتمدت هذه اللجنة على معايير نوعية وتنظيمية تصنيف المؤسسات من حيث حجمها، خصائص الإدارة، مصادر التمويل والأسواق التي تعمل فيها المؤسسة، حيث اعتبرت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تلك المؤسسة التي تدار بشكل مستقل، تتميز بالربط بين الإدارة والملكية، التمويل الشخصي وتتحصر أعمالها في الأسواق المحلية أو في مناطق جغرافية محدودة.

تعتبر مؤسسات الصغيرة والمتوسطة نسبيا إذا ما قورنت مع مؤسسات أخرى تنشط في نفس القطاع من حيث حجم العمالة وحجم الاستثمارات ومستوى التكنولوجيا المستخدمة. (إلهام فخري طملي، 2008، ص 19).

2.2: تعريف اليابان لمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تصنف اليابان في تعريفها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أساس معيار رأس المال المستثمر وعدد العمال، حيث عرف القانون الياباني الذي عدل في 03 ديسمبر من سنة 1999 أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ميزها بين مختلف المؤسسات على أساس طبيعة النشاط، كما هو مبين في الجدول الآتي:

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

الجدول رقم (2-3): تعريف اليابان للمؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة

القطاع	رأس المال المستثمر (مليون ين)	عدد العمال
الصناعات والقطاعات الأخرى	300 أو أقل	300 عامل أو أقل
مبيعات الجملة	100 أو أقل	100 عامل أو أقل
مبيعات التجزئة	50 أو أقل	50 عامل أو أقل
الخدمات	50 أو أقل	100 عامل أو أقل

المصدر: لخلف عثمان، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسبل دعمها وتنميتها - حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/2004، ص16.

3.2: التعريف البريطاني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تتبنى بريطانيا اتجاها آخر في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث تقوم على استخدام مجموعة من المعايير الهامة: (سمير علام، 1993، ص4).

- لا يزيد حجم المبيعات السنوية للمؤسسة عن 1.4 مليون جنيه إسترليني أو ما يعادل 2.2 مليون دولار.
- لا يزيد حجم الأموال المستثمرة والواردة في بيان المركز المالي عن 0.8 مليون جنيه إسترليني.
- أن يقل عدد العاملين في المؤسسة عن 50 عاملا.

هذا بالإضافة إلى مجموعة من المؤشرات التي تستند إليها لتحديد ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي من بينها: (سمير علام، 1993، ص08).

- أن يكون نصيب المؤسسة من السوق محدودا.
- استقلالية المؤسسة عن أي تكتلات اقتصادية.
- أن تتم إدارة المؤسسة عن طريق أصحابها.

ويلاحظ من خلال ما سبق أن المعايير التي يعتمد عليها في التعريف البريطاني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتشابه إلى حد كبير وتلك المستخدمة في التعريف الأمريكي وإن اختلف في حجم الأموال المستثمرة وعدد العمال.

4.2: تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

قام الاتحاد الأوروبي بإصدار تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 1996 في توصيات المفوضية بتاريخ 03 أبريل 1996 المتعلق بتعريف هذه المؤسسات، إذ يستخدم التعريف معياري عدد العمال والايراد السنوي وكذا اجمالي الأصول إضافة لمعيار الاستقلالية، تم تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على النحو الآتي: (Nadine Levratto, 2009, p22).

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

- تعريف المؤسسة الصغيرة على أنها المؤسسة التي تضم أقل من 50 عاملا، ويكون رقم أعمالها أقل من 07 مليون أورو، وإجمالي أصولها يكون أقل من 05 مليون أورو.
 - أما المؤسسة المتوسطة فهي تلك المؤسسة التي يتراوح عدد العمال فيها من 50 إلى 250 عاملا، ويكون رقم أعمالها أقل من 40 مليون أورو، وإجمالي أصولها أقل من 27 مليون أورو.
 - في حين المؤسسة المصغرة هي التي تضم أقل من 10 عمال.
- إضافة إلى المعايير السابقة، لا بد من توفر شرط الاستقلالية حتى تكون المؤسسة صغيرة أو متوسطة، يعني ذلك أن لا تزيد مساهمة الشخص في رأس المال على 25%.
- وبداية من أول جانفي 2005، تم تبني رقم أعمال جديد هذا نظرا لدخول عدد من الدول إلى الاتحاد الأوروبي ما جعلها تفكر في إعادة النظر في التعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ليتماشى مع الوضع الجديد، وهذا وفقا للجدول الآتي:

الجدول رقم (2-4): تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المؤسسة	العمالة الموظفة (عامل)	رقم الأعمال السنوي (مليون أورو)	قيمة أصول الميزانية (مليون أورو)
المؤسسة المصغرة	أقل من 10	أقل من 02	أقل من 02
المؤسسة المصغرة	10-49	أقل من 10	أقل من 10
المؤسسة المتوسطة	50-249	أقل من 50	أقل من 43
المؤسسة الكبيرة	أكثر من 250	أكثر من 50	أكثر من 43

Source: Nadine Levratto, op-cit, p 22.

3: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدى بعض الدول النامية:

الدول النامية حتى هي كانت لها الحصة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يمكن عرض بعض تجارب هذه الدول كالاتي:

1.3: تعريف اتحاد بلدان جنوب شرق آسيا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

في دراسات حديثة حول هذه المؤسسات، قام بلدان جنوب شرق آسيا باستخدام تصنيف بروتشوهيمنز (Bruch et Heimins)، وهي من التصنيفات الشهيرة التي تعتمد على معيار العمالة ومعترف به بصورة عامة في هذه البلدان، حيث تصنف المؤسسات إلى أربعة أحجام على التوالي: (عبد السلام أبو قحف، 2004، ص189)

- من 01 إلى 09 عمال: مؤسسات عائلية وحرفية.
- من 10 إلى 49 عاملا: مؤسسات صغيرة.
- من 50 إلى 99 عاملا: مؤسسات متوسطة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

- أكثر من 100 عاملا: مؤسسات كبيرة.

2.3: تعريف الهند للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

بدأ تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الهند على أساس حجم العمالة وليس على أساس حجم رأس المال المستثمر، حيث بقي التعريف معتمدا على حجم العمالة سائدا حتى أواخر السبعينات (1978)، بعد ذلك دخل حجم رأس المال المستثمر كمعيار ثانٍ وحدد بأن لا يتعدى 750000 روبية، كما يعتبرون كل المؤسسات الباطنية والتي يقل رأس مالها عن 01 مليون روبية مؤسسة صغيرة ومتوسطة. (Sellami, Ammar, 1985, p 36).

3.3: تعريف مصر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

من بين التعاريف السائدة في مصر مايلي:

أ- **هيئة بنك مصر:** عرفها بأنها تلك المؤسسات التي تستخدم تكنولوجيا بسيطة وتكون كثيفة العمالة، وألا يقل عدد العمال عن 10 عمال ولا يزيد عن 100 عاملا، أما تكلفتها الاستثمارية (باستبعاد الأراضي والمباني) لاتزيد عن نصف مليون جنيه، في حين ترى البنوك الأجنبية المؤسسة الصغيرة على أنها كل مؤسسة يتراوح حجم مبيعاتها ما بين مليون و 50 مليون جنيه، أما المؤسسات المتوسطة تتراوح مبيعاتها ما بين 20 و 100 مليون جنيه.

ب- **تعريف القانون رقم 41 لسنة 2004:** أخيرا جاء تعريف قانون رقم 41 سنة 2004 الذي عرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها كل مؤسسة فردية تمارس نشاطا اقتصاديا، إنتاجيا، تجاريا وخدميا، حيث لا يقل رأسمالها المدفوع عن 50 ألف جنيه ولا يتجاوز مليون جنيه وعدد العمال فيها لا يزيد عن 50 عاملا، أما المؤسسة المتناهية الصغر فهي كل مؤسسة فردية تمارس نشاطا اقتصاديا، إنتاجيا، خدميا أو تجاريا والتي يقل رأسمالها المدفوع عن 50 ألف جنيه. (صابر أحمد عبد الباقي، موقع الالكتروني).

4.3: تعريف دول مجلس التعاون الخليجي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

لا يوجد تعريف رسمي وموحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بل يتم تصنيفها عامة وفق معياري رأس المال المستثمر وعدد العمال فيها، وبناء على تصنيف منظمة الخليج للاستثمارات الصناعية تعتبر المؤسسات الصغيرة تلك المؤسسات التي يعمل فيها أقل من 30 عاملا ولا يتجاوز رأس المال المستثمر مليوني دولار، أما المتوسطة هي التي يعمل فيها أقل من 60 عاملا ورأس المال المستثمر فيها ما بين 02 و 06 مليون دولار. (منظمة العمل العربية، 2008، ص15).

5.3: تعريف الأردن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تعددت التعاريف التي يتم التعامل معها في الأردن للمؤسسات الصغيرة وذلك باختلاف الجهة التي تحدد التعريف والهدف منه، ولكنها اعتمدت جميعا على معيار العمالة لتصنيف حجم المؤسسات. وفيما يلي جدول يوضح تصنيف المؤسسات في الأردن من حيث الحجم ووفقا للجهة التي حددته.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

الجدول رقم (2-5): تعريف الأردن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الجهة المحددة للتصنيف	مؤسسات صغيرة	مؤسسات متوسطة	مؤسسات كبيرة
دائرة الإحصاءات العامة	عاملا 04-01	عاملا 19-05	أكثر من 20 عاملا
غرفة صناعة عمان	عاملا 19-01	عاملا 20-99	أكثر من 100 عاملا
بنك الانماء الصناعي	عاملا 04-01	—	—
الشركة الأردنية لضمان القروض	عاملا 50-01	—	—
وزارة الصناعة والتجارة	عاملا 19-05	—	—
الجمعية العلمية الملكية	عاملا 19-01	—	—
مشروع الضمان الاجتماعي	عاملا 05-01	—	—
مشروع تشجيع الاستثمار	عاملا 10-01	عاملا 10-24	أكثر من 25 عاملا

المصدر: إلهام فخري طماية، مرجع سبق ذكره، ص 22.

6.3: التعريف المعتمد في القانون الجزائري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

إن التعريف المعتمد بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر هو التعريف الوارد في القانون 18/01 المؤرخ في 2001/12/12، والمتمثل في القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي ينص على مايلي: (المادة 5،6،7 من القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية رقم 77، الصادرة في 15 ديسمبر 2001).

تعرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج سلع و/أو خدمات تشغل من 01 إلى 250 شخصا، ولا يتجاوز رقم أعمالها مليار دينار جزائري، أو لا يتعدى إجمالي حصيلتها السنوية 500 مليون دينار جزائري، وهي تحترم معايير الاستقلالية. من خلال ما سبق يمكن توضيح مايلي:

- **تعريف المؤسسة المصغرة:** بأنها مؤسسة تشغل من 01 إلى 09 عمال، كما أنها تحقق رقم أعمال سنوي أقل من 20 مليون دينار جزائري أو مجموع ميزانيتها السنوي لا يتجاوز 10 ملايين دينار جزائري.
- **تعريف المؤسسة الصغيرة:** بأنها مؤسسة تشغل من 10 إلى 49 شخص ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 200 مليون دينار جزائري أو لا تتجاوز حصيلتها السنوية 100 مليون دينار جزائري.
- **تعريف المؤسسة المتوسطة:** بأنها مؤسسة تشغل من 50 إلى 250 عامل دائم، ويكون رقم أعمالها محصور بين 200 مليون و 02 مليار دينار جزائري ويكون مجموع حصيلتها السنوية ما بين 100 و 500 مليون دينار جزائري.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

المطلب الثالث: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تتصنف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجموعة من المزايا التي تكسبها طبيعة خاصة وتجعلها ذات قدرة كبيرة على التكيف مع الأوضاع الاقتصادية رغم تباين هيكلها الاقتصادية وأوضاعها الاجتماعية، إلا أن هناك العديد من العيوب التي يمكن أن توجه لها خصوصا في الدول النامية. يمكن إجمالها على النحو الآتي:

1: الخصائص الإيجابية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن المؤسسات الكبيرة بمزايا عديدة تجعلها أكثر ملائمة في دفع عملية التنمية الاقتصادية، والتي نوجزها فيما يلي:

1.1: سهولة التأسيس وحرية اختيار النشاط:

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بسهولة التأسيس مما يؤدي إلى تحقيق التشغيل الذاتي وترقية الاقتصاد، إذ تعطي فرصة لاختيار النشاط الذي يبرز قدرات الأشخاص الذاتية وترقية المبادرات الفردية وإظهار القدرة على الإبداع والاختراع، الأمر الذي جعل هذه المؤسسات تفرض وجودها عدديا في كل أنحاء العالم (رابح خوني، 2003، ص45).

2.1: بساطة الهيكل التنظيمي:

حيث أن صاحب المؤسسة غالبا ما يكون هو مديرها وبالتالي يتمتع بالاستقلالية في الأداء، هيكل تنظيمي بسيط، اتخاذ القرارات تكون سريعة وسهلة، هذا إضافة إلى مركزيتها (عبد الله بلوناس، طراد فارس، 2008، ص172). فالأمر كله متروك بصورة أساسية لصاحب المؤسسة ومدى خبرته في تقدير المواقف ومعالجتها وهذا ما لانهجته في المؤسسات الكبيرة.

3.1: صغر حجم رأس المال:

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصغر رأسمالها واعتمادها على مصادر تمويل داخلية بسبب صعوبة حصولها على تمويل خارجي لقيوده التي تعطي الحق للممول بالتدخل في إدارة شؤون العمل مما يزيد من حدة المخاطر المالية الممكن التعرض لها، لذلك فأغلبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذا اضطرت إلى التمويل الخارجي فهي تفضل القروض الصغيرة أو التمويل من مصادر غير رسمية حتى وإن كانت تكلفتها عالية مقابل الحصول على حرية التصرف في إدارة المؤسسة (سليمان ناصر، 2011، ص6).

4.1: التدقيق في الإبداع والابتكار:

تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الكثير من الأحيان على الإبداع والابتكار، حيث يرجع ذلك إلى اعتماد هذه الأخيرة على الإنتاج بأحجام صغيرة، فهي تلجأ إلى تعويض هذا النقص بإجراء تعديلات على بعض المنتجات، بإضافة بعض الاختراعات والابتكارات الجديدة لإعطائها صيغة لمنافسة منتجات المؤسسات الكبرى ذات الوفرة والجودة العاليتين في الإنتاج

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

5.1: خلق فرص العمل وامتصاص البطالة:

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أهم القطاعات الاقتصادية التي تخلق مناصب شغل جديدة وتحولها من طاقة عاطلة إلى طاقة منتجة، فهي تتجاوز المؤسسات الصناعية الكبيرة في هذا المجال، وذلك لكونها مؤسسات مكثفة للعمل إذ تستخدم فنونا إنتاجية بسيطة نسبيا وانخفاض تكلفة فرصة العمل بها، وهذا ما يؤدي إلى امتصاص فائض العمالة التي تتزايد سنويا بتزايد النمو السكاني حيث أن توظيف العمالة تكون متزايدة في الدول النامية مقارنة بالدول المتطورة. (Xavier Greffe, 1984, pp 9-10).

6.1: سهولة الدخول في السوق:

تمتاز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بسهولة وحرية الدخول والخروج من السوق لانخفاض قيمة رأس المال الثابت وارتفاع نسبة رأس المال مقارنة مع مجموع الخصوم وحقوق أصحاب المؤسسة (فريد راغب النجار، 1999، ص 07). وكذا سهولة تحويل أصول المؤسسة الصغيرة إلى سيولة من خلال البيع دون تكبد خسائر كبيرة. فإن ذلك يتيح لها الفرصة للدخول في السوق والخروج منه في فترة زمنية قصيرة عكس المؤسسات الكبيرة.

7.1: معبئ فعال للموارد البشرية:

تشكل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة معبئ فعال للموارد البشرية والمادية، فهي تستطيع أن تكون بمثابة ادخار للمالك الصغار الذين يبحثون عن استثمار أموالهم عوض اللجوء إلى وضعها في المصارف، بحيث يقومون بإنشاء مؤسسات خاصة بهم (عبد الحميد مصطفى أبو ناعم، 2003، ص 16).

8.1: المرونة العالية والتكيف مع المتغيرات:

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها قادرة على التكيف والتفاعل بمرونة وسهولة مع المتغيرات البيئية الخارجية والمرونة في مجال الإنتاج من حيث الكم والنوع وبرامج التسويق مما يجعلها أسرع استجابة لحاجات السوق (محمد هيكل، 2003، ص 16)، وكذا سرعة التكيف مع الأوضاع الاقتصادية المحلية والوطنية وحتى العالمية في ظل العولمة والإنتاج الاقتصادي العالمي.

9.1: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مكتملة وداعمة للمؤسسات الكبيرة:

إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستجيب لطلبات المؤسسات الكبيرة بتوفير مستلزمات معينة (منتجات محددة، أيدي عاملة،) حيث تتم هذه العملية عن طريق عقود تسمى التعاقد من الباطن وتأخذ شكلين: (بوعبد الله هبة، 2009/2008، ص 24)

- **التعاون المباشر:** يتم عن طريق العلاقة التي تجمع المصانع المنتجة التي يكون إنتاج أحدها وسيطا لإنتاج آخر. هذا الشكل من التعاون يساهم في خلق مناصب الشغل كما ينمي الصناعة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

● **التعاون غير المباشر:** يؤدي هذا النوع من التكامل إلى دعم نظام تقسيم العمل والتخصيص، حيث يتيح الفرصة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتخصص في إنتاج معين وفي حدود إمكانياتها الإدارية والفنية. هذه النشاطات لا تتدخل فيها المؤسسات الكبيرة.

2: الخصائص السلبية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

لا تعني مزايا المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أنها مطلقة فهناك العديد من العيوب الواجب ذكرها، والتي نوجزها على النحو الآتي:

1.2: التخطيط:

فيما يتعلق بالتخطيط وكنتيجة لضعف المعرفة الإدارية وغياب التكوين، نلاحظ غياب النظرة الإستراتيجية والتخطيط المستقبلي لدى أغلب أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ يقتصر تخطيطهم على المدى الزمني البسيط المقدر ببعض الأسابيع أو حتى الأيام. (نادية قويح، 2006، ص 196).

2.2: ارتفاع الفشل واختفاء هذه المؤسسات:

إن أهم سمه سلبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي أنها أكثر عرضة للفشل، الزوال، التصفية والغلق من المؤسسات الكبيرة. هذا التهديد قائم على مدى حياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أنها أعلى في سنوات التأسيس الأولى (سعاد نائف برنوطي، 2005، ص 82). علاوة على ذلك فإن دورة حياة المؤسسة هي الأخرى قصيرة إذ أنها تتأثر بأسباب بسيطة قد تضع حدا لنهاية نشاطها بسبب هشاشتها مثلا، كاستقالة موظف أساسي، خسارة زبون، الخ (José ST-Pirre, p06).

3.2: صعوبة الحصول على التمويل:

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من صعوبة الحصول على التمويل وإذا حصلت عليه فغالبا ما تكون بتكلفة أعلى من تكلفة مؤسسة كبيرة، فالتكاليف الإدارية المتعلقة بالتمويل تكون هي الأخرى أعلى مما يزيد من التكلفة الكلية للتمويل (سعاد نائف برنوطي، 2005، ص 84)، حيث يؤدي بها إلى عدم القدرة على تكوين احتياطات مالية للنمو. كما أن الأرباح التي تحققها المؤسسة تبقى محدودة جدا مقارنة مع المبالغ الأرباح التي تحققها أي مؤسسة كبيرة، فقد تكون عالية كنسبة من رأس المال إلا أنها تبقى محدودة جدا كأرقام (سعاد نائف برنوطي، 2005، ص 86).

4.2: محدودية التوسع والتطور:

تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمحدودية التوسع والتطور الذي يرجع أساسا إلى انخفاض الطاقة الإنتاجية والقدرات التنظيمية بها، حيث أن إمكانية التوسع والتطور مرهونة بالسياسات الحكومية الموجهة لتنمية هذا القطاع.

5.2: انخفاض مستوى التكنولوجيا المستخدمة:

تمتاز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها تستخدم نمطا تكنولوجيا بسيطا جدا مقارنة بالمؤسسات الكبيرة، ويعتبر هذا النمط أكثر ملائمة لطبيعة وظروف الدول النامية. فالتقنيات المستخدمة في هذه

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

المؤسسات مكثفة للعمل نسبياً وبسيطة، بالإضافة إلى هذا فإن الخامات المرتبطة بهذه التقنيات غالباً ما تكون متوفرة محلياً والمهارات العمالية المطلوبة بها بسيطة.

6.2: الاكتفاء بسوق محلية:

تكتفي عادة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة المصغرة منها بسوق محلية كقرية أو ضاحية حضرية لا تطمح لتوسيع السوق خارج هذه المنطقة، مما يجعلها عرضة لإيقاف النشاط بسبب المنافسة مثلاً.

المطلب الرابع: الصعوبات والتحديات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال مراحل حياتها عدة صعوبات تتمثل فيما يلي:

1. **الصعوبات التمويلية:** يعد الحصول على التمويل أحد أهم التحديات التي تواجه المؤسسات الناشئة سواء كان ذلك في مرحلة انطلاقها أو أجل توسيع أعمالها أو لتسريع نموها، لكن في الآونة الأخيرة ظهرت بشكل تدريجي مؤسسات رأس المال المخاطر ومسرعات نمو تعمل على تسهيل الوصول إلى التمويل لكن هذا غير كافي طالما أن هناك فجوة بين هذه المؤسسات والمستثمرين الذين يقدمون عروض التمويل لها، حيث أنه هناك عدة مؤسسات ناشئة قامت بتمويل نفسها ذاتياً ورفضت عروض التمويل التي تلقتها بسبب عدم اتفاقها مع رؤيتها (ولد الصافي والعراقي، 2021، ص ص 472-473).

2. **الصعوبات الإدارية:** تواجه المؤسسات الناشئة عراقيل إدارية عديدة، وغالباً ما تدفع إجراءات التأسيس المعقدة والبطيئة صاحب المؤسسة إلى التخلي عن فكرة المشروع نتيجة لنقص الإمكانيات والخبرة الكافية. (سبتي، 2009، ص 14).

3. **الموارد البشرية:** تحتاج المؤسسات الناشئة إلى خبراء لتطوير النموذج الأولي لأنها عادة تبدأ بمؤسس واحد أو بعدد قليل وهو ما يشكل تحدياً لها لتعيين موظفين آخرين، حيث تعتبر هذه العملية مهمة لنجاحها، فإذا كان المؤسس لا يملك الخبرة الكافية في هذا المجال قد يؤدي ذلك إلى فشل المؤسسة نتيجة لمشاكل إدارة الموارد البشرية.

4. **آليات الدعم:** وتتمثل في المستثمرين الملاك، حاضنات الأعمال، مجتمعات العلوم والتكنولوجيا، المسرعات، مراكز تطوير الأعمال الصغيرة ورأس المال المخاطر وغيرها، حيث لها دور كبير في دورة حياة المؤسسات الناشئة وعدم توفرها يؤدي إلى زيادة احتمالية الفشل. (Salamzadeh, KawamoritaKesim, 2015, p07).

المطلب الخامس: إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

تعتبر إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحد العقبات الرئيسية التي تقف أمام نموها وتطورها، حيث يواجه أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبة في الحصول على التمويل اللازم لمزاولة نشاطات المختلفة لمؤسساتهم.

وترجع إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى أنه في أغلب الأحيان ماتكون المؤسسة تملك قدرة جد محدودة في الحصول على رأس المال والخدمات المالية للوفاء باحتياجاتها من رأس المال

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

العامل أو الثابت بصفة مستمرة، وهذا لضعف الموارد الذاتية لأصحاب المؤسسة ولأحجام مؤسسات التمويل عن تزويد المؤسسات المصغرة المالية المختلفة.

وتعتبر المؤسسات المالية سواء البنوك التجارية أو البنوك المتخصصة هي المصدر الخارجي الرئيسي لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويعود عزوف مؤسسات التمويل هذه على تقديم الائتمان اللازم للمؤسسات المصغرة لمزاولة نشاطاتها المختلفة لجملة من الأسباب يمكن إبرازها فيما يلي: (غفال، 2016، ص 75).

❖ **تكلفة القروض المرتفعة:** إن تكاليف الخدمة أو المعاملات المصرفية في تمويل المؤسسات التي تتميز بصغر حجمها تكون مرتفعة بسبب المبلغ الصغير للقروض، حيث أن البنوك تتحمل جراء تعاملها مع هذا النوع من المؤسسات تكاليف مختلفة ناجمة عن وجود إجراءات إدارية أكبر مطلوبة في حالة منحها القروض الصغيرة، وهذه المصاريف المرتفعة تتعلق بالحصول على المستندات الضرورية والبيانات التي يتم على أساسها اتخاذ قرار التمويل من البنك، كذلك فإن إجراءات عمليات الإشراف والتحصيل غالبا ما تكون أكبر للبنوك في حالة منحها للقروض للمؤسسات الصغيرة، وهذا لضخامة عدد الملفات وصغر حجم القروض.

❖ **ارتفاع مخاطر إقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** في أغلب الأحيان ما ينظر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أنها غير جديرة بالثقة الائتمانية، ففي أغلب الحالات لا يمتلكون أصحاب المؤسسات القدرة على تقديم دراسة جدوى وخطط العمل التي يقدمها أصحاب المؤسسات الكبيرة.

❖ **عدم توفر الضمانات المطلوبة:** إن مؤسسات التمويل عند منحها للقروض تطلب ضمانات مختلفة، حسب طبيعة القرض والعميل المقترض وهذا بهدف تغطية مخاطر عدم سداد القرض من قبل العميل المقترض، كذلك من النادر وجود مؤسسات مالية مختصة في تمويل المؤسسات صغيرة الحجم، وتتفهم الخصائص التي تتميز بها هذا النوع من المؤسسات، وإن وجدت مثل هذه المؤسسات المالية المتخصصة فتكون إمكانيتها محدودة.

❖ **ضعف نظام الرقابة والمتابعة:** يعكس الواقع العملي لمنح التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاهتمام بالمتابعة الدفترية على حساب المتابعة الميدانية، مما يعني ترك المجال لأصحاب هذه المؤسسات لاستخدام التمويل في غير ما خصص له، وهو ما يمثل إهدارا للتمويل وإنذارا بعدم القدرة على سداده في آجال استحقاقه (أشرف محمد دوابه، 2006، ص 18).

❖ **افتقار مؤسسات التمويل إلى الخبرات المتعلقة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** تعاني مؤسسات التمويل من افتقار الخبرة التمويلية المتعلقة بتلك المؤسسات، لذلك فإنه في ظل النظام الحالي قد لا يكون هناك حافز للإقراض نتيجة انخفاض أرباح المؤسسات الصغيرة

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

والمتوسطة أو انعدامها، إضافة إلى حداثة خبرة المقرضين وضعفها بالنسبة للتعامل مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مجال التسويق والتقييم والإشراف، وكذا قلة أو انعدام حوافز الأداء بالنسبة لمسؤولي القروض بالبنوك التي تشجعهم على التعامل مع هذا النوع من المؤسسات.

كما أن مسؤولي القروض لا تتوفر لديهم الخبرة لتقييم الطلبات المقدمة من أصحاب الأعمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذين يطرقون سوقا غير مستغلة محليا أو عالميا أو يقيموا مؤسسات تتسم بالديناميكية والنمو السريع (عبد الحميد عبد المطلب، 2009، ص 85).

❖ **افتقار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى الخبرات اللازمة لنشاطهم:** تتخفف درجة الكفاءة الإدارية والخبرة العملية لدى الشباب وصغار المستثمرين عند بدء نشاطهم يمثلون الفئة التي تشتد حاجتها إلى معظم الدعم الحكومي والمالي، كما أنه من الصعب على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جذب العمالة الماهرة الضرورية والحصول على التكنولوجيا، المعلومات المتعلقة بالإنتاج والتسويق، مدخلات الإنتاج والمساحات اللازمة لإقامة منشأتهم. (أشرف محمد دوابة، 2006، ص 22).

بناء على ما قدمناه يمكن القول أن مشكلة التمويل تعد من أهم المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي من أكبر العراقيل التي تحد من فعاليتها، نموها وقدرتها على البقاء، في ظل محدودية أو انعدام المؤسسات المالية المتخصصة في تمويل هذا النوع من المؤسسات من جهة وإلى مميزات هذه المؤسسات واحتياجاتها من جهة أخرى.

المبحث الثاني: مفاهيم حول صناعة رأس المال المخاطر.

يعتبر التمويل أبرز المشكلات التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة في مرحلة الانطلاق، وقد أدى ذلك إلى اتساع فجوة تمويل هذه المؤسسات، وفي ظل هذا الواقع ظهر بديل تمويلي مستحدث لنظام التمويل التقليدي، يتمثل في التمويل بتقنية رأس المال المخاطر، وهي عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية.

المطلب الأول: مفهوم رأس مال المخاطر.

يمكننا التطرق لأهم التعريفات لرأس المال المخاطر من خلال:

تعريف الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر التابعة لـ م أ - (NVCA) على أنه "استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأمد، في مؤسسات تملك استعدادات قوية، منجز من طرف مستثمرين متخصصين". (Emmanuel, 2006, p 06)

ويمكن تعريفه على أنه أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات رأسمال المخاطر وتقوم على أساس المشاركة حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، ولذلك فهو يخاطر بأمواله، ولهذا نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة التي تواجه صعوبات في هذا المجال. (دراجي، 2013، ص 346)

ويعتبر رأس المال المخاطر أسلوباً من أساليب لكن بتقنية وصيغة خاصة فهو يجمع بين تقديم المساعدة في إدارة الشركة مما يحقق تطورها، ويمثل صورة الوساطة المالية من خلال رؤوس الأموال التي يرغب الادخار العام أو ادخار المؤسسات (بنوك، شركات تأمين، مؤسسات، سلطات عمومية) باستثمارها بمخاطر مرتفعة مع توقع تحقيق عائد مرتفع قد يصل في بعض البلدان كأمريكا من 30% إلى 40%. (عبد الله بلعيدي، 2008، ص 88).

وأيضاً يعرف على أنه استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة، وتعد مؤسسات رأس المال المخاطر وسيطاً بين مصادر التمويل (في الغالب مستثمرون مؤسساتيين) وشركات المقاولات التي تتميز بالنمو السريع والتكنولوجيا العالية. (براق، 2012، ص 03)

أما الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر عرفته أنه وسيلة لتمويل المؤسسات التي تتسم بارتفاع درجة المخاطرة، ولا تستطيع الحصول على التمويل اللازم من المؤسسات المالية، ويقابل هذا الارتفاع في المخاطر توقع عائد مرتفع خلال المدة التي يستثمر فيها رأس المال الاستثماري European Venture Capital Association (EVCA).

كما يعتبر رأس المال المخاطر هو عبارة عن بديل جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية، حيث لا يقوم على تقديم الأموال فحسب، بل تقوم على أساس المشاركة، ولهذا فإن المؤسسات الاستثمارية تساعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في عملية إنشائها أو نموها. (Jean lachman, 1999, P47)

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

المطلب الثاني: التطور التاريخي لرأس المال المخاطر.

بعد أن توارى أسلوب المضاربة الذي اقتبسته أوروبا من الاقتصاد الإسلامي خصوصاً في القرن 19، أخذ مرة أخرى يظهر في شركات رأس المال المخاطر.

