

ترقية دور مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر كضرورة حتمية للإتجاه نحو تمويل متنوع و
startups .

**Promotion The role of venture capital institutions in algeria as an
imperative to move towards diversified and innovative financing for
startups.**

بوشناف فايذة¹، بارك نعيمة²، معيوف هدى³.

Bouchenaf Fayza¹, Barek Naima², Mayouf Houda³.

¹جامعة محمد الشريف مساعدي سوق اهراس (الجزائر)، fayza.banque@yahoo.fr

²جامعة محمد الشريف مساعدي سوق اهراس (الجزائر)، naimaunivers8@yahoo.fr

³جامعة محمد الشريف مساعدي سوق اهراس (الجزائر)، mayouf.houda@yahoo.com

تاريخ النشر: 2021/12/31

تاريخ القبول: 2021/12/23

تاريخ الاستلام: 2020/12/31

ملخص:

أصبحت المؤسسات الناشئة القاعدة الأساسية لتحقيق التنمية في الجزائر و الخروج بالإقتصاد الوطني من طابعه الريعي ، لكن يبقى وأن هذا النوع من المؤسسات يعاني من العديد من المشاكل و التي في مقدمتها المشاكل التمويلية ، وفي هذا الإطار نجد رأس مال الخطر كبديل تمويلي مستحدث الأكثر ملائمة لهذا النوع من المؤسسات، حيث أنه يستطيع قبول تمويل هذه المؤسسات بالرغم من خصائصها الخطرة ، فهو بنك خاص و ليس مثل أي بنك عادي ، هو مسير مالي ، مهندس مالي ، مرافق للمشروع في مختلف مراحل تطوره.

الكلمات المفتاحية : المؤسسة الناشئة ، التمويل ، رأس مال الخطر ، آليات الدعم .

تصنيفات JEL : G10 ، G23 ، G24.

Abstract:

Startups have become the basic base for achieving development in Algeria and leaving the national economy out of its rentier character, But it remains and that this type of institution suffers from many problems, the most important of which are financing problems, In this context, we find risk capital as an innovative financing alternative that is most suitable for this type of institution , As he can accept the financing of these institutions despite their dangerous characteristics, as he is a private bank and not like any ordinary bank, he is a financial manager, a financial engineer , Facilities for the project in its various stages of development.

Key words: startup, financing, risk capital, support mechanisms.
JEL Classification Codes: G10, G23, G24.

المؤلف المرسل: بوشاف فايزة ، الإيميل: fayza.banque@yahoo.fr

1. مقدمة:

نظرا للمشاكل التمويلية التي تواجه المؤسسات الناشئة و خاصة منها المبتكرة بات من الضروري ايجاد أشكال تمويلية جديدة إلى جانب الأشكال التمويلية التقليدية للتغلب على مختلف صعوبات تمويلها ، و في هذا الإطار تظهر تقنية رأس مال المخاطر كبديل تمويلي قصد الإستفادة من الوساطة المالية ، تظهر كفرصة لإهتلاك الضغوطات التمويلية التي تميز حقيقة المؤسسات الناشئة ، تظهر كألية تمويلية الأكثر ملائمة لها و لتدعيم و تقوية تمويلها بطريقة آمنة و بمعدل مقدر لنجاحها ، كون أنه مختص في تسيير و مواكبة كل الأخطار التي من الممكن أن تعترض مسار هذا النوع من المؤسسات في إطار نموها و تطورها ، و من هنا يمكن طرح السؤال الرئيسي التالي:

إلى أي مدى يمكن القول ان التمويل بتقنية رأس مال الخطر يمكن أن يساعد على دعم و ترقية قطاع المؤسسات الناشئة في الجزائر ؟

وللإجابة عن السؤال الرئيسي نقتراح الأسئلة الفرعية التالي:

لماذا ما مفهوم رأس مال المخاطر؟ وفيما تكمن أهميته؟

لماذا فيما تتمثل مختلف إجراءات تطبيقه ؟

لماذا ما مدى قدرة الساحة المالية الجزائرية على استيعاب هذه التقنية التمويلية الجديدة؟.

فرضيات البحث:

لماذا تحسين ظروف تمويل المؤسسات الناشئة و تنويع مصادر تمويلها ضرورة لا بد منها .

لماذا يتم التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بمجموعة من المراحل المتكاملة .

للم تجربة شركات رأس المال المخاطر في الجزائر لم تحقق النتائج المرجوة منها نظرا لحدثة التجربة و انعدام محيط محفز لهذه التجربة.

أهمية البحث : تظهر أهمية البحث من خلال فكرة مفادها ضرورة التحول بالإقتصاد الوطني من إقتصاد ريعي إلى إقتصاد منتج يسعى على تحقيق درجات عالية من النمو ، و في هذا الإطار تعتبر المؤسسات الناشئة من بين اهم الوسائل المساهمة في تحقيق هذا الهدف فيما يخص الواقع الإقتصادي الجزائري .

منهج البحث : إعتدنا على المنهج التحليلي الوصفي لأنه يتلائم و يتماشى مع هذه الدراسة و لتحقيق اهداف البحث و حتى نتمكن من الإجابة عن أسئلة البحث و الإلمام بكل جوانبه .

و حتى نتمكن من إحتواء الموضوع قسمنا الدراسة إلى المحاور التالية :

المحور الاول : مفهوم رأس المال المخاطر و آلية عمله .

المحور الثاني : أدوات رأس مال الخطر .

المحور الثالث : تفعيل دور مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر .

2. مفهوم رأس المال المخاطر و آلية عمله .

