

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة حمه لخضر بالوادي

كلية العلوم الإقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

شركات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المؤسسات الناشئة

دراسة حالة مؤسسة -sofinance-

مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الإقتصادية

تخصص إقتصاد نقدي وبنكي

تحت اشراف الدكتورة:

حبيبة مداس

من إعداد الطالبات:

*نريمان قدار

*خديجة نعامة

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	الإسم واللقب
رئيسا	جامعة الشهيد حمه لخضر-الوادي-	د.علي ذهب
مشرفا ومقررا	جامعة الشهيد حمه لخضر-الوادي-	د.حبيبة مداس
مناقشا	جامعة الشهيد حمه لخضر-الوادي-	د.روضة جديدي

السنة الجامعية: 2021/2020.

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تعتبر المؤسسات الناشئة ركيزة من ركائز الاقتصاد لما لها من دور فعال في رفع عجلة التنمية وتنشيط الاقتصاد، ورغم الدور الفعال الذي يلعبه هذا النوع من المؤسسات إلا أنها تواجه عدة مشاكل تعيق وجودها ونشاطها. ولعل أكثر مشكل يواجهها هو مشكل التمويل نظرا لخصوصيتها حيث يصعب حصولها على التمويل بالطريقة الكلاسيكية من البنوك التي تشترط عليها ضمانات لا تقدر عليها، وهو ما استوجب إيجاد طرق تمويلية بديلة للطرق الكلاسيكية تتلائم وخصوصيتها. ومن بين هذه الطرق برز رأس المال المخاطر الذي أثبت نجاعته وانفراده بالتدخل في كل مراحل حياة المشاريع والمؤسسات من مرحلة الإنشاء وصولا إلى مرحلة التعثر، ونظرا لأهمية رأس المال المخاطر ودوره الكبير في تمويل المؤسسات الناشئة، أبدت الدولة اهتماما كبيرا به وحاولت إرساء سوقا له في الجزائر. ورغم ذلك وجدنا أن رأس المال المخاطر في الجزائر مازال في بدايته، وغير معروف عند أغلب المؤسسات وأصحاب المشاريع الناشئة.

الكلمات المفتاحية: المؤسسات الناشئة، رأس المال المخاطر، **sofinance**.

Abstract: Emerging institutions are considered one of the pillars of the economy because of their effective role in raising the wheel of development and revitalizing the economy. Despite the effective role played by this type of institution, it faces several problems that hinder its existence and activity. Perhaps the most problem it faces is the problem of financing due to its specificity, as it is difficult for it to obtain financing in the classical way from banks that require guarantees that they cannot afford, which necessitated finding alternative financing methods to the classical methods that suit their specificity. Among these methods, venture capital has emerged, which has proven its effectiveness and its uniqueness by interfering in all stages of the life of projects and institutions, from the stage of establishment to the stage of faltering. Given the importance of venture capital and its great role in financing emerging institutions, the state showed great interest in it and tried to establish a market for it in Algeria. Despite this, we found that venture capital in Algeria is still in its infancy, and is unknown to most institutions and startup owners.

Keywords: start-ups, venture capital, sofinance.

شكر وعرهان

بسم الله والصلاة على رسول الله صلى الله عليه وسلم، أما بعد

أنتقدم بجزيل الشكر لأستاذتي الفاضلة حبيبة مداس التي تفضلت بإشرافها على هذه المذكرة والتي

ساعدتني بكل كبيرة وصغيرة لإتمام هذا البحث وكان لها الأثر الممتاز في إتمام هذا العمل

كما أشكر جميع الأساتذة وجميع القائمين على كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير

كما أنتقدم بجزيل الشكر للموظف " أعراب باجو " موظف في قسم رأس المال المخاطر

شركة "sofinance"

كما لا يفوتني شكر الأستاذ الفاضل " تقية إلياس " الذي أعانني بأفكاره ونصائحه منذ

بداية وحتى نهاية هذا البحث

وأشكر كل من ساعدني وسقط سهوا من الشكر

إهداء

اهدي هذه الثمرة المتواضعة
الى روعي ورفيقة دربي التي ترافقني دائما جدتي الغالية " مسعودة بوحامد "
الى أبي المعطاة الذي تمنى أن يراني بهاته الكيفية
إلى أمي الرؤوم التي اخرجتني من ظلمات الوهن الى النور
الى إخوتي الذين اعانوني في مسيرتي العلمية
إلى نبراس الأمل في حياتي " أخوالي وخالاتي "
الى البراعم الصغار نوران وصفاء
الى الذي رافقني لأشق دروب النجاح الأستاذة "حبيبة مداس"
الى النور الذي تنير لي درب النجاح استاذتي "حبيبة مداس"
الى كل من حفظهم قلبي ونسيهم قلمي .

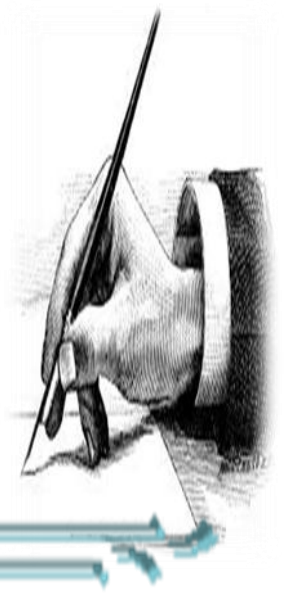
نريمان

إهداء

إلى أبي الغالي سندي في هذه الحياة أطال الله في عمره
إلى أمي الغالية والحببية أعز الناس على قلبي حفظها الله ورعاها
إلى جميع أفراد عائلتي، إخوتي الأعزاء
إلى زوج أختي وزوجة أخي
إلى كتاكيت جوري وإسحاق، أميرة
إلى من أضاء الطريق لخطواتي للوصول إلى هذا الانجاز "حببية مداس"

خديجة

الفهرس



فهرس المحتويات

I	الملخص
II	شكر وعرهان
III- IV	إهداء
V-VIII	فهرس المحتويات
IX	فهرس الجداول
X	فهرس الأشكال
X	فهرس الملاحق
أ-د	المقدمة
أ	تحديد اشكالية البحث
ب	فرضيات البحث
ب	الدراسات السابقة
ج	أهداف البحث
ج	أسباب اختيار الموضوع
ج	حدود الدراسة
ج	منهج البحث
د	صعوبات البحث
د	تقسيم البحث
24-03	الفصل الأول إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة بين المعوقات والمتطلبات التمويلية
	تمهيد
03	المبحث الأول: عموميات حول المؤسسات الناشئة ومصادر تمويلها
03	المطلب الأول: عموميات حول المؤسسات الناشئة
07-03	1- ماهية المؤسسات الناشئة
07-09	2- دورة حياة المؤسسة الناشئة
09	المطلب الثاني: أنواع المؤسسات الناشئة وأهدافها وخصائص تمويلها
11-09	1- أنواع المؤسسات الناشئة
11	2- أهداف تمويل المؤسسات الناشئة
13-11	3- خصائص تمويل المؤسسات الناشئة

13	المبحث الثاني: مشاكل تمويل المؤسسات الناشئة وضرورة استحداث صيغ بديلة
13	المطلب الأول: المصادر التقليدية لتمويل المؤسسات الناشئة
14	1- مصادر التمويل الداخلية
15-14	2- مصادر التمويل الخارجية
16	المطلب الثاني: أسباب مشاكل التمويل
17-16	1- أسباب مشكلة التمويل من وجهة نظر مؤسسات التمويل
17	2- أسباب مشكلة التمويل من وجهة نظر القائمين على المؤسسة
17	المطلب الثالث: الطرق المستحدثة لتمويل المؤسسات الناشئة
20-17	1- التمويل الإسلامي
23-20	2- التأجير التمويلي
23	3- التمويل عن طريق رأس المال المخاطر
24	خلاصة الفصل
53-27	الفصل الثاني فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة
	تمهيد
27	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتمويل برأس المال المخاطر
27	المطلب الأول: ماهية رأس المال المخاطر
28-27	1- إشكالية المفهوم
30-28	2- لمحة تاريخية عن نشأة رأس المال المخاطر
32-30	3- مفهوم رأس المال المخاطر
32	المطلب الثاني: أهداف التمويل برأس المال المخاطر وأطرافه
33	1- أهداف التمويل برأس المال المخاطر
35-33	2- الأطراف المتدخلة في عملية التمويل برأس المال المخاطر
35	المطلب الثالث: مزايا وعيوب رأس المال المخاطر
36-35	1- المزايا
36	2- عيوب التمويل برأس المال المخاطر
36	المبحث الثاني: أساسيات التمويل برأس المال المخاطر وواقعه في الجزائر
36	المطلب الأول: المراحل التمويلية برأس المال المخاطر
37	1- مرحلة رأس مال الإنشاء
37	2- مرحلة رأس مال التنمية

37	3- مرحلة رأس مال التعاقب أو تحويل الملكية
38-37	4- مرحلة التصحيح أو إعادة التدوير
38	المطلب الثاني: آلية عمل التمويل برأس المال المخاطر
41-38	1-مرحلة ما قبل المساهمة
44-41	2- مرحلة التركيب القانوني والمالي
44	3- مرحلة الشراكة والانفصال
45	المطلب الثالث: أهمية التمويل برأس المال المخاطر للمشروعات الناشئة وواقعه في الجزائر
45	1-أهمية التمويل برأس المال المخاطر للمشروعات الناشئة
49-46	2-المنظومة القانونية لرأس المال المخاطر في الجزائر
52-49	3-واقع سوق رأس المال المخاطر في الجزائر
53	خلاصة الفصل
82-56	الفصل الثالث: ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة sofinance
	تمهيد
56	المبحث الأول: واقع رأس المال المخاطر في الجزائر وكيفية تطبيقها على مستوى sofinance
56	المطلب الأول: التقديم العام للشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف
57	1-التعريف بالشركة محل الدراسة
60-58	2-الهيكل التنظيمي
60	3-وظائف شركة sofinance
61	4-أهداف شركة sofinance
62-61	5-تطور نشاط رأس المال المخاطر في شركة sofinance
68-63	6-مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في sofinance
68	المبحث الثاني: المسار الاستثماري لعملية أخذ المساهمة (دراسة حالة) في مشروع استثماري على مستوى sofinance
69	المطلب الأول: التقديم العام للمشروع

70-69	1-معلومات حول المشروع
72-70	2-دراسة الهيكل المالي
72	المطلب الثاني: توقعات التكاليف والعوائد الممكن تحصيلها من المشروع
75-72	1-توقعات الاستغلال
77-75	2-معايير الربحية
77	المطلب الثالث: متابعة سير المساهمة في رأس مال المشروع
79-77	1-قبل المرحلة
81-80	2-المتابعة في مرحلة الاستغلال
82	خلاصة الفصل
86-84	الخاتمة
91-88	قائمة المصادر والمراجع

قائمة الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
19-18	اوجه الاختلاف بين التمويل الاسلامي والتمويل التقليدي	(1-1)
39	أهم محاور خطة العمل	(2-2)
61	تطور حصيلة نشاط Sofinance من 2012 إلى 2017	(3-3)
62	الالتزامات التي تقوم بها الشركة خلال الفترة من 2008 الى 2017	(4-3)
69	تفاصيل عن مشروع فندق تفاح المماليك.	(5-3)
70	وصف لتكاليف المشروع فندق تفاح المماليك	(6-3)
71	يوضح استخدامات وموارد فندق تفاح المماليك	(7-3)
72	رقم الأعمال الشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك	(8-3)
72	المصاريف المتوقعة للمشروع من سنة 2012 إلى غاية 2016	(9-3)
73	موارد ولوازم المستهلكة للشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك.	(10-3)
73	الخدمات الخارجية للشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك.	(11-3)
73	وضح مصاريف الموظفين للشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك.	(12-3)
74	تكاليف الاستغلال وتكاليف أخرى للشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك.	(13-3)
74	جدول رقم جدول حساب النتائج التوقعي للمشروع.	(14-3)
75	يوضح معدل الربح التقديري للشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك	(15-3)
76	يوضح توزيع رأس المال لشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك	(16-3)
76	حصص الأرباح الكلية المتوقعة	(17-3)
78	حصص الشركاء في فندق تفاح المماليك	(18-3)
79	المصاريف الكلية للموثق.	(19-3)
79	الميزانية المختصرة لشركة فندق تفاح المماليك في 31 مارس 2012.	(20-3)
80	مراقبة المالية وكذا المستخدمين لفندق تفاح المماليك خلال سنة 2013	(21-3)

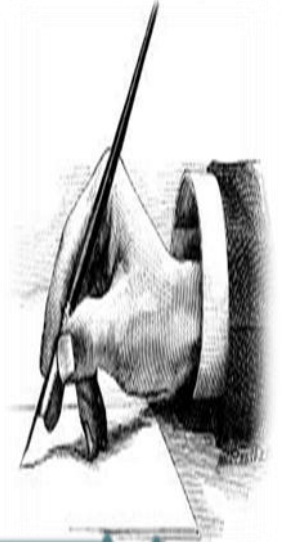
قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
07	منحنى المراحل الأساسية لدورة حياة المؤسسات الناشئة	(1-1)
38	مراحل التمويل برأس المال المخاطر	(2-2)
60	الهيكل التنظيمي لشركة sofinance	(3-3)

قائمة الملاحق

الرقم	الملحق
01	القانون 11-06 المتعلق بشركة رأس المال الاستثماري
03	اتفاق الشراكة بين أصحاب المشروع وصافينانس ش ذ أ
04	صورة فندق تفاح المماليك

مقدمة



مقدمة:

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

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

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

1- اشكالية البحث:

على ضوء ما تقدم يمكن صياغة اشكالية البحث كالتالي

كيف تساهم شركات رأس المال المخاطر في تمويل المشروعات الناشئة في الجزائر؟

ويندرج ضمن هذه الاشكالية اسئلة فرعية:

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

- ما هو واقع رأس المال المخاطر في الجزائر؟
 - كيف يتم تمويل المشاريع الناشئة على مستوى المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف
- ؟SOFINANCE

2-فرضيات البحث:

- وللإجابة على التساؤلات السابقة اعتمدنا على مجموعة من الفرضيات كما يلي:
- رأس المال المخاطر هو مصدر تمويلي يناسب احتياجات المؤسسات والمشاريع الناشئة لأنه يقوم على المساهمة المباشرة في رأس مالها فيوفر لها الدعم المالي والإداري.
- رأس المال المخاطر تقنية حديثة معمول بها في الجزائر وتمارسها العديد من البنوك والمؤسسات المالية.
- تتبع شركة SOFINANCE عدة إجراءات لتمويل المشاريع الناشئة وتعتمد فيها على معايير مستقبلية كالمردودية المتوقعة.

3-الدراسات السابقة:

- من بين الدراسات التي اطلعنا عليها وتقترب من موضوع بحثنا نذكر ما يلي:
- دراسة: عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر-دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة ماجستير، تخصص: اقتصاد إسلامي، جامعة باتنة- الجزائر، 2007-2008، وخلصت هذه الدراسة إلى أن رغم التشابه الكبير لنظام المشاركة الإسلامي مع التمويل برأس المال المخاطر ووجود بعض نقاط اتفاق إلا أنه يختلف عنه في كثير من النقاط، وخلصت الدراسة أيضا إلى أن نظام المشاركة نظام بديل لكل الأنظمة الاقتصادية الحالية بما فيها نظام رأس المال المخاطر.
- دراسة: براق محمد والأستاذ بن زاوي محمد الشريف بعنوان: "الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر" منشورة بالملتقى الوطني: إستراتيجية التنظيم ومرافقة المؤسسات، الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير-جامعة قاصدي مرباح بورقلة، الجزائر، 18-19 أبريل 2012، تعرض الى المؤسسات والهياكل المساعدة على التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، والتي تنشط على مستوى سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، وما تلعبه من دور مهم وأساسي في التمويل، والمرافقة والتوجيه للمقاولين والمؤسسات التي هي في مرحلتها ما قبل الإنشاء والإنشاء فضلا عن تسهيل عملية حصول هذه المؤسسات على التمويل اللازم لمرحلة ما بعد الإنشاء عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر.
- دراسة مليكة لونس: بعنوان: " Les principaux déterminants de la dynamique du "risqu-capital" رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باريس-شرق، 25 مارس 2013، قامت بعرض العوامل المساعدة لتطوير نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، حيث خلصت الى أن وجود سوق مالي يستقبل ويستوعب المشاريع التكنولوجية ذات المردودية الكبيرة يعتبر من

أهم العوامل المفسرة لنجاح رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، وبالمقابل تأخر الدول الأوروبية التي تعاني من نقص في تمويل الأبحاث والتطوير، وبالتالي وجدت أن تأثير المحيط العلمي والتكنولوجي له أهمية كبيرة في نشاط رأس المال المخاطر.

4-أهداف البحث:

- يمكن تلخيص أهمية هذا البحث في جملة من النقاط نوردتها فيما يلي:
- معرفة تقنية رأس المال المخاطر وتوضيح مزايا العلاقة التمويلية التي تربط المؤسسة الممولة والمؤسسة الناشئة.
- مساعدة المؤسسات الناشئة على التعرف على أحد أحدث خيارات التمويل والتي تناسب احتياجاتها الاستثمارية.
- البحث عن مكانة التمويل برأس المال المخاطر في السوق الجزائرية ضمن مصادر التمويل القائمة؛
- التعرف على كيفية تطبيق هذه التقنية على مستوى المؤسسات الممارسة لإسقاط الجانب النظري ومقارنته مع ما هو موجود فعلا على أرض الواقع.

5-أسباب اختيار الموضوع:

- ان مبررات اختيار هذا الموضوع تعود أساسا الى أهميته التي تنبع من عدة اعتبارات:
- كونه موضوعا في الاختصاص لأنه يوضح كيفية توفير النقود للمؤسسات الناشئة من قبل البنوك والمؤسسات المالية بأسلوب مستحدث يختلف عن التمويل التقليدي. وبالتالي يمسه من طرفه سواء من جهة النقد أو البنوك.
- الموضوع يتحدث عن رأس المال المخاطر وهو أحد طرق تمويل الاستثمارات الإنتاجية طويلة الأجل والتي تساهم دفع معدل النمو الاقتصادي.
- تتبع آلية تمويل المشاريع عبر رأس المال المخاطر على مستوى أحد المؤسسات الممارسة للتقنية

.SOFINANCE

6-حدود الدراسة:

تتمثل الحدود المكاذنية في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف SOFINANCE بالجزائر العاصمة، أما الحدود الزمنية فكانت خلال الفترة 2007-2017 على حسب الإحصاءات المنشورة على موقع المؤسسة.

7-منهج البحث:

حتى تكون دراستنا ذات طابع منهجي، وتماشيا وما تقتضيه الدراسات من هذا النوع فقد اعتمدنا على المنهج الوصفي عند التطرق لمختلف الجوانب المرتبطة بالمؤسسات الناشئة وتقنية رأس المال المخاطر من تعريف وخصائص ومزايا، وكذلك عند تصفح القوانين التي تنظم العملية في الجزائر، وكذلك على منهج دراسة الحالة في

الفصل الثالث من خلال تتبع حالة تمويلية لمؤسسة ناشئة على مستوى SOFINANCE نتبين من خلالها مراحل وآلية ومعايير أخذ المساهمة في رأسمالها.

8- صعوبات البحث:

ككل الأبحاث والدراسات ونظرا لحدثة موضوع التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر مقارنة مع الدول الرائدة في هذا المجال، واجهنا عدة صعوبات من أهمها:

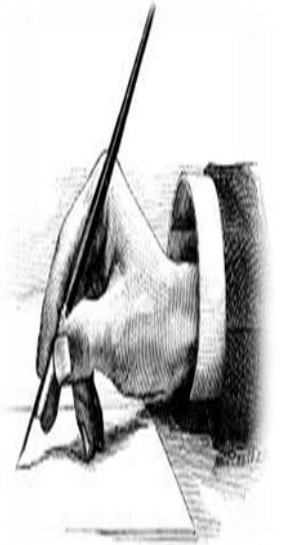
- ✓ صعوبة التنقل الى الجزائر العاصمة بسبب وباء كورونا وأيضا لضيق الوقت؛
- ✓ نقص المعلومات المتعلقة بنشاط شركات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر.

9- هيكل البحث:

تم تقسيم هذا البحث إلى مقدمة وثلاث فصول، كل فصل يتفرع الى مبحثين، خصص الفصل الأول للتعريف بالمؤسسات الناشئة وإشكالية تمويلها، أما الفصل الثاني فهو يحوي أساسيات التمويل برأس المال المخاطر وواقعه في الجزائر، وخصصنا الفصل الثالث للدراسة التطبيقية حيث درسنا حالة مشروع ناشئ وختمنا الدراسة بخاتمة تحوي النتائج المتوصل اليها من خلال هذا البحث وآفاق رأس المال المخاطر في الجزائر في المستقبل الواعد.

الفصل الأول

إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة
بين المعوقات والمتطلبات التمويلية



تمهيد

تعتبر المشاريع الناشئة من المحركات الرئيسية للنمو الاقتصادي، وأهم دعائم ضمان التنمية المستدامة، فقد أصبح الاهتمام بها في دول العالم باختلاف مستوى تطورها يأخذ حيزاً أكثر أهمية مع مرور الوقت، حيث رسخت القناعة إلى ضرورة تشجيع الشركات الناشئة واستخدامها كأداة لتحقيق جملة من الأهداف المسطرة، سنحاول في هذا الفصل توضيح المفاهيم الأساسية المتعلقة بالمؤسسات الناشئة وما يترتب عن ذلك من أهداف وخصائص تمويل المؤسسات الناشئة، بالإضافة إلى أسباب مشاكل التمويل للمؤسسات الناشئة.

وقد قسمنا هذا الفصل إلى مبحثين على النحو التالي:

➤ المبحث الأول: عموميات حول المؤسسات الناشئة.

➤ المبحث الثاني: مشاكل تمويل المؤسسات الناشئة وضرورة استحداث صيغ بديلة.

المبحث الأول: عموميات حول المؤسسات الناشئة ومصادر تمويله

أضحت المنشآت الصغيرة والناشئة محط اهتمام جميع دول العالم بعد أن كان الاهتمام ينصب على الشركات الكبيرة والمركبات الضخمة والأقطاب الصناعية، حيث أدركت ضرورة تشجيعها واستخدامها كأداة لتحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية المسطرة في أي بلد. وستقوم خلال هذا المبحث بعرض مفهوم المشاريع الناشئة وخصائص وأهداف تمويلها.

المطلب الأول: عموميات حول المؤسسات الناشئة

تحتل المؤسسات الناشئة أهمية بالغة في ظل التحولات الاقتصادية الحالية، أين تمثل هذه المؤسسات العنصر الأساسي للتنوع الاقتصادي، وكذا المصدر الرئيسي لخلق الثروة الاقتصادية سواء على صعيد الدول المتقدمة أو الدول النامية.

1. ماهية المؤسسات الناشئة:

يعتبر تحديد مفهوم المؤسسات الناشئة أمراً ضرورياً لكل باحث في هذا المجال أو الموضوع في دراسته وتحليله، وكذا أمام مقرري السياسات التنموية في مختلف الدول، مما يسهل عليهم إعادة برنامج تنموية ووضع مخططات استراتيجية، ذلك لتعدد مفاهيم المؤسسات الناشئة في العالم.

1.1. معايير التفرقة بين المؤسسات: من أهم المعايير المستخدمة في تعريف المؤسسات المعيار الكمي، ويخص مجموعة من المؤشرات التقنية الاقتصادية، وتتمثل في:¹

• معيار الحد الأدنى والحد الأعلى للعمالة.

• معيار رأس المال المستثمر.

• معيار العمالة ورأس المال.

• معيار حجم الانتاج أو قيمة الانتاج..

• معيار قيمة المبيعات.

• معيار القيمة المضافة.

• معيار الطاقة الانتاجية.

• معيار كثافة العمل...

¹ - مصطفى بورنان، علي صولي، الاستراتيجيات المستخدمة في دعم وتمويل المؤسسات الناشئة (حلول لإنجاح المؤسسات الناشئة)، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 11، لعدد 01، (2020)، ص 133.

1. 2. تعريف المؤسسات الناشئة: تعرف المؤسسات الناشئة startup اصطلاحا حسب القانون الانجليزي على أنها مشروع صغير بدأ للتو، وكلمة startup تتكون من جزأين START هو ما يشير الى فكرة الانطلاق و UP وهو ما يشير لفكرة النمو القوي¹. وبدأ استخدام مصطلح startup بعد الحرب العالمية الثانية مباشرة، وذلك مع بداية ظهور شركات رأس المال المخاطر (capital risque) ليشيع استخدام المصطلح بعد ذلك. ويعرفه القاموس الفرنسي la rousse على أنها مؤسسات الشابة المبتكرة، في قطاع التكنولوجيا الحديثة jeune entreprise.

ومن بين التعاريف المقدمة للمؤسسات الناشئة كالتالي:

✓ المؤسسات الناشئة هي مؤسسات ذات تاريخ تشغيلي قصير، عادة ما تكون حديثة الانشاء وفي طور النمو والبحث عن الأسواق، حيث يقوم المؤسسون بتصميم مؤسسات ناشئة لتطوير نموذج أعمال قابل للتطوير بشكل فعال، فالمؤسسة الناشئة هي مشروع مقدم من طرف مقاول للتطوير والسعي الى تحقيق نموذج تجاري.²

✓ ويتم تعريف المؤسسة الناشئة حسب رائد الأعمال الشهير ستيف بلاك على أنها منظمة مؤقتة تبحث عن نموذج اقتصادي يسمح بالنمو، مريح بشكل متكرر ويمكن قياسه، أنها تختبر نماذج اقتصادية مختلفة وتكتشف بيئتها وتتكيف معها تدريجيا. أي أن المؤسسة الناشئة يجب أن تعمل على نجاح مشروعها بشكل سريع وله تأثير على السوق الذي تود التواجد والعمل به بشكل فوري.³

✓ وتعرف المؤسسة الناشئة أيضا بأنها مؤسسة صغيرة الحجم، تتميز بكونها سهلة الانشاء ولا تتطلب تمويلا ضخما، ويمكن للشباب أن يتوصل لهذا النوع لإنشاء المؤسسات عوض أن يشغل منصب في مؤسسة ما، ويتطلب الأمر دراسة متطلبات السوق وفق المشروع الذي يرغب في إنشائه حتى يعرف مدى امكانية تجسيده ونجاحه.⁴

من خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف المؤسسات الناشئة على أنها مؤسسة تم انشاؤها بهدف تطوير خدمة أو تقنية أو منتج أو نموذج اقتصادي، غالبا ما يكون مبتكرا، بهدف تحقيق نمو سريع ومريح على المدى القصير أو المتوسط. وللتأكد إن كانت المؤسسة المنشأة ناشئة أو لا فلا بد من معرفة أربع مفاهيم أساسية فيما يلي

¹ -بولشعور شريفة، دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة startup حالة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد 02، 2018، ص 420.

² -بوعنيني سميحة، كرومي آسية، دراسة تقييمية لواقع تمويل وتنشيط المؤسسات الناشئة، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد/07 العدد03، 2020، ص 167.

³ -بخيتي علي، بوعنينة سليمة، المؤسسات الناشئة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر واقع وتحديات، مجلة دراسات وأبحاث، المجلة العربية في العلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 12/العدد 04، أكتوبر 2020، ص 536.

⁴ -كلثوم فرحات، مفيد عبد اللاوي، رأس المال المغامر البديل الأمثل لتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر شركة sofiance نموذجاً، مجلة النمو الاقتصادي والمقالاتية، العدد01، الجزائر، ص 150.

شرحها:¹

✓ **معرفة الذات** : أي معرفة الذات بمفهومها الفلسفي، حيث إن كان للمؤسسة جمهور وطريقة الوصول إليه معروفة، ويمكن بيعه منتجاتها، فعلى الأغلب أن هذه المؤسسة هي مؤسسة كلاسيكية وليست مؤسسة ناشئة، لأن المؤسسة الناشئة تمر بمرحلة التيه والبحث عن الذات، من زاوية نظر تجارية نطلق عليها "مرحلة الركود" حيث يبلغ حجم الإيرادات صفر إلى جانب ندرة الزبائن، السبب وببساطة أنها تحمل منتج أو تقدم خدمة غير مرغوبة بعد، وعليه يكمن التحدي في تحديد الزبائن المحتملين والوصول إليهم، وإقناعهم بشراء أو استعمال المنتج إلى غاية تحويلهم من زبون محتمل إلى زبون وفي، يصبح كمادة تسويقية مستقبلاً.

وقد يراها البعض مرحلة تجريبية، تراوح فيها "startup" مكانا بين الفشل والمحاولة في حلقة من التكرار المتواصل لغاية نمذجة صيغة مناسبة تستفتح بها السوق بجدارة، تحكمها السيورة المؤقتة وحجم الجهود المناطة بالفريق العامل من طاقة فكرية، وبذل مالي مكثف بغية تقديم منتج يحقق رغبة، يخلق احتياجا ويقبل بسلاسة النمو والتطوير.

✓ **النمو السريع**: المؤسسات الناشئة مصممة لتنمو بسرعة حاملا تعثر على نموذج عملها التجاري الأنسب، إذ تقدر إحدى أشهر مسرعات الأعمال أمثال "Y Combinator" معدل النمو المطلوب لأي مؤسسة ناشئة ما يعادل 5 إلى 7% أسبوعيا، فتسريع الفجوة الزمنية بين منتج مفهوم غير مرغوب إلى تحديد جمهور وإقناع الزبائن وتحقيق مبيعات متضاعفة، هو ما يضمن ما نطلق عليه مرحلة النمو السريع.

✓ **قابلية التوسع**: يقصد بقابلية التوسع كخاصية أساسية مرتبطة بالنمو السريع الذي يمكن أن تشهده المؤسسة الناشئة. فخلافا للمؤسسة الكلاسيكية، تتكيف المؤسسة الناشئة وتزيد من أداءها وفعاليتها في تغطية الأعداد المتزايدة والضخمة للزبائن، ومواجهة التحديات المتنامية لسوق العمل بخدمة متطلباتها. هذه القابلية للتوسع تصاحب نمو النطاق الميداني، والربحي دون إحداث تغييرات عميقة في نموذج العمل التجاري .

✓ **استنساخ نموذج مستدام**: كل مؤسسة ناشئة ناجحة في الأغلب قابلة للاستنساخ، إذ تمثل "AirBnB" و"Uber" المثال الأفضل لديمومة استنساخ نموذج عمل تجاري في بيئات مغايرة، وعلى نطاق أوسع يديره فريق عمل مختلف مع الحفاظ التام على نفس معدلات الربحية، حيث قد يتطلب الأمر تعديلات طفيفة وأحيانا ضرورية لتكييف النموذج على محلية السياق، لكن المنطلق يبقى ذاته.

¹ - سمير جادلي، منصف شرقي، تحليل مصادر تمويل المؤسسات الناشئة في ضل التجارب الدولية: الصين، كرواتيا، المملكة المتحدة، كتاب جماعي دولي محكم حول إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، مارس 2021، ص 72-73.

* Airbnb: موقع أو تطبيق يتيح للأشخاص تأجير واستئجار أماكن سكن.

* Uber: شركة تكنولوجية أمريكية متعددة الجنسيات على شبكة الانترنت.

- ومن بين أهم المشاريع الناشئة التي حققت نجاحات باهرة جعلتها تلقب بالأساطير نذكر¹ :
- ✓ Hewlett Packard: التي أنشئت من طرف William Hewlett وDavid Packard، بجامعة Stanford سنة 1939 .
 - ✓ Intel : التي أنشئت من طرف Andrew Grove ، Gordon Moore و Robert W. Noyce، سنة 1986
 - ✓ Microsoft : التي أنشئت من طرف Bill Gates و Paul Allen، سنة 1975.
 - ✓ Apple : التي أنشئت من طرف Steve Jobs و Steve Wozniak، سنة 1976.
 - ✓ Yahoo : التي أنشئت من طرف David Filo و Jerry Yang ، بجامعة Stanford سنة 1994.
 - ✓ eBay : التي أنشئت من طرف Pierre Omidyar ، سنة 1995.
 - ✓ Google : التي أنشئت من طرف Larry Page و Sergey Brin، سنة 1998.
- 3.1. مميزات المؤسسات الناشئة: تتميز المؤسسات الناشئة بكونها:**²

- ✓ **مؤسسات حديثة العهد:** حيث يرتكب الكثير من الناس أخطاء في تصنيف الشركات الصغيرة وقولبتها على أنها شركات ناشئة.
- ✓ **مؤسسات شابة يافعة:** وأمامها خياران، اما التطور والتحول الى مؤسسات ناجحة أو إغلاق أبوابها والخسارة.
- ✓ **مؤسسات أمامها فرصة للنمو التدريجي والمتزايد:** من احدى السمات التي تحدد معنى الشركة الناشئة startup هي امكانية نموها السريع وتوليد ايراد أسرع بكثير من التكاليف التي تتطلبها للعمل. فالمؤسسة الناشئة هي المؤسسة التي تتمتع بإمكانية الارتقاء بعملها التجاري بسرعة اي زيادة الانتاج والمبيعات من دون زيادة التكاليف، كنتيجة على ذلك، ينمو هامش الأرباح لديها بشكل يبعث على الدهشة. وهذا يعني أن المؤسسات الناشئة لا تقتصر بالضرورة على أرباح أقل لأنها صغيرة، بل على العكس، هي شركات قادرة على توليد أرباح كبيرة جدا.
- ✓ **مؤسسات تتعلق بالتكنولوجيا وتعتمد بشكل رئيسي عليها:** تتميز المؤسسات الناشئة بأنها شركة تقوم أعمالها التجارية على أفكار رائدة ابداعية، واشباع الحاجات السوقية بطريقة ذكية وعصرية. يعتمد مؤسسو الشركات الناشئة startups على التكنولوجيا للنمو والتقدم، والعثور على التمويل من

¹ - نُجْد السبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير، تخصص: ادارة مالية جامعة قسنطينة، 2009، ص10.

² - نفس المرجع السابق، ص 138.

خلال المنصات على الانترنت ومن خلال الفوز بمساعدة ودعم من قبل حاضنات الأعمال*¹.

✓ **مؤسسات تتطلب تكاليف منخفضة:** يشمل معنى الشركة الناشئة startup على أنها شركة تتطلب تكاليف صغيرة جدا بالمقارنة مع الأرباح التي تحصل عليها، وعادة ما تأتي هذه الأرباح بشكل سريع وفجائي بعض الشيء، ومن الأمثلة على startup نذكر أمازون APPLE ، Google ، Microsoft.... الخ.

اذن معنى الشركة الناشئة startup هو مصطلح يستخدم لتحديد الشركات حديثة النشأة، والتي نشأت من فكرة ريادية ابداعية وأمامها احتمالات كبيرة للنمو والازدهار بسرعة.