تنسب نشأة رأس المال المخاطر إلى الجنرال الفرنسي DORIOT الذي أنشأ في أمريكا سنة 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم ADR التي تخصصت في تمويل الشركات الالكترونية الشابة، ظل بعد ذلك نمو مؤسسات رأس المال المخاطر بطيئاً في السوق الأمريكية إلى غاية 1977، أما في أوروبا فقد عرفت في تاريخ أحدث لكنها لقيت عناية كبيرة من الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر التي تأسست في بروكسل عام 1983 لتطور حرفة رأسمال المخاطر في أوروبا تصل أرباحها في حدودها العالية ما بين 250% و 300% سنوياً، وتظهر أهمية ذلك إذا علمنا أن الاستثمار طويل الأجل بلغ بين سنتي 1990 و 1993 في و.م.أ 54 مليار دولار، أي أن رأس المال المخاطر يمثل 60% منها، وهي تنسب إلى بنوك كبيرة يبلغ عمرها 200 سنة، بينما لم يزد عمر رأس المال المخاطر عن نصف قرن، إضافة إلى أن النسبة التي يمولها رأسمال المخاطر تصل إلى 64% من المشاريع عالية المخاطر.

فشركات رأس المال المخاطر أنقذت أمريكا من التخلف التكنولوجي أمام اليابان، وهي عبارة عن رؤوس أموال تتجمع في البنوك وتعطى للمشاريع الريادية والابتكارات، فشركات ماكنتوش ومايكروسفت كانت عبارة عن محلات بقالة عام 1980.

وقد سارعت كل الدول المتقدمة إلى تبني هذا الأسلوب، ولكن النتائج اختلفت، فبينما نجحت إنجلترا وهولندا تعثرت في إيطاليا وإسبانيا وألمانيا. (السعيد بريش، 2007، ص 8-9).

المطلب الثالث: الأسباب التي تدفع إلى اللجوء إلى رأس المال المخاطر وأهميته.

يمكن إبراز الأسباب فيما يلي:

- يشكل رأس المال المخاطر أحد الحلول الهامة لمجابهة مشكلة التمويل التي تواجه المشروعات الصغيرة والمتوسطة عند نشأتها أي خلال مرحلة التكوين والنمو المبكر والتي يصعب تمويلها من خلال الاقتراض أو من خلال حقوق الملكية.

- يساهم رأس المال المخاطر في تحقيق النمو الاقتصادي وللتدليل على ذلك نجد أن تمويل المشروعات التكنولوجية يعتمد أساساً على أساس مال مخاطر وتساهم هذه المشروعات في تحقيق النمو الاقتصادي في و.م.أ بنسبة لا تقل عن الثلث ولا تزيد عن النصف يضاف إلى ذلك أنه كلما زادت المشروعات التكنولوجية الحديثة التي يتم تمويلها برأس المال المخاطر زادت القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني خاصة في ظل عالم بدون حواجز جمركية.

- يساهم رأس المال المخاطر في توفير وظائف جديدة في القطاعات التكنولوجية التي يتم تمويلها برأس المال المخاطر.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

- يقوم رأس المال المخاطر بتمويل مشروعات بمخاطر مرتفعة لا يقبل على تمويلها عادة البنوك والمؤسسات المالية المختلفة وذلك لغياب الأصول التي تشكل الوعاء الرئيسي للضمانات التي تطلبها عادة هذه البنوك كشرط لتقديم التمويل اللازم وبعبارة أخرى يقبل أصحاب رأس المال المخاطر على عكس البنوك على التمويل بدون ضمانات وفي بعض الأحيان التمويل على المكشوف أي دون وجود رأس مال مملوك من قبل أصحاب فكرة المشروع.

- ولا يقتصر دور رأس المال المخاطر على توفير التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة والمتوسط سواء عند نشأتها أو عند التوسع في أنشطتها وإنما يمتد ليشمل إمداد مثل هذه المشروعات بالموارد والخبرات الفنية والإدارية التي تفتقد إليها وهو ما يطلق عليه في التمويل " إعادة الهيكلة البشرية والإدارية". (سامي عبد الباقي، 2010، ص ص 17-19)

المطلب الرابع: محددات وعوامل نجاح رأس المال المخاطر.

إن ديناميكية ونجاح صناعة رأس المال المخاطر مرتبطان بعدة عوامل أهمها:

- **دور السلطات العمومية:** تلعب الدولة والهيئات الرسمية دورا محوريا في صناعة رأس المال المخاطر، لأنها تحدد المحيط القانوني، الضريبي، المالي والتنظيمي الذي تمارس فيه هاته الصناعة، هذا ما يمكننا تسميته بالتدخل غير المباشر، كما تتدخل أيضا مباشرة بتوظيف الأموال العمومية في المؤسسات وصناديق رأس المال المخاطر.

- **دور الجمعيات المهنية:** تلعب الجمعيات المهنية لصناعة رأس المال المخاطر دورا تنظيميا ورقابيا هاما يساهم في تطويرها وتقوم بتهيئة محيط ملائم لممارسة المهنة، نذكر على سبيل لجان أخلاقيات المهنة للجمعية الفرنسية للمستثمرين لرأس المال، والكتاب الأبيض للجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر الذي ينظم مختلف الجوانب المتعلقة بممارسة المهنة.

- **دور المستثمرين المؤسسيين:** يلعب المستثمرون المؤسسيون دورا محوريا في تطوير صناعة رأس المال المخاطر خصوصا فيما يتعلق بجانب عرض الأموال ومن أبرز المستثمرين المؤسسيين نجد صناديق التقاعد التي توفر الادخار طويل الأجل وكذلك البنوك نظرا لما تمتلكه من إمكانيات تخولها لعب دور محوري في صناعة رأس المال المخاطر.

- **دور السوق المالي:** نظرا للاهتمام الكبير الذي يعيره المخاطر برأس المال للخروج ورغم أن السوق المالي يمثل الطريقة المفضلة للخروج لتمكينه من تحقيق عوائد أكبر من الطرق الأخرى، إلا أن شروط وضوابط هذا الأخير تعتبر أكثر ملائمة للمؤسسات الكبرى وغير ملائمة للمشاريع الناشئة، الأمر الذي دعا إلى ضرورة إنشاء أسواق متخصصة بشروط أقل تشددا على غرار سوق ناسداك الأمريكي الذي أنشئت أسواق مشابهة له في مناطق عديدة من العالم، لكن النتائج كانت مختلفة.

- **أهمية الكفاءات:** يعتبر عامل الكفاءات عنصرا هاما من أجل تطوير صناعة رأس المال المخاطر وذلك في جانبي العرض والطلب على حد سواء فمن جانب العرض تتطلب عمليات تسيير المحافظ، انتقاء تقييم

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

ومتابعة المشاريع الناشئة كفاءات عالية متميزة ومتنوعة يجب توافرها في المخاطر برأس المال، أم من جانب الطلب فإن المبادرين لكونهم خريجي الجامعات ومخابر البحث فإنهم عادة ما يفتقرون للخبرة التسييرية اللازمة، و ثقافة العمل ضمن فريق مع المخاطرين برأس المال الأمر الذي يدعو إلى إيجاد حلول تكوينية في هذا الصدد.

- **أهمية براءات الاختراع:** يهتم المخاطر برأس المال بشكل كبير بحماية الفكرة التي يقوم عليها المشروع عن طريق امتلاك المبادر لبراءة الاختراع، حتى يضمن الأول احتكار السوق وبالتالي عائدات أكبر، إذن لا بد من إرساء ثقافة براءات الاختراع لدى المبتكرين وتسهيل إجراءات حصولهم عليها، لتحفيز المخاطرين برأس المال ولعل ذلك يتم عن طريق خلق أجهزة متخصصة في هذا المجال على غرار الوكالة الوطنية للابتكار بفرنسا ANVAR أو الديوان الأوروبي لبراءات الاختراع . (محمد سبتي، 2009، ص ص 93-97)

المطلب الخامس: مميزات رأس المال المخاطر ومزاياه.

1: مميزات رأس المال المخاطر:

- يتميز رأس المال المخاطر بالخصائص التالية: (نبيلة قدور، حمزة العرابي، 2017، ص 886).
- يعد رأس المال المخاطر من الأنشطة طويلة الأجل والتي تتراوح فيها مدة مشاركة رأس المال المخاطر من 5 إلى 7 سنوات.
- يتميز رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدما للتمويل.
- يتم اتخاذ القرار الاستثماري من جانب المستثمر بناء على نتائج المتوقعة للمشروع الذي يتم تمويله وفي تاريخ مستقبلي، وتتمثل النتائج في العائد خلال فترة التمويل.
- يتم تحقيق العائد على رأس المال المخاطر في نهاية مدة بقاء رأس المال المخاطر بالمشروع موضوع التمويل ولا تشكل الأرباح التي يتم توزيعها خلال هذه المدة إلا جزءا قليلا من هذا العائد ويعبارة أخرى يتم تحصيل العائد عند خروج رأس المال المخاطر وعندئذ يحصل المستثمر في مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال بالإضافة للعائد الرأسمالي المتوقع وهو العائد الأساسي المستهدف من الاستثمار.
- يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل قائمة المشاريع الصغيرة والمتوسطة أو تمويل إلى التوسع في مشروعات قائمة أو لإعادة هيكلة شركات قائمة أو لتمويل عمليات التعثر المالي، غالبا ما تكون ذات مخاطر مرتفعة ولكن العائد المتوقع لها يكون كبير.
- غالبا ما يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مشروعات لها أسواق واحدة من ناحية التنمية الاقتصادية، كما أنها غالبا ما تكون مشروعات وضع أفكار وأبحاث علمية أو تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع والتي لا يتوافر لأصحابها الأموال اللازمة.

2: مزايا رأس المال المخاطر:

تتمثل مزايا رأس المال المخاطر في: (رابح بوقرة، بن النوي أحلام، 2016، ص 2)

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

- **المشاركة:** حيث أن شركة رأس المال المخاطر تكون شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح حيث تتراوح ما بين 15% إلى 30% حسب الاتفاق بالإضافة إلى 20.5% مقابل المصاريف الإدارية سنويا.

كما تتحمل جزء من الخسارة في حالة حصولها، كما أن الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيد للشركة ويساعد على نجاحها، وهي تفتح المجال للمشاركة الطويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوفر في الديون قصيرة الأجل.

- **الانتقاء:** أمام الممول فرصة لاختيار المشاريع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكذلك ذات أرباح متوقعة عالية، وقادرة على رفع قيمة أصولها بينما في حالة القرض تبحث المؤسسات المالية القادرة على السداد وبالتالي فهي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي لم تعد تمتلك طاقات ابتكار.

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

- **التنوع:** يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر بحيث ما يمكن أن نخسره مع مشروع نربحه مع آخر إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها فضلا على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.

- **التنمية والتطوير:** إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجزأ على خوضها إلا الرواد القادرون، ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع، وقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة كابل، ميكروسوفت، كومبال، لميدرال اكسبريس، جينيتيك وغيرها، وكانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تحمس لها مصادر التمويل التقليدية.

- **توسيع قاعدة الملكية:** تستمر الشراكة إلى أن تستوي الشركة فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته أو تطرح كأسهم، ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة. إضافة إلى دورها الكبير في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث في مرحلة الإنشاء لا تملك هذه المؤسسات القدر الكافي من الأموال اللازمة، كما أن البنوك تمتنع عن تقديم القروض لها دون ضمانات لكن مؤسسات رأس المال المخاطر تقدم ما يلزم لهذه المؤسسات رغم ارتفاع المخاطر خلال مرحلة الإنشاء.

المطلب السادس: الوظيفة التمويلية لرأس المال المخاطر.

1: التمويل برأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

يعد رأس المال المخاطر مصدرا وأداة تمويلية مهمة في توفير الغطاء التمويلي اللازم للمشروعات الناشئة الواعدة بالنمو لكنها تفتقر إلى مصادر تمويلية أخرى بسبب معدل المخاطر العالية التي ترتبط بها، ويمثل ذلك التمويل الموجه للمراحل المبكرة لحياة المؤسسات التي عادة ما تقوم على مضمون تكنولوجي

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

معتبر وتمتلك استعدادات قوية للنمو، ويعد بديلا هاما لأسلوب التمويل التقليدي الذي يعتمد على القروض، فأساس قيام شركة رأس المال المخاطر هو مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، ويمول أساسا رواد الأعمال أصحاب الأفكار النيرة واللامعة والمشاريع ذات الجدوى العالية وتنطوي على أرباح كثيرة ولكن تفنقر إلى رؤوس الأموال لبدأ هذه المشاريع، فتعمل هذه التقنية بتسهيل هذه العملية وتمكين هؤلاء الأشخاص من بدأ مشاريعهم، وتعتمد العوائد بشكل كامل على نمو المشروع وقدرته على تحقيق الأرباح، وتتعامل شركة رأس المال المخاطر بمبدأ المشاركة ومن ثمة تعتمد على أسلوب الجدوى الاقتصادية للمشروع وربحيته وكفاءة إدارة المشروع كبديل عن أسلوب البنوك التقليدية في تركيزها على الضمانات وحجم القوائم المالية، هذه الميزة الناجمة في الاقتصاد والتي برهنت كفاءتها ميدانيا، تميزه وتعطي له فارقا كبيرا عن بقية مصادر التمويل الأخرى، وهو تمويل الإبداع والابتكار بحيث انتشر بشكل سريع في الدول الغربية، وأصبح يحقق نجاحا تلو الآخر بفضل حجم الاستثمارات التي استطاع أن يضيفها إلى رصيده، مما أضفى عليه أهمية قصوى، ويعد رأس المال المخاطر تقنية جد متطورة للتمويل بالمشاركة، موجه بشكل أساسي للمؤسسات الناشئة والمتجددة، ويرتكز رأس المال المخاطر على القيام بالمشاركة في تأسيس مشروعات أو شركات جديدة ذات مخاطر عالية أو مشروعات قائمة متعثرة لا تحقق العائد المطلوب منها، فيقوم رأس المال المخاطر من خلال مشاركته في هذه المشروعات ومن خلال تقديم المستندات المالية بتحسين فعالية تلك المشروعات ورفع عوائدها الاستثمارية بما يساعد في تحقيق عوائد عالية في أغلب الأحيان تتناسب مع درجة المخاطر التي تعرضت لها وربحيته وليس على أساس الضمانات، ولا يتم جني الأرباح إلا في المشاريع الناجحة، وفي حالة الخسارة فالممول يتحمل ذلك أي أن الممول عرضة للريح والخسارة، (Vanina, 2003, p326) وهكذا فالأساس الذي يقوم عليه رأس المال المخاطر هو مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر.

إن التمويل برأس المال المخاطر عبارة عن استثمار حقيقي من دون أثر الرفع المالي، فقد نجح في تمويل المشروعات الناشئة القائمة على التكنولوجيا العالية، وله أثر فعال في خفض التكاليف وتسهيل نمو الإنتاجية والأداء الاقتصادي والربحية، ولا يتنافى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، بل هو مستنبط من أحد الأشكال التمويلية الإسلامية المتمثل في التمويل بالمضاربة، لذا فلا يتوقع أن تكون له آثار سلبية كما هو الحال بالنسبة للتمويلات الربوية التي أدت مؤخرا إلى انهيار النظام المالي العالمي (بريش السعيد، 2007، ص09).

2: المراحل التمويلية برأس المال المخاطر:

تتم عملية التمويل برأس المال المخاطر بأربع مراحل أساسية نوجزها فيما يلي: (عبد الباسط وفا، 2001، ص ص 83-85).

1.2. مرحلة الإنشاء: وتسمى المرحلة البذرية ويتم فيها توفير الغطاء التمويلي للمشروع في بدايته وتعتبر هذه الخطوة تمويل المرحلة المبكرة حيث لا يتوافر للمستثمر الموارد المالية الكافية، وتنقسم إلى رأس مال قرب

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

الانطلاق ورأس مال الانطلاق، ورأس المال المخاطر هي الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة لارتفاع المخاطر إلى أوجها.

2.2. مرحلة التمويل اللاحقة: وهي مرحلة توليد الإيرادات وتهدف هذه المرحلة إلى تمويل تنمية وتطوير التوسع ومرحلة النضج.

3.2. مرحلة تحويل الملكية: يوفر رأس المال المخاطر في هذه المرحلة الغطاء التمويلي الكافي لتمويل عمليات انتقال وتحويل السلطة الصناعية والمالية في المشروع إلى مجموعة جديدة من الملاك ويطلق عليها أيضا رأس مال تعاقب.

4.2. مرحلة التصحيح أو إعادة التدوير: عندما تواجه المؤسسة ضعف الأداء أو مشاكل إدارية أو نقص الإيراد أو تغيير ظروف الطلب فإنها تحتاج إلى إنهاض مالي، فيأخذ رأس المال المخاطر بيدها حتى تعيد عافيتها وترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح، كما تسمى هذه المرحلة بمرحلة التقويم أو التخرج أو مرحلة التصحيح، فكل المشاكل التي تعترض المؤسسات في هذه المرحلة يمكن تجاوزها بهذه الصيغة.

المطلب السابع: الوظيفة الإدارية لرأس المال المخاطر.

إن دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ورفع فرص نجاحها هي الوظيفة الأولى لرأس المال المخاطر، وتتم من خلال توفير جميع أنواع الدعم المالي والإداري والتسويقي، ورعاية المشاريع الجديدة في مرحلة البدء والنمو، وتسهيل بدء المشروع، والتوصل إلى شبكة دعم مجتمعي، وإقامة مجموعة من الخدمات الداعمة والتميزية مثل الجودة وقاعدة معلومات الفنية والتجارية ووحدات للاختيارات والقياس، والعمل على تنميتها والتسويق للمنتجات والخدمات التي تقدمها، وأيضا من خلال تبني المشاريع القائمة على التكنولوجيا والمرتبطة بالجامعات ومراكز البحوث، والعمل على تغذية المشاريع الصغيرة الوليدة في موقعها، وتقديم مؤسسات رأس المال المخاطر جميع أنواع الخدمات التي تتطلبها إقامة وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تشمل: الخدمات الإدارية، الخدمات المتخصصة، الخدمات التمويلية، والخدمات العامة (الإسكوا، 2007، ص 38-40) فالأساس الذي يقوم عليه اقتراح تأسيس رأس المال المخاطر هو قيامه على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، ونتيجة للأساليب والآليات المتعددة والمتنوعة له يمكن اعتباره بديلا تمويليا متاحا وملائما للمشروعات الصغيرة والمتوسطة التي يعتبر مشكلة التمويل من أكبر المعوقات التي تعاني منها، سواء في مرحلة الانطلاق أو مرحلة النمو والتوسع، والتي ينحصر تمويلها على القروض المصرفية التي يشكل الدين والضمان والمخاطر والائتمان عبئا لها، فأسلوب التمويل بشركة رأس المال المخاطر يعتمد في تمويله لهذه المؤسسات على مبدأ المشاركة والمساهمة، حيث يتحمل الممول المخاطر مع المستثمر الربح والخسارة، كما يشكل رأس المال المخاطر أحد الوسائل الفاعلة الذي يتناسب نشاطه ومستوى تدخلاته مع طبيعة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، نظرا لارتباط نشاطه بالمجالات ذات المخاطرة والعائد المتوقع الكبير، أين يتخذ التمويل شكل المساهمة في رأس مال المؤسسة، ويقوم بتوفير التمويل المالي وكذلك

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

الدعم الفني والتكنولوجي والإداري لهذه المؤسسات (Savignac, 2007, p864) وهو ما يفسر أيضا عدم نجاعة تلك المصادر التقليدية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبالتالي فإن دعم المشروعات الناشئة ورفع فرص نجاحها يعتبر الوظيفة الأساسية لرأس المال المخاطر ويتم ذلك من خلال توفير جميع أنواع الدعم المالي والإداري والتسويقي والرعاية لهذه المشروعات في مرحلة النمو وإنشاء قاعدة للمعلومات الفنية والتجارية وتسهيل الوصول إلى مصادر التمويل وتوفير الخدمات القانونية وتوفير العديد من الخدمات الإدارية والتدريبية والتسويقية والاستشارية وبناء شبكات تواصل وتقديم الخدمات الفنية وتوفير البنية التحتية، وتوفير خدمات عامة إلى جانب الدعم المالي والقانوني والتجاري للمؤسسات الناشئة وتوفير قوى الدفع الأولى للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمساعدتها على تجاوز أعباء الانطلاق وضمان استدامتها، من خلال ما توفره من خدمات الدعم والمساندة خاصة خلال السنوات الأولى من حياتها (Gabrielli, 2007, p22)، وتقديم استشارات إدارية من شأنها مساعدته على تصميم هيكل تنظيمي يلاءم مع طبيعة عمل المؤسسة واستراتيجياتها وتوفير الخدمات المالية الضرورية من خلال المساهمة في رأسمال المؤسسة بنسبة معينة والمساهمة في التأجير التشغيلي لمختلف التجهيزات والمباني بشروط ميسرة. ويلعب رأس المال المخاطر دورا فعالا في تمويل المؤسسات بحيث تمدها بالأموال والخبرة والطرق الحديثة في الإدارة والتنظيم وتدمج أموالها مع أموال المؤسسة الممولة، وهذا ما يحقق تمويلا محفزا لهذه المؤسسات لأن تنهض وتحقق أرباح معتبرة بعكس طريقة تمويل الاستدانة المحفوفة بمخاطر السداد وسعر الفائدة وأعباء أخرى كإشكالية الضمانات وغيرها (بركات، ملتقى دولي، 2010) والمخاطر برأس المال لا يكتفي بتقديم النقد فحسب، بل يتدخل في عملية التسيير والرقابة والمحافظة على أمواله، فهو يقدم يد المساعدة في اتخاذ القرارات الإستراتيجية وتدعيم البحث وهيكله التمويل، ويساهم في إدارة المؤسسة بما يحقق تطورها ونجاحها، كما تتم عملية التدخل هذه عن طريق تقديم شبكات الاتصال في كل الاتجاهات والمعرفة الجيدة بالسوق، والتقييم الدائم والمستمر للمكانة والمركز التنافسي للمؤسسة، كما يقوم على تكنولوجية متقدمة، مخاطر عالية، وأرباح واعدة، وهكذا فالأساس الذي يقوم عليه رأس المال المخاطر هو مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، وتعتمد عوائده على مدى نجاح ونمو العمل، والذي يوفر حافزا جيدا لرأس المال المخاطر ليعمل على إنجاز العمل. (Lachmann, 1998, p17).

المطلب الثامن: توقيت دخول رأس المال المخاطر.

يمكن لرأس المال المخاطر أن يمول المؤسسات الناشئة في المراحل الآتية: (الناصر، 2012، ص37)

1: تمويل مرحلة الفكرة:

في هذه المرحلة، يقوم رأس المال المخاطر بتمويل الأبحاث والدراسات لفكرة معينة، وبعد نجاح الفكرة، وإثبات جدواها وقابلية تنفيذها يواصل رأس المال المخاطر تمويل مرحلة الانطلاق والنمو، وغالبا ما يتم تمويل هذه المرحلة عن طريق صناديق رأس المال المخاطر التابعة للدولة والجامعات ومراكز الأبحاث.

2: تمويل المرحلة الأولى (الانطلاق):

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

يتم هنا تمويل بدء المشروع والبنية التحتية له، حيث تواجه غالبية المؤسسات الناشئة صعوبات في الحصول على التمويل بالطرق التقليدية، وغالبا ما يتم تمويل هذه المرحلة عن طريق صناديق رأس المال المخاطر التابعة للشركات الكبرى.

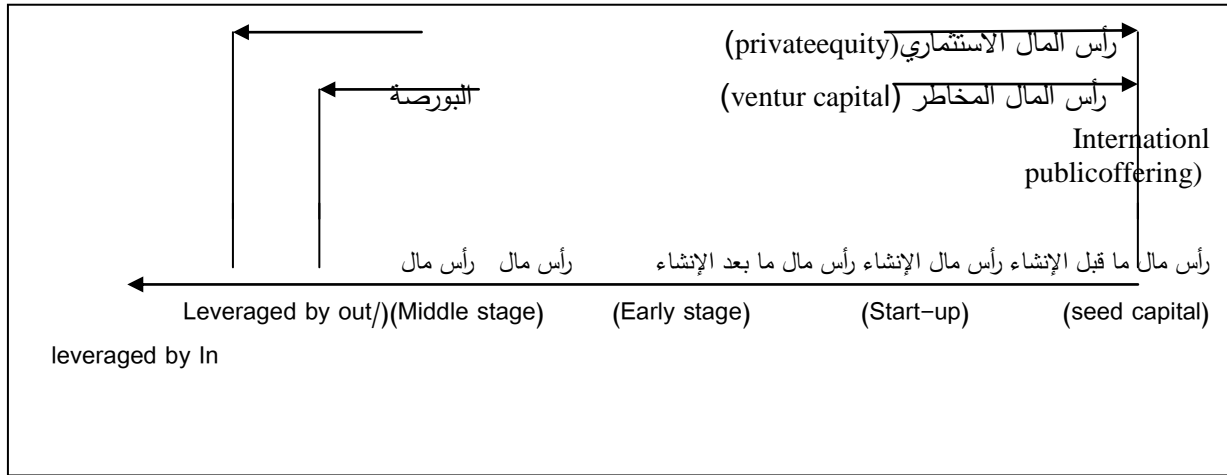
3: تمويل مرحلة التوسع:

يتم في هذه المرحلة تمويل توسع المؤسسات الراغبة في النمو والتوسع.

4: مرحلة التمويل الأخير:

تأتي هذه المرحلة قبل الخروج من المشروع، وتهدف لزيادة قيمة أسهم المؤسسة قبل بيع حصة صاحب رأس المال المخاطر.

ويمكن توضيح مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر من خلال الشكل الموالي:
الشكل رقم (1-2): مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.



المصدر: براق محمد وبين زواي محمد الشريف، 2012، ص04.

المطلب التاسع: آليات خروج رأس المال المخاطر.

هناك العديد من آليات خروج رأس المال المخاطر من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أهمها: (الناصر، 2012، ص38).

- طرح أسهم المؤسسة للاكتتاب العام، حيث يتم إجراء بيع الأوراق المالية الممثلة لحصة صاحب رأس المال المخاطر في البورصة من خلال اللجوء إلى النداء العلني للدخار، حيث تمثل هذه الطريقة أهم طرق الخروج بالنسبة لصاحب رأس المال المخاطر.

- طرح المشروع للاكتتاب الخاص، حيث يقوم المالك الأصلي للمشروع بشراء حصة صاحب رأس المال المخاطر.

- الاندماج والاستحواذ، من قبل شركة قائمة ومتداولة في سوق الأسهم، وهنا يحصل المستثمر على أصل ماله وأرباحه في صورة أسهم في الشركة الدامجة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

- التملك بالكامل وإعادة شراء أسهم المال المخاطر من قبل المبادر صاحب الفكرة.
- البيع لمستثمر آخر، مثل شركة قابضة أو صناديق استثمار قابضة.

المطلب العاشر: مراحل التمويل برأس المال المخاطر.

يتميز التمويل برأس المال المخاطر بالمرحلة سواء في تقديم الأموال للمشروع، أو حتى في تمويل مراحل مختلفة في حياة المشروع لا تقتصر فقط على طول الإنشاء. فما دامت إمكانيات النمو واعدة والمخاطر مازالت قائمة يمكن أن تمتد عملية التمويل المخاطرة إلى مراحل أخرى من عمر المؤسسة دوناً عن مرحلة ما قبل الإنشاء والانطلاق. وفيما يلي توضيح لمراحل تمويل برأس المال المخاطر (رابح وحساني، 2015، ص 187-192).

-رأس مال ما قبل الإنشاء أو قرب الانطلاق: وهو رأس مال موجه لتغطية مرحلة البحث التطوير لإثبات إمكانية نجاح الفكرة، مثل تنفيذ النموذج المبدئي واختيار نجاح الفكرة ومدى قابليتها للتطبيق، أو تمويل التصنيع المحدود لاختيار السوق قبل الانطلاقة الفعلية.

- رأس مال الإنشاء أو الانطلاق أو التأسيس: وهي المرحلة الأساسية للتدخل شركات رأس المال المخاطر، على اعتبار أن هذه المرحلة غير مغرية تماماً لمصادر التمويل الأخرى. ولذلك يعد رأس المال المخاطر الممول الوحيد والفعلي لبداية النشاط من تطوير المنتج إلى طرحه الإنتاجي والتجاري. وبذلك فهي تنقسم إلى مرحلتين:

◆ **البداية بمعناها الضيق:** تغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية للمشروع (البدء في التنفيذ التصنيعي).

◆ **المرحلة الأولى من التمويل:** وتغطي نفقات البداية التجارية (سوق أولي أو نفقات تسويق المنتجات).

- رأس مال التنمية أو التطوير: وتكون هنا المؤسسات قد بلغت عتبة مقبولة من المردودية وبدأت تحقق أرباحاً ولو بسيطة، ولكنها تحتاج إلى موارد مكملة وإضافة لرفع القدرة التسويقية وزيادة رأس المال العامل. وتتضمن بدورها مرحلتين، أما تمويل مرحلة التوسع التي تكون بحاجة للأموال الاستثمار والتدوير بسبب زيادة المبيعات (رأس مال المخاطر هو الصيغة الأكثر تفضيلاً واستجابة)، أو تمويل مرحلة التطوير والنضج وهنا تقل الحاجة إلى رأس المال مخاطر باعتبار أن المشروع بدأ في توفير التمويل الذاتي وأصبح لديه قدرة على الاستدانة إلا أن المشاريع الناشئة الصغيرة والمصغرة تبقى في حاجة إليه.

- رأس مال تحويل الملكية أو تعاقب الملكية: ويستعمل عند تغيير الأغلبية المالكة للمشروع قائم فعلاً إلى ملكية عامة أو خاصة (شراء مشاريع). حيث يتحمل رأس المال المخاطر أعباء تحويل السلطة المالية والصناعية إلى مجموعة جديدة من الملاك.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

- رأس المال التقويم أو التصحيح: ويخصص لمشروعات قائمة فعلا ولكنها تعثرت لوجود صعوبات خاصة (نقص النشاط أو مشاكل إدارية أو في الخزانة أو نقص في الإيرادات أو الطلب). وفي المقابل تتوفر هذه المشروعات على إمكانيات ذاتية لاستعادة مكانتها في السوق ويقوم بذلك رأس المال المخاطر من خلال الإنهاض المالي.

من خلال هذه المراحل يتضح أن رأس المال المخاطر لا غني عنه في تمويل مرحلتي النشأة والإنشاء والتوسع باعتباره الملجأ الوحيد للمؤسسات الناشئة في دورة حياتها الأولى وكذلك للمشاريع ذات الأثر باعتبارها غير مغرية للتمويل التقليدي.

المطلب الحادي عشر: مصادر رأس المال المخاطر.