1.2 مفهوم رأس المال المخاطر :

ظهر نشاط شركات رأس المال المخاطر في سنة 1946 بالولايات المتحدة الأمريكية و يعود الفضل في ذلك إلى الجنرال الفرنسي **Doriot** الذي أنشأ أول مؤسسة متخصصة في رأس مال المخاطر في العالم و هي المؤسسة الأمريكية للبحوث والتنمية A.R.D، وكانت تهدف من وراء نشاطها إلى تمويل وتطوير الأبحاث في المؤسسات الصناعية الإلكترونية الناشئة ، حيث إستطاعت من خلال تلك المنشأة تجميع نحو 2.5 مليار دولار تضاعفت تعد عشر سنوات بمقدار 12 مرة إذ بلغ حجم المساهمات في مؤسسات رأس مال الخطر في نهاية 1987 نحو 29 مليار دولار.

(Thompson, Richard, 2008, pp. 12-17)

يعتبر رأس مال الخطر كألية مبتكرة لتمويل المشاريع الصغيرة الناشئة و العالية المخاطر ، و بموجب هذا التمويل تشارك الشركات الكبيرة في جزء من ملكية المشروع الممول حيث أن رأس مال الخطر مستعد لتقبل درجة عالية من المخاطر (حسين ، صلاح ، 2013، صفحة 209).

فأرأس مال المخاطر هو المخاطرة التي يقوم بها المستثمرون في راس المال الذين يصبحون مساهمين في شركة غير مدرجة في البورصة ، وتكون هذه المساهمة مقدرة على الأقل 20 % من رأسمال المؤسسة المستفيدة ولمدة محدودة الزمن تتراوح بين خمسة (05) و عشرة(10) سنوات ، حيث أنهم لا يشاركون في إدارة الشركة لكن يساعدون بكفاءاتهم التقنية في تسييرها ويمارسون مراقبة مهمة نوعا ما من أجل تحقيق قيمة مضافة نتيجة التنازل عن أسهمهم (Pierre , Battini, 2000, p. 12)

وكما يعرف على أنه شكل من أشكال رأس المال الاستثماري، وتمثل تقنية أكثر تنظيما لتوفير رأس المال للشركات الناشئة مع النمو مرتقب مرتفع (Durrani , Mansoor & Grahame ,Boocock, 2006, pp. 36-37) رأس المال المخاطر هو عبارة عن بديل جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية ، حيث لا يقوم على تقديم الأموال فحسب بل يقوم على أساس المشاركة ، ولهذا فإن المؤسسات الاستثمارية تساعد المؤسسات و التي في بدايات نشاطها في عملية إنشائها و نموها (Jean , Lachmann , 1999, p. 47) ، و يمكن تلخيص مختلف مراحل تمويل المؤسسة الناشئة في المراحل التالية (Grégoire , Chertok and al , 2009, p. 70) :

المرحلة الأولى : رأس المال الإنشاء : يتولى رأس المال الإنشاء تمويل مؤسسات ناشئة مبتكرة تحيطها العديد من المخاطر ولديها أمل كبير في النمو والتطور.

المرحلة الثانية : رأسمال التنمية : يكون المشروع في هذه المرحلة التمويلية قد بلغ مرحلة الإنتاجية أي توليد الإيرادات، ولكنه يقابل ضغوطا مالية تجعله يلجأ إلى مصادر تمويل خارجية حتى يتمكن

من تحقيق آماله في النمو والتوسع ، و تكتسب المشروعات هنا القدرة على الإستدانة حيث تضمن إمكانيتها الذاتية على سداد القروض ، فيبدأ معها دور مؤسسات رأس مال المخاطر في التواري تدريجيا تاركة الساحة شيئا فشيئا لوسائل التمويل التقليدية.

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

المرحلة الرابعة : رأس مال التصحيح أو إعادة التدوير: يخصص للمشروعات القائمة فعلا ولكنها تمر بصعوبات خاصة ، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى نوع من الدعم المالي فتأخذ مؤسسة رأسمال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها ، وتستقر من جديد في السوق وتصبح قادرة على تحقيق أرباح ، و هكذا فإن المبدأ الذي يقوم عليه رأس مال الخطر هو مبدأ المشاركة في الأرباح و الخسائر أي في تحمل المخاطر و تحمل التكاليف و اقتسام العوائد (أحمد ، بوراس، 2008، صفحة 127)

حيث تقوم شركات رأس مال الخطر بدراسة هذه الخطة بدقة فهي تتوفر على مختصين في هذا النوع من الدراسة و التحليل ، و في هذا الإطار نجد أن نسبة قليلة من المشاريع يوافق على تمويلها من خلال شراء حصة في حقوق الملكية ، حيث إذا قامت بتمويل مشروع في مرحلة البداية أو في الفترة التجريبية فإننا نجدها تتمتع بنسبة ملكية ما بين 80% إلى 90% ، أما إذا مولت مشروع في مرحلة ما بعد البداية فإننا نجدها تتمتع بنسبة ملكية ما بين 30% إلى 70% ، و في حالة تمويلها للإحتياجات الموسمية للمشروع خاصة بعد ثبوت نجاحه ماليا فإنها تستحوذ على نسبة ملكية ما بين 10% إلى 50% (فريد ، راغب النجار، 1999، صفحة 206).

2.2 مزايا وعيوب التمويل بتقنية رأس مال الخطر:

1.2.2 مزاياه : وتلخص في النقاط التالية(حجاز، عبد السميع ، رونية ، إسماعيل ، 2006، صفحة 308)

✓ المشاركة : حيث أن شركة رأسمال المخاطر تكون شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح من 15% إلى 30%، بالإضافة إلى 2.5% مقابل المصاريف الإدارية سنويا (Jean, Lachman, 1996, p. 19) ، كما تتحمل جزءا من الخسارة في حالة حصولها.