2. دورة حياة المؤسسة الناشئة:

من خلال التعريفات السابقة قد يخيّل إلينا أن ما يميز المؤسسات الناشئة Startup هو النمو المستمر، إلا أن الواقع غير ذلك، فهذه المؤسسات كثيرا ما تتعثّر وتمر بمراحل صعبة وتذبذب شديد قبل أن تعرف طريقها نحو القمة، ويمكن إبراز ذلك من خلال المنحنى التالي والمصمم من قبل Graham Paul².

الشكل رقم (1-1): منحنى المراحل الأساسية لدورة حياة المؤسسات الناشئة



المصدر: بولشعور شريفة، ص 421

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

➤ **المرحلة الأولى:** وتبدأ قبل انطلاق المؤسسة الناشئة، حيث يقوم شخص ما، أو مجموعة من الأفراد

* - حاضنات الأعمال عبارة عن برامج تشاركية، تم تصميمها خصيصا لمساعدة المشاريع الريادية الجديدة.

¹ - زينب ترميط، أميرة بوابطة، رأس المال المخاطر كاتجاه حديث لتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر دراسة حالة _sofinance، كتاب جماعي دولي محكم حول إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، مرجع سابق، ص 294.

² - بولشعور شريفة، مرجع سابق، ص 421.

بطرح نموذج أولي لفكرة ابداعية أو جديدة أو حتى مجنونة، وخلال هاته المرحلة يتم التعمق في البحث، ودراسة الفكرة جيدا ودراسة السوق والسلوك وأذواق المستهلك المستهدف للتأكد من امكانية تنفيذها على أرض الواقع وتطويرها واستمرارها في المستقبل. والبحث عمن يمولها، وعادة ما يكون التمويل في المراحل الأولى ذاتي، مع امكانية الحصول على بعض المساعدات الحكومية¹.

➤ **المرحلة الثانية (مرحلة الانطلاق):** في هذه المرحلة يتم إطلاق الجيل الأول من المنتج أو الخدمة، حيث تكون غير معروفة، وربما أصعب شيء يمكن أن يواجهه المقاول في هاته المرحلة هو أن يجد من يتبنى الفكرة على أرض الواقع ويمولها ماديا، وعادة ما يلجأ رائد الأعمال في هذه المرحلة إلى ما يعرف بـ fff (friends، family، fools) فغالبا ما يكون الأصدقاء والعائلة هم المصدر الأول الذي يلجأ إليهم المقاول للحصول على التمويل، أو يمكن الحصول على تمويل من قبل المغامرين وهم الأشخاص المستعدين للمخاطرة بأموالهم، خاصة عند البداية حيث تكون درجة المخاطرة عالية في هذه المرحلة يكون المنتج بحاجة إلى الكثير من الترويج كما يكون مرتفع السعر، ويبدأ الاعلام بالدعاية للمنتج².

➤ **المرحلة الثالثة (مرحلة مبكرة من الاقلاع والنمو):** يبلغ فيها المنتج الذروة ويكون هناك حماس مرتفع، ثم ينتشر العرض ويبلغ المنتج الذروة. في هذه المرحلة يمكن أن يتوسع النشاط إلى خارج مبتكره الأوائل، فيبدأ الضغط السليبي حيث يتزايد عدد المعارضين للمنتج ويبدأ الفشل، أو ظهور عوائق أخرى ممكن أن تدفع المنحنى نحو التراجع³.

➤ **المرحلة الرابعة (الانزلاق في الوادي):** وبالرغم من استمرار الممولين المغامرين بتمويل المشروع إلا أنه يستمر في التراجع حتى يصل إلى مرحلة يمكن تسميتها وادي الحزن أو وادي الموت، وهو ما يؤدي إلى خروج المشروع من السوق في حالة عدم التدارك خاصة وأن معدلات النمو في هذه المرحلة تكون جد منخفضة⁴.

➤ **المرحلة الخامسة (تسلق المنحدر):** يستمر رائد الاعمال في هذه المرحلة بإدخال تعديلات على المنتجات وإطلاق اصدارات محسنة، لتبدأ المؤسسة الناشئة بالنهوض من جديد بفضل الاستراتيجيات المطبقة واكتساب الخبرة لفريق العمل، ويتم إطلاق الجيل الثاني من المنتج وضبط سعره وتسويقه على

¹ - نفس المرجع السابق، ص 421.

² - جادلي سمير، شرقي منصف، مرجع سابق، ص 76.

³ - وليد بولغب، الشركات الناشئة وإمكانية نجاحها في الجزائر، كتاب دولي محكم حول اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، مرجع سابق، ص 192.

⁴ - بن جيمة مريم، بن جيمة نصيرة، الوالي فاطمة، آليات دعم وتمويل المؤسسات في الجزائر، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد 07/العدد 03، 2020، ص 523.

نطاق أوسع¹.

➤ المرحلة السادسة (مرحلة النمو المرتفع): في هذه المرحلة يتم تطوير المنتج بشكل نهائي ويخرج من مرحلة التجربة والاختبار، وطرحه في السوق المناسبة، وتبدأ الشركة الناشئة في النمو المستمر ويأخذ المنحنى بالارتفاع، حيث يحتمل أن 20 إلى 30% من الجمهور المستهدف قد اعتمد الابتكار الجديد، لتبدأ مرحلة اقتصاديات الحجم وتحقيق الأرباح الضخمة².

المطلب الثاني: أنواع المؤسسات الناشئة، أهداف وخصائص تمويلها

ربما عندما يذكر اسم المؤسسات الناشئة، تأتي فكرة مجموعة من رواد ألا عمال الذين بدأوا مشروعهم بداية متواضعة من بيوتهم ليتحولوا لكيان ضخمة ومتشعب حول العالم وليخدموا مالين البشر، وهناك أنواع أخرى من المؤسسات الناشئة قد بدأت عملها بشكل طبيعي من خلال مكاتب وعقارات مجهزة، أو استغلت تلك الفرصة التي تقدمها لهم إحدى حاضنات الأعمال لتكون بمثابة مقر لها بشكل دائم أو حتى مؤقت ولتدعمها في مشوارها العملي.

1. أنواع المؤسسات الناشئة:

بفضل ذلك التطور الهائل في عالم التكنولوجيا الذي نشهده الآن، صرنا محاطين بكم هائل من الأنواع والأشكال المختلفة من المؤسسات الناشئة، والتي بشكل أو بآخر تساهم في تغيير وعينا بما يجب أن تكون عليه المؤسسات الناشئة، وكيف يتم العمل بداخل كل نوع من تلك الأنواع وفيما يلي توضيحها³:

1.1. مؤسسات الأعمال الصغيرة : يعتبر هذا النوع من أكثر الأنواع انتشار في عالم المؤسسات الناشئة، ولا غنى عنه في أي جانب من جوانب الحياة، وتعامل معه بشكل أو بآخر كل يوم من حياتنا، من منا لا يستعين كل يوم بالسباك أو النجار أو النقاش، أو غيرهم من أصحاب الحرف و المهن الحرة، والتي تعبر بشكل كامل عن معنى شركات الأعمال الصغيرة، رغم أن معظمنا لا يعترف بذلك، وعليه فإن هذا النوع من المؤسسات الناشئة **ال** يهدف بالأساس إلى خلق كيان اقتصادي ضخم، أو التوسع في مجالات أو أسواق أخرى بعيدة عن ذلك المحيط الذي نشأت فيه، ولا خدمة أشخاص بعينهم عن ذلك المحيط، هذا النوع من المؤسسات الناشئة يساهم بشكل قوي في خلق فرص عمل في المجتمعات المحلية والمجاورة لنشاط المؤسسة، لأنه يركز فقط على خدمة المحيط الخاص به، والاعتماد على العمالة المحلية القريبة من مقر العمل، كما أن أصحاب هذه المؤسسات الناشئة للربح الوفير،

¹ - نضال يدروج، ياسين العايب، تحليل واقع تمويل المؤسسات الناشئة عن طريق شركات رأس المال المخاطر-حالة شركة **sofinance**، كتاب جماعي دولي محكم حول إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، مرجع سابق، ص 344.

² - لومايزية عفاف، حاضنات الأعمال كآلية مستحدثة لدعم المؤسسات الناشئة في الجزائر- مع الإشارة الى بعض التجارب، كتاب دولي محكم حول إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الاساليب التقليدية والمستحدثة، مرجع سابق، ص 203.

³ - جادلي سمير، شرقي منصف، مرجع سابق، ص ص 74-75.

حيث أن أغلب أصحاب الأعمال الصغيرة يرغبون فقط في توفير حياة كريمة يطمحون كثيرا لأنفسهم ولعائلاتهم من خلال القيام ببعض الأعمال التي يمتلكون خبرة فيها .

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

1.3. المؤسسات الناشئة القابلة للبيع : هذا النوع من المؤسسات الناشئة منتشر أكثر في المجتمعات التي تحتوي على فرص تمويلية أكبر من غيرها من الدول الأخرى، فهو بشكل أو بآخر نوع من الاستثمار في الأفكار وليس الغرض منه التوسع والربح من النشاط نفسه فيما بعد، لنقل أن صاحب موقع إلكتروني متخصص في مجال معين، يمكنه العمل على هذا الموقع لفترة من الوقت ليس بهدف تحقيق الأرباح على المدى البعيد، عليه ولكن بهدف الحصول على أفضل العروض لبيع موقعه الحقا فقط العمل بجد على فكرته للفت نظر الجهات والمؤسسات الكبرى في مجالك، وفي الوقت المناسب حتى يلقي العرض الذي يرضيه . في السنوات الأخيرة ظهر هذا النوع وبشدة خصوصا في عالم التكنولوجيا، مثل ما حدث عندما اشترت مؤسسة "فيس بوك" مؤسسة "واتس أب" ومؤسسة "أنستغرام"، والتي عملت بدورها في الفترة الأخيرة على رفع قيمتها في السوق بغرض الحصول على أفضل العروض لبيعها.

1.4. المؤسسات الناشئة بهدف مجتمعي: هذا النوع من المؤسسات الناشئة يختلف بشكل كبير عن تلك المذكورة في النقاط السابقة، فإن كان هدف كل نوع من الأنواع السابقة هو تحقيق الربح بشكل أو بآخر فهنا الوضع مختلف في هذا النوع من المؤسسات الناشئة، المؤسسات الناشئة بهدف مجتمعي لا تسعى لتحقيق الأرباح في المقام الأول، ولكن ما يعينها أولا هو جعل العالم يبدو بشكل أفضل من خلال دورها وما تقدمه من خدمات مجتمعية مختلفة تساهم في تحسين هذا العالم .

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

5.1. المؤسسات الناشئة القابلة للتطور: يشارك هذا النوع من المؤسسات الناشئة نفس البداية المتواضعة للأعمال الصغيرة، ولكن أصحاب هذا النوع من المؤسسات يمتلكون فكر مختلفا. أصحاب المؤسسات الناشئة القابلة للتطور يقتنعون أنهم أصحاب فكر معين وهدف ورسالة يجب توصيلها لكل العالم، وأنهم يساهمون بأعمالهم في جعل العالم مكان أفضل للعيش. أصبحت هذه المؤسسات الناشئة بالفعل تتحكم في حياتنا اليومية بشكل أو بآخر حين نطالع آخر الاحصائيات العالمية نعرف على عدد مستخدمي موقع مثل "فيس بوك" أو "تويتر"، كم من زبون يدخل يوميا على موقع "أمازون" أو "علي بابا" لندرك كم أن هذه المؤسسات مؤثرة في حياتنا وسلوكياتنا، ومدى السرعة في انتشارها وتوسعها عالميا.

2. أهداف تمويل المؤسسات الناشئة:

- تتجلى أهمية ودور التمويل المصغر في بعث حركة التنمية الاقتصادية والاجتماعية من خلال:¹
- توفير السيولة الضرورية للمشروع الاستثماري بالإمداد بالتجهيزات اللازمة.
 - تسهيل مختلف التدفقات النقدية والمالية بين مختلف الأعوان الاقتصاديون بضمان توظيف موارد خاصة فيما بين الهيئات المالية، والأعوان الاقتصادية الأخرى وتغطية جزء من تكاليف المشروع الاستثماري.
 - تستلزم الصناعة التمويل التجاري ووجود أطراف تنظم المخاطر البنكية ويضبطها وكلاء التأمين ضد العجز عند السداد وضمان الحسابات.
 - يتعاون هؤلاء الأطراف مع القطاع البنكي التجاري والمؤسسات المالية الأخرى لتوفير منتجات التجارة الدولية.
 - تحريك عجلة الاقتصاد وتحسين الانتاج والرفع من الانتاجية والارتقاء الى مستوى العالمية.
 - التنوع في النشاطات البنكية والاستجابة بشكل أسرع لطلبات الزبائن.
 - رفع القدرات التصديرية للمؤسسات عن طريق دعم المؤسسات الناشئة وتمويلها.
 - يساعد التمويل على التوسع وفتح وحدات أو خطوط انتاج جديدة لهذه المؤسسات وزيادة حجم أنشطتها ومنه زيادة العمالة.
 - العمل على التكفل وتمويل الأنشطة الخاصة بالتكوين والتدريب من أجل رفع الكفاءة والفعالية لتأهيل هذا النوع من المؤسسات

3. خصائص تمويل المؤسسات الناشئة:

تتميز عملية تمويل المؤسسات الناشئة بعدد من الخصائص تختلف عنها في تمويل المؤسسات الصغيرة

¹ - قسوري انصاف، قشوط الياس، شركات رأس المال المخاطر آلية لتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر، كتاب جماعي دولي محكم حول اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، مرجع سابق، ص 257.

- والمتوسطة، وهذه الخصائص من شأنها التأثير على قرارات طرفي عملية التمويل، ويمكن توضيح فيما يلي:¹
- **محدودية رأس المال:** عادة ما تتوفر المؤسسات الناشئة على عنصر العمل والأفكار، لكنها تفتقر الى رأس المال والخبرة في التسيير، خاصة في دول التي لم تهتم بعد بهذا النوع من المؤسسات ولم تدرك أهميتها بعد.
 - **نقص مستوى الثقة في أصحاب المؤسسات الناشئة:** تعتبر المؤسسات الناشئة بدون سمعة ولا سابق في الممارسات المالية أو التعاملات التي تعطي نظرة على الجدية والجدارة الائتمانية، كما أنها لا تملك قوائم مالية ومعطيات حول مستوى السيولة ومدى الاعتماد على التمويل البنكي مثلا لتمويل الاستغلال، وهذه كلها معطيات تجعل المؤسسات المانحة للتمويل أو الموردين وغيرهم من المتعاملين تتحفظ في تعاملاتها مع هذا النوع من المؤسسات لنقص مستوى الثقة.
 - **عدم توافر الضمانات الكافية لمنح التمويل للمؤسسة الناشئة:** تتصف المؤسسة الناشئة عادة بانخفاض حجم أصوله الرأسمالية، وتمثل هذه الأصول عادة الضمانات التي تعتمد عليها شركات التمويل عند منح الائتمان، وعادة ما تتجاوز احتياجات تمويل المؤسسات الناشئة قيمة هذه الأصول نظرا لحاجة المشروع الى رأس مال عامل بصورة دورية، بالإضافة الى عدم قدرة شركات التمويل على التصرف في الضمان المقدم من المؤسسة الناشئة (عند التخلف عن السداد) على وجه السرعة وبدون خسائر كبيرة، وبالطبع فان عدم كفاية الضمانات تمثل عائقا أمام شركات التمويل وتحد من قدرتها اتجاه المشروع وخاصة في ظل تطبيق معايير مصرفية جديدة وفقا لمقررات لجنة بازل لمنح الائتمان تعتمد أساسا على قابلية الضمانات للتسييل.
 - **افتقار المؤسسة الناشئة للخبرة في أساسيات المعاملات المصرفية:** يعتبر عامل الخبرة والدراية بأساسيات المعاملات المصرفية أحد العناصر المميزة للمؤسسات الكبيرة والتي تسهل التعامل مع البنوك وتفتقد غالبية المؤسسات الناشئة (خاصة الجديدة منها) لهذا العنصر نظرا لضآلة امكانيات القائمين عليها، مع عدم القدرة على الاستعانة بالخبرات المتخصصة في هذا المجال.
 - **الافتقار الى السجلات المالية:** تفتقر المؤسسات الناشئة في أغلب الحالات لسجلات مالية كاملة وموثوق بها نتيجة لعدم الخبرة الادارية والتنظيمية للقائمين على هذه المشروعات، بالإضافة الى وجود نسبة كبيرة من المؤسسات الناشئة ضمن قطاع الأعمال غير المنظم (القطاع الغير رسمي)، مما يترتب عليه افتقارها الى الحد الأدنى من المستندات والسجلات والضمانات المطلوبة للتعامل مع الجهاز المصرفي.
 - **صعوبة اعداد دراسات جدوى:** وذلك بارتفاع تكلفة اعداد هذه الدراسات من جهة، أو عدم توفر

¹ - بو الريحان فاروق، لواج منير، بلحاج طارق، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر حالة الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، كتاب جماعي دولي محكم حول اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، مرجع سابق ص 330.

- البيانات عن المنتجات من جهة أخرى، هذا في الوقت الذي أصبح فيه تقييم دراسات جدوى المشروعات من العناصر الأساسية التي تعتمد عليها مؤسسات التمويل عند منح الائتمان.
- **عدم ملائمة القروض التي تطلبها المؤسسات الناشئة مع العمليات البنكية:** حيث أن هذه المؤسسات تحتاج في الغالب إلى قروض طويلة ومتوسطة الأجل لأغراض الانشاء بينما تفضل البنوك التجارية منح قروض قصيرة الأجل.
- **ارتفاع تكلفة التمويل:** تلجأ المؤسسات الناشئة عادة إلى مؤسسات التمويل لاستكمال احتياجاتها التمويلية، وعلى الرغم من تقديم الدول لخطوط الائتمان مسيرة (من مواردها) أو موارد منظمات دولية أو اقليمية للمؤسسات الناشئة إلا أنها ليست كافية، كما أنها لا تمول بعض احتياجات المؤسسات حيث تقتصر في العادة على تمويل الأصول الثابتة، الأمر الذي يجعل المشروع يلجأ إلى الاقتراض بأسعار العائد العادية والتي تحددها البنوك في ضوء تكلفة تدبير الأموال وهامش الربح المطلوب والمخاطرة المحتملة¹.
- **ارتفاع نسبة المديونية مقارنة بأصول المؤسسة:** تعتبر هذه النقطة غاية الأهمية خاصة عند دراسة حاجة المشروع الصغير للحصول على التمويل أثناء التشغيل أو التوسع، حيث لا توفر أصول المشروع الضمان الكافي للحصول على تمويل جديد لاستمرار العملية الإنتاجية خاصة وأن البنوك تلتزم بنسبة محددة للمديونية مقارنة بحقوق الملكية.
- **تدخل مؤسسات التمويل وفرض الوصاية على المؤسسة المصغرة:** عادة ما تلجأ مؤسسات التمويل في ظل غياب عنصر الثقة في المؤسسة الناشئة إلى متابعة التنفيذ وإلى التدخل بالمشورة المالية والفنية في بعض الأحيان، وعادة لا يتقبل صاحب المؤسسة الناشئة هذا التدخل ويميل إلى تولى كافة عمليات المشروع بالكامل، ويعتبر هذا من الأسباب التي تجعل العديد من المؤسسات تعزف عن التعامل مع مؤسسات التمويل في الدول النامية.

المبحث الثاني: مشاكل تمويل المؤسسات الناشئة وضرورة استحداث صيغ بديلة

يعد التمويل من أساسيات انشاء وتشغيل وتوسيع المؤسسات بمختلف أنواعها وأحجامها، إذ تحتاج المؤسسات إلى أدوات التمويل بأشكالها المختلفة، وهذا من أجل تغطية مختلف احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها ووظائفها المعتادة.

المطلب الأول: المصادر التقليدية لتمويل المؤسسات الناشئة

ينبغي على رواد الأعمال تحديد الاحتياجات المالية لمشاريعهم الريادية (الناشئة)، ليكونوا قادرين على

¹ - مصطفى بورنان، علي صولي، مرجع سابق، ص 136.

الإمام بطبيعة الأموال التي يحتاجون إليها، حتى يتمكنوا من تحديد أنواعها والبحث عن المصدر المناسب الذي يستخدمونه للحصول على الأموال، وعندما يحددون الاحتياجات المالية يتضح لهم أن هناك جزءا هذه الاحتياجات يمكن أن يغطي بمصادر داخلية وجزء آخر يجب توفيره من مصادر خارجية

1. مصادر التمويل الداخلية

ويقصد بها مجموعة الموارد التي تحصل عليها الشركة بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، والمتمثلة في المدخرات الشخصية والمدخرات المتراكمة المتولدة من الأرباح التي حققها المشروع، والتي تبقى تحت تصرف الشركة بصورة دائمة ولمدة طويلة والتي تنقسم إلى:¹

1.1. التمويل الشخصي والتمويل عن طريق العائلة والأصدقاء: وتشمل كلا من المدخرات الشخصية

للمؤسس وكذلك التمويل الذي يتم تلقيه من العائلة أو الأصدقاء.

2.1. التمويل الذاتي: وهي طريقة خلاقة جدا لكسب المال واستخدام الموارد بدون زيادة أرس المال من

المصادر التقليدية، أو اقتراض المال من المصارف، وهي تعتمد بشكل كبير على عائدات داخلية ثم الاحتفاظ بها (الأرباح المحتجزة).

3.1. التحالفات التجارية: وتتم عبر تأسيس اتفاقيات تعاونية مع شركات أخرى، لتوليد إيرادات أو

تخفيض التكاليف، حيث إن أسباب تشكيل تحالف الأعمال هي الرغبة في تسريع زمن الوصول إلى السوق، والاستفادة من قنوات التسويق والبيع، والتمدد الجغرافي

2. مصادر التمويل الخارجية:

تحتاج المؤسسة إلى تمويل خارجي مهما كانت طبيعتها، حيث اعتمادها على مصادر الداخلية غير كاف لتغطية حاجاتها، واختلاف الحاجات من شركة إلى أخرى حسب حجم الشركة ونوع نشاطها من جهة ومن جهة أخرى حسب حركية المحيط الاقتصادي، فالمصادر الخارجية للتمويل يقصد بها الأموال أو الموارد التي تحصل عليها المؤسسة من الغير لتمويل احتياجاتها، وتنقسم إلى²:

1.2. المستثمرون الملائكة: وهم رجال أعمال ناجحون، يقومون بتمويل الشركات الناشئة من أموالهم

الخاصة. والمستثمر الملائكي يسمى في أوروبا "برجل الأعمال الغير الرسمي" حيث يعرف على أنه: "شخص ثري يستثمر رأس مال معين في مرحلة إطلاق عمل ما مقابل مقايضة على ملكية أسهم رأس المال". ولكن هناك سلبية كبيرة للاعتماد على المستثمرين الملائكة، تتلخص بمشكلة الملكية إذ أن المستثمر الملاك يشتري حصة في الشركة الناشئة قد تصل إلى 50%، وهذا ما يعني خسارة جزء كبير من أرباح الشركة الناشئة، والتي قد تدر على أصحابها الملايين.

¹ - عصام عمر الجمل، معوقات تمويل الشركات الناشئة من وجهة نظر أصحابها، كلية الاقتصاد، جامعة مصراتة، ليبيا، 2019، ص 168.

² - نفس المرجع السابق، ص ص 168-169.

2.2. المؤسسات المستثمرة: تنظر الشركات الناشئة إلى هؤلاء المستثمرين على إنهم فرصة للخروج والبروز أكثر منها فرصة للتمويل، ويعتبر استحواذ المؤسسات المستثمرة على الشركات الصغيرة إطراء ومديحا لمنتجاتها أو خدماتها المقدمة، فيما تستفيد الشركات الصغيرة من تدفق التمويل الاستراتيجي الجديد هذا لتوسيع عملياتها بشكل أكبر.

مثال ذلك: استحواذ شركة "Microsoft" على شركة "Hotmail" مقابل (425) مليون دولار أمريكي كما انتهى الأمر بـ "Nokia" إلى أن تباع بـ (7.2) مليار دولار إلى "Microsoft" الأمريكية في أوائل 2014.

3.2. أسواق الأسهم: هي مصدر للتمويل لعدد قليل فقط من شركات ريادة الأعمال. قدرت إدارة المشاريع الصغيرة الأمريكية أن أقل من 0.1 من المشاريع الجديدة قد تطرح للاكتتاب العام.

4.2. المصارف: يوجد مصدران للتمويل بالدين؛ المصارف التجارية، والقروض المضمونة لإدارة الأعمال الصغيرة، لا تعد المصارف التجارية مصدرا عمليا لتمويل الشركات الناشئة، ومرد ذلك إلى أن المصارف لا تميل للمخاطرة، وتمويل شركة ناشئة يقوم بشكل كبير على المخاطرة. حيث تفضل المصارف وجود بعض الضمانات، لتقليل الخطر الناجم عن إقراض الشركات المقدمة للعروض، وتعد المصارف مصدرا مهما للتمويل الخارجي للشركات الناشئة، ولكن بعد تأسيسها وحصولها على جدارة ائتمانية.

5.2. منصات التمويل الجماعي على الانترنت: يستخدم التمويل الجماعي كآلية تمويل للأعمال الإبداعية ولدعم المشاريع الناشئة وتشير كلمة التمويل الجماعي crowd funding إلى (التمويل الجماهيري، التمويل المجتمعي، التمويل الشعبي، التمويل التشاركي، وغيرها) وهي أن يقوم أصحاب الأفكار بعرض أفكارهم التي يريدون تحويلها إلى واقع ملموس وتحتاج إلى تمويل، عبر إحدى منصات التمويل الجماعي، بطريقة تحقق فيها عملي الإبحار و الموثوقية، وستبدأ الأموال تهطل عليك من أشخاص أمنوا بفكرتك من مختلف المناطق.

وأحيانا يأخذ تمويل المؤسسات الناشئة شكل دعم مقدم من الحكومة في صور مختلفة أهمها:¹

- تقديم حوافز ومزايا مثل الاعانات النقدية في شكل مبالغ لتغطية جزء من تكاليف الاستثمار تقدمها الحكومة أو الهيئة الوصية القائمة على قطاع المؤسسات أو على شكل اعانات عينية كتقديم أراضي دون مقابل أو بأسعار تشجيعية.

- تقديم قروض طويلة ومتوسطة الأجل لتمويل الاستثمارات وقروض قصيرة الأجل لتمويل الاستغلال الجاري بدون فوائد أو بفوائد مدعمة، من قبل هيئات مكلفة بذلك.

- منح إعفاءات جبائية وشبه جبائية وجمركية.

¹ - مصطفى بورنان، علي صولي، مرجع سابق، ص136.

المطلب الثاني: أسباب مشاكل التمويل

إذا كان مستوى تنمية وتطوير المؤسسات الناشئة وقطاع الأنشطة الخاصة بها وجوده آليات التوزيع مهما، فإن حجم التمويل من خلال رأس المال أيضا على درجة أكبر من الأهمية، لذلك فإن التحدي التمويلي الذي تواجهه هذه المؤسسات تفرضه خصائص هذه المؤسسات ومتطلبات الاحتياجات التمويلية الخاصة بها من جهة، ومدى اصطدامها بمؤسسات التمويل التي توفر الرأس المال من جهة أخرى. وتمثل أسباب مشاكل المؤسسات الناشئة التمويلية في:¹

1. أسباب مشكلة التمويل من وجهة نظر مؤسسات التمويل:

يرى ممثلو شركات التمويل بأنه من بين أسباب مشكلة تمويل المؤسسات الأصغر حجما تعود بالدرجة الأولى الى عدم توافر الضمانات الكافية، خاصة أن هذا النوع من المؤسسات عادة ما يتميز بانخفاض حجم الأصول الرأسمالية التي عادة ما تأخذها شركات التمويل بعين الاعتبار عند منح الائتمان، هذا الى جانب صعوبة التصرف في الضمانات بسرعة ودون خسارة في حالة تخلف المقترض عن تسديد المستحقات وذلك نظرا لانخفاض موجوداتها من جهة والاعتبارات الاجتماعية من جهة ثانية. كما يرى أصحاب المؤسسات المالية أن عدم وجود تاريخ ائتماني لدى الشباب -الفئة التي عادة ما يوجه لها الدعم الحكومي- عند بدأ نشاطهم لا يمكن على أساسه تقييم جدارته الائتمانية. ويضاف الى ذلك الأسباب التالية:

- **نقص الخبرة:** يقصد بها الخبرة في أسس المعاملات البنكية والتي تعتبر أحد سمات المؤسسات الكبيرة وزيادة على ذلك عدم قدرتها على الاستعانة بالخبرات المتخصصة في هذا المجال وهذا نتيجة لافتقارها للسجلات المحاسبية وبصفة خاصة الكاملة والسليمة الموثوق فيها وهذا لنقص في الخبرة الادارية والتنظيمية للقائمين على هذه المؤسسات.
- **الافتقار لعنصر الثقة:** وذلك في القائمين على هذه المؤسسات، وهو العنصر الأساسي لعدة مؤشرات أهمها الجدارة الائتمانية للزبون، والتي تحدد من خلال القوائم المالية، والطاقة الانتاجية والسيولة والسمة الائتمانية للزبون.
- **عدم ملائمة القروض المطلوبة:** حيث عادة تفضل البنوك منح التمويل قصير الأجل، وغالبا هذه المؤسسات تطلب قروضا طويلة الأجل لغرض الانشاء.
- **صعوبة تحضير دراسة جدوى:** ونظرا لهذا لعدم توافر البيانات والمعلومات من جهة، وارتفاع تكلفة اعدادها من جهة أخرى، حيث يعمل الكثير منها في القطاع غير الرسمي وغياب الدفاتر المحاسبية والميزانيات والتصريحات الضريبية مما يزيد من مخاطر التعامل معها، مع العلم أن مؤسسات التمويل تعتمد

¹ - نفس المرجع السابق، ص 137.

على هذه الدراسات في منح الائتمان.

- **محدودية التسويق:** وهو ما يؤثر على سرعة دوران الأموال المستثمرة في المؤسسة وبالتالي على تسديد القروض.

2. أسباب مشكلة التمويل من وجهة نظر القائمين على المؤسسة:

يرى أصحاب المؤسسات الأقل حجما أن أسباب مشكلة التمويل التي تواجهها مؤسساتهم منها ما هو متعلق بالمؤسسة التي تقدم التمويل ومنها ما هو مرتبط بخصائص المؤسسة في حد ذاتها، ومن هذه المشاكل ارتفاع نسبة المديونية بالمقارنة بأصول المؤسسة والتي تعتبر من الجوانب الهامة خاصة عند دراسة حاجة المؤسسة الناشئة للحصول على تمويل أثناء الاستغلال أو التوسع حيث لا توفر أصول المؤسسة الضمان الكافي للحصول على تمويل جديد لاستمرار العملية الانتاجية، وخاصة أن تلتزم بنسبة محددة من للمديونية مقارنة برأس المال، إضافة الى مشكلة ارتفاع تكلفة التمويل المستعمل لتغطية احتياجات المؤسسة وهذا نظرا لاهتمام برامج دعم هذه المؤسسات عادة بتمويل الأصول الثابتة.

المطلب الثالث: الطرق المستحدثة لتمويل المؤسسات الناشئة

نظرا لل صعوبات التمويلية التي تواجهها المؤسسات الناشئة، ظهرت صيغ مستحدثة تتناسب أكثر مع خصوصية هذه المؤسسات، أهمها:

1. التمويل الاسلامي

من شأن التمويل الاسلامي أن يساهم في تنمية المؤسسات الناشئة والتقليل من مشاكلها التمويلية، وذلك من خلال تعدد صيغ التمويل التي يقدمها والتي تمتاز بالمرونة والتكامل والتنوع عكس التمويل التقليدي الذي يقوم على القرض بفائدة وإن اختلفت أشكاله وتعددت

والتمول الإسلامي هو تقديم ثروة عينية أو نقدية من أصحاب الفائض المالي إلى طالبها من أصحاب العجز المالي وفق ص عديدة تتماشى مع أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية¹. وتتعدد الصيغ التمويلية التي تستخدمها البنوك الإسلامية في تمويل المشاريع الاستثمارية والمؤسسات الناشئة. ومن أهمها ما يلي:²

1.1.1. المراجعة: هي شراء وبيع بدفعية مؤجلة بهامش مراجعة يحدد سلفا، ويشترط في البنك امتلاك

السلعة قبل بيعها وربما يكون سعر الفائدة وهامش المراجعة متساويين إلى أن الفكرة تختلف

حيث تمويل المراجعة يذهب للمشروع المحدد

¹ - عمار عريس، عبد الوهاب بن زايد، مشاكل التمويل التقليدي للمؤسسات الناشئة والآليات والبدائل التمويلية الكفيلة لمواجهتها، كتاب جماعي دولي محكم حول المؤسسات الناشئة بين الأساليب التقليدية والحديثة، مرجع سابق، ص 27.

² - نفس المرجع السابق، ص ص 27-28.

2.1. المضاربة: هي عقد اشتراك بين أرباب رأس المال وبين أهل الخبرة في الاستثمارات، وهي عقد

تقوم بمقتضاه البنوك الإسلامية بتقديم رأس المال للعملية بالكامل، أما مسؤولية العميل فتتحدد في الخبرة العملية والجهد الإداري وتوزيع الأرباح التي تحققها شركة المضاربة بدين العميل والبنك الإسلامي وفقا للشروط المنصوص عليها في عقد المضاربة

3.1. المشاركة: هي أسلوب تمويلي يشترك بموجبه اثنان أو أكثر بأموال مشتركة بينهم في أعمال

زراعية أو تجارية أو صناعية أو خدمية، ويكون توزيع الأرباح بين الأطراف حسب نسبة معلومة من الربح وفق ما تم الاتفاق عليه.

