

AR	رأس مال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر
FR	<i>Le capital-risque est une alternative innovante au financement des petites et moyennes entreprises en Algérie</i>
ENG	<i>Venture capital is an innovative alternative to financing small and medium enterprises in Algeria</i>

د. عبد الغفور دادن
Abdelghafour DADENE
جامعة قاصدي مرباح ورقلة - الجزائر
Dadene16@gmail.com

د. رشيد حفصي
Rachid HAFCI
جامعة قاصدي مرباح ورقلة - الجزائر
Rachid83h@gmail.com

تاريخ الاستلام: 2018-02-05 تاريخ المراجعة: 2018-03-03 تاريخ القبول: 2018-04-12

الملخص: يعتبر تمويل برأس المال المخاطر من بين الطرق الحديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم إذا يؤدي إلى زيادة النمو الاقتصادي وخلق مناصب الشغل عوض الاقتصار فقط على الطرق التقليدية للتمويل وفي مقدمتها التمويل البنكي، يهدف هذا البحث إلى إبراز دور نشاط رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال عرض تجارب بعض الدول ثم التطرق إلى التجربة الجزائرية في هذا المجال. وقد خلصت نتائج بحثنا أن التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر لا يزال في المرحلة الجنينية إذ تعتبر هامشية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقارنة مع النتائج المحققة من طرف البنوك وهيكل الدعم والمرافقة التي أنشأتها الدولة في هذا المجال وبالتالي على الدولة البذل المزيد من الجهد لترقية هذا النوع من المؤسسات لرأس المال المخاطر.

الكلمات المفتاحية: تمويل، رأس مال المخاطر، مؤسسات صغيرة ومتوسطة، الجزائر.

Abstract: The financing of venture capital is among the modern ways of financing small and medium enterprises in the world if it leads to increased economic growth and the creation of jobs instead of only the traditional ways of financing, primarily bank financing, and therefore the state should do more to promote this type and it is known that Small and medium enterprises usually rely heavily on bank financing. This is evidenced by the field study carried out by CRAD in 2003 that the performance of the financial system does not allow the development of private sector institutions, In the period of take-off and expansion, do not face the obstacles to financing by borrowing, In this regard, many industrial countries have been able to devise new ways to improve the status of financing small and medium enterprises, especially the category of innovative institutions that have a big role in production, operation and competition. Among these methods is the method of financing with risk capital, a modern technology that allows small and micro enterprises to finance their projects Which conventional banks are unable to finance. In this paper, we will attempt to review risk capital technology as an innovative financing alternative that replaces conventional financing and is in line with the financial requirements of small and medium enterprises, Based on the above, the main problem can be addressed in the following key question: To what extent does venture capital technology contribute to raising the financial capacity of small and medium enterprises in Algeria? To address this problem, this paper has been divided into axes and represented in the conceptual and theoretical framework of venture capital. The second topic focuses on the experiences of some countries in the field of risk capital financing. Finally,

exposure to the experiences of some countries in the field of risk capital financing and comparing it with experience The Algerian.

The study concluded with a number of conclusions and recommendations, among which: Risk capital financing is a financing alternative for small and medium enterprises as well as other sources of financing, mainly bank loans, rental loans, bank facilities, etc.; Algeria is inclusive and has been included by the legislator with investment capital, which requires the establishment of a legal arsenal for the activity of venture capital institutions taking into account the economic and social environment in which small and medium enterprises operate;

The risk capital technology in Algeria in the embryonic stage is considered marginal in the financing of small and medium enterprises compared to the results achieved by the banks and the support and accompanying structures established by the State in this field. Therefore, the state should do more to upgrade these institutions through taking measures to strengthen Protection of intellectual property rights and patents, creation of specialized risk capital frameworks;

- Most of the small and medium enterprises in Algeria do not have the entrepreneurial culture because of their refusal to open their capital;

- Lack of coordination between government programs and universities in relation to innovative projects and marketing them until they are financed by the companies.

Key words: Finance, venture Capital, Small and Medium Enterprises, Algeria.

مقدمة:

لقد حظيت دراسة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في السنوات الأخيرة باهتمام كبير ومتزايد من قبل الباحثين والممارسين، وكذلك الوظائف والأنشطة التي تمارسها. ويرجع سبب تعاضم أهمية دراسة المؤسسة إلى الأدوار الأساسية التي تؤديها في الاقتصاد الوطني خاصة فيما يتعلق بالنمو الاقتصادي من خلال توفير مناصب الشغل والقضاء على البطالة وتحقيق النمو المتوازن بين الأقاليم والمناطق بسبب انتشارها الواسع.

ويجدر التنكير بأن قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر لا يزال دون المستوى المطلوب، كما أنه في حاجة إلى إصلاحات جذرية خاصة إذا علمنا أن هذا القطاع يحتل المرتبة 153 من مجموع 189 دولة التي شملها التقرير الذي ينشره البنك العالمي سنويا حول مجال الأعمال " دوينغ بيزنس"¹، والذي أعده 10200 خبير استنادا إلى النصوص التنظيمية الخاصة بالاستثمار لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبالتالي يبقى تحسين واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وضمان آفاق واعدة لها مرهونة بإقامة بيئة نشاط ملائمة وجذابة للإستثمارات الخاصة الوطنية والأجنبية وتحضيره من مختلف الجوانب لمواجهة التحديات الجديدة، رغم ذلك تبقى هذه المؤسسات تعاني من مشكل أساسي يتمثل في الحصول على رؤوس الأموال الكافية بسبب إجماع البنوك عن تمويلها لقلّة الضمانات من جهة، ولعدم قدرتها الولوج الى الأسواق المالية من جهة أخرى.

وكما هو معلوم أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عادة ما تعتمد وبدرجة كبيرة على التمويل البنكي وهذا ما بينته الدراسة الميدانية التي أنجزت من طرف مركز الأبحاث في الإقتصاد التطبيقي والتنمية سنة 2003 CREAD أن أداء المنظومة التمويلية لا تسمح بتطوير المؤسسات القطاع الخاص إذ لا تزال

تواجه في فترة الإقلاع والتوسع عقبات التمويل بالإستدانة، وفي هذا الصدد إستطاعت العديد من الدول الصناعية إبتكار طرق جديدة لتحسين وضعية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة فئة المؤسسات الإبتكارية التي لها دور كبير في الإنتاج، التشغيل والمنافسة ومن بين هذه الطرق نجد طريقة التمويل برأس المال المخاطر وهي تقنية حديثة تتيح للمؤسسات الصغيرة والمصغرة تمويل مشروعاتها خطرة التي تعجز البنوك التقليدية تمويلها.

سنحاول من خلال هذه الورقة البحثية استعراض تقنية رأس المال المخاطر كبديل تمويلي مستحدث يحل محل التمويل التقليدي ويتمشى مع متطلبات واحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، واستنادا إلى ما سبق ذكره يمكن طرح وصياغة الإشكالية الرئيسية على النحو التالي:

إلى أي مدى تساهم تقنية رأس المال المخاطر في الرفع من القدرة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟

وللإجابة على هذه الإشكالية تم تقسيم هذه الورقة البحثية إلى المحاور التالية:

- الإطار المفاهيمي والنظري لرأس المال المخاطر؛
- تجارب بعض الدول في مجال تمويل برأس المال المخاطر؛
- تجارب بعض الدول في مجال تمويل برأس المال المخاطر ومقارنتها بالتجربة الجزائرية.

المحور الأول: الإطار المفاهيمي والنظري لرأس المال المخاطر

عند تسليط الضوء على الأدبيات النظرية التي تناولت تقنية رأس المال المخاطر نجدها بأنها في مجملها تتفق بأنها آلية لتمويل المشاريع الإستثمارية التي غالبا ما تمتاز بدرجة مخاطرة مرتفعة ولا تمتلك أي ضمانات تمكنها من الحصول على التمويل البنكي، لذا سنقوم في هذا الجزء بالتطرق إلى نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر.

1- نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر: اختلف الباحثين في نشأة وظهور رأس المال المخاطر، فهناك من يرى أن الفضل في تطبيق هذه التقنية ترجع إلى اليوناني طاليس الذي أعتمد على القروض المالية لعصر الزيتون واستخراج الزيت بإعتباره مقاولا زراعيا وتم إعتبار أصحاب هذه الأموال مقرضين مخاطرين²، وهناك من يرى أن كريستوف كولمبوس يرجع له الفضل في إستخدام هذه التقنية في القرن الخامس عشر عندما أراد فتح الطريق للتسوق والسفر ولتمويل رحلات التجارة والإستكشاف من خلال نجاحه في إقناع حكام إسبانيا بتمويل هذه الرحلة حينها لم يدرك أنه قام بعملية رأس المال المخاطر.