✓ الانتقاء: أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكذلك ذات أرباح متوقعة عالية، وقادرة على رفع قيمة أصولها.

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

✓ لا تتبع الشركة حصتها إلا بعد التأكد من قدرة المؤسسة على الإنتاج و خلق الثروة و بالتالي تصبح المؤسسة قادرة على إستخدام مصادر تمويل بديلة كالتمويل الذاتي و طلب القروض .

2.2.2 عيوبها : على عكس المزايا السابقة قد يمثل المخاطرون للمؤسسين عبئا معينا، يرجع إلى:

(عبد الباسط ، وفاء ، 2001، الصفحات 76-77)

✓ الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة (كالمشاركة في القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع).

✓ تطلب هذه الشركات مبالغ مرتفعة جدا من المؤسسة المستهدفة للعملية في حالة نجاح المشروع نظرا لأنها غامرت في تمويل المؤسسات التي تتميز بدرجة مخاطر عالية عند الإنشاء.

3.2 إجراءات تطبيق التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر : و يتم ذلك حسب المراحل التالية:

1.3.2 مرحلة التمويل : وتقوم فيها شركة رأس مال المخاطر بتجميع الموارد المالية ، و هنا قد تواجه مؤسسات رأس مال خطر عدة صعوبات كانهخفاض مستوى الإيرادات ، أو التذبذب في السيولة ، أو ارتفاع معدل المخاطرة ، لذا بات على الحكومة تشجيع ومساندة هذا القطاع بالطرق المباشرة وغير المباشرة .

2.3.2 مرحلة الاستهداف: حيث خلال هذه المرحلة تبدأ عملية البحث عن المؤسسة المستهدفة ، حيث يتمثل هدف شركات رأس مال الخطر في إثارة ملفات الترشح التي تقدم من طرف المشروعات الطالبة لهذا النوع من التمويل وهنا تظهر فعالية شركات رأس المال المخاطر ، حيث تحصل شركات رأس مال الخطر بطرق مختلفة على ملفات ترشح المشاريع الناشئة التي تكون أساسا في شكل خطة عمل تعتبر بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن المستثمر من تقييم فرص الإستثمار المقترحة ، و يتم إخضاع خطة العمل للمعايير الأساسية للقرار الإستثماري فإذا كانت تستجيب لها فإن المستثمر ينتقل للقيام بدراسات و تحاليل معمقة و مكلفة تسمى بالعناية الوافية يجتازها عدد قليل جدا من المشاريع المرشحة بنجاح 1% فقط ، و من ثم يتم تصنيف ملفات الترشح بحسب درجة المصدقية وذلك بإجراء إختبار معمق للملفات لإختيار المناسب منها لتصل شركة رأس المال المخاطر إلى تحديد شكل أو كيفية تدخلها في المشروعات المستفيدة من التمويل والمساعدات الأخرى المتعلقة بتسويق المنتجات وتسهيل العلاقات مع البنوك أو البحث عن شركاء آخرين.

3.3.2 مرحلة الإنفصال : مهما طالت أوقصرت فترة بقاء شركة رأس مال الخطر في الشركة فإنه لا بد أن يأتي يوم خروجه منها ، فالخروج هو أمر أساسي و هنا يمكن لشركة رأس مال الخطر من معرفة مردودية العملية و القيمة المضافة المحققة ، و كذا فإن خروجه من الشركة يمكنه من الإستثمار في منشأة أخرى من جهة و يمكنه من دفع أرباح لأصحاب الأموال من مساهمي مؤسسة رأس مال الخطر ، و في هذا الإطار تقوم

شركات رأس المال المخاطر في إطار ممارسة هذا النشاط التمويلي بإعادة بيع الإشتراكات للخروج من المشروعات الممولة لتعيد طرح إشتراكاتها في السوق التمويلي .

إن الخروج من رأس مال الشركة يحكمه منطقتان :

– المنطق الأول منطق تعاقدية : هذا المنطق يتم التحضير له منذ المفاوضات الأولى بين الطرفين و حتى قبل الدخول في رأس مال الشركة ، بحيث يتم تنظيم كل الأمور المتعلقة به كبنود الخروج المتصل ، بند الموافقة ، بند الخروج الموثق ...

– المنطق الثاني منطق مالي : هنا نجد أن خروج شركة رأس مال الخطر يتحكم فيها عاملين إثنين : فالأول يخص خصائص المنشأة و طبيعة أصولها ، بينما الثاني يخص فترة بقاء المستثمر التي بدورها تخضع لعدة عوامل كتطور و نمو المنشأة ، أوضاع و سيولة السوق المالي و وجود فرص (Stephany , Eric, 2003, pp. 178-179).

و الحالة المثالية للخروج هي بيع المساهمة مع تحقيق قيمة مضافة لكن الواقع يكون في العادة غير ذلك حيث قد تباع المساهمة دون ربح أو خسارة ، أو قد تباع بخسارة جزئية أو حتى خسارة كلية بتصفية الشركة . فبمجرد خروج شركة رأس مال الخطر من المنشأة الممولة ، يكون المخاطر برأس مال قد ضمن سيولة العملية و حصد الأرباح المستهدفة فيقوم بمكافئة مساهمي مؤسسة رأس مال الخطر و يبحث عن مشاريع جديدة لتمويلها و هكذا تبدأ دورة رأس مال المخاطر من جديد و تتكرر نفس الخطوات المذكورة سابقا .