4.1. الاجارة: هي عقد ثنائي يسمح بنقل حق الانتفاع لأصل محدد إلى شخص آخر لفترة متفق

عليها، وهو ما يعني في الأساس أن أحد الطرفين (المؤجر) يسمح لطرف آخر (المستأجر) باستخدام أصوله مقابل دفع الإيجار

5.1. السلم: هو عقد يتم بموجبه دفع ثمن سلعة معينة في الحال على أن يتم استلام السلعة لاحقا

أي بموعد معين ومن ثم فإن الثمن يدفع عاجلا والسلعة آجلا

6.1. الاستصناع: وهو النوع الثاني من البيع والذي تتم فيه تبادل سلعة قبل تواجدها. ويعرف بأنه

عقد مع الصانع على عمل شيء معين من في الذمة، وهو من عقود البيوع، ويعني أن يطلب من الصانع تصنيع سلعة معينة وإذا قام بصنع سلعة مطلوبة وتسليمها تتم حالة بيع الاستصناع ولكن من الضروري لإتمام هذا البيع أن يكون محددًا باتفاق الطرفين وتكون مواصفات السلعة مطابقة لما تم الاتفاق عليه بينهما.¹

وهناك عدة اختلافات بين التمويل التقليدي والتمويل الإسلامي، يمكن حصرها في الجدول التالي:

الجدول رقم (1-1): أوجه الاختلاف بين التمويل الإسلامي والتمويل التقليدي

أوجه الاختلاف	التمويل الإسلامي	التمويل التقليدي
طبيعة المعاملات	يقوم التمويل الإسلامي في معاملاته على أساس المشاركة في الربح والخسارة وتجنب التعامل بالربا.	يقوم التمويل التقليدي في معاملاته على أساس النظام المصرفي هو نظام الفائدة (الربا) أخذًا وعطاءً.
الربح	ارتباط ربح الممول في جميع الصيغ والأساليب التي تقوم عليها بالملكية	يقوم الربح في الصيغ الربوية على الوساطة الاستغلالية بين المستثمرين

¹ - لخديجي عبد الحميد، بن ناقلة نصيرة، دور البنوك الإسلامية في تمويل المشاريع المقاولانية الناشئة "البنك الإسلامي للتنمية نموذجًا"، كتاب جماعي دولي محكم حول المؤسسات الناشئة بين الأساليب التقليدية والحديثة، مرجع سابق، ص 59.

والمشاركة في نتائج العمليات الاستثمارية	وجهاً الفاضل المالي، ولا ترتبط الزيادة بالنتيجة الربحية للمشروع.
العدالة التمويلية	ارتباط التمويل الاسلامي بالتوزيع التوازي للثروة، لذلك يوجه هذا التمويل لمحدودي الدخل والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دون شروط مجحفة ولا ضمانات مرهقة وهذا ما يساهم في العدالة وتكافؤ الفرص في الحصول على التمويل
صيغ التمويل	تنوع الصيغ التمويلية والتي تلبى حاجات كلفة طبقات المجتمع مع موافقتها للشريعة الاسلامية
النتائج البعيدة	يساهم في تقوية الروابط الاجتماعية من خلال صيغ التمويل المختلفة، فهو اقتصاد حقيقي قائم على التعامل في السلع
ارتباط العمل بالتمويل	لا يشترط ذلك في التمويل التقليدي
العلاقة مع العملاء	العلاقة الناشئة بين الطرفين علاقة مشاركة ومتاجرة تتميز بالارتباط القوي والمستمر، بالإضافة الى أنه في ظل هذا التمويل تراعى ظروف المؤسسات الناشئة

المصدر: عمار عريس، عبد الوهاب زاير، مرجع سابق، ص 28

ويمكن ابراز مدى ملائمة صيغ التمويل الاسلامي لتمويل المؤسسات الناشئة كما يلي:¹

- يمكن أن تلائم صيغة المراجعة المؤسسات الناشئة في تمويل المواد الخام للمشاريع الإنتاجية الصغيرة وهو ما يتفق مع طبيعة دخل هذا النوع من المشاريع.

¹-عمار عريس، عبد الوهاب زاير، مرجع سابق، ص 29.

- يمكن الاستفادة من صيغة المضاربة بشكل كبير في تمويل المؤسسات الناشئة خاصة في ظل شح الموارد المالية وعدم امتلاك أصحابها للرأس المال الكافي خاصة في بداية المشروع.

- توفر المشاركة المتناقصة المنتهية بالتمليك الطمأنينة في نفوس أصحاب المؤسسات الناشئة طالبي التمويل لإدراكهم أن البنك يشاركهم في الخسارة الخارجة عن إرادة الشريك، كما أن حصة البنك ستؤول إليهم في النهاية، وكونها تعتبر أقل تكلفة مقارنة بتكاليف صيغ التمويل الأخرى؛

- تلعب صيغة الاستصناع دورا مؤثرا في تمويل المؤسسات الناشئة عن طريق استخدامها في تمويل عقود المقاولات أو استخدامها في تلبية طلبات التجار أو المستهلكين الذين يرغبون في سلعة ما ذات مواصفات محددة، حيث يقوم البنك الاسلامي بتوفير هذه السلعة وبالمواصفات المطلوبة عن طريق استصناعها في المؤسسات الناشئة وهي بذلك تحقق المصلحة لها عن طريق توفير التمويل اللازم، وتحقيق مصلحة البنك في امكانية الحصول على سلعة بسعر أقل.

2. التأجير التمويلي:

يعتبر التأجير التمويلي من الأساليب الحديثة التي تستخدمها البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث أن هذه التقنية تساهم في توفير التمويل اللازم لهذه المؤسسات.

1.2. تعريف التأجير التمويلي :

تعددت المصطلحات بخصوص هذه التقنية (التأجير التمويلي) بحسب منشئها فقد عرفت في النظام الانجلو سكسوني ب " lease finance " أو "leasing" وانتقلت إلى الدول الأوروبية وعرفت بمصطلح " financement location " في بلجيكا، وانتشرت في فرنسا باسم " crédit-bail " وتبنتها بعض التشريعات العربية مثل الأردن ومصر بمصطلح التأجير التمويلي، وفي الجزائر عرفت بمصطلح "الاعتماد التجاري بموجب الأمر رقم 09-96" ¹. كما أخذت ترجمته عدة مصطلحات أخرى كالقرض التجاري، الائتمان التجاري، التأجير الرأسمالي، التمويل التأجيري، الإجارة مع الوعد بالتمليك.

والتأجير التمويلي هو أسلوب يقوم بمقتضاه الممول (المؤجر) بشراء أصل رأسي مالي يتم تحديد مواصفاته من قبل المستأجر الذي يتسلم الأصل مقابل دفع قيمة ايجارية محددة كل فترة زمنية. وذلك قصد تشغيله واستخدامه في نشاطاته الإنتاجية. وفي ظل هذه العلاقة التعاقدية يحتفظ المؤجر بملكية الأصل، ويكون للمستأجر في نهاية مدة العقد أن يختار بين أحد البدائل التالية: ²

- إنهاء العقد بإرجاع الأصل إلى الشركة المؤجرة

¹ شلغوم رحيمة، ضمانات القروض لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر 01 بن يوسف بن خدة، 2014-2015، ص 72.

² - حبيبة مداس، دور الائتمان التجاري في تمويل التنمية الاقتصادية وافاقه في الجزائر. مذكرة تخرج ماجستير في العلوم الاقتصادية. تخصص نقود وتمويل. جامعة محمد خيضر بسكرة. 2004/2005، ص 34.

- الاستمرار في الإيجار عن طريق تجديد العقد وبشروط جديدة تتضمن أقساط منخفضة عن تلك المدفوعة في العقد الأول
 - امتلاك الأصل بشرائه مقابل ثمن محدد متفق عليه
- وللتأجير التمويلي ثلاث أطراف تشارك في العملية التمويلية وهي:¹
- **الطرف الأول(المؤجر):** هو المؤسسة أو الشركة المالية التي تتولى شراء الأصول الإنتاجية لحسابها لتؤجرها للمستفيد
 - **الطرف الثاني(المستأجر):** وهو الشخص أو المشروع الباحث عن التمويل ويطلق عليه المشروع المستفيد.
 - **الطرف الثالث(المورد):** وهو الشخص الطبيعي أو المعنوي الذي وقع عليه الاختيار لتوريد المأجور، والذي ينقله إلى المستأجر.
- وهناك حالات تستدعي الحصول على طرف رابع، وهو المتضامن مع المستأجر، وذلك من أجل زيادة الضمانات المقدمة من قبل المستأجر.²

2.2. أنواع التأجير التمويلي: يمكن تلخيص أهمها في أربعة أنواع :

- 2.2. 1. **التأجير التشغيلي:** ويطلق عليه كذلك بالتأجير الخدمي حيث يتم تأجير الأصل لفترة زمنية محددة نوعاً ما ولعدد من المستأجرين، الأمر الذي يسمح للمؤجر بأن يقوم باسترداد الأصل لتأجيره مرة أخرى وبقيمة إيجاريه تختلف باختلاف ظروف الإيجار، ومرونة الطلب على المنفعة التي يحققها الأصل وقت الإيجار مع الأخذ في الاعتبار تغطية الخسائر الناجمة عن القيمة المفقودة للأصل سواء نتيجة الإهلاك أو التقدم التكنولوجي وعلى ذلك فالتأجير التشغيلي عملية تجارية أكثر منها تمويلية، ويلاحظ أن المستأجر يلجأ إلى التأجير التشغيلي في حالة احتياج المؤسسة لألات أو معدات لوقت قصير³. ومن مميزات هذا النوع من التأجير أن دفعات الإيجار لا تكفي لتغطية التكلفة الكلية للأصل وسبب ذلك أن عقد الإيجار لا يمتد لنهاية العمر الافتراضي للأصل، ولذلك تتم تغطية التكلفة الكلية للأصل عن طريق بيعه أو إعادة تأجيره.⁴
- 2.2. 2. **التأجير التمويلي:** ويطلق عليه كذلك بالائتمان الإيجاري المالي وهذا النوع من التمويل الإيجاري يمثل

¹ وليد علي ماهر، عقد التأجير التمويلي (دراسة مقارنة)، مركز الدراسات للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجيزة، 2018، ص 10.

² نفس المرجع السابق، ص 10.

³ -حضري دليلا، آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اقتصاديات شمال أفريقيا خلال الفترة 1995-2005، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص: نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007، 2006، ص: 185.

⁴ -زغيب مليكة، استخدام قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 07، فيفري، 2005، ص 212.

⁵ -عاشور مزريق، مجد غربي، الائتمان الإيجاري كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، الملتقى الدولي حول " متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، جامعة الشلف 17-18 أبريل 2006، ص 18.

مصدرا تمويليا للمؤسسة المستأجرة حيث يمنح للمستأجر إمكانية شراء الآلات في نهاية فترة العقد.¹ ويتميز هذا النوع من التمويل التأجيري أن مدة العقد لا تنتهي إلى بنهاية العمر الافتراضي للأصل، لذلك فإن أقساط الإيجار تكون كافية لتغطية التكلفة الكلية للأصل المؤجر، كما أنه لا يحتوي على بنود للإلغاء كما أن المؤجر لا يقدم خدمات للصيانة، ويختص هذا النوع من العقود عادة بالأصول الجديدة.

2.2.3. البيع ثم الاستئجار: هو عقد بين مؤسسة وطرف آخر قد تكون شركة تأمين أو مؤسسة مالية أخرى أو شركة تأجير مستقلة، وبمقتضى هذا الاتفاق تقوم المؤسسة التي تملك أرضا أو مباني أو معدات، ببيع إحدى هذه الأصول إلى المؤسسة المالية وفي نفس الوقت تقوم باستئجار الأصل المباع لمدة محددة وبشروط خاصة يتفق عليها. ويلاحظ في هذا النوع أن المؤسسة المستأجرة تتلقى فوراً قيمة الأصل من المؤجر، وفي نفس الوقت تستمر المؤسسة البائعة أي المستأجرة في استخدام والانتفاع بالأصل، ويتم تحرير عقد بين البائع والمشتري يحدد فيه كل الشروط، وتتم عملية دفع الإيجار في صورة دفعات متساوية، حيث تساوي في مجموعها قيمة شراء الأصل بكامله، بالإضافة إلى عائد للمؤجر²

2.2.4. التأجير الرفعي: ويخصص هذا النوع لتمويل الأصول الثابتة المرتفعة القيمة حيث يتضمن تدخل ثلاث أطراف أساسية لإتمام عملية التمويل، المؤجر والمستأجر من جهة والمقرض الذي يمثل رافعة التمويل من جهة أخرى، والملاحظ أن دور المستأجر هنا لا يختلف عن دوره في أي من الأنواع السالفة الذكر، لكن يبقى الاختلاف في دور المؤجر الذي يقوم بشراء الأصل المطلوب من قبل المستأجر بحيث يموله جزئياً من أمواله الخاصة على أن يتم تمويل الجزء المتبقي عن طريق قرض مضمون طويل الأجل من مؤسسة تمويلية. وغالبا ما يتم رهن الأصل كضمان للقرض إضافة إلى عقد الإيجار ذاته والقيمة الإيجارية الدورية له³.

3.2.3. مزايا التأجير التمويلي: يمكن اختصار مزايا التمويل التأجيري في النقاط التالية⁴:

- **تجنب مخاطر الملكية:** إن عقد التأجير خاصة التشغيلي منه يحوي ضمن بنوده شرط إلغاء العقد من طرف المستأجر في أي وقت وهذا ما يجعل مخاطر الملكية تنتقل إلى المؤسسة المؤجرة، وتكون هذه الميزة مهمة في حالة عدم التأكد من استغلال الأصل خلال عمره الإنتاجي، وكذلك بالنسبة لآلات التي تتقدم مع الزمن مثل الحاسبات الإلكترونية وغيرها. لذلك فالمؤجر يأخذ بعين الاعتبار هذه الخاصية، ويوجد عدد من المستأجرين يجعل تكلفة التأجير بالنسبة للمستأجر الواحد قليلة.
- **تحقيق مزايا ضريبية:** يمكن أن تحقق المؤسسة المستأجرة هذه الميزة إذا كانت مدة الإيجار تقل عن العمر

1- زغيب مليكة، مرجع سابق، ص: 212.

2- محمد صالح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 444.

3- عبد الجليل بوداج، بدائل التمويل الخارجي في المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الدورة التدريبية الدولية حول "تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية"، جامعة سطيف، 25 - 28 ماي 2003، ص 09

4- بلوج بولعيد، تأجير الأصول الثابتة كمصدر تمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني الأول حول: "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية"، جامعة الأغواط 8-9 أبريل 2002، ص 13.

الافتراضي للأصل الذي تقبله مصالح الضرائب، الذي على أساسه يتم حساب قسط الإهلاك، هنا يمكن تحقيق ميزة ضريبية نتيجة قرار الاستئجار تفوق ما يمكن تحقيقه في حالة القيام بالشراء، إضافة إلى ذلك فإن المؤجر يخصص تكاليف الإيجار من الوعاء الضريبي وهذا ما يؤدي في النهاية إلى تخفيض قسط الإيجار الذي يدفعه المستأجر.

- **المرونة:** يحقق الاستئجار قدرا من المرونة مقابل شراء الأصل لأن هذا العقد يعفيهما من تحمل تكاليف الأصل في فترات تكون المؤسسة ليست بحاجة إليه فعقد الاستئجار في المدى القصير يكون حسب احتياجات المؤسسة الفعلية وعند انتهاء فترة التعاقد يعاد الأصل إلى المؤجر وفي المستقبل عندما تكون المؤسسة في حاجة إلى أي أصل بإمكانها إعادة تأجيره أو تأجير غيره .
- **توفير السيولة المالية لأغراض أخرى:** إن استئجار الأصول الثابتة يساعد المؤسسة التي تعاني من نقص الموارد المالية على الحصول على الأصول الضرورية دون اللجوء إلى البنوك أو البحث عن شركاء أو زيادة حصص عدد المساهمين وفي نفس الوقت بإمكانها استعمال الموارد القليلة المتوفرة لديها لأغراض أخرى .

3. التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

لا تهدف شركات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر إلى توفير التمويل للمؤسسات فقط، وإنما تعد نوعا من مشاركة لها مخاطرة عالية، وفي الفصل الثاني سوف نقوم بشرح مفصل لرأس المال المخاطر

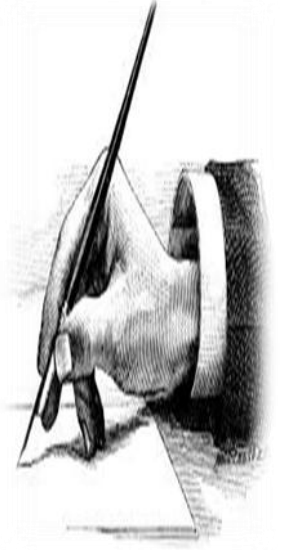
خلاصة الفصل

تم التطرق الى مفهوم المؤسسات الناشئة والأهداف والخصائص والأنواع التي تميزها عن غيرها وكذا مختلف أسباب مشاكل التمويل التي تعاني والطرق المستحدثة لتمويلها واتضح لنا أنه توجد صعوبة في اعطاء تعريف للمؤسسات الناشئة بسبب التباين والاختلاف في درجة النمو الاقتصادي من دولة الى أخرى واختلاف طبيعة النشاطات الاقتصادية لهذه المؤسسات في الدولة نفسها، وهذا ما جعل البلدان والمنظمات الاقتصادية العالمية المهتمة بهذا القطاع وتعتمد على جملة من المعايير الكمية المستخدمة في تعريف المؤسسات الناشئة.

أخذت المؤسسات الناشئة عدة خصائص ميزها عن المؤسسات الكبيرة. ورغم تعدد مصادر تمويلها فهي تواجه عدة صعوبات تمويلية بسبب ارتفاع المخاطرة المرتبطة بنشاطها. لذلك كان لا بد من البحث عن بدائل تمويلية حديثة تستجيب أكثر لخصوصيات هذه المؤسسات، ومن بين البدائل التي تم استحداثها لهذا الغرض نجد كل من التمويل الإسلامي وتقنية قرض الإيجار وتقنية رأس المال المخاطر، هذه الأخيرة ستكون محور دراستنا في المحور الثاني.

الفصل الثاني

فعالية رأس المال المخاطر في تمويل
المؤسسات الناشئة وواقعه في الجزائر



تمهيد

تعكس المؤسسات الصورة الحقيقية لاقتصاد لأي كان وهذا من خلال الدور الفعال الذي تقوم به على الصعيد الاقتصادي والاجتماعي، فإن هذه الصورة رهينة التمويل الذي تحظى به هذه المؤسسات فتعدد أشكال التمويل وآلياته مع قلة فعاليته خلق عبئا إضافيا لهذه المؤسسات فغالبا ما تعتمد المؤسسات على القروض البنكية التي تشكل فوائدها حاجزا أمام تقدمها وأدائها إلا أن استحداث آليات جديدة ومرنة لتمويل المؤسسات لا شك أنه سيعطي دفعة قوية لأداء هذه الأخيرة، خاصة إذا كانت تتماشى مع خصائصها واحتياجاتها. وكان من بين أهم هذه الآليات المستحدثة للتمويل آلية رأس المال المخاطر، موضوع دراستنا والذي خصصنا له هذا المبحث للتطرق إلى الإطار المفاهيمي الخاص به، ومن ثم أساسيات التمويل برأس المال المخاطر والمراحل التمويلية له، قصد إبراز أهميته بنسبة للمشروعات الناشئة. وذلك من خلال المباحث التالية:

➤ المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتمويل برأس المال المخاطر

➤ المبحث الثاني: أساسيات التمويل برأس المال المخاطر وواقعه في الجزائر

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي للتمويل برأس المال المخاطر

يعتبر رأس المال المخاطر تمويل يتدخل في المراحل المبكرة من حياة المشروع وحتى قبل انطلاقه ونظرا لأهمية وحساسية هذه المراحل، فإن هذا النشاط التمويلي يكتسي أهمية تميزه عن غيره من الأساليب التمويلية الأخرى، وهو مصدر مهم في النمو الاقتصادي، الثروة، إنشاء مناصب الشغل والابتكار.

المطلب الأول: ماهية رأس المال المخاطر

تعددت التسميات والمصطلحات التي تطلق على رأس المال المخاطر كآلية تمويلية، وهذا نظرا لغياب تعريف دقيق له. لهذا ارتأينا وقبل تقديم تعريف لرأس المال المخاطر والحديث عن ظهوره، أن نتطرق إلى إشكالية التسميات والاختلافات القائمة.

1. إشكالية المفهوم

لو اخترنا تطور المفهوم في فرنسا، فإن تعريف رأس المال المخاطر، الذي ورد في القانون 83-1 ل3 جانفي 1983 المتعلق بالصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة ثم في القانون 85-695 في 11 جويلية 1985 المتعلق بشركات رأس المال المخاطر، وصفه جويل بيسيس¹، بأنه عام ويترك للمتعاملين مجالات للمناورة، وهذا يترجم بغموض الحدود بين رأس المال المخاطر والنشاطات الأخرى المرتبطة به، أي أنه تمويل يتعلق بكل مراحل النمو ما يقابل مفهوم رأس المال الاستثماري.

ظل مفهوم رأس المال المخاطر بأنه يموت كل مراحل النمو فترة طويلة في فرنسا تجاوزت العقد من الزمن، لدى مختلف الجهات وفي مختلف الإصدارات على حد سواء، لكن التسمية تطورت فيما بعد وأصبح رأس المال المخاطر يدل فقط على تمويل المراحل المبكرة، واستبدلتها بتسمية رأس المال الاستثماري. بينما الكثير من الدول ككندا، بلجيكا وتونس مازالت تتبنى تسمية رأس المال المخاطر للدلالة على التدخل في جميع أطوار نمو المؤسسة.

إضافة إلى هذا، وعلى عكس الكثيرين الذين يظنون أن المصطلح الفرنسي Capital risque هو ترجمة ومرادف للمصطلح الإنجليزي (الأمريكي) Venture capital، فإن هناك من يعتقد عكس ذلك. لعل Pierre Battini الذي يعتبر من أبرز رواد رأس المال المخاطر في فرنسا، حيث تساءل عن من جاءته الفكرة السخيفة بترجمة Venture capital وهو رأس المال المشارك في المغامرة إلى Capital 'risque، حيث أن كل العمليات التمويلية تتضمن قدر معين من المخاطرة². ففكرة المغامرة في الصيغة الإنجليزية، في التصور الأنجلوسكسوني تأخذ من زاوية إيجابية على أساس أنها تجربة ممتعة وذات نهاية سعيدة عادة، على عكس التصور اللاتيني الذي يأخذ المغامرة من زاوية سلبية لأنها تتضمن مخاطر، كما أشار إلى أن الترجمة العربية التي تبنتها الجزائر

1-Joël Bessis, **Capital risque et financement des entreprises**, Edition Economica, Paris , 1988, p 21.

2- Pierre Battini, **Capital Risque : Mode d'emploi**, Edition Organisation, Paris, 3^{ème} édition, 2001, P 21.

نسخت من دون عناية عن التسمية الفرنسية¹. أما الترجمات والمصطلحات العربية المستخدمة فهي كثيرة، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر، رأس المال المخاطر، رأس المال المغامر، رأس المال الجريء، رأسمال المخاطرة، رأسمال الخطر، رأس المال المجازف، ... إلخ.

2. لمحة تاريخية عن نشأة رأس المال المخاطر

يرى الكثيرون أن رأس المال المخاطر حل محل أسلوب المشاركة، الذي توارى خلال القرن التاسع عشر في أوروبا بعد أن أخذ عن الحضارة الإسلامية². لكن هناك من يرى أنه أقدم من هذا بكثير وتعود جذوره إلى قرون بعيدة، حيث ظهر رأس المال المخاطر في شكله الحديث بالولايات المتحدة الأمريكية في السنوات التي تلت الحرب العالمية الثانية لدعم المواهب المقلوبة واستجابة للاحتياجات التمويلية للأفكار والمنتجات التكنولوجية، وكبديل للتمويلات التقليدية السائدة التي ترفض تمويل هذه المشاريع نظرا لارتفاع مستوى المخاطر المرتبطة بها³. لهذا نقسم نشأة رأس المال المخاطر الى قسمين هما رأس المال المخاطر القديم والحديث.

2.1. رأس المال المخاطر القديم: يعود أول ظهور لرأس المال المخاطر إلى الحضارة اليونانية، حيث يعتبر واضع أسس علم الهندسة اليوناني طالاس ميلت (Thales de Millet) أول المقاولين بالمفهوم المعاصر للصناعة الغذائية، فطالاس راهن على كمية معتبرة من محصول الزيتون، واستطاع أن يقنع ممولين بدعم استثماراته في معاصر الزيتون، ما سمح له ببناء الأداة الاستغلالية الفريدة التي مكنته من فرض حالة شبه احتكارية غنم منها الكثير هو ومموليه المغامرين الذين اعتبرهم مقرضين مخاطرين⁴.

وفي القرن الخامس عشر، قام البحار الإسباني كريستوفوس كولومبوس (Christophorus Columbus) بأخطر مغامرة على الإطلاق، مبحرا نحو المجهول بفضل ممولين لا يخشون المغامرة بأموال طائلة، فكان نتيجة ذلك اكتشاف عالم جديد فتح الطريق لأكبر تدفق سلعي على وجه الكوكب. وهذه صورة واضحة تجسد صورة مبسطة وأساسا أوليا لنشأة مهنة التمويل برأس المال المخاطر، حيث أن البحارة لا يمتلكون شيئا سوى مهاراتهم في الإبحار وقدرتهم على قيادة طاقمهم، لكنهم وجدوا أمراء وملوك وأثرياء قاموا بشراء السفن لهم وتغطية نفقات مغامرهم، فعادوا بسفنهم محملة بالذهب والتوابل والأحجار الثمينة، بل وفتحوا آفاقا جديدة وواسعة للسفر والنشاط التجاري العالمي⁵.

¹ - تقيية لياس، واقع آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، القطب الجامعي بالقلعة، 2020/2019، ص 65.

² - روبينة عبد السميع وحجازي اسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات، جامعة حسينية بن بوعلوي الشلف، 17-18 افريل 2006، ص 308.

³ - تقيية لياس، مرجع سابق، ص 65.

⁴ - عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص 04.

⁵ - تقيية لياس، مرجع سابق، ص 66.

2.2. رأس المال المخاطر الحديث: ظهر رأس المال المخاطر في شكله الحديث، بالولايات المتحدة الأمريكية

بعد الحرب العالمية الثانية، وهناك إجماع على إسناد نشأته الحديثة للجنرال الفرنسي جورج دوريوث Georges Doriot ما بين الفترة 1899-1987. هذا الأخير، تخرج من جامعة باريس بعد أن كان ضابطاً في سلاح المدفعية بالجيش الفرنسي إبان الحرب العالمية الأولى، كان مولعاً بإدارة الأعمال، المصطلح الذي بدأ يظهر تلك الفترة في فرنسا، لذلك قرر التوجه إلى الولايات المتحدة الأمريكية ليكمل تكوينه بجامعة هارفارد سنة 1921، أين أصبح فيما بعد أستاذاً لإدارة الأعمال. عند اندلاع الحرب العالمية الثانية، وانطلاقاً من إيمانه بأن التقنية كفيلة بإحداث الفرق في الحروب الحديثة، أنتهج البنتاغون سياسة مفتوحة باعتماده على الكفاءات العلمية لتطوير أسلحة حديثة وفي بحوث العمليات. فأقترح الجنرال ادmond بريستول قريقوري (Edmund Bristol Gregory) ضم جورج دوريوث للجيش الأمريكي بعد منحه الجنسية الأمريكية ورتبة جنرال وذلك عام 1940، حيث تولى هناك إدارة قسم التخطيط العسكري أين يشرف على عدد لا بأس به من العلماء من الصف الأول وخبراء التخطيط الصناعي. إن جمع كل هذه المهارات في مكان واحد، خلق بيئة فريدة من نوعها مكنت من تحقيق ابتكارات عديدة، كبدلات وتجهيزات مقاومة لكل الظروف المناخية، مجموع من المقادير التمويينية العقلانية اللازمة لإبقاء الجنود على قيد الحياة، مواد بلاستيكية مقاومة للماء والنار وعدة مواد مركبة.¹ بعد نهاية الحرب، فهم جورج دوريوث من تجربته العسكرية مدى أهمية المحيط لتطوير المؤسسات المبتكرة، والتي تتطلب تمويل بحوث كثيرة قبل أن تستطيع مواجهة السوق وتسويق مشاريعها. وفي عام 1946، قام بتأسيس أول شركة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم، وهي الأمريكية للبحث والتطوير ARD، بأموال معهد للتكنولوجيا ومؤسسة التأمين، فقد تخصصت هذه المؤسسة في تمويل المؤسسات المنتجة للإلكترونيات والتكنولوجيات الحديثة ولحملة الأفكار المبدعة من الباحثين، وليكون بديلاً لهم عن التمويلات السائدة التي ترفض تمويلهم نظراً لارتفاع مستويات المخاطر المرتبطة بمشاريعهم الاستثمارية، وهكذا بدأ نشاط رأس المال المخاطر الحديث في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينيات استجابة لاحتياجات التمويل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والثورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي وخاصة في صناعة الكمبيوتر. ثم نمت شركات رأس المال المخاطر نمواً مذهلاً واستطاعت أن تحقق قفزة نوعية قد أصبحت محفظة ARD خلال الستينيات تضم حوالي مائة مساهمة²، لكن أهمها على الإطلاق كان استثمار في مؤسسة المعدات الرقمية (Digital Equipment Corporation) سنة 1957، والذي حقق قيمة مضافة قدرت بعدة أضعاف مضاعفة من الاستثمار الأولي الذي قدر بـ 70.000 دولار أمريكي حتى سنة 1966³. وفي سنة 1973،

¹ - نفس المرجع السابق، ص 68-69.

² - رابح خوني، رقية حساني، آفاق تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الندوة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ودورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، 25-28/2 ماي 2003، ص 94.

³ - Jean Lachmann, *Le seed Capital : Une nouvelle forme de capital-risque*, Edition Economica, Paris, 1992, P 10.

وبعد تقاعد جورج دوربوت اندمجت أردي (ARD) مع مؤسسة تكسترون (Textron) بعد أن استثمرت في أكثر من 120 مؤسسة¹.

أما في أوروبا فقد عرفت شركات رأس المال المخاطر في تاريخ أحدث، لكنها لاقت عناية كبيرة من الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA)²، لتطوير هذه المهنة التي أسست في بروكسل عام 1983، وقد حدث فعلا تزايد ملحوظ في نشاط هذه الشركات منذ إنشاء هذه الجمعية³. وانتشرت هذه الشركات بعد ذلك في دول أخرى بهدف مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل، بحيث كان يهدف رأس المال المخاطر إلى التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة وإلى توفير تمويل للمشروعات الجديدة أو العالية المخاطر، والتي تتوفر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع.

3. مفهوم رأس المال المخاطر

1.3. تعريف رأس المال المخاطر: رأس المال المخاطر كما جاء في تقرير الجمعية الأوروبية له، هو كل رأس مال وظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تنطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد، وهذه الحالة تعتبر مصدر المخاطر املا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا، وهذا في حال اعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة وهذه الحالة تعتبر تعويضا للمخاطر⁴

كما يعتبر رأس المال المخاطر من أساليب التمويل، لكن بتقنية وصيغة خاصة فهو يجمع بين تقديم النقد وتقديم المساعدة في ادارة المؤسسة مما يحقق تطورها، ويمثل صورة من صور الوساطة المالية من خلال رؤوس الأموال التي يرغب الادخار العام أو ادخار المؤسسات (بنوك، مؤسسات التأمين، مؤسسات، سلطات عمومية) باستثمارها بمخاطر مرتفعة مع توقع تحقيق عائد مرتفع، قد يصل في بعض البلدان كالولايات المتحدة الأمريكية من 30% إلى 40%⁵.

فأما رأس المال المخاطر هو آلية تمويلية متميزة، يشارك فيها المخاطر بأمواله ضمن أفق زمني محدد في المشاريع الناشئة عالية التكنولوجيا عادة، غير المسعرة والمتضمنة لمخاطر عالية، والتي تتوفر لديها إمكانيات نمو عالية، بالأموال اللازمة مع ارفاقها بالدعم الفني والتسييري، ليشكل بذلك رأس المال المختص، وذلك على أمل الحصول على عائد مرتفع نسبيا، مقابل مساهمات مؤقتة طويلة أو متوسطة الأجل في رأس مال المشروع.

¹- David H. Hsu et Martin Kenney, **Organizing Venture Capital : The Rise and Demise of American Research & Development Corporation 1946-1973**, Working Paper, 2004, P 48.

²- تقيية لياس، مرجع سابق، ص 70.

³- عبد الباسط وفاء، مرجع سابق، ص 04.

⁴- بلعدي عبد الله، مقلاتي عاشور، مقارنة بين رأس المال المخاطر في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع امكانية التكامل التنموي بينهما، مجلة البحوث المالية والاقتصادية، عدد 06، جامعة ام البواقي، 2016، 320.

⁵- عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر (دراسة مقارنة مع التمويل بالنظام المشاركة)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص اقتصاد اسلامي، جامعة باتنة، 2008، ص 88.

2.3. خصائص رأس المال المخاطر: من خلال مفهوم رأس المال المخاطر يتبين انه يتميز بالخصائص التالية:¹

- يشكل رأس المال المخاطر حصة في حقوق المساهمين في مشروعات غير مقيدة بالبورصة، وغالبا ما تكون المفاوضات بين أصحاب رأس المال المخاطر وأصحاب المشروعات التي سيتم تمويلها حول نسب الملكية المعروضة على أصحاب رأس المال المخاطر شاقة ومضنية. ويشكل تحديد هذه النسب عائقا كبيرا أمام ازدهار رأس المال المخاطر وتعاضم دوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. إذ غالبا ما يحرص أصحاب هذه المؤسسات أن تكون هذه النسب ضئيلة بحيث لا تسمح لأصحاب رأس المال المخاطر بالسيطرة على المشروع، وهنا تظهر أهمية نشر الوعي فيما بين أصحاب هذه الشركات بأهمية دور رأس المال المخاطر في التمويل.
- يعد نشاط رأس المال المخاطر من الأنشطة طويلة الأجل والتي تتراوح فيها مدة مشاركة رأس المال المخاطر من 5 إلى 7 سنوات، وذلك بصرف النظر عن حجم المشروع الذي يتم تمويله.
- يتميز نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدما للتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادي أو الفني للمشروع موضوع التمويل حيث لا يدخل رأس المال المخاطر لتمويل مشروع ويبقى مستمرا و لكن ليخرج بعد فترة معينة. وأثناء هذه الفترة لا يطلب المستثمر مقدم رأس المال المخاطر استرداد أصل رأس المال وعائده، وإنما يتم هذا الاسترداد من خلال بيع حصص رأس المال المخاطر وذلك عندما يبدأ المشروع في توليد التدفقات النقدية أو تحقيق عوائد مالية.
- يتم اتخاذ القرار الاستثماري من جانب المستثمر مقدم رأس المال المخاطر، بناء على النتائج المتوقعة للمشروع الذي يتم تمويله، وفي تاريخ مستقبلي وتمثل النتائج في العائد خلال فترة التمويل.
- يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل إقامة مشروعات صغيرة ومتوسطة أو تمويل 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 كبيرا.
- يتم تحقيق العائد على رأس المال المخاطر في نهاية مدة بقاء رأس المال المخاطر بالمشروع موضوع التمويل، ولا تشكل الأرباح التي يتم توزيعها خلال هذه المدة إلا جزءا قليلا من هذا العائد. وبعبارة أخرى، يتم تحصيل العائد عند خروج رأس المال المخاطر، وعندئذ يحصل المستثمر في مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال بالإضافة إلى العائد الرأسمالي المتوقع وهو العائد الأساسي المستهدف من الاستثمار.
- يلعب المستثمر في مجال رأس المال المخاطر دورا نشطا داخل المشروع الذي يتم تمويله، إذ يقوم بتقديم النصح والإرشاد لإدارة المشروع، وتسهيل توظيف أصحاب الخبرات داخل المشروع. ودائما ما يكون للمستثمر مقدم رأس المال المخاطر ممثلين في مجلس إدارة المشروع. وقد يشكل هذا الأمر عائقا أمام

¹ - سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، الهيئة العامة للرقابة المالية، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق رأس المال، 2010، مصر، ص ص 12-14.