1: السوق غير الرسمي:

يتكون السوق غير الرسمي لرأس المال المخاطر مما يسمى ملائكة الأعمال *busniss angles* ويطلق عليهم أيضا مستثمرو العناية الإلهية *investisseurs providentiels* وكذا رأس المال غير الرسمي *informel* غير أن المصطلح الأول هو الأكثر شيوعا واستخداما ملائكة الأعمال *busniss angles* ويعرف ملائكة الأعمال على أنه " أشخاص طبيعيين يستثمرون جزءا من أموالهم يضعون وبالمجان تحت تصرف صاحب المؤسسة خبراتهم وكفاءاتهم وعلاقاتهم وجزءا من وقتهم (http://wikipedia.org/wiki/business_angel)، ويوفر ملائكة الأعمال هؤلاء الأموال اللازمة للمرحلة الأولى أي *L'amorçge* وتقوم الشركات التي يتم تمويلها بجمع الأموال اللازمة للمرحلتين الثانية والثالثة عادة من شركات رأس المال المخاطر أو سوق الأسهم العامة (روبرت هيزرتش، 1991).

والخاصية الأساسية لملائكة الأعمال هي أن استثمارهم لا يكون إلا في مؤسسات جديدة وواعدة تواجه مخاطر عالية جدا هذه المخاطر العالية في حالة نجاح المؤسسة ستترجم في عوائد مالية جد معتبرة، ومصطلح جديدة هنا يعني ما هو جديد مقارنة مع ما هو موجود حاليا، ولايتعلق الأمر إذن فقط بالتجديد التكنولوجي، كما يتميز ملائكة الأعمال بجملة أخرى منها: متعلمون والعديد منهم يحملون شهادات جامعية، معظم الشركات التي يتم تمويلها تقع على بعد يوم واحد من السفر، معظم التمويل يكون للشركات التي تمويلها تقع على بعد يوم واحد من السفر، معظم التمويل يكون للشركات التي هي في طور الإنشاء أو التي تبلغ أقل من 5 سنوات من عمرها، قد يتشاركون مع 9-12 مستثمر آخر، المجالات المفضلة للتمويل: التصنيع (السلع الصناعية السلع الاستهلاكية)، الطاقة والموارد الطبيعية، الخدمات، التجارة.

2: السوق الرسمي:

يتكون السوق الرسمي من نوعين من تنظيمات رأس المال المخاطر وهي إما شركات أو صناديق استثمار مخاطرة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

1.2- شركات رأس المال المخاطر: ونجدها ثلاثة أنواع من الشركات ذات التمويل المخاطر وهي:

أ- شركات رأس المال المخاطر الخاصة المستقلة: أغلبية مؤسسات رأس المال المخاطر هي مؤسسات مخاطرة مستقلة (Alaa-Eldin M,2007)، بمعنى أنها غير منضوية تحت أية هيئة مالية أخرى، وتسمى بالشركات الخاصة المستقلة، وتقوم بجمع الأموال لدى المستثمرين المحتملين معتمدة على شهرتها وتخصصها وخبرتها (www.gulff.com).

ب- رأس المال المغامر الشريك العام: تستثمر نسبة كبيرة من المؤسسات أموالها من خلال صناديق منظمة كشراكة محدودة أين يلعب رأس المال المخاطر دور الشريك العام (Alaa-Eldin M,2007)، وقد ظهر هذا النوع في أواخر الستينات في الو م أ حيث ظهرت الشركات الصغيرة والخاصة التي تقوم بتمويل رأس المال المخاطر فيها كالشريك العام وتتلقى أجرا للإدارة ونسبة من الأرباح مقابل كل صفقة، ويقوم الشركاء المحدودون بتمويل المبالغ اللازمة، وكان الشركاء المحدودون في العادة مؤسسات مثل صناديق التبرع، صناديق التقاعد، دوائر الإيداع في البنوك، شركات تأمين، وكذا الأثرياء من الأفراد أو العائلات (روبرت هيزرتش، 1991، ص327).

ت- شركات رأس المال المخاطر التابعة: تطور هذا النوع أيضا في نفس الفترة وهي أواخر الستينات في الو م أ، ويقصد بالتابعة هنا أنها أفرع لشركات المساهمة الكبرى (Alaa-Eldin M,2007) التي تؤسسها وتوفر رأس المال اللازم لها، وهي نوعين:

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

2.2 - 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 وللاستثمار القومي ككل" (أشرف محمد دواية، 2004، ص49)، وتعد صناديق رأس المال المخاطر الأشكال الجديدة والمبتكرة تحصل صناديق رأس المال المخاطر venture capital funds على الأموال اللازمة لممارسة نشاطها من صناديق التأمين والمعاشات، وشركات التأمين ومن بعض المنشآت غير الهادفة للربح كما يلاحظ أن جزءا صغيرا منها يتم الحصول عليه من بعض وحدات الشركات الضخمة مثل البنوك وشركات التأمين على الحياة (Jean lachmann , p50)، وتجدر الإشارة هنا إلى أنه بالإضافة إلى تمويلها للمؤسسات الناشئة التي تتميز بالنمو السريع، يمكن لهذه الصناديق أن تساهم في إعانة المشاريع المتعثرة من خلال تزويدها بتمويل جديد frech capital في شكل ملكية وتقديم النصائح الفنية والمالية لها، ثم يمكن ذلك بيع حصتها في هذه المشروعات عندما تسترد صحتها المالية.

المبحث الثالث: مفاهيم حول مؤسسات صناعة رأس المال المخاطر.

إن التمويل برأس المال المخاطر يتطلب توفر ثلاثة أطراف أساسية تتمثل في شركات رأس المال المخاطر التي تلعب دور الوساطة، بين المستثمرين (أصحاب الفائض)، والمستفيدين من هذا التمويل (أصحاب العجز المالي)، حيث تلعب مؤسسات رأس المال المخاطر دورا محوريا وأساسيا في العملية التمويلية عن طريق تقنية رأس المال المخاطر.

المطلب الأول: أشكال مؤسسات رأس المال المخاطر.

1- رأس المال المخاطر المؤسسي **Institutional venture capital**:

وهو الذي يكون مرتبطا بطريقة أو بأخرى بمؤسسات مالية خاصة أو عمومية مكرسة خصيصا لنشاط رأس المال المخاطر.

2- رأس المال المخاطر المشترك **corporate venture capital**:

ويسمى أيضا برأس المال المخاطر الصناعي وهو نشاط الشركات والمجمعات الصناعية الكبرى في رأس المال المخاطر، فزيادة على تدخلها كمستثمرين في مؤسسات رأس المال المخاطر، هناك 3 أوجه أخرى لنشاط المجمعات الصناعية في مهنة رأس المال المخاطر:

- الاستثمار مباشرة في المشروع أو المنشأة الناشئة.
- إنشاء فرع خاص متخصص في الاستثمار برأس المال المخاطر.
- عمليات الاندماج والتي تعني مرافقة إطارات المجمع في إنشاء منشأتهم الخاصة.

3- رأس المال المخاطر غير الرسمي **informal venture capital**:

وهو النشاط الممارس بصفة ظرفية أو دائمة من طرف هياكل صغيرة مستقلة، أو من طرف أشخاص طبيعيين وعائلات غنية (محمد سبتي، 2009، ص ص 76-77).

المطلب الثاني: أطراف العملية التمويلية برأس المال المخاطر.

1. **المستثمر investor**: المستثمر هو من يرغب في استثمار أمواله على المدى المتوسط والطويل والحصول من ثم على عوائد مرتفعة نسبيا، هذه الفئة تشمل الأثرياء والموسورين، كما تشمل مؤسسات الادخار، مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين، هذا النوع من الاستثمار يتميز عموما بالاستعداد للانتظار مددا طويلة نسبيا، ولذلك فهم يبحثون عن عوائد عالية في المقابل.

2. **الممول venture capital**: أما الممول فهو يقوم بتوجيه أموال الصندوق واستثمارها في الشركات ذات المشاريع الأجدى والأعلى ربحية، وعادة ما يكون الممول ذا خبرة فنية في بعض الصناعات كالصناعات الكيماوية أو الحاسوبية مثلا، بالإضافة إلى الخبرة الإدارية والمالية ويشارك الممول بنسبة قريبة من 1% من رأس مال الصندوق، وهو من الناحية النظرية يتحمل حال الخسارة أكثر من حصته (مسؤولية لا محدودة) لكن هذا الشرط ليس له أثر كبير على أداء العمل نظرا لأن الصندوق لا يقرض ولا تتجاوز خصومه أصوله،

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

في المقابل يصرف للممول مصارف إدارية سنوية تعادل 2.5 % من رأس مال الصندوق كما يستحق من 15-30% من أرباح الصندوق.

3. **الرائد Entrepreneur**: ما يقارب من 93 % من الشركات التي تدعمها رساميل المخاطرة تعتبر صغيرة وتمثل الشركات الصغيرة الغالبية العظمى من الشركات والمؤسسات في و.م.أ وفي أغلب بلاد العالم ويسمى مالك المنشأة الصغيرة ومؤسسها الرائد، غالبا ما يبدأ الرائد منشأته بأمواله الخاصة، وقد يستعين بأصدقائه أو أقربائه.

إن نحو 50 % من الشركات الصغيرة تفشل خلال السنوات الأولى من عمرها والسبب يرجع في الغالب إلى نقص الكفاءة الإدارية والمالية بالإضافة إلى نقص التمويل الكافي. وتعتبر رساميل المخاطرة أحد المصادر الأساسية لتمويل المنشآت الصغيرة (سامي السويلم، 1997، ص 4-6).

المطلب الثالث: شركات رأس المال المخاطر الناشئة في الجزائر.

يرجع تأسيس شركات رأس مال المخاطر إلى مشاكل التي واجهت المؤسسات، ويعود الاهتمام برأس المال المخاطر في الجزائر لاعتبار هذا الأسلوب بديل للتمويل المصرفي الذي يعتمد على القروض. ومن بين الشركات الناشئة في الجزائر ما يلي: (بريش، 2016، ص 313-314).

1: الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP):

أسست هذه الشركة بعد مجموعة من الاجتماعات التي قام بها بنك الجزائر ووزارة المالية مع البنك الأوروبي للاستثمار، الوكالة الفرنسية للتنمية والصندوق الألماني للتعاون من أجل تقديم دعم لتنمية الاستثمار في الجزائر. وتاريخ 15 نوفمبر 1990، تم إمضاء اتفاقية سمحت بإنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة.

2: الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE:

هي مؤسسة مالية عمومية متخصصة في الاستثمار، تم اتخاذ قرار إنشائها من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998، من أجل تطوير الإنتاج الوطني وتطوير منتجات مالية جديدة.

3: الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM:

أنشئت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بموجب اتفاقية بين الجزائر والمملكة السعودية سنة 2004، وتعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر بالجزائر، حدد رأس مالها بثمانية مليارات دينار جزائري، ويدير الشركة مجلس إدارة مكون من ستة أعضاء، يضم ثلاثة من كل دولة.

4: الجزائر استثمار EL DJAZAIR ISTITHMAR:

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

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

5: الصندوق المغربي لرأس المال الاستثماري MPEF:

ينشط صندوق رأس المال الاستثماري المغربي بثلاث دول مغاربية: الجزائر، المغرب وتونس، ويسير عن طريق مجمع تونانفست، بدأ نشاطه لأول مرة في تونس سنة 2000 من طرف المؤسسة المالية الدولية SFI وكمرحلة أولى بدأت بالاستثمار في كل من الجزائر، تونس والمغرب، لتنتقل بعد ذلك إلى ليبيا في المرحلة الثانية.

المطلب الرابع: التحديات والعقبات التي تواجه مؤسسات رأس المال المخاطر.

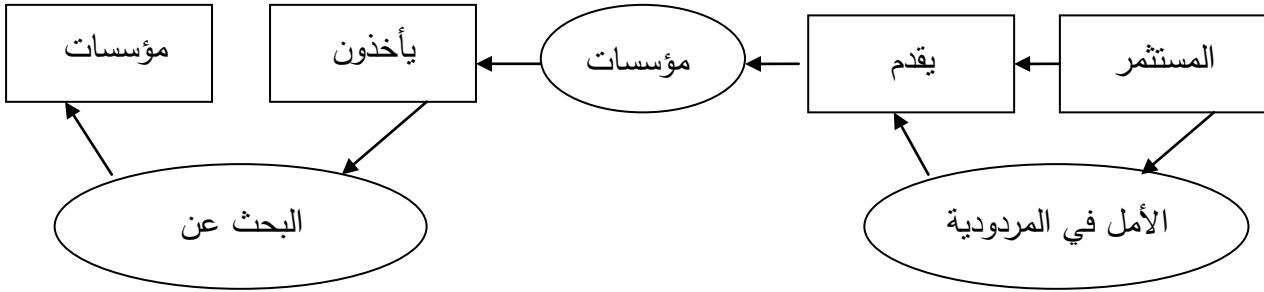
- زيادة الأموال الخاصة للمؤسسة نظرا لمشاركة شركة رأس المال المخاطر في رأسمالها.
- لا تقتصر مشاركة شركة رأس المال المخاطر على الجانب المالي فحسب، بل تكون مصحوبة أيضا بالمتابعة والنصح (LachemiSiagh, 2006, p04)، وهذا ما يمكن المؤسسة الممولة من السير لمشاريعها والاستفادة من الخبرات والطرق الحديثة في التسيير.
- يتم التمويل برأس المال المخاطر عبر مراحل وليس دفعة واحدة، فبعد انتهاء أي مرحلة تلجأ المؤسسة من جديد إلى شركة رأس المال المخاطر (في حالة استمرار احتياجها للتمويل)، وهذا ما يضمن جدية الاستثمار من خلال عرض نتائج الأعمال المنجزة لكل مرحلة ممولة، مما يعطي فرصة جديدة للمؤسسة لتدارك فشلها قبل تراكم الخسائر عليها.
- لا تتسحب شركة رأس المال المخاطر من المؤسسة إلا بعد أن تصبح هذه الأخيرة قادرة على الإنتاج والنمو بنفسها.
- لا تكون أموال شركة رأس المال المخاطر مستحقة أو واجبة الأداء إذا كانت حالة المؤسسة لا تسمح بذلك، على اعتبار أنها أصبحت تشكل جزء من أموالها الخاصة، وتشارك مع المؤسسة في الخسائر.
- أما على مستوى الاقتصاد الكلي، فتبرز أهمية رأس المال المخاطر كمصدر للتمويل فيما يلي:
 - تطوير الاقتصاد الوطني من خلال تشجيع الصناعات المبتكرة على مواصلة نشاطها، نظرا للدعم الذي تقدمه شركات رأس المال المخاطر لها في بداية نشاطها.
 - زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد من خلال توجيه الأموال المقدمة لنشاطات أكثر إنتاجية، فضلا عن المتابعة المستمرة للنتائج التي يحققها المشروع الممول.
 - التخفيض من نسبة البطالة، نظرا لما تحتاجه المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر من مناصب شغل، على اعتبار أنها مؤسسات حديثة النشأة.

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

المطلب الخامس: آلية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

يمكن توضيح مختلف الإجراءات التي يمر بها التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر، بحيث تقوم في مرحلة أولى من نشاطها بجمع الموارد المالية، والذي يتوقف على مدى قدرة ومهارة المساهمين فيها على تجميع الأموال وجذب المستثمرين، ثم تأتي مرحلة البحث، والتي يتمثل هدفها في إدارة ملفات الترشيح التي تقدم من طرف المشروعات الطالبة لهذا النوع من التمويل، ليتم بعدها تصنيف الملفات واختيار المشروعات الأنسب، من جهة أخرى قد تلجأ شركات رأس المال المخاطر إلى إعادة بيع الاشتراكات وذلك بهدف الخروج من المشروعات الممولة من خلال طرح هذه الاشتراكات في سوق التمويل.

شكل رقم (2-2): مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر.



Source : jean lachmann, capital-risque et capital-investissement, Economica, paris, 1999, p17.

خلاصة:

يمثل رأس المال المخاطر صورة من صور الوساطة المالية التي يتدخل فيها طرفين أساسيين ، تتمثل في مؤسسات رأس المال المخاطر و هي الوسيط المالي ما بين المستثمرين من جهة والمؤسسات الصغيرة و المتوسطة المستفيدة من التمويل من جهة أخرى، وعليه فإن التزام كل طرف بالدور المنوط به على أكمل وجه، يساهم في السير الحسن لهذه العملية التمويلية التي تكتسي أهمية كبيرة سواء بالنسبة للأطراف المتداخلة أو للاقتصاد الوطني بصفة خاصة أو للاقتصاد العالمي بصفة عامة.

الفصل الثالث

دراسة حالة

تمهيد:

يهدف هذا الفصل إلى عرض التجارب الدولية الرائدة في مجال صناعة رأس المال المخاطر والتجارب الدولية للدول السائرة في طريق النمو من خلال المبحث الأول، وأيضاً عرض تجربة الجزائر في مجال صناعة رأس المال المخاطر من خلال المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فسوف نحاول عرض النتائج التي توصلت إليها الدراسة والتوصيات من خلال عمل مقارنة بين تجربة الجزائر والتجارب الدولية واستخلاص الدروس والعبر من تجارب الدول الرائدة في مجال صناعة رأس المال المخاطر.

المبحث الأول: عرض تجارب دولية في مجال صناعة رأس المال المخاطر.

ظهر نشاط رأس المال المخاطر كتقنية تمويلية موجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال خمسينيات القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية، ليبدأ بعدها رحلة انتشاره انطلاقاً من القارة الأوروبية بداية السبعينيات ثم إلى مختلف دول العالم، ونظراً لأهميته البارزة التي تمثلها هذه التقنية في اقتصاديات هذه الدول عملت الحكومات المتعاقبة على إنتاج استراتيجيات مختلفة ومتعددة من أجل تطوير هذا المجال وتنميته.

المطلب الأول: عرض تجربة الولايات المتحدة الأمريكية.

تتصدر الو.م.أ صناعة التمويل برأس المال المخاطر على المستوى العالمي حيث يرى الباحثون أنها مهد تقنيات التمويل برأس المال المخاطر، لكن قبل أن تستطیع الو.م.أ احتلال الصدارة العالمية مرت بمراحل وتحديات مختلفة، أدت إلى قيام الحكومة الأمريكية بوضع عدة سياسات لتهيئة المحيط الملائم الذي يساعد هذه الصناعة على تجاوز مختلف التحديات وبلوغ مستويات التطور التي تعيشها اليوم.

1- التطور التاريخي لصناعة رأس المال المخاطر الأمريكية:

تعود جذور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية إلى السلوك الإبداعي بعدد من المبتكرين بعد الحرب العالمية الثانية أمثال Jack Whitney، عائلة Rock Feller و George Doriot، حيث قام هذا الأخير بعد تقاعده وبفضل خبرته بتأسيس أول مؤسسة رأس مال مخاطر في العالم.

1.1 - مرحلة الإقلاع 1960-1970:

إن انطلاق رأس المال المخاطر الأمريكي كان في خمسينيات القرن الماضي، أين اهتمت الحكومة بمجال تطوير التقنيات الحديثة واستمرت في زيادة الميزانيات المخصصة لتمويل الابتكار وإنشاء المؤسسات الناشئة ذات التوجهات التكنولوجية، كما أقر الكونغرس الأمريكي سنة 1953 قانون المؤسسات الصغيرة الذي نص على أن تقوم الحكومة الأمريكية بتقديم المساعدة، النصح والحماية للمؤسسات الناشئة، وأدى إلى تبني مرسوم مؤسسات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة (SBIC) الذي ساهم بدوره في تكوين قاعدة صلبة لصناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، وتمثل مبدأه في دعم مساهمات رأس المال المحققة لصالح المؤسسات الناشئة ومنحها شهادة SBIC التي تمكنها من الاقتراض من السلطات الفدرالية بمعدل أقل من معدل السوق، كما تمكنها من إكمال مساهمتها في رأس المال عن طريق قروض طويلة الأجل.

كما شهد النصف الثاني من الستينيات حدثين هامين كان لهما الأثر الكبير على هذه التقنية:

- **الحدث الأول:** ازدهار السوق المالي ما ساهم في تحقيق مؤسسات رأس المال المخاطر لعوائد مرتفعة ناتجة عن عمليات الخروج عن طريق السوق المالي.

- **الحدث الثاني:** وضع نموذج جديد للشكل المؤسساتاتي ل رأس المال المخاطر، وهو الشراكة ذات

المسؤولية المحدودة، الذي عمل على اجتناب القيود التنظيمية لمؤسسات SBIC.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

2.1- مرحلة التوسع 1970-1990:

تميزت هذه الفترة بأحداث عديدة كان لها الأثر الكبير في تحديد مستقبل الصناعة الأمريكية لرأس المال المخاطر، من أهمها صدور مرسوم فدرالي يتضمن إنشاء سوق جديد للأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الناشئة ذات التوجه التكنولوجي تحت اسم NASDAQ سنة 1971، وهو سوق مخصص للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تستطيع الانضمام إلى البورصات الكبرى لعدم استيفائها كافة الشروط، الأمر الذي أدى إلى تقديم فرص جديدة للممولين برأس المال المخاطر حيث عرفت المبالغ المستثمرة في هذا المجال ارتفاعا معتبرا، فبعدما بلغت 83 مليون دولار سنة 1970 ارتفعت لتبلغ 201 مليون دولار سنة 1973 أي بنسبة ارتفاع قاربت 143%. (Marianne Lagrange, 2002, p32).

لكن نمو رأس المال المخاطر الأمريكي اصطدم ابتداء من سنة 1973 بعدة عوامل أدت إلى عرقلة:

- الانهيار الكبير للسوق المالي سنتي 1973-1974، والذي صاحبه انخفاض قيمة الدولار.
- صدمة النفط الأولى عام 1973.

هذه العوامل أدت إلى تراجع حجم استثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي، ولكن مع نهاية السبعينيات استعاد هذا المجال نشاطه وبدأت استثماراته تحقق توسعات كبيرة بفضل عدة عوامل أهمها:

- خفض الضرائب على القيمة المضافة سنة 1978.

- انتعاش السوق المالي بفعل إدراج شركات كبرى مثل Federal Express.

- قرر الكونغرس الأمريكي استثمار جزء من أموال المعاشات في مؤسسات رأس المال المخاطر. (Benardpaulre, 2007, p163).

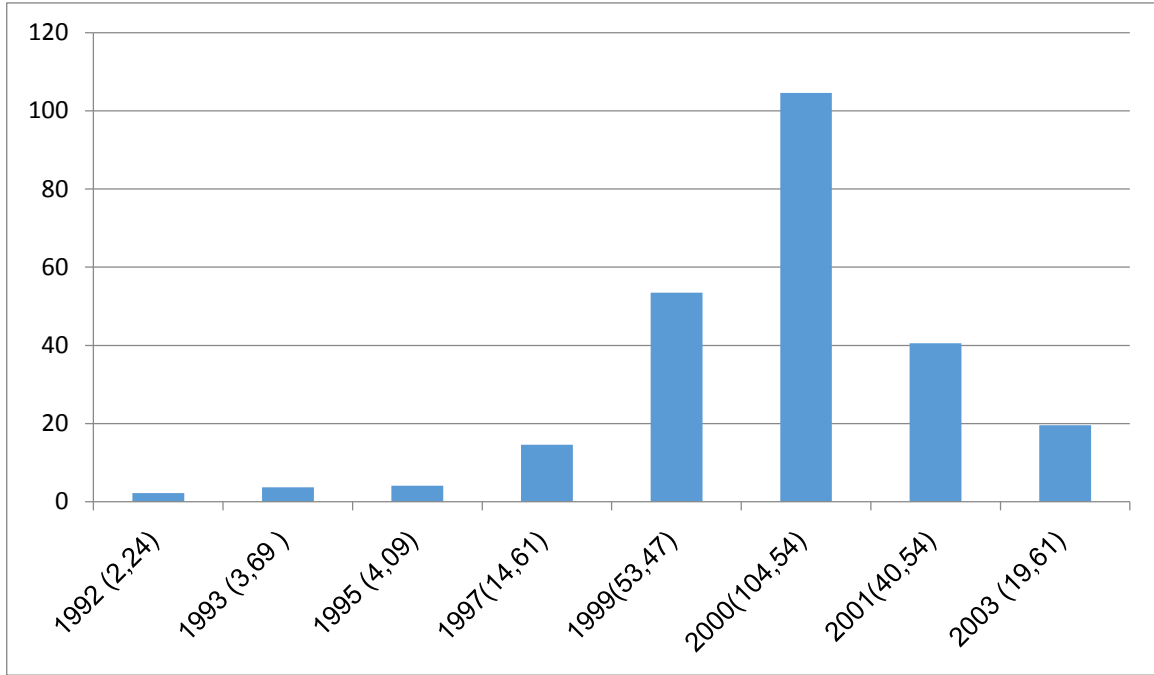
وهذا بدأت هذه الصناعة في رحلة نمو جديدة حيث ارتفعت المبالغ المستثمرة، وتواصل النمو بفضل الإصلاحات الداعمة للابتكار بوتيرة متضاعفة سنوات الثمانينات.

3.1- مرحلة الدوت كوم 1991-2001:

إن تسمية هذه المرحلة ترجع إلى التطور الرهيب لخدمات الانترنت التي أثارت فضول العديد من الأمريكيين، وقد بلغت استثمارات رأس المال المخاطر مستويات قياسية بفضل اتساع مجال الابتكار والمخاطرة في المؤسسات الناشئة، الأمر الذي أدى إلى إنشاء أكبر الصناديق الاستثمارية التي تهافتت على تمويل مجالات الإبداع، وقد تهافت العديد من الشباب الأمريكي على محاولة تطوير نماذج التواصل والمبيعات عبر الانترنت ظنا منهم أن تطوير هذه النماذج غير مقعد ومنخفض التكلفة ما يمنهم من تحقيق عوائد معتبرة إلا أن الحقيقة عكس ذلك. في نفس الوقت ورغم بوادر فشل عدد هائل من هؤلاء الشباب، عرفت أسعار أسهم الشركات المماثلة في السوق المالي ارتفاعا غير مسبوق ما أدى إلى اندفاع الممولين ب رأس المال المخاطر للاستثمار في هذا النوع من المؤسسات بشكل سريع غابت فيه قواعد الحذر والحيطة بشكل شبه كامل (الأمم المتحدة للجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرب آسيا، 2007، ص161)، حيث بلغت المبالغ مستويات مرتفعة كما هو موضح في الشكل أدناه.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

شكل رقم (3-1): تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي خلال الفترة (1991 - 2003) (الوحدة: مليار دولار)



Source : National Venture Capital Association, Yeabook 2008, Price Water House Coopers, Money TreeTmReport, based on data from Thomson financial, U.S.A, 2008, pp 12-25

عرفت استثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي ارتفاعا ملحوظا منذ بداية التسعينيات، حيث بلغت مستوى خيالي سنة 2000 قدر ب 104.54 مليار دولار وهو مستوى لم يسبق لأي اقتصاد في العالم أن حققه، لكن الأمر الهام الذي نستطيع ملاحظته من الشكل هو انخفاض قاربت 62%، وتذكر أرقام نشاط بورصة NASDAQ تشكل فقاعة حيث وصل مؤشر السوق المالي للمؤسسات الابتكارية في مارس 2000 إلى 51320.49 نقطة قبل انفجار الفقاعة، لينخفض بعدها إلى نصف قيمته بعد عام واحد فقط (سمير سحنون، 2013، ص162).

استطاع المستثمرون في مجال رأس المال المخاطر أخذ العبرة من التجربة السيئة التي عاشها القطاع سنة 2000، وأصبح هؤلاء يهتمون بالمشاريع ذات النوعية بعد فشل الآلاف من المؤسسات الناشئة الابتكارية، وهذا ما ساعد هذه التقنية على استرجاع نشاطها شيئا فشيئا.

2- مواجهة رأس المال المخاطر الأمريكي للأزمة المالية 2008:

لقد استطاع رأس المال المخاطر الأمريكي رغم الأزمات والمشاكل التي واجهها من الصمود في مجال تمويل الابتكارات، حيث شهد إعادة هيكلة وإصلاحات مستمرة.

1.2- تعافي رأس المال المخاطر الأمريكي من أزمة الدوت كوم:

الفصل الثالث: دراسة الحالة

بعد تجربة السيئة التي مر بها رأس المال المخاطر الأمريكي سنة 2000، وضعت شركات المعاشات والتقاعد الأمريكية باعتبارها أكبر المساهمين المؤسستين لامتلاكها أكثر من 40% من حجم الأموال المعروضة للتمويل بحقوق الملكية، وضعت مبادئ احترازية مع زيائنها تتمثل في (علال بن ثابت، محمد بن جاب الله، 2006، ص05):

• مبدأ الاحتراز والحيطه في العمل.

• مبدأ المصداقية وصحة المعلومات بين المتعاملين.

• مبدأ تسيير المخاطر بالتنوع.

بمرور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية بإعادة هيكلة عميقة تم إنشاء صناديق ذات قدرات تمويلية هائلة اتجهت لتمويل المؤسسات ذات المستقبل الواعد، كالمؤسسات الرائدة في مجالها التي تتمتع بخبرة واسعة كتجربة Intel Capital أشهر تجارب صناديق التمويل.

ونتيجة لإتباع الو.م.الاستراتيجية مدروسة في تسيير عملية التمويل رأس المال المخاطر، تصدرت هذه الأخيرة الترتيب العالمي لحجم استثمارات هذه الصناعة رفقة كندا بنسبة وصلت إلى 63% تتبعها الدول الأوروبية بنسبة 25% إلى 1.6 ترليون دولار، أين تم توفير 10 ملايين منصب شغل (سمير سحنون، 2013، ص162).

2.2- واقع رأس المال المخاطر الأمريكي عقب الأزمة العالمية 2008:

عقب الأزمة المالية سنة 2008 شهد نشاط رأس المال المخاطر الأمريكي انخفاضا كبيرا ليس فقط من حيث حجم الأموال المستثمرة ولكن أيضا من حيث عدد المؤسسات الممولة، ففي حين بلغ حجم الاستثمارات سنة 2007 مقدار 30 مليار دولار انخفض سنة 2009 ليلبلغ 18.4 مليار دولار أي بانخفاض قدرة 38.6%، كما بلغ حجم صفقات خروج مؤسسات رأس المال المخاطر من المؤسسات الممولة سنة 2009 مقدار 15.2 مليار دولار، أي بانخفاض قدره 62% بالنسبة للمبالغ المحققة في نفس الفترة من سنة 2007 (Mynard, D.Boucard.Planel, 2010, p12).