3. أدوات رأس مال الخطر .

1.3 أدوات تساعد على إتخاذ القرارات : و تتمثل في :

1.1.3 خطة العمل le business plan : خطة العمل هو ملف هام جدا و خاص بالمستثمر و الذي يقوم ليس فقط بعرض المشروع المرشح للحصول على التمويل فقط ، بل يعرض

كذلك مختلف الوسائل المالية بشرية كانت أو التقنية المسخرة لبلوغ الأهداف و التوقعات المالية لأجل معين ، ظف إلى ذلك مراجعة مدى إمكانية تحقيق المشروع المقترح ، و تقييم مختلف المخاطر المحتملة ، فخطة العمل هي الورقة التي تبين الطريق التي ستتسلكه المؤسسة ، و الذي يجهز لإختيار الوسائل الملائمة و التي يجب إستعمالها لتحقيق هدف خلق القيمة (Pierre , Battini, 2000, p. 14) ، و منه يمكن أن نفهم بأن مخطط الأعمال يجب أن يعكس حقيقة المشروع بالإضافة إلى مرونته لكي يكون قابلا للتعديل وفقا للظروف المواتية من خارج أو داخل المؤسسة بذاتها.

فأما الترجمة نوعية و تتعلق بشرح مفصل لمختلف الخيارات، الأهداف والإستراتيجيات الخاصة بالمؤسسة، أما الترجمة الكمية فتتعلق بالنتائج العددية (جدول حسابات النتائج ، ميزانية ، جدول التمويل ، جدول الخزينة المتوقع ...) و كذا الوسائل المسخرة لبلوغ الأهداف ، ظف إلى ذلك الاحتياجات التمويلية ومنه مختلف نماذج الموارد التمويلية الداخلية كانت أو الخارجية المتوفرة أو التي تبحث عنها المؤسسة

(Alain, Barbier , 2003, pp. 227-228) ، هذا المخطط ينفذ في المرحلة الأولى من بداية المشروع من 3 الى 5 سنوات الحالية .

2.1.3 تقييم و تقويم : إن عملية تقييم المؤسسة هي عنصر أساسي لتطورها و نموها ، حيث أن تقييم المؤسسة يسمح للمستثمرين بمعرفة مستوى القيمة المضافة التي سوف يحققونها إذ أن هذه العملية تفيدهم في تحديد السعر التقريبي للتنازل على أسهمهم عند الخروج .

2.3 أدوات المرافقة : ويتمثل في :

1.2.3 جهاز المراقبة **le monitoring** : مرافقة المشروع تتم من طرف مستثمر و عليه العمل حتى يكون مقبول يجب ان تكون طريقة التقييم صحيحة و وفقا لمبادئ و قواعد و قوانين ، و من هنا تصبح تقنية المراقبة تركز على فكرة مفادها تتمحور

حول ضرورة التأكد من أن خطة العمل المعتمدة يتم تنفيذها بشكل جيد من طرف الإدارة و تساهم في خلق قيمة إلى المشاركة من أي نوع من التهديد ، و بالتالي يصبح الموضوع موضوع وقاية .

وبالتالي التقليل من مشكلة التباين في المعلومات وتضارب المصالح التي تميز العلاقة بين صاحب المشروع ورأس المال الخطر و هنا يجب إنشاء نظام للرصد و المراقبة و وفقا لـ p. Battini هناك أربع وظائف :

- ✓ ضمان تطبيق مناسب لخطة العمل .
 - ✓ تقليل المخاطر التي قد تنشأ من جراء العلاقة بين صاحب المشروع و رأس مال الخطر .
 - ✓ إضافة قيمة إلى المشاركة (المساهمة) .
 - ✓ ضمان جودة المعلومات للمستثمرين فيما يخص صحة المؤسسة .
- 2.2.3 Le reporting التقرير :يقوم التقرير الفعال على نظام معلومات محاسبي و مالي قادر على الإستجابة للحاجات المعلوماتية اللازمة ، و يتم توفير المعلومات من خلال لوحة القيادة **tableau de bord** و التي مضمونها محدد مسبقا من طرف المستثمر ، و أهم العناصر التي تضمن أفضل تقرير **reporting** تتمثل في :
- ✓ لوحة القيادة واضحة، محددة و دقيقة ، كاملة ، و تحتوي على ثلاثة نماذج للمعلومات : حول نشاط الانتاجية و تقاس برقم الأعمال و حجم الإنتاج ، معلومات حول المردودية أو الهامش الخام و الصافي ، عناصر الخزينة ...
 - ✓ توقعات حول الميزانية ثلاثية أو سداسية ، توقعات الخزينة ، و الميزانيات التقديرية .
 - ✓ الوضعية المالية الكاملة لستة أشهر .
 - ✓ حالات للمقارنة مع تحليل الفوارق بين ما هو متوقع و ما هو فعلي.