- ازدهار نشاط رأس المال المخاطر، وذلك بسبب تخوف أصحاب المشروعات من فقدان سيطرتهم على المشروع لصالح المستثمرين مقدمي رأس المال المخاطر.
- غالبا ما يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل المشروعات التي لها أسواق واعدة من ناحية التنمية الاقتصادية، كما أنها غالبا ما تكون مشروعات هدفها وضع أفكار وأبحاث علمية أو تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع والتي لا يتوافر لأصحابها الأموال اللازمة لمثل هذا التنفيذ.
- إذا كان صحيحا أن القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها من قبل المستثمرين في مجال رأس المال المخاطر تتأسس على إستراتيجية أو خطة تجارية، فإنها لا تأخذ بالدرجة الأولى، في الحسبان قدرة المشروع على إعطاء تدفقات مالية (كما هو الحال عند التمويل بقروض بنكية)، وإنما تأخذ في الاعتبار قدرات وخبرات وانسجام الفريق الذي يدير الكيان الخاص برأس مال المخاطر، وقدرته على اختيار الفرص الاستثمارية في مناطق واعدة تنمويا وإدارة الخطة التمويلية للمشروع المستهدف عبر مراحل تنفيذ المشروع المختلفة. وبعبارة أخرى، يرى المستثمرون في مجال رأس المال المخاطر عدم جدوى تمويل مشروعات ذات عائدات يتوقع أن تكون مرتفعة في حالة عدم توافر الخبرة اللازمة للإدارة القائمة على تخصص أصول الكيان القائمة على إدارة أموال أصحاب رأس المال المخاطر، خصوصا إذا أخذنا في الاعتبار أن معظم المشروعات التي يتم تمويلها برأس المال المخاطر هي مشروعات تتأسس على تنفيذ أفكار تكنولوجية حديثة.
- تتأسس مشاركة رأس المال المخاطر في المشروعات المختلفة بناء على حجم العوائد والأرباح المتوقعة من تشغيل المشروع. ويرجع ذلك إلى أن مقدم رأس المال المخاطر ليس مقرضا ينتظر الحصول على قرضه بغض النظر عما إذا كان المشروع سيحقق أرباحا من عدمه، وإنما هو شريكا يمتلك حصة من المشروع الذي يتم تمويله ولكنه في ذات الوقت ليس شريكا عاديا وإنما هو شريك مستعد للتضحية وتحمل الكثير من المخاطر انتظارا لعوائد مالية مرتفعة، كما يمكن القول بأنه شريك مؤقت دخل المشروع ليخرج عندما يكون متأكدا من الحصول على أصل رأس المال وعوائده المتوقعة، ونستخلص من ذلك أن ارتباط العائد على رأس المال المخاطر بمدى نجاح المشروع الذي يتم تمويله، يشكل حافزا كبيرا لرأس المال المخاطر ويجعله معنيا بنجاح المشروع حيث أنه سوف يجني من ثمار المشروع إذا نجح، وسيتحمل بالمقابل خسائر المشروع إذا فشل.

المطلب الثاني: أهداف التمويل برأس المال المخاطر وأطرافه

لا يقتصر التمويل برأس المال المخاطر على الجهد العضلي بل يساهم في تحريك العقل البشري، ويعمل عادة القطاع التكنولوجي والمعلوماتي وقطاع الصحة الطبية والطاقة الصناعية، ويمتد الى مهارات عالية وخبرات ادارية متخصصة وكفاءات وأنشطة فنية، أي أنه يمتد الى المشاركة اللصيقة مع ادارة المؤسسة المستثمر فيها.

1. أهداف التمويل برأس المال المخاطر:

من خلال خصائص رأس المال المخاطر يمكن أن نستنتج الأهداف التالية:¹

- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل المخاطر.
 - التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة.
 - توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوافق لديها امكانيات نمو وعائد مرتفع. وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات غير القادرة على تدبير الأموال عن اصدار الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، وهذه الاستثمارات هي لآجال طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد عالية نسبيا.
 - توفير المعونة الفنية والادارية لأصحاب المشاريع، وتضمن لهم المرافقة الحسنة لمشاريعها، خاصة المقاولين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في مجال الاستثمار.
- كما أن انشاء وتدعيم شركات رأس المال المخاطر له أهداف أخرى وهي أهداف تساعد القطاع المصرفي تتمثل في مساعدة البنوك على توظيف السيولة الزائدة التي تمتلكها، ولا تستطيع في بعض الأحيان توظيفها بسبب ارتفاع المخاطر والقيود التي يفرضها عليها القطاع المصرفي. بالإضافة إلى تمويل الابتكارات الجديدة وصناعة البرمجيات والتي لا تستطيع البنوك تمويلها لدرجة مخاطرها العالية وكذلك عدم امتلاكها للضمانات.²

2. الأطراف المتدخلة في عملية التمويل برأس المال المخاطر:

يتكون رأس المال من الأطراف التالية:³

- 2.1. **المستثمرون المخاطرون:** وهم الأشخاص الذين لديهم مقدار من المال ويرغبون في استثماره، ويخاطرون برؤوس أموالهم طلبا للربح الذي يتوقع الحصول عليه إذا تم النجاح للمشروع المستثمر فيه، والربح يكون مرتفع نسبيا بسبب ارتفاع المخاطرة، وقد يكونون أشخاصا طبيعيين أو اعتباريين، ومن أهمهم:
 - ✓ المستثمرون المؤسسيون: وهم شركاء ذوو مسؤولية محدودة يضعون أموالهم في شركة رأس مال مخاطر لاستثمارها، ويدخل في إطارهم كل من البنوك وصناديق التقاعد وشركات التأمين..
 - ✓ السلطات الحكومية: حيث تستثمر الحكومات في شركات رأى المال المخاطر بسبب أهمية المشاريع الناشئة للتنمية الاقتصادية.

¹-عابد نصيرة، بربيش عبد القادر، رأس المال المخاطر المدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة شمال أفريقيا، المجلة 14، العدد 19، 2018، ص212.

²- نفس المرجع السابق، ص 112.

³-عبد الله بلعدي، رأس المال المخاطر نمط تمويلي بديل ومعاصر للمؤسسة (التجربة الجزائرية نموذجاً)، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والادارية، مجلد04، العدد01، جوان 2020، ص80.

✓ الأفراد الخواص: من أقارب وأصدقاء ورجال أعمال .. حيث يستثمرون أموالهم إما في شركات رأس مال مخاطر، أو بشكل مباشر في رساميل المؤسسات الناشئة فيشكلون ما يسمى بملائكة الأعمال "وهم اشخاص طبيعيين يستثمرون جزءا من أموالهم وخبراتهم وكفاءاتهم وعلاقاتهم وقتهم في مؤسسات متعددة وواعدة تواجه مخاطر عالية جدا. هذه المخاطر العالية في حالة نجاح المؤسسة ستترجم في عوائد مالية جد معتبرة، ومصطلح مجددة هنا يعني ما هو جديد مقارنة مع ما هو موجود حاليا، ولا يتعلق اذا فقط بالتجديد التكنولوجي".¹

2.2. مؤسسات رأس المال المخاطر: وهي التي تدير الاستثمارات المخاطرة، ويأمنها المستثمر المخاطر على أمواله بما لها من خبرات متراكمة في ادارة الاستثمارات المخاطرة، وهي الأكثر تعرفا على الفرصة البديلة والأجدر تحديدا لها، وكل ما يهتما هو امكانية تحقيق أرباح مرتفعة بسبب ارتفاع المخاطرة. وتكون على شكل شركات أو صناديق استثمار مخاطرة، ويمكن توضيحهم فيما يلي:²

1. 2.2. شركات رأس المال المخاطر: ونجد هنا ثلاث أنواع من الشركات ذات التمويل المخاطر وهي:

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

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

➤ **شركات رأس المال المخاطر التابعة:** تطور هذا النوع من أيضا في نفس الفترة وهي أواخر الستينات في الولايات المتحدة الأمريكية ويقصد بالتابعة هنا أنها فروع لشركات المساهمة الكبرى التي تؤسسها وتوفر رأس المال اللازم لها وهي إما تابعة لمؤسسات مالية كأن تكون فرع لبنك تجاري، بنك استثماري أو مؤسسة تأمين وتقوم بالاستثمار لصالح المؤسسة الأم أو عملائها، وإما تابعة للشركات الصناعية الكبرى وهنا تكون فرعا لها تستثمر لصالحها.

¹- رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 16، 2009، ص 90.

²- نفس المرجع السابق، ص ص 90-92.

2.2.2. صناديق الاستثمار المخاطرة: تعرف صناديق الاستثمار على أنها مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثماراتها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة ادارة محترفة بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين وللاستثمار القومي ككل، وتعد صناديق رأس المال المخاطر أحد الأشكال الجديدة والمبتكرة، تحصل على الأموال اللازمة لممارسة نشاطها من صناديق التأمين والمعاشات وشركات التأمين ومن بعض المنشأة الهادفة للربح. ويمكن لهذه الصناديق اعانة المشاريع المتعثرة من خلال تزويدها بتمويل جديد في شكل ملكية وتقديم النصائح الفنية لها، ثم يمكن بعد ذلك بيع حصتها في هذه المشروعات عندما تسترد صحتها المالية.

3.2. المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمشاريع الناشئة: وتمثل جانب الطلب على رأس المال إذا قبلت الدعم المالي والإداري لشركات رأس المال المخاطر عن المساهمة في رأسمالها.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب رأس المال المخاطر

1. المزايا

يقدم رأس المال المخاطر مزايا عديدة أهمها:¹

➤ **المشاركة:** ويقصد بها مشاركة الجميع في الربح أو الخسارة، أين تتفق المصالح من خلال قيام شركة رأس المال المخاطر بتقديم التمويل اللازم نظير حصة من الربح يحصل عليها وهي تتراوح بين 15 % الى 30% حسب الاتفاق بالإضافة الى 2.5 % مقابل المصاريف الادارية سنويا، ويقل هذا التعارض الى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين والمقترضين لدى البنوك الربوية، وكثيرا ما يكون الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيدا للشركة ومساعددا على نجاحها لهذا السبب فضلا على أنها تفسح المجال للمشاركة طويلة الأجل حيث لا تباع حصة إلا بعد أن تستوي الشركة، وتصبح قادرة على الانتاج والنمو وهذا لا يتوافر في الديون قصيرة الأجل.

➤ **الانتقاء:** أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكذلك ذات أرباح متوقعة عالية.²

¹ - رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، رأس مال بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد 06، 2018، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، ص169.

² - بوقرة رابح، بن النووي أحلام، استخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 01، 2016، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، ص02.

➤ **المرحلية:** حيث يتم التمويل برأس المال المخاطر على مراحل وليس على دفعة واحدة، فبعد انتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من الجديد الى الممول وفي هذا ضمان لصدق الاستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة، وهذا من شأنه اعطاء فرص جديدة، حين فشل المؤسسة وقبل تراكم الخسائر.

➤ **التنوع:** يمكن للتمويل أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر، بحيث ما يمكن أن تخسره مع مشروع نرجحه مع آخر اضافة الى المشاركة في الخسائر، فذلك يقلل منها فضلا على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع دخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.

➤ **التنمية والتطوير:** هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مؤسسات مرتفعة المخاطر، وبالمقابل يعوض هذا الخطر بالمكاسب والعوائد المرتفعة المرتقب تحقيقها، وقد أثبت هذا في تمويل مؤسسات مبتدئة مثل آبل وميكروسوفت، والقائمة على تقنيات شبه مجهولة لم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية.

➤ **توسيع قاعدة الملكية:** تستمر الشراكة الى أن تصبح المؤسسة قادرة على تحقيق عوائد، فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته المؤسسة، ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة.¹

2. عيوب التمويل برأس المال المخاطر:

على عكس المزايا السابقة قد يمثل المخاطرون للمؤسسين عبئا معينا، يرجع إلى الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة كالمشاركة في القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع، كما تتطلب مبالغ مرتفعة في حالة نجاح المشروع لاسترداد حصص المخاطرين، لكن ينبغي ألا ننسى بطبيعة الحال ما يقيم ميزان العدالة، حيث تعتبر هذه مبالغ مقابل المجازفة التي قبلها المخاطرون وقت الإنشاء، والتي كان الممكن أن تعرضهما الى فقدان كافة أموالهم التي شاركوا بها في المشروع.²

المبحث الثاني: أساسيات التمويل برأس المال المخاطر وواقعه في الجزائر

يعد التمويل من أساسيات انشاء وتشغيل وتوسيع المؤسسات بمختلف أنواعها وأحجامها، اذ تحتاج المؤسسات الى أدوات التمويل بأشكالها المختلفة، وهذا من أجل تغطية مختلف احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها ووظائفها المعتادة.

المطلب الأول: المراحل التمويلية برأس المال المخاطر

تتدخل شركات رأس المال المخاطر عند كافة مراحل تطور المؤسسة ويمكن تقسيم تلك مراحل الى:³

¹-بريش عبد السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة شركة **sofinance**، مجلة الباحث، العدد 05، 2007، جامعة باجي مختار، عنابة، ص 10.

²- عبد الباسط وفا، مرجع سابق، ص 77.

³- نفس المرجع السابق، ص 84-85.

1. مرحلة رأس مال الانشاء:

يتولى رأس مال الانشاء توفير الغطاء التمويلي لمشروعات ناشئة أو مبتكرة تحيط بها المخاطر بالمعنى الضيق للمصطلح، ولديها أمل كبير في التطور. وتنقسم الى مرحلتين:

1.1. رأس مال قبل الانشاء أو قرب الانطلاق: يخصص رأس مال قبل الانشاء لتغطية نفقات اعداد فكرة المشروع، أي خلال مرحلة البحث والتطوير، حيث يكون أصحاب المشروعات في حاجة الى البرهنة على قابلية مقترح أو فكرة مشروعهم للحياة قبل تجسيدها وتحقيقها في الواقع العملي، وهو ما يتطلب اتفاقا ماليا من نوع خاص (كتمويل دراسة تنفيذ فكرة أو اقتراح جديد، أو تنفيذ النموذج الأصلي، أو الصنع المحدود قبل التسويق).

1.2. رأس مال الانطلاق: يمثل رأس مال الانطلاق المرحلة الأساسية لتدخل رأس المال المخاطر، وهو يخصص لتمويل المشروعات التي تدخلت مرحلة الإنشاء أو في بداية النشاط، أي السنوات الأولى من تواجد (في فرنسا من صفر الى ثلاثة سنوات)، حيث تكون في حاجة الى تمويل تنمية منتج، أو سوق أولي، أو تغطية نفقات تسويق المنتجات، أو البدء في التنفيذ التصنيعي.

2. مرحلة رأس مال التنمية:

يكون المشروع في هذه المرحلة قد بلغ مرحلة الانتاجية أي توليد ايرادات، ولكنه يقابل ضغوطا مالية تجعله يلجأ الى مصادر تمويل خارجية حتى يتمكن من تحقيق آماله في النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه بين 5% و10% سنويا، هذا النمو اما يكون داخليا (كزيادة قدراته الانتاجية أو زيادة رأس ماله الجاري، أو زيادة قدراته على البيع، أو تطوير منتجاته الجديدة...) أو خارجيا (كاكتساب مشروع أو فرع مملوك لمشروعات أخرى، أو تنوع أسواق التصريف...). كما يغطي رأس المال المخاطر مرحلتي التطور والنضج حيث خلال هاتاه المرحلتين تتجه المخاطر الى التناقص بطريقة واضحة، والتمويل الذاتي يلعب دورا ملموسا وتكتسب المشروعات القدرة على الاستدانة حيث تضمن امكانياتها الذاتية سداد القروض، فيبدأ معها دور مؤسسات رأس المال المخاطر في توازن تدريجيا تاركة الساحة شيئا فشيئا لوسائل التقليدية.

3. مرحلة رأس مال التعاقب أو تحويل الملكية:

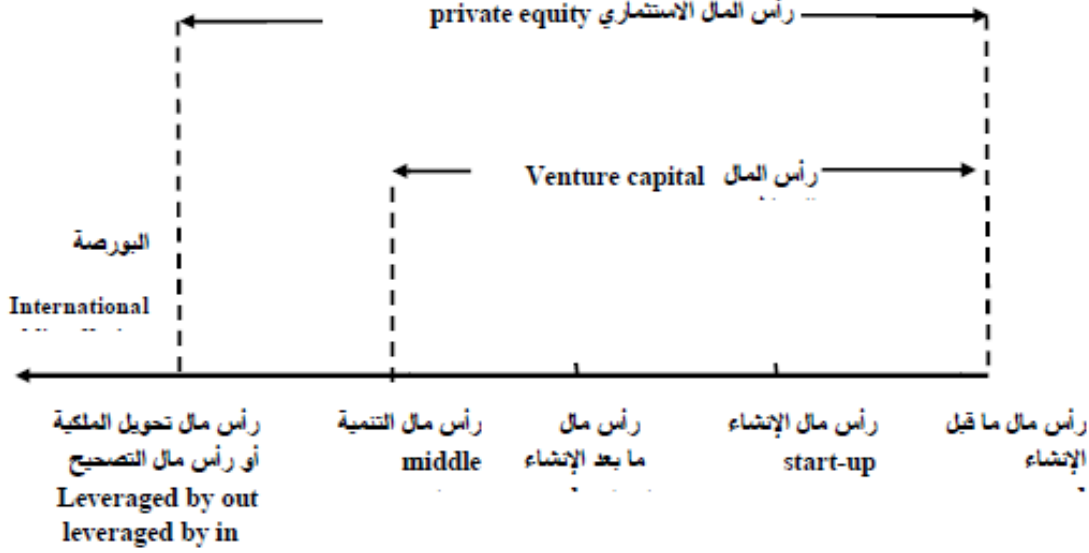
يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأس مال المشروع، أو تحويل مشروع قائم فعلا الى شركة قابضة مالية ترمي الى شراء عدة مشاريع قائمة وبالتالي خلال هذه المرحلة، تهتم شركات رأس المال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية والمالية في المشروع الى مجموعة جديدة من الملاك.

4. مرحلة التصحيح أو اعادة التدوير:

يكون هذا النوع من التمويل موجها للمؤسسات التي تعاني من مشاكل كبيرة، فتكون مساهمة المستثمرين خلال هذه المرحلة جد نشطة في تسيير المؤسسة، حيث يقوم هؤلاء بمساعدة المسيرين لتنفيذ برنامج التقويم الذي

يتضمن عمليات إعادة الهيكلة في شتى المجالات الخاصة المالية والتسويقية منها، وهذا عن طريق شراء كل رأس مال المؤسسة المستهدفة وتقديم الأموال اللازمة لتحقيق نتائج إيجابية.

الشكل رقم (2-2) مراحل التمويل برأس المال المخاطر



المصدر: مُجَّد براق، شريف بن زاوي، تجارب ونماذج عالمية، المكتب الجامعي، ص 19.

المطلب الثاني: آلية عمل التمويل برأس المال المخاطر

إن تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر لا تتم دفعة واحدة، بل على عدة مراحل، تبدأ من توجه المبادر لمؤسسة رأس المال المخاطر بطلب الحصول على التمويل اللازم لمشروعه وتنتهي بخروج هذا الأخير من مؤسسته، وخلال الفترة الممتدة بين طلب التمويل والخروج توجد العديد من الخطوات والإجراءات التي على الطرفين إتباعها لإتمام العملية التمويلية.

1. مرحلة ما قبل المساهمة:

تسمى أيضا بمرحلة الغرلة Screening وهي مرحلة تسبق اتخاذ القرار الاستثماري، وتنقسم هذه المرحلة إلى مراحل فرعية تسبق المساهمة، والتي تمتد من استقبال الملفات إلى غاية عملية اتخاذ القرار الاستثماري.¹

1.1. مرحلة التحليل الأولي: يتمكن المخاطر برأس المال المخاطر في هذه المرحلة بأخذ نظرة أولية على جودة المشروع المرشح للتمويل، وتعتمد في ذلك على بعض المقابلات التي تجمعها بالمبادر، وكذا الدراسة الأولية لملف الترشح وإخضاعه للمعايير الأساسية لاتخاذ القرار، وعليه يجب تقديم الملفات الواجب إعدادها لهذا الغرض، ويتعلق الأمر بالدرجة الأولى بخطة العمل.²

¹ - ضيف علي، حمانه كمال، رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة-حالة الجزائر-، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05، جوان 2016، ص 173.

² - تقية لياس، مرجع سابق، ص 89.

1.1.1. خطة العمل: تعتبر خطة العمل وكما يسميها البعض خطة التطوير البنية التحتية لاتخاذ قرار التمويل، فهو مخطط لا يقوم فقط بعرض المؤسسة المرشحة للحصول على التمويل بل يعرض أيضا جوانبها الاستراتيجية، كما يقدم عرض المختصر لمسار المؤسسة المستقبلي¹.

الجدول رقم(2-2): أهم محاور خطة العمل

الرقم	المحور	اهم المعلومات
01	ملخص وخلاصة (صفحات)	يحتوي الملخص على المعلومات التالية: تاريخه الانشاء. القطاع، المنتجات، الاسواق، التسيير، الاهداف، التمويل، نسبة راس المال، المردودية المنتظرة ...
02	عرض المشروع (صفحات)	سواء بالنسبة لمؤسسة موجودة اصلا أو قيد الانشاء.
03	المحيط الاقتصادي (صفحات)	عرض لمختلف مكونات المحيط الاقتصادي وتطوراتها: الفرص والتحديات
04	السوق (صفحات)	عرض عملي وشامل لتطورات السوق: الكلب، العرض، المنافسة، المنتجات الإحلالية...
05	السلعة/ الخدمات (صفحات)	عرض شامل للمنتج: منفعته، درجة الابتكار، ميزته التنافسية، حمايته (براءة الاختراع)
06	الأهداف (صفحات)	الاهداف السوقية، المالية واهداف اخرى، صورة العلامة، تحفيز العاملين...
07	الموارد التسييرية والتنظيمية (صفحات)	ابرز ان الموارد المتوفرة قادرة على تطوير وانجاح المشروع، الموارد البشرية، الموارد المالية، التنظيم، المعارف...
08	الخطة العملياتية (صفحات)	-خطة التصنيع: الامكانيات المسخرة، المقاوله من الباطن، التموين، الموردون، تنظيم التصنيع الرقابة، التخطيط. -خطة التسويق: التوزيع، سياسة التسعير، سياسة الاتصال، تقدير المبيعات. -الهيكلة التنظيمية. -الانماط التسييرية: الادارة بالأهداف، اللامركزية... -البحث والتطوير.
09	الخطة المالية (صفحات)	-على المعلومات المالية ان تتمحور على ثلاثة اقطاب أساسية: -الاحتياجات المالية -الموارد الممكنة -المردودية المقدره. وبالتالي تقديم: وثائق محاسبية، جداول مالية، تطور الميزانيات تبعاً لمختلف السيناريوهات، خطة التمويل، تقدير الحاجات والموارد المالية

¹ -خليفة وفاء، معوقات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وسبل تجاؤها-دراسة مقارنة مع شركات رأس المال المخاطر التونسية والمغربية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الدكتوراه، الطور الثالث، في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات المالية، جامعة الجزائر 03، 2019/2018، ص 101.

10	الخروج المنتظر (صفحات)	عرض لكيفية وتوقيت خروج المستثمر من رأس المال وكذا اخطار وفرص الخروج.
11	ملاحق	السيرة الذاتية لفريق المبادر، منشورات ومقالات صحفية.
12	مرجعيات	قائمة الاشخاص الي يمكن الاتصال بهم لمعرفة نوعية الكفاءات، وتقدير المشروع.

المصدر: ضياف عليّة، حمّانة كمال، مرجع سابق، ص174

2.1.1. معايير اتخاذ القرار: يأخذ المخاطر برأس المال فكرة مبدئية عن المشروع بعد دراسته الأولية لخطة العمل وإخضاع مضمونها للمعايير الأساسية اللازمة لاتخاذ القرار، حيث تتحكم في اتخاذ القرار السياسة الاستثمارية المحددة من طرف مستثمري شركة رأس المال المخاطر (حجم المؤسسة، قطاع نشاطها، طور نموها، تطورات محفظة المساهمات في فترة القيام بتقييم المؤسسة، المدة النظرية للخروج من رأس المال). لكن الأمر المشترك بين كل شركات رأس المال المخاطر هو كون الاختيار يكون على أساس التحكيم الكلاسيكي بين الخطر والمردودية، أي البحث على مشروع ذو ربحية واستعدادات عالية مقابل أخطار متحكم فيها، كما أن هناك خمسة معايير يعتمد عليها المخاطرون برأس المال لاتخاذ القرارات الاستثمارية: التسيير، الثنائي منتج اسوق، الإستراتيجية، المردودية، فرص الخروج.¹

2.1. مرحلة الدراسة المعمقة: بعد اختيار مرحلة التحليل الأولى، والتي تشهد مقابلات وزيارات للمؤسسة المعنية، أصبحت لدى المخاطر برأس المال فكرة واضحة نوعا ما عن المشروع المرشح، في حال قرر الذهاب بعيدا رفقة هذا المشروع، وبالتالي يمر الى مرحلة جديدة الهدف منها هو اختيار بعض النقاط الحساسة بدقة أكثر، وهذا من خلال أعمال الفحص، التدقيق والمراجعة، وهي عملية مكلفة للمخاطرين، حيث تتراوح تكلفتها من 02% الى 05% من مبلغ الاستثمار المعني، وبالتالي اذا كان المخاطر برأس المال مضطرا للاستعانة باستشارات لخبراء خارجيين ويتحمل كل هذه التكاليف، فذلك يعكس اهتمامه الفعلي بالمشروع المعني.²

3.1. التقييم المالي للمشروع: يعتبر التقييم المالي أهم جزء تقييمي يقوم به المخاطر برأس المال، حيث يتعين عليه معرفة مردودية المشروع واستعداداته المستقبلية للنمو وتحقيق قيم مضافة، وكذا معرفة قيمة المؤسسة وبالتالي أحسن سعر يدفع لحيازة نسبة معينة من رأسمالها. ومن بين التقنيات المتبناة في هذا الصدد والتي كانت محور اهتمام العديد من الاصدارات التي أجمعت على صعوبة الأمر عند تعلقه بحالة الانشاء، نجد معدل العائد الداخلي، تقنيات مرتبطة بالذمة المالية، تقنية المضاعفات وكذا تقنيات حديثة أخرى منها تقييم العائد الاقتصادي وتقنيات قائمة على نظرية الخيارات.

تختلف الطريقة التي تحصل بها شركات رأس المال المخاطر على الفرص الاستثمارية، فبمجرد حصولها على ملف الترشح تقوم كما رأينا بتمريرها على عدة مراحل انتقالية مختلفة الدقة. حيث تخضع أولا لتحليل أولي لرؤية ما

¹ - ضياف عليّة، حمّانة كمال، مرجع سابق، ص 175.

² - تقيّة لياس، مرجع سابق، ص 92.

إذا كانت المعطيات المنتظمة في خطة عملها تستجيب للمعايير الضرورية، فاذا تخطت هذه المرحلة تخضع لمرحلة الدراسة المعمقة، والتي تعكس الاهتمام الفعلي للمخاطر برأس المال بالمشروع المعني، لتصل الى مرحلة التقييم المالي التي تؤدي الى وضوح الصورة واتخاذ المستثمر لقرار نهائي.¹

2. مرحلة التركيب القانوني والمالي: تعتبر مرحلة التركيب القانوني والمالي القاعدة التي تركز عليها عملية التمويل برأس المال المخاطر، حيث تتوقف عليها فعالية أداء المؤسسة الممولة ونجاحها، وهذا بتحديد مجموعة العقود القانونية التي تنظم العلاقة بين طرفي العلاقة (الشراكة)، بالإضافة الى ذلك تسمح هذه المرحلة بتحديد الأدوات المالية التي يمكن للمخاطر برأس المال بالاعتماد عليها من أجل المساهمة في رأس مال المؤسسة الممولة.²

1.2. التركيب القانوني: ان نجاح الشراكة المرتقبة بين شركة رأس المال المخاطر والمؤسسة طالبة التمويل يستلزم دراية وخبرة كافيتين لصياغة العقود القانونية الملائمة، والتي تكتسي أهمية بالغة بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر في ظل غياب ضمانات تغطي مساهمتها. وتشمل:³

1.1.2. عقد المساهمين: يعتبر اتفاق المساهمين أساس كل ملفات تقنية رأس المال المخاطر، ويعرف بأنه وثيقة قانونية سرية مكتوبة وموقعة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة تحدد فيها حقوق والتزامات مختلف الأطراف حيث لا يمكن لأي مساهم الاطلاع عليه إلا إذا كان من الموقعين عليه، ويهدف هذا العقد من جهة إلى ضمان حقوق المخاطر برأس المال حيث يسمح بسلطة قرار لا تتناسب مع مساهمته في رأس المال (مالك الأقلية الأسهم)، ومن جهة أخرى إلى مراقبة هيكل رأس المال .

وهذا الاتفاق غير منظم بموجب القانون فهو يخضع لمبدأ الحرية التعاقدية، إلا أن هذه الحرية غير مطلقة فهي مقيدة بموجب القانون فال يجوز أن يكون مضمون هذا الاتفاق مخالفا للنصوص القانونية، وعليه فهو يملك قيمة قضائية تخضع الأطراف المتعاقدة للالتزام ببوده، ومن الخصائص التي يجب أن يتصف بها الاتفاق هي الدقة خاصة في ظل غياب نصوص تنظيمية للعلاقة ما بين مؤسسات رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة.

ويتضمن اتفاق المساهمين مجموعة من البنود التي تحدد أساسا أطراف العلاقة التعاقدية، وسائل التدخل، مدة التدخل بالإضافة إلى مجموعة من البنود التي تعتبر بمثابة حماية لمؤسسة رأس المال المخاطر باعتبارها مالكة الأقلية رأس المال في المؤسسة الممولة، وبنود أخرى تعمل على مراقبة هيكل رأس المال، وسيتم فيما يلي عرض مختلف بنود اتفاق المساهمين بشكل مختصر.⁴

• **البنود المتعلقة بحقوق شركة رأس المال المخاطر:** يتم إدراج بنود تمنح حقوق لها في المؤسسة الممولة حماية لها ولتمكينها من المساهمة الفعالة في الإدارة والتسيير، تتعلق هذه البنود أساسا بحق التصويت لذا يطلق عليها

¹ - نفس المرجع السابق، ص ص 97-98.

² - خليفة وفاء، مرجع سابق، ص 115.

³ - ضياف علي، هامة كمال، مرجع سابق، ص 176.

⁴ - خليفة وفاء، مرجع سابق، ص ص 115-116.

تسمية اتفاق التصويت، والذي يحدد طرق التشاور الإجباري قبل انعقاد الجمعية العامة أو مجلس الإدارة، ويتعلق الأمر بما يلي:¹

✓ **بند الإعلام** من أجل القضاء على مشكل عدم تماثل المعلومة، حيث يكون مسير المؤسسة الممولة على دراية تامة بمختلف المعلومات والمستجدات الخاصة بالمؤسسة، ملزما بتقديم تقارير دورية تضم كل المعلومات إدارة المؤسسة المتعلقة بتسيير أو بمبادرة منه أو بطلب من شركة رأس المال المخاطر، ونتيجة لإدراج مثل هذا البند يترتب لهذه الأخيرة عدة حقوق كالتحقيق عند الاقتضاء مع أي شخص في المؤسسة، واستجواب محافظي الحسابات في المؤسسة، وتفويض شخص تختاره ليقوم بالاطلاع على وثائق المؤسسة وفي أي وقت.²

✓ **بند الاستشارة المسبقة** ويتمثل في إلزام مسيري المؤسسة الممولة بالرجوع لشركة رأس المال المخاطر استشارتها قبل اتخاذ بعض القرارات، كالتنازل عن الأصول، توظيف إطارات التسيير، قروض هامة أو أي قرارات أخرى مهمة في حياة المؤسسة أو مستقبلها.³

✓ **بند الموافقة المسبقة** يلزم هذا البند المسير بالحصول على الموافقة المسبقة لشركة رأس المال المخاطر لاتخاذ بعض القرارات الهامة والمحددة ضمن اتفاق المساهمين، وعادة ما يدرج هذا البند في حالة عدم امتلاك هذا الأخير حق المعارضة في الجمعية العامة غير العادية، كما يمنح هذا البند حق الموافقة المسبقة لزيادة رأس المال أو تعديل في موضوع المؤسسة أو السلطات أو تغيير شكل المؤسسة، وقد أصبح مضمون هذا البند اليوم أكثر اتساعا قد يشمل الشروع في خط إنتاج جديد، توظيف مسيرين جدد أو فتح فروع جديدة، و الهدف من إدراجه هو الحد من سلطات المدير عادة في شركة المساهمة.

✓ **بند التدخل المحدود** يلزم هذا البند مالكي أغلبية رأس المال بالاعتراف لمؤسسة رأس المال المخاطر بحق اتخاذ القرار في مجالات محددة حيث يكونون ملزمون بإتباع الاتجاهات التي ترسمها، فهذا البند يعطيها سلطة إدارية في مجالات محددة كمجال ترخيص العاملة أو اختيار الموزعين .

✓ **بند تنظيم حضور المخاطر برأس المال للمؤسسة الممولة** يتمثل هذا البند في منح المخاطر برأس المال مقعدا سواء في مجلس الإدارة أو مجلس المراقبة، وهذا لكي يستطيع الحضور للمؤسسة بشكل منتظم ويتمكن من ممارسة رقابة أكثر فعالية على هذه الأخيرة.

• **بنود مراقبة هيكل رأس المال:** إن مراقبة هيكل رأس المال يعتبر من أهم أهداف اتفاق المساهمين، حيث يلجأ هؤلاء إلى وضع مجموعة من البنود التي تعمل على مراقبة عملية التنازل عن الحصص بالإضافة إلى عملية الانسحاب النهائي، وهذا بغرض حماية مصلحة مختلف الأطراف في هذه الشراكة، ويتعلق الأمر أساسا بما يلي:⁴

¹ - نفس المرجع السابق، ص 117.

² - فدوى بوحناش، مرجع سابق، ص 97.

³ - نفس المرجع السابق، ص 97.

⁴ - خليفة وفاء، مرجع سابق، ص 117.