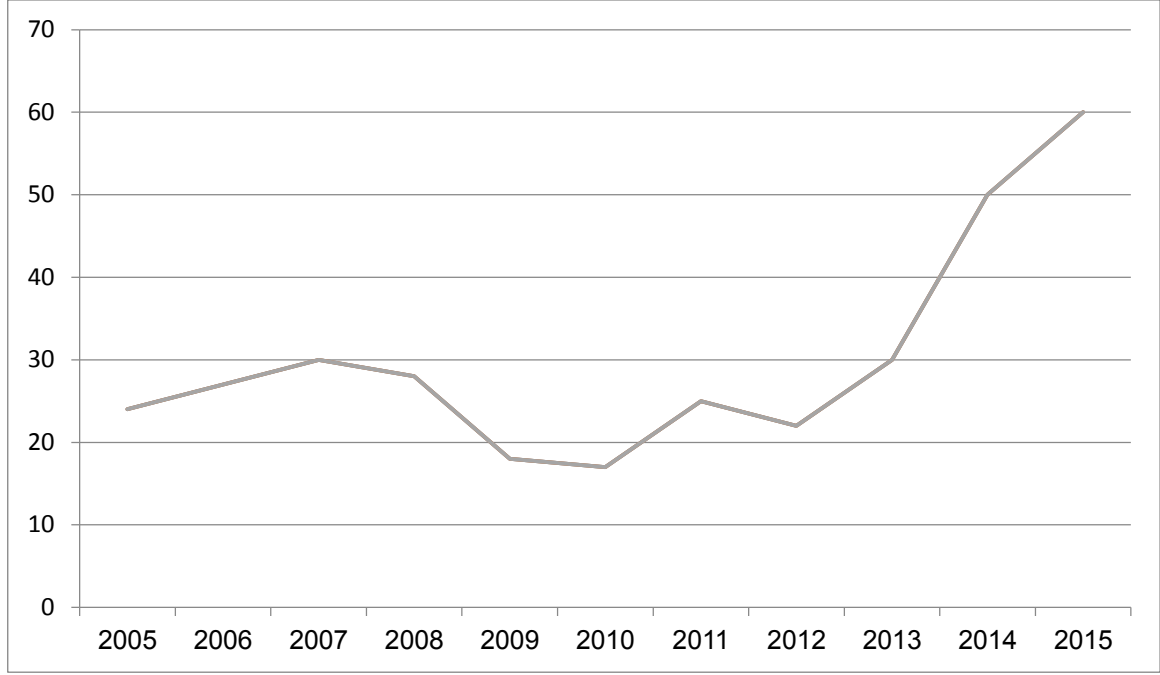
3.2- واقع رأس المال المخاطر الأمريكي خلال الفترة (2010-2015):

تمكن رأس المال المخاطر فيالو.م.أ من إقلاع العديد من الاستثمارات شديدة الخطورة التي تنتمي لفروع تجديدية ومؤسسات ناشئة تستخدم تكنولوجيا عالية، وابتداء من 2010 استطاعت هذه التقنية التمويلية الرجوع لدرب النمو الإيجابي كما هو موضح في المنحنى الآتي:

شكل رقم (3-2): تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي

خلال الفترة (2005-2015) (الوحدة: مليار دولار)

الفصل الثالث: دراسة الحالة



Source : National Venture Capital Association, Yeabook 2016, Price Water House Coopers, Money TreeTmReport, based on data from Thomson financial, U.S.A, 2016, pp 14-39.

من المنحنى نلاحظ أن رأس المال المخاطر الأمريكي استطاع تجاوز الأزمة المالية لسنة 2008 وعاد لتسجيل استثمارات لا بأس بها، حيث بعدما سجل 17 مليار دولار سنة 2010 تمكن من الوصول إلى 59.1 مليار دولار سنة 2015 أي بنسبة نمو فاقت 200%، وهذا راجع لإتباع مؤسسات رأس المال المخاطر بتطور حجم المبالغ المستثمرة حيث بعدما بلغ عددها 2662 مؤسسة ارتفع سنة 2015 ليلعب 3709 مؤسسة أي بنسبة تطور قاربت 40%، وركزت معظم هذه المؤسسات في ولاية كاليفورنيا أين بلغ عددها 1498 وهذا راجع لما يوفره وادي السيليكون من مميزات لهاته الصناعة.

3- العوامل المساعدة على تطور صناعة رأس المال المخاطر في الو.م.أ:

إن التطور المستمر والنجاح الذي عرفته صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية تكمن وراءه عدة عوامل كان لها الدور الرئيسي في تحقيق هذا النجاح، وتتمثل هذه العوامل في:

1.3- تدخل الحكومة الأمريكية:

عملت الحكومات المتعاقبة على دعم وتطوير التقنيات الحديثة، وهذا ضمن برامج عديدة أهمها:

- برنامج مؤسسات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة (SBIC): لدعم تمويل أصحاب المؤسسات الناشئة من خلال نماذج مالية جديدة، وهو عبارة عن مؤسسات استثمار بالأموال الخاصة والقروض تعمل تحت وصاية إدارة المؤسسات الصغيرة.

- برنامج أبحاث المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية (SBIR): الذي يقوم بتخصيص نحو 4% من ميزانية البحث المخصصة للمؤسسات الكبرى لتمويل المؤسسات الناشئة ذات الأفكار

الفصل الثالث: دراسة الحالة

المبتكرة (حسين عبد المطلب الأسرج، 2007، ص14)، حيث لوحظ زيادة كبيرة في براءات الاختراع للمؤسسات الممولة من البرنامج مقارنة بغيرها من المؤسسات.

- **قانون أمن عائد تقاعد الموظف:** حيث أدخلت تعديلات على هذا السماح لصناديق التقاعد بالاستثمار في مؤسسات رأس المال المخاطر.

- **قانون Bayh Dole:** تبني الكونغرس الأمريكي سنة 1980 القانون المقترح من السيناتورين Birch Bayh و Dole Robert الذي يعطي للجامعات الأمريكية والمؤسسات الصغيرة حق الاستغلال التجاري لحقوق الملكية الفكرية لابتكاراتها، الأمر الذي شجع الجامعات للمساهمة في نشاطات نقل التكنولوجيا (محمد سبتي، 2009، ص104).

2.3- دور سوق ناسداك (NASDAQ):

إن نشأة سوق NASDAQ يعتبر تحول حاسم في تاريخ تطور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، فنشاط هذا السوق يقدم فرص جديدة ومعتبرة للممولين برأس المال كما يقدم قناة جديدة ومريحة نسبيا للصناديق الاستثمارية، حيث يتيح لمؤسسات رأس المال المخاطر المشاركة في خلق وتأسيس مؤسسات ناشئة بصورة أكثر فعالية باعتبار أن انسحاب الممولين عن طريق تقييد المؤسسة الممولة في السوق المالي من أفضل طرق الخروج.

3-3- دور وادي السيليكون (Silicon Valley):

لطالما لعبت منطقة وادي السيليكون دورا محوريا في عملية تطور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، ويرجع أصل هذه المنطقة لإنشاء مؤسسات ابتكاره ضمن رواق يقل عن 50 كيلومتر بولاية كاليفورنيا وقد كانت هذه المؤسسات تعمل في فروع جديدة أغلبها تستخدم مادة أولية رئيسية تدعى ب Silicon، وقد عرفت هذه المنطقة منذ الخمسينيات تحولا غير مسبوق في استحداث نشاط غير مألوف حيث تم سنة 1955 إنشاء أول مختبر علمي وهو مختبر Schockley الذي أدى إلى ظهور منشأة FairchildSemi-Conductor والتي انبثقت منها منشأة Intel التي تعتبر من أشهر الشركات العالمية (محمد سبتي، 2009، ص105)، وقد أصبحت هذه المنطقة تعرف بمحطة الإبداع في العالم حيث يأتيها المبتكرون من كل أنحاء العالم لتأسيس مؤسسات ناشئة ابتكارية خاصة في مجال الإعلام والاتصال.

يستفيد وادي السيليكون من نظام إيكولوجي مبتكر تتوفر فيه العناصر الأساسية التي من شأنها توفير المحيط الملائم لتطور تقنية رأس المال المخاطر، وتتمثل أهم هذه العناصر في (Mynard,D.Boucard.Planel, 2010, pp 22-23):

- توفر مراكز بحث وجامعات عمومية وخاصة ما يساعد على توفر موارد بشرية مختصة.
- توفر خبراء متخصصين في كل المجالات.
- وجود كثافة كبيرة من المستثمرين في مختلف المجالات خاصة التكنولوجية منها.
- توفر كم هائل من البنى التحتية خاصة وسائل النقل التي جعلت المنطقة شديدة النشاط.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

• إنشاء مؤسسات رأس المال المخاطر من طرف مهندسين ومسيرين وليس من طرف ماليين. وحسب آخر الإحصائيات حققت منطقة وادي السيليكون سنة 2015 أكبر حجم استثمارات لرأس المال المخاطر الأمريكي بمبلغ قدر ب 27.42 مليار دولار، أي أنها استثمرت لوحدها ما يفوق 46% من إجمالي استثمارات هذه الصناعة في الو.م.أ (National Venture Capital Association, 2016,p22).

4.3- دور رأس المال الملائكي (Business Angels):

يلعب ملائكة الأعمال دورا بارزا في مجال التمويل برأس المال المخاطر، حيث يعتبر نشاطهم في الو.م.أ الأوسع عالميا، وعادة ما يستثمرون أقل من 1 مليون دولار في المؤسسة الواحدة ولكن لا يوجد إحصائيات مؤكدة متوفرة عن مساهمة هؤلاء في حجم الاستثمار الكلي لرأس المال المخاطر الأمريكي. وفي الأخير يمكن القول أن التجربة الأمريكية في مجال التمويل برأس المال المخاطر تعد أهم التجارب العالمية في هذا المجال، سواء من حيث حجم الاستثمارات، عدد المؤسسات، عدد الصفقات أو حتى من حيث تأثير هذه التقنية على تطور المؤسسات الناشئة من جهة وتطور الاقتصاد الأمريكي ككل من جهة أخرى، كما أن تدخل الحكومة الأمريكية كلها عوامل عملت على توفير المحيط الملائم لتطور هذه الصناعة.

المطلب الثاني: عرض تجربة كندا.

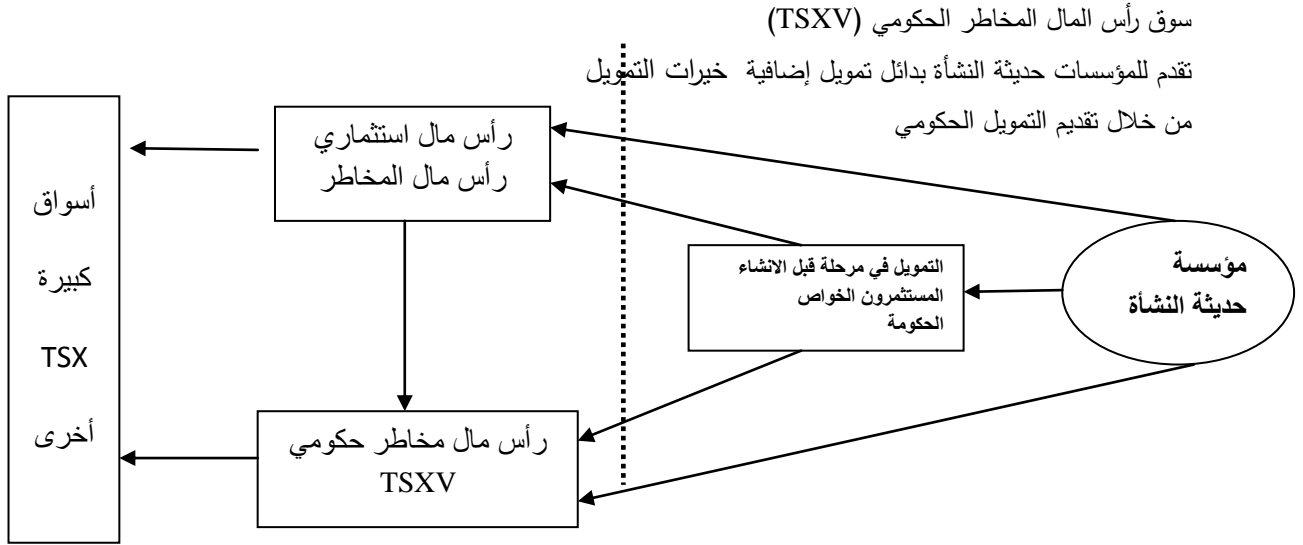
تقدم التجربة الكندية فرصة فريدة لتحليل دور الحكومة في دعم سوق رأس المال المخاطر حتى تسمح بظهور صناعات ناجحة، وفي نفس الوقت تعمل على التقليل من نتائج عدم التناظر الكبير للمعلومات الذي يسود هذا النوع من التمويل.

1- تنظيم سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال المخاطر في كندا:

تتبع السوق الكندية للمؤسسات التي تدخل مرحلة الإنشاء الخيار بين طريقتين للحصول على التمويل اللازم، كما هو موضح في الشكل رقم (3.3)، الخيار الأول يتمثل في سوق رأس المال المخاطر التقليدية، والتي تعد ثالث أكبر سوق في العالم من حيث توفر الأموال. الطريقة الثانية هي السوق الحكومية لرأس المال المخاطر (TSXV : Toronto Stock Exchange Venture)، وتتشابه كلتا السوقين من حيث طريقة الدخول إليهما، دورات التمويل والخروج من مراحل التمويل المختلفة، وتقدم السوق الحكومية لرأس المال المخاطر مجموعة من طرق التمويل مثلها مثل السوق التقليدية، بالإضافة إلى تقديم تسهيلات كبيرة للمؤسسات حديثة النشأة من أجل الدخول إليها، غير أن هدف السوق الحكومية لرأس المال المخاطر هو الخروج من الاستثمارات عن طريق سوق الأوراق المالية (Toronto Stock Exchange)، في حين تبقى أفضل طريقة للخروج من السوق التقليدية عن طريق العرض العام على الجمهور.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

الشكل رقم (3-3): السوق الكندية لتمويل المؤسسات الناشئة.



Source : Cécile Carpentier a Jean-Marc Suret, The Canadian Public Venture Capital Market, availableat wileypnlinelibrary.com, 2010,p305.

هناك 1578 مصدر مدرج في بورصة (TSX) و 2261 مصدر مدرج في سوق رأس المال المخاطر الحكومي بكندا (TSXV) في نوفمبر 2008. وتقوم سوق رأس المال المخاطر الحكومية بتسيير المؤسسات العمومية حديثة النشأة، بهدف تهيئتها لدخول بورصة تورنتو وتقوم سوق رأس المال المخاطر الحكومية بتسيير المؤسسات العمومية حديثة النشأة، بهدف تهيئتها لدخول بورصة تورنتو (TSX)، حيث تستفيد من تسهيلات كبيرة فيما يخص متطلبات الإدراج.

2- السياسات الحكومية الكندية الرامية إلى تنشيط سوق رأس المال المخاطر:

بالإمكان حصر السياسات الحكومية الكندية اتجاه رأس المال المخاطر في شكلين أساسيين، الأول يتمثل في الاستثمار الحكومي المباشر. أما الثاني فيتمثل في الإطار القانوني، ويمكن أن يضم الإطار القانوني، الإطار الضريبي وقوانين أخرى متعلقة بتمويل المقاولات، ويقدم الجدول رقم (3-1) تشكيلة واسعة من السياسات الحكومية الكندية، التي تندرج تحت هذين الشكلين.

الجدول رقم (3-1): مختلف السياسات الحكومية الكندية لدعم سوق رأس المال المخاطر.

المعوقات المحتملة	الفوائد المحتملة	الوصف	الميزة	الجزء (أ) البرامج الحكومية لدعم رأس المال
خروج أنواع أخرى للصناديق التمويل من السوق، تخفيض	الحصول على تمويل كبير (على الأقل لنوع واحد من صناديق رأس		إعانات ضريبية لنوع واحد من صناديق التمويل عن طريق	المباشرة

الفصل الثالث: دراسة الحالة

المخاطر وتحفيزات أخرى	رأس المال المخاطر	المال المخاطر	العائدات في السوق.
مساهمة الحكومة في صناديق رأس المال المخاطر كشريك محدود المسؤولية	ربط الاستثمارات الحكومية بمستثمرين خاص	الرفع من فرص التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.	مكلفة، لا يوجد سياسة واضحة عند اختيار مسيري الصندوق، عدم توفر الحرية التامة عند اختيار المؤسسات المقاوله التي سيتم تمويلها.
صناديق رأس المال المخاطر التابعة للحكومة بنسبة %100	الحكومة هي التي تسيير وتمول صناديق رأس المال المخاطر.	تمويل مؤسسات ليس باستطاعتها الحصول على التمويل، كالمؤسسات المحلية المعزولة.	مكلفة، مشاريع غير كفأة.
الجزء (ب): النظام الضريبي	نسبة الضريبة على المؤسسات مقابل نسبة الضريبة على الدخل	اختلاف نسبي بين الضريبة على المؤسسات والضريبة على الدخل	تغيير حوافز المستثمرين سلبيا.
الجزء (ج): القوانين المتعلقة بالسندات المالية	فترات العرض العام للسندات على الجمهور والمتطلبات الخاصة بها.	تكلفة جعل المؤسسات عمومية	التكلفة المنخفضة لجعل المؤسسات عمومية تسهل من رفع رأس مال المؤسسات الصغيرة.

Source : Douglas Cumming a Sofia Johan, Phasing Out an Inefficient Venture Capital TaxCredit, Journal of Industry, Competition and Trade, workingpaper, 2010, pp 33-35.

3- قياس أداء سوق رأس المال المخاطر الكندية في تطوير الاستثمارات الجديدة:

يمكن قياس أداء سوق رأس المال المخاطر في كندا عبر عدة طرق، الطريقة الأولى تتمثل في تحليل نسبة الإخفاق للمؤسسات المدرجة حديثا (خروج المؤسسات من السوق). أما الطريقة الثانية فتكون عن طريق قياس نسبة نجاح المؤسسات المدرجة عبر مقارنة نسبة المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر

الفصل الثالث: دراسة الحالة

والتي تدخل سوق تورنتو للأوراق المالية (TSX) عن طريق العرض العام على الجمهور مع تلك التي تدخل سوق الأوراق المالية عن طريق سوق رأس المال المخاطر الحكومية (TSXV)، والطريقة الثالثة تتمثل في معدل العائد الذي يكسبه المستثمرون (Cécile Carpentier a Jean-Marc Suret, 2010, p314).

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

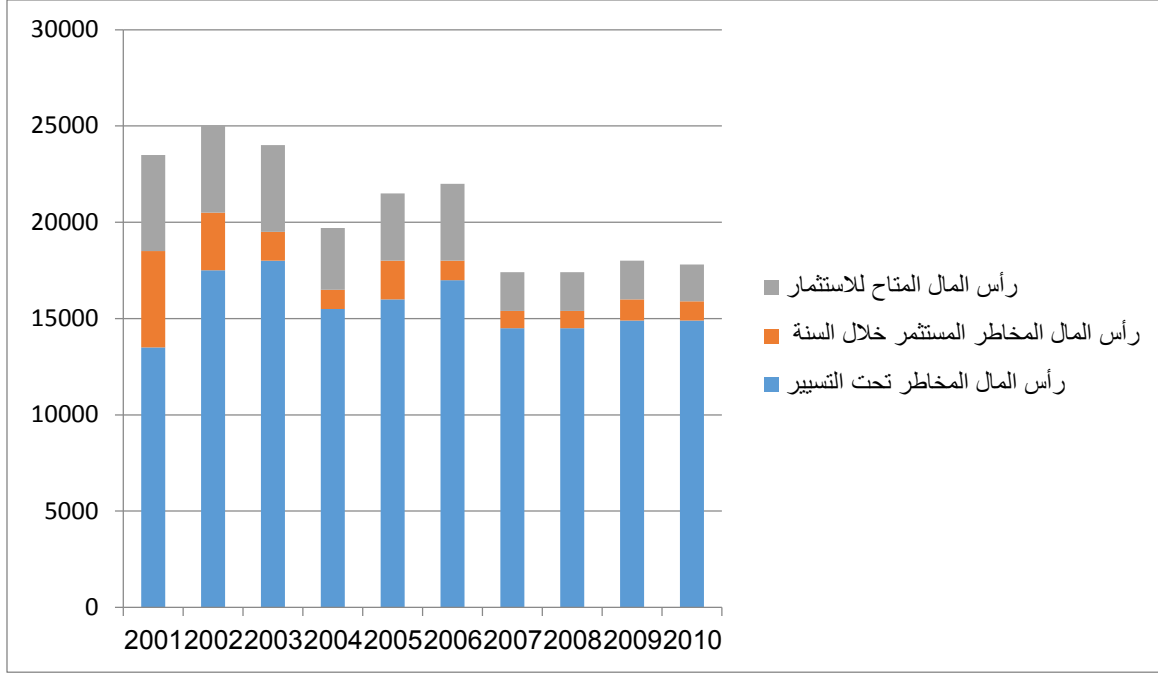
في الخمس سنوات الأخيرة، كان معدل الخروج من سوق الأوراق المالية للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر الحكومي في كندا أقل منه في الولايات المتحدة الأمريكية، وأقل بكثير من نسبة الإخفاق الملاحظة في قطاع رأس المال المخاطر الخاص في كندا. كما أشارت الدراسة أيضاً إلى أن معدل العائد في سوق رأس المال المخاطر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

4- استثمارات سوق رأس المال المخاطر بكندا:

تجاوزت المبالغ المقدمة من طرف رأس المال المخاطر الحكومي ورأس المال المخاطر الخاص 39 مليار دولار كندي سنة 2001، وبلغت 10.07 مليار دولار سنة 2010، أي ما يمثل انخفاض بنسبة 24.64% خلال هذه الفترة (كما يوضح ذلك الشكل رقم 3-4).

الشكل رقم (3-4): سيولة رأس المال المخاطر الإجمالية في كندا للفترة 2001-2010.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

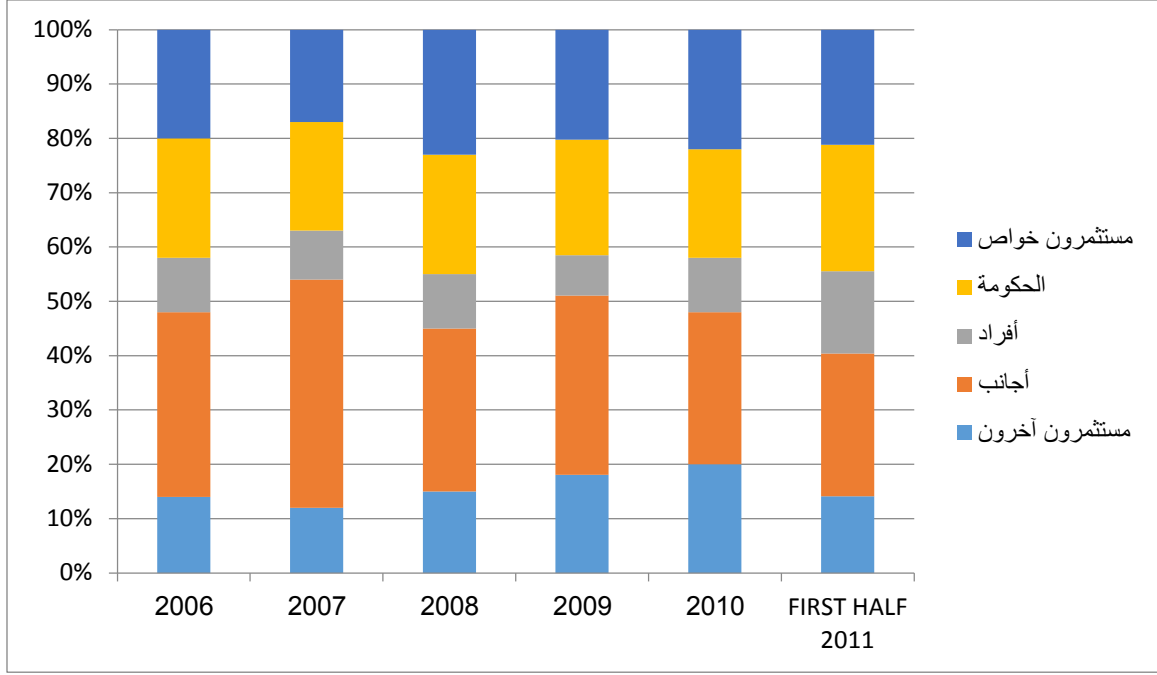


المصدر: تم إنشاء الشكل انطلاقاً من معطيات متوفرة على موقع: WWW.CVCA.COM

يوضح الشكل رقم (3-4) توزيع الأموال المستثمرة في سوق رأس المال المخاطر بكندا حسب نوع المستثمرين للفترة 2006 النصف الأول من 2011.

الشكل رقم (3-5): توزيع الأموال المستثمرة في سوق رأس المال المخاطر بكندا حسب نوع المستثمرين للفترة 2006- النصف الأول من 2011.

الفصل الثالث: دراسة الحالة



Source : Canada's Venture Capital Market, Prepared by Thomson Reuters for the Canadian Venture Capital a Private Equity Association, 2011, available at : www.cvca.com

خلال الفترة الممتدة بين 2006 والنصف الأول من 2011، على الرغم من ارتفاع كل من رأس المال المخاطر الخاص والحكومي، إلا أنه تبقى المبالغ المقدمة من طرف القطاع الخاص دائما أكبر من تلك التي تقدمها الحكومة. وهذا راجع إلى أن المهمة الأساسية للقطاع العام ليست فقط دعم المؤسسات الجديدة، بل العمل على توفير الشروط الضرورية لتحفيز المؤسسات ودعم سوق رأس المال المخاطر. ويظهر أن الحكومة استثمرت في النصف الأول في سنة 2011 بمعدل أكبر مقارنة بالسنوات السابقة أي حوالي 16% من المبالغ المستثمرة في النصف الأول لسنة 2011.

المطلب الثالث: عرض تجربة الفرنسية.

تعتبر التجربة الفرنسية في مجال التمويل برأس المال المخاطر من التجارب الرائدة عالميا، فبإحتلالها للمركز الثالث بعد كل من الو.م.أ وبريطانيا أصبحت صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية مرجعا مهما سواء للمستثمرين، الممولين أو المبتكرين من كافة أنحاء العالم، وأهم ما يميز هذه الصناعة هو أنها إستطاعت التطور والنمو خلال فترة قصيرة نسبيا.

1- التطور التاريخي لصناعة رأس المال المخاطر الفرنسية:

لقد عرفت صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية منذ ظهورها مراحل مختلفة ناتجة عن التغيرات العميقة التي عرفتها البيئة المؤسسية في هذا البلد، وتتمثل هذه المراحل في:

الفصل الثالث: دراسة الحالة

1.1 - مرحلة النشأة 1955-1985:

بدأت ملامح رأس المال المخاطر تظهر في فرنسا إنطلاقاً من سنة 1955 بإنشاء مؤسسات التنمية الجهوية، والتي تمثل دورها في جمع الإدخار المحلي لاستثماره في شكل مساهمات ذات أقلية في رأس مال المؤسسات الناشئة الجهوية، لتقوم بعدها الحكومة الفرنسية بداية من أوائل السبعينيات بانتهاج سياسات محددة لتفعيل الابتكار نتج عنها إنشاء عدة وكالات ومجمعات أهمها:

- الوكالة الفرنسية من أجل الابتكار (ANVAR) التي عملت على تقديم الدعم للمؤسسات الناشئة في مجال البحث والابتكار.
- مجمع التطوير الصناعي الذي تم إنشاؤه لدعم بحوث المجال الصناعي.
- مؤسسات تمويل الابتكار التي أنشئت لتعزيز الصناعات المحلية وتأمين وظيفة الابتكار.
- تنظيم المجمعات الجهوية للمساهمة التي وجهت لتقديم الأموال الخاصة للمؤسسات الجهوية.

وهكذا تمكنت المؤسسات الناشئة من الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مرحلة الانطلاق التي يتفادها الممولون التقليديون، ولكن بالرغم من هذا لم يعرف رأس المال المخاطر الفرنسي الانطلاقة الفعلية حيث اقتصرتم تمويلاته على عدد صغير من المؤسسات الابتكارية، ثم جاءت فترة الثمانينات أين عرفت تقنية رأس المال المخاطر تحولاً جذرياً بفضل التطورات القانونية والمؤسسية، حيث تم:

- إنشاء المؤسسة الفرنسية لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (SOFARIS)، والتي تعتبر كأسلوب لتأمين وضمان مؤسسات التمويل من خطر قرض الاستثمار.
- إنشاء الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة (FCPR) والتي تعمل على تشجيع التسيير الجماعي للأموال الخاصة للمؤسسات الغير مدرجة بالسوق المالي.
- تأسيس الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال المخاطر سنة.
- توفير إعفاءات ضريبية على رأس المال والأرباح كوسيلة لدعم استثمارات رأس المال المخاطر.
- دخول مستثمرين غير ماليين، أين قامت المؤسسات الاقتصادية والبنوك التجارية بتخصيص جزء من رؤوس أموالها في ملاحق تابعة للاستثمار في صناديق مختلفة.

2.1 - مرحلة الأزمة 1986-1993:

بعد الانتعاش الذي عرفته صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية بداية الثمانينات إصطدمت هذه الأخيرة بجملة من الظروف الصعبة التي عملت على خفض حجم استثماراتها، ومن أهم هذه الظروف هو انهيار السوق المالي يوم 19 أكتوبر 1987 أو ما يعرف بالاثنتين الأسود أين تكبدت أسواق المال العالمية بما فيها الفرنسية خسائر جد ضخمة، وهكذا أصبحت مؤسسات رأس المال المخاطر تواجه صعوبات عند

الفصل الثالث: دراسة الحالة

مرحلة الخروج عبر السوق المالي وهو الأمر الذي أدى إلى انخفاض حجم الاستثمارات في هذا المجال، بالإضافة إلى غموض عمليات قياس أداء المؤسسات الناشئة التي تساهم في تشجيع المستثمرين من جهة، وتبين مدى مردودية الاستثمار في رأس المال المخاطر من جهة أخرى (Eric Stephany, 2003, p70)، وتركيز أهم الممولين (البنوك وشركات التأمين) على نشاطاتهم بسبب الصعوبات التي تواجههم.

3.1- مرحلة التوسع 1994-2016:

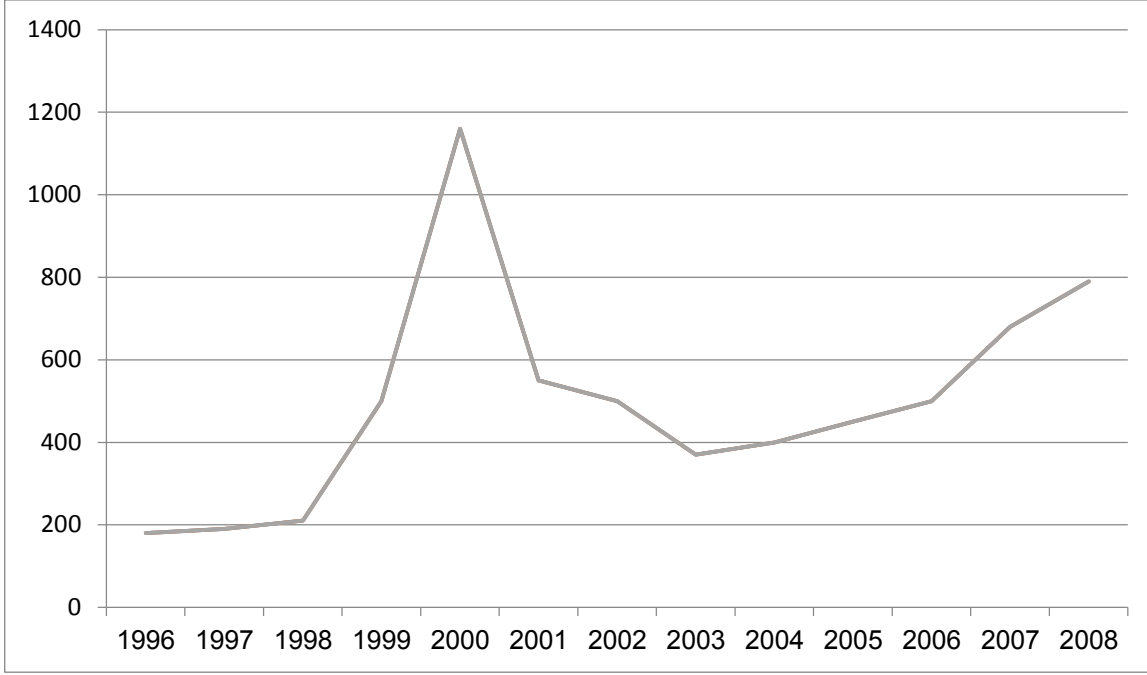
بقيت استثمارات رأس المال المخاطر في فرنسا غير مستقرة وتشهد تذبذبا مستمرا إلى غاية سنة 1997 أين بدأ المستثمرون ينجذبون نحو هذا المجال، وهذا بفضل تطور تقنيات الاعلام والاتصال وقطاع التكنولوجيا الحيوية من جهة وبروز جيل جديد من المبادرين المتفحطين من جهة أخرى، كما توفرت عوامل عديدة ساهمت في تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر، والمتمثلة في (Eric Stephany, 2003, pp 74-76):

- **عولمة الصناعة:** بعولمة الأموال المستثمرة وتجذر المستثمرين الأجانب، حيث مثلت المصادر الأجنبية ما نسبته 34.9% من إجمالي المبالغ المستثمرة في مجال رأس المال الاستثماري.
- **تطور رأس المال المخاطر الصناعي:** أنشئت المجمعات الكبرى صناديق لرأس المال المخاطر.
- **عودة بعض المستثمرين:** حيث اتسعت استثمارات البنوك وشركات التأمين في هذا المجال.