أما فيما يخص الظهور المؤسساتي، فقد تم إنشاء أول مؤسسة حديثة لرأس المال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأميركية من قبل الجنرال الفرنسي الأصل George Doriot سنة 1946 ولقد سميت هذه الشركة بإسم " المنظمة الأميركية للبحث والتطوير" (ARD: American Research and Development)³، وقد أختصت هذه الشركة في الإستثمار في المؤسسات التي تسعى لتطوير منتجات ذات تكنولوجيا العالية، وع بداية سنوات الخمسينات اتسع نشاط شركات رأس المال

المخاطر بظهور شركات متعددة تختص في تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة في مجال تكنولوجيا المعلومات، صناعات الكمبيوتر والإلكترونيات أي في المشاريع الإستثمارية ذات تكنولوجيا المتقدمة وعالية المخاطر.

أما فيما يتعلق بالتعاريف المقدمة لرأس المال المخاطر فقد إجتهد الكثير من الباحثين وبعض الهيئات في تقديم تعريف له وهذا ما اتضح جليا من خلال التعريف المقدم من قبل الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر EVCA : "هو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص ي مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك على مصدر المخاطر) أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات"⁴.

في حين رأَت الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر NVCA في الولايات المتحدة: "بأنه استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل، في منشآت تملك استعدادات قوية، منجز من طرف مستثمرين متخصصين"⁵. أما البنك المركزي الألماني فعرفه على أن رأس المال المخاطر يمثل في الغالب، الحصص المأخوذة في المنشآت الصغيرة و المتوسطة الناشئة، المبتكرة تكنولوجيا، غير المدرجة، التي رغم انخفاض ربحيتها الحالية، يقدر أن تمتلك استعدادات نمو واسعة و كافية، كما أن مؤسسات رأس المال المخاطر لا تزود المشاريع الناشئة بالأموال الخاصة فقط، لكن أيضا بالخبرة التسيير الواسعة وخدمة النصائح"⁶.

أما في الجزائر فقد ضبط القانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 25 جوان 2006 تعريف شركات رأس المال الإستثماري بأنها: "الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس المال الشركات الأخرى، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من الأموال الخاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس، النمو، التحويل أوالخصوصة"⁷.

أما M.Bemloneche فيعرف رأس المال المخاطر بأنه: " نشاط للممولين يتخصصون في توفير رأس المال لمدة معلومة لفائدة مؤسسات اقتصادية بعد دراسة الجدوى الاقتصادية والتنبؤ بأوضاعها المستقبلية بأمل الحصول على مردود عالي نسبيا في حالة نجاح الإستثمار أوفي حالة بيع حصص المساهمة في بورصة الأوراق المالية"⁸.

أما الباحث أنس الحناوي فيرى أن رأس المال المخاطر هي: "نوع من المغامرة بين المالك المسير وصاحب رأس المال(الممول) ويهدف كلاهما للحصول على أرباح مستقبلية"⁹.

يتضح من خلال التعاريف المقدمة لشركات رأس المال المخاطر بأنها تلك الشركات التي تقوم على أساس المشاركة في المشروع ذو تكنولوجيا متقدمة، ذو أرباح عالية ولكنه بالمقابل ذو مخاطر مرتفعة، ومن ثم تحمل المخاطر والخسائر في حال فشل هذا الأخير، ومن تم ستعتمد على الجدوى الاقتصادية للمشروع وربحيته وكفاءة إدارة المشروع من خلال المساهمة في إدارة المؤسسة بما يحقق تطورها ونجاحها

عوض الإكتفاء فقط بتقديم التمويل والنقد اللازم، وهنا يجب التنويه إلا أن هذا النوع من شركات رأس المال المخاطر لا تقتصر فقط على تمويل مرحلة الإنشاء بل تمتد كذلك إلى تمويل التوسع والنمو من خلال مخطط عمل مدروس مسبق ومنفق عليه.

2- أهداف ومزايا رأس المال المخاطر

يشكل رأس المال المخاطر أحد الوسائل الفاعلة الذي يتناسب نشاطه مع طبيعة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة نظرا لإرتباط نشاطها بمجالات المخاطرة والعائد المتوقع الكبير في حال نجاح المشروع.

أ- **أهداف رأس المال المخاطر:** لا يختلف الكثير من الباحثين أن شركات رأس المال المخاطر وجدت من أجل إعطاء نفس جديد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الناحية التمويلية عوض الإكتفاء على التمويل البنكي والتي كانت تعاني منه، وإلى توفير التمويل اللازم للمؤسسات التي تتميز بالتغيرات التكنولوجية العالية والسريعة وفي نفس الوقت لا تستطيع توفير الأموال من إصدارات الأسهم العامة مع توزيع الخطر على كافة الشركاء، مع توفير المزيد من فرض العمل فقد أثبتت دراسة أجريت من قبل الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية أن رأس المال المخاطر ساهم خلال الفترة الممتدة من 1970-2000 بتوفير ما يقارب 6.7 مليون وظيفة، و 13 مليار دولار في نهاية سنة 2000،¹⁰ وحسب تقرير لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE توصلت إلى أن الصناعة العالمية لرأس المال المخاطر توفر غطاء تمويليا للمشروعات بقيمة تزيد عن 100 مليا ر دولار سنويا على مستوى دول العالم، وهكذا ظهرت في الأفق مؤسسات رأس المال المخاطر كمهنة ضرورية لتمويل مشاريع التنمية ورفع نسبة النمو الاقتصادي خاصة في الدول النامية.

ب- **مزايا وعيوب رأس المال المخاطر:** في الحقيقة هناك العديد من المزايا التي تستفيد منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في حال اعتمادها على التمويل برأس المال المخاطر منها:¹¹

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

- **الإنقاذ:** أمام الممول فرصة لإختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر ولكنها تكون ذات أرباح عالية وتتضاعف بعد ذلك قيمة أصولها. بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن

الشركات ذات القدرة على السداد بغض النظر عن مستقبل الشركة وإمكانية نجاحها، ولذلك فهي تستهدف الشركات الكبيرة والمستقرة والتي غالبا ما تكون قد توقفت طاقتها للابتكار.

-المرحلية: من خصائص التي يمتاز بها رأس المال المخاطر أن التمويل يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة، هذه المرحلة تلتزم التمويل بالمشاركة من خلال اضطرار المستثمر للرجوع إلى الممول للحصول على التمويل التالي، وفي هذا ضمان لصدق المستثمر في عرض نتائج الأعمال من جهة، ومن جهة أخرى يعطي الفرصة حين فشل المشروع قبل تضاعف الخسارة، أو تعديل خطط المشروع وإصلاح مساره.

-التنوع: يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع متباينة المخاطر، بحيث ما تخسره شركة تعوضه الأخرى ثم إن المشاركة تقلل الخطر ومن ثم تكون القدرة على تحمل المخاطر أعلى من القرض، فضلا عن أن الرقابة والمتابعة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات.

-التنمية والتطوير: إن هذا النوع من المشاركة قادر على تمويل مشاريع عالية المخاطر ومن ثم يستطيع أن يفتح مجالات للاستثمار لا يطررها إلا الرواد القادرون ويعوضه عن هذا الخطر ما يتحقق من مكاسب وعائد كبير. لقد ثبت هذا في تمويل شركات مبدئة "كابل" و"مايكروسوفت" و"كومباك" و"الميدرال إكسبرس" و"جنيتك"... وغيرها وكانت التقنية القائمة بها شبه مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية.

-توسيع قاعدة الملكية: بمعنى أن التمويل يستمر حتى تنضج الشركة وتستوي، الشيء الذي يجعل العديد من المستثمرين يريدون الإستثمار فيها في حالة نجاح مشروعها، وبعدئذ يمكن أن تباع لمستثمر آخر يشده نجاح الشركة ونوع نشاطها أو تطرح كأسهم على المساهمين ويمول العائد من ارتفاع رأس المال في مشاريع أخرى جديدة ذات مخاطرة كبيرة كذلك.