✓ **البند المحددة الانسحاب** تفيد هذه البنود في تحديد الشخص المتنازل له بذاته أو تحديد الطريقة التي يتم بها اختيار الشخص المتنازل له ضمن اتفاق المساهمين، وتشمل هذه البنود كل من البند المنشئ لحق الموافقة وحق الشفعة، حيث ليس من مصلحة المؤسسة الممولة أن يتم التنازل عن المساهمات لأي كان، لذا من أجل تفادي دخول شريك غريب في رأس مال المؤسسة يتم إدراج بنود تنشئ للشركاء في المؤسسة الممولة حق الموافقة أو حق الشفعة على الشخص المتنازل له. والبنود المتعلقة بتسهيل التنازل وهي مجموعة من البنود التي يتم إدراجها عادة لحماية شركة رأس المال المخاطر وتجنباً لأي عوائق قد تصعب من انسحابها مستقبلاً، أو قد تؤدي لتكبتها خسائر أو عدم تحقيق فائض قيمة المرجو تحقيقه، كما تهدف هذه البنود لحماية المخاطر برأس المال من تغير الأشخاص المالكين لأغلبية رأس المال مما يؤثر على القرارات التي تتخذها والتي قد تلحق ضرراً به .

✓ **بند الانسحاب المرفق:** مضمون هذا البند هو أن مجموع الشركاء مالكي أغلبية الأسهم لا يقدمون على بيع أسهمهم إلا بموافقة المتنازل له بشراء أسهم الشريك المالك لأقلية الأسهم (المخاطر برأس المال) بالإضافة إلى الأغلبية، وهذا يعني أن الشركاء مالكي الأغلبية في حالة إرادتهم التنازل عن أسهمهم، يجب عليهم إيجاد مشتري يقبل شراء أسهمهم بالإضافة إلى مساهمات مؤسسة رأس المال المخاطر .

✓ **بند الأولوية في الانسحاب:** ينص هذا البند على أن الشركاء مالكي أغلبية رأس المال لا يقومون بالتنازل عن حصصهم مادام المالك لأقلية الأسهم أو المخاطر برأس المال لم يتنازل عنها، وعليه فهو ينشئ التزام على عاتق مالكي أغلبية الأسهم في المؤسسة بالامتناع عن التنازل عن مساهماتهم لغاية انسحاب شركة رأس المال المخاطر .

وتعمل بنود الانسحاب بصفة عامة على حماية مؤسسة رأس المال المخاطر من خطر ذوبان مساهمتها، والذي قد يكون سببه حدوث اندماج للمؤسسة أو رفع رأسمالها دون إشراكه.

• بنود خاصة:¹

✓ **بند عدم المنافسة** ينص هذا البند على منع الأطراف المسيرة في المؤسسة الممولة من المساهمة في مؤسسات أخرى منافسة أو من ممارسة أي نشاط إداري فيها، وهذا ضمن إطار زمني ومكاني محدد.

✓ **بنود تسوية النزاعات** تحدد هذه البنود كيفية حل النزاعات التي تقع بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة، وتتمثل هذه الطرق في بند التسوية الودية والتسوية القضائية.

2.1.2. الخيارات القانونية: يتمثل الخيار القانوني في كل من الشكل القانوني المتبنى والهياكل التسييرية المعتمدة من طرف المؤسسة، حيث يتحدد على أساسها مدى الرقابة التي بإمكان المستثمر ممارستها.²

¹ - خليفة وفاء، مرجع سابق، ص 119.

² - خليفة وفاء، مرجع سابق، ص 116.

2.2. التركيب المالي: يعتبر التركيب المالي أحد أهم الخطوات وأكثرها حساسية، حيث يتم خلالها اختيار الأدوات المالية المتبناة للمساهمة، هذا الاختيار تحدده عوامل كثيرة مثل طور نمو المؤسسة وخصائصها، فكلما كان المحتوى التكنولوجي للمشروع كبير، كلما زادت درجة عدم التأكد المرتبطة به وارتفع مستوى المخاطر، مما يدفع المخاطرين برأس المال تبني أوراق مالية هجينة (سندات قابلة للتحويل، أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، ...)، لكن في الحالة العكسية فإن الأسهم العادية هي الأداة المختار، أن الأدوات المختارة تحدد طبيعة العلاقة التي ستنشأ بين الطرفين، تحمل المخاطر، طبيعة المكافئة، وكذا درجات الاتصال، المشاركة، المتابعة التسييرية، ...¹

3. مرحلة الشراكة والانفصال:²

1.3. الشراكة: إن أهم اختلاف بين رأس المال المخاطر وباقي التمويلات التقليدية يكمن في متابعته لمساهماته، حيث يسعى لتنظيم وضمان متابعته ومراقبتها قبل انطلاق الشراكة، وذلك عن طريق مختلف الوسائل القانونية والمالية المتاحة له. إن طبيعة العقود والاتفاقيات المبرمة في عمليات رأس المال المخاطر وطبيعة العملية التمويلية في حد ذاتها تكاد تكون نموذج خاص للحكومة، باعتبار أن هذه الأخيرة تقوم على مجموع الإجراءات، التشريعات، القوانين والتنظيمات التي تؤثر في طريقة تسيير إدارة ومراقبة المؤسسة

2.3. الانفصال: يتمثل الهدف الأساسي لمؤسسات رأس المال المخاطر من تمويل المؤسسات الناشئة في استرجاع الأصل المالي الذي استخدم في التمويل مع تحقيق فائض قيمة في نهاية العملية، فهي لا تهتم بامتلاك المؤسسات الناشئة لمدة طويلة ولكنها تهتم بتمويل هذه المؤسسات حتى تصل إلى مستويات معينة من النمو ثم تقوم بالخروج منها فاتحة المجال أمام مستثمرين آخرين، لذا تمثل عملية الخروج الناجحة من الاستثمار عنصر جذب للمستثمرين من خلال العائدات المرتفعة من جهة، كما أنها تسمح برفع رأس المال بالنسبة للمؤسسة رأس المال المخاطر من جهة أخرى.³

إن خروج المخاطر برأس المال من رأسمال المؤسسة يخضع لمنطقتين⁴:

➤ **منطق تعاقدية:** نظرا لأهمية الخروج، فإنه يتم التحضير له منذ المفاوضات الأولى بين الطرفين قبل الدخول في رأس المال، حيث يتم تنظيم الأمور المتعلقة به في بنود مختلفة (بند الخروج المتصل، بند الموافقة، بند الخروج الموفق، ...).

➤ **منطق مالي:** يتحكم عاملين اثنين في نمط خروج المخاطر برأس المال خصائص المؤسسة وطبيعة أصولها (قطاع النشاط، أهمية الأصول الوهمية، ...)، وفترة بقاء المستثمر، التي بدورها تخضع لعدة عوامل أخرى طور نمو المؤسسة، أوضاع و سيولة السوق المالي، وجود فرص الشراء.

¹ - ضياف علي، حمادة كمال، مرجع سابق، ص 176.

² - نفس المرجع السابق، ص 176.

³ - خليفة وفاء، مرجع سابق، ص 126، ص 131.

⁴ - ضياف علي، حمادة كمال، مرجع سابق ص 177.

المطلب الثالث: أهمية التمويل برأس المال المخاطر للمشروعات الناشئة وواقعه في الجزائر

يحتل التمويل برأس المال المخاطر أهمية كبيرة على صعيد المؤسسات الصغيرة والمبتكرة، التي تفتقر للإمكانيات المالية والخبرات التي تأهلها للنمو بنفسها، وتجذ صعوبة في الحصول على التمويل من قبل البنوك والمؤسسات الأخرى نظرا لعدم توفرها على الضمانات الكافية من جهة وارتفاع نسبة المخاطرة التي تلحق بها من جهة أخرى، وهنا تبرز أهمية رأس المال المخاطر في تمويل المراحل الأولى لهذه المؤسسات وهذا ما ينعكس ايجابيا على الاقتصاد الوطني ككل. ولذلك كان محط اهتمام السلطات التي حاولت إرساء سوقه بمختلف الطرق.

1. أهمية التمويل برأس المال المخاطر للمشروعات الناشئة

وتتجلى أهمية رأس المال المخاطر بالنسبة للمؤسسة الممولة في العديد من العناصر نذكر منها:¹

- 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، وهذا ما يمكن المؤسسة الممولة من السير الجيد لمشاريعها والاستفادة من الخبرات والطرق الحديثة في التسيير؛
- لا تنسحب شركة رأس المال المخاطر من المؤسسة إلا بعد أن تصبح هذه الأخيرة قادرة على الانتاج والنمو بنفسها؛
- يتم التمويل برأس المال المخاطر عبر مراحل وليس دفعة واحدة، فبعد انتهاء أي مرحلة تلجأ المؤسسة من جديد الى شركة رأسي المال المخاطر (في حالة استمرار احتياجاتها 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 تكون أموال شركة رأس المال المخاطر مستحقة أو واجبة الأداء اذا كانت حالة المؤسسة تسمح بذلك، على اعتبار أنها أصبحت تشكل جزء من أموالها الخاصة، وتشترك مع المؤسسة في الخسائر؛
- أما على المستوى الاقتصادي 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 الانتاجية للاقتصاد من خلال توجيه الأموال المقدمة لنشاطات أكثر انتاجية فضلا عن المتابعة المستمرة للنتائج التي يحققها المشروع الممول؛

¹ - آغا تغريد، حشماوي مجدي، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة-حالة الجزائر-، مجلة المدبر، العدد 03، جوان 2016، ص 12.

-التخفيض من نسبة البطالة، نظرا لما تحتاجه المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر من مناصب شغل، على الاعتبار أنها مؤسسات حديثة النشأة.

2. المنظومة القانونية لرأس المال المخاطر في الجزائر

سنحاول فيما يلي الحديث عن المشهد التنظيمي والجبائي والضريبي لصناعة رأس المال المخاطر في الجزائر، حيث انطلقت هذه الصناعة دون إنتظار وضع السلطات الجزائرية لإطار قانوني خاص بها. لذا نرى أنه من الضروري تناول الإطار القانوني لهذه الصناعة على مرحلتين، تتمثل الأولى في مرحلة ما قبل إصدار القوانين الخاصة بها، أما الثانية فهي مرحلة ما بعد إصدار القوانين المتعلقة بها.

2. 1. مرحلة ما قبل القانون 06-11: تميزت هذه المرحلة بغياب إطار تنظيمي يضبط صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر، حيث أن المشرع الجزائري لم يعتقد بضرورة وجود قانون خاص لممارسة هذه الصناعة، وكان لزاما على شركات رأس المال المخاطر أن تؤسس إما في شكل مؤسسات مالية أو في شكل شركات مساهمة تخضع لقواعد القانون التجاري

2. 1. 1. صيغة المؤسسة المالية: كانت شركات رأس المال المخاطر في الجزائر تمارس نشاطها ضمن ما يسمح به الأمر رقم 03-11 المتعلق بالنقد والقرض، الذي يؤهل قانونيا المؤسسات المالية لممارسة كل وظائف البنك بإستثناء تلقي الإدخار العام وإدارة وسائل الدفع أو إتاحتها للزبائن، لكن بالمقابل يمنحها إمكانية حيازة مساهمات في أي مشروع¹، ويستخدم مجلس النقد والقرض سلطاته لوضع قيود تتعلق فقط بالبنوك، ما يترك للمؤسسات المالية الحرية الكاملة في إستثمار أموالها الخاصة في شكل مساهمات. إن صيغة المؤسسة المالية التي تمارس نشاطها تحت سلطة ووصاية بنك الجزائر، تمنح شركات رأس المال المخاطر بعض المصدقية وجو من الثقة، فيمكن للمستثمرين الاكتتاب بسهولة أكبر في رأسمالها، لكن بالمقابل ورغم تمتع هذه الصيغة بميزة الثقة، إلا أنها تعاني من صرامة عمل المؤسسات المالية، التي ستكون طوال الوقت خاضعة من جهة لجملة من القوانين التي تهدف لحماية المستثمرين، ومن جهة أخرى لمراقبة وتقارير مراجعي الحسابات من بنك الجزائر.

2. 1. 2. صيغة المؤسسة التجارية: قدم المشرع الجزائري صيغة بديلة يمكن بها إنشاء شركات رأس المال المخاطر، ويتعلق الأمر بشركة المساهمة التي تحكمها قواعد القانون التجاري، والتي تتبنى أخذ المساهمات كنشاط اجتماعي لها. حيث تبدو هذه الصيغة أكثر مرونة من شكل المؤسسة المالية، نظرا لعدم حاجة إنشاء شركة رأس المال المخاطر في هذه الحالة لترخيص من بنك الجزائر لممارسة نشاطها، بالإضافة إلى عدم خضوعها لقواعده الاحترازية ومراقبته، لكن هذه الصيغة تفقدها المصدقية وجو الثقة.

2. 2. مرحلة ما بعد القانون 06-11: انتظرت صناعة رأس المال المخاطر إلى غاية منتصف سنة 2006

لتحضي بإطار تنظيمي خاص بها، أي بعد حوالي 15 عاما من ظهور أول شركة لرأس المال المخاطر في الجزائر،

¹ المادة 74 من الأمر رقم 03-11، المتعلق بالنقد والقرض الصادر بتاريخ 26 أوت 2003، الجريدة الرسمية، العدد 52، 2003/08/27، ص 12.

الأمر الذي يمكن اعتباره متأخرا مقارنة بدول الجوار، حيث أن قانون شركات رأس المال المخاطر في تونس كان في 30 أكتوبر 1995، ليمت البدء الفعلي للعمل في هذا الاتجاه سنة 1998.¹ وعموما جاء القانون الأول لتحديد شروط نشاط شركات رأس المال المخاطر وكيفيات إنشائها وسيورها في 2006، بصدر القانون رقم 06-11 الذي تمت صياغته في ستة فصول.

إن صدور هذا القانون جاء لتنوع المنظومة التمويلية وتطوير وساطة مالية كانت شبه غائبة على الساحة الوطنية، حيث تنص المادة الأولى منه إلى تحديد شروط ممارسة نشاط رأس المال المخاطر وكيفيات إنشاء مؤسساته وسيورها، حيث تتطلب ممارسة هذا النشاط الحصول على رخصة مسبقة من الوزير المكلف بالمالية إستنادا لملف يقوم على مقاييس الكفاءة والإحترافية، بعد إستشارته لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبنك الجزائر. وتمارس شركات رأس المال المخاطر نشاطها في شكل شركة مساهمة لحساب الغير أو لحسابها الخاص، مستخدمة في ذلك الأموال الخاصة المتمثلة أساسا في رأس المال الذي تسدد 50% منه عند تاريخ التأسيس والاحتياطات، ومن الأموال شبه الخاصة المتمثلة في الأموال الممنوحة من قبل الغير والدولة لاستثمارها إضافة إلى الهبات والأموال الممنوحة من قبل البنوك والمؤسسات المالية، حيث تقوم هذه الهيئات بالمساهمة في رأس مال شركات رأس المال المخاطر التي تعمل تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، طبقا للتشريع والتنظيم المعمول بهما²، لكي تقوم فيما بعد باستثمار هذه الأموال في المساهمة في رأس مال المؤسسة الممولة عبر اقتناء إما أسهم عادية، شهادات إستثمارية، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حصص الشركاء، وبوجه عام جميع فئات القيم المنقولة الأخرى المماثلة للأموال الخاصة طبقا للتشريع والتنظيم المعمول بهما.³

وركز المشرع الجزائري في المادة الرابعة من نفس القانون على مراحل نمو المؤسسة موضوع التمويل، كما حدد كيفيات تدخل شركة رأس المال الاستثماري، والتي تكون كما يلي:⁴

- ✓ رأس المال المخاطر، الموجه لتمويل المؤسسات في مرحلة ما قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء.
- ✓ رأس مال النمو، الموجه لتمويل تنمية طاقات المؤسسات بعد إنشائها.
- ✓ رأس مال التحويل، الذي يشمل رأس المال الموجه لتمويل استرجاع المؤسسة من قبل مشتري داخلي أو خارجي. بالإضافة إلى عمليات استرجاع مساهمات أو حصص يحوزها صاحب رأس مال استثماري آخر يظهر من التعريف أن المشرع الجزائري قد اختصر عمليات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في المرحلتين الأوليتين من مراحل نمو المؤسسة، والمتمثلتين في مرحلة ما قبل الإنشاء المتعلقة بفترة الانطلاق ومرحلة الإنشاء المتعلقة بفترة التأسيس، دون التركيز على المراحل الأخرى المتمثلة في النمو، النضج والتدهور، كما أن

¹ -تقنية لباس، مرجع سابق، ص 117.

² - محمد شريف بن زواي، هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر حالة الجزائر، مذكرة ماجستير بالمدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2011، ص 83.

³ - المادة 05 من القانون رقم 06-11 المتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة في 24 جوان 2006، ص 04.

⁴ - محمد السبتي، مرجع سابق، ص 171.

المشروع الجزائري لم يميز بين مراحل التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري من حيث الضوابط والتحفيزات، لذا يمكن اعتبارها هي نفسها المطبقة على المؤسسات التي تكتفي بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر. ويضع القانون قواعد تتعلق بنسب المساهمات والاقتراض، حيث لا يجوز لشركة رأس المال المخاطر أن تخصص أكثر من 15% من رأسمالها وإحتياطياتها للمساهمة في مؤسسة واحدة، ولا يجوز لها امتلاك أكثر من 49% من رأسمال مؤسسة واحدة، وهذا للسماح لعدد كبير من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للاستفادة من العمليات المقدمة من طرف هذه الشركات، كما لا يمكن أن تتم المساهمة إلا على أساس عقد المساهمين الذي يوضح على وجه الخصوص، مدة المساهمة في الاستثمار وشروط الانسحاب، بالإضافة إلى أنه لا يجوز لها الاقتراض بما يفوق حدود 10% من أموالها الخاصة الصافية، ولا يمكنها استعمال المبالغ المقرضة في عمليات الحصول على مساهمات¹.

أما فيما يخص مراقبة نشاط شركات رأس المال المخاطر فهي تخضع لمراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، حيث تلتزم الشركات برفع تقريراً عن نشاط السداسي مرفقاً بوضعية حافظة السندات، الوثائق المحاسبية والمالية لنهاية السنة المالية المعنية، تقارير محافضي الحسابات وأية وثيقة أخرى ضرورية لممارسة الرقابة.² هذا القانون تناول الخطوط العريضة والعناصر العامة لنشاط شركات رأس المال المخاطر، أما التفاصيل فتركزت للنصوص التنظيمية التي لم تنشر إلى غاية فيفري 2008، وقد تضمنت تحديد رأس المال الأدنى الذي قدر بمائة مليون دينار جزائري، حيث يمنع امتلاك أكثر من 49% من رأس مال شركة رأس المال المخاطر من طرف أي شخص طبيعي ولزوجه وأصوله وفروعه معاً، أو من طرف شركة أو شركات من نفس المجموعة، وهذا بصفة مباشرة أو غير مباشرة.³

هذا بالإضافة إلى القرار الذي يحدد مقاييس الكفاءة والاحترافية لمسيرى شركة رأس المال المخاطر، فوفقاً لهذا القرار يجب أن يكون كل من رئيس مجلس الإدارة والمدير العام والإطارات المسؤولين حائزين على الشهادات الجامعية ويمتلكون خبرة مهنية لا تقل عن ثماني سنوات في أحد المجالات الآتية: البنوك، المالية، اقتصاد المؤسسات، التحليل المالي وتسيير المخاطر، أما أعضاء مجلس الإدارة فيشترط أن يكونوا حاصلين على الشهادات الجامعية ويمتلكون خبرة مهنية لا تقل عن خمس سنوات في المجال الاقتصادي أو المالي أو التجاري أو القانونية.⁴

2. 3. الإطار الجبائي لرأس المال المخاطر: يلعب الإطار الجبائي الملثم دوراً هاماً من أجل تطور صناعة رأس المال المخاطر في أي بلد، الأمر الذي أخذته مختلف الدول بعين الاعتبار وعملت على إثرائه باستمرار، لأن

¹ - المادة 24 من القانون 06-11، مرجع سابق، ص 06.

² - المادة 25 من القانون رقم 11/06، مرجع سبق ذكره.

³ - المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المتعلق بممارسة نشاط شركة الرأسمال الاستثماري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 09، 24، فيفري 2008، ص 08.

⁴ - القرار الوزاري المحدد لمقاييس الكفاءة والاحترافية لمسيرى شركة الرأسمال الاستثماري المؤرخ في 27 ديسمبر 2008، الجريدة الرسمية، العدد 05، الصادرة ب 2009/01/21، ص 20.

غياب مزايا ضريبية لا يدفع بالمستثمر إلى توظيف أمواله في هذه الصناعة التي تتسم عملياتها بمستوى عالي من المخاطرة وسيولة ضعيفة. إلا أن صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر ظلت ولفترة طويلة بعد ظهورها تمارس دون قوانين ولا تحفييزات جبائية، وكان عليها انتظار قانون المالية لسنة 2005 ليأتي بالجديد، حيث تضمن إعفاء شركات رأس المال المخاطر من الضريبة على أرباح الشركات لمدة تقدر بخمس سنوات ابتداء من انطلاق ممارسة نشاطها.¹ إضافة إلى جملة من التحفييزات الجبائي ك:²

- إعفاء شركات رأس المال الاستثماري من الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخيل من الأرباح، ونواتج توظيف الأموال، وكذا ناتج وفائض قيمة التنازل عن الأسهم والحصص؛
- تستفيد شركات الرأسمال الاستثماري من معدل مخفض ب 5 % بعنوان الضريبة على أرباح الشركات؛
- تستفيد من هذه المزايا الجبائية كل شركة رأسمال الاستثماري التي تتعهد بعدم سحب المبالغ المستثمرة في المؤسسات لمدة خمسة (05) سنوات ابتداء من أول جانفي من السنة الموالية لتاريخ الحصول على المساهمة؛
- أيضا تخضع شركات رأسمال الاستثماري إلى رسم تسجيل ثابت مقدر ب خمسة مائة (دينار جزائري)، وعشرون (20) دينارا جزائري عند كل صفحة بالنسبة لكل عقد تأسيسي، أو زيادة الرأس مال أو تخفيضه، أو التنازل عن قيم منقولة.

عموما يمكن القول أنه وبعد طول انتظار متعاملي رأس المال المخاطر الجزائريين أصبح لهذه الصناعة أخيرا قوانين خاصة بها تؤطرها، ونظاما ضريبيا تحفيزيا يشجع المستثمرين على توظيف أموالهم بها. كما أصبح بإمكان مؤسسات رأس المال المخاطر الحصول على أموال الغير وتوظيفها. لكن لمهنيي رأس المال المخاطر في الجزائر ملاحظات حول هذا القانون، وتطلعات لتشريعات لاحقة تملأ ما يعتبرونه نقائص من شأنها أن تحد من توسع وتطو هذه الصناعة بالجزائر. نتطرق لهذه النقاط عند الحديث عن واقع وآفاق صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر.³

3. واقع سوق رأس المال المخاطر في الجزائر

في الجزائر هناك القليل من الشركات التي دخلت مجال رأس المال الاستثماري، والتي يمكنها سواء العمل من خلال رأس المال الخاص، كما يمكنها العمل من خلال صندوق الاستثمار الذي يساهم بصفة كبيرة في التمويل برأس المال الاستثماري نظرا لمجال تمويله وامتداده الواسع. لذا سنتطرق الى صندوق الاستثمار الولائي الذي يضم بدوره باقي مؤسسات رأس المال الاستثماري الناشطة والفاعلة في هذا المجال وكذا التمويل عن طريق رأس المال الخاص

¹ - المادة 10 من قانون رقم 04-21، المتضمن قانون المالية لسنة 2005، الجريدة الرسمية، العدد 85، الصادرة ب 2004/12/30، ص 05.

² - المادة رقم 24 من القانون رقم 11/06، مرجع سبق ذكره، ص 06.

³ - مجلّد السبتي، مرجع سابق، ص 171.

1.3. الصندوق الوطني للاستثمار: ويدخل الصندوق الوطني للاستثمار إلى جانب المستثمرين الجزائريين الراغبين في الاستثمار بنسبة إسهام تصل إلى 34% من رأس المال والتمويل، وكذا بغرض تنشيط إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2.3. الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة FINALEP: أسست الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة بعد مجموعة من الاجتماعات التي قام بها بنك الجزائر ووزارة المالية مع البنك الأوروبي للاستثمار في الجزائر، وبتاريخ 15 نوفمبر 1990، تم إمضاء اتفاقية سمحت بإنشاء الشركة فيما بعد، وبلغ رأس مالها عند إنشائها 73.750.000 دج. شارك في تأسيسها كل من القرض الشعبي الجزائري ب 20% وبنك التنمية المحمية ب 40%، ومؤسستين أوربيتين الوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 28.74%، والبنك الأوروبي للاستثمار ب 11.23%. وبعد انضمام البنك الأوروبي للاستثمار وصل رأسمالها إلى 159.750.000 دج وتقوم شركة FINALEP بالمهام التالية¹

- المشاركة في عمليات التأطير، فهي تعد وكيل بين 10 إلى 20% من رأس المال الاجتماعي حسب حاجة وحجم المؤسسات، وقد تكون هذه المشاركة بالدينار أو بالعملة الصعبة؛
- مساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي هي بحاجة للتمويل؛
- ترقية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث تمول قطاعات الإنتاج والتحويل والاستغلال، الصناعة، الاتصالات، مشاريع تطوير الشبكة الهيكلية كالنقل.
- ترقية الشراكة الأوربية الجزائرية، وخلق مؤسسات صغيرة ومتوسطة تخضع للقانون الجزائري.

3.3. الجزائر استثمار: EL Djazair Istithmar أنشأت في 28 ديسمبر 2009 بمبادرة من بنكين عموميين، BADR بنسبة 70% و CNEP-Banque ب 30%، ورأس مال اجتماعي يبلغ ب 1 مليار د ج واعتمدها من الوزارة في 11/05/2010. تستند مكافأة الشركة على المكاسب المحتملة عند خروجها، ويعزز تدخلها في رأس مال المؤسسة الحكم الرشيد فيها ويزودها بالخبرات وتجربته في التنظيم والتسيير والمشورة اللازمة. وتعتمد كمعايير لاختيار المؤسسات على طبيعة المشروع ومردوديته (الجدوى التقنية، السوق، القيمة المضافة، ...) ونوعية وجودة خطة العمل (الجدوى الاقتصادية والمالية على المدى المتوسط)، والمهارات التقنية والإدارية للمبادر أو المسير، ومدى مساهمة مشروعه في التنمية الاقتصادية والاجتماعية والحفاظ على البيئة. بدأت الشركة نشاطها في 2011، وإلى غاية 2018 حققت 16 مساهمة، بقيمة إجمالية بلغت 934.1 مليون د ج. 5 مساهمات عبر الصناديق 270 مليون د ج و 10 مساهمات بأموالها الخاصة بقيمة 664.1 مليون د ج³.

¹ -<https://www.finalp.dz> 2021/06/12 07 :13

² - <http://www.eldjazai-istithmar.dz> 2021/06/06 22 :04

³ -حبيبة مداس، رحمان موسى، واقع رأس المال المخاطر في الجزائر ودوره في تمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 11، العدد 01، 06/06/2021، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، ص 249.

3.4. الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار **Asicom** : هي شركة جزائرية سعودية، تأسست بموجب الاتفاقية الموقعة بين وزارتي المالية لكل من الجمهورية الجزائرية والمملكة السعودية في شهر أبريل 2004، وتمت المصادقة عليها في شهر سبتمبر 2004 من قبل الجانب الجزائري وفي ماي 2005 من قبل الجانب السعودي. وانعقدت الجمعية التأسيسية في مارس 2008، ودخلت الشركة في النشاط في شهر يونيو من نفس السنة برأس المال المكتتب والمدفوع من الدولتين قدر ب 6.000.000.000 دج، ويتواجد مقرها في الجزائر العاصمة. ويدير الشركة مجلس إدارة مكون من ستة (6) أعضاء، ثلاثة أعضاء يمثلون كل مساهم ويتألف المجلس عضو من جنسية سعودية، أما المديرية العامة فيشرف عليها جزائري، ويجتمع مجلس الإدارة بصفة منتظمة على الأقل مرة في كل ثلاثة أشهر. وتتمثل أساليب التمويل والتدخل المساهمة في رؤوس أموال الشركات الجديدة أو القائمة، تمويلات تكميلية على شكل قروض أو سندات المساهمة إعداد تركيبة التمويلات للمشاريع التي تعرض عليها والبحث عن شركاء آخرين في المشاريع، إعادة أو مراجعة دراسات الجدوى الاقتصادية.¹

3.5. الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف **SOFINANCE** : والتي ستكون موضوع دراسة الحالة في بحثنا.

وحسب المادة رقم 100 من الأمر المتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2009، وبموجب الاتفاقات الموقعة بين وزارة المالية وخمسة (05) شركات استثمار ثلاثة (03) منها عملية الآن، أنشأت الصناديق الاستثمارية الولائية، وتضم 48 صندوقا يخص جميع ولايات الوطن، والمبلغ المخصص لكل صندوق يقدر ب 1.000.000.000 د ج بمساهمة من الخزينة العمومية بنسبة 100 %، للمساهمة في راس مال المؤسسات كأقصى حد ب 50 مليون دج دون أن يتجاوز هذا الحد نسبة 49 بالمائة من رأسمال المؤسسة². وأسندت مهمة إدارة صناديق الاستثمار الولائية إلى الشركات التالية³:

- ✓ **SOFINANCE**: أوكلت لها مهمة تسيير صناديق الاستثمار لستة ولايات وهي: أم البواقي، باتنة، بجاية، البليدة، وهران، تيارت.
- ✓ شركة **FINALEP** : أوكلت لها مهمة إدارة ستة صناديق استثمار للولايات التالية: جيجل، سطيف، سكيكدة، سيدي بلعباس، البيض، تيبازة.
- ✓ **الجزائر استثمار**: أوكلت لها مهمة تسيير الجزء الأكبر من صناديق الاستثمارية الولائية، حيث أسند لها للولايات التالية: بسكرة، تمنراست، تبسة، تمنراست، الجزائر، عنابة، قالمة، قسنطينة، المدية، ورقلة، إليزي، خنشلة، سوق أهراس، عين الدفلى، عين تموشنت، وغليزان.

¹ - <http://www.asicom.dz>. 06/06/2021.

² - المادة رقم 100، الأمر متعلق بقانون المالية التكميلي 2009.

³ - الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، <http://www.andi.dz/index.php/ar/fonds-dinvestissement>. 08/06/2021.

- ✓ البنك الوطني الجزائري: بالإضافة الى الوظائف التي يقوم بها البنك، فقد أسندت له تسيير صناديق الاستثمار الخاصة بالرأس المال الاستثماري للعشرة الولايات التالية: أدرار، بشار، البويرة، مستغانم، معسكر، بومرداس، الطارف، تندوف، ميله، النعامه.
- ✓ البنك الجزائري الخارجي: وقد أسندت لو مهمة تسيير ثمانية صناديق استثمار ولائية كما يلي: الشلف، الأغواط، الجلفة، سعيدة، المسيلة، برج بوعرييج، الوادي، غرداية.

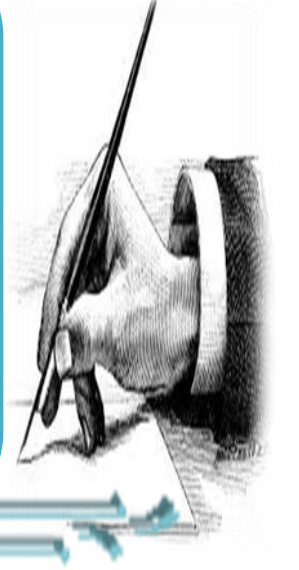
خلاصة الفصل

تواجه المشاريع الجديدة الناشئة صعوبات تمويلية لأنها تكون عالية المخاطر، ولأنها عادة تكون ذات ربحية عالية وتتضاعف بعد ذلك قيمة أصولها، فهي تحتاج إلى ممولين يشتركون معها في الربح والخسارة فتتفق المصالح والوجهة ولا تتعارض، كما تحتاج أيضا أن يتم تمويلها على مراحل وليس على دفعة واحدة وأن يكون هناك تنوعا في عددها كما وكيفا وأن تكون قابلة للتنمية والتطور وأن توسع من قاعدة ملكيتها، ولكي يتحقق هذا كله لا بد من توفير أداة أو تقنية تتجه إلى هذه المشاريع وتدفع للابتكار وتكون مفيدة للتنمية الاقتصادية، وأن تختلف هذه التقنية عن التمويل التقليدي الذي يرفض الالتحام مع العملاء ويدفع المستثمر إلى المغامرة دون النظر إلى حجم الخسارة إذ انخفاض العائد وتعرض المشروع للإفلاس لأنه ملزم أن يرد القرض في موعد معين ويدفع فائدة ثابتة خلال مدة الاستدانة.

إن هذه التقنية تتمثل في التمويل برأس المال المخاطر الذي يتعامل بمبدأ المشاركة ومن ثم يعتمد على دراسة الجدوى الاقتصادية للمنتج وربحيته وكفاءة إدارة المشروع، كما أن هذه التقنية تقلل إلى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين والمقترضين.

الفصل الثالث

ممارسة التمويل برأس المال
المخاطر في الجزائر من طرف
شركة SOFINANCE



تمهيد

إن التحولات الاقتصادية التي شهدتها مختلف دول العالم بما فيها الجزائر خلال العشريتين الأخيرتين كان لها آثارا مباشرة على سوق التمويل، فالتحول من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد أساسه المعرفة والذي تقوده مؤسسات عمادها البحث والتطوير، إستوجب إعادة هيكلة نظام التمويل القائم، من خلال دعم إنشاء وتنشيط مؤسسات تمويل متخصصة، فأدى هذا إلى بروز وانتعاش آليات وأدوات تمويلية جديدة ترقى إلى مستوى المخاطرة التي ينطوي عليها الإستثمار في هذا المجال، وعلى رأسها آلية التمويل برأس المال المخاطر الذي عرفت بروزا وانتعاشا معتبرا.

ويعتبر رأس مال المخاطر بديل حديث لتمويل المشاريع خاصة منها الناشئة وهو ما دفع بالجزائر الى القيام باعتماده، الا أنه هناك القليل من المؤسسات التي تمتهن مهنة رأس المال المخاطر وتعتبر شركة sofinance من المؤسسات الرائدة في مجال التمويل عن طريق رأس المال المخاطر أو رأس المال الاستثماري، قررنا تتبع آلية أخذ مساهمة في رأس مال مؤسسة ناشئة على مستواها. لذلك سوف نحاول نتناول في هذا الفصل المباحث التالية:

➤ المبحث الأول: واقع رأس المال المخاطر في الجزائر وكيفية تطبيقها على مستوى sofinance.