كما شهدت هذه الفترة إنشاء الصناديق الجماعية للتوظيفات في الابتكار (FCPI) القائمة على تحفيزات ضريبية معتبرة، هذا وقد ساهم أيضا إنشاء السوق الجديد سنة 1996 في إعطاء دفعة قوية لهذه الصناعة حيث عمل هذا السوق على استقبال المؤسسات المبتكرة ذات الاستعدادات الكبيرة للنمو، وبالموازاة مع هذا أنشأ مجمع لبعض الأسواق الأوروبية (EASDAQ) وهو ما يعادل سوق NASDAQ ما أدى إلى تعزيز معروضات هذه الصناعة كما يوضحه المنحنى التالي:

شكل رقم (3-6) : تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر الفرنسي
خلال الفترة (1996-2008) (الوحدة: مليون أورو)

الفصل الثالث: دراسة الحالة



Source : Association Francaise des Investisseurs en Capital, Capital risque en France, Indicateur chausson finance, France, 2009, p21.

من المنحنى نلاحظ تطور رأس المال المخاطر الفرنسي سنوات التسعينات أين وصل ذروته سنة 2000 بحجم استثمار قدره 1155 مليون أورو، ليشهد انطلاقا من سنة 2003، وعليه الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال بإصدار قانون أخلاقيات المهنة، واستمرت الحكومات الفرنسية بتطوير وسائل تمويل الابتكار وهذا بتقديم وسائل جديدة لعرض التمويل.

وبهذا عرفت معروضات رأس المال المخاطر الفرنسي مستويات غير مسبوقة لتحتل سنة 2006 المرتبة الثالثة عالميا بعد كل من الو.م.أ وبريطانيا، حيث قامت بتمويل 335 مؤسسة بحجم استثمار قدر ب 536 مليون أورو كما حققت 758 مليون أورو سنة 2008 والذي عرف نسبة انخفاض بنسبة قاربت 30% في السنة الموالية وهذا الصناعة استطاعت المحافظة على مرتبتها العالمية أين استطاعت تحقيق 1.809 مليار أورو و 170 عملية يليه قطاع البرمجيات ب 355 مليون أورو (Bilan Annuel, 2015).

2- الهياكل الاستثمارية لصناعة رأس المال المخاطر الفرنسية:

لقد قام المشرع الفرنسي بوضع عدد لا بأس به من الهياكل الاستثمارية المتاحة لممارسة تقنية رأس المال المخاطر عملا على تشجيعها وتطويرها، وتتمثل هذه الهياكل حسب ظهورها التاريخي في:

الفصل الثالث: دراسة الحالة

- **مؤسسات التنمية الجهوية:** وهي مؤسسات ذات أسهم تتدخل بالأموال الخاصة على مستوى رأس مال المؤسسات الناشئة الجهوية، تقدم لها قروضا لمدة خمس سنوات وتمنح ضمانات لقروض مدتها سنتين، كما تستفيد من نظام ضريبي مميز (Francois Denis Poitrinal, 2003,p61).
 - **مؤسسات تمويل الابتكار:** أنشئت لتعزيز الصناعات المحلية وتمويل الاستغلال الصناعي لنتائج الأبحاث التكنولوجية الحاصلة على براءات الاختراع.
 - **المجمعات الجهوية للمساهمة:** تم إنشاؤها ردا على الغياب الفعلي رأس المال المخاطر المتاح للمؤسسات الناشئة التي أسست في المحافظات، وتستطيع هذه المؤسسات الحصول على ضمان مجاني من SOFARIS لكن ما يعاب عليها هو أنها تقتصر على مناطق جغرافية محدودة (Francois Denis Poitrinal, 2003,p183).
 - **الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة:** وهي وسيلة مستحدثة لتطوير صناعة رأس المال المخاطر من حيث العرض وحشد الموارد بشكل جماعي، لا تتمتع هذه الصناديق بالشخصية القانونية لأنها لا تتعدي كونها ملكية مشتركة لقيم منقولة تسيير من طرف مؤسسات تسيير. لا تستطيع هذه الصناديق إمتلاك أكثر من 10% من الأوراق المالية لمؤسسة واحدة.
 - **مؤسسات رأس المال المخاطر:** وهي عبارة عن مؤسسات تجارية بأسهم تملك إطار ضريبي خاص بحكم أنها تستثمر أموالها الخاصة و/أو شبه الخاصة في مؤسسات اقتصادية غير مسعرة في البورصة برأس المال المخاطر.
 - **الصناديق الجماعية للتوظيفات في الابتكار:** وهي عبارة عن وعاء استثماري لفائدة المؤسسات الابتكارية غير المسعرة في البورصة وله نفس الخصوصية الإدارية والقانونية للصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة.
- 3- **العوامل المساعدة على تطور صناعة رأس المال المخاطر في فرنسا:**

لقد استطاعت صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية خلال وقت قصير نسبيا من ظهورها أن تتطور وتلحق بركب الكبار في هذا المجال، وهذا بفضل عوامل عديدة أهمها:

1.3 تدخل الدولة:

لقد لعبت السلطات الفرنسية دورا كبير في عملية إنجاح صناعة رأس المال المخاطر، فبالإضافة إلى الهياكل الاستثمارية التي قامت الدولة بتوفيرها لممارسة هذه التقنية التمويلية قامت هذه الأخيرة بإنشاء عدة صناديق ووكالات كان لها دور بارز في تدعيم وتطوير هذه التقنية التمويلية.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

2.3 محيط قانوني غني وملائم:

لقد ركزت الحكومات الفرنسية المتعاقبة على توفير المحيط القانوني الملائم بممارسة رأس المال المخاطر إيماناً منها بأهميته، حيث قامت السلطات الفرنسية بصياغة العديد من التشريعات القانونية، كما عرفت البيئة المؤسسية في فرنسا تغييرات عميقة وجذرية أين استمرت السلطات في تطوير منظومتها.

3.3 تحفيزات ضريبية مغرية:

لقد عملت السلطات الفرنسية على تأهيل الإطار المؤسسي لصناعة رأس المال المخاطر من خلال تحفيز المؤسسات المالية والاقتصادية، حيث وفرت إعفاءات ضريبية على المداخل والقيم المضافة كوسيلة جديدة لدعم استثمارات هذا المجال.

4.3 تحديث الأسواق المالية المتخصصة:

لقد كان لعملية تحديث الأسواق المالية المتخصصة في فرنسا الأثر الكبير على تطور معروضات صناعة رأس المال المخاطر وهذا لأنها وفرت للممولين طريقاً ملكياً للخروج، فبعد إنشاء السوق الثانية سنة 1983 للسماح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بتقديم عروض الاكتتاب تم إنشاء السوق الجديدة سنة 1996 للموجه للمؤسسات الناشئة ذات الطابع الابتكاري، ليتم سنة 2000 إنشاء سوق EASDAQ المماثل لسوق NASDAQ الأمريكي وسوق MGT وهو سوق الجملة للأوراق المالية للمؤسسات غير المدرجة، بالإضافة إلى إنشاء سوق Allernext سنة 2005 وهو سوق فرعي لسوق Euronext أين تم دمج السوق الأولى والثانية والجديدة بهدف تسهيل دخول المؤسسات الناشئة للسوق المالي.

5.3 الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال:

تساهم الجمعية في تطوير صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية من خلال الدور التنظيمي والرقابي الذي تقوم به والذي يوفر المحيط الملائم لممارسة هذه التقنية، كما تقوم بتقديم خدمات قانونية، ضريبية، محاسبية وإعداد أدلة توجيهية لتوضيح القواعد والأنظمة التي تحكم الصناعة، بالإضافة إلى تقديم دراسات، إحصائيات ودورات تكوينية لتثمين هذه الصناعة والموجهة لكافة المستثمرين والمبادرين.

6.3 رأس المال الملائكي:

يساهم رأس المال الملائكي في توفير مبالغ كبيرة لمجال رأس المال المخاطر في فرنسا قد تصل إلى أضعاف المبالغ التي يوفرها الممولون الرسميون، حيث يقدم بالإضافة إلى الأموال توصيات قيمة لمدرء

الفصل الثالث: دراسة الحالة

المؤسسات، مشورة أكثر دقة وفعالية تؤخذ خاصة في مرحلة ما قبل الانطلاق، مساعدة مستمرة في نشاط المؤسسة بالإضافة إلى منح الكفاءة التقنية والإدارية المكملة للمعارف الشخصية لصاحب المؤسسة.

وتشير آخر الإحصائيات أنه خلال سنة 2015 قام ملائكة الأعمال الفرنسيين بتحقيق 386 عملية تمويل للمؤسسات الناشئة بمبلغ قدر ب 41.2 مليون أورو، حيث عرفت المبالغ نسبة تطور قدرت ب 12.9% بالنسبة لسنة 2014 أين أخذ مجال الرقميات حصة الأسد من استثمارات الممولين غير الرسميين بنسبة 48% سنة 2015 (Fédération nationale des business angels, 2016, p 01).

في الأخير يمكن القول أنه بالرغم من أن صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية عرفت منذ ظهورها صعوبات وتحديات مختلفة بسبب متغيرات العميقة التي عرفتها البيئة الاقتصادية والمؤسسية لهذا البلد، إلا أنها استطاعت خلال فترة قصيرة نسبياً أن تتطور وتتضم لرواد هذه الصناعة على المستوى العالمي وهذا بفضل التدخل القوي والايجابي للسلطات العمومية الفرنسية بالدرجة الأولى.

المطلب الرابع: عرض تجربة المملكة العربية السعودية.

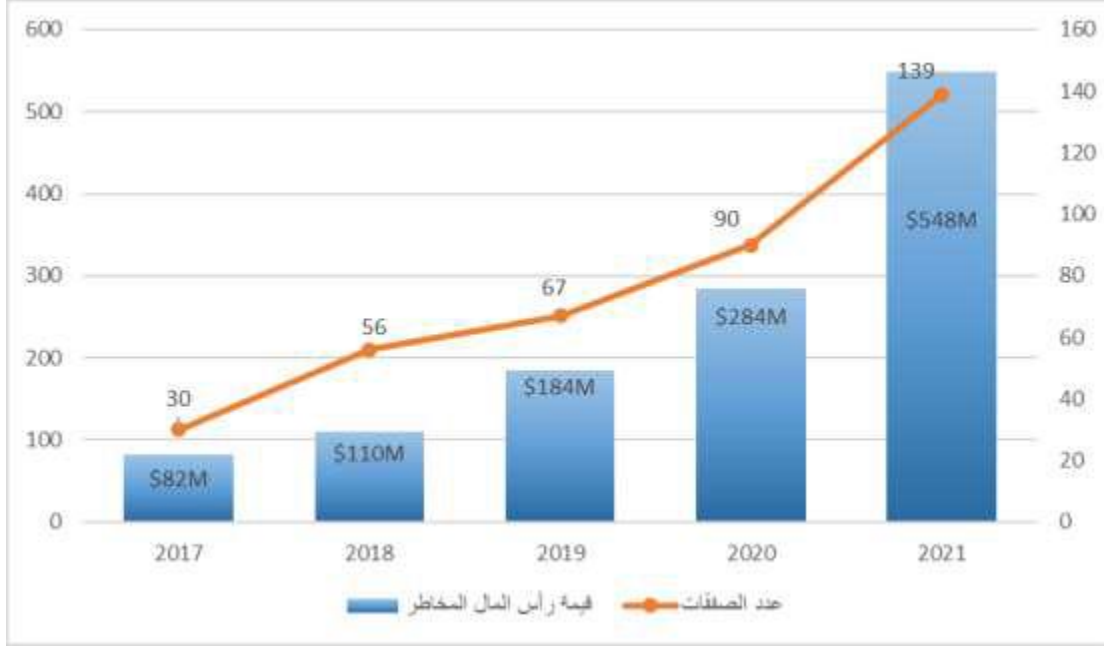
أصبحت المملكة العربية السعودية في الآونة الأخيرة من بين الدول الرائدة في مجال رأس المال المخاطر، وهذا بفضل الإصلاحات الاقتصادية التي طبقتها في إطار رؤية 2030 والتي ساهمت في زيادة الاعتماد على هذا النوع من التمويل والذي يكون مقابل الحصول على حصة من الأسهم، ومن العوامل التي ساعدت أيضاً في جعل المملكة سوقاً جذابة لهذا النوع من التمويل هو اتخاذها لعدة إجراءات فعالة لدعم ريادة الأعمال وجذب الاستثمارات الأجنبية وتحسين بيئة الأعمال، وهي تضم حالياً حوالي 30 مؤسسة من مؤسسات رأس المال المخاطر، 14 أستوديو للمؤسسات الناشئة و 18 جهة استثمارية مابين مستثمرين ملائكة وحاضنات أعمال أكاديمية لتمويل المؤسسات الناشئة كما تعمل المملكة على تشجيع الاستثمار المخاطر من خلال تقديمها للدعم المباشر له، وذلك عن طريق الشركة السعودية للاستثمار الجريء التي أسستها الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة، وصندوق جدة الاستثماري المدعوم من كرف صندوق الاستثمارات العامة (تمويل المنشآت الصغيرة والمتوسطة: حلول أكثر وخيارات متنوعة، 2021، ص06).

1- تطور مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة:

الشكل رقم (3-7): تطور مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة خلال الفترة

(2017-2021) من حيث القيمة وعدد الصفقات.

الفصل الثالث: دراسة الحالة



المصدر: من إعداد الطالبان اعتمادا على تقرير الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية 2021، 2022، ص 07.

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن قيمة مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة السعودية عرفت نموا كبيرا خلال الفترة (2017-2021)، حيث قدرت بـ 82 مليون دولار سنة 2017 ثم ارتفعت لتصل إلى 548 مليون دولار سنة 2021، كذلك عدد الصفقات شهد هو الآخر ارتفاعا مستمرا خلال نفس الفترة حيث بلغ 139 صفقة سنة 2021 مقارنة بسنة 2017 التي قدر فيها بـ 30 صفقة. ويعود هذا التطور السريع الذي شهده رأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية حسب الرئيس التنفيذي للشركة السعودية للاستثمار الجريء الدكتور نبيل بن عبد القادر كوشك، إلى إطلاق العديد من المبادرات الحكومية لتحقيق رؤية المملكة 2030. (الأثر على منظومة الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية، 2022، ص 7).

2- ترتيب المملكة العربية السعودية على مستوى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من حيث قيمة الاستثمار المخاطر:

جدول رقم (3-2): ترتيب المملكة العربية السعودية على مستوى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من حيث قيمة الاستثمار المخاطر خلال الفترة (2018-2021).

المرتبة	2018	2019	2020	2021
الأولى	الإمارات	الإمارات	الإمارات	الإمارات
الثانية	مصر	مصر	مصر	السعودية
الثالثة	الكويت	السعودية	السعودية	مصر
الرابعة	السعودية	الأردن	الكويت	الأردن

الفصل الثالث: دراسة الحالة

الخامسة	لبنان	لبنان	الأردن	البحرين
---------	-------	-------	--------	---------

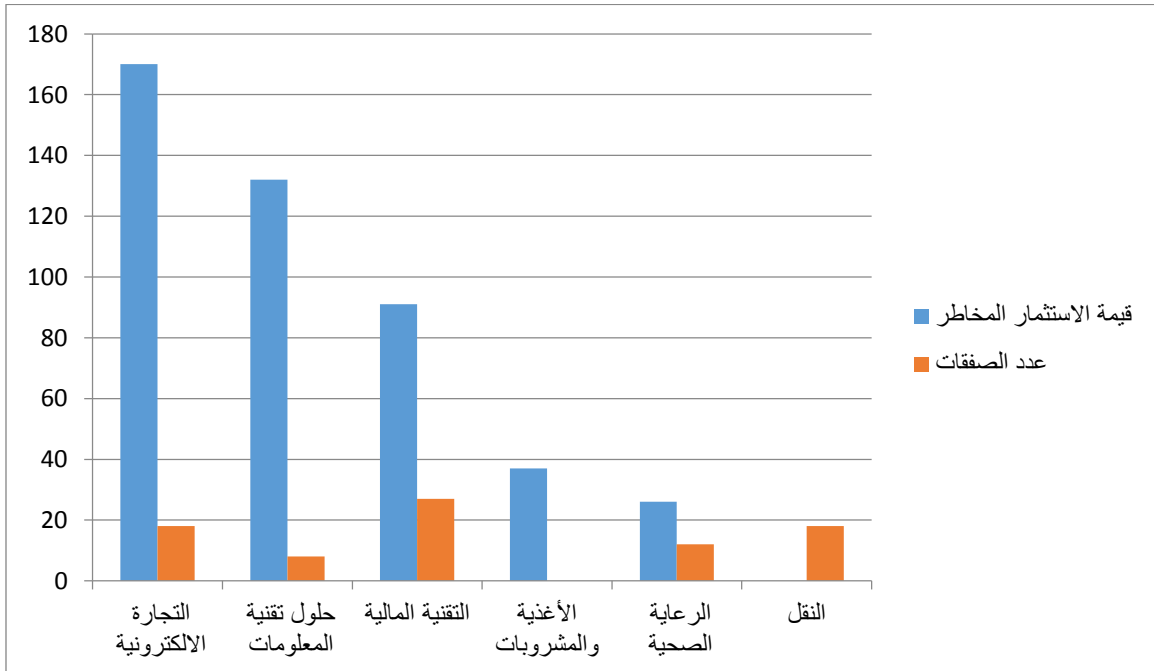
المصدر: من إعداد الطالبان اعتمادا على (الأثر على منظومة الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية، 2022، ص11).

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن ترتيب المملكة العربية السعودية على مستوى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا شهد ارتفاعا مستمرا وذلك راجع لارتفاع الذي حققه رأس المال المخاطر في المملكة، حيث أنها احتلت المرتبة الثانية من حيث هذا الاستثمار سنة 2021 بعد دولة الإمارات التي حافظت على المرتبة الأولى خلال الفترة (2018-2021)، أما مصر فقد تراجعت للمرتبة الثالثة سنة 2021.

3. مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة حسب القطاع في السعودية:

ساهم رأس المال المخاطر في تمويل العديد من القطاعات، والشكل التالي يوضح أكبر خمس قطاعات من حيث إجمالي قيمة الاستثمار المخاطر وعدد الصفقات.

الشكل رقم (3-8): أكبر القطاعات من حيث إجمالي قيمة الاستثمار المخاطر وعدد الصفقات في السعودية لسنة 2021.



المصدر: من إعداد الطالبان، بالاعتماد على تقرير الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية، 2021-2022، ص16.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

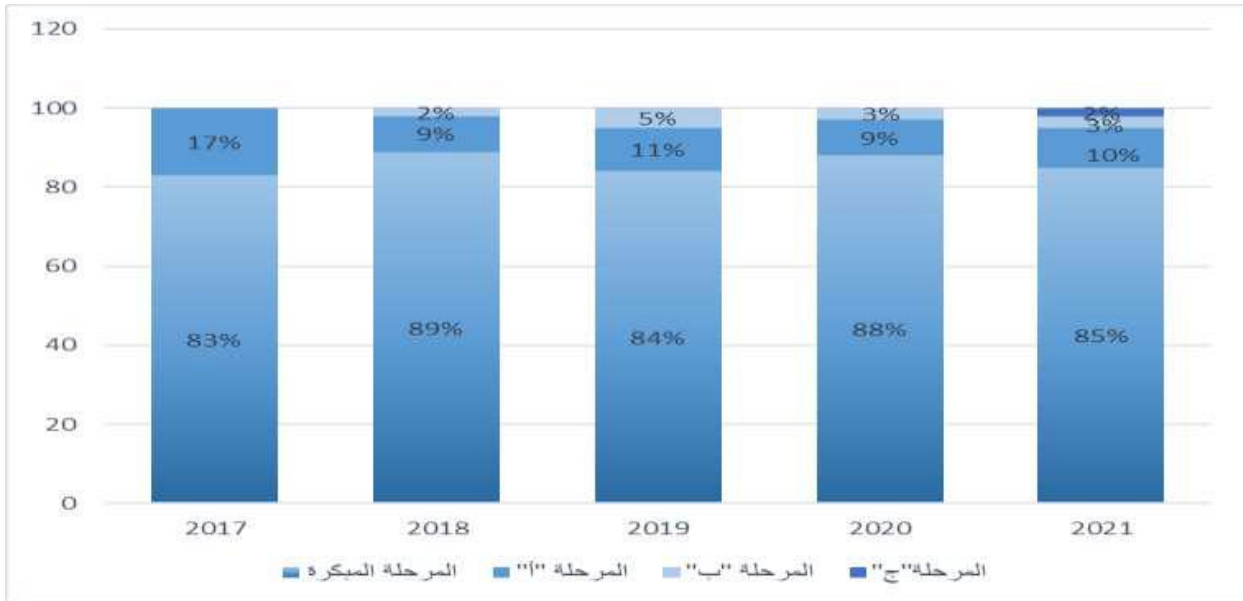
نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن أكبر قيمة مساهمة لرأس المال المخاطر سنة 2021 كانت في قطاع التجارة الالكترونية الذي يعد من أهم القطاعات التي تتميز بفرص نمو واعدة حيث قدرت ب 170 مليون دولار وهي تمثل 31% من إجمالي رأس المال المخاطر، يليه قطاع حلول تقنية المعلومات بقيمة 132 مليون دولار أي ما يمثل 24% من إجمالي رأس المال المخاطر، ثم باقي القطاعات.

في المقابل كان أكبر عدد الصفقات المستثمر فيها في قطاع التقنية المالية حيث استحوذ هذا القطاع على 19.4% من إجمالي عدد الصفقات المسجلة في سنة 2021 وذلك ب 27 صفقة وهذا راجع لاهتمام المملكة بهذا القطاع من أجل تطوير قطاعها المالي في ظل التطورات الرقمية التي يشهدها العالم، يليه قطاعي التجارة الالكترونية والنقل ب 18 صفقة لكل قطاع وهو ما يمثل 12.9% من إجمالي عدد الصفقات خلال نفس السنة، في حين أن 8.6% من إجمالي عدد الصفقات المستثمر فيها كان في قطاع الرعاية الصحية و 5.7% في قطاع حلول التقنية.

من خلال ما سبق يتضح أن رأس المال المخاطر للمملكة العربية السعودية يركز أكثر على القطاعات ذات إمكانيات النمو العالية والتي تقوم على الأفكار المبتكرة كالقطاعات التجارية الالكترونية والتقنية المالية التي شهدت توسعا كبيرا خلال أزمة كورونا نتيجة لظروف التعامل عن بعد التي فرضتها هذه الأزمة مما يجعل هذا النوع من التمويل بديلا جيدا في فترات الأزمات.

4. صفقات الاستثمار المخاطر في السعودية حسب مرحلة الاستثمار:

الشكل رقم (3-9): صفقات الاستثمار المخاطر في السعودية سنويا حسب مرحلة الاستثمار (%).



المصدر: من إعداد الطالبان، بالاعتماد على تقرير الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية لعامي 2021-2022، ص16.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

نلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن اغلب صفقات الاستثمار المخاطر خلال الفترة (2017-2021) في السعودية كانت في المرحلة المبكرة وهذا لأن المؤسسات الناشئة في هذه المرحلة تكون بحاجة أكثر للتمويل لبداية نشاطها وإطلاق منتجاتها، حيث بلغت 85% من إجمالي عدد الصفقات المنفذة خلال سنة 2021 مقارنة بسنة 2017 التي قدرت فيها بـ 83%، في حين أن المراحل الأخرى كانت صفقات الاستثمار المخاطر فيها بنسب قليلة، كما نلاحظ أن سنة 2021 شهدت استثمار في صفقات المرحلة "ج" بنسبة قليلة جدا قدرت بـ 2%.

من خلال ما سبق يتضح أن رأس المال المخاطر دور فعال في دعم وتمويل المؤسسات الناشئة السعودية خلال مراحل حياتها المختلفة خاصة المرحلة المبكرة.

5. أكبر جولات الاستثمار المخاطر:

الجدول رقم (3-3): أكبر خمس جولات استثمار مخاطر مععلن عنها في السعودية سنة 2021.

قيمة الاستثمار	مرحلة الاستثمار	الشهر	القطاع	بعض المستثمرين
\$125M	الجولة الاستثمارية (ب)	سبتمبر	تحول تقنية المعلومات	SoftBank, STV, RTF, Endeavor, RAED
\$75M	الجولة الاستثمارية (ج)	ديسمبر	التجارة الإلكترونية	STV, VSC, RAED, Endeavor, SARY
\$31M	الجولة الاستثمارية (ب)	مايو	التجارة الإلكترونية	VSC, STV, BERAYAH VENTURES, RAED
\$24M	لم يكشف عنها	نوفمبر	التقنية المالية	WRACHA
\$20M	الجولة الاستثمارية (ب)	يناير	الأغذية والمشروبات	STV, BERAYAH VENTURES, Endeavor, FOODICS

المصدر: من اعداد الطالب، بالاعتماد على تقرير الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية لعامي 2021-2022، ص15.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن شركة Unifonic تحصلت على أعلى قيمة استثمار مخاطر وذبك في الجولة الاستثمارية (ب) حيث قدرت ب 125 مليون دولار وهي تمثل 95% من إجمالي قيمة الاستثمار المخاطر الموجهة لقطاع حلول تقنية المعلومات، ثم تلتها شركة Sary حيث تحصلت على 75 مليون دولار وهي تمثل 44% من إجمالي قيمة الاستثمارات الموجهة لقطاع التجارة الالكترونية.

المطلب الخامس: عرض تجربة تونس.

تعتبر تونس البلد المغربي الأول الذي خاذا تجربة رأس المال المخاطر، حيث اهتمت الحكومة التونسية منذ أكثر من ثلاث عقود بهذا المجال رغبة منها في إصلاح منظومتها المالية وتطوير مصادر تمويل جديدة تواكب اقتصاد السوق، حيث قامت هذه الأخيرة بتعديلات كثيرة لتأهيل الإطار التنظيمي والتشريعي كما قامت بتوفير هياكل مؤسساتية عديدة لدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشئة.

1- نشأة رأس المال المخاطر في تونس:

بدأت تونس تجربتها الخاصة في مجال التمويل برأس المال المخاطر المستوحاة من التجارب الغربية الناجحة عن طريق قيام الحكومة التونسية بإنشاء أول مؤسسة رأس مال استثماري في تونس سنة 1990 وهي شركة المساهمة وترقية الاستثمار، أغلبية الشركاء فيها تونسيون معظمهم بنوك عمومية وخاصة إلى جانب الشريك الأوروبي Proparco ومؤسسة رأس المال الاستثماري التابعة للوكالة الفرنسية للتنمية (سامية عديش، 2014، ص19)، كما قام المشرع التونسي بإصدار القانون رقم 88-95 المؤرخ في 30 أكتوبر 1995 معدل ومتمم لأحكام النصوص القديمة، أساسه أنه قام بإنشاء مؤسسات الاستثمار برأس المال المخاطر (سمية حسب المشرع التونسي بشركات الاستثمار ذات رأس مال التنمية) (SICAR)، وكانت تعنى بتمويل مراحل انطلاق المؤسسات، نموها، تحويل ملكيتها أو تقويمها وبقائها، وهو ما يعادل مؤسسات رأس المال الاستثماري، وقد عرف هذا القانون هدف مجال استثمار هذه المؤسسات التي تقوم بالمساهمة لحسابها أو لحساب الغير في تدعيم الأموال الخاصة للمؤسسات الناشئة في مناطق التنمية الجهوية، المؤسسات التي تمر بصعوبات اقتصادية وكذا المؤسسات التي تقوم باستثمارات تمكن من تطوير التكنولوجيا أو التحكم بها والابتكارات في كل القطاعات الاقتصادية، حيث حددت نسبة استثمار SICAR في هذه المؤسسات ب 30% من رأس مالها.

فيما يخص الإطار الجبائي الخاص بمؤسسات رأس المال المخاطر فقد حدده القانون رقم 88-95، والذي منح امتيازات عديدة للمتدخلين في هذا النشاط تتمثل في (الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، القانون رقم 88-95، الصادر بتاريخ 30 أكتوبر 1995):

الفصل الثالث: دراسة الحالة

- الأشخاص الطبيعيين والمعنويين بإمكانهم طرح الأرباح المعاد استثمارها في الاكتتاب في رأس مال مؤسسات الاستثمار برأس المال المخاطر من أساس الضريبة، شريطة ألا يقع سحبها لمدة 5 سنوات ابتداء من الفاتح جانفي للسنة الموالية لسنة التوظيف، أن تكون الأسهم حديثة الإصدار بالإضافة إلى مسك محاسبة قانونية.
- تطرح من الربح الخاضع للضريبة القيمة الزائدة الناتجة عن التصرف في الأسهم والحصص الاجتماعية المحققة من طرف مؤسسات الاستثمار برأس المال المخاطر لفائدتها أو لفائدة الغير.
- بإمكان الأشخاص الطبيعيين خصم القيمة الزائدة الناتجة عن التصرف في الأسهم المحققة من طرف مؤسسات الاستثمار برأس المال المخاطر من الربح الخاضع للضريبة، شرط أن يقع رصد تلك القيمة ضمن خصوم الموازنة في حساب يسمى "احتياطي ذو نظام خاص" يجمد لمدة خمس سنوات ابتداء من تاريخ ختم موازنة السنة التي تم خلالها التصرف.
- الإعفاء الضريبي بنسبة 50% من رأس المال المستثمر ولمدة 4 سنوات.

وبعد صدور قرار رقم 99-1513 المؤرخ في 5 جويلية 1999 حاولت تونس خلق احترازية في تمويل القطاعات الاستثمارية الجديدة وخاصة ذات الطابع التكنولوجي، حيث قامت بإنشاء صندوق متخصص في تمويل القطاعات التكنولوجية وهو صندوق ترقية الابتكارات التكنولوجية، وقد سمح تأسيس هذا الصندوق للمؤسسات ذات الطابع التكنولوجي بالحصول على التمويل اللازم كما تم في نفس الفترة إنشاء الصندوق العمومي الخاص بالقطاع الفلاحي وهو صندوق دعم التطوير الفلاحي، وقد رافق إنشاء

هاذين الصندوقين قيام الحكومة التونسية بتعديلات على المستوى المؤسسي والقانوني أين تم وضع حوافر ضريبية حددتها المراسيم القانونية في إطار شروط تتعلق بحجم المبالغ والمناطق الجغرافية.