3.3 الأدوات القانونية و المالية : بعد الانتهاء من مرحلة دراسة المشروع ، تأتي مرحلة تقنية محضة تتمثل في التركيب المالي و القانوني لعملية التمويل، حتى وإن كانت هذه المرحلة تقنية فهي ليست آلية:

1.3.3 الأدوات المالية : و تنجزاً هذه الأدوات إلى إثنين ، الأولى تتمثل في الأدوات التي تسمح بالدخول الفوري في رأس مال المؤسسة ، و الثانية تتمثل في الأدوات التي تسمح بالدخول أجلاً إلى رأس مال الشركة :

1.1.3.3 الأدوات التي تسمح بالدخول الفوري في رأس مال المؤسسة (الأدوات المالية) : و تتمثل في:

- ✓ الأسهم النقدية و هي الأسهم التي تخر نقداً أو عن طريق مقاصة ديون من حق المكتتب على المنشأة أو عن طريق دمج الاحتياطات أو علاوات مساهمة في رأس المال.
 - ✓ الأسهم العينية و هي الأسهم تمنح مقابل المساهمة بأصول وليس مقابل سيولة (قيم عينية أو معنوية).
 - ✓ أسهم عادية هي سند ملكية فحاملها يملك حصة في رأس مال الشركة ، مع مختلف الحقوق المألوفة.
 - ✓ أسهم ممتازة تمثل سند ملكية تعطي حاملها نفس حقوق السهم العادي بالإضافة إلى حقوق أخرى مالية و غير مالية .
 - ✓ أسهم ذات الحق في التصويت المضاعف يتميز هذا النوع من الأسهم بأنه يمكن لحامله الاحتفاظ به لمدة طويلة (02 سنة) ، هذا الحق يعتبر كمكافئة لوفاء المساهمين .
 - ✓ شهادات الاستثمار هي أوراق مالية هجينة تجمع بين الأسهم و السندات تنتج عن فصل بين الحقوق الملكية (توزيعات الأرباح) و حق التصويت الذي تمثله شهادة حق التصويت .
- 2.1.3.3 أدوات تسمح بالدخول أجلاً إلى رأس مال الشركة (الأدوات القانونية): تتمثل في :

✓ السندات القابلة للتحويل إلى أسهم **OCA** هذه الورقة المالية تمنح حاملها خيار الاحتفاظ بها إلى غاية إستحقاقها أو تحويلها إلى أسهم و في بعض الأحيان شهادات استثمار في وقت معين و بشروط متفق عليها مسبقا ، و ينم التحويل في المنشآت غير المسعرة بالاتفاق مع المسير .

✓ السندات المسددة بأسهم **ORA** هذه الورقة المالية يكمن الفرق بينها و بين السندات القابلة للتحويل إلى أسهم في أن المنشأة هي التي تقرر التحويل إلى أسهم و ليس المستثمر كما هو الحال بالنسبة للشكل السابق و ينم عند الإصدار الإنفاق على كل الشروط، و تصدر المؤسسة هذا النوع من الأوراق المالية عندما تكون بحاجة إلى سيولة و إمكانية حاجاتها لرفع رأس مالها مستقبلا

3.1.3.3 أدوات أخرى : ونذكر على سبيل المثال:

✓ القروض التساهمية: هذه القروض تشمل على جزء ثابت وجزء متغير فيما يخص عائداتها.
✓ السندات التساهمية: لها نفس المبدأ كالقروض التساهمية.
✓ الحسابات الجارية للمساهمين : ويخص التسيقات التي يقوم بها المساهمون إضافة إلى جلبهم الموارد الخاصة ، هذه التسيقات قد تحجز مدة عامين ، نسبة الفائدة يحدد بكل حرية من طرف مجلس الإدارة.

✓ هذه الحسابات تلي حاجيات المؤسسة من حيث الموارد، دون تغيير خريطة الرأسمال (الأغلبية) التي أتفق عليها ، والأدوات التي لا تسمح بأخذ حصة في رأسمال المؤسسة لا تجلب كثيرا اهتمام شركات الرأسمال الخطر.

2.3.3 الأدوات القانونية (التركيب القانوني) : إن صياغة العقود المناسبة بين المخاطر برأس المال و المبادر يعتبر من أهم الأسس التي تقوم عليها الشراكة الناجحة كما يرتبط الأمر كذلك بالنظام القانوني المتبني من طرف المنشأة :

1.2.3.3 عقد المساهمين : و هو الوثيقة الأساسية التي ترسخ نوعية و طبيعة العلاقات بين فريق المبادرين و فريق المستثمرين (Stephany , Eric, 2003, p. 132) ، على عكس عقود المساهمين الخاصة بالمنشأة المدرجة بالبورصة التي إن وجدت يجب أن تكون علنية و معروفة من قبل الجميع ، فإنها في حالة رأس المال الإستثماري تعتبر وثيقة خصوصية لعدم رغبة المستثمرين برأس المال في أن يعرف الجميع لتفاصيل عقودهم لكن و رغم سرية يمتلك عقد المساهمين قيمة قضائية تخضع الأطراف المتعاقدة للإلتزام بنوده .

حسب Mondher Cherif (cherif ,Mondher, 2003, p. 23) ، فإن هذا العقد يشكل قلب كل ملف من ملفات رأس المال المخاطر ، حيث يتعلق الأمر بتنظيم عملية أخذ مساهمة في رأس مال بإقصاء نسبة كبيرة من المخاطر المالية التي عادة ما تنجم عن العملية ، و تشكيل مساهمة ذات أقلية بإعطاء المساهم حقوق معززة تفوق في بعض الحالات حقوق أصحاب الأغلبية. يهدف عقد المساهمين أساسا إلى مراقبة جغرافية (هيكل) رأس المال من جهة ، و تنظيم سلطات المساهمين ذوى الاقلية من جهة أخرى كما يضم بنود خاصة تستجيب لإنشغالات أخرى (François, Denis poitrinal, 2003, pp. 186-203)

2.2.3.3 الخيارات القانونية : يتمثل الخيار القانوني في كل من الشكل القانوني المتبنى و الهياكل التسييرية المعتمدة من طرف المنشأة حيث يتحدد على أساسها مدى الرقابة التي بإمكانها المستثمر ممارستها .