➤ المبحث الثاني: المسار الاستثماري لعملية أخذ مساهمة (دراسة حالة) في مشروع استثماري على مستوى

SOFINANCE

المبحث الأول: واقع رأس المال المخاطر في الجزائر وكيفية تطبيقها على مستوى SOFINANCE

عمدت الجزائر جاهدة لتبني تنظيم مالي من شأنه تدعيم وتفعيل النشاط الاقتصادي للبلاد وتوفير أحسن الطرق لتحفيز الاستثمار، خاصة مع تنامي الإهتمام والدور المنوط بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لاسيما منها ذات المخاطر العالية في ظل التسارع التكنولوجي الحاصل، وذلك بوضع آليات لتنويع منافذ تمويلها بإستحداث هيئات تمويلية متخصصة وعلى رأسها شركات رأس المال المخاطر، كأسلوب لدعم إنشاء الشركات وإعادة النهوض بالشركات المتأزمة.

المطلب الأول: التقديم العام للشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف sofinance

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

1. التعريف بالشركة محل الدراسة

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

- التمويل بالقرض الإيجاري (leasing).
- المساهمة في رأسمال المؤسسات (prise de participation).
- تقديم القروض الكلاسيكية والالتزامات بالتوقيع (les engagements par signature).
- تسيير الخزينة (la gestion de trésoreri).
- تقديم المساعدة والاستشارة للمؤسسات (conseil et assistance).

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

1.1. التمويل بالقرض الإيجاري (le financement en leasing)، وهو تقنية مالية تسمح للمؤسسة بالحصول على أصل استثماري من المورد ويكون تحت تصرفها خلال مدة الزبون، ويكون دفع أقساط

¹ - معلومات مقدمة من الشركة.

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

التأجير بشكل دوري، ويتم التنازل عن الأصل للزبون في نهاية فترة الايجار بقيمة متبقية، ينظم القرض التجاري بالأمر رقم 96-90 الصادر في 10 جانفي 1996، وكذا بتنظيمات وتعليمات بنك الجزائر.

1. 2. المساهمة في رأسمال المؤسسات **Prises de participation**: وتتمثل تدخلات الشركة بالأموال الخاصة في المشاريع في المراحل التالية:

➤ الإنشاء (En création).

➤ التوسع (En développement).

➤ إعادة الهيكلة (En restructuration).

وتهتم الشركة بالقطاعات الصناعية، البناء والأشغال العمومية، الخدمات وذلك بهدف التمكين من تعزيز رأس المال الخاص للمؤسسة التي تستفيد من تمويل وتحسين قدرات الاقتراض لدى البنوك ومساهمة الشركة بالخبرة في التسيير. وتتمثل شروط مساهمة شركة Sofinance في رأس المال كما يلي:¹

➤ دخول Sofinance كشريك بالأقلية (Minoritaire): من 10 إلى 35 % من رأسمال الاجتماعي للمؤسسة.

➤ المبلغ الأقصى للمساهمة 25 % من الأموال الخاصة لـ Sofinance .

➤ الخروج من المساهمة من 3 إلى 5 سنوات.

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

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

2. الهيكل التنظيمي لشركة sofinance

يحتوي الهيكل التنظيمي للشركة على مديريات حسب المهام التي يجري تطويرها من طرف هذه الشركة منها: رأس المال الاستثماري، القرض التجاري، ادارة رأس المال والهندسة المالية، كما تعتمد على فريق يتميز بالحيوية والديناميكية والمبادرة والعمل في جو جماعي نظرا لما يتطلبه نشاطاتها من أجل تفعيل الادارة وعملياتها، فهي تمتلك خبراء في المجال البنكي والمالي والصناعة وأيضا هناك خبراء في البورصة نظرا للعملية التي تتدخل فيها الشركة بشراء أو بيع الأوراق المالية خاصة الحكومية كأذونات الخزينة، وعموما فإن الهيكل التنظيمي لشركة Sofinance يتكون من المديريات والهيكل التالية:²

¹ - معلومات مقدمة من شركة sofinance .

² - معلومات مقدمة من شركة sofinance .

1.2. المديرية التشغيلية أو العملياتية: وتشمل أربع مديريات التشغيلية كالتالي:

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

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

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

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

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

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

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

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

✓ قسم النظم والتنظيم: مسؤول عن تطور الاجراءات الادارية، ونظم معلومات الادارية.

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

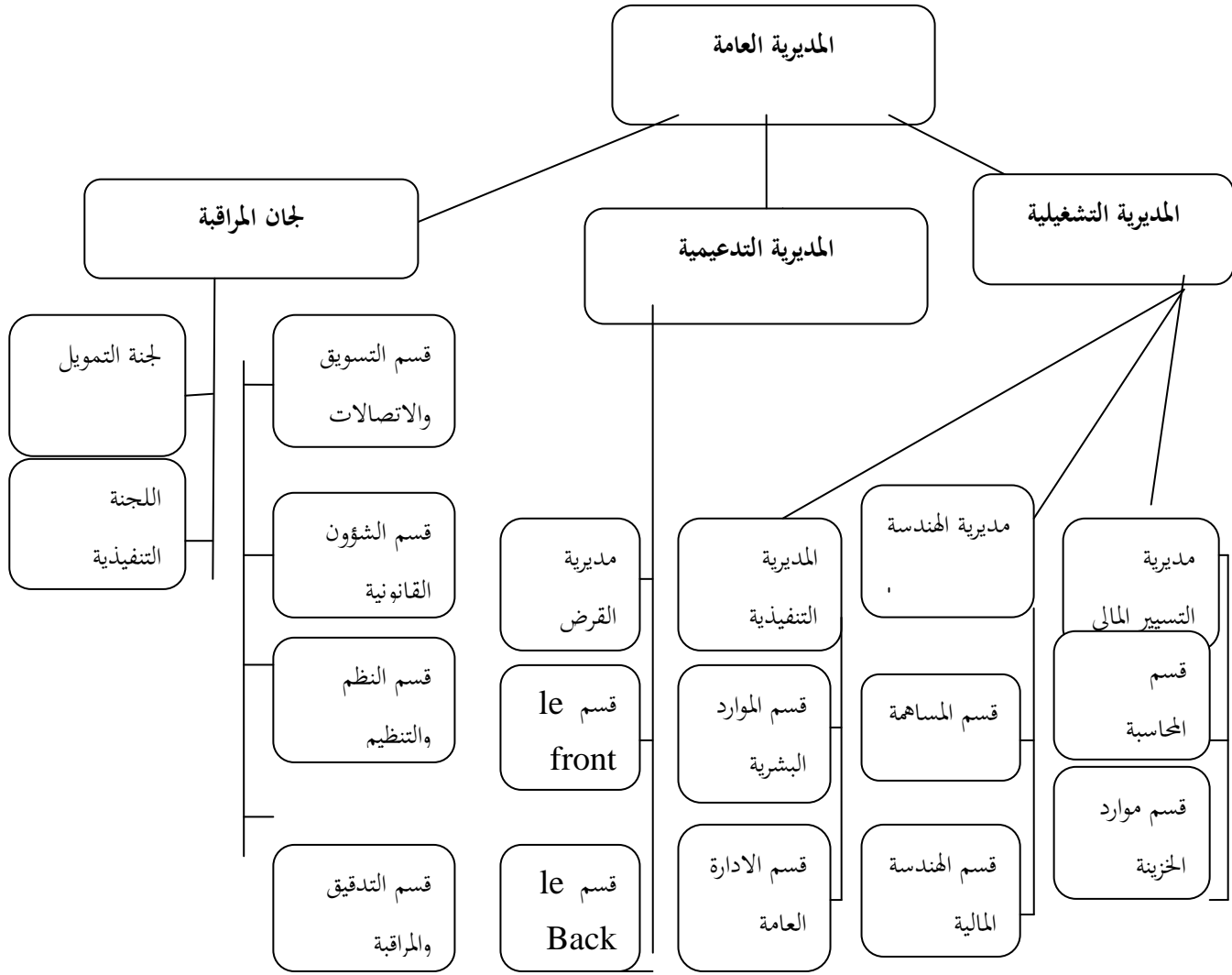
3.2. هيكل التنسيق والمراقبة: بالإضافة الى الهياكل العضوية المذكورة أعلاه فقد وضعت شركة sofinance

لجنتين للمراقبة والتنسيق، وهما لجنة للتداول واللجنة التنفيذية

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

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

الشكل رقم (3-3): الهيكل التنظيمي لشركة sofinance



المصدر: من إعداد الطالبات بناء على المعلومات السابقة.

3. وظائف شركة Sofinance

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

- ترقية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة في رأسمالها .
- امتلاك حصص في شركات محلية أو أجنبية باختلاف أماكن نشاطها.
- القيام بالاقتراض والتسليف بدون إعطاء اعتبار كبير للضمانات، وضمن كل عمليات القرض بالنسبة للغير.
- التعامل بالأوراق المالية والأسهم والسندات، خاصة فيما يتعلق بأذون الخزينة.
- ترقية الاعتماد على قرض الإيجار باتجاه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- تقديم استشارات مالية للمؤسسات والمشاريع فيما يخص القضايا المالية.

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

➤ متابعة المشاريع المستثمر فيها ونخص بالذكر المساهمة في رأس المال أي رأس المال المخاطر.

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

4. أهداف شركة Sofinance

إن الهدف الرئيسي لشركة Sofinance ككل مؤسسة مالية أو بنكية أو مشروع أو مؤسسة هو تحقيق الربح وتعظيمه، وبالإضافة لذلك فإن هناك أهداف خاصة والتي تسعى شركة Sofinance للوصول إليها، والتي تتمثل فيما يلي: (1)

➤ المساهمة في إنشاء وتطوير المؤسسات الاقتصادية الجزائرية لتأدية وظيفتها الاقتصادية كأداة للإنتاج وخلق قيمة مضافة مما يسمح بضمان استمراريتها.

➤ مرافقة المؤسسات الاقتصادية في مرحلة الإنشاء، ومساعدتها للمشاريع وإعادة الهيكلة.

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

➤ مساعدة الشركات المتعثرة على النهوض وذلك من خلال المساهمة في رأس مالها أو الدخول كمستشار مالي لمشروع ما.

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

5. تطور نشاط رأس المال المخاطر في شركة sofinance

سنتطرق في هذا المطلب الى معطيات رقمية حول شركة sofinance

5. 1. حصيلة نشاط شركة sofinance

الجدول رقم(3-03): تطور حصيلة نشاط Sofinance من 2012 إلى 2017

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
منتجات صافية بنكية	359432	451135	475879	517422	495865	533399	615174	696517	729233	975441
نتائج الاستغلال	138119	199519	268840	335372	276732	287769	424221	506772	517767	768488
المستخدمين	36	37	42	53	57	60	67	64	64	68

¹ - معلومات مقدمة من طرف شركة sofinance .

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

المصدر: من اعداد الطالبات بالاعتماد على موقع الشركة <https://sofinance.dz> ومعلومات مقدمة من الشركة

من الجدول السابق نلاحظ تذبذب في المنتجات الصافية في من 2008 الى غاية 2017 حيث بلغ أقصاه بقيمة قدرها 975 441 د ج، أما فيما يخص ناتج الاستغلال في سنة 2008 بلغ 138 119 د ج وشهد تزايدا ليبلغ سنة 2011 قيمة قدرها 335 372 د ج، لينخفض سنة 2012 الى 276732 د ج، ليرتفع مرة أخرى سنة 2013 الى 287769 د ج، ليبقى في ارتفاع مستمر الى غاية عام 2017 حيث وصل الى 768488 د ج، أما بالنسبة للمستخدمين فقد كانت الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف سنة 2008 بما 36 موظف، وفي سنة 2009 أصبح عدد الموظفين 37 لتستمر الزيادة الموظفين ويبلغ عددهم 67 موظفا سنة 2014، في حين انخفض عدد الموظفين الى 64 موظف سنة 2015، ليبقى ثابت الى غاية 2016، أما في عام 2017 فقد وصل عدد الموظفين الى 68 موظف.

5. 2. تطور التزامات شركة sofinance

الجدول رقم: (3-04) الالتزامات التي تقوم بها الشركة خلال الفترة من 2008 الى 2017

السنوات	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
رأس المساهمة في المال	613000	622000	622000	622000	622000	795626	1195626	1245600	1047000	1163937
القرض التجاري	2737000	3526000	4500000	3166000	3505000	4273000	4182943	3933000	5138000	6250598
الالتزام بالتوقيع	232900	162600	334000	295000	400000	541000	575000	672000	1608000	827966
الدخل الثابت	1781000	1081000	1531000	1431000	1150000	850000	500000	500000	500000	500000

المصدر: من اعداد الطالبة بناء على <https://sofinance.dz/sofinanceenchiffre> ومعلومات مقدمة من sofinance

من الجدول نلاحظ تزايد المساهمة في رأس المال بوتيرة قليلة في قيمة الالتزامات خلال سنتي 2008 و2009 وثباتها في سنوات 2009 الى غاية 2012، وتزايد سنة 2013 الى غاية 2015 لتتخفف سنة 2016، مع تسجيل ارتفاع ملحوظ سنة 2017 وهذا يفسر بدء تفعيل رأس المال الاستثماري بشكل كبير مقارنة مع باقي السنوات، أما فيما يخص القرض التجاري فهو يستحوذ على حصة الأسد من إجمالي حصيلة الأنشطة في الشركة بمعدل نمو متزايد على حساب التمويل المخاطر نظرا لطول مدة معالجة طلباته والتي تتطلب إنجاز دراسة تفصيلية خلطة العمل والتأكد من إمكانية تسويق الفكرة ووجود طلب على المنتج والجدوى الاقتصادية للمشروع، والمردودية المتوقعة تحقيقها وفرص الخروج المتاحة أمام الشركة في ظل غياب بورصة نشطة. والقرض التجاري هو أكبر قيمة من جميع سنوات الدراسة حيث من سنة 2008 الى غاية 2017 هي أكبر الالتزامات التي تقوم بها sofinance. أما بالنسبة للالتزامات والتوقيع فهو متذبذب من سنة الى أخرى ليسجل ارتفاع ملحوظ سنة 2017، وهذا نظرا لطبيعة هذا النوع من التمويل ليصبح مؤكدا اذا توفرت شروطه أو التي تم

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

الاتفاق عليها مسبقا، وبالنسبة للدخل الثابت نلاحظ تذبذب في قيمة الالتزامات من سنة 2008 الى سنة 2013، وبقي ثابت سنة 2014 الى غاية 2017 بقيمة قدرها 500 000 د ج.

وعموما تميزت مساهمات الشركة بالاستقرار خلال الفترة من 2004 وحتى 2012، ثم ارتفعت بشكل ملحوظ مع بدء نشاط صناديق الاستثمار الولاية الخاصة بالشركة، وفي 2018 بلغت قيمة المساهمات الإجمالية 2241 مليون دج، موزعة على 18 مساهمة، منها 14 بأموال الصناديق الولاية و4 بأموالها الخاصة تضم كل من مشروع المنتجع السياحي بغرداية، القرية السياحية بسكيكدة، مشروع صناعة الطوب الأحمر خنشلة، ومشروع صناعة الكبريتات بوهران. تعتمد في اختيارها للمشاريع على عدة معايير أهمها نوعية وجودة مخطط العمل وفريق إدارتها (الكفاءة التسييرية والتقنية للمبادرين)، المردودية الاقتصادية والمالية المستقبلية للمشروع، وقدرته على إنشاء مناصب الشغل، ومساهمته في واقع رأس المال المخاطر في الجزائر ودوره في تمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حماية المحيط... وترافق الشركة المؤسسة طوال فترة تواجدها في رأس مالها إداريا عن طريق ممثلها في لجنة الرقابة التي عينتها الجمعية العامة مباشرة بعد إمضاء عقد تأسيس المؤسسة الجديدة¹.

ومن أهم المساهمات للشركة في المشاريع الاستثمارية سواء كانت في مرحلة الإنشاء أو في مرحلة التطوير: (2)

❖ إنشاء شركة القرض الإيجاري برأس مال قدره 12000000 يورو، بالمساهمة مع شركة تونس للتأجير وصندوق الاستثمار المغربي.

❖ إنشاء صندوق استثماري بقيمة 20000000 يورو للصناعات الزراعية، بالمشاركة مع البنك الاستثماري الأوروبي.

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

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

كما ساهمت مع عدة شركات كشركة تصنيع التبغ بمساهمة شركاء البلجيكيين الفرنسيين (SIFACO)، شركة الصناعات كبريتات الألمنيوم مع شركة العامة (DIPROCHIM) والشركة التونسية STPA، شركة لتصنيع المنتجات الصرف الصحي، شركة لتصنيع وتعبئة مع المستثمرين التونسيين (STAM)، مزرعة لتربية الأحياء المائية بشراكة مع ONDPA وسونلغاز، وصندوق الاستثمار العربي، وشركة لإنتاج الأدوية (الأنسولين) مع شراكة مجموع صيدال.

6. مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في Sofinance

نظرا للمخاطر الكبيرة التي تتضمنها مهنة رأس المال المخاطر، فإن الحصول على المساهمة يتطلب إجراءات كثيرة والعديد من المراحل التي يسلكها طلب صاحب المشروع إلى غاية دخول رأس المال المخاطر إلى ميزانيته

¹ - حبيبة مداس، رحمان موسى، مرجع سابق، ص 248.

² - معلومات مقدمة من طرف مديرية الهندسة والمالية على مستوى شركة. sofinance.

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

لغرض التأكد من ربحية المشاريع على حساب مخاطرها. ويمر طلب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر لدى الشركة بعدة مراحل:¹

6.1. الطلب الرسمي للتمويل عن طريق المساهمة

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

➤ بالنسبة لشركة قيد الاستغلال: من اجل الحصول على التمويل باستخدام تقنية رأس مال المخاطر للشركات قيد الاستغلال لا بد من تقديم الوثائق التالية:

● الوثائق الإدارية: وتمثل فيما يلي:

- طلب خطي للتمويل يوضح فيه السبب وحيثياته وجهته.
- وثائق وعقود الملكية والقانون الأساسي للشركة التأسيس، الشكل، التسمية...الخ)، والتي يجب أن تكون مصادقة من طرف محكمة محل النشاط المراد مزاولته. وكذا الوثائق التي تتعلق بوضعية الأصول ما إذا كانت مرهونة أو لها امتياز وتسمى بالتوصية الهامة وتستخرج من أملاك الدولة.
- وثيقة تثبت الوضعية تجاه الضرائب والجباية، وذلك لمعرفة ما إذا كانت الشركة لها ضرائب من عدمه
- وثيقة تثبت وضعية الشركة مع الضمان الاجتماعي للثلاث الأشهر الأخيرة على الأقل.
- نسخة مستخرجة من السجل التجاري للشركة، للتأكد من القيد في السجل التجاري.
- إرفاق بطاقة الضرائب الخاصة بالشركة.
- قرار رخصة البناء إذا المشروع يتعلق بتمويل عقارات، وتصدر هذه الوثيقة من البلدية محل البناء.

● الوثائق المالية: تتمثل فيما يلي:

- الميزانيات المالية والمحاسبية للسنوات الثلاث الأخيرة.
- مخطط توضيحي يخص وضعية المشروع والمتعلق بالامتلاكات (أصول) التي تملكها الشركة، وذلك بالتفصيل فيما يخص كل الممتلكات من تجهيزات أو الآلات أو المعدات أو العقارات مع مبالغها وكذا ما يلزمه، وذلك بالكيفية التالية:

✓ جدول توضيحي لممتلكات المشروع مع قيمها.

✓ جدول المستلزمات مع المبالغ.

✓ تفصيل حالة الشركة مع القروض، وذلك لمعرفة ما إذا كان عليها قروض لدى بنك أو جهة ما لأن المساهمة في رأس المال لا يشتمل على القروض بل يتم تقييم قيمة القروض وخصمها لتتحملها الشركة صاحبة المشروع.

✓ قدرة المشروع، ويتضمن توضيح بجميع جوانب المشروع مثلا إذا كانت عقارات (عدد الغرف، عدد الأدوار... الخ)، وإذا كانت تجهيزات تحديد عددها ومختلف أنواعها وأشكالها مع مراعاة الدقة في التحديد.

¹ - معلومات مقدمة من طرف شركة sofinance .

✓ تحديد برنامج لإنجاز المشروع، يتضمن آجال الإنجاز أو اقتناء التجهيزات أو تشييد.

✓ المباني والمدة التي تتطلب بعد الحصول على التمويل.

- ترخيص من طرف بنك الجزائر.

● **الدراسة التقنية الاقتصادية:** والتي تتم عن طريق شركة Sofinance والتي تهدف لتحديد:

- الهدف من طلب التمويل: وسببه، قيمة المساهمة المطلوبة، تحديد وجهة التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، نوعية مساهمة (أصول) الشريك طالب التمويل.

- معرفة المؤسسة أو المشروع من حيث تاريخ الإنشاء، والإطار القانوني والتشريعي لها... الخ.

- معرفة المسؤول أو مسير المشروع وكفاءاته ومستواه.

- دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع، وذلك بالمقارنة مع المتطلبات الاقتصادية، السوق، المحيط، ومدى قدرته على خلق مناصب شغل.

- دراسة تقنية للمشروع سواء كان ذلك للأراضي، أو المباني، أو العنوان التجاري أو عنوان النشاط، التجهيزات، والسياسة المنتهجة، والزبائن الذي يطلبون الخدمة أو الزبائن المستهدفون، وطبيعة المنتج في حد ذاته، ومراحل الإنتاج. وذلك مع بعض التفصيل.

- تحديد قيمة مساهمة صاحب المشروع عينية كانت أم نقدية وكذا مساهمة شركة Sofinance

- تخطيط مالي كامل وشامل لجميع الاحتياجات المالية اللازمة سواء مادية كانت أو الخاصة بالمصاريف للموارد البشرية مثلا.

- التقييم المالي والمحاسبي وذلك بالاستناد على الفواتير والوثائق المحاسبية والمالية المقدمة.

- توقعات ما يمكن للمشروع تحقيقه خلال الخمس (05) السنوات التالية.

● **الوثائق الملحقه:** وهي الوثائق التي يتم دفعها بعد القيام بالدراسة التقنية الاقتصادية وتتمثل فيما يلي:

- وثائق الإثبات مثل: عقد الملكية، والتراخيص الممنوحة.

- تقرير الخبرة وهو تقرير مفصل عن المشروع منجز من طرف خبير خارجي يحدد فيه قيمة كل الأصول بالتفصيل لدى المؤسسة طالبة التمويل، وكذا ما يمكن أن يعود على هذه الأصول من عوائد ممكنة التحقيق في المستقبل، وكذا عدد مناصب العمل التي يمكن خلقها.

➤ **بالنسبة لإنشاء مشروع جديد:** أما في حالة إنشاء مشاريع جديدة أو خلق مؤسسات فيتطلب الأمر نفس الوثائق مع اختلافات بسيطة تتعلق بعلم طلب حالة الميزانية والجبائية، والضمان الاجتماعي وذلك لعدم النشاط بطبيعة الحال، بالإضافة إلى بعض الوثائق الخاصة التالية:¹

● الفواتير الأولية، والتي تتعلق بالتجهيزات أو الآلات المراد اقتناءها أو لإنهاء المشاريع أو تكلفة اليد العاملة لإنجاز وتشبيد البناءات.

● عقود الموثقين والتراخيص والسيرة الذاتية للمسيرين الخاصة بالمسيرين.

¹ - معلومات مقدمة من طرف شركة Sofinance.

• تقرير المراقبة التقنية.

6.2. دراسة الطلب وتحليله: وذلك من خلال:

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

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

➤ أخذ رأي لجنة التمويل: وهي لجنة مشكلة من الأعضاء المسيرين من داخل الشركة وتتكون من خمسة أعضاء، وكل واحد يمثل مديرية من مديريات التمويل في شركة Sofinance مديرية البيع بالإيجار، مديرية المساهمة والهندسة المالية، مديرية القروض التقليدية... الخ، ويتأسسها الرئيس المدير العام لشركة Sofinance، وتجتمع لدراسة طلبات التمويل وذلك باستدعاء من قبل المديرية التابع لها الملف المطروح للمناقشة، بعد الاجتماع تبدي اللجنة رأيها بالموافقة أو بالرفض مع تحديد الأسباب التي تكون موضوعية. مع الإشارة إلى أن في حالة التمويل عن طريق صناديق الإستثمار الولائية يشترط الموافقة النهائية من وزارة المالية قبل التأكيد بالقبول.

6.3. قبول طلب المساهمة:

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

➤ توقيع اتفاقية الشركاء والمساهمين: بعد الخبرة القضائية يوقع اتفاق الشراكة إذا كانت شركة ذات مسؤولية محدودة، وعقد المساهمة إذا كانت شركة أسهم، ويعتبر كعقد تمهيدي للقانون الأساسي لشركة محل المساهمة في رأس مالها. ويهدف اتفاق الشراكة لتحديد شروط وطرق الشراكة المبرمة بين شركة Sofinance والشركة الأخرى صاحبة المشروع. ويتم الاتفاق على ما يلي: (انظر الملحق رقم 02)

❖ موضوع الشراكة أو المساهمة.

❖ المشروع كلفته، وكيفية تمويله ومسؤولية كل طرف في ذلك.

❖ المساهمات عينية كانت والنقدية.

❖ الوضعية القانونية للشركة ويتم فيه توضيح الشركاء.

❖ رأس المال مستوى رأس المال الإجتماعي الكلي، وتوزيع الحصص الإجتماعية بين الشركاء.

❖ الحسابات الجارية للشركاء حيث يتم فيها تحديد كيفية التكفل بالحسابات الجارية، كإسنادها للشريك ما.

- ❖ مساهمة شركة Sofinance وذلك بتحديد قيمة المساهمة، الطبيعة، والمدة.
- ❖ مخطط إنجاز المشروع حيث يتم فيه تحديد تاريخ اتفاق المساهمين وتاريخ توقيع القانون الأساسي من قبل الشركاء، أما انطلاق في الاستغلال فهو مرتبط بالحصول على رخصة الوالي.
- ❖ حركة الحصص الاجتماعية، تقليص وزيادة رأس المال.
- ❖ كيفية إدارة وتسيير الشركة.
- ❖ تسيير المشروع والتقارير ويتم فيه تحديد كيفية ومسؤوليات تحرير التقارير خلال فترة الإنجاز وفترة الإستغلال، المدة التي تتعلق بها التقارير المنجزة.
- ❖ طرق التنازل عن الحصص الاجتماعية ل Sofinance ويتمثل في حق الانسحاب، وحق الشفعة، وكيفية التنازل بين الشركاء وثنه.
- ❖ كيفية توزيع الأرباح.
- ❖ كيفية تسوية الخلافات حيث يتم فيه كيفية تسوية النزاعات بين الشركاء بالتراضي أو عن طريق المحكمة.
- ❖ مختلف الأحكام المتعلقة بتحمل المصاريف والتنازلات والتعديلات وكيفية إبرام الصفقات وكيفية التصرف في حالة البطلان، واختيار موطن توقيع الاتفاق.
- ❖ سريان وصلاحيات الاتفاق.

بعد صياغة العقد والاتفاق على كل بنوده يتم إصدار أربعة نسخ حيث تحتفظ شركة Sofinance بنسختين واحدة في الملف، والأخرى في الخزانة (coffre)، ويحتفظ الشريك بنسختين.

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

➤ **عقد الجمعية العامة:** الجمعية العامة التأسيسية حيث يتم فيها تحديد الهيكل التنظيمي أي تقسيم المهام في الشركة وتحديد مواد أخرى. إن الشركاء الأصليين في حالة شركة في قيد الاستغلال (في حالة النشاط) يتم عقد إجتماع للجمعية العامة الاستثنائية لمناقشة انضمام شريك جديد حيث ينتج عنه تحرير محضر للجمعية العامة الاستثنائية يتضمن جدول أعمال الشركة مثل رأس مال الشركة، تقسيم الحصص من رأس مال الشركة، تعيين المسير ومحافظ الحسابات.

➤ **تسليم الملف وإظهار الشيك باسم الموثق:** بعد عقد الجمعية العامة يصادق الموثق على القانون الأساسي للشركة ويستلم شيك من طرف شركة sofinance ليكتب بإسمه حتى قيام الشركة الجديدة تكون هذه الفترة ثلاثون يوما في الغالب، وهي الفترة التي تتطلب القيد في السجل التجاري ومصالح الضرائب والضمان الإجتماعي من طرف الموثق وكذا شهر عقد الشركة الجديدة، يجدر الإشارة إلى أنه في حالة تقديمات عينية يتم شهر العقد لدى المحافظة العقارية المختصة الإقليمية. وبعد قيام الموثق بكل الإجراءات القانونية المتعلقة بالشركة الجديدة يقوم

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

بتحرير الشيك باسم الشركة الجديدة، وفتح حساب جاري باسمها في البنك مع اشتراط إزدواجية التوقيع في العمليات المحاسبية والمالية. وبعد ذلك يتم التصرف في الحساب حسب الخطة المالية المتفق عليها.

6.4. متابعة المؤسسة بعد المساهمة:

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

➤ **متابعة خاصة لحساب الشركة:** وتكون إما في مرحلة الإنجاز، حيث لا يمكن القيام بأية عملية مالية إلا بترخيص مزدوج من طرف شركة Sofinance ممثلة في مديرية المساهمة والهندسة المالية والطرف الآخر هو المسير وذلك بهدف مراقبة استعمال الحساب على حسب مخطط وبرنامج الاستثمار المحدد مسبقا وذلك بإتباع سلم الضروريات (قبل الرفاهيات). أو في مرحلة الاستغلال وبعد صياغة محضر الانتهاء من الإنجاز الذي يتم إعداده من قبل ممثل من شركة Sofinance في مجلس المراقبة من جهة والمسير من جهة أخرى، يتم تشغيل الحساب الجاري من طرف المسير فقط وعلى هذا الأخير إعلام الشركاء بالعمليات التي تتم في الحساب في تقرير دوري كل ثلاثة أشهر. وتطلب شركة Sofinance من المسير كشف للحساب في كل شهر لمراقبة الحركات الدائنة والمدينة للحساب وذلك لتجنب التلاعبات فيه.

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

المبحث الثاني: المسار الاستثماري لعملية أخذ مساهمة (دراسة حالة) في مشروع

استثماري على مستوى SOFINANCE

سننظر في هذا المبحث لدراسة حالة تطبيقية لمساهمة شركة Sofinance في إنشاء مشروع استثماري وفق نمط رأسمال الإنشاء (capital-creation) في إطار الصناديق الاستثمارية الولائية (FIW) والمتمثل في صندوق الاستثمار لولاية تيارت، لذا سنقوم بمعرفة مختلف الجوانب التي يتم من خلالها التعرف على الإمكانيات المادية والمالية للمشروع، وكذا نقاط قوته وضعفه، ومعرفة مدى إمكانيته لتحقيق الأرباح والمردودية خلال سنوات المساهمة في رأس ماله.

¹ -معلومات مقدمة من شركة SOFINANCE

المطلب الأول: التقديم العام للمشروع "Presentation générale"

عند طلب التمويل بالمساهمة يجب إرفاق الملف بتقديم عام للمشروع يتضمن جميع الجوانب المالية وغير المالية المتعلقة به بشكل توضيحي كما يلي:

1. معلومات حول المشروع:

تم إيداع طلب مساهمة في رأس المال لإنشاء فندق بتاريخ 07 ماي 2011 على مستوى وكالة تيارت التابعة ل Sofinance والتي تدير صندوق الاستثمار الولائي لتيارت، من أجل إتمام الأشغال التي لم تستكمل بسبب نقص التمويل وكذا لاقتناء التجهيزات والمعدات اللازمة للنشاط. وتتمثل أهم معلومات المشروع في:

❖ اسم المشروع: شركة فندق تفاح المماليك "Sarl Hotel TOFAH EL MAMALEK". بمدينة تيارت (الملحق 03)

❖ الشكل القانوني: شركة ذات مسؤولية محدودة "SARL".

❖ رأس المال الاجتماعي: 1000 000 دج

❖ تاريخ الإنشاء: 2008/03/02

❖ مجال النشاط: الفنادق والإطعام.

❖ تفاصيل المشروع: تشمل في الأصول التي يحوزها المشروع من أراضي ومباني

الجدول رقم (3-05): تفاصيل عن مشروع فندق تفاح المماليك. الأبعاد (م²)

هيكل الفندق والمطعم	الأبعاد (م ²)
- عدد الغرف: 13 غرفة، 06 غرف تم إنجازها، 07 غرف في طور الإنجاز.	- مساحة الأرض: 750
- شقتين للاستعمال الإداري 104.	- المساحة المبنية: 2 2550 المساحة غير المبنية
- قاعة الإطعام بسعة 80 مقعد	- الطابق تحت الأرضي: 190
- مطبخ مساحته 82 م ² بسعة إستعاب تقدر بـ 300 مقعد.	- الطابق الأرضي: 560
- كافيتريا.	- الطابق الأول: 560
- ملحقات أخرى	الطابق الثاني: 560
	السطح: 400
	الحديقة: 190

المصدر: الدراسة معدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

وتم تكليف مكتب الخبرة والهندسة المعمارية " CETAM " بإجراء تقييم للأشغال المنجزة على مستوى الفندق في شهر جوان 2011، كانت النتائج على النحو التالي:

❖ تكلفة المتر المربع: 63000 دج.

❖ المساحة المبنية: 2550 م².

❖ القيمة النهائية للمساحة المبنية: 157 276 350 دج.

❖ نسبة التقدم في الأشغال: 97.9%

وللمشروع آثار إيجابية تتمثل في المساهمة في تنشيط قطاع السياحة بولاية تيارت وخلق مناصب شغل وتقديم خدمات ذات جودة عالية. ويستفيد هذا المشروع من المزايا التي تقدمها الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار "ANDI"

2. دراسة الهيكل المالي "Analyse de la structure de financement"

وتشمل مختلف ما تم انجازه وما يملكه المشروع وما لم يتم انجازه ويتسم بالتفصيل في مختلف التكاليف والتدقيق، ويتضمن أيضا كيفية توزيع الحصص بالنظر للموارد المالية، وكذا تحديد مخطط للعمل بعد التمويل.

2.1. تكاليف المشروع "le cout du projet": وهي مجمل التكاليف التي تحملها هذا مشروع الذي أنجز جزء كبير منه لكنه بحاجة الى التمويل لتغطية تكاليف إتمام الأشغال به واقتناء المعدات والتجهيزات اللازمة للنشاط

الجدول رقم (3-06): وصف لتكاليف المشروع فندق تفاح المماليك

المبلغ	البيان
157.276.350	المبلغ الجزء المنجز المتعلق بالمبنى: - انجاز مبنى مكون من طابقين. - تلبيس، ترصيص، توصيل (كهرباء، غاز، الماء، المبردات. إلخ). - موقف السيارات.