وبرغم ما امتازت به تقنية رأس المال المخاطر من مزايا عديدة في توفير التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن هذا لم يخفي العديد من العيوب نوجزها فيما يلي:¹²

- تتيح الحقوق المتولدة لشركة رأس المال المخاطر وفق الإتفاق المبرم عن المشاركة (كالمشاركة في القرارات...) إلى التدخل في توجيه مسار المشروع؛

- تطلب هذه الشركات عادة مبالغ مرتفعة، في حالة نجاح المشروع لاسترداد حصص المخاطرين (لكن ينبغي أن لا ننسى بطبيعة الحال أن ذلك ما يقيم ميزان العدالة، حيث تعتبر هذه المبالغ مقابل المجازفة التي قبلها المخاطرون وقت الإنشاء، والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقدان كافة أموالهم و التي شاركوا بها في المشروع).

3- أنماط تمويل برأس المال المخاطر وأشكاله: يتسائل العديد من الأشخاص عن المرحلة التي تقوم بها شركات رأس المال المخاطر بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات المشاريع التي تمتاز بمخاطرة كبيرة معتقدين بأنها تقوم بتقديم التمويل اللازم في بداية المشروع فقط، غير أن هذا النوع من الشركات لا

يقتصر فقط على تمويل المشاريع في بداية المشروع وإنما يتم بالتدرج وفي أي مرحلة يمكن له تمويل المؤسسة، لذلك يتم تمويل هذه المؤسسات وفق المراحل.

أ- **أنماط تمويل برأس المال المخاطر:** تحتاج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمصادر تمويلية تتماشى مع دورة حياتها، فكلما انتقل المشروع من مرحلة لأخرى تغيرت حاجته التمويلية، ولهذا الغرض يقوم الممول برأس المال المخاطر بدراسة وافية للمشروع لإتخاذ قرار تمويل المؤسسة عند بداية إنشاء المشروع، أو في مرحلة النمو والتنمية، أو تحويل الملكية، وفي مايلي تفصيل لهذه الأنماط من التمويل:¹³

1- مرحلة النشأة والإطلاق: Capital Création تعتبر هذه المرحلة من أصعب المراحل وأخطرها حيث يقوم الممول بوضع جملة من القرارات الإحترازية المرتبطة أساسا بالمخاطر المرتبطة بالمشروع بما يضمن له العوائد المتوقعة من الإستثمار مستقبلا وهي تضم مرحلتين أساسيتين هما: مرحلة ما قبل الإنشاء **Capital d'amorçage** يخصص في هذه المرحلة تمويل معتبر بغرض تغطية نفقات البحث والتطوير وإجراء التجارب الفعلية وإختبار النماذج العملية والتجارية للسعة الجديدة ومعرفة الطلب السوقي عليها، ويعتبر هذا التمويل مكلف جدا بسبب الأبحاث الكثيرة والتجارب من جهة ومن جهة أخرى تكلفة إحتمال الفشل لدى المؤسسة، أما المرحلة الثانية وهي مرحلة رأس المال الإطلاق **Capital de démarrage** وهو التمويل المخصص الذي يخصص فعلا لبداية الإستثمار بعد نجاح مرحلة البحث والتجارب والتي تغطي نفقات البداية التجارية وتبقى هذه المرحلة كذلك من أخطر المراحل بسبب أنها لا تستوفي شروط التمويل المؤسسي سواء للبنوك أو من خلال طرح الأسهم فيتم تمويلها فقط برأس المال المخاطر.

2- مرحلة التوسع والتنمية: Capital de développement يتدخل رأس المال المخاطر في هذه المرحلة لتمويل نشاط توسع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة القائمة بشرط أن يكون هذا التوسع يولد أرباح إضافية للمشروع، إذ أن المشروع في هذه المراحل من النمو يحتاج إلى مصادر تمويل خارجية تصل إلى ما يقارب 40 % كتمويل أو أكثر تبعا لطبيعة المشروع، وقد يكون هذا النمو داخلي كزيادة القدرة الإنتاجية أو زيادة القدرة التسويقية، كما قد يكون نمو خارجي كإكتساب أسواق جديدة أو تملك فرع جديد أو تنوع في الأسواق... الخ، ويتوسع حجم المشروع تلجأ المؤسسة إلى التمويل بالإستدانة والتخلي تدريجيا عن رأس المال المخاطر بسبب إنخفاض درجة المخاطر.¹⁴

3- مرحلة تحويل الملكية: Capital de transmission يستخدم هذا النوع من التمويل عندما يرغب ملاك المؤسسة في تحويل مشروع الشركة لمجموعة جديدة من الملاك، وفي هذه المرحلة يتدخل رأس المال المخاطر بتمويل عمليات تحويل للفريق الإداري والمالي الجديد من خلال إنشاء شركة قابضة تتولى عملية الإشراف ومنح القروض للشركاء ومراقبة عملية التحويل بما يحقق الفوائد للممول برأس المال المخاطر.

4- مرحلة التصحيح أو إعادة التدوير: Capital de retournement تعتبر هذه المرحلة من أصعب المراحل وأشدّها على ممولي برأس المال المخاطر فالمطلوب منه هو إعادة هيكلة نشاط المؤسسة وقيام بتجديد عمليات الإنتاج أو وضع تنظيم، تكنولوجيا أو تسويق جديد بما يضمن نجاح المؤسسة ورجوعها لتحقيق الأرباح، وهذا بطبيعة الحال يتضمن الحصول على مبالغ كبيرة ومعتبرة من أجل إعادة هيكلة المشروع وتوظيف كفاءات ومهارات جديدة تتحكم في التكنولوجيا الجديدة بما يحقق مسعى المؤسسة هو تحقيق الأرباح.

ب- أشكال تمويل برأس المال المخاطر: تعتبر شركات التمويل برأس المال المخاطر وسطاء جدد يوفرّون التمويل التساهمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ويمتازون بإحترافية عالية عن الوسطاء التقليديين، لذلك قام بعض الباحثين بتقسيم أنماط التمويل التي تحصل عليها هذه المؤسسات تبعاً لطبيعة الوساطة المالية إلى المستثمرين المؤسستين و المستثمرين غير المؤسستين وفيما يلي تفصيلهما.

1- المستثمرين المؤسستين: Les investisseurs institutionnels

يعرف François Poitral المستثمرين المؤسستين بأنهم "هيئات مالية تكون قادرة على جمع أموال إيداعية وتقوم بتوظيف جزئ هام منها في صناديق حقوق الملكية قد تكون تابعة لها أو في صناديق الملكية خاصة لا تملكها ولا تسعى إلى تعظيم مواردها بما يسمح لها القانون"¹⁵. حيث تقوم هذا النوع من المؤسسات بتمويل المشاريع بثلاث طرق تم تصنيفها من قبل الجمعية الفرنسية لرأس المال المخاطر AFIC إلى ثلاث مقاربات؛ فالمقاربة الأولى تتم عن طريق تمويل المؤسسات غير المسعرة في البورصة بطريقة مباشرة، أما المقاربة الثانية فهي مقاربة داخلية غير مباشرة تتم عن طريق صندوق الإستثمار الذي يتولى تمويل المؤسسات، أما المقاربة الثالثة والمسماة مقاربة صندوق الصناديق وهي تتم عن طريق تشكيل صندوق أو عدة صناديق تتولى تمويل صناديق أخرى والتي بدورها تقوم بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.¹⁶

ويضم هذا النوع من المؤسسات صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق الودائع والضمانات، صناديق حقوق الملكية الخاصة... الخ.

1- المستثمرين غير مؤسستين: Les investisseurs Informelles

يعتبر هذا التمويل من أقدم أنواع التمويل برأس المال المخاطر، لذلك لم يستطيع الباحثين تقديم تعريف لهذا النوع من التمويل بسبب إختلاف التمويل غير المؤسسي من منطقة إلى أخرى لأن العوامل المؤثرة فيه واسعة ومتعددة، حيث يعمل على توفير رؤوس الأموال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات المخاطر المرتفعة وصغيرة الحجم، ويدخل ضمن هذا النوع من المؤسسات أو التمويل عدة أنواع منها التمويل الملائكي (Busines Angel)، جمعيات ملاك المؤسسات، صناديق التابعة للجامعات ومراكز الأبحاث... الخ.