وقد قامت تونس بتنفيذ إصلاحات هيكلية مدعومة من صندوق النقد الدولي في عدة مجالات كالتجارة، البنوك والضرائب لتركز بعدها على منهج إصلاحي جديد قائم على خصخصة المؤسسات العمومية وإلغاء المساعدات المالية للصناعات المحلية، الأمر الذي ساهم في دخول بنوك عمومية وخاصة وشركات مالية ومؤسسات اقتصادية في سوق رأس المال الاستثماري (بنشاطاته الأربعة).

وهكذا تطور مجال رأس المال الاستثماري ككل في تونس حيث ارتفع عدد مؤسسات الاستثمار برأس المال المخاطر ليصل إلى 26 مؤسسة بحلول سنة 2000 وبمبلغ إجمالي قدر ب 140 مليون دينار تونسي، مع إحصاء 428 مشروع تم تمويله من طرف هذه المؤسسات (Kamal Eddine Bouatouata, 2005, p84)، النمو الملحوظ لمعروضات هذه الصناعة في تونس لم يدم طويلا حيث شهدت هذه

الفصل الثالث: دراسة الحالة

المعروضات تراجعاً كبيراً خلال الفترة 2002-2004 بسبب أزمة الدوت كوم سنة 2000 وتشاؤم الممولين حول مسار التكنولوجيات الحديثة.

لكن الحكومة التونسية كثفت جهودها الرامية لتطوير مجال رأس المال الاستثماري أين اهتمت بالهيكل القاعدية الداعمة للابتكار وقامت بتأسيس حاضنات أعمال جديدة ومراكز استقبال المؤسسات الناشئة، هذا من جهة ومن جهة أخرى قامت السلطات التونسية بتوفير هيكل متعدد من شأنها مرافقة ومساعدة مؤسسات الاستثمار برأس المال المخاطر، مهمتها الأساسية تتمثل في ضمان القروض الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويتعلق الأمر بكل من:

1.1- الصندوق الوطني للضمان: تتمثل مهامه الأساسية في:

- ضمان نتائج فئات معينة من المساهمات التي تقوم بها مؤسسات رأس المال المخاطر، بالإضافة إلى ضمان تصفية بعض أصناف المساهمات الأخرى في المؤسسات الصغيرة.
- دعم المبالغ غير القابلة للتحويل من المساهمات التي تقوم بها مؤسسات الاستثمار برأس المال المخاطر المصرح بها لدى الصندوق.
- ضمان مردودية المساهمات التي تقوم هذه المؤسسات بالتصريح بها لدى الصندوق.

2.1- الشركة التونسية للضمان: وهي مؤسسة ذات مصلحة عامة الهدف منها هو تعزيز وتدعيم الآليات والبرامج التي عملت الدولة على وضعها للنهوض بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (www.sotugar.com.tn)، وتختلف هذه الشركة في إدارة آليات ضمان القروض المسندة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومساهمات مؤسسات الاستثمار برأس المال المخاطر في رأس مالها، وكل صندوق أو آلية لضمان القروض والتمويلات الأخرى.

3.1- بنك تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: تتمثل مهامها الأساسية في:

- ضمان القروض الموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في جميع المجالات.
- التكفل وتسهيل إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع تدعيم وترقية المؤسسات القائمة.

هذه الهيكل بإمكانها مساعدة مؤسسات الاستثمار في رأس المال المخاطر وهذا عن طريق ضمان مساهمتها في المؤسسات الممولة، الأمر الذي من شأنه تحفيز المستثمرين للإقبال على هذا المجال.

كما قد تم سنة 2055 إنشاء الصناديق المشتركة للتوظيف برأس المال المخاطر (FCPR) بموجب القانون رقم 105-05 المؤرخ في 19 ديسمبر 2005، والذي عرفها بأنها: "صناديق مشتركة للتوظيف في

الفصل الثالث: دراسة الحالة

الأوراق المالية يتمثل غرضها الأساسي في المساهمة لحساب حاملي الحصص ويهدف إحالتها في تدعيم الأموال الذاتية للمؤسسات (الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، القانون رقم 105، الصادر بتاريخ 19 ديسمبر 2005).

وقد تواصلت التعديلات القانونية في مجال رأس المال الاستثماري بصفة عامة حيث أنه في سنة 2011 تم إصدار المرسوم رقم 99-100 الذي قام بتحديد إطار تنظيمي جديد، وهذا بإدخال تعديلات من شأنها القضاء على الاختلال الوظيفي في هذه التقنية التمويلية (الفصل بين الإطار التشريعي والمالي).

2- خصائص مؤسسات رأس المال المخاطر التونسية:

تطرقت دراسة قام بها باحثون تونسيون على عينة من مؤسسات رأس المال المخاطر في تونس إلى أهم خصائص هذه المؤسسات، والتي يمكن اختصارها فيما يلي (A.ATI, I.Gannoun, 2007, p04):

- إن مؤسسة رأس المال المخاطر التونسية ملحقة ببنوك تجارية سواء من حيث المصدر أو من حيث الطاقم الإداري، حيث أن 80% من مسيري هذه المؤسسات هم ماليون ماعدا مؤسسة واحدة فقط تضم مهندسا مختصا في تكنولوجيات الإعلام والاتصال.
- توصلت الدراسة إلى أن كل هذه المؤسسات تلقت 664 طلب تمويل برأس المال حصل 430 منها على قبول أولي لدراسة الملف، وفي الأخير تم قبول 285 ملف طلب تمويل أي أنه تم الموافقة على ما يقارب 43% من مجموع الملفات، وهذه النسب مرتفعة وتختلف تماما عن النسب المعلن عنها في الدول الصناعية الكبرى والتي لا تتعدى 1% من إجمالي الطلبات.
- مؤسسات رأس المال المخاطر الملحقة للمؤسسات الاقتصادية تتبع نفس منهج باقي المؤسسات الملحقة للبنوك، كما يرى الباحثون أن أغلب مسيري هذه المؤسسات لهم مقعد إداري في المؤسسة الأم بالإضافة إلى أنهم لا يتمتعون بالكفاءة اللازمة لإدارة مثل هذا النوع من الوساطة المالية (غياب التخصص).
- نادرا ما يحصل الممولون على طلب تمويل مشاريع ابتكارية بمفهومه الدقيق، ومحفظة المؤسسات الممولة ما هي إلا مشاريع عادية ليس لها بعد ابتكاري.
- صفقات الخروج أو الانسحاب في معظمها صفقات بيع للمسير، وتحسب باستخدام قيم التمويل الاسمي للمؤسسة المالية والقيم الاسمية للمردود المحقق طوال فترة العقد.
- غياب المستقلين وذوي الخبرة في هذه الصناعة.

كما تعاني مؤسسات رأس المال المخاطر التونسية من عدة تحديات وصعوبات تقف عائقا في طريق نموها وتطورها، نختصرها في النقاط التالية:

الفصل الثالث: دراسة الحالة

- عدم كفاية وكفاءة الإطار القانوني والتنظيمي، فبالرغم من كل القوانين التي صاغها المشرع ونقحها إلا أنها مازالت تعاني من العديد من النقائص ما يستدعي تطويرها وإعادة صياغتها.
- الغياب شبه الكلي لمساهمات رأس المال الملائكي (الممولين الشخصيين)، حيث لا يستطيع هؤلاء توفير أدنى حد من الأموال لصناعة رأس المال المخاطر.
- ندرة ملفات مجالات الابتكار لفائدة الممولين المتخصصين في هذا القطاع.
- غياب تدفق صفقات مريحة.
- عدم استقرار الاقتصاد التونسي خاصة في السنوات الأخيرة الأمر الذي يمثل مشكلة كبرى لمستثمري رأس المال المخاطر، حيث أن طبيعة هذا الاستثمار هو المخاطر وهؤلاء المستثمرين لا يقبلون على الاستثمار في ظل اقتصاد غير مستقر لأن هذا من شأنه إضافة مخاطرة عالية نسبيا للمخاطر الخاصة بهذا النوع من الاستثمار، كما أن الاقتصاد غير المستقر قد يغامر بالعائد المتوقع.
- معظم هذه المؤسسات ما هي إلا ملاحق لبنوك تجارية، وطبيعة المصادر لها تأثير مزدوج على هذه الصناعة، فالمؤسسات الممولة لا تتمتع باستقلالية القرار لأن مصدر رؤوس أموالها يصل إلى حدود 90 % من ممولين ينشطون في مجال الوساطة التقليدية.

3- واقع صناعة رأس المال المخاطر التونسية:

تضم تونس حاليا أكبر عدد من الشركات العاملة في رأس المال الاستثماري بين الدول العربية، حيث أنه ولغاية 31 ديسمبر 2014 تم إحصاء 96 مؤسسة رأس مال استثماري، موزعة كالتالي (HananBakloutiTrabelsi, 2016, pas de numéro de page):

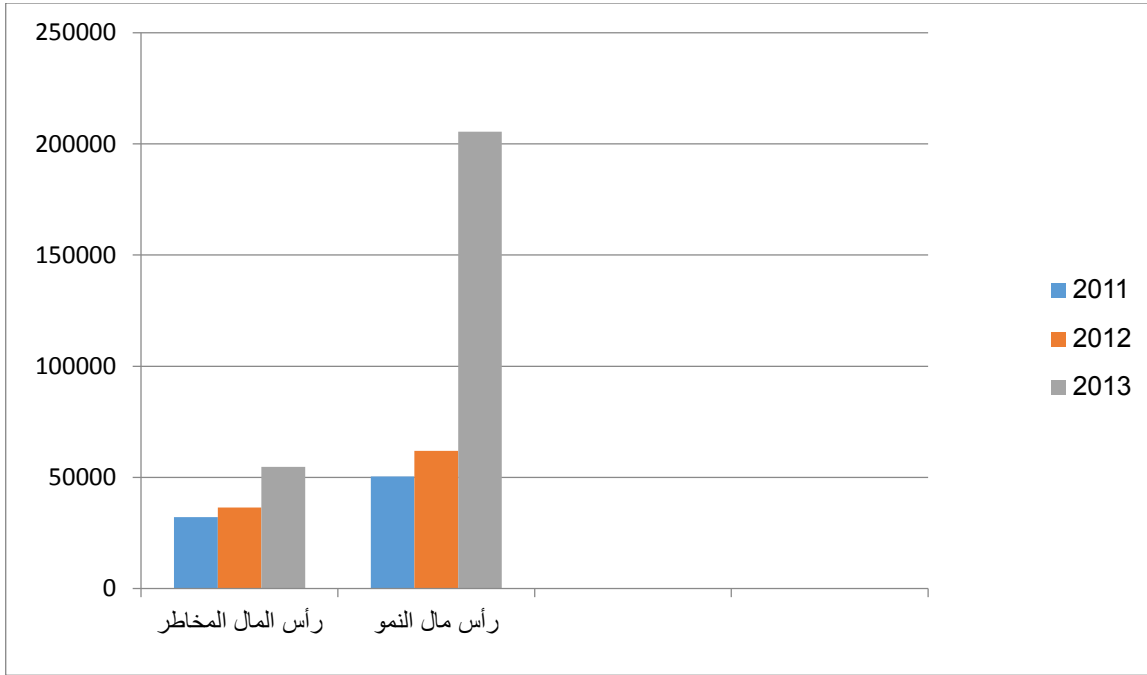
- 56 مؤسسة للاستثمار برأس المال المخاطر.
- 35 صندوق FCPR.
- 5 صناديق لرأس المال الإنشاء.

هذا بالإضافة إلى عدة صناديق استثمار محلية ومساهمات دولية بالأخطار، معظم هذه المؤسسات تركز على مجال تكنولوجيا المعلومات وتخصص نسبة 1.5% من أرباحها للبحث والتطوير (روينة عبد السميع، إسماعيل حجازي، ص316)، وتمثل 50% من مؤسسات الاستثمار برأس المال المخاطر التونسية أفرع للبنوك حيث تخصص هذه الأخيرة 80% من رأس مالها لإنشاء هذه المؤسسات، وتعتبر تونس أول مقر للاتحاد العربي برأس المال المخاطر كما تم تقريره خلال أول اجتماع للاتحاد بالقاهرة.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

وحسب إحصائيات الجمعية التونسية للمستثمرين برأس المال، فإنها قد وظفت خلال سنة 2015 نحو 207 مليون دينار تونسي ما يمثل 0.25% من الناتج الداخلي الخام لتونس، حيث استثمر منخرطو الجمعية ما بين 2012 و2015 زهاء 800 مليون جينار تونسي مكنت من إحداث 5 آلاف منصب شغل جديد، كما قامت الجمعية خلال سنة 2015 بتمويل قرابة 189 مشروعا، هذه الإحصائيات تتعلق برأس المال الاستثماري بنشاطاته الأربعة حيث لم نستطيع الحصول على النسبة التي يشارك بها رأس المال المخاطر لسنة 2015، ولكن حسب الإحصائيات المنشورة لسنة 2014 استطعنا الحصول على نسبة مشاركة رأس المال المخاطر خلال الفترة 2011-2013 كما هو موضح في الشكل أدناه.

شكل رقم (3-10): توزيع المبالغ المستثمرة حسب نشاطات رأس المال الاستثماري التونسي خلال الفترة (2011-2013) (مليون دينار تونسي)



Source: Association Tunisienne des Investisseurs en Capital, Rapport d'activité 2013, Tunis, 2014, p28.

من الشكل السابق نلاحظ أن حصة الأسد من استثمارات رأس المال الاستثماري للفترة المدروسة كانت من نصيب رأس مال النمو حيث حقق نسبة 79% سنة 2013 أي ما يعادل 205.462 مليون دينار تونسي، بينما بلغت نسبة مشاركة رأس المال المخاطر في نفس السنة 21% فقط من المبالغ الاجمالية المستثمرة أي ما يعادل 54775 مليون دينار تونسي، وهذا راجع لتخوف المستثمرين من تمويل هذه المرحلة التي تتميز بدرجة عالية من المخاطرة.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

في الأخير يمكن القول أنه بالرغم من أن التجربة التونسية في مجال رأس المال المخاطر تعتبر من أهم التجارب العربية في هذا المجال، إلا أنها لازالت تعاني من عدة مشاكل وصعوبات تحد من إمكانية تطورها ولحاقها بركب الدول الصناعية الكبرى.

المطلب السادس: عرض تجربة المغرب.

قامت المملكة المغربية منذ بداية التسعينيات بتكثيف الجهود في سبيل توفير مختلف الوسائل الكفيلة لتطوير اقتصادها خارج القطاعات الأولية ودعم الاستثمار في المجالات الابتكارية، وهذا من خلال تطوير أنظمتها المصرفية والمالية ومحاولة تبني وساطات مالية جديدة كرأس المال المخاطر.

1- نشأة رأس المال المخاطر في المغرب:

إن ممارسة نشاط رأس المال المخاطر في المغرب انطلق سنة 1990 بتأسيس شركة المساهمة وترقية الشراكة، وهي أول مؤسسة رأس مال استثماري أنشئت بمشاركة بنوك محلية عمومية وأطراف أوروبية، وقد ظلت هذه الشركة تنشط بصفة منفردة في السوق لفترة طويلة إلى أن تم إنشاء شركات أخرى في نفس المجال، وهذا بفضل التعديلات التنظيمية وجهود تطوير البيئة الاستثمارية التي عملت على جلب موارد مالية من صناديق دولية تنشط في حوض البحر المتوسط كالبنك الدولي للاستثمار، شركة PROPARCO وشركة COFIDES، أين بلغت نسبة مشاركة الممولين المؤسستين الأوروبيين في توفير مبالغ معتبرة لنشاط هذه الصناعة، الأمر الذي ساهم في تشجيع الممولين على تمويل المراحل المبكرة لنشاط المؤسسات وبالتالي زيادة استثمارات رأس المال المخاطر كما يبينه الجدول أدناه.

جدول رقم (3-4): توزيع استثمارات رأس المال الاستثماري في المغرب حسب مراحل التدخل خلال الفترة (1990-2001).

مرحلة التدخل	مرحلة الإنشاء	مرحلة النمو	مرحلة التحويل (التصحيح)
%	55%	36%	9%

Source: Kamel Eddine Bouatouata, Le capital investissement, capital risque (USA, Europe, Tunisie, Maroc, Algérie), enjeux et perspectives, Edition grand livres (G.A.L), alger, 2005, p86.

من الجدول أعلاه نلاحظ أن أغلبية استثمارات رأس المال الاستثماري في المغرب منذ ظهوره وإلى غاية سنة 2001 تمحورت حول مرحلة الإقلاع أي رأس المال المخاطر بنسبة 55%، وهذا يعتبر دفعة قوية

الفصل الثالث: دراسة الحالة

لهذا الأخير الذي لطالما تخوف المستثمرون منه بسبب ارتفاع مستويات المخاطرة فيه، وهو ما يعكس المساهمة الفعالة للصناديق الدولية التي ساهمت في تطوير هذه الصناعة في المغرب.

وفي نهاية سنة 2002 قامت الحكومة المغربية بتعديل أغلب القوانين المرتبطة بمجال رأس المال الاستثماري بالإضافة إلى تكثيف جهودها لتحسين البيئة الاقتصادية والضريبية، حيث تدخلت في هذا المجال من خلال صندوق الودائع والتسيير الذي قام بتقديم صندوقين برأس المال الاستثماري ويتعلق الأمر بكل من: صندوق Accé Capital Atlantique الذي يخصص ما بين 30 إلى 33% من رأس ماله لتمويل فترة الانطلاق، وصندوق Uplines Technologies المتخصص في ميدان الإعلام والاتصال، كما كان صندوق الودائع والتسيير شريكا في أول صندوق رأس المال المخاطر يعني بتمويل مرحلة ما قبل الإنشاء، وهو صندوق Sindibad الذي وصلت مساهمته في السوق إلى حوالي 25%.

هذا وقد تجسد التطور الفعلي لرأس المال الاستثماري المغربي انطلاقا من سنة 2000 بقدم أربع شركات التي تعتبر من أكبر الفاعلين في هذا المجال ويتعلق الأمر بكل من: شركة Capitalinvest شركة Maroc invest، شركة Accès وشركة CFG Développement الأمر الذي ساهم في زيادة معروضات هذه الصناعة والتي عرفت إنطلاقا من سنة 2002 تطورا كبيرا استمر ل 5 سنوات، حيث بعدما حققت سنة 2001 ما يقارب 11 مليون أورو ارتفعت سنة 2006 لتبلغ مقدار 85 مليون أورو (G.Ayed,2007, p06)، وزيادة على ذلك تتجذب البنوك بقوة لهذا النشاط عن طريق خلق صناديق تسيير من طرف 15 مسير تختص في مختلف مراحل الاستثمار (سامية عديش، ص22)، كما أن تحسن البيئة المؤسساتية ساعد على جلب مؤسسات مالية أجنبية ومحلية لإنشاء صناديق استثمار جديدة أو المشاركة في صناديق محلية خاصة من دول الخليج.

وفيما يخص الهياكل التي من شأنها مرافقة ومساعدة نشاط رأس المال المخاطر في المغرب، نجد الصندوق المركزي للضمان الذي يعتبر آلية من آليات الدولة لتحفيز المبادرة الخاصة عبر تشجيع خلق المؤسسات الناشئة، حيث يقوم بضمان رأس المال الاستثماري، كما قام هذا الصندوق بإنشاء صندوق استثمار خاص بتمويل المؤسسات الناشئة ذات الطابع الابتكاري (رأس المال المخاطر) وهو صندوق InnovInvest في 01 جويلية 2016 بمساهمة من طرف البنك الدولي قدرت ب 500 مليون درهم (WWW.ccg.ma).

أما فيما يخص الإطار القانوني فقد شهد رأس المال المخاطر المغربي الجزء الأكبر من مرحلة نموه في ظل غياب إطار قانوني وجبائي ملائم لتنظيمه وتحفيز المستثمرين على الولوج إليه، فالتقنين الفعلي لم يتم إلا في سنة 2006 من خلال القانون الجديد رقم 41-05 الأمر الذي أعطى دفعة جديدة وقوية لصناعة

الفصل الثالث: دراسة الحالة

رأس المال الاستثماري بصفة عامة، وقد عرف هذا القانون مؤسسات التوظيف برأس المال المخاطر (OPCR) بأنها وحدة توفر التمويل لمراحل انطلاق المؤسسات، نموها، تحويل ملكيتها أو تقويمها وبقائها (ما يعادل رأس المال الاستثماري)، وفيما يخص التحفيزات المقدمة لهذه المؤسسات فتتعلق كلها بالجانب الجبائي، وتتمثل في الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات.

بالرغم من الأطر التنظيمية التي جاء بها القانون رقم 41-05، إلا أنه عانى من عدة ثغرات خاصة فيما يتعلق بالمتطلبات الاحترازية أو المعايير المخصصة لضمان السيولة وتحقيق الملاءة وتوازن البنية المالية للمستثمرين، حيث أنه في سنة 2014 تم المصادقة على القانون الجديد رقم 14-18 الذي يقضي بتغيير وتنظيم القانون 41-05، أهم ما جاء به هذا القانون هو منح امتيازاتجبائية لمستثمرين مؤسساتيين مغاربة وأجانب للاستثمار في صناديق رأس المال، بالإضافة إلى السماح لشركات التأمين بالاستثمار في هذه الصناديق.

2- خصوصيات رأس المال المخاطر المغربي:

إن نشاط رأس المال المخاطر في المغرب بصفة خاصة ورأس المال الاستثماري بصفة عامة واجه و لا يزال يواجه الكثير من الصعوبات التي عملت على عرقلة نموه، وقد تناولت العديد من الدراسات والأبحاث الميدانية هذا الموضوع وخلصت إلى نتائج مهمة حول خصوصيات وعقبات التمويل برأس المال المخاطر في المغرب، سنحاول إيجاز أهمها فيما يلي (Salah Aisse, 2003, p44):

- ضعف آلية ضمان قروض الاستثمار لتغطية الخسائر المحتملة، حيث أن نسب الديون المضمونة لقطاع هذه المؤسسات لم تتعدى 6.6% من إجمالي المؤسسات الممولة.
- أشار تقرير لوزارة المالية والخصخصة أن الوساطة المخصصة برأس المال المخاطر لم تفلح في توفير تمويلات بالحجم المطلوب.
- مساهمة الأبعاد السوسيو اقتصادية على تخفيض وتيرة اتساع البدائل التمويلية بشكل عام ورأس المال المخاطر بشكل خاص، سواء تعلق الأمر بدواعي الطلب على التمويل أو من حيث توفر الخدمات المالية والفنية من الوسطاء المتخصصين.
- اهتمام الممولين في المغرب بالقدرات الإدارية للمؤسسين وطرق الخروج أكثر من باقي المحددات التقليدية برأس المال المخاطر كالابتكار والمردودية، حيث لا يتم الاهتمام بالابتكار كما هو في الدول الصناعية الكبرى.
- تتميز السياسة الاستثمارية في المغرب بأنها سياسة حذرة وتتسم بالتمويل بالأقلية حيث تتراوح في الغالب ما بين 10 إلى 40% من الحجم الإجمالي للاستثمار.

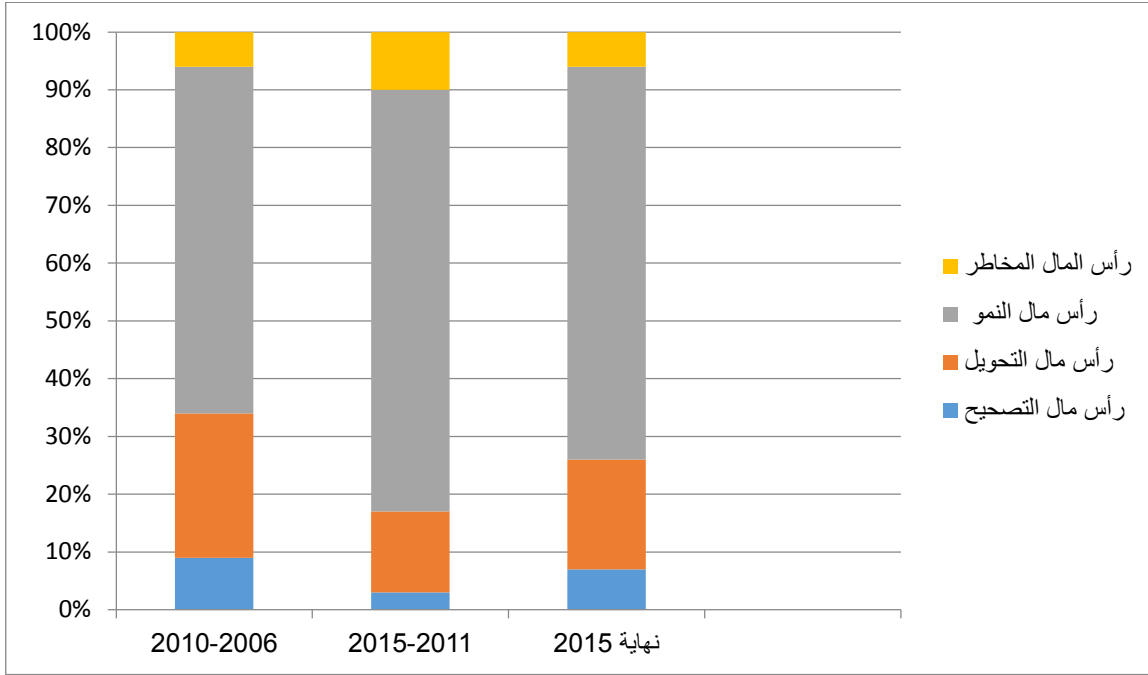
الفصل الثالث: دراسة الحالة

- معظم المستثمرين المؤسسيين يفضلون الاستثمار لمدة تتراوح ما بين 5 إلى 7 سنوات في صناديق رأس مال المخاطر، كما يرغبون في الحصول على مردود مرتفع يصل إلى 25% في مرحلة الانطلاق.
 - أما فيما يتعلق بالحجم المادي للمؤسسات الممولة فقد تبين من خلال النتائج أن 70% من المؤسسات تنتمي إلى فئة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يصل عدد عمالها لحدود 200 عامل و60% من إجمالي المؤسسات توظف بين 10 و100 عامل.
 - يتركز نشاط المؤسسات في المناطق الحضرية، حيث تستحوذ المنطقة الصناعية للدار البيضاء على 80% من حصص التمويل بحقوق الملكية في المغرب.
 - ضعف السوق المالي المغربي، الأمر الذي يؤثر على نجاح عملية خروج الممولين عن طريق السوق المالي والتي تفضلها أغلب مؤسسات رأس المال المخاطر، الأمر الذي يؤدي إلى دعم وضوح الرؤية بالنسبة لعملية الانسحاب ويؤثر سلبا على ازدهار هذه التقنية وزيادة معروضاتها.
 - شيوع عقلية المؤسسات العائلية التي ترفض فتح رأس مالها للأجانب.
 - هيمنة رأس مال النمو الذي يمثل حسب تقديرنا ثلثي صناديق الاستثمار، الأمر الذي يفسر بنفور المستثمرين من المخاطر.
 - عدم توافر مشاريع بالمعنى الابتكاري الخاص.
 - غياب أصحاب مؤسسات مؤهلين، بالإضافة إلى الافتقار إلى مديريين متخصصين ومتمكنين ممن يملكون المهارات اللازمة لإدارة صندوق مالي لرأس المال المخاطر وتأمين استمراريته وربحيته.
- 3- واقع صناعة رأس المال المخاطر المغربية:**

حسب آخر الإحصائيات توجد 25 مؤسسة رأس مال استثماري في المغرب 12 مؤسسة منها تخصص جزء من رأس مالها لعمليات التمويل برأس المال المخاطر، وقد ارتفعت المبالغ المستثمرة في شكل رأس مال استثماري حيث بلغت سنة 2015 مقدار 606 مليون درهم، وقد بلغ إجمالي الأموال المستثمرة في هذا المجال منذ ظهوره في المغرب إلى غاية 2015 حوالي 5.5 مليار درهم بتمويل 166 مؤسسة (www.amic.org.ma)، إلا أن أغلبية هذه الصناديق تركز على تمويل المؤسسات الموجودة أصلا والتي تحتاج إلى رؤوس أموال لتطوير نشاطها وتمويلها هذه الصناديق عن طريق رأس مال النمو، أما فيما يخص التدخل عن طريق رأس مال المخاطر لتأسيس مؤسسات جديدة يبقى مهمش من طرف المستثمرين لارتفاع نسبة المخاطرة، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الفصل الثالث: دراسة الحالة

شكل رقم (3-11): حجم المبالغ المستثمرة في المغرب حسب نشاطات رأس المال الاستثماري خلال الفترة (2006-2015).



Source: Association marocaine des investisseurs en capital, Le capital investissement en Maroc : Activité, Croissance et performance, Année 2015, Maroc, 2016, p29.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ بأن حجم المبالغ المستثمرة في نشاط رأس المال المخاطر في المغرب والذي يعنى بتمويل مرحلة دراسة الجدوى، الانطلاق ومرحلة النمو الأولى للمؤسسة الناشئة لم يمثل سوى 6% من حجم المبالغ المستثمرة في رأس المال الاستثماري لسنة 2015 أي ما يعادل 36 مليون درهم فقط، وهذا راجع لتخوف الممولين من تمويل هذه المراحل الحرجة من حياة المؤسسات الناشئة والتي تعرف درجة عالية من المخاطر، أما حصة الأسد من نصيب رأس مال النمو الذي تستفيد منه المؤسسات الكبرى المسعرة في البورصة والتي تتميز بدرجة مخاطر أقل.

وترتكز معظم استثمارات رأس المال المخاطر المغربي في القطب المالي للدار البيضاء بنسبة 65%، وهذا دليل على أهمية هذه المنطقة التي استطاعت توفير الخدمات الأساسية التي يحتاجها مسيرو صناديق الاستثمار كخدمات الاستشارة القانونية، المحاسبية، التحليل والتدقيق المحاسبي، الأمر الذي يساعد على تنمية وتطوير هذا المجال في المغرب، أما فيما يخص مجال النشاط فيعتبر قطاع الخدمات والنقل بالإضافة إلى قطاعي البناء والتجارة من أولى مجالات استثمار رأس المال الاستثماري المغربي.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

في الأخير يمكن القول أنه بالرغم من حداثة صناعة رأس المال المخاطر المغربية والعراقيل المختلفة التي واجهتها، إلا أن هذه الأخيرة استطاعت رفع جاذبية الاستثمار على المستويين المحلي والأجنبي وتعزيز ثقة الممولين المحليين والأجانب لإنشاء مؤسسات تمويل جديدة، وهذا بفضل إصرار الحكومة على استكمال الأسس والمعايير السليمة لتطوير هذه الصناعة.

المبحث الثاني: عرض تجربة الجزائر في مجال صناعة رأس المال المخاطر.