⇐ الشكل القانوني : يفضل المخاطرون برأس المال شركات المساهمة على باقي الأشكال القانونية التي بإمكان المنشآت الشابة تبنيها ، فعلى سبيل المثال نجد تفضيل الشركات ذات المسؤولية المحدودة حيث ان المخاطرون براس المال يقبلون الإستثمار فيها في بعض الأحيان كحالات راس المال البذري لكن شريطة تحويلها إلى شركة مساهمة خلال أجل معطى .

← الهياكل التسييرية : تقدم شركات المساهمة للمخاطرين برأس المال ميزات كثيرة مقارنة بباقي الاشكال القانونية ، و تقوم شركات المساهمة على ثلاثة عناصر رئيسية : الجمعيات العامة، هياكل التسيير، وهياكل الرقابة .

4. تفعيل دور مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر .

في الفصل الأول من القانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006 و المتعلق بشركات رأس مال الخطر، عرف المشرع الجزائري شركات رأس المال الاستثماري بأنها الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس مال الشركة ، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة.

وقد ركز المشرع على مراحل نمو المؤسسة موضوع التمويل كما حدد كفاءات تدخل شركة رأس المال الاستثماري والتي تتمثل في رأس المال المخاطر¹ ، الذي يشمل رأس المال الموجه لتمويل المؤسسات في مرحلة قبل الإنشاء وفي مرحلة الإنشاء ، رأس مال النمو الموجه لتنمية المؤسسة بعد إنشائها ورأس مال التحويل بالإضافة إلى عمليات استرجاع مساهمات و حصص يحوها صاحب رأس مال استثماري آخر.

1.4 أفاق تجربة مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر : ظهرت أول مؤسسة رأس مال المخاطر في الجزائر سنة 1991 ، بعد صدور قانون النقد و القرض الذي سمح بإنشاء مؤسسات مالية خاصة و تمثلت في مؤسستي ال FINALEP ومؤسسة ال مؤسسة SONINAEORCE المتخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، ساهم في تأسيسها كل من القرض الشعبي و بنك التنمية و الوكالة الفرنسية للتنمية برأسمال قدره 732 مليون دج ، لكن دورها لم يتعدى تمويل نسبة 35 % من احتياجات المؤسسة .

¹القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 و المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري

بعد شركة ال FINALEP ظهرت شركة SOFINANCE في 4 أبريل 2000 ، برأس مال قدره 5 مليار دج و هي شركة رأس مال المخاطر متخصصة في تمويل إنشاء و تأهيل المؤسسات و دعمها لفتح رأسمالها و البحث لها عن شركاء خاصة بعد سنة 2003 .

و تؤدي هذه الشركة مهامها ووظائفها بهدف تدعيم و إنعاش الإقتصاد الوطني و ذلك ببعث إنطلاقة جديدة فيما يتعلق بتمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تلتخص فيما يلي :

للـ ترقية و تطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من خلال المساهمة في رأسمالها .

للـ إمتلاك حصص في شركات محلية أو أجنبية بإختلاف أماكن نشاطها .

للـ الإقبال على أشكال الإقتراض و التسليف بدون إعتبار للضمانات ، و ضمان كل عمليات القرض بالنسبة للغير .

للـ حيازة كل الديون و الأوراق التجارية ، و المساهمة كوسيط في المعاملات الخاصة بها و بالأسهم و السندات .

للـ ترقية الإعتماد على قرض الإيجار إتجاه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة .

و بموجب قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة المعتمد في 20 أكتوبر 2003 تم تحديد النقطتين التاليتين:

◀ تركيز نشاط الشركة على القطاع العام و توسيع تدخلاتها في المهام فيما يتعلق بمساعدة المؤسسات في عملية الخوصصة و تسيير الموارد العامة التجارية غير المرصدة .

◀ تركيز مهام الشركة على دعم و تأهيل و تطوير المؤسسات عن طريق إرشادها و مسانبتها في إعادة هيكلتها المالية والإستراتيجية (التشخيص ، فتح رأس المال ، البحث عن الشراكة) وتوفير كل فرص التمويل الملائمة (مساهمة في رأس المال ، قروض متوسطة ، ضمان الكفالات و القرض الايجاري)

و في هذا الصدد يجب أن نشير إلى أن صندوق MPEF II (الصندوق المغربي للملكية الخاصة) أهم صندوق الإستثمار في رأس المال المخاطر بالجزائر ، و الذي تم إنشائه في نوفمبر 2006

بشراكة بين الشركة المالية الدولية SFI ، البنك الأوروبي للإستثمار BEI ، الشركة المالي الإيرلندية للتنمية FMO ، صندوق الإستثمار السويسري SIFEM ، وبعض المؤسسات المالية الأجنبية.

رغم الدعم المقدم من طرف الدولة لهذا القطاع كالتحفيزات الضريبية و التنظيمية ، إلا أن تدخلات هذا القطاع في مجال التمويل و الدعم الفني بقي ضعيف ، و يرجع ذلك الى ضعف الإيرادات المحققة من طرفه ، يضاف إلى ذلك أن هذه المؤسسات تركز على تمويل الإبداع و الإختراع التكنولوجي و تمويل الأفكار الجديدة، إلا أن الجزائر و غيرها من الدول النامية تعتبر دول ناقلة للتكنولوجيا لا منشأة لها و هو ما أدى إلى تقييد نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر .

2.4 شروط نجاح رأس المال المخاطر في الجزائر : يفترض على الدولة توفير جملة من الشروط

لإنجاح مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر ، و من أهمها :

- ✓ توفير مناخ إستثماري ملائم إقتصاديا سياسيا و تشريعا ، و ذلك لأنه كلما إرتفعت حدة المخاطر المحيطة كلما أحجم المستثمرين على الاستثمار في المحيط الخطر ، بسبب مواجهة خطر ذو بعدين الأول يتعلق بالمؤسسة و النشاط الممول ، و الثاني يتعلق بالمحيط .
- ✓ تشجيع إنشاء شركات رأس المال المخاطر وطنية كانت أو أجنبية ، و للإشارة فقط هنا أنه مؤخرا وزارة المالية أعادت النظر في المادة 104 من قانون النقد و القرض التي تمنع البنوك النشطة في الجزائر من تمويل الشركات التابعة لنفس المجموعة أو التي تساهم في رأس مالها ، أي سمحت للبنوك بتأسيس فروع تابعة لها تنشط ضمن هيئات رأس المال الإستثماري .
- ✓ دعم أساليب الشراكة مع المؤسسات الأجنبية المتخصصة في مجال رأس المال المخاطر ، خاصة التي تقدم التكنولوجيا .
- ✓ الإسراع في إنشاء سوق الأوراق المالية ، حتى يتم من خلاله طرح الأسهم و تداول الأوراق المالية الخاصة بهذه المؤسسات .

3.4 إنشاء مراكز للبحوث و التدريب لمساعدة المشاريع التنموية في مرحلة الإنطلاق ، التشغيل ، برامج التمويل ، المساعدات و المتابعة. (أسماء ، بهوم، 2016، الصفحات 197-198) التحفيزات الممنوحة لمؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر : لجذب مؤسسات المال المخاطر قدمت الحكومة الجزائرية مجموعة من التحفيزات الجبائية المرتبطة بطرق خروج هذه المؤسسات من الإستثمارات :

أولا : التحفيزات الجبائية : حسب المشرع الجزائري² ، تم إعفاء شركات رأس المال المخاطر من دفع الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخيل المتأتية من: الأرباح ، نواتج توظيف الأموال، نواتج وفائض قيم التنازل على الأسهم والحصص، و بالنسبة لبقية المداخيل فهي تخضع إلى المعدل المنخفض ب 5%، إلى شرط إلزام الشركة بالمحافظة على الأموال المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن خمس سنوات، تتحسب ابتداء من أول جانفي من السنة الموالية لتاريخ أي اكتتاب أو اقتناء.

حيث منح إعفاءات ضريبية على أرباح شركات رأس المال المخاطر لمدة خمس سنوات الأولى و التي تتدخل في المراحل الأولى للمشروع (مرحلة قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء) .

ثانيا : تحفيزات الخروج من المشروع : تمثلت هذه التحفيزات أساسا في تعديل شروط القبول في البورصة عن طريق العرض العام على الجمهور والذي يعد الطريقة الأمثل والمفضلة بالنسبة لمؤسسات رأس المال المخاطر والمقاولين، و هنا تم تقسيم المؤسسات التي تدخل البورصة إلى مؤسسات كبرى ومؤسسات صغيرة ومتوسطة.

4.4 معوقات سوق رأس مال الخطر في الجزائر :إن نشاط رأس مال المخاطر في الجزائر حديث وضعيف و محدود جدا بل و متواضع ، حيث لا تتعدى نسبة مساهمة Sofinance في التمويل 35% من رأسمال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها

²المواد من 27 إلى 29 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري. و لمواد من 12 إلى 15 من المرسوم التنفيذي رقم 08-56 الصادر في 11 فيفري 2008، المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة رأس المال الاستثماري.

في الدول المتقدمة ، كذلك لا تغطي كل الأنشطة ، بل ينحصر مجال أعمالها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية و تخزين المنتجات الغذائية و مواد التغليف و صناعة الألبسة و تحويل الخشب وإستغلال الثروات المنجمية ، و كل هذه الأنشطة لا تتطلب مخاطرة كبيرة (حسين ، رحيم، 2002، صفحة 53) ، و يبقى أمام السلطات العمومية لترقية دور هذه المؤسسات تقديم تحفيزات إضافية لها خاصة فيما يخص التحفيزات الضريبية و تشجيع دخول مؤسسات صغيرة ومتوسطة الحجم للاستثمار في الجزائر ، لكن مقابل كل ذلك تبقى هناك بعض المعوقات التي تواجه شركات رأس مال الخطر و التي نلخصها في النقاط التالية :

❖ مشكل التحفيز : نجد و أن مؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر لا تستثمر كل المبالغ كبيرة من الأموال التي بحوزتها الأمر الذي يساهم في تجميد الأموال المتاحة من جهة ، و من جهة أخرى يبقى عدد المؤسسات غير مستفيدة من العملية التمويلية و يمكن إرجاع سبب ذلك إلى :

✓ إما تجنب هذه المؤسسات للمخاطرة الكبيرة التي تميز التمويل عن طريق رأس المال المخاطر .

✓ عدم وصول العدد الكافي من طلبات التمويل إليها .

✓ إعتماؤها لأنواع أخرى من التمويلات إلى جانب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

❖ غياب التنسيق بين الهياكل المساعدة ومؤسسات رأس المال المخاطر: و ذلك بسبب أن أصحاب المشاريع يجهلون تماما كيفية عرض مشاريعهم ، و بالتالي عدم حصولهم على التوجيه اللازم الذي من المفترض أن تقدمه الهياكل المساعدة من حاضنات ومشاتل للمؤسسات.