المحور الثاني: تجارب بعض الدول في مجال التمويل برأس المال المخاطر

منذ نهاية الحرب العالمية الثانية بدأ التمويل برأس المال المخاطر يتسع ويتطور في مختلف دول العالم سواء كانت الدول الصناعية أو الدول الناشئة لما لهذا الأسلوب من التمويل من مزايا سواء ما تعلق منه بزيادة الدخل الوطني والنمو الإقتصادي أو في تحريك عجلة الإقتصاد، لذلك سنحاول في هذا الجزء إستعراض تجارب بعض الدول في مجال التمويل برأس المال المخاطر.

1- التجربة الأميركية في مجال التمويل برأس المال المخاطر: تعتبر الولايات المتحدة الأميركية من الدول الرائدة في مجال التمويل برأس المال المخاطر إذ ما يزال يعتمد على منهج تمويل المبدعين والمبتكرين، ومما زاد من تطور هذا التمويل هي إهتمام الحكومة الأميركية بهذا النوع من التمويل خاصة في مجال إبتكارات المتعلقة أساسا بالصناعات العسكرية في إطار الحرب الباردة للتفوق التكنولوجي آنذاك، وقد بلغ حجم التمويل برأس المال المخاطر سنة 1971 ما يقارب 134 مليون دولار ليصل إلى ما يقارب 3320 مليون دولار سنة 1989¹⁷، ومع ظهور الشبكة العنكبوتية وخاصة ما تعلق منها بالتجارة الإلكترونية إزدهرت تقنية تمويل برأس المال المخاطر ومن بين صناديق المعروفة عالميا لتمويل برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية نجد صندوق إنتل للتمويل الذي استثمر ما يفوق 8 مليارات دولار في سنة 2004 في شركات الصغيرة والمتوسطة الناشئة وحقق ما يقارب 155 صفقة خروج ناجحة في إكتتاب عام في مختلف البورصات العالمية وهو يمتلك أكثر من 60% من رأس المال خارج الولايات المتحدة الأميركية، وتشير آخر إحصائيات الجمعية الأميركية لرأس المال المخاطر والموجودة في التقرير السنوي الصادر عن ذات الهيئة لسنة 2016 أنه تم تمويل ما يقارب 3709 شركة بقيمة إجمالية وصلت إلى 59.1 مليار دولار في مختلف مراحل التمويل، وقد أخذت حصة الأسد الشركات التي تتعامل في البرمجيات، وقد تصدرت في هذه الشركات المؤسسات التي تتعامل في مجال الفضاء بقيمة إجمالية للتمويل وصلت إلى ما يقارب 42.1 مليار دولار ثم تلاته شركات التي تعمل في مجال الذكاء الإصطناعي، الروبوتات، طائرات بدون طيار، أما المجال الثاني الشركات التي تعمل في مجال صناعة الدواء والتكنولوجيا الحيوية أين وصلت قيمة التمويل برأس المال المخاطر إلى حدود 6.1 مليار دولار، والجدول التالي يبين عدد الشركات والقيمة المالية للتمويل وكذا القطاعات الممولة من طرف الهيئة:¹⁸

جدول رقم 01: يبين عدد الشركات والقيمة المالية للتمويل لجمعية الأميركية لرأس المال المخاطر

إستثمارات في مرحلة الإنطلاق			كل الإستثمارات			قطاع الصناعي
قيمة المالية	ع الصفقات	ع الشركات	قيمة المالية	ع الصفقات	ع الشركات	
5.6 مليار \$	1.035	1.035	42.1 مليار \$	3.038	2620	تكنولوجيا المعلومات
2.3 مليار \$	200	200	10.9 مليار \$	830	644	الصحة والحياة
1.2 مليار \$	209	209	6.1 مليار \$	512	425	تكنولوجيا غير عالية
9.2 مليار \$	1444	1444	59.1 مليار \$	4380	3709	المجموع

المصدر: التقرير السنوي لجمعية الأميركية لرأس المال المخاطر، و.م.أ، 2016، ص 12.

أما فيما يتعلق بتمويل هذه المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر وفق مراحل حياة المؤسسة في سنة 2015 فنجد أن ما يقارب 36 % من هذه المؤسسات ممولة في مرحلة الإنطلاق والنشأة، وأن ما يقارب من 37 % في مرحلة التوسع والنمو في حين كانت نسبة عدد المؤسسات في مرحلة تحويل الملكية أو تصحيح ما يقارب من 27%، وهذا ما يدل إهتمام شركات رأس المال المخاطر في و.م.أ بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المراحل المتقدمة من حياتها.

ويجدر التنكير أن العديد من الشركات الأمريكية أستفادت من هذا النوع من التمويل برأس المال المخاطر ومن بين هذه الشركات نجد: FACEBOOK, YAHOO, GOOGLE, MICROSOFT, AMAZON, INTEL, FEDEX, EBAY, APPLE... الخ.

2- التجربة الأوروبية في مجال التمويل برأس المال المخاطر: قامت حكومات الدول الأوروبية بمجهودات كبيرة لتطوير التمويل برأس المال المخاطر بعد النجاح الكبير الذي عرفته في الو.م. أ بفعل التعديلات التنظيمية التي قامت بها كل من بريطانيا، فرنسا وألمانيا ابتداءً من سنة 1970 من خلال توفير المتطلبات الأساسية والمناخ المناسب لدعم البحوث وتمويل الإبتكار لخفض الفجوة الرقمية في مجال الإعلام والاتصال مقارنة مع الولايات المتحدة الأميركية.

تشير الأرقام أن المبالغ المستثمرة في أوروبا ما بين سنوات 1995 إلى 2006 إرتفعت من 2.974 إلى 17.213 مليار أورو على التوالي¹⁹، أما فيما يتعلق بعدد المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر في دول الإتحاد لسنة 2015 حسب التقرير الأخير الذي أعدته الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر EVCA لسنة 2016 فقد وصلت إلى ما يقارب من 4897 مؤسسة حيث شهدت إنخفاضا مقارنة بسنة 2014 والتي كانت فيها عدد المؤسسات قد بلغ 5.507 مؤسسة، وتتصدر ألمانيا دول الإتحاد من حيث عدد المؤسسات الممولة برقم وصل إلى 1407 مؤسسة، تليها فرنسا ب 957 مؤسسة وكانت اليونان متذيلة الترتيب ب 0 مؤسسة ممولة برأس المال المخاطر بسبب المشاكل المالية والإقتصادية التي تعاني منها.²⁰

أما ما تعلق بالمبالغ المالية التي تم تمويل بها هذه المؤسسات برأس المال المخاطر فقد شهدت تذبذبا كبيرا خلال سنوات الدراسة حيث شهدت أكبر نسبة لها في سنة 2011 بقيمة إجمالية وصلت إلى 44.570 مليار أورو، وأقل قيمة لها كانت سنة 2012 بقيمة إجمالية وصلت إلى 35.275 مليار أورو، أما في سنة 2015 فقد وصل حجم التمويل إلى ما يقارب 44.497 مليار أورو وقد تصدرت بريطانيا دول الإتحاد من ناحية حجم التمويل في سنة 2015 بقيمة إجمالية وصلت إلى 20.521 مليار أورو، تليها بعد ذلك فرنسا بقيمة وصلت إلى 9451 مليار أورو، ثم ألمانيا بقيمة 5996 مليار أورو، وقد تذيلت الترتيب اليونان ب 0 مليار أورو، والجدول الموالي يبين عدد الشركات الممولة وحجم التمويل برأس

المال المخاطر وكذا عدد الشركات الممولة في مرحلة الإنشاء، الإنطلاق، والنمو والتوسع في دول الإتحاد الأوروبي خلال الفترة من 2010-2015.

جدول رقم 02: يبين عدد الشركات والقيمة المالية للتمويل برأس المال المخاطر في دول الإتحاد الأوروبي

السنوات/مبالغ	2015	2014	2013	2012	2011	2010
عدد الشركات	4897	5507	5083	5015	4926	5047
قيمة التمويل (بمليار €)	44.497	38.745	36.116	35.275	44.570	40.019
ما قبل الإنشاء (ع ش)	364	431	366	327	398	359
الإنشاء والإنطلاق (ع ش)	1802	1943	1797	1838	1700	1775
النمو والتوسع (ع ش)	717	884	937	896	1006	1060

Source: European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), rapport 2016, pp7;8.