تعد التجربة الجزائرية في مجال التمويل برأس المال المخاطر حديثة إذا ما قورنت مع تجارب دول العالم، حيث قامت الحكومة الجزائرية منذ إنشاء أول مؤسسة لرأس المال المخاطر بجهود عديدة من أجل العمل على تطوير وتنمية هذه التقنية التمويلية، إلا أن هذه الجهود لم ترق للمستوى المطلوب حيث تبقى المبالغ المستثمرة في هذا المجال ضئيلة دون المستوى المطلوب.

المطلب الأول: عرض تجربة الجزائر من خلال شركة sofinance.

1- نشأة الشركة وأنشطتها:

1.1- نشأة الشركة:

تم إنشاء شركة sofinance في 4 أبريل عام 2000 بالشراكة مع مؤسسة مالية أجنبية على أساس شركة مالية برأس مال قدره 5 مليار دج، فهي مؤسسة مالية عامة وافق عليها بنك الجزائر في 9 جانفي 2001 ويبلغ رأسمالها 100.000.000 دج بمبادرة من مجلس sofinance تم إنشاء منح المهام CNPE الوطني للاستثمارات الدولة الرئيسة لدعم تحديث أداة الإنتاج الوطني وتطوير منتجات مالية جديدة يشمل غرضها المؤسسي جميع الأعمال التي طورها البنك العالمي باستثناء ودائع العملاء وإدارة وسائل الدفع (<http://sofinance.dz/>).

2.1- أنشطة الشركة:

تتمحور مهام هذه المؤسسة المالية العمومية حول تشجيع إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أيا كانت طبيعتها القانونية، وفيسبيل تحقيق هذا الهدف، تقوم sofinance بممارسة الأنشطة التمويلية التالية (<http://sofinance.dz/>):

- **قرض الإيجار:** حيث تقوم sofinance باقتناء آلة معينة وفقا لطلب العميل، تكون متاحة له مقابل مبلغ إيجار، يتمتع المستأجر بكامل الحق في التصرف في الآلية، ويصبح في نهاية فترة التأجير مالكا لها.
- **قروض الاستثمار:** هي قروض متوسطة أو طويلة الأجل، يمكن أن تصل حتى 90% كتمويل موجه للمشاريع الاستثمارية، مشاريع الانطلاق، التوسع أو التحديث للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة من أجل اقتناء المعدات الصناعية.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

- **المساهمة في رأس المال:** هي تمويل يشمل على حصص مالية في الأموال الخاصة لمؤسسات في طور الإنشاء، التوسع، التحويل أو إعادة الهيكلة. بهذه الآلية تكون **sofinance** مساهما ديناميكيا، حيث تضع حصصها الاجتماعية لمدة منتهية محددة في ميثاق الشراكة.
- **الكفالات البنكية:** تتدخل سوفينانس في ضمان المؤسسات المسجلة في إطار الأسواق العمومية (المشاريع الاقتصادية، البنية التحتية)، فهي التزامات تخص كل المشاركين في المناقصات الوطنية.
- **الهندسة المالية:** يشمل هذا النشاط الحضور والنصيحة لمؤسسات صغيرة ومتوسطة في أطوار مختلفة من خلال تطوير وسائل التشخيص، تقييم الأعمال، والحصول على علاقات تجارية...

تهتم هذه الشركة بتمويل المؤسسات والمشاريع بشكل عام في مراحل مختلفة (الإنشاء، النمو، التحويل أو إعادة الهيكلة)، والتي تنشط في مجال إنتاج السلع والخدمات مثل قطاع البناء والأشغال العمومية والنقل باستثناء قطاع الزراعة والنقل البحري (Guide des banques et des établissements financiers) .(en Algérie, édition 2015 ,p16

2- ممارسات نشاط رأس المال المخاطر في **sofinance**:

تمر عملية دراسة طلبات التمويل برأس المال المخاطر (أخذ مساهمات) بمراحل عديدة، تتأكد فيها المؤسسة المالية من إمكانية تحقيق مردودية وزيادة قيمة من المشاريع المعروضة عليها، قد تستغرق هذه المراحل سنة أو أكثر بسبب عقبات جمع الوثائق المطلوبة من صاحب المشروع والتي على أساسها توافق المؤسسة على منح التمويل، مثل عدم امتلاك المستثمر لرخصة البناء، أو عدم امتلاكه لعقد ملكية الأرض التي يفترض أن يقيم عليها المشروع وصعوبة تحويل الملكية بسبب مشاكل الإرث وغيرها.

3- خصائص عملية اخذ مساهمة على مستوى الشركة:

تتميز عمليات اخذ المساهمات **sofinance** بالمرور بمجموعة من المراحل والخطوات نعرضها فيما يلي (أحلام بوقفة، 2017، ص 116-117):

1.3: دراسة معمقة للمشروع: تكون على أساس ميزانيات مستقبلية متوقعة يقوم بإنشائها مكتب الدراسات الذي أوكلت إليه مهمة دراسة ملف المشروع، حيث يتم تقديم تقديرات للربح المتوقع والمردودية المتوقعة خلال سنوات الاستثمار، يكون بعدها خروج المؤسسة المالية من المشروع، عكس الدراسة التي يقيم بها البنك لتقييم المشاريع والتي تكون على أساس ميزانيات سنوات سابقة، كما أن الحصص العينية التي يقدمها المستثمر

الفصل الثالث: دراسة الحالة

وتكون ملكا له مثل الأراضي والمباني تعتبر جزءا من رأس مال المشروع وليست رهنا كما هو الحال في البنك.

2.3: تقديم نوعين من الدعم: تقوم المؤسسة المالية بمنح نوعين من الدعم للمشروع الممول، وهما دعم مالي ودعم غير مالي، يكون الدعم المالي من خلال موافقة لجنة التمويل المتكونة من المدير العام ونواب مختلف الإدارات والمكلف الرئيسي بالدراسات، على تقديم مساهمة مالية في رأس مال المشروع الطالب للتمويل، أما الدعم الغير مالي فيتمثل في المرافقة الإدارية لصاحب المشروع، التي تقوم بها لجنة الرقابة التي عينتها الجمعية العامة في اجتماعها الاستثنائي المنعقد مباشرة بعد إمضاء عقد تأسيس المؤسسة الجديدة، تعين شركة رأس المال المخاطر ممثلا من لجنة الرقابة مكلف بالمتابعة، وملزم بإعداد التقارير وتحديثها دوريا.

3.3: مساهمة مالية ضئيلة: تساهم Sofinance في تمويل المشاريع بقيمة 50 مليون دج كسقف مساهمة من خلال صناديق الاستثمار الولايتية أيا كانت القيمة الاجتماعية للمشروع، وهي بهذا تقوم باستغلال نسبة 5% فقط من ميزانية الصندوق في المشروع الواحد، هذه النسبة تجعل الشركة في وضع امن على الأغلب، منافية بذلك الأساس الذي جاء من اجله التمويل برأس المال المخاطر وهو تحمل جزء من المخاطرة مع صاحب المشروع، وهذا راجع إلى أن الأموال المعهودة إليها هي أموال عمومية.

4.3: التقييم المالي للمشروع: يهتم المخاطر برأس المال بمعرفة قدرة المشروع على النمو وتحقيق مردودية مستقبلية وكذا فوائض قيمة عند التنازل عن الأسهم المقنتاة، ويتم هذا الإجراء من خلال استخدام أساليب كمية لاتخاذ قرار التمويل، حيث تتمثل هذه الأساليب في تحديد فترة الاسترجاع (فترة اللازمة لاسترجاع قيمة الاستثمار من خلال تدفقات الاستغلال)، القيمة الحالية الصافية (الفرق بين قيم تدفقات الخزينة) ومعدل العائد الداخلي (معامل التحيين الذي يعدم القيمة الحالية الصافية، ويساوي تكلفة الاستثمار وإيرادات الاستغلال).

5.3: خلق القيمة ومناصب الشغل في المشروع الممول: إن منح Sofinance تمويلا لمشروع الاستثماري سيمكنه من إنتاج مناصب شغل جديدة. كما تقوم الشركة بالمتابعة المستمرة للمشروع خاصة في السنوات الأولى، هذه الاحترافية في التسيير تؤدي إلى تحقيق فوائض قيمة على مساهمات الممنوحة في البداية، وهذا ما يبين أهمية فترة الاستثمار ووقت الخروج بالنسبة لهذا النوع من الشركات. يتم احتساب فائض القيمة الذي يحققه المشروع باستعمال علاقة شهرة المحل كما يلي:

$$GW = [(Rn-3)+2(Rn-2)+3(Rn-1)] / 6N$$

حيث R هي النتيجة، N عدد الأسهم، n سنة التنازل عن الأسهم.

6.3: مرافقة المشروع من طرف ANDI: تقوم الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار بمنح مزايا جنائية لأصحاب المشاريع الذين لديهم الحق في الاستفادة من المزايا وتتوفر فيهم شروط منح الامتياز.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

7.3: بيع المساهمة: تطبيق sofinance آلية واحدة للخروج من المشروع الذي مولته وهي بيع حصتها لصاحب المشروع سواء بشكل تدريجي أو في نهاية الفترة المتفق عليها للتمويل والموافقة. وهذا بسبب غياب تنوع تشريعي وعملي لطرق الخروج.

4- تقييم نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية sofinance:

1.4: محفظة المشاريع الاستثمارية:

تتكون محفظة أصول الشركة المالية من مشاريع استثمارية تنشط في قطاعات اقتصادية مختلفة، حيث تم تمويل 14 مشروعاً من الأموال الموجهة لصناديق الاستثمار الولاية الستة المسيرة من طرف sofinance، والأربع مشاريع الأولى بالإضافة إلى مشروع تصنيع الكبريتات تم تمويلها من الأموال الخاصة. تتراوح نسب مساهمة sofinance في هذه المشاريع ما بين 16% و 48.5%. حظي قطاع الصناعة بتمويل العدد الأهم من المشاريع الشركة ما يمثل نسبة 53% من الإجمالي، والتي ضخت فيها تقريباً قيمة 658.52 مليون دج. باقي المشاريع الممولة توجهت لقطاع الخدمات، فازت الخدمات السياحية على النسبة الأعلى 26% من تلك التمويلات، تعتبر الشركة مرحلة الإنشاء أكثر جذبا من مرحلة النمو، هذا ما تدل عليه نسبة 84% من المشاريع المستثمر فيها في هذه المرحلة، بهدف مرافقتها أطول مدة ممكنة للاستفادة من الميزات الجبائية التي منحها التشريع للشركات التي تستثمر مدة لا تقل عن 5 سنوات. تجدر الإشارة إلى أن مشروع المدينة السياحية الذي ساهمت فيه sofinance من أموالها الخاصة كان بشراكة مع "الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار" و"الجزائر استثمار" على سبيل التعاون بين الشركات الممارسة للنشاط (syndication)، ويتوقع من الشركة زيادة عدد مشاريع محفظتها في السنوات القادمة بعد زيادة رأس مالها وعدد الصناديق الولاية التي تقع تحت تصرفها، والتي أصبحت 10 صناديق.

الجدول رقم (3-5): محفظة المشاريع الاستثمارية للشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف خلال

الفترة 2012-2017.

المنطقة	نشاط المشروع	قطاع النشاط	نوع التمويل
العاصمة	شركة قرض إيجاري	خدمات مالية	تمويل النمو
خنشلة	صناعة الأجر	صناعة	تمويل الإنشاء
سكيكدة	مدينة سياحية	سياحة	تمويل الإنشاء
غرداية	سكن سياحي	سياحة	تمويل الإنشاء
أم البواقي	الخرسانة	صناعة	تمويل النمو
	وحدة تلمحيم	صناعة	تمويل الإنشاء
باتنة	مشروبات وعصائر	صناعة غذائية	تمويل الإنشاء
بجاية	تصنيع منتجات الغلق	صناعة	تمويل النمو

الفصل الثالث: دراسة الحالة

		المحکم	
تمويل الإنشاء	صناعة غذائية	توظيف السكر	
تمويل الإنشاء	سياحة	سياحة جبلية	
تمويل الإنشاء	صناعة	إنتاج مواد البناء	
تمويل الإنشاء	خدمات	مركز علاج طبيعي	البلدية
تمويل الإنشاء	صناعة	تصنيع كبريتات الألومينا	وهران
تمويل الإنشاء	خدمات	محطة خدمات	
تمويل الإنشاء	سياحة	فندق	
تمويل الإنشاء	سياحة	فندق	تيارت
تمويل الإنشاء	خدمات	عيادة	
تمويل الإنشاء	صناعة	انتاج عصائر الليمون	
تمويل الإنشاء	صناعة صيدلانية	انتاج صيدلاني	

Source : www.sofinance.dz/sofinance-chiffres.htm

2.4: استثمارات الشركة:

يمكن توضيحها من خلال الجدول والشكل التاليين:

الجدول رقم (3-6): استثمارات الشركة في الفترة ما بين 2007-2017 (الوحدة: الف دج).

السنة	مساهمات في رأس المال	القرض الإيجاري	الكفالات البنكية	أوراق مالية ذات العائد الثابت	قروض ط و مت أجل
2007	609,400	3,758,178	205,838	2,111,740	-
2008	613,000	4,853,602	232,977	1,781,000	-
2009	617,500	4,169,222	266,314	2,231,000	-
2010	622,000	4,309,790	334,205	1,531,000	-
2011	622,000	3,166,000	295,000	1,431,000	-
2012	622,000	3,505,000	400,000	1,150,000	-
2013	795,626	4,273,328	541,000	850,000	-
2014	1,195,626	4,182,943	575,000	500,000	-
2015	1,245,600	4,933,000	672,000	500,000	3,292,000
2016	1,047,000	5,138,000	1,608,000	50,000	2,845,000

الفصل الثالث: دراسة الحالة

2017	1,163,937	6,250,598	827,966	50,000	3,077,998
------	-----------	-----------	---------	--------	-----------

Source : www.sofinance.dz/sofinance-chiffres.htm

من خلال الجدول أعلاه يظهر جليا أن التمويل بقرض الإيجار هو النشاط الأكثر ممارسة من بين الأنشطة التي تمارسها Sofinance على مدار 12 سنة، حيث كانت المبالغ المستثمرة في قرض الإيجار في سنة 2017 حيث قدر ب 6250598 دج، ثم يليه نشاط قروض طويلة ومتوسطة الأجل ثانيا والذي استثمرت فيه Sofinance مقيمته في سنة 2015 حيث قدر ب 3292000 دج، حيث يليه نشاط اخذ المساهمات (رأس المال المخاطر) ثالثا والذي استثمرت فيه الشركة مقيمته 12456000 دج سنة 2015، حيث يمثل هذا المبلغ نسبة 28.58% من المبلغ المستثمر من قرض الإيجار، وهي نسبة قليلة جدا تجاوزت ربع المبلغ المستثمر بقرض الإيجار بحوالي 3% فقط.

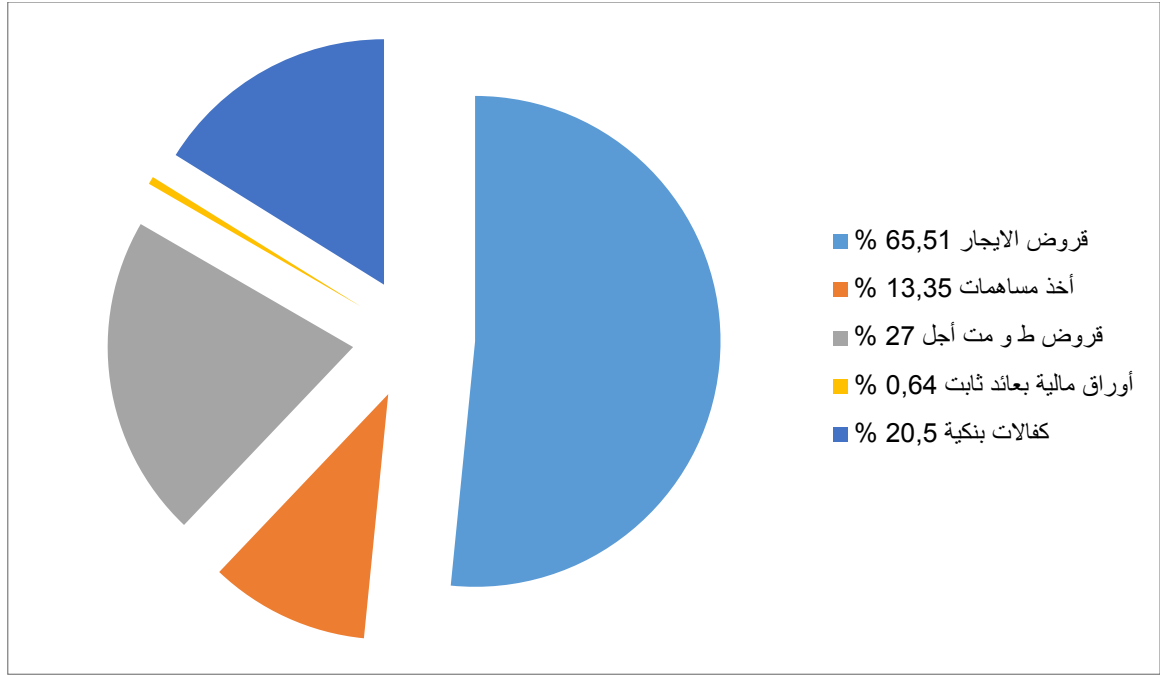
3.4: حصة رأس المال المخاطر من إجمالي نشاطات الشركة:

تمارس الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف نشاط قرض الإيجار بنسبة 65.51% من إجمالي الاستثمارات التي قامت بها سنة 2017، وهو بهذا يعتبر النشاط المهيمن في الشركة والذي يخولها لأن تكون

شركة قرض إيجاري وليست شركة رأس مال مخاطر، حيث يمثل هذا الأخير نسبة 13.35% فقط من إجمالي استثماراتها. فضلا عن هذا، فقد حققت الشركة المالية معدل نمو يقدر ب 4.16% فيما يخص التمويل بقرض الإيجار بين سنتي 2015 و 2017، في حين أن التمويل برأس المال المخاطر سجل تراجعاً في قيمة المساهمات بنسبة 13.35% في نفس الفترة، بسبب تنازل الشركة عن بعض المساهمات التي كانت في محفظتها.

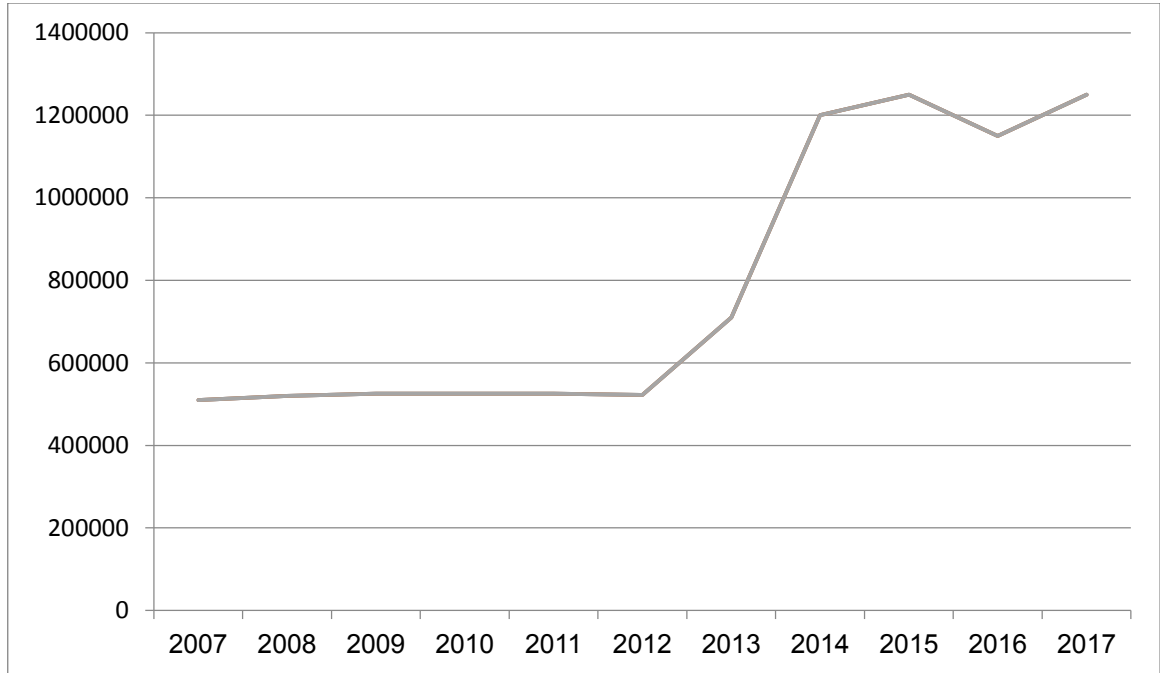
الفصل الثالث: دراسة الحالة

الشكل رقم (3-12): حصة رأس المال المخاطر من إجمالي نشاطات الشركة.



Source : www.sofinance.dz/sofinance-chiffres.htm

بينما سجلت القروض الطويلة والمتوسطة الاجل نسبة 27%، فهذا لا يخفي حقيقة أن نشاط أخذ المساهمات في هذه الشركة ملحوظا في المبالغ المستثمرة فيه وهذا ما يترجمه الشكل الموالي:
الشكل رقم (3-13): المبالغ المستثمرة في شكل أخذ مساهمات على مستوى Sofinance ما بين 2007-2017.



Source : www.sofinance.dz/sofinance-chiffres.htm

تميزت التمويلات الممنوحة من طرف الشركة المالية في شكل رأس مال مخاطر (استثماري) بالثبات تقريبا من سنة 2007 حتى سنة 2012 أين ارتفعت بعدها قيمة المبالغ المستثمرة في هذا الجانب بشكل

الفصل الثالث: دراسة الحالة

ملحوظ، حيث تتناسب هذه السنة مع بدأ نشاط صناديق الاستثمار الولايتية الستة الخاصة ب Sofinance والتي تقوم بدور المسير للأموال المعهودة إليها من طرف الخزينة العمومية للمساهمة في زيادة الاستثمارات المحلية وتوفير المناسب لها بهذه التقنية. بلغت أعلى قيمة مستثمرة كأخذ مساهمة في Sofinance قيمة 1245600 ألف دج من سنة 2015 بعد أن كانت في سنة 2014 تقدر ب 1195626 ألف دج بينما لاحظت تدهور في سنة 2016 ما قيمته 1047000 دج، إلى حين عادت للارتفاع في سنة 2017 حيث بلغت قيمته 1163937.

المطلب الثاني: عرض تجربة الجزائر من خلال شركة Finalep.

1- تقديم شركة Finalep:

أسست المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة Finalep بعد مجموعة من الاجتماعات التي قام بها بنك الجزائر ووزارة المالية مع البنك الأوروبي للاستثمار، الوكالة الفرنسية للتنمية والصندوق الألماني للتعاون من أجل تقديم دعم لتنمية الاستثمار في الجزائر، بتاريخ 15 نوفمبر 1990 تم إمضاء اتفاقية سمحت بإنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة فيما بعد كشركة ذات أسهم مختصة في رأس المال الاستثماري، وقد بلغ رأس مال الشركة عند إنشائها 73.750.000 دج موزعة على بنك التنمية المحلية بنسبة 40%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والوكالة الفرنسية بنسبة 40%، وبعد انضمام البنك الأوروبي للاستثمار وصل رأس مالها إلى 159.750.000 دج يحوز عليه كل من بنك التنمية المحلية بنسبة 40%، الوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 28.74%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والبنك الأوروبي للاستثمار بنسبة 11.26%، ثم بلغ رأسمالها 191.700.000 دج بعد الرفع من رأسمالها في 2007.

2- شروط تدخل شركة Finalep:

تسعى شركة Finalep إلى المساهمة في المؤسسات الاقتصادية عن طريق عدة أشكال من رأس المال المخاطر: رأسمال الانطلاق، رأس مال التطوير، رأس مال التحويل، وشراء المساهمات الخاصة بالمساهمين السابقين وتدخل شركة Finalep عن طريق الاكتتاب أو اقتناء أسهم عادية أو حصص اجتماعية، وفي حالات محدودة يمكن للشركة التدخل بتقديم حصص جارية من أجل معالجة عجز الميزانية في الأجل القصير، حيث يمكن للمؤسسات التي تتوفر فيها الشروط التالية أن تستفيد من مساهمات الشركة:

- يشترط على المؤسسات الممولة أن تأخذ الصيغة القانونية لشركات ذات رؤوس أموال (شركة ذات المسؤولية المحدودة أو شركة ذات أسهم).
- نسبة المساهمة لا تتجاوز 15% من رأسمالها في تمويل نفس المؤسسة.
- مساهمة ذات أقلية لا تتجاوز نسبة 49% من رأسمال نفس المؤسسة.
- إبرام وثيقة ميثاق المساهمين /الشركاء يتم التفاوض عليه مسبقا، وتضم:

الفصل الثالث: دراسة الحالة

- مدة المساهمة.
- شروط وسبل الخروج والتنازل على الأسهم أو الحصص الاجتماعية.
- وكذا مجموعة من البنود الموجهة لتنظيم وحماية حقوق المستثمر صاحب الأقلية وضمان حق الشفعة للمساهمين/ الشركاء المؤسسين (<https://www.finalep.dz>).

3- مجال تدخل شركة **Finalep**: حتى تستفيد أية مؤسسة من مساهمات الشركة يجب:

- أن تنشط في كل مجال يتعلق بإنتاج السلع والخدمات.
- أن تساهم في تخفيض حجم الواردات والرفع من حجم خارج المحروقات.
- أن تساعد في خلق قيمة مضافة معتبرة وتستهمل موارد ومواد أولية محلية.
- المساهمة في خفض معدلات البطالة خاصة بالنسبة لخريجي مراكز التكوين والجامعات.
- المساهمة في تحقيق التوازن الجهوي والتنمية المحلية.
- أن تنشط المؤسسة في الصناعات التي تحترم المحيط.

4- معايير اختيار شركة **Finalep** للمشاريع الاستثمارية:

- المردودية الاقتصادية والمالية للمشروع، التي يتم تقديرها من خلال مخطط للأعمال ذو جودة والتي تضمن عودة سريعة ومرضية لأرباح الاستثمار.
- طبيعة المشروع، المهارات الفنية والإدارية لصاحب المشروع، خلق فرص العمل، أهمية المشروع في تنمية الاقتصادية والاجتماعية للولاية والحفاظ على البيئة.

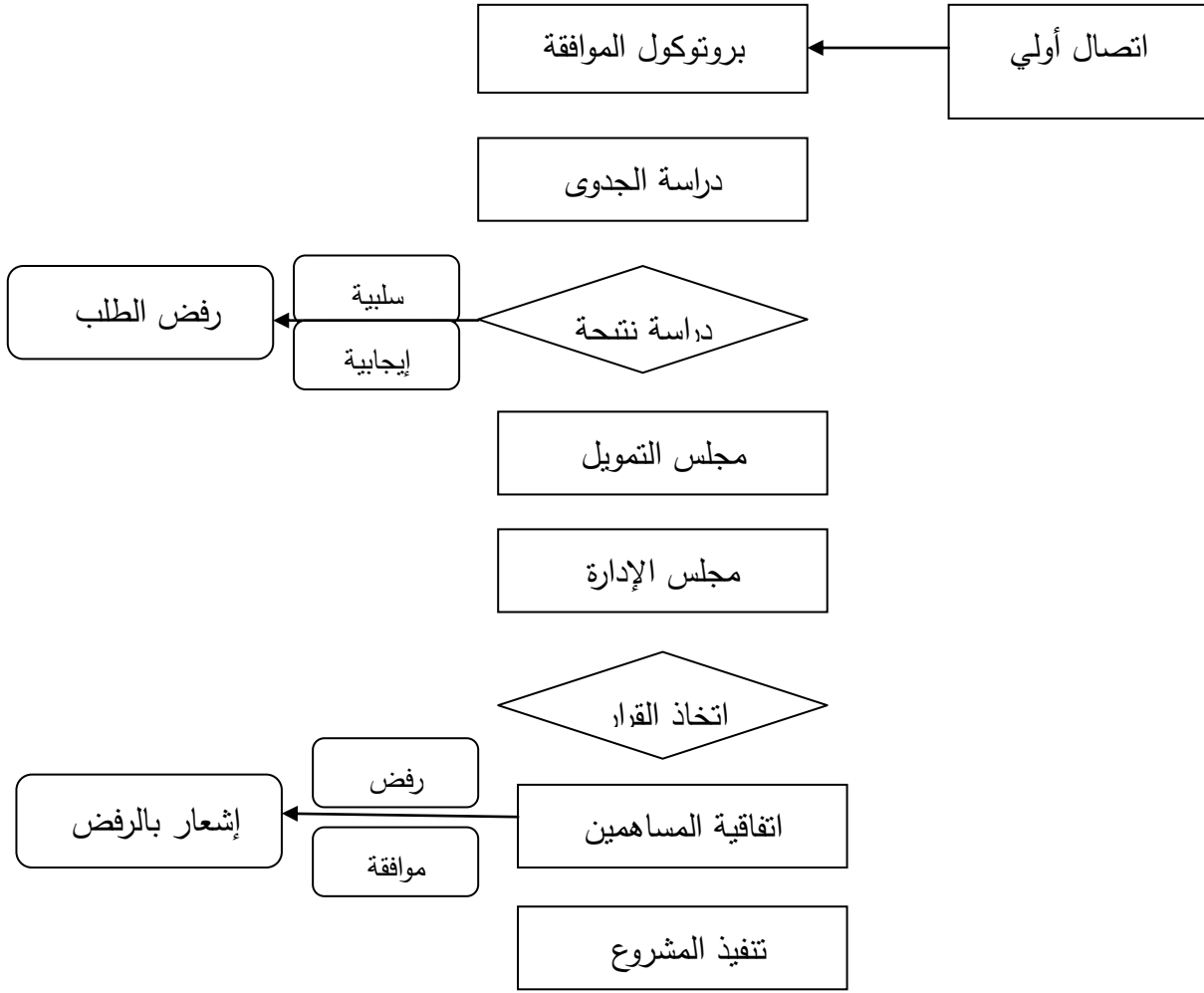
5- الإجراءات المطبقة في **Finalep**:

تتطلق الإجراءات التمويلية باللقاء الأولي بين مسير المؤسسة الطالبة للتمويل، حيث تستعرض هذه الأخيرة أنشطتها، شروط تقديم مساهمتها والإجراءات المطبقة انطلاقا من تقديم الملف مرورا بالتمويل والمشاركة وصولا إلى الخروج من رأس المال.

تتوالى بعدها المراحل المختلفة لمعالجة المساهمة انطلاقا بدراسة الطلب ثم دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع ثم سلسلة الاجتماعات التقنية مرورا بمرحلة المشاورات لاتخاذ قرار المساهمة ووصولا للاكتتاب في الضمانات، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الفصل الثالث: دراسة الحالة

شكل رقم (3-14): الإجراءات المطبقة من طرف Finalep.



Source : <https://www.finalep.dz>.

6- مساهمات شركة Finalep في تمويل المؤسسات الجزائرية:

لقد بلغ مجموع محفظة شركة Finalep في بداية سنة 2019 أحد عشر 11 مساهمة بمبلغ التزامات إجمالية قيمتها 863.7 مليون دينار جزائري مقارنة ببداية سنة 2018 والتي كان فيها عدد المساهمات يبلغ 9 مساهمات بمجموع 776.7 مليون دينار جزائري، وقد تم إضافة المساهمتين الجديدتين خلال سنة 2019 وهما مؤسستان تنشط إحداهما في صناعة الأغلفة والتعليب في حين تنشط الثانية في مجال التكوين المهني بقيمة 50 و 37 مليون دينار جزائري على التوالي، حيث بلغت نسبة مساهمة شركة Finalep فيهما تبلغ 4.55% و 38.71% على التوالي.