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

	الجزء المتبقي للإنجاز:
3.373.650	- مبنى
3.467.222	- تجهيزات كهرومنزلية وكهربائية.
3.753.954	- تجهيزات المطعم.
1.416.159	- تجهيزات المقهى.
482.391	- تجهيزات صالة الإستقبال.
3.217.500	- أثاث وأسرة الغرف.
1.900.000	- مولد كهربائي.
4.446.000	- معدات الهندسة المدنية للمحول.
1.984.082	- موافقة سونلغاز حول المحول.
1.372.000	- شاحنة من نوع (JAC).
2.336.000	- سيارة تجارية من نوع (master).
1.773.500	- سيارة سياحية من نوع (logan).
500.161.1	- تجهيزات مكتب.
765.314	- صندوق وطاولة الدفع للمطعم
31.258.763	قيمة الجزء للإنجاز
188.535.123	إجمالي مصاريف المشروع

المصدر: من إعداد الطالب اعتمادا على دراسة معدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

2.2. حصة شركة Sofinance: تتمثل المساهمة المطلوبة من الشركة بمبلغ قدره 51.036.813 دج، وذلك لغرض إنهاء الأشغال واقتناء التجهيزات والمعدات المختلفة بقيمة قدرها 31.258.763 دج، وكذا تعويض وتعبئة القرض البنكي بقيمة 19.778.000 دج، والجدول التالي يوضح استخدامات وموارد المشروع.

الجدول رقم (3-07): يوضح استخدامات وموارد فندق تفاح المالك الوحدة: (دج)

المبالغ	الموارد	المبالغ	الاستخدامات
137.498.350	حصة صاحب المشروع	157.276.350	الجزء المنجز
31.258.763	حصة Sofinance	31.194.000	عمارة للإنجاز والتجهيزات
19.778.000	قرض بنكي		مادية والمنقولة
188.535.123	المجموع	188.535.123	المجموع

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

2.3. مخطط إنجاز باقي المشروع: وتتمثل في الآجال المختلفة للمشروع كمرحلة إكمال الأشغال والمدة تكون 6 أشهر، وتركيب المعدات ووضعها في حالة الاستعمال: شهر واحد، والتاريخ المحدد لبداية النشاط في جانفي 2012.

المطلب الثاني: توقعات التكاليف والعوائد الممكنة تحصيلها من المشروع

سنحاول هنا استعراض كل من توقعات التكاليف والعوائد التي يمكن تحصيلها من المشروع محل الدراسة

1. توقعات الاستغلال "Exploitation previsionnelle":

لقد تم وضع توقعات الإستغلال بناء على الأنشطة والأعمال الفندقية والإطعام وما يمكن أن تدره من عوائد وتطورها خلال مدة المساهمة في رأس المال، أما بالنسبة للتكاليف المرتبطة بعملية الاستغلال فقد عملت شركة Sofinance على تحديدها بناء على البيانات المالية للمؤسسات العاملة في نفس القطاع لتحديد نسب النشاط مقارنة برقم الأعمال كما يلي:

1.1 رقم الأعمال "Chiffre d'affaires":

الجدول رقم (3-08): رقم الأعمال الشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك

2016	2015	2014	2013	2012	السنوات البيان	الفندق
20	20	20	20	20	عدد الغرف	
350	350	350	350	350	عدد الأيام	
7000	7000	7000	7000	7000	الدخل المفترض	
73	72	70	69	67	معامل التشغيل	
5110	5040	4900	4830	4690	الدخل المتوقع	
3000	3000	3000	3000	3000	سعر الغرفة الصافي	
12723900	12549600	12201000	12026700	11678100	رقم أعمال الفندق	

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

من الجدول نلاحظ بأن هناك توقع لزيادة رقم أعمال الفندق من سنة لأخرى بداية من سنة 2012 إذ قدر ب 11678100 دج الى غاية وصول تقدير سنة 2016 الى 12.723.900 دج. وبعد تحديد رقم الأعمال المتوقع للفندق وجب تحديد رقم أعمال الإطعام والوجبات الأخرى وباقي المصاريف كما يلي:

الجدول رقم (3-09): المصاريف المتوقعة للمشروع من سنة 2012 إلى غاية 2016

2016	2015	2014	2013	2012	السنوات البيان
------	------	------	------	------	-------------------

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

1913940	1749888	1640520	1455376	1308510	وجبات الإفطار وأخرى
14647500	13043250	11160000	9416250	8137500	الإطعام
140000	130000	120000	1100000	100000	الهاتف
715400	655200	588000	531300	469000	إستهلاكات أخرى
30140740	28127938	25709520	23539626	21693110	رقم الأعمال الإجمالي

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

1. 2. موارد ولوازم المستهلكة "Matières et fournitures consommées": هي اقتطاع نسبة 20

% من رقم الأعمال وهذا خلال الفترة المأخوذة بعين الاعتبار كاملة، والتي يمكن توضيحها في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-10): موارد ولوازم المستهلكة للشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك.

2016	2015	2014	2013	2012	السنوات البيان
6 028 148	5 625 588	5 141 904	4 707 925	4 338 622	وجبات الإفطار وأخرى

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

1. 3. الخدمات الخارجية "services extérieurs": هي اقتطاع نسبة 8% من رقم الأعمال وهذا خلال

الفترة المأخوذة بعين الاعتبار كاملة، وهي الخدمات التي يقدمها الفندق خارج محيطه، والجدول التالي يوضح ذلك.

الجدول رقم (3-11): الخدمات الخارجية للشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك.

2016	2015	2014	2013	2012	السنوات البيان
2 411 259	2 250 235	2 056 762	1 883 170	1 735 449	وجبات الإفطار وأخرى

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

1. 4. مصاريف الموظفين "Frais de personnel": هي مفصلة في الجدول أدناه، وهي في نمو سنوي قدره

3% من تكاليف الموظفين وهذا خلال الفترة المأخوذة بعين الاعتبار كاملة، والجدول التالي يوضحها بالتفصيل

كما يلي:

الجدول رقم (3-12): وضح مصاريف الموظفين للشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك.

الضمان الإجتماعي	إجمالي		العمال
	المجموع	الأفراد	
2 500	50 000	50 000	(1) المسير
3 000	60 000	20 000	(3) الطبّاخين
1 250	25 000	25 000	(1) المحاسب

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

2 000	40 000	20 000	(2) الخدم
18 00	36 000	18 000	(2) أعوان الإستقبال
18 000	36 000	18 000	(2) الحراس
18 000	36 000	18 000	(2) خادمت بدوام جزئي
14 150	283 000	المجموع الشهري	
169 800	3 396 000	مجموع السنة	
3 565 800	المجموع الصافي		

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

1. 5. تفاصيل تكاليف الاستغلال والتكاليف أخرى: وقد استندت مديرية المساهمة لحساب هذه التكاليف

على توقعات التالية:

- ❖ اقتطاع نسبة 2% من رقم الأعمال التكاليف الجبائية خلال المدة الكاملة.
- ❖ اقتطاع نسبة 2.7% من رقم الأعمال للتكاليف المالية خلال كامل الفترة.
- ❖ اقتطاع نسبة 3.5% من رقم الأعمال بالنسبة لمختلف التكاليف التي تتضمن نفقات مختلفة من قسط التأمين ضد كل المخاطر المتعلقة بالمبنى.
- ❖ يجب أيضا الأخذ بعين الاعتبار البناية والمعدات والتجهيزات والمنقولات عند حساب مخصصات الاهتلاكات.

والجدول التالي يوضح ذلك كما يلي:

الجدول رقم (3-13): تكاليف الاستغلال وتكاليف أخرى للشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك. الوحدة (دج)

2016	2015	2014	2013	2012	السنوات البيان
4 616 154	4 459 005	4 297 148	4 143 567	3 999 662	إجمالي تكاليف الإستغلال
9 868 726	9 743 932	9 593 990	9 459 457	9 344 973	مجموع التكاليف الأخرى

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

1. 6. جدول حساب النتائج التوقعي:

الجدول رقم (3-14): جدول حساب النتائج التوقعي للمشروع. الوحدة (دج)

2016	2015	2014	2013	2012	السنوات البيان
30140740	28127938	25709520	23539626	216931110	رقم الأعمال
6028148	5625588	5141904	4709925	4338622	مواد ولوازم

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

2411259	2250235	2056762	1883170	1735449	خدمات
21701333	20252115	18510854	16948530	15619039	القيمة المضافة
4013339	3896446	3782957	3672774	3565800	تكاليف المستخدمين
602815	562559	514190	470793	433682	ضرائب ورسوم
17085179	15793111	14213707	12804964	11619377	الفائض الخام للإستغلال EBE
8000000	8000000	8000000	8000000	8000000	الإهتلاكات والمؤونات
1054926	984478	899833	823887	759259	تكاليف مختلفة
8030253	6808635	5313874	3981077	2860118	النتيجة الإقتصادية
813800	759454	694157	635570	585714	التكاليف المالية
7216453	6049179	4619717	3345507	2274404	نتيجة الإستغلال
1371126	1149344	877746	-	-	ضريبة IBS
5845327	4899835	3741970	3345507	2274404	النتيجة الصافية
326169	273411	208802	-	-	أرباح سوفيناس
13519158	12626424	11533168	11345507	10274404	قدرة التمويل الذاتي

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

من خلال جدول حساب النتائج التوقعي فإنه من الممكن تزايد قدرة التمويل الذاتي للمشروع الذي يتم دراسته وهذا من سنة لأخرى، وهو مؤشر جيد يدل على إمكانية تغطية جزء كبير من الاحتياجات المالية من خلال رأس المال الخاص.

2. معايير الربحية

يتم دراسة معايير الربحية انطلاقا من حساب المؤشرات التالية:

2. 1. معدل الربحية "Taux de profitabilité": من خلال المعطيات السابقة فان المشروع يولد تكاليف

عالية كما أنه قد يحقق ربحية كبيرة، والجدول التالي يبين معدل الربحية لخمس سنوات المقبلة.

الجدول رقم (3-15): يوضح معدل الربح التقديري للشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك.

2016	2015	2014	2013	2012	السنوات البيان
%19	%17	%15	%14	%10	النتيجة الصافية / رقم الأعمال
%22	%20	%17	%17	%13	مجموع التكاليف الأخرى

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

2.2. توزيع رأس المال "Répartition du capital social":

الجدول رقم (3-16): يوضح توزيع رأس المال لشركة (ذ.م.م) فندق تفاح المماليك.

المساهمين	المبلغ	عدد الأسهم	نسبة رأس المال
مساهمة الشركة	137 498 350	137 503	81.48
مساهمة Sofinance	31 258 763	31 254	18.52
المجموع	168 757 113	168 757	100

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

بقسمة المبلغ الكلي للمساهمات على العدد الكلي للأسهم نجد أن القيمة الاسمية للسهم هي: 1000 دج

2.3. توقعات الربحية لشركة sofinance: وتشمل الفرضيات المختارة لتوقع الربحية فيما يلي:

➤ مساهمة شركة Sofinance بمبلغ إجمالي قدره 31.258.763 دج.

➤ توزيع الأرباح (30 % من النتيجة) ابتداء من سنة 2014.

➤ خروج شركة sofinance من المساهمة بعد 5 سنوات أي في سنة 2016.

➤ معدل الخصم السنوي هو 8 % .

الجدول رقم (3-17): حصص الأرباح الكلية المتوقعة وكذا حصة شركة sofinance في المشروع. الوحدة (دج)

2016	2015	2014	2013	2012	
5 845 327	4 899 835	3 741 970	3 345 507	2 274 404	النتيجة الصافية
1 753 598	1 469 951	1 122 591	-	-	حصة الأرباح (30 %)
324 766,37	272 234,83	207 903,85	-	-	حصة شركة (18.52 %)
238 713	216 109	178 244	-	-	الأرباح المنخفضة
633 066	394 353	178 244	-	-	الأرباح المتراكمة

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

إذن نستنتج أن رأس المال المستثمر من طرف sofinance خلال 5 سنوات قد يدر مردودية مقدرة بنسبة

4.88 %، بعد دراسة ملف مشروع إنشاء فندق تفاح المماليك تم استخلاص النقاط التالية:

➤ نقاط القوة للمشروع: تتمثل في الموقع الجغرافي الذي يتمتع به الفندق على بعد 4 كلم من ولاية تيارت،

والزبائن المستهدفين من خلال هذا الفندق هم المسافرين القاصدين لولايات الجنوب الغربي. والأشغال المنجزة على

مستوى الفندق تعرف وتيرة إنجاز متقدمة. كما أن الفندق سيوظف حوالي 15 شخص. وتملك عائلة أحد

الشركاء مطعم بولاية تيارت.

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

➤ **نقاط الضعف للمشروع:** فيما يخص كفاءات المسيرين والإطارات فإنهم لا يملكون تكوين ولا مرجعية في مجال الفنادق، والمنافسة على مستوى ولاية تيارت في مجال الفنادق بارزة، مع الأخذ بعين الاعتبار الهياكل الفندقية الموجودة بالولاية. ولقد قامت المؤسسة بناية الفندق برهن من أجل الحصول على قرض بنكي من بنك BEA بمبلغ 19 778 000 د ج وهذا من أجل انجاز أشغال التهيئة. وتبقى منطقة تيارت لا تعتبر وجهة سياحة مفضلة.

➤ **استنتاج المكلف بالدراسة:** نظرا لأن طبيعة المشروع مسجل ضمن صناديق الاستثمار لولاية تيارت، وهذا ما يسمح بالإنعاش والمساهمة في التنمية الاقتصادية بالولاية، ولأنه سيسمح بخلق 15 منصب عمل مباشر. وانطلاقا من المردودية الناتجة عن عملية استغلال الفندق، اقترح المكلف بالدراسة على لجنة التمويل منح الموافقة المبدئية للمساهمة في رأس المال الإجتماعي للشركة ذات المسؤولية المحدودة فندق تفاح المماليك بقيمة قدرها 31.258.763 دج، وهو ما يمثل 18.52% من الحصة الإجمالية للشركة لمدة 5 سنوات نظرا للمزايا وفرص النجاح التي يتمتع بها المشروع، مع الأخذ الموافقة النهائية بعد خبرة أخرى خارجية (قضائية) للتأكد من نتائج الدراسة.

المطلب الثالث: متابعة سير المساهمة في رأس مال المشروع

تعد متابعة المساهمة كوسيلة مراقبة السير الشركة الممولة ويكون ذلك قبل وأثناء الاستغلال ومن خلاله يمكن لشركة Sofinance التدخل وإعطاء توجيهات للمشروع وهو ما سنتطرق إليه في هذا المطلب.

1. قبل مرحلة الاستغلال

لقد تم إعداد الدراسة الفنية للمشروع بتاريخ 27 جوان 2011، في حين أودع طلب التمويل بالمساهمة بالإشياء في إطار صناديق الاستثمار لولاية تيارت في ماي 2011. ثم رفعت هذه الدراسة إلى لجنة التمويل على مستوى المديرية العامة لشركة Sofinance لإتخاذ قرار تمويل مشروع فندق المماليك الذي تم قبوله والموافقة على التمويل بالمساهمة في رأس مال المشروع في 11 أوت 2011 وفي 22 نوفمبر 2011 تم إرسال نسخة من هذه الدراسة إلى المديرية العامة للخزينة - DGT - لإبداء رأيها حول المشروع وذلك نظرا لأن التمويل يتم عن طريق صندوق الإستثمار الولائي فكان الرد بالموافقة على التمويل يوم 10 ديسمبر 2011، ليتم إبلاغ صاحب المشروع بقرار القبول في 11 ديسمبر 2011. وبعد الموافقة دخلت شركة Sofinance مرحلة إعطاء الشكل القانوني للمساهمة من خلال اجتماعها بالشركاء لتحديد شكل وكيفية تدخلها في المشروع وكذا الاتفاق على بنود الإستثمار (مدة التمويل، نسبة المساهمة العائد، جدول التدخل في الإدارة...)، وبعد المفاوضات تم توقيع عقد الشراكة بين الشركاء المالكين للفندق والمدير العام لشركة Sofinance وذلك في 28 نوفمبر 2011.

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

كما تم عقد جلسة للجمعية العامة الاستثنائية في 26 ديسمبر 2011 على مستوى مقر شركة فندق تفاح الماليك بتيارت وكان جدول أعمالها هو رفع رأس مال الشركة (ش.ذ.م.م) الماليك وإدماج Sofinance كشريك، وبعد المناقشة والتشاور صادق الحاضرون على ما يلي:

- **اللائحة الأولى:** وافقت الجمعية العامة الاستثنائية لشركة (ش.ذ.م.م) تفاح الماليك على إدماج Sofinance كشريك.
- **اللائحة الثانية:** وافقت الجمعية العامة الاستثنائية على رفع رأسمال الشركة من 1.000.000 دج إلى 168.489.350 دج.
- **اللائحة الثالثة:** وافقت الجمعية العامة على تقسيم الحصص لرأسمال الشركة على النحو التالي:

الجدول رقم (3-18): حصص الشركاء في فندق تفاح الماليك

النسبة (%)	المبالغ (دج)	الحصص	
40.80	568.749.175 ,00	الشريك الأول	الفريق A
20.40	50,34.374.587	الشريك الثاني	
20.40	50,34.374.587	الشريك الثالث	
18.40	31.000.000	Sofinance	الفريق B

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

كما طلب من الشركة إعداد تقرير خبرة " rapport d'expertise " لمكتب خبرة معتمد من طرف المحكمة والمجلس لولاية تيارت لتقييم الممتلكات المنقولة وغير المنقولة.

في 28 فيفري 2012 قامت مديرية المساهمة برفع طلب شيك بنكي لمصلحة المحاسبة ل Sofinance الذي قدر بمبلغ المساهمة 31.000.000 دج، والذي تم إصداره باسم الموثق يوم 05 مارس 2012 لدى القرض الشعبي الجزائري بناء الوثائق التالية:

- ✓ موافقة التمويل من طرف المديرية العامة الخزينة العمومية.
- ✓ عقد الشراكة.
- ✓ محضر لجنة التمويل.

بعد تحرير الشيك تم عقد لقاء يوم 05 مارس 2012 بين شركة Sofinance وأصحاب شركة فندق تفاح الماليك للتشاور والتوقيع على القانون الأساسي للمؤسسة الجديدة بحضور الموثق، حيث استلم الشيك المصرفي ودفعه في الحساب الجاري للشركة للحيازة على التجهيزات والمواد للدخول في الاستغلال، بعد أن اقتطع مصاريفه الكلية والتي تقدر ب 4.000.000 دج ومن ضمنها أتعابه التي قدرت ب 1.0001.898 دج، وجميع المصاريف ممثلة في الجدول التالي:

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

الجدول رقم (3-19): المصاريف الكلية للموثق. الوحدة (دج)

المصاريف	المبالغ
حقوق التسجيل	1.519.500
رسم التسجيل العقاري	1.374.500
إقتطاع لغاية انتهاء الأشغال	104.102
أتعاب الموثق	1.001.898
المجموع	4.000.000

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

لقد تقرر أن يكون بداية الإستغلال مع بداية شهر سبتمبر 2012، وقد قام الموثق بكل إجراءات الإيداع والنشر والإعلانات القانونية، وبالتالي دخلت شركة Sofinance مرحلة إدارة ومتابعة المساهمة:

✓ في 05 مارس 2012 تم إصدار السجل التجاري للشركة (ش.ذ.م.م) المماليك، وكذا تحويل الأصول وفقا للقانون الأساسي المعدل للشركة.

✓ قامت بتعيين المندوب التجاري لولاية تيارت كعضو يمثلها في مجلس إدارة المؤسسة الجديدة بصفتها شريك. حيث قام بأول زيارة لفندق المماليك بتاريخ 03 أبريل 2012 بهدف إعطاء نظرة الوضعية العامة لشركة تفاح المماليك وإعداد تقرير عنها.

✓ بتاريخ 07 ماي 2012 أرسل تقرير زيارة لفندق المماليك من طرف مندوبية تيارت التي تمت يوم 06 ماي 2012، لمعرفة مدى التقدم في انجاز الأشغال وتركيب التجهيزات.

✓ بتاريخ 23 ماي 2012 أرسلت الميزانية الافتتاحية للشركة (ش.ذ.م.م) فندق تفاح المماليك في يوم 31 مارس 2012 والتي كانت في العموم كما يلي:

الجدول رقم (3-20): الميزانية المختصرة لشركة فندق تفاح المماليك في 31 مارس 2012. الوحدة (دج)

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
الأصول الثابتة	156.450.000	الأموال الدائمة	168.450.000
الأصول المتداولة	31.000.000	ديون قصيرة الأجل	19.000.000
مجموع الأصول	187.450.000	مجموع الخصوم	187.450.000

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

وفي يوم 03 جويلية 2012 أرسل الوكيل التجاري بتيارت تقرير عن اجتماع لمجلس المراقبة لفندق تفاح المماليك المنعقد بتاريخ 01 جويلية 2012، والذي جمع رئيس الفندق وعضو إداري ووكيل أحد الشركاء بالإضافة لممثل شركة Sofinance والتي تم من خلالها دراسة ومناقشة ما يلي:

✓ إعطاء شرح للنفقات المصروفة.

✓ توضيح مدى التقدم في الحيازة على التجهيزات وتركيبها.

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

✓ الوضعية الإدارية للشركة.

✓ العراقيل وباقي الانجاز

للإشارة فان اجتماع مجلس المراقبة ينعقد مرة كل شهر.

2. المتابعة في مرحلة الاستغلال

بعد بداية الاستغلال تصبح المتابعة التي تقوم بها شركة Sofinance أكثر دقة عن طريق فريق يقوم بمتابعة التقارير المالية وكذا الفواتير والوثائق المثبتة للعمليات وحركة حساب الشركة، وكذا مراقبة كل صغيرة وكبيرة التي تخص الإلتزامات التي تقوم بها هذه الشركة بصفة Sofinance شريك لها، ففي مشروع فندق تفاح المماليك بدأت Sofinance بمتابعة سيره ونشاطه بداية من شهر جانفي 2013 وهو التاريخ الرسمي الذي بدأ فيها الفندق مرحلة الإستغلال، ويتم التركيز في المراقبة على التأمين الشامل على مختلف الممتلكات. ومتابعة خاصة بالمستخدمين (عدد العمال، كتلة الأجور، التصريح بالعمال على مستوى صندوق الضمان الاجتماعي). والاستغلال، وذلك بمراقبة النفقات وكذا الإيرادات التي تجنيها الشركة في مختلف أقسامه كل على حدى (المقهى، المطعم، النزل)، وكذا معرفة القيمة الإجمالية. بالإضافة إلى حركة حساب الشركة، وذلك من خلال رصد الانطلاق في بداية الشهر والرصيد في نهاية الشهر. والجدول التالي يوضح كيفية مراقبة ومتابعة عملية الإستغلال من شهر جانفي الى غاية شهر ديسمبر 2013 كما يلي:

الجدول رقم (3-21): مراقبة المالية وكذا المستخدمين لفندق تفاح المماليك خلال سنة 2013

الشهر	البيان	متابعة المستخدمين			الإستغلال		حركة الحساب	
		العدد	المصرحين في ض، إ	كتلة الأجور	الإيراد	المصاريف	رصيد الإنتلاق	رصيد آخر الشهر
جانفي	11	00	195000	547464	239234	00	113230	
فيفري	14	08	226500	1233300	368130	113230	751900	
مارس	15	08	254000	1924753	776824	751900	1645829	
أفريل	15	08	*389000	2138245	807128	1645829	2587946	
ماي	18	08	270328	1941010	734994	2587946	3523634	
جوان	17	07	** 258600	1191810	***753787	3523634	3703057	
جويلية	17	07	****226000	1309862	592624	3703057	4194295	
أوت	17	07	252000	1535081	377258	4194295	5100119	
سبتمبر	17	07	321700	1619549	1103689	5100119	5294279	
أكتوبر	17	07	324350	1814013	535562	5294279	6248380	

الفصل الثالث : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر من طرف شركة SOFINANCE

7163715	6248380	887854	2156588	353400	07	17	نوفمبر
8732562	716315	1035736	298783	374000	07	17	ديسمبر

المصدر: الدراسة المعدة من طرف المكلف بالدراسة في شركة Sofinance.

*تسييق بقيمة 100.000 لأحد العمال. **بداية اقتطاع قيمة التسييق ***منح قرض لأحد الموظفين ****دفع التسييق.

من الجدول السابق يتضح لنا جليا بأن المتابعة تكون شهريا لمختلف الجوانب المالية والمادية وذلك حفاظا على شركة فندق تفاح المماليك ولحماية رأس المال الذي ساهمت به Sofinance وتحقيق أرباح، ويتضح لنا من خلال النتائج السابقة أن المشروع قد قام بخلق مناصب شغل وكذا نلاحظ تحقيقه لإيراد جيد.

ملاحظة: بلغت قيمة ديون شركة فندق تفاح المماليك إلى غاية 31 ديسمبر 2013 111.819 دج، وبلغت القيمة المدينة للشركة 1.585.383 دج. كما يجدر الإشارة بان هناك بعض التجاوزات التي صدرت من الشركة التي تتمثل أساسا في القيام بعمليات دون فوتره وهو ما يصعب على شركة Sofinance متابعة سير الفندق.

وعلى العموم فإن مديرية المساهمة قد أثنت كثيرا على هذا المشروع التي تراهن على نجاحه نظرا لهذه المؤشرات التي تدل على نجاحه في تحقيق نتائج جيدة في خلق مناصب شغل وتحقيق إيراد جيد، وهذا ما يسمح لشركة Sofinance في الانسحاب في نهاية المدة وتحقيق عوائد من هذا المشروع، وهذا المشروع يثبت جوهر رأس المال المخاطر إذ كان المشروع دون معدات وتجهيزات ناهيك على أنه كان معطل السبب عدم الانتهاء من الأشغال وخاطرت شركة Sofinance بتمويل رأس مال عن طريق المساهمة وبعد عام من الاستغلال تظهر بوادر نجاحه.

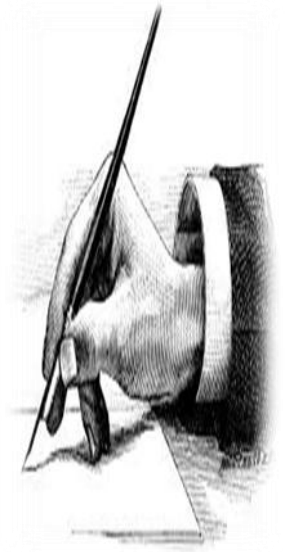
خلاصة الفصل

تعرفنا في هذا الفصل على شركة Sofinance التي تقدم خدمات مالية متطورة لعل أهمها المساهمة في رأس المال أي رأس المال المخاطر فقد أثبتت الإحصائيات التي تطرقنا إليها أنها من الشركات القليلة التي تنشط في هذا المجال لكون هذا الأخير قليل التعامل به في الجزائر، وتعرفنا على كيفية عمل رأس مال المخاطر حيث أنه يجب تقديم الوثائق التي تسمح بتعريف عن المشروع التي يمكن من خلالها دراسته ومعرفة الجدوى منه.

في التمويل برأس المخاطر يجب إحترام وإتباع المراحل بداية بتقديم الطلب الرسمي المرفق بالوثائق اللازمة ودراسته ثم عرضه على لجنة التمويل وبعد ذلك الحصول رأي أمين الخزينة العمومي إذا كان التمويل عن طريق صندوق الإستثمار الولائي التي تسيره الشركة وبعد موافقة الخزينة يأتي دور الموثق الذي يعتبر مهما في صقل هوية المشروع إلى شركة ليتم بعدها كتابة الشيك بإسم الشركة وتمكينها من رأس المال المخاطر، وقد دعمنا كل ما سبق بمشروع فندق تفاح المماليك الذي رأى النور بعد مساهمة شركة Sofinance في رأس ماله.

ويبقى رأس المال المخاطر في الجزائر في بداياته وهو ما تؤكد الإحصائيات التي تم التطرق إليها.

الخاتمة



الخلاصة العامة :

تحتل المؤسسات الناشئة بمكانة هامة على مستوى مختلف دول العالم وذلك نظرا للدور الذي تلعبه في المجال الاقتصادي والاجتماعي على حد سواء، ونظرا لهذه الأهمية المتزايدة فقد قامت الحكومة الجزائرية بالعديد من الإجراءات والتي تهدف بالدرجة الأولى إلى دعم هذه المؤسسات وهو ما قد ينعكس بصورة إيجابية على قطاع المؤسسات الناشئة في الجزائر ويساهم بشكل فعال في تطورها وزيادة عددها.

إن ما يميز المؤسسات الناشئة عن باقي المؤسسات الأخرى من خصوصيات يطرح أمامها العديد من المشاكل التي يأتي في مقدمتها المشكل التمويلي والذي يصعب حله بواسطة وسائل التمويل التقليدية التي تعتمد أساسا على الاقتراض بفوائد مرتفعة إضافة إلى ضمانات كبيرة تعجز المؤسسات الناشئة عن الإيفاء بها.

من هذا المنطلق ظهرت العديد من المصادر والبدائل التمويلية والتي تسعى بالدرجة الأولى إلى تكييف عملية التمويل بما يلائم خصوصية المؤسسات الناشئة، لعل أهم هذه البدائل التمويلية هو رأس مال المخاطر الذي تعتبر مصدر تمويلي مناسب لهذه المؤسسات كونه يقوم على نظام المشاركة في الربح والخسارة بين الطرفين وبدون طلب للضمانات.

ولقد اعتمدت الجزائر هذا المصدر التمويلي من خلال إنشاء بعض شركات رأس مال المخاطر سواء برأس مالها الخاص أو من خلال صناديق الاستثمار الولائية التابعة للخزينة العمومية التي تقدم عمولة للشركات التي تسير نشاطاتها الاستثمارية، من أهم شركات رأس مال المخاطر في الجزائر نجد شركة "Sofinance" والتي تعتبر رائدة في هذا المجال.

➤ اختبار صحة الفرضيات:

الفرضية الأولى: صحيحة، ذلك أن رأس المال المخاطر يعتبر من مصادر التمويل المستحدثة والذي يقوم على أساس المشاركة فيما بين شركة رأس المال المخاطر والمشاريع الممولة، وبالتالي اقتسام العوائد والأرباح في حالة تحقيقها وكذلك تحمل الخسارة في حالة حدوثها، ويتم التمويل بواسطة رأس المال المخاطر في المراحل المختلفة للمؤسسات (مرحلة الانشاء، التطوير...) على أن تتم عملية الخروج تدريجيا.

الفرضية الثانية: خاطئة، تعتبر تقنية رأس المال المخاطر في الجزائر حديثة النشأة، ومازال الكثير مما يجب العمل بها من أجل النهوض بهذه التقنية الواعدة، من خلال توفير الإطار القانوني والضريبي حتى تتمكن من لعب الدور المنتظر منها في الاقتصاد الوطني.

الفرضية الثالثة: صحيحة، ذلك أن شركة Sofinance تقوم بعملية التمويل والمساهمة في رأس مال المشاريع الممولة بعدة مراحل ابتداء من طلب الحصول على التمويل الى غاية نهاية التمويل في رأس مال المشروع، هذا ما

يطلب اجراءات ومعايير مستقبلية تتبعها Sofinance تراهن على استعداد المشروع للنجاح وتحقيق قيمة مضافة في المستقبل الأمر الذي يسرع من مردوديتها ونموها.

➤ نتائج البحث: من خلال البحث توصلنا إلى جملة من النتائج يمكن إبرازها كما يلي

- ✓ أولت الحكومة الجزائرية إهتماما بالغا بقطاع المؤسسات الناشئة، ويتجلى ذلك من خلال مختلف البرامج والهيكل التي أنشأت بصورة أساسية بهدف تقديم المساعدة والدعم لأصحاب المشاريع الناشئة.
- ✓ من أهم المشاكل التي يمكن أن تواجه أصحاب المشروعات الناشئة هو المشكل التمويلي خاصة في ظل الضمانات غير الكافية مما يؤدي إلى عدم رغبة البنوك (التمويل التقليدي) في تمويل هذه المؤسسات.
- ✓ ظهرت العديد من البدائل التمويلية التي تسعى بالدرجة الأولى إلى مراعاة خصوصية المؤسسات الناشئة من الجانب التمويلي، لعل أهم هذه البدائل هو رأس مال المخاطر، والذي ظهر لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعد نجاحه في تدعيم أصحاب المشروعات الناشئة، وانتشر في العديد من دول العالم.
- ✓ اعتمدت الجزائر التمويل بمفهوم شركات راس مال المخاطر ابتداء من عام 2006 وظهرت في الجزائر مجموعة من الشركات التي تمارس المهنة إما برأس مالها الخاص أو عبر تسير الصناديق الاستثمارية الولائية والتابعة للخزينة العمومية، إلا أن أغلب هذه الصناديق لم يتم استغلالها بعد. ويتعلق الأمر بكل من شركات "Sofinance" "Finalep" "Asicom"
- ✓ يتطلب التمويل باستخدام راس مال المخاطر من طرف شركة "Sofinance" إجراءات كبيرة ومعقدة وبالتالي مدة زمنية معتبرة نوعا ما، مما قد يؤدي إلى تفويت الفرصة خاصة أمام المشاريع المتعثرة.
- ✓ في أغلب الأحيان تكون المشاركة بين شركة "Sofinance" مشاركة نقدية وصاحب المشروع الممول مشاركة عينية، مما قد يؤدي إلى التلاعب من قبل أصحاب المشروعات الممولة من خلال التقييم المبالغ فيه للأصول العينية وتضخيم قيمتها بغرض زيادة حجم رأس المال المشروع.
- ✓ الإشكال القانوني والمتمثل في حتمية التقدير المحاسبي الأصول من قبل خبير معتمد، وهذه الإجراءات تأخذ وقت طويلا إضافة إلى جهل بعض الموثقين بطبيعة العقد وطبيعة الشراكة عن طريق راس مال المخاطر، هذا إضافة إلى التكاليف الكبيرة التي تدفع لقاء التسجيل والإشيار لمشركة في الجزائر.
- ✓ آليات خروج شركة Sofinance من المؤسسات التي تساهم فيها تتميز بالغموض وعدم الوضوح .
- ✓ عدم إتباع مسيري المؤسسات الممولة لمخطط الموضوع مسبقا في جدول الإستثمار، مما قد يؤدي إلى عدم نجاح هذه المؤسسات بالمستوى المطلوب.