الملاحظ فيما يتعلق بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر تبعا لمراحل حياة المؤسسة تتركز أساسا في تمويل مرحلة الإنشاء والإنطلاق بعدد وصل إلى ما يقارب 1802 مؤسسة سنة 2015 وهي نسبة منخفضة بالمقارنة بسنة 2014 التي وصل عدد المؤسسات إلى 1943 مؤسسة، في حين تأتي المؤسسات في حالة النمو والتوسع في المرتبة الثانية بعدد وصل إلى 717 مؤسسة منخفضة عن سنة 2014 التي كان فيها العدد بلغ 884 مؤسسة، وأخيرا تأتي مؤسسات في مرحلة ما قبل الإنشاء بعدد وصل إلى ما يقارب 364 مؤسسة منخفضة عن سنة 2014 بعدد وصل إلى ما يقارب 431 مؤسسة، وبصفة إجمالية نلاحظ هناك تذبذب في عملية تمويل برأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الإتحاد الأوروبي وهذا راجع بالأساس إلى الحالة الاقتصادية التي تكون مختلفة من دولة لأخرى.

3- تجربة بعض الدول العربية في مجال التمويل برأس المال المخاطر: باشرت العديد من الدول العربية فكرة تجسيد أول شركات رأس المال المخاطر بعد عقد الإتحاد العربي لرأس المال المخاطر إجتماعه الأول في 2005/02/13 بالقاهرة بمشاركة 35 شركة تعمل في نشاط رأس المال المخاطر ممثلة ل 6 دول هي: مصر، تونس، السعودية، الإمارات، الأردن والكويت، وتم خلال الاجتماع الاتفاق على أن تكون تونس دولة المقر فيما يكون هناك مكتبين إقليميين أحدهما بالقاهرة والأخر بدولة الإمارات في أبوظبي أودبي، كما خصص الاجتماع الأول لمناقشة تجارب الدول المشاركة في الإتحاد وعلى رأسها التجربة التونسية والمصرية²¹، وقد تصدرت تونس دول الإتحاد حيث يوجد بها أكبر عدد من الشركات العاملة في هذا المجال بين الدول العربية ويصل الى 40 شركة لرأس المال المخاطر يركز معظمها على مجال تكنولوجيا المعلومات، بالإضافة إلى صدور القانون تنفرد فيه تونس بتنظيم نشاط شركات رأس المال المخاطر مما جعلها أكثر الدول ترشيحا لاستضافة مقر الإتحاد العربي لرأس المال المخاطر بعد الطلب الذي تقدمت به كل من مصر والإمارات، وحسب تقرير اتحاد الأسهم الخاصة في الشرق الأوسط، وشمال أفريقيا أن دولة الإمارات تصدرت استثمارات رأس المال الجريء في منطقة الشرق الأوسط،

وشمال أفريقيا، خلال العام 2015؛ إذ بلغ عدد العمليات الاستثمارية 50 عملية، تلتها لبنان والسعودية بعدد عمليات بلغ 22 و 17 على التوالي، وان حجم استثمارات ملكية خاصة بنسبة بلغت 35%، على خلفية نمو استثمارات رأس المال الجريء، تلتها السعودية، ولبنان بنسبة 14% لكلٍ منهما، و قد أشار ذات التقرير أن استثمارات رأس المال الجريء في عام 2015 شهدت نمواً كبيراً، بزيادة ثلاثة أضعاف في حجم العمليات المعلنة، حيث بلغت 122 عملية تجاوزت 100 مليون دولار.²²

1. التجربة التونسية في تمويل برأس المال المخاطر: تعتبر تجربة تونس من بين أول التجارب وأكثرها تميزاً في إنشاء شركات رأس المال المخاطر، حيث إهتتمت تونس مبكراً في توفير إطار تشريعي منظم للمهنة من خلال إصدار أول قانون في هذا الشأن بتاريخ 02 أوت 1998، واستمرت في تعديل وتدقيق القوانين وتقديم إمتيازات ضريبية بشروط تؤدي لتطوير المهنة، ويعتبر صندوق الترقية الصناعية FORPRODI لتشجيع الصناعات الصغيرة أول شركة لرأس المال المخاطر في تونس مختص في تمويل لمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يتجاوز إستثماراته 3 مليون دينار ويوفر تمويل يصل إلى 70 % من التكاليف الإجمالية للمشروع.

لم يستطع صندوق الترقية الصناعية تحقيق الأهداف المرجوة منه بسبب العديد من المعوقات كان أهمها ندرة الموارد المالية لتمويل المؤسسات وغياب المردودية من التمويلات السابقة، لتقوم تونس بأهم تعديل لذات القانون بتاريخ 30 أكتوبر 1995 حيث قدم القانون الجديد ثلاثة أصناف من المؤسسات الإستثمار برأس المال المخاطر لم تأخذ بعين الإعتبار في القوانين السابقة حيث عرف القانون الجديد إلى جانب مؤسسات تمويل SICAR مجالات أخرى لتمويل من خلال صناديق التمويل برأس المال المتغير وصناديق التمويل بالأخطار واعتبرها القانون وسائل أخرى لتمويل برأس المال المخاطر.

و مع إستمرار الإصلاحات العميقة والمتوالية التي مست قطاعات التجارة والضرائب والبنوك وتحسن في تهيئة مناخ الإستثمار وصل عدد شركات رأس المال المخاطر في نهاية 2010 إلى حوالي 40 شركة لرأس المال المخاطر موزعة بين البنوك ومؤسسات مالية أخرى، ومجموعات صناعية، وصناديق المناطق، وصناديق توظيف رأس المال الجريء، حيث قامت بتمويل أكثر من 2750 مشروعاً منذ نشأتها، 36% منها عبارة عن مشاريع جديدة حتى نهاية سنة 2010، وتصدر القطاع المالي بنسبة 56 في المائة، يليه صناديق المناطق بنسبة 31 %، وبنسبة 7 % صناديق توظيف رأس المال الجريء، وبنسبة 6 % لصناديق المجموعات.²³

وحسب أخر تقارير لهيئة الأسواق المالية التونسية أن عدد شركات رأس المال المخاطر حتى نهاية 31 ديسمبر 2015 وصل إلى 58 شركة لرأس المال المخاطر بقيمة إجمالية وصلت إلى 389.4 مليون دينار تونسي وهذه الشركات مقسمة كمايلي: 05 صناديق المناطق، 16 بنوك ومؤسسات مالية أخرى، 37 مجموعات صناعية.²⁴

أما فيما يتعلق بالقيمة المالية الإجمالية لهذه الشركات فهي مقسمة بالنسب التالية: 35.5% صناديق المناطق، 32.1% موجودة في بنوك والمؤسسات المالية، 32.4% لمجموعات الصناعية.²⁵ أما فيما يتعلق بالقطاعات التي قامت شركات رأس المال المخاطر في تونس في سنة 2015 بتمويلها ووجهات هذه التمويلات ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم 03: يبين قطاعات لممولة برأس المال المخاطر في تونس

تمويل حسب توجهات		تمويل حسب قطاعات النشاط	
26.1%	مقاولون جدد	4.9%	القطاع الفلاحي
58.5%	مشاريع أخرى	75%	القطاع الصناعي
10.3%	إعادة الهيكلة والخصوصية	3.4%	القطاع السياحي
5.1%	إستخدامات أخرى	16.7%	قطاع الخدمات

المصدر: التقرير السنوي لسنة 2015 لهيئة سوق المالي التونسي، ص 153.

ما يلاحظ في هذا الجدول أن شركات رأس المال المخاطر في تونس تهتم أكثر بالمؤسسات التي تعمل في المجال الصناعي وهذا بسبب إهتمام السلطات بتمويل الإبتكار من أجل تطوير النسيج الصناعي، ثم يليه المؤسسات العاملة في قطاع الخدمات في حين أنه برغم من أنها وجهة سياحية إلا أن هذه الشركات لا تهتم كثيرا بالمؤسسات العاملة في القطاع السياحي، أما فيما يتعلق بتوجهات هذه التمويلات فكانت بنسبة كبيرة موجهة إلى الأسهم العادية 93.4% و 5.2% عن الحسابات الجارية الزميلة.

2. التجربة المصرية في تمويل برأس المال المخاطر: بدأ نشاط رأس المال المخاطر في مصر مع صدور قانون سوق رأس المال رقم 92 لسنة 1995 والذي يعد أول تشريع ينظم مجال نشاط الشركات العاملة في هذا المجال، غير أن الشركات لم تتجاوب مع هذا المعطى الجديد ما أدى بالحكومة بإصدار قانون الإستثمار رقم 8 لسنة 1997 والذي يمنح شركات رأس المخاطر إعفاءات ضريبية من أجل تشجيع هذا القطاع كما أضاف صناديق الإستثمار الى مجال نشاط رأس المال المخاطر من خلال قيام الحكومة بتبني اتجاه جديد في خصخصة شركات القطاع العام بتملك الشركات المخصصة، كما قامت وزارة الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات بالمساهمة في صندوق رأس المال المخاطر من خلال شركة Ideavelopers والتي تهدف من خلالها لترويج لصناعة تكنولوجيا المعلومات في مصر.