بالمقابل لقد قامت شركة Finalep بعمليات عديدة عن طريق صناديق الاستثمار الولاية، حيث بلغ عدد المؤسسات المساهم فيها 31 بما قيمته 2461 مليون دينار جزائري في بداية سنة 2019 مقارنة بسنة 2018 أين كان عدد المؤسسات المساهم فيها 25 مؤسسة بقيمة مساهمات 1871 مليون.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

يعتبر القطاع الصناعي من أبرز القطاعات التي ساهمت فيها الشركة حيث أن 6 مؤسسات ناشئة رغم أنها لم يسبق على إنشائها إلا سنتين إلا أنها بدأت في تحقيق نتائج ايجابية، حيث أن قيمة المساهمة تتراوح بين 13 و49% خلال السداسي الثاني لسنة 2019.

قامت شركة Finalep بتحقيق اتفاق المساهمة في 6 مؤسسات ناشئة جديدة تنشط في المجال الصناعي والمجال الطبي عن طريق الصناديق الولائية بقيمة كلية تبلغ 346 مليون دينار جزائري. تختلف المردودية المتحصل عليها من المشاريع التي تقوم شركة Finalep بالمساهمة فيها من سنة لأخرى ومن مؤسسة لأخرى، وقد شهدت تحسن خلال السنوات الأخيرة من 30 إلى 44 ثم 50 مليون دينار جزائري خلال السنوات 2017 و2018 و سنة 2019 تواليًا. ويمثل الجدول التالي أبرز مساهمات شركة Finalep في رأس مال العديد من المؤسسات الناشئة. جدول رقم (3-7): مساهمات Finalep في المؤسسات الناشئة الجزائرية.

مساهمة Finalep		رأس مال المؤسسة (مليون دج)	قطاع النشاط	اسم المؤسسة
نسبة المساهمة (%)	قيمة المساهمة (مليون دج)			
9.5%	37.8	398.8	صناعة الأدوية	SOMEDIAL
10%	10	100	معدات الطاقة الشمسية	SOLAR SYST
30%	9	30	الصناعة الالكترونية	CORELEC
25%	15	59.24	صناعة الزجاج	VIA
23%	37.8	160	السباكة	FONDERIE POMPES
35%	50	140	الصناعة الغذائية	MILOX
18%	20.6	115.315	الترقية العقارية	REAL PROMO
18%	10	55	الصناعة الالكترونية	ESY
10%	10	100	زراعة التبغ	ATLAS TOBACCO

Source : <https://www.finalep.dz>.

يمكن الملاحظة من الجدول السابق أن قيمة مساهمات finalep في تمويل المؤسسات الناشئة بلغت ما قيمته 210 مليون دينار وهو أكبر من قيمة رأس ماله، لكن ما يجب الإشارة إليه هنا هو تفاوت تاريخ

الفصل الثالث: دراسة الحالة

المساهمات، فبعض المؤسسات قد انتهت فترة المساهمة فيها وتمت فعلا عملية الخروج كمؤسسة SOLARSYST سنة 2003 و مؤسسة FONDERIE POMPES سنة 2004.

بالإضافة إلى معيار الخطر المرافق لكل عملية مساهمة تقوم بها finalep واحتمال الخروج من مشروع مساهمة دون الحصول على المردودية المنتظرة، فإن حجم المساهمات المسموح به قانونا يعتبر عائقا آخر أمامها، ولهذا شهدت السنوات الأولى لانطلاق finalep في نشاطها نموا ضعيفا.

رغم ذلك، فإن أفاق الدخول في مساهمات مؤسسات أخرى تبقى كبيرة جدا، حيث أن finalep وابتداء من سنة 2015 تمكنت من الدخول في شراكة اقتصادية بخصوص 20 مشروعا حظيت بالموافقة الإيجابية للدخول في رأسمال الاجتماعي وهي حاليا قيد التجسيد الميداني على مستوى 10 ولايات، بالإضافة إلى اتفاقية جديدة وقعت مع الخزينة العمومية تسمح برفع قيمة سقف المساهمة في رأسمال الاستثماري من 50 مليون دج إلى 100 مليون دج.

الجدول رقم (3-8): توزيع مساهمات شركة finalep على صناديق الاستثمار.

المؤسسات	تيزية	سطيف	سكيكدة	البيضاء	سيدي بلعباس	مستغانم	عين تيموشنت	تيزي وزو	أدرار	الجزائر
	02	10	03	03	02	01	05	02	01	03

المصدر: من إعداد الطالبان، بالاعتماد على الموقع الرسمي لشركة FINALEP.

من خلال الجدول نلاحظ أنه تم استغلال جميع الصناديق الاستثمارية اللوائية المسيرة من طرف الشركة، كما تتكون محفظة مساهمات الشركة بنسبة 54% من المؤسسات دخلت في طور الاستغلال، و نسبة 46% من شركات في مرحلة الإنشاء وتتميز في مجالات متنوعة وكذا بعض المشاريع الفردية.

المبحث الثالث: النتائج والاستنتاجات والتوصيات.

يهدف هذا المبحث إلى تقديم موجز لأهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة من خلال عمل مقارنة بين التجربة الجزائرية والتجارب الدولية الرائدة في مجال صناعة رأس المال المخاطر، ومن خلال أيضا الإجابة على فرضيات الدراسة، وتوضيح الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة في ضوء تلك النتائج، وكذا تقديم أهم التوصيات التي يوصي بها على ضوء تلك الاستنتاجات.

المطلب الأول: النتائج.

من خلال الدراسة يمكننا استخلاص النتائج التالية:

- للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أهمية كبيرة في تطوير اقتصاديات الدول من خلال توفيرها لفرص عمل وتحقيق أرباح كبيرة.
- تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عدة تحديات أهمها الحصول على التمويل.
- تتوفر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على خصوصيات تميزها عن غيرها من المؤسسات، الأمر الذي يستدعي تكييف التمويل بما يناسبها.
- تمتلك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر على فرص واعدة مع الشركات المالية التي تنشط في هذا المجال بالنظر إلى الحصص المخصصة لها في محافظ هذه الشركات.
- لا تتوفر البنوك والمؤسسات المالية في أساليبها على خدمات مالية تقدم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- عدم توفر بورصة في الجزائر أحد أسباب تعطل سوق رأس المال المخاطر، لأن تحقق هذا الأخير يرجع إلى توفر ميكانيزمات للخروج أو الانسحاب من المشروع بعد انتهاء المدة والبورصة تعد أنسب سبيل لذلك.
- رأس المال المخاطر لا يوفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التمويل فقط، بل يوفر لها أيضا التوجيه من خلال المشاركة في إدارتها وتسييرها مما يساعد على النمو والتطور، كما يوفر لها مساهمة طويلة الأجل حتى تصبح المؤسسة قادرة على الإنتاج والنمو وهذا مالا توفره الديون قصيرة الأجل.
- يساهم رأس المال المخاطر في تمويل المراحل المختلفة لحياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة المرحلة المبكرة التي تكون فيها المخاطرة عالية.
- تعتبر مؤسسات رأس المال المخاطر في الاقتصاديات المعاصرة أحد أهم وسائل التطور والتنمية الاقتصادية المستمرة.
- رغم الاختلافات العديدة الموجودة بين مؤسسات رأس المال المخاطر و البنوك من حيث الطبيعة، المقاييس و المعايير المعتمدة في كلا التمويلين، إلا أن هاذين المصدرين التمويليين بإمكانهما مساندة وإكمال بعضهما البعض ، فمؤسسات رأس المال المخاطر تقوم بتمويل نشاط المؤسسات الصغيرة و

الفصل الثالث: دراسة الحالة

المتوسطة ومرافقتها إلى أن تصل إلى المستوى المطلوب من الاستقلالية المالية لتصبح قادرة على طلب التمويل التقليدي من البنوك، إضافة إلى إمكانية عمل البنوك على إنشاء فروع تابعة لها تعمل في مجال التمويل برأس المال المخاطر أو توظيف أموالها لدى مؤسسات رأس المال المخاطر.

- يتم تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر من طرف المؤسسات المتخصصة مثل شركة SOFINANCE، والشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP.
- حققت الشركات المالية الجزائرية التي تعمل في هذا المجال خلال السنوات الأخيرة نتائج جد مهمة نتيجة تركيز اهتمامها على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- يعتبر الإطار القانوني المنظم لعمل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر أحد معوقات تطور نشاطها.
- غياب تواجد جمعية مهنية تضم المتخصصين في المهنة على غرار العديد من الدول، تكون وظيفتها جمع المعلومات حول نشاط هذه الصناديق ورصد تطورها بصفة دورية.
- بالرغم من مرور 25 سنة على ظهور صناعة رأس المال المخاطر بالجزائر والمجهودات المبذولة التي قامت بها الدولة لتشجيع هذا النمط التمويلي، إلا أن عدد المتعاملين الناشطين في هذا المجال ضئيل جدا مقارنة بالدول الرائدة في هذا المجال.
- تتسم استثمارات مؤسسات رأس المال المخاطر في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمحدودية.
- نجاح التجارب الدولية الرائدة في مجال صناعة رأس المال المخاطر تعزز من خلال التعديلات المستمرة للمنظومة التشريعية والجبائية، وذلك بما يتماشى والتطورات التي تحصل على مستوى الأنظمة المالية العالمية.
- تطور هذا الأسلوب لدى الدول الرائدة تزامن مع تطور إدارة المخاطر وانتهاج أساليب تسييره حديثة على مستوى شركات رأس المال المخاطر وحكومتها.
- حداثة النظام المالي لدى الدول الرائدة وفرت العديد من البدائل التمويلية و التي من بينها رأس المال المخاطر، التي خففت من حجم الفجوة المالية التمويلية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

المطلب الثاني: الاستنتاجات.

- من خلال النتائج يمكن استخلاص الاستنتاجات التالية التي تجيب عن فرضيات الدراسة:
- تعتبر صناعة رأس المال المخاطر فعلا بديل تمويلي ملائم وفعال ومناسب لمواجهة احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لأنه يتماشى مع خصائصها واحتياجاتها التمويلية.
 - صناعة رأس المال المخاطر بديل تمويلي حديث وجيد بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
 - تواجه صناعة رأس المال المخاطر ومؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر العديد من العقبات والتحديات لا بد من مواجهتها عن طريق عمل إصلاحات جذرية وعديدة، من خلال أخذ العبر

الفصل الثالث: دراسة الحالة

والدروس من الدول الرائدة والسباقة والناجحة في صناعة رأس المال المخاطر، وذلك من خلال العمل بالتوصيات التي سوف نقدمها لاحقاً.

- ضعف الدعم الحكومي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.
- عدم وجود إرادة قوية لدعم نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر.
- حداثة نشاط رأس المال المخاطر وقلة الإقبال عليه من قبل المستثمرين في الجزائر.
- ضعف رأس المال المخصص لهذا النشاط في الجزائر.
- اقتصره على أنشطة محددة وانحصاره في مجالات معينة دون أخرى.

المطلب الثالث: التوصيات.

من خلال الدراسة يمكن تقديم التوصيات التالية:

- على السلطات الجزائرية تعزيز أداء شركات رأس المال المخاطر عن طريق تعديل المنظومة التشريعية والجبائية بما يتماشى مع التطورات التي تحصل على مستوى الأنظمة المالية العالمية.
- لا بد من تشجيع القطاع الخاص على إنشاء شركات رأس المال المخاطر وعدم اقتصرها على القطاع العام، من خلال العديد من التدابير التحفيزية مثل الإعفاءات الضريبية.
- لا بد من تأسيس جمعية مهنية مستقلة تضم المتخصصين في مهنة رأس المال المخاطر وذوي الخبرة في المجال تعنى بدراسة تطور سوق رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال جمع البيانات والإحصائيات وإجراء التحليلات والدراسات السوقية ونشرها، الترويج للمهنة لدى المستثمرين المؤسساتيين ورجال الأعمال، والتأكيد على الأثر الأخلاقي الاجتماعي والاقتصادي لهذا التمويل.
- ضرورة التوسع والترخيص بإنشاء شركات رأس المال المخاطر سواء الوطنية أو الأجنبية.
- ضرورة تقديم تشجيعات مالية وضريبية للاستثمار في شركات رأس المال المخاطر في الجزائر والعمل على التسيير الأمثل لهذه الشركات.
- ضرورة الاستفادة من التجارب الدولية الرائدة في مجال صناعة رأس المال المخاطر من أجل إنجاز هذا النمط التمويلي، حيث تتلخص عوامل النجاح فيه في اتحاد عوامل مختلفة على رأسها تدخل الحكومة عن طريق القوانين والبرامج التي تضعها وانتشار ثقافة الابتكار والمغامرة.
- ضرورة الاهتمام بحاجيات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من قبل السلطات الجزائرية باعتبارها العصب الهام في دعم أبعاد التنمية المستدامة لا سيما البعد الاقتصادي والاجتماعي.
- ضرورة دعم أساليب الشراكة مع مؤسسات رأس المال المخاطر الأجنبية خاصة المالكة لتكنولوجيا عالية.
- ضرورة العمل على تهمين الابتكارات ونتائج البحث العلمي عن طريق وكالات متخصصة، لا سيما بعج أن اتجهت الجزائر إلى تغيير مسارها نحو الاقتصاد المنتج بدل الاقتصاد الريعي.
- يجب على السلطات الجزائرية تحسين مناخ الاستثمار في الجزائر خاصة بالنسبة للشباب المقاولين الذين يملكون أفكار جديدة.

الفصل الثالث: دراسة الحالة

- تنظيم ملتقيات وندوات لتعريف الشباب الجزائري بتقنية التمويل برأس المال المخاطر وأهميته في تمويل الإبداعات والتكنولوجيات الحديثة.
- إصلاح النظام البنكي والمالي الجزائري وتشجيع الادخار لتوفير المبالغ اللازمة لنشاط رأس المال المخاطر.

خلاصة:

إن الانطلاق الرسمي لصناعة رأس المال المخاطر في الجزائر جاء عن طريق الشركة الجزائرية الأوروبية ، حيث أن أداء هذه الصناعة يعاني من نقص فادح في معروضات هذه الصناعة مقارنة بالدول الرائدة في هذا المجال مثل الولايات المتحدة الأمريكية و فرنسا ، على غرار المغرب وتونس وبالرغم من الصعوبات التي واجهتها إلا أن حجم معروضاتها لا بأس به، ومن الأسباب التي أدت إلى النص الكبير في صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر:

- اقتصاديات الدول الرائدة أكثر انفتاحا من الجزائر لإتباعها نهجا سريعا في فترة الإصلاحات، بينما اتسم مسار الإصلاح في الجزائر بالحدز و المحدودية.
- عجز الاقتصاد الجزائري على استقطاب الاستثمارات الأجنبية في فروع جديدة غير استخراج المحروقات، كما أن قاعدة 51/49 للملكية الوطنية ساهمت في الحد من الاستثمارات.
- ركود السوق المالي الجزائري ، وهذا رغم التعديلات التي كانت تهدف لتحسين قوانين العمل وزيادة درجة الشفافية و الإفصاح به، بينما تعرف الأسواق المالية للدول الرائدة ديناميكية أكثر.
- إلا أن العقبات التي تحول دون تطور صناعة رأس المال المخاطر بالجزائر ارتبطت بالمحيط الاقتصادي أو المؤسساتاني.

لدى فالجزائر مطالبة بتفعيل صناعة رأس المال المخاطر من أجل تحقيق الأهداف المنتظرة منها، وهذا الأمر لا يقتصر على تضافر جهود مختلف الأطراف الفاعلة لتحسين البيئة الاستثمارية و المؤسساتية فقط، وغنما يتعداه إلى وضع استراتيجية فعالة قائمة على دعم الكفاءات في مختلف الميادين.

الخاتمة

العمامة

الخاتمة العامة:

يفتح أسلوب التمويل برأس المال المخاطر آفاقا واعدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، حيث أنه يعد بديلا تمويليا هاما لأسلوب التمويل المصرفي الذي يعتمد على القروض، فمؤسسات رأس المال المخاطر تقوم بمشاركة صاحب المؤسسة دون ضمان العائد ولا المبلغ الأصلي، وهذا النوع من التمويل يناسب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظرا لانعدام الضمانات في هذه التقنية التمويلية التي تقوم على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر، كما أنها تقنية لا تقتصر على تقديم المال اللازم فحسب بل تتعداه إلى تقديم المشورة الفنية والإدارية، ما يحقق تمويلا محفزا لهذه المؤسسات كي تنهض وتحقق أرباحا معتبرة الأمر الذي يساعد على تحقيق النمو الاقتصادي.

ولقد أثبتت هذه التقنية التمويلية فعاليتها في حل مشكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف الدول التي ظهرت بها، حيث يعود ظهورها إلى خمسينيات القرن الماضي في الو.م.أ التي تعد أهم وأنجح التجارب العالمية في هذا المجال، لتبدأ بعدها رحلة انتشارها لتظهر في باقي دول العالم بدرجات متفاوتة من التطور باعتبارها أحد الحلول الهامة لمشكل التمويل الذي يواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. أما فيما يخص الجزائر فإن الانطلاق الرسمي لصناعة رأس المال المخاطر كان بمساهمة الإتحاد الأوروبي الذي قام بإنشاء ثلاثة مؤسسات رأس مال استثماري توأم في كل من الجزائر، تونس والمغرب، حيث تعتبر تجارب هذه الدول الثلاث متقاربة ومتشابهة مع بعض الاختلافات الجوهرية بينها، والتي ساهمت في تطور نسبي لمعروضات صناعة رأس المال المخاطر في كل من تونس والمغرب، بينما بقيت معروضات هذه الصناعة تعرف تأخرا كبيرا في الجزائر بالرغم من الاهتمام الذي أولته الحكومة الجزائرية لها.

قائمة

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية.

أ- الكتب:

- 1- أشرف محمد دوابة، البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، مصر، 2004.
- 2- إلهام فخري طلمية، التسويق في المشاريع الصغيرة، المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 3- رايح خوني، رقية حساني، أساليب التمويل بالمشاركة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دار الرياء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الإصدار 1، 2015.
- 4- روبرت هيزريش، مايكل بيترز، تنظيم المشروعات، ترجمة، فاروق منصور، مركز الكتب الأردني، الأردن، 1991.
- 5- سامي السويلم، التمويل بالمشاركة دروس مستفادة من التجربة الأمريكية، مركز بحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، 1997.
- 6- سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، 2010.
- 7- سعاد نائف برنوطي، إدارة الأعمال الصغيرة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة 1، 2005.
- 8- سمير علام، إدارة المشروعات الصناعية الصغيرة، مطبعة مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، مصر، 1993.
- 9- عبد الحميد عبد المطلب، اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 10- عبد الحميد مصطفى أبو ناعم، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الفجر، القاهرة، مصر، الطبعة 1، 2003.
- 11- عبد السلام أبو قحف، مقدمة في الأعمال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- 12- عبد الله عبد المطلب، التمويل المحلي والتنمية المحلية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- 13- عثمان ولد الصافي، مصطفى العرابي، التحديات التي تواجه المؤسسات الناشئة في الجزائر وآليات دعمها ومرافقتها، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، (03)07، 2021.
- 14- فريد راغب النجار، إدارة المشروعات والأعمال الصغيرة، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 1999.
- 15- محمد هيكل، مهارة إدارة المشروعات الصغيرة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، الطبعة 1، 2003.

قائمة المراجع

16- الناصر محمد سعد، رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشاريع الريادية في المملكة العربية السعودية، المملكة العربية السعودية، كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية، 2012.

17- وفا عبد الباسط، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دار النهضة العربية، مصر، 2001.

ب- الأطروحات والرسائل الجامعية:

1- إلياس غقال، تقييم الدور التمويلي للشراكة الأورو جزائرية في تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دكتوراه علوم تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2016.

2- سامية عديش، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير في القانون العام، كلية الحقوق، جامعة قسنطينة 1، الجزائر، 2014.

3- سمير سحنون، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر -دراسة حالة: تونس، المغرب والجزائر-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013.

4- عبد القادر بربيش، الإطار الحكومي للعلاقة بين الشركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة - دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر، ورقة، الجزائر، 2016.

5- عبد الله بلعدي، التمويل رأس المال المخاطر -دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة-، مذكرة شهادة ماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2008.

6- لخلف عثمان، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسبل دعمها وتميئتها -حالة الجزائر-، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004/2005.

7- محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة -دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة Finalep، أطروحة دكتوراه، جامعة منتوري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسنطينة، الجزائر، 2009.

8- هبة بوعبد الله، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير غير منشورة، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008/2009.

ت- المقالات والأبحاث:

1- أحلام بوقفة، واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف الاقتصادية والمالية، مجلة البحوث Sofinance، المجلد 4، العدد 1، جوان 2017.

قائمة المراجع

- 2- أشرف محمد دواية، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، مجلة البحوث الإدارية، مركز الاستشارات والبحوث والتطوير، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، القاهرة، مصر، العدد 4، أكتوبر 2006.
- 3- حسان خضر، تنمية المشاريع الصغيرة، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 9، سبتمبر 2002.
- 4- حسين عبد المطلب الأسرج، تعزيز تنافسية المشروعات العربية الصغيرة والمتوسطة في ظل اقتصاد المعرفة، مداخلة مقدمة ضمن فعالية الملتقى الدولي حول المعرفة في ظل الاقتصاد الرقمي ومساهمتها في تكوين المزايا التنافسية للبلدان العربية، كلية العلوم الاقتصادية، الجارية وعلوم التسيير، جامعة حسبية بن بوعلي، شلف، الجزائر، 4 و5 ديسمبر 2007.
- 5- دراجي ك، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات -دراسة حالة الجزائر-، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 9، 2013.
- 6- رباح بوقرة، بن النوي أحلام، استخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 1، 2016.
- 7- رباح خوني، رقية حساني، آفاق تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ورقة بحث مقدمة ضمن الدورة التدريبية الدولية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 25-28 ماي 2003.
- 8- ربيعة بركات، دواخ سعيدة، حاضنات الأعمال ودورها في دعم وتنمية المؤسسات الصغيرة، الملتقى الدولي حول المقاولاتية: التكوين وفرص الأعمال، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة بسكرة، 6/8 أبريل 2010.
- 9- السعيد بريش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة شركة **sofinance**، مجلة الباحث، العدد 5، ورقلة، الجزائر، 2007.
- 10- سليمان ناصر، عواطف محسن، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالصيغ المصرفية الإسلامية، ملتقى الدولي الأول حول الاقتصاد الإسلامي - الواقع ورهانات المستقبل- معهد العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011.
- 11- عبد الله بلوناس، طراد فارس، الإبداع ودوره في نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المجلة الجزائرية للتسيير، الجزائر، العدد 4، 2008.
- 12- علال بن ثابت، محمد بن جاب الله، المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي لسياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006.

قائمة المراجع

- 13- محمد براق، الملتقى الوطني حول : استراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 19/18 أبريل 2012.
- 14- محمد طالبي، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في معالجة مشكلة البطالة في الجزائر، مجلة دراسات اقتصادية، الجزائر، العدد12، 2009.
- 15- مراد إسماعيل، لحسن حديدن، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في التنمية الاقتصادية بالجزائر، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، جامعة أم البواقي، العدد02، 2014.
- 16- منظمة العمل العربية، المشروعات الصغيرة والمتوسطة كخيار للحد من البطالة وتشغيل الشباب في الدول العربية، مؤتمر العمل العربي، الدورة الخامسة والثلاثون، شرم الشيخ، جمهورية مصر العربية، 23 فيفري-01 مارس 2008.
- 17- نادية قويقح، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - واقع وآفاق-، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، العدد 19، 2006.
- 18- نبيلة قدور، حمزة العرابي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم، مجلة الدراسات المالية، جوان 2017.
- ث- المواقع الالكترونية.**
- 1- MAGNITT, تقرير الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية لعام 2021، من: <https://magnitt.com/research/2021-saudi-arabia-venture-capital-report-ar-50795>
- 2- الشركة السعودية للاستثمار الجريء، الأثر على منظومة الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية، 2022، من: <https://svc.com.sa/ar/reports-ar>
- 3- www.sotugar.com.tn
- 4- WWW.ccg.ma
- 5- www.amic.org.ma
- 6- <http://sofinance.dz/>
- 7- <https://www.finalep.dz>
- 8- منشآت، تمويل المنشآت الصغيرة والمتوسطة: حلول أكثر وخيارات متنوعة، 2021، من: <https://www.monshaat.gov.sa/> 8924.
- 9- Bilan Annuel 2015, Baromètre EY du capital risque en France, sur le site www.ey.com
- 10- Canada's Venture Capital Market, Prepared by Thomson Reuters for the Canadian Venture Capital a Private Equity Association, 2011, available at : www.cvca.com
- 11- http://wikipedia.org/wiki/business_ange

قائمة المراجع

- 12- www.cvca.com
- 13- www.gulff.com
- 14- حسين عبد المطلب الأسرج، تعزيز تنافسية المشروعات العربية الصغيرة والمتوسطة في ظل اقتصاد المعرفة. على الموقع الالكتروني: www.ao.academy.org.
- 15- صابر أحمد عبد الباقي، المؤسسة الصغيرة وأثرها في القضاء على البطالة، على الموقع الالكتروني: <http://drsaber.110mb.com/files/small.doc>.
- 16- موقع إدارة منشآت الأعمال الصغيرة الأمريكية على الموقع الالكتروني: www.sba.gov/size/section.
- ج- قوانين والمراسيم:**
- 1- الجريدة الرسمية، الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، العدد 02 الصادر في 11 جانفي 2017، المادة 1، 5، 8، 10، 9 من القانون رقم 17-02.
- 2- الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، القانون رقم 105، المتعلق بإحداث الصناديق المشتركة للتوظيف في رأس المال التتمية، الصادر بتاريخ 19 ديسمبر 2005.
- 3- الرائد الرسمي للجمهورية التونسية، القانون رقم 88-95، المتعلق بالمزايا الضريبية الممنوحة للمتدخلين في مجال رأس المال المخاطر، الصادر بتاريخ 30 أكتوبر 1995.
- 4- المادة 5، 6، 7 من القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية رقم 77، الصادرة في 15 ديسمبر 2001.

ثانيا: المراجع باللغة الفرنسية.

أ- الكتب:

- 1- Alaa-Eldin M. Edris, the venture capital industry-on overview, Saudi Arabia, February 2007.
- 2- Association Francaise des Investisseurs en Capital, Capital risque en France, Indicateur chausson finance, France, 2009.
- 3- Cécile Carpentier a Jean-Marc Suret, The Canadian Public Venture Capital Market, available at wileypnlinelibrary.com, 2010.
- 4- économique, Entreprise National du Livre, Alger, 1985.
- 5- Emmanuelle, D, *Le Capital Risque*. paris, france: Ed la découverte, 2006.
- 6- Eric Stephany, La relation capital risque / PME : Fondements et pratiques, Edition Boeck, Bruxelles, Belgique, 2003.
- 7- G.Ayed, Présentation du marché de capital investissement au Maroc, Maroc, 2007.
- 8- House Coopers, Money Tree TMReport, based on data from Thomson financial, U.S.A, 2008.

- 9- JEAN LACHMAN, capital risque et capital investissement, édition economica, paris, 1996.
- 10- Marianne Lagrange, Les nouveaux enjeux du capital investissement, Edition Broche, France, 2002.
- 11- Nadine LEVRATTO, Les PME, De Boeck Université, Belgique, 1^{ère} édition, 2009.
- 12- National Venture Capital Association, Yeabook 2008, Price water.
- 13- OCDE, Perspective de L'OCDE sur la PME, France, 2002.
- 14- SELLAMI Ammar, Petite moyenne industrie et développement
- 15- Vanina Poal Gagin, Le capital risque, Paris , gualino éditeur , France, 2003.
- 16- Xavier GREFFE, Les PME Créent-elles des emploi ?, Economica, Paris, 1984.

ب- الأطروحات والرسائل الجامعية:

- 1- Bernard Paulre, Le capital risque aux Etats-Unis : Structure et évolution du système 1959-2001, mémoire de fin d'études, Université Paris 1, Panthéon Sorbonne, UMR, CNRS N° 8595, France, 2007.
- 2- Salah Aisse, Le capital risque au maroc : Contribution à l'élaboration d'un cadre juridique, fiscal, comptable et d'accompagnement, Mémoire de fin d'études, Institut supérieur de commerce, Casablanca, 2003.

ت- المقالات والأبحاث:

- 1- A.ATI et I.Gannoun, Le capital risque et le financement des PME en Tunisie : Réalités et perspectives, Colloque internationale sur la PME, Tunis, 2007
- 2- Association marocaine des investisseurs en capital, Le capital investissement en Maroc : Activité, croissance et performance année 2015, Maroc, 2016.
- 3- Association Tunisienne des Investisseurs en Capital, Rapport d'activité 2013, Tunis, 2014.
- 4- Cécile Carpentier & Jean-Marc Suret, "The Canadian Public Venture Capital Market", 2010, available at wileyonlinelibrary.com.
- 5- Douglas Cumming a Sofia Johan, Phasing Out an Inefficient Venture Capital Tax Credit, Journal of Industry, Competition and Trade, working paper, 2010.
- 6- Fédération nationale des business angels, L'investissement des business angels repart à la hausse en 2015 : L'activité des business angels en 2015, France, 2016.
- 7- François Denis Poitrinal, Le capital investissement, guide juridique et fiscal, Edition revue banque, 3^{ème} édition, France, 2007.
- 8- Gabrielli .D, L'accès des PME aux financements bancaires, Bulletin de la Banque de France , № 165 , Septembre 2007.
- 9- Guide des banques et des établissements financiers en Algérie, édition 2015.
- 10- Hanen Baklouti Trabelsi, Pourquoi les investisseurs en capital ne jouent pas leur rôle ?, Note et analyses de l'Institut Tunisien de la compétitivité et des études quantitatives (ITCEQI), n° 33, Tunisie, Mars 2016.
- 11- José ST-Pierre , La Gestion financière des PME(théorie et pratique), Presse de L'Université du Québec, Canada.
- 12- Kamal Eddine Bouatouata, Les investissements directes étrangères, Les I.D.E et le financement de start up, colloque internationale Medinnov, France, 2005.

- 13- Lachemi Siagh, Le Capital risque ou venture capital, revue Strategica, Alger, N 18, 2006.
- 14- Mynard, D.Boucard.Planel, La nouvelle donne du capital risque aux états unis : Entre changement de modèle et crise économique structurelle, Rapport de l'ambassade de France aux Etats unis, USA, 2010.
- 15- National Venture Capital Association, Yeabook 2016, Price Water House Coopers, Money Tree TmReport, based on data from Thomson financial, U.S.A, 2016.
- 16- Salamzadeh, A., & Kawamorita Kesim, H, Startup Companies: Life Cycle and , Challenges, 4th International conference on employment, education and entrepreneurship, Belgrade, Serbia, 2015.
- 17- Savignac F, Quel mode de financement pour les jeunes entreprises innovantes, financement interne, prêt bancaire , ou capital-risque ? Revue économique, volume 58, (2007).