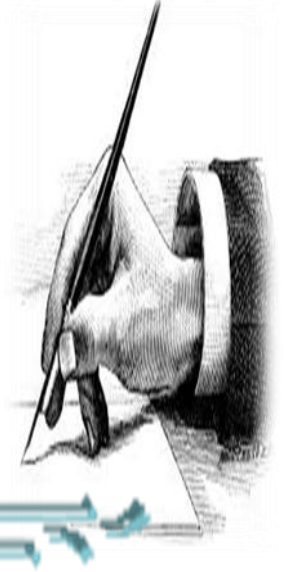
➤ التوصيات المقترحة:

- في ظل النتائج التي توصلنا إليها من خلال هذا البحث يمكننا تقديم جملة من التوصيات التالية :
- ✓ تقديم لائحة واضحة ومفصلة للمجالات أو النشاطات التي يمكن لشركات رأس مال المخاطر في الجزائر تمويلها.
 - ✓ توضيح كيفية تعامل شركات رأس مال المخاطر عموما مع المؤسسات الناشئة التي تحصلت على الامتيازات المالية من طرف الدولة.
 - ✓ إجراء دورات تكوينية لأصحاب المشاريع الناشئة لتوضيح مزايا التمويل برأس مال المخاطر وإعطاء صورة متكاملة وواضحة عن هذا البديل التمويلي.
 - ✓ تكوين إطارات في مجال مهنة رأس مال المخاطر في الجزائر ومحاولة الاستفادة من الخبرات والتجارب الدولية في هذا المجال.
 - ✓ فتح المجال أمام القطاع الخاص لمزاولة مهنة رأس مال المخاطر.
 - ✓ تقديم التحفيزات الجبائية والمالية لتشجيع شركات رأس مال المخاطر على العمل وتقديم المزيد من التمويل للمشاريع الناشئة بما يساهم في نمو القطاع الحيوي في الاقتصاد الجزائري .
 - ✓ توجيه أصحاب المؤسسات الناشئة من قبل وكالات الدعم إلى الحصول على التمويل من قبل شركات رأس مال المخاطر الموجودة في الجزائر، وتحقيق التنسيق بين وكالات الدعم وشركات رأس مال المخاطر.
 - ✓ ضرورة تفعيل دور البورصة، بما يساعد شركات رأس مال المخاطر على التنازل عن حصصها في المشاريع الممولة على مستوى البورصة

➤ آفاق البحث:

- يعتبر موضوع البحث خطوة مهمة تثري المواضيع السابقة ولعل بداية أفكار جديدة تتمحور اشكالياتها فيما يلي:
- تجارب الدول في مجال رأس المال المخاطر وامكانية إستفادة الجزائر منها.
 - إمكانية تطبيق تجارب الدول الرائدة على الجزائر.
 - دراسة ما مدى مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع ذات المخاطر العالية.

قائمة المصادر والمراجع



أولاً: المراجع العربية

1- الكتب:

- سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، الهيئة العامة للرقابة المالية، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق رأس المال، 2010، مصر.
- عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001.
- عصام عمر الجمل، معوقات تمويل الشركات الناشئة: من وجهة نظر أصحابها، كلية الاقتصاد، جامعة مصراتة، ليبيا، 2019.
- مُجّد صالح الحناوي، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004.
- مُجّد براق، شريف بن زاوي، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، المكتب الجامعي، 2009.
- وليد علي ماهر، عقد التأجير التمويلي (دراسة مقارنة)، مركز الدراسات للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجيزة، 2018.

2- الرسائل الجامعية

- تقية لياس، واقع آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، القطب الجامعي بالقلعة، 2020/2019.
- حبيبة مداس، دور الائتمان الإيجاري في تمويل التنمية الاقتصادية وافاقه في الجزائر. مذكرة تخرج ماجستير في العلوم الاقتصادية. تخصص نقود وتمويل. جامعة مُجّد خيضر بسكرة. 2005/2004.
- حضري دليلة، آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اقتصاديات شمال افريقيا خلال الفترة 1995-2005، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص: نقود ومالية، جامعة الشلف، 2007/2006.
- خليفة وفاء، معوقات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وسبل تجاؤها-دراسة مقارنة مع شركات رأس المال المخاطر التونسية والمغربية، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الدكتوراه، الطور الثالث، في العلوم الاقتصادية، تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات المالية، جامعة الجزائر03، 2018/2019.
- شلغوم رحيمة، ضمانات القروض لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، فرع قانون الأعمال، كلية الحقوق، جامعة الجزائر01 بن يوسف بن خدة، 2014-2015.
- عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر (دراسة مقارنة مع التمويل بالنظام المشاركة)، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير تخصص اقتصاد اسلامي، جامعة باتنة، 2008.
- مُجّد السيتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير، تخصص: ادارة مالية جامعة قسنطينة، 2009.
- مُجّد شريف بن زاوي، هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر حالة الجزائر، مذكرة ماجستير بالمدرسة العليا للتجارة الجزائر، 2011.

3- المقالات:

- آغا تغريد، حشماوي مُجّد، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة-حالة الجزائر-، مجلة المدبر، العدد 03، جوان 2016.

- بختي علي، بوعويبة سليمة، المؤسسات الناشئة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر واقع وتحديات، مجلة دراسات وأبحاث، المجلة العربية في العلوم الانسانية والاجتماعية، المجلد 12/العدد 04، أكتوبر 2020، السنة الثانية عشر.
- بريش عبد السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة شركة sofinance، مجلة الباحث، العدد 05، 2007، جامعة باجي مختار، عنابة.
- بلعدي عبد الله، مقالتي عاشور، مقارنة بين رأس المال المخاطر في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع امكانية التكامل التنموي بينهما، مجلة البحوث المالية والاقتصادية، عدد06، جامعة ام البواقي، 2016.
- بوقرة رايح، بن النووي أحلام، استخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 01، 2016، جامعة محمد بوضياف، المسيلة.
- بن جيمة مريم، بن جيمة نصيرة، الوالي فاطمة، آليات دعم وتمويل المؤسسات في الجزائر، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد 07/العدد 03، 2020.
- بوعنيني سميحة، كرومي آسية، دراسة تقييمية لواقع تمويل وتنشيط المؤسسات الناشئة، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد 07/العدد 03، 2020.
- بولشعور شريفة، دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة startup حالة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد 02، 2018.
- حبيبة مداس، رحمان موسى، واقع رأس المال المخاطر في الجزائر ودوره في تمويل استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة رؤى اقتصادية، المجلد 11، العدد01، 06/06/2021، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي.
- رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، رأس مال بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد 06، 2018، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة.
- رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر بسكرة، العدد 16، 2009
- زغيب مليكة، استخدام قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة بسكرة، العدد 07، فيفري، 2005
- ضياف عليّة، حمّانة كمال، رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة-حالة الجزائر-، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد05، جوان 2016
- عابد نصيرة، بريش عبد القادر، رأس المال المخاطر المدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة شمال أفريقيا، المجلد 14، العدد 19، 2018
- كلثوم فرحات، مفيد عبد اللاوي، رأس المال المغامر البديل الأمثل لتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر شركة sofinance نموذجاً، مجلة النمو الاقتصادي والمقاولية JEJE، العدد01، الجزائر.
- مصطفى بورنان، علي صولي، الاستراتيجيات المستخدمة في دعم وتمويل المؤسسات الناشئة (حلول لإنجاح المؤسسات الناشئة)، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 11، لعدد 01، (2020)

- بلوج بولعيد، تأجير الأصول الثابتة كمصدر تمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني الأول حول: "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية"، جامعة الأغواط 8-9 أبريل 2002
- بو الريحان فاروق، لواح منير، بلحاج طارق، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر حالة الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، كتاب جماعي دولي محكم حول اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، جامعة جيجل مارس 2021.
- رابح خوني، رقية حساني، آفاق تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الندوة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ودورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، 25-28 ماي 2003.
- روية عبد السميع وحجازي اسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات، جامعة حسبية بن بوعلي الشلف، 17-18 افريل 2006
- زينب ترابط، أميرة بوياطة، رأس المال المخاطر كاتجاه حديث لتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر دراسة حالة **sofinance** كتاب جماعي دولي محكم حول اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة بين الاساليب التقليدية والمستحدثة، جامعة جيجل، مارس 2021 -
- سمير جادلي، منصف شرقي، تحليل مصادر تمويل المؤسسات الناشئة في ضل التجارب الدولية: الصين، كرواتيا، المملكة المتحدة، كتاب جماعي دولي محكم حول اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، مارس 2021.
- عاشور مزريق، محمد غربي، الائتمان الإيجاري كأداة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، الملتقى الدولي حول "متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، جامعة الشلف 17-18 أبريل 2006،
- عبد الجليل بوداح، بدائل التمويل الخارجي في المشروعات الصغيرة والمتوسطة، الدورة التدريبية الدولية حول "تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية"، جامعة سطيف، 25 - 28 ماي 2003.
- عمار عريس، عبد الوهاب بن زاير، مشاكل التمويل التقليدي للمؤسسات الناشئة والآليات والبدائل التمويلية الكفيلة لمواجهتها، كتاب جماعي دولي محكم حول المؤسسات الناشئة بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، مارس 2021.
- قسوري انصاف، قشوط الياس، شركات رأس المال المخاطر آلية لتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر، كتاب جماعي دولي محكم حول اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، جامعة جيجل، مارس 2021.
- لخديمي عبد الحميد، بن ناقلة نصيرة، دور البنوك الاسلامية في تمويل المشاريع المقاولاتية الناشئة "البنك الاسلامي للتنمية نموذجاً"، كتاب جماعي دولي محكم حول المؤسسات الناشئة بين الأساليب التقليدية والحديثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، مارس 2021.
- لومايزية عفاف، حاضنات الأعمال كآلية مستحدثة لدعم المؤسسات الناشئة في الجزائر- مع الاشارة الى بعض التجارب، كتاب دولي محكم حول اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الاساليب التقليدية والمستحدثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، مارس 2021.
- نضال يدروج، ياسين العايب، تحليل واقع تمويل المؤسسات الناشئة عن طريق شركات رأس المال المخاطر- حالة شركة **sofinance**، كتاب جماعي دولي محكم حول اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، مارس 2021.

- وليد بولغب، الشركات الناشئة وإمكانية نجاحها في الجزائر، كتاب دولي محكم حول اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، مارس 2021.

5- القوانين:

- المادة 74 من الأمر رقم 03-11، المتعلق بالنقد والقروض، الصادر بتاريخ 26 أوت 2003، الجريدة الرسمية، العدد 2003/08/27، 52.

- المادة رقم 100، الأمر متعلق بقانون المالية التكميلي 2009.

- المادة 05 من القانون رقم 06-11 المتعلق بشركة الأسهم الاستثماري، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة في 24 جوان 2006.
- القرار الوزاري المحدد لمقاييس الكفاءة والاحترافية لمسيرى شركة الأسهم الاستثماري المؤرخ في 27 ديسمبر 2008، الجريد الرسمية، العدد 05، الصادرة ب 2009/01/21.

- المادة 10 من قانون رقم 04-21، المتضمن قانون المالية لسنة 2005، الجريدة الرسمية، العدد 85، الصادرة ب 2004/12/30.
- المادة رقم 24 من القانون رقم 06/11، المتعلق بشركة الأسهم الاستثماري، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة في 24 جوان 2006.

- المادة 25 من القانون رقم 06/11، المتعلق بشركة الأسهم الاستثماري، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة في 24 جوان 2006.
- المادة 27 من القانون رقم 06/11، المتعلق بشركة الأسهم الاستثماري، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة في 24 جوان 2006.
- المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة الأسهم الاستثماري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 09، 24 فيفري 2008.

ثالثا: المراجع الاجنبية

- Joël Bessis, Capital risque et financement des entreprises, Edition Economica, Paris , 1988, p 21.
- Pierre Battini, Capital Risque : Mode d'emploi, Edition Organisation, Paris, 3^{ème} édition, 2001, P 21.
- Jean Lachmann, Le seed Capital : Une nouvelle forme de capital-risque, Edition Economica, Paris P 10. 1992,
- David H. Hsu et Martin Kenney, Organizing Venture Capital : The Rise and Demise of American Research & Development Corporation 1946-1973, Working Paper, 2004, P 48.

رابعا: المواقع الالكترونية

-الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، <http://www.andi.dz/index.php/ar/fonds-dinvestissement>

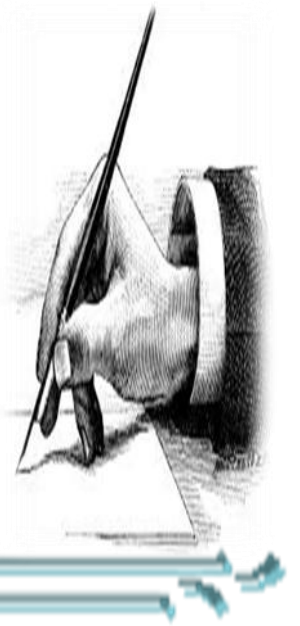
-<https://sofinance.dz/sofinanceenchiffre->

-[https://sofinance.dz/-](https://sofinance.dz/)

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

-<https://www.eldjazair-istithmar.dz>

الملاحق



ملحق 01

3	الجريدة الرّسّمية للجمهورية الجزائرية / العدد 42	29 جمادى الأولى عام 1427 هـ 25 يونيو سنة 2006 م
قوانين		
- وبمقتضى الأمر رقم 66-156 المؤرخ في 18 صفر عام 1386 الموافق 8 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون العقوبات، المعدل والمتمم،	قانون رقم 06-10 مؤرخ في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006، يتضمن إلغاء الأمر رقم 03-02 المؤرخ في 19 جمادى الأولى عام 1424 الموافق 19 يوليو سنة 2003 والمتعلق بالناطق الحرة.	
- وبمقتضى الأمر رقم 75-58 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون المدني، المعدل والمتمم،	إن رئيس الجمهورية، - بناء على الدستور، لاسيّما المواد 119 و120 و122 و126 منه،	
- وبمقتضى الأمر رقم 75-59 المؤرخ في 20 رمضان عام 1395 الموافق 26 سبتمبر سنة 1975 والمتضمن القانون التجاري، المعدل والمتمم،	- وبمقتضى الأمر رقم 03-02 المؤرخ في 19 جمادى الأولى عام 1424 الموافق 19 يوليو سنة 2003 والمتعلق بالناطق الحرة، - وبعد مصادقة البرلمان،	
- وبمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 2 ذي الحجة عام 1413 الموافق 23 مايو سنة 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، المعدل والمتمم،	يصدر القانون الآتي نصه :	
- وبمقتضى الأمر رقم 96 - 08 المؤرخ في 19 شعبان عام 1416 الموافق 10 يناير سنة 1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة (ه.ت.ج.ق.م)، (ش.إ.م.و.م) و (ص.م.ت)،	المادة الأولى : يلغى الأمر رقم 03-02 المؤرخ في 19 جمادى الأولى عام 1424 الموافق 19 يوليو سنة 2003 والمتعلق بالناطق الحرة.	
- وبمقتضى القانون رقم 01-18 المؤرخ في 27 رمضان عام 1422 الموافق 12 ديسمبر سنة 2001 والمتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة،	المادة 2 : ينشر هذا القانون في الجريدة الرّسّمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.	
- وبمقتضى القانون رقم 02-11 المؤرخ في 20 شوال عام 1423 الموافق 24 ديسمبر سنة 2002 والمتضمن قانون المالية لسنة 2003،	حرر بالجزائر في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006.	
- وبمقتضى القانون رقم 04-18 المؤرخ في 13 ذي القعدة عام 1425 الموافق 25 ديسمبر سنة 2004 والمتعلق بالوقاية من المخدرات والمؤثرات العقلية وقمع الاستعمال والاتجار غير المشروعين بها،	عبد العزيز بوتفليقة	
- وبمقتضى القانون رقم 04-21 المؤرخ في 17 ذي القعدة عام 1425 الموافق 29 ديسمبر سنة 2004 والمتضمن قانون المالية لسنة 2005،	قانون رقم 06-11 مؤرخ في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006، يتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري.	
- وبمقتضى القانون رقم 05-01 المؤرخ في 27 ذي الحجة عام 1425 الموافق 6 فبراير سنة 2005 والمتعلق بالوقاية من تبييض الأموال وتمويل الإرهاب ومكافحتهما،	إن رئيس الجمهورية، - بناء على الدستور، لاسيّما المواد 119 و120 و122 و126 منه،	
- وبمقتضى الأمر رقم 05-06 المؤرخ في 18 رجب عام 1426 الموافق 23 غشت سنة 2005 والمتعلق بمكافحة التهريب،	- وبمقتضى الأمر رقم 66-154 المؤرخ في 18 صفر عام 1386 الموافق 8 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون الإجراءات المدنية، المعدل والمتمم، - وبمقتضى الأمر رقم 66-155 المؤرخ في 18 صفر عام 1386 الموافق 8 يونيو سنة 1966 والمتضمن قانون الإجراءات الجزائية، المعدل والمتمم،	

- حصص الشركاء،
- وبوجه عام، جميع فئات القيم المنقولة الأخرى
المماثلة لأموال خاصة طبقاً للتشريع والتنظيم المعمول
بهما.
تتولى شركة الرأسمال الاستثماري تسيير القيم
المنقولة.

المادة 6: يمكن شركة الرأسمال الاستثماري أن
تقوم، بشكل ثانوي، في إطار هدفها ولحساب المؤسسات
المهتمة، بأية عملية ذات صلة لا تتنافى مع هدفها.

المادة 7: تؤسس شركة الرأسمال الاستثماري في
شكل شركة مساهمة تخضع للتشريع والتنظيم المعمول
بهما، مع مراعاة أحكام هذا القانون.

المادة 8: يحدد الرأسمال الأدنى عن طريق
التنظيم.

ويسدد وفق الكيفيات الآتية :

- 50 % عند تاريخ تأسيس الشركة،

- 50 % وفقاً للأحكام المنصوص عليها في القانون
التجاري.

المادة 9: يحوز رأسمال شركة الرأسمال
الاستثماري مستثمرون عموميون أو خواص، سواء
كانوا أشخاصاً معنويين أو طبيعيين .

تحدد كيفيات حيازة رأسمال شركة الرأسمال
الاستثماري بالنسبة للأشخاص المعنويين أو
الطبيعيين، عن طريق التنظيم .

الفصل الثاني

ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري

المادة 10: تخضع ممارسة نشاط الرأسمال
الاستثماري إلى رخصة مسبقة يسلمها الوزير المكلف
بالمالية، بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة
ومراقبتها، وبنك الجزائر .

يودع مؤسسو شركة الرأسمال الاستثماري طلب
الرخصة لدى الوزير المكلف بالمالية.

ويرفق الطلب بالوثائق الآتية :

- عقد المساهمين،

- مشاريع القوانين الأساسية،

- بطاقات المعلومات عن المؤسسين،

- قائمة المساهمين الحائزين أكثر من 10 % من
الرأسمال،

- طريقة التنظيم والعمل.

- وأية وثيقة أو معلومة أخرى يطلبها الوزير
المكلف بالمالية.

- وبمقتضى القانون رقم 06-01 المؤرخ في 21
محرم عام 1427 الموافق 20 فبراير سنة 2006 والمتعلق
بالوقاية من الفساد ومكافحته،

- وبعد الاطلاع على رأي مجلس الدولة،

- وبعد مصادقة البرلمان،

يصدر القانون الآتي نصه :

الفصل الأول

الموضوع والقانون الأساسي والرأسمال

المادة الأولى: يهدف هذا القانون إلى تحديد
شروط ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري من قبل
شركة الرأسمال الاستثماري، وكذا كيفيات إنشائها
وسيرها.

المادة 2: تهدف شركة الرأسمال الاستثماري إلى
المشاركة في رأسمال الشركة وفي كل عملية تتمثل في
تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات
في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة .

المادة 3: يمارس نشاط الرأسمال الاستثماري من
قبل الشركة، لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وحسب
مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل.

المادة 4: تتمثل كيفيات تدخل شركة الرأسمال
الاستثماري فيما يأتي :

- رأسمال المخاطرة الذي يشمل :

* " رأسمال الجدوى " أو " رأسمال الانطلاقة " : قبل
إنشاء المؤسسة،

* " رأسمال التأسيس " : في مرحلة إنشاء
المؤسسة،

- " رأسمال النمو " : تنمية طاقات المؤسسة بعد
إنشائها،

- " رأسمال التحويل " : استرجاع مؤسسة من
قبل مشتر داخلي أو خارجي،

- استرجاع مساهمات و/أو حصص يحوزها
صاحب رأسمال استثماري آخر.

المادة 5: تتدخل شركة الرأسمال الاستثماري
بواسطة اكتتاب أو اقتناء ما يأتي :

- أسهم عادية،

- شهادات استثمارية،

- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم،

الرأسمال الاستثماري والأشخاص الأعضاء في الأجهزة التابعة لها، لنفس الشروط و/أو المقاييس المنصوص عليها في المواد 10 و11 و12 أعلاه وتكون موضوع موافقة مسبقة من الوزير المكلف بالمالية.

المادة 14 : تحدد شروط منح رخصة ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري وكذا الشروط المتعلقة بسحبها عن طريق التنظيم.

تسلم رخصة الممارسة في أجل أقصاه ستون (60) يوما ابتداء من تاريخ إيداع الطلب.

يجب أن يكون رفض منح الرخصة مبررا ويبلغ إلى صاحب الطلب في أجل أقصاه ثلاثون (30) يوما ابتداء من تاريخ انتهاء أجل تسليم الرخصة.

وفي حالة رفض الرخصة صراحة أو ضمنيا، يحتفظ صاحب الطلب بحق الطعن المنصوص عليه في التشريع المعمول به.

المادة 15 : يقرر الوزير المكلف بالمالية سحب رخصة ممارسة النشاط :

- بناء على طلب شركة الرأسمال الاستثماري،
- بناء على تقرير خاص من محافظ الحسابات بسبب الإخلال الخطير بالتشريع،
- بناء على تقرير من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها و/أو الوزارة المكلفة بالمالية، إذا أصبحت الشركة لا تستوفي الشروط المحددة في هذا القانون.

المادة 16 : يجب على شركة الرأسمال الاستثماري، في حالة سحب الرخصة منها، أن تتوقف فوراً عن نشاطها، ويتم حلها طبقاً للأحكام المنصوص عليها في المادة 715 مكرر 18 من القانون التجاري، المعدل والمتمم .

الفصل الثالث

قواعد الحصول على المساهمات والقروض في شركات الرأسمال الاستثماري

المادة 17 : لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تخصص أكثر من خمسة عشر في المائة (15%) من رأسمالها واحتياطياتها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة.

المادة 18 : لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تحوز أسهما تمثل أكثر من تسعة وأربعين في المائة (49%) من رأسمال مؤسسة واحدة.

المادة 11 : يجب على المؤسسين الأشخاص الطبيعيين وعلى مسيري شركة الرأسمال الاستثماري أن يكونوا متمتعين بحقوقهم المدنية.

لا يجوز لأي شخص أن يكون مؤسساً لشركة رأسمال استثماري أو عضواً في مجلس إدارتها، بصورة مباشرة أو بواسطة شخص آخر، أو مديراً أو مسيراً أو وكيلاً أو ممثلاً، بأية صفة كانت، لشركة الرأسمال الاستثماري، وأن لا يكون مفوضاً للتوقيع باسم هذه المؤسسات:

- إذا سبق أن حكم عليه لارتكابه :

- أ- جريمة،
- ب - الاختلاس أو الغدر أو السرقة أو النصب أو إصدار صك بدون رصيد أو خيانة الأمانة،
- ج - سرقات ارتكبتها مودعون عموميون أو ابتزاز أموال أو سندات مالية،
- د - تفليسة،

هـ - مخالفة التشريع والتنظيم المتعلقين بالصرف،

و- تزوير محررات أو تزوير محررات خاصة تجارية أو مصرفية،

ز- مخالفة قانون الشركات،

ح - إخفاء أغراض تم الحصول عليها إثر هذه المخالفات،

ط - أية مخالفة متصلة بالاتجار بالخدرات أو التهريب أو تبييض الأموال أو الإرهاب أو الفساد.

- إذا تعرض لحكم نطقت به جهة قضائية أجنبية واكتسب صفة الشيء المقضي فيه، ويشكل في نظر القانون الجزائري، إدانة بسبب ارتكاب إحدى الجرائم أو الجنح المذكورة في هذه المادة،

- إذا أعلن إفلاسه أو شمله إفلاس أو حكم عليه بالمسؤولية المدنية كعضو تابع لشخص معنوي أفلس سواء في الجزائر أو في الخارج، وذلك ما لم يرد له الاعتبار .

المادة 12 : يجب على مسيري شركة الرأسمال الاستثماري أن يستوفوا مقاييس الكفاءة والاحترافية.

تحدد هذه المقاييس بموجب قرار من الوزير المكلف بالمالية.

المادة 13 : يجب أن تستجيب التغييرات التي تطرأ على حائزي الرأسمال، ومسيري شركات

- انسحاب شركة الرأسمال الاستثماري من المساهمة عند حلول الأجل المتفق عليه، عن طريق :
* بيع الحصص مع إعطاء الأولوية إلى المساهمين في الشركة، أو إلى غيرهم من المساهمين،
* أي شكل آخر للانسحاب.

الفصل الخامس الرقابة

المادة 24 : تخضع شركة الرأسمال الاستثماري لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تتأكد من مطابقة نشاط الشركة للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها.

تمارس لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على شركات الرأسمال الاستثماري، المهام والسلطات التي يخولها إياها المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمذكور أعلاه.

المادة 25 : تخضع شركة الرأسمال الاستثماري، في إطار نشاطها، للتشريع والتنظيم المعمول بهما، لا سيما أحكام المواد من 58 إلى 60 من المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمذكور أعلاه.

المادة 26 : ترفع شركة الرأسمال الاستثماري إلى الوزارة المكلفة بالمالية وإلى لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها :

- تقريراً عن النشاط السداسي مرفقاً بوضعية حافظة السندات،
- الوثائق المحاسبية والمالية لنهاية السنة المالية المعنية،
- تقارير محافظي الحسابات،
- أية وثيقة أخرى ضرورية لممارسة الرقابة.

الفصل السادس

النظام الجبائي لشركة الرأسمال الاستثماري

المادة 27 : لا تخضع شركة الرأسمال الاستثماري للضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخل المتأتية من :
- الأرباح،
- نواتج توظيف الأموال،
- نواتج وفائض قيم التنازل عن الأسهم والحصص.

المادة 19 : لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تساهم في شركة إلا على أساس عقد المساهمين الذي يوضح، على وجه الخصوص، مدة المساهمة في الاستثمار وشروط الانسحاب من شركة الرأسمال الاستثماري.

المادة 20 : لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تقوم باقتراضات تفوق حدود عشرة في المائة (10%) من أموالها الخاصة الصافية. ولا يمكن أن تستعمل المبالغ المقترضة لتمويل الحصول على مساهمات.

الفصل الرابع

الموارد المالية لشركة الرأسمال الاستثماري

المادة 21 : تتكون موارد شركة الرأسمال الاستثماري من :

- 1 - رأسمال الشركة والاحتياطيات وغيرها من الأموال الخاصة،
- 2 - الأموال شبه الخاصة التي تشمل :
- الموارد الممنوحة من قبل الغير لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري،
- الأموال العامة الممنوحة من قبل الدولة لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري التي تهم الاستثمارات المنتجة للسلع والخدمات، والمنجزة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة،
- 3 - الهبات.

المادة 22 : يتم تسيير الأموال شبه الخاصة المذكورة في المادة 21 أعلاه، في إطار اتفاقية تبرم، حسب الحالة :

- بين شركة الرأسمال الاستثماري المكلفة بإنجاز وتسيير المساهمات وصناديق الاستثمار التي تتلقى الموارد الموجهة لتمويل المساهمات،
- بين شركة الرأسمال الاستثماري والدولة.

المادة 23 : تهدف الاتفاقية المبرمة بين شركة الرأسمال الاستثماري والدولة إلى تحديد مستوى الالتزام وكيفية التدخل التي تتمحور حول المبادئ الآتية :

- توجيه الأموال المخصصة للرأسمال الاستثماري إلى الحصول على مساهمات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتدعيم أموالها الخاصة،
- الحصول على مساهمات عن طريق اكتتاب في الأسهم أو السندات المماثلة لها،

المادة 29 : تستفيد من المزايا الجبائية المحددة في هذا القانون، شركة الرأسمال الاستثماري التي تتعهد بعدم سحب المبالغ المستثمرة في المؤسسات لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من أول يناير من السنة الموالية لتاريخ الحصول على المساهمة.

المادة 30 : ينشر هذا القانون في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.

حرر بالجزائر في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 24 يونيو سنة 2006.

عبد العزيز بوتفليقة

تخضع شركة الرأسمال الاستثماري إلى المعدل المخفض بـ 5% يعنون الضريبة على أرباح الشركات.

تستفيد شركة الرأسمال الاستثماري المتدخلة في صيغة رأسمال المخاطرة، من الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس (5) سنوات ابتداء من انطلاق نشاطها.

تحدد كفاءات تطبيق هذه المادة عن طريق التنظيم.

المادة 28 : تخضع شركة الرأسمال الاستثماري إلى رسم تسجيل ثابت مبلغه خمسمائة دينار (500 دج) وعشرون دينارا (20 دج)، عن كل صفحة، بالنسبة لكل عقد تأسيسي، أو زيادة الرأسمال أو تخفيضه، أو التنازل عن قيم منقولة.

مراسيم تنظيمية

ورخصة برنامج قدرها تسعمائة واثنان وسبعون مليون دينار (972.000.000 دج) مقيدان في النفقات ذات الطابع النهائي (المنصوص عليها في القانون رقم 05-16 المؤرخ في 29 ذي القعدة عام 1426 الموافق 31 ديسمبر سنة 2005 والمتضمن قانون المالية لسنة 2006)، طبقا للجدول "أ" الملحق بهذا المرسوم.

المادة 2 : يخصص لميزانية سنة 2006 اعتماد دفع قدره أربعون مليون دينار (40.000.000 دج) ورخصة برنامج قدرها تسعمائة واثنان وسبعون مليون دينار (972.000.000 دج) يقيدان في النفقات ذات الطابع النهائي (المنصوص عليها في القانون رقم 05-16 المؤرخ في 29 ذي القعدة عام 1426 الموافق 31 ديسمبر سنة 2005 والمتضمن قانون المالية لسنة 2006)، طبقا للجدول "ب" الملحق بهذا المرسوم.

المادة 3 : ينشر هذا المرسوم في الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية.

حرر بالجزائر في 25 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 21 يونيو سنة 2006.

عبد العزيز بلخادم

مرسوم تنفيذي رقم 06-221 مؤرخ في 25 جمادى الأولى عام 1427 الموافق 21 يونيو سنة 2006، يعدل توزيع نفقات ميزانية الدولة للتجهيز لسنة 2006، حسب كل قطاع.

إن رئيس الحكومة،

- بناء على تقرير وزير المالية،

- وبناء على الدستور، لاسيما المادتان 85 - 4 و125 (الفقرة 2) منه،

- وبمقتضى القانون رقم 84-17 المؤرخ في 8 شوال عام 1404 الموافق 7 يوليو سنة 1984 والمتعلق بقوانين المالية، المعدل والمتمم،

- وبمقتضى القانون رقم 05-16 المؤرخ في 29 ذي القعدة عام 1426 الموافق 31 ديسمبر سنة 2005 والمتضمن قانون المالية لسنة 2006،

- وبمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 98-227 المؤرخ في 19 ربيع الأول عام 1419 الموافق 13 يوليو سنة 1998 والمتعلق بنفقات الدولة للتجهيز، المعدل والمتمم،

يرسم ما يأتي :

المادة الأولى : يلغى من ميزانية سنة 2006 اعتماد دفع قدره أربعون مليون دينار (40.000.000 دج)

ملحق 02

اتفاق شراكة بين أصحاب المشروع و صوفينانس ش ذ أ

بين :
صوفينانس، مؤسسة مالية صومية معتمدة من قبل بنك الجزائر، شركة ذات أسهم رأسمالها 5.000.000.000 دج كائن مقرها في 34، شارع محمد بلقاسمي، العناصر، الجزائر العاصمة، مقيدة في السجل التجاري تحت الرقم 0012400 00 16 00 ب 00 و ممثلة قانونيا لهذا الغرض من قبل السيد كمال منصوري بصفته رئيسا مديرا عاما.
المسماة فيما يلي بصوفينانس ش ذ أ

و السيد: من

تمهيد:

س

السيد ع:

يتفق الطرفان على أنه، في إطار القواعد المنصوص عليها في شون الرأسمال الاستثماري، سيتم الشروع في إنشاء شركة في شكل ش ذ م م برأسمال اجتماعي قدره دج متشكل من المساهمات نقدية من قبل المرفقين و مساهمة صوفينانس بمبلغ دج، يمثل بالعمالة من رأس المال.
توافق هذه المساهمة في رأس مال الشركة حق انسحاب صوفينانس عند انقضاء فترة متوسطة مقدرة بخمسة سنوات.

طبقا، خاصة، للنصوص التي يخضع لها رأس المال الاستثماري، تم الاتفاق و تقرير ما يلي بين الطرفين:

المادة 01: الموضوع

يهدف اتفاق الشراكة هذا إلى تحديد شروط و طرق الشراكة المبرمة بين الطرفين، و التي تنص على أخذ مساهمة من قبل صوفينانس في رأسمال ش ذ م م،

المادة 02: المشروع

2.1 - كلفة المشروع:

شكالت كافة المساهمات المنجزة موضوع خبرة قانونية.

2.2- تمويل المشروع:

المادة 03: مساهمة الشركاء

المساهمة النوعية، المساهمات النقدية.

المادة 04: الوضعية القانونية للشركة

المادة 05: رأس المال : مستوى و توزيع

المادة 06: الحسابات الجارية للشركاء

المادة 07: مساهمة صوفينانس ش ذ أ: الطبيعة و المدة

المادة 08: مدة مساهمة صوفينانس

تحدد مدة هذه المساهمة بمعدل 5 سنوات ، ما لم يتم الاتفاق بالإجماع بين الشركاء على غير ذلك.

المادة 09: مخطط إنجاز المشروع

أ- توقيع اتفاق المساهمين.

ب- توقيع القانون الأساسي.

ت- انطلاق الاستغلال.

المادة 10: حركة الحصص الاجتماعية، تقليص و زيادة رأس المال

المادة 11: إدارة و تسير الشركة

المادة 12: تسير الشركة

المادة 13: تسير المشروع و التقارير

المادة 14: احترام التنظيم المعمول به

المادة 15: حق سحب صوفينانس - طرق التنازل عن الحصص الاجتماعية لصوفينانس

1.15- حق الاتساع

2.15- حق الشفعة

4.15- ثمن التنازل:

المادة 16: ربح السهم

المادة 17: تسوية الخلافات

المادة 18: أحكام مختلفة

أ- المصاريف

ب- التنازلات و التعديلات

ت- السرية

ث- البطلان المتعلق بأحكام اتفاق الشركاء

ملحق 04

Société Financière d'Investissements, de Participation et de Placements

Direction des Participations et de l'Ingénierie financière



Fiche de synthèse CAPITAL CREATION

*Dans le cadre du fonds d'investissement
De la wilaya de TIARET*

**SARL Hôtel Restaurant Tofah El-mamalek
CITE TOFAH N° 935 TIARET**

Vue sur la façade principale



Vue sur l'intérieur du restaurant