وبرغم من الجهود التي قامت بها الدولة المصرية من أجل ترقية هذا القطاع إلا أن أداء شركات رأس المال المخاطر لا يزال ضعيفا حيث لم تبدأ نشاطها إلا بعد عامين من صدور قانون سوق رأس المال، و يبلغ عددها في سنة 2001 ما يقارب 16 شركة منها 9 شركات مقيدة في البورصة وهي في الأساس شركات أوراق مالية ولكنها أدرجت نشاط رأس المال المخاطر ضمن أنشطتها للحصول على مزايا ضريبية، وعدد قليل منها عمل في مجال نشاط رأس المال المخاطر بمفهوم إعادة الهيكلة للشركات المتعثرة.²⁶

وفي سنة 2014 صدر قانون رقم 141 المتضمن تنظيم نشاط تمويل متناهي الصغر في مصر، ليكون دافع جديد لشركات رأس المال المخاطر، ومنذ إنشائه عرفت نشاط تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حركية كبيرة حيث وصل عدد الشركات العاملة المرخص لها في تقديم رأس المال المخاطر إلى ما يقارب 755 مؤسسة في سنة 2016 بزيادة قدرها 7 % عن سنة 2015 والتي وصل عدده إلى ما يقارب 706 مؤسسة بواقع زيادة 49 جمعية أو مؤسسة أهلية²⁷، وقد تم تقسيم هذه المؤسسات إلى أربعة مستويات: المستوى الأول يضم الجمعيات والمؤسسات الأهلية من الفئة (أ)، المستوى الثاني: الجمعيات والمؤسسات الأهلية من الفئة (ب)، المستوى الثالث الجمعيات والمؤسسات الأهلية من الفئة (ج)، المستوى الرابع هي قطاع الشركات.

وحسب الأرقام الواردة في التقرير السنوي الهيئة العامة للرقابة المالية لسنة 2016 حول نشاط التمويل متناهي الصغر في مصر قد شهد نمو متزايدا سواء كان من عدد الشركات الممولة أو من حيث عدد المشاريع المستفيدة من التمويل، والجدول الموالي يبين عدد المستفيدين وأرصدة التمويل وفقا لنوع النشاط مصنفا حسب الفئات في نهاية 2016.

الجدول رقم 04: يبين عدد المستفيدين وأرصدة التمويل وفقا لنوع النشاط مصنفا حسب الفئات في نهاية 2016.

النشاط	تجاري		إنتاجي-حرفي		خدمي		زراعي	
	عدد المستفيدين	رصيد التمويل	عدد المستفيدين	رصيد التمويل	عدد المستفيدين	رصيد التمويل	عدد المستفيدين	رصيد التمويل
(أ)	811726	1.471.444.195	105873	192.795.398	180465	556.583.600	139400	404.264.472
(ب)	141931	310.255.979	8204	23.573.643	17099	47.268.548	11944	32.237.673
(ج)	61110	187.920.565	15341	45.711.106	13630	51.627.131	34441	106.536.445
شركات	210531	725.762.645	17204	82.448.801	39959	187.261.054	21320	46.325.400
الإجمالي	1.225.898	2.705.383.395	145.622	348.528949	251.153	842.740.333	206.709	589.363.990

المصدر: الهيئة العامة للرقابة المالية، التقرير السنوي على نشاط تمويلي متناهي الصغر، جمهورية مصر العربية، 2016، ص 15.

يلاحظ من خلال البيانات الواردة في الجدول أعلاه، أن الجمعيات والمؤسسات الأهلية من الفئة أ في نهاية عام 2016 قد أستحوذت على حصة سوقية قدرها من حيث أرصدة التمويل 2.63 مليار جنيه لعدد المستفيدين بلغ 1.32 مليون مستفيد بذلك فهي تتصدر حصص لسوقية للجهات المقدمة للتمويل ثم تلتها بعد ذلك في المركز الثاني شركات التمويل متناهي الصغر بقيمة مالية وصلت إلى 1.04 مليار جنيه بعدد مستفيدين وصلوا إلى 289 ألف مستفيد. ثم تلتها كل من الجمعيات والمؤسسات الأهلية من الفئة ب وج على التوالي.

أما من حيث تطور التمويل وفق النشاط فقد احتل النشاط التجاري المقدمة من حيث أرصدة التمويل بقيمة قدرها 2.70 مليار جنيه وبعدد مستفيدين وصلوا إلى 1.22 مليون مستفيد، ثم تلاه بعد ذلك النشاط الخدمي بقيمة تمويل وصلت إلى 842 مليون جنيه بعدد مستفيدين وصلوا إلى 251 ألف مستفيد، في حين احتل النشاط الزراعي المرتبة الثالثة بقيمة مالية قدرها 589 مليون جنيه بعدد مستفيدين بلغ 206

ألف مستفيد، ويأتي في المرتبة الأخيرة النشاط التجاري والحرفي بقيمة تمويلية قدرها 348 مليون جنيه وبعدد مستفيدين وصلوا إلى 145 ألف مستفيد، وكانت هذه التمويلات قد وجهت في غالبيتها للتمويل الفردي بنسبة قاربت 72.83% من قيمة الأرصدة التمويلية، أما من حيث عدد المستفيدين فأحتل التمويل الجماعي المقدمة بنسبة 53.70%.²⁸

المحور الثالث: واقع التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر.

حاولت الجزائر كغيرها من الدول التي سبقتها في هذا المجال القيام بجملة من الإصلاحات الهيكلية في فترة التسعينات من القرن الماضي من أجل بناء إقتصاد عصري يتماشى مع متطلبات السوق والعولمة المالية والإقتصادية، ومن أجل تحقيق هذا الهدف وضعت الحكومة إصلاحات عميقة مست السياسة الإقتصادية والمالية هدفها دعم قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفي إطار الإصلاحات النقدية والمالية التي توجت بإصدار قانون النقد والقرض (10/90) بأمل تطوير وساطة مالية تواكب الإصلاحات الإقتصادية والمالية تم إنشاء أول شركة مختصة في تمويل برأس المال المخاطر وهي الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة والمعروفة باسم FINALEP في سنة 1991 بشراكة جزائرية أوروبية لتباشر مهامها بصفة فعلية في سنة 1995، ثم كانت الخطوة الثانية من خلال موافقة مجلس مساهمات الدولة في سنة 1998 على إنشاء المؤسسة المالية للإستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE والتي تم إعتماده من طرف بنك الجزائر في سنة 2001.²⁹

وبرغم من أن هاتان المؤسستان بدأتا فعليا بالعمل إلا أن الجزائر تأخرت كثيرا في إصدار قانون خاص ينظم ويعرف رأس المال المخاطر في الجزائر ولأن الأطر التنظيمية والقانونية بشركات رأس المال المخاطر له أهمية كبيرة، قام المشرع الجزائري بإصدار القانون رقم 06/11 الذي ينظم عمل شركات رأس المال الإستثماري بتحديد شروط إنشائها وكيفية ممارسة النشاط وآليات الرقابة عليها والميزات الخاصة بالنظام الضريبي³⁰، وبغية التحكم أكثر في القطاع قامت الدولة بإصدار العديد من التشريعات الإضافية ومن بينها: المرسوم التنفيذي رقم 56/08 والمتعلق بشروط ممارسة نشاط شركات رأس المال الإستثماري بتحديد رأس المال الإجتماعي الأدنى ب 100 مليون دج.

يتواجد في الجزائر حوالي إحدى عشر شركة تمارس نشاط رأس المال الاستثماري منها ثلاثة شركات عمومية وهي: الشركة المالية للإستثمارات والتوظيف SOFINANCE، الجزائر إستثمار، والصندوق الوطني للإستثمار، والصناديق الإستثمار الولائية (48) وخمسة شركات أخرى غير مقيمة ذات رأس مال أجنبي وهي: Riva and Garcia، Abraaj، ECP، Swicorp، Afric Invest وشركتين ذات رأس مال مختلط هما: الشركة الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP، والشركة الجزائرية السعودية للإستثمار ASICOM .