❖ غياب ثقافة المقاولية: إذ نجد أن أغلب المقاولين الجزائريين يجهلون الإمتيازات المرتبطة بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر والتحفيزات التي تقدمها الحكومة ، من تسهيلات في

الحصول على العقار الصناعي ، ضمانات للقروض والتمويلات الممنوحة ، بالإضافة إلى الهياكل التي تعمل على توجيه وتكوين المقاولين ، مما يجعل من إمكانية الاستفادة من هذه التحفيزات محصورة في عدد قليل من المقاولين.

5. الخاتمة :

تعاني المؤسسات الناشئة في الجزائر من العديد من المشاكل و التي في مقدمتها مشاكل تمويلية ، نجد أن السلطات المعنية أولت إهتماما كبيرا و خاصا بها ، من خلال العمل الجاد على إيجاد مختلف الحلول لمختلف المشاكل التمويلية التي تقف كحاجز في مسار نمو و تطور هذا النوع من المؤسسات ، و كان في مقدمة هذه الحلول رأس مال الخطر و الذي يعتبر بمثابة البديل التمويلي الأمثل الموجه لحل المشاكل التمويلية التي تواجهها هذا النوع من المؤسسات و خاصة تلك التي تعتمد على الابتكار .

لكن ما يميز الساحة المالية الجزائرية أنها غير مهيئة تماما لذلك ، حيث أن الظروف اللازمة و التي من شأنها تساهم في إستقبال هذه التقنيات التمويلية المبتكرة غير متوفرة تماما ، حيث أن التمويل برأس مال المخاطر في الجزائر ما يزال ضئيلا حيث أن نشاط رأس مال الخطر في الجزائر يعتبر جد حديث و لم يتم وضع الأطر التشريعية الخاصة به إلا منذ 2006 و مازال الكثير مما يجب عمله من أجل النهوض بهذه التقنية التمويلية الواعدة حتى تتمكن من لعب دورها المنتظر منها في الإقتصاد الوطني ، و بالنظر إلى مستوى نشاط الشركات الجزائرية المتوفرة نجد أنها لا تتحلى بروح مخاطرة كافية و يمكن إرجاع ذلك إلى عدم تحلي البنوك الجزائرية بروح و ثقافة الخطر ، ظف إلى ذلك غياب سوق مالي خاص فعال ... ، و في هذا الإطار يبقى الحل الوحيد أمام الساحة المالية الجزائرية هو ضرورة إلزام البنوك الجزائرية على ضرورة تشجيع إقامة مؤسسات

الوساطة المالية المتخصصة في هذه التقنية التمويلية و التي بقي عددها محدود جدا حيث يشمل
على شركتين فقط و هما Finalep و sofinance فقط .
6. قائمة المراجع:

- Alain, Barbier . (2003). *capital risque investissement et formation a l'entrepreneuriat*. (u. d. reunion, & A. France, Éds.) Récupéré sur
bibliothèque:
<http://www.bibliothèque.refer.org/html/forentr/part4chap3-p223a237pdf>
- cherif ,Mondher. (2003). *ingénierie financière & private Equity*. Ed
Revue – Banque -paris, 23.
dfgf. (fgf). gdf. fdg: dfg.
- Durrani , Mansoor & Grahame ,Boocock. (2006). *Venture Capital, Islamic Finance and SMEs*. Great Britain: Palgrave ,
Macmillan.
- François, Denis poitrinal. (2003). *le capital -investissement : guide juridique et fiscal- 2 eme Edition*. paris: Ed Galexia.
- Grégoire , Chertok and al . (2009). *Le financement des PME*. Paris: La
Documentation française.
- Jean , Lachmann . (1999). *capital risque et capital investissement*.
paris: édition economica.
- Jean, Lachman. (1996). *financer l'innovation des pme*. paris:
Econimica.
- Pierre , Battini. (2000). *capital risque : mode d'emploi, 2 ème édition*.
paris: édition d'organisation,.
- Stephany , Eric. (2003). *La relation capital – risque / PME, fondements et pratiques*. Bruxelles: Ed de boeck.
- Thompson, Richard. (2008). *Real Venture Capital: Building International Businesses*. China.
- أحمد ، بوراس . (2008). *تمويل المنشآت الإقتصادية .عناية ، الجزائر. : دار العلوم*.

- أسماء ، برهوم .(2016). *البورصة كمصدر تمويلي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة - دراسة تجارب اجنبية - ، الطبعة 01*. الإسكندرية : مكتبة الوفاء القانونية.
- حجازر عبد السميع ، رويبة ، إسماعيل .(2006). *تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر .الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات في الدول العربية*. الجزائر .: جامعة الشلف.
- حسين ، رحيم .(2002). *التجديد التكنولوجي كمدخل استراتيجي لدعم القدرة التنافسية للمؤسسة الجزائرية: حالة الصناعات الصغيرة والمتوسطة . تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحولات المحيط*. (p. 53)الجزائر : جامعة بسكرة.
- حسين ، صلاح .(2013). *التطورات و المتغيرات الإقتصادية الدولية - دعم و تنمية المشروعات الصغيرة لحل مشاكل البطالة و الفقر*. القاهرة ، مصر .: دار الكتاب الحديث.
- عبد الباسط ، وفاء .(2001). *رأس مال المخاطر و دورها في تدعيم المشاريع الناشئة*. القاهرة.: دار النهضة العربية.
- فريد ، راغب النجار .(1999). *إدارة المشروعات و الأعمال الصغيرة و المشروعات المشتركة الجديدة*. مصر : شباب الجامعة.