قدمت الجمعية الإفريقية لرأس المال المخاطر ورأس المال الإستثماري تقريرها السنوي لسنة 2014 والتي صنفت الجزائر في المرتبة ما قبل الأخيرة حيث تبين أن الجزائر أنجزت مانسبته 5% من قيمة

معاملات رأس المال الإستثماري الإفريقي، وبغية الوقوف على نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر سنقوم بدراسة المشاريع الممولة على مستوى شركة المالية للإستثمارات، المساهمة والتوظيف كونها مؤسسة عمومية لها نشاط دائم وتوفر المعلومات حول هذه الشركة و كونها رائدة في هذا المجال في الجزائر.

- الشركة المالية للإستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE.

أنشئت الشركة المالية للإستثمارات، المساهمة والتوظيف بعد حصولها على إعتقاد بنك الجزائر بتاريخ 09 جانفي 2001، برأس مال قدره 5 مليار دج ممول كله من الخزينة العمومية بعد الإقتراح الذي قدمه مجلس مساهمات الدولة، وكانت مهمتها ممارسة كل الأنشطة البنكية التي تقوم بها المصرف الشامل باستثناء إستقبال الودائع وإدارة وسائل الدفع، ويغطي نطاق نشاطها المالي مايلي:³¹

- التمويل بالإيجار وترقيته لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- التمويل والمشاركة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- تقديم القروض والضمانات المصرفية؛
- تقديم الدعم الفني والإستشارات للمؤسسات؛
- حيازة كل الديون والأوراق التجارية، والمساهمة كوسيط في المعاملات الخاصة بها وبالأسهم والسندات.

وكما تقوم المؤسسة كذلك بتمويل مختلف المشاريع المحلية والأجنبية أو ترافقها وتتدخل في تحويل ملكية المؤسسات العمومية نحو الخوصصة بعد قرار مجلس مساهمات الدولة في 20 أكتوبر 2003. الملاحظ لنشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر أنها مساهمتها في التمويل جد ضعيفة ويعود ذلك ربما لحدثة التجربة وإحجام هذا النوع من المؤسسات في التمويل، وبالرجوع إلى مؤسسة SOFINANCE ومساهمتها في التمويل فقد أعطى لها المشرع الجزائري نسبة 35% من رأس المال كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول المتقدمة حيث إبرز آخر تقرير لبنك الدولي حول مناخ الإستثمار في الجزائر لسنة 2016 تقدم ملحوظ في مؤشر إنشاء المؤسسات بتقدمها إلى المرتبة 142 بعدما كانت في سنة 2015 في المرتبة 145 من مجمل 156 دولة³² وفيما يلي بعض الإحصائيات حول نشاط ذات الشركة ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم 05: يبين نشاط مؤسسة SOFINANCE

2014	2015	2016	
615174	696517	729233	إيرادات البنكية الصافية
424221	506772	517767	نتيجة إستغلال
67	64	64	عدد العمال

المصدر: معلومات الشركة الموجودة في: www.sofinance.dz/chiffre

يتضح من خلال الأرقام الواردة في الجدول أعلاه أن نشاط المؤسسة في تطور مستمر وهذا ما يؤكده الإرتفاع المستمر لكل من إيرادات البنكية ونتيجة الإستغلال، حيث إرتفعت نسبة إيرادات البنكية الصافية في سنة 2016 ب 18.5% مقارنة بسنة 2014، أما فيما يتعلق بنتيجة الإستغلال فهي بدورها شهدت إرتفاعا متزايدا على طول فترة الدراسة أين بلغت في سنة 2016 ما قيمتها 517767 ألف دينار جزائري بعدما كانت في سنة 2014 ما قيمته 424221 ألف دينار جزائري، هذه الأرقام تدل على النشاط والحركية الكبيرة التي تقوم بها المؤسسة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن مساهمتها تبقى دون المستوى المطلوب بالنظر إلى عدد المؤسسات التي تحتاج إلى تمويل في مختلف مراحلها.

جدول رقم 06: يبين إلتزامات التمويلية لمؤسسة SOFINANCE

2014	2015	2016	
1.195.626	1.245.600	1.047.000	مساهمات في رأس المال
4.182.943	4.933.000	5.138.000	الإيجار التمويلي
575.000	672.000	1.608.000	تعهدات بالإمضاء
2.859.000	3.292.000	2.845.000	قروض متوسطة وطويلة الأجل
500.000	500.000	50.000	أوراق مالية ذات عائد ثابت

المصدر: معلومات الشركة الموجودة في: www.sofinance.dz/chiffre

يتضح من خلال البيانات الواردة في الجدول أعلاه أن المؤسسة تفضل تقنية قرض الإيجار في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن باقي الأساليب المعروفة لتمويل المؤسسات حيث نجدها تمثل ما نسبته 48.07% من إجمالي تمويلات الكلية للمؤسسة في سنة 2016، هذا الإرتفاع المستمر لتمويلات قرض الإيجار إنطلاقا من سنة 2014 التي كانت قيمته 4182943 ألف دينار جزائري إرتفع في سنة 2016 إلى 5138000 ألف دينار جزائري، ربما راجع لسياسة المؤسسة بإتخاذها كمنشآت أساسية لها باعتبارها مؤسسة مالية أو لزيادة الطلب عليه من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برغم من وجود مؤسسة مختصة في التمويل الإيجاري في الجزائر وهي الشركة الوطنية للإيجار المالي SNL.

أما فيما يتعلق بالنشاط التمويلي الذي تهتم به هذه المؤسسة في المرتبة الثانية فنجد القروض بمختلف أنواعها المتوسطة وطويلة الأجل وإن كان هناك بعض التذبذب خلال سنوات الدراسة، ثم يليه مساهمات في رأس المال فالتعهدات بالإمضاء والتي تتزايد من سنة لأخرى وأخيرا تأتي الأوراق المالية ذات العائد الثابت.

قامت مؤسسة Sofinance بتتبع من تشكيلة تمويلاتها المقدمة في مشاريع مختلفة بين تمويل الإنشاء أو تمويل النمو والجدول الموالي يبين طبيعة التمويل في المشاريع التي قامت بها.

جدول رقم 07: يبين مشاريع الممولة من طرف Sofinance حسب النشاط وطبيعة التمويل

المنطقة	نشاط المشروع	قطاع النشاط	نوع التمويل
باتنة	مشروبات وعصائر	صناعة غذائية	تمويل الإنشاء

البلدية	عيادة ومركز للراحة والمعالجة	خدمات	تمويل الإنشاء
تيارت	فندق	سياحة	تمويل الإنشاء
	عيادة	خدمات	تمويل الإنشاء
أم البواقي	الخرسانة	صناعة	تمويل النمو
	الغلق المحكم	صناعة	تمويل النمو
	توضيب السكر	صناعة الغذائية	تمويل الإنشاء
	الخرسانة	صناعة	تمويل الإنشاء
وهران	سياحة الجبلية	سياحة	تمويل الإنشاء
	محطة خدمات	خدمات	تمويل الإنشاء
	فندق	سياحة	تمويل الإنشاء

المصدر: معلومات من المؤسسة

من خلال البيانات الواردة في الجدول أعلاه، نلاحظ لأن المؤسسة قامت بتنويع تشكيلة تمويلاتها بين تمويل النمو وتمويل الإنشاء وإن كان هذا الأخير هو الغالب أما ما تعلق بقطاعات النشاط فنلاحظ أن المؤسسة حاولت جاهدة التنويع في قطاعات النشاط ما بين الصناعة، الخدمات والسياحة وإن كان هناك غياب لنشاط التجاري وهذه المشاريع الممولة كلها بالتقريب ممولة بالأساس في أماكن تواجد المؤسسة أو أحد فروعها الشيء الذي أنقص من حجم التمويلات الممنوحة من قبل المؤسسة، ومن ثم لا بد على المؤسسة من زيادة تمويلها للمؤسسات في مناطق مختلفة من الوطن من خلال ترقية شبكة وكالاتها وعدم إكتفائها على الوكالات الموجودة حالياً.

ويرغم مما قام به الجزائر في هذا المجال إلا أن مساهمة مؤسسات رأس المال المخاطر لا تزال متواضعة واقتصرت على تمويل المشاريع الصناعية والخدمية والسياحية وغياب كلي للمشاريع الابتكارية التي تعتمد عليها العديد من الشركات رأس المخاطر في الدول المتقدمة وتعتبر الجزائر أسوأ تجربة في هذا المجال مقارنة بالدول المغاربية الأخرى، وقد احتلت الجزائر حسب تقرير البنك الدولي لسنة 2011 المرتبة 110 فيما يتعلق بحجم المعروضات من رأس المال المخاطر، في حين احتلت كل من تونس المرتبة 35 والمغرب المرتبة 30 من --مجموع 142 دولة³³، وتبقى البنوك المصدر الوحيد للحصول على التمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر فلو أخذنا مثلاً البنك الوطني الجزائري الذي قدم مبلغ 1315847592 دج في سنة 2013 لصالح هذه المؤسسات وهذا بالتأكيد راجع لحداثة التمويل برأس المال المخاطر وكذا جهل المقاولين بآليات العمل والحصول على التمويل من شركات رأس المال المخاطر، يضاف كذلك أن معظم المستثمرين وأصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يلجأون إلى التمويل عن طريق هياكل الدعم والمراقبة التي أوجدتها الدولة الجزائرية والممثلة في: ANSEJ, ANDI, ANGEM،... الخ، لأنها تسهل شروط منح التمويل للمشاريع وخاصة المتعلقة بضمانات الحصول على القروض البنكية وحسب تقرير وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن مبلغ المشاريع التي تم تمويلها بمختلف آليات الدعم وصلت في سنة 2013 إلى ما يقارب 47 مليار دج³⁴، وهذا ما يظهر الدور الذي

تلقبه هذه الآليات سواء كان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو حتى في خلق مناصب الشغل، كما أن خمول السوق المالي الجزائري من أحد أكبر المعوقات لتطور رأس المال المخاطر في الجزائر.

الخاتمة:

يعد رأس المال المخاطر أداة مهمة لتمويل ومرافقة نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على المدى المتوسط وطويل الأجل، كما أنه يساهم في خلق مناصب الشغل وزيادة النمو الإقتصادي في الدولة، وبعد تحليلنا لواقع رأس المال المخاطر في بعض الدول والإشارة إلى التجربة الجزائرية في هذا المجال توصلنا إلى مجموعة من النتائج نوجزها فيما يلي:

- يعتبر التمويل برأس المال المخاطر بديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى جانب مصادر التمويلية أخرى على رأسها القروض البنكية، قروض الإيجار، التسهيلات البنكية... الخ؛
- قدمت لنا تجارب الدول الصناعية دروسا كثيرة حول متطلبات نمو سوق رأس المال من خلال إهتمامها بالمؤسسات الإبتكارية وسعيها الحثيث في إيجاد حلول لتمويل المعارف الحديثة؛
- المنظومة القانونية المنظمة لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر شمولية فقد أدرجها المشرع مع رأس المال الإستثماري مما يقتضي وضع ترسانة قانونية لممارسة نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر يأخذ بعين الإعتبار المحيط الإقتصادي والإجتماعي التي تعمل فيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- تعتبر تقنية رأس المال المخاطر في الجزائر في المرحلة الجنينية إذ تعتبر هامشية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقارنة مع النتائج المحققة من طرف البنوك وهيكل الدعم والمرافقة التي أنشئت في هذا المجال وبالتالي على الدولة البذل المزيد من الجهد لترقية هذه المؤسسات من خلال إتخاذ تدابير لتعزيز حماية الحقوق الملكية الفكرية وبراءات الإختراع، تكوين إطارات متخصصة في مجال رأس المال المخاطر؛
- أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ليس لها الثقافة المقاولاتية بسبب رفضها فتح رأس مالها؛
- غياب التنسيق بين البرامج الحكومية والجامعات فيما يتعلق بالمشاريع التي تحمل طابع الإبتكار وتسويقها حتى تقوم هذه الشركات لرأس المال المخاطر بتمويلها.

الإحالات والمراجع:

- ¹ فيصل بخوش/ يومية الحرية / <http://www.el-hourria.com/index.php/watani/item/16461> تاريخ التصفح: 2014/10/12.
- ² عبد الباسط وفاء، رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المشاريع الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص4.
- ³ عبد القادر بريش، نصيرة عابد، الإطار الحوكمي للعلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة- دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر في الجزائر، مقال منشور في الملتقى الدولي أليات حوكمة المؤسسة ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة، جامعة ورقلة، 26/25 نوفمبر 2013، ص 311.
- ⁴ عبد الله إبراهيم، المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مواجهة مشكل التمويل، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، الشلف، يومي 17،18 أبريل 2006 ، ص389
- ⁵ Emmanuelle Dubocage Et Dorothee Rivaud DANSET, **Le capital-risque**, Ed La Découverte paris , 2006, p6.

- 6 محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، مذكرة تدخل ضمن متطلبات شهادة الماجستير، غير منشورة، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2008، ص41.
- 7 القانون رقم 06-11 المؤرخ في 25 جوان 2006، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الجزائرية، العدد 42/2006، ص 3.
- 8 Marc Bemloneche; Le Capital-risque, édition banque, 2004, p 33.
- 9 أنس حسناوي، تمويل التشاركي وتطبيقاته على المشاريع الصغيرة والمتوسطة في المغرب، مداخلة مقدمة في ملتقى دلي حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الإقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، الجزائر، 25-27 ماي 2003، ص 133.
- 10 Kaplans S, Stromberg P, Venture Capitaliste as Principe Contracting, Screening and Monitoring, Financial intermdiaries, Vol 91, N2, 2001, p 427.
- 11 رويحة عبد السميع، حجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية، الشلف، يومي 17 و18 أفريل 2006 ، ص309 .
- 12 بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد 5، 2007، ص 10 .
- 13 سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة برأس المال المخاطر: دراسة حالة: تونس، المغرب، والجزائر، أطروحة دكتوراه غ منشورة، جامعة تلمسان، 2013، ص 104.
- 14 سعيد بريش، مرجع سابق، ص 9.
- 15 Laurence Grall, Micro Enterprise: un tremplin pour l'emploi, revue industries, 2001, p 73.
- 16 سحنون سمير، مرجع سابق، ص 114.
- 17 NVCA rapport in Marianna Lagrange; Les nouveaux enjeux de capital investissement, édition Broche, 2002,p15.
- 18 www.nvca.org/digital-publications. تاريخ التصفح 2017/08/06.
- 19 سحنون سمير، مرجع سابق، ص 167.
- 20 European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), rapport 2016, p5.
- 21 <http://www.tuess.com/alchourouk.2017/08/08> تاريخ التصفح .
- 22 <https://www.mubasher.info/news> 2017/08/08 تاريخ التصفح
- 23 سليم مسدي، التجربة التونسية في ترويض رأس المال المخاطر، مقال منشور في جريدة الشرق الأوسط، أنظر <http://archive.aawsat.com>
- 24 التقرير السنوي لهيئة الأسواق المالية في تونس، 2015، ص 148.
- 25 التقرير السنوي لسنة 2015 لهيئة السوق المالي التونسي، تونس، ص 152.
- 26 عيد الباسط وفاء، مرجع سابق، ص 13.
- 27 الهيئة العامة للرقابة المالية، التقرير السنوي على نشاط تمويلي متناهي الصغر، جمهورية مصر العربية، 2016، ص 9.
- 28 الهيئة العامة لرقابة المالية المصرية، مرجع سابق، ص 10.
- 29 بوقفة أحلام، بلوج بوالعيد، دور رأس المال الإستثماري في تنوع مصادر التمويل في الجزائر، مقال منشور في مجلة دراسات إقتصادية، العدد 4، المجلد 1، كلية العلوم الإقتصادية لجامعة قسنطينة 2017، ص 199.
- 30 الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم : 42 والمتضمن لقانون 11/06 المتعلق بتمويل شركات رأس المال الإستثماري، الصادر بتاريخ 2006/06/26، ص 4.
- 31 SOFINANCE: site www.sofinance.dz. Consulté le 08/08/2017.
- 32 تقرير بنك الدولي حول مناخ الإستثمار في الجزائر لسنة 2016 الموجود في الموقع التالي: <http://français.doingbusiness.org> تاريخ التصفح: 2017/08/10.
- 33 World Economic Forum, The global competitiveness report in ANIMA&BEI, Amman, 2011, p32.
- 34 نشرة المعلومات الإحصائية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة رقم 29، لسداسي الأول لسنة 2016 والموجودة في الموقع التالي: www.mdipi.gov.dz تاريخ التصفح: 2017/08/13.