

## نحو تفعيل طرق التمويل غير التقليدية في الجزائر -التمويل برأسمال المخاطر-

د. إبراهيم مزيجود

جامعة المدية

### ملخص :

في ظل واقع التمويل المصرفي الذي لم يتمكن من حل إشكالية التمويل للمؤسسات والمشاريع وذلك لاستناد قرار منح القروض المصرفية إلى معيار الضمانات بالأساس وإهمال المعايير الموضوعية الأخرى إضافة إلى مختلف الظروف المحيطة المتمثلة في التحولات التي تعرفها مختلف اقتصاديات الدول نتيجة مختلف الضغوطات الداخلية والخارجية التي تعرفها مختلف المؤسسات، ظهر بديل مستحدث يتمثل في تقنية التمويل برأسمال المخاطر والذي سهل لأصحاب المشاريع و الأفكار من الحصول على الموارد المالية لتجسيد مشاريعهم التي تتسم غالبا بدرجة عالية من مخاطرة عالية والتي يصعب الحصول عليها من المصارف في ظل الشروط التي تضعها وهو موضوع هذه الورقة البحثية التي سنحاول استعراض هذا النمط من التمويل وواقعه في السوق التمويلية الجزائرية ومعوقاته وسبل تفعيله.

**الكلمات المفتاحية:** التمويل ، رأس المال المخاطر .

### Abstract :

In light of the reality of bank financing, which could not solve the problem of funding for institutions and projects so as to basing the decision to grant bank loans to the standard guarantees essentially neglect of objective criteria other in addition to various circumstances of transformations defined by the various countries' economies as a result of various pressures both internal and external that you know the different institutions, emerged as an alternative novelty is the technique of funding capital risk, which is easy for entrepreneurs and ideas of access to financial resources to materialize their projects, which are often a high degree of high risk, which is difficult to obtain from banks under the conditions laid down by the subject of this paper, which we will try to review this type of financing and reality in the Algerian market financing constraints and ways to activate it.

**keywords :** finance, venture capital

## مقدمة:

كان التحولات الاقتصادية التي شهدتها الإقتصاد العالمي مؤخرا آثارا مباشرة على سوق التم ويل بشكل عام والوساطة المالية بشكل خاص . فالتحول من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد أساسه المعرفة، والذي تقوده مؤسسات عمادها البحث والتطوير، أدى إلى بروز وإنتعاش آليات وأدوات تمويلية جديدة والتي تعد آلية التمويل من خلا تقنية رأس المال المخاطر أهمها. والتي سهلت لأصحاب المشاريع و الأفكار من الحصول على الموارد المالية لتجسيد مشاريعهم التي تتسم غالبا بدرجة عالية من المخاطرة عالية والتي يصعب الحصول عليها من المصارف في ظل الشروط التي تضعها.

وإنطلاقا من أهمية هذه التقنية في التمويل و في ظل وضع السوق التمويلية في الج زائر، القائمة على آلية القروض المصرفية، والذي يجد المستثمرين وأصحاب الأفكار المدعة صعوبات كبرى في الحصول على التمويل من هذه المصارف . تأتي ورقتنا البحثية والتي سنحاول إبراز أهمية شركات رأس المال المخاطر في الوساطة المالية كنمط تمويل مكمل للتمويل المصرفي وهذا تناول العناصر التالية:

- المحور الأول: مفهوم نظام التمويل برأس المال المخاطر وأهدافه؛
- المحور الثاني: آلية التمويل برأس المال المخاطر وأثارها على الإقتصاد الكلي؛
- المحور الثالث: تجارب بعض الدول في مجال التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر؛
- المحور الرابع: ملهسة التمويل بالرأسمال المخاطر في الجزائر؛
- المحور الخامس: آليات تفعيل التمويل برأسمال المخاطر وسبل إنجاحه في الجزائر .

### المحور الأول: مفهوم نظام التمويل برأسمال المخاطر وأهدافه

يعبر نظام التمويل برأسمال المخاطر الوجه الأخر لاقتصاد الاستدانة الذي تعد المصارف التجارية أساسه والذي يدعى باقتصاد المساهمة والذي يزود المشروع برؤوس أموال تندمج مع المشروع والذي يتفوق على اقتصاد الاستدانة وبهذا يوفر تمويل مجاني عكس اقتصاد الاستدانة.

### 1.نشأت صناعة رأسمال المخاطر

ظهر نشاط شركات رأس المال المخاطر سنة 1946 أي بعد الحرب ال عالمية الثانية مباشرة، وكانت المؤسسة الأمريكية للبحوث والتنمية A.R.D أو شركة رأس مال مخاطر في العالم وكانت تهدف من وراء نشاطها إلى تمويل وتطوير الأبحاث في المؤسسات الصناعية الالكترونية، وبعد ظهور هذه الشركة بدا يتوالى ظهور مثل هذه الشركات، والذي يتولى على العموم تمويل تجسيد الأفكار الجديدة على ارض الواقع، خاصة في القطاعات التي تتميز بدرجة مخاطرة عالية، كالقطاعات التي تتميز بتقنيات حادة مثل قطاع الإعلام الآلي، البيوكيمياء، قطاع الاتصالات، قطاع الإلكترونيك<sup>(01)</sup>.

## 2. مفهوم رأس المال المخاطر .

يعرف رأس المال المخاطر بأنه رأس مال مالي الذي يمنح من طرف لمشروعات لها قدرات نمو كامنة كبيرة لكن بمخاطر كبيرة<sup>(02)</sup> وفي تعريف أكثر تحديد الذي عرضته الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر على أنه كل رأس مال موظف بواسطة وسيط مالي متخصص في بمشروعات خاصة ذات درجة مخاطرة م رتفعة تتميز باحتمال نمو فقوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات وهذا من خلال شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر<sup>(03)</sup>.

وبالتالي فإن رأس المال المخاطر يتضمن:

- أن الاستثمار الممول يتسم بدرجة عالية من المخاطرة وغالبا ما يربط بالاستثمارات الابتكارية الإبداعية أو ذات التكنولوجيا

- أن التمويل يتم عن طريق المشاركة وبالتالي فان الممول المخاطر يتحمل مع المستثمر الربح والخسارة.

## 3. الأشكال التنظيمية لمؤسسات رأس المال المخاطر .

تأخذ شركات رأس المال المخاطر أربعة صور على النحو التالي<sup>(04)</sup>:

- شركات استثمار في المؤسسات الصغيرة الابتكارية وهي شركات مساهمة؛

- صناديق رأس المال المخاطر المالية، وهي شركات رأسمال مخاطر تابعة لمؤسسات م الية ( بنوك تجارية) وهي تطبق نظرية المحفظة؛

- صناديق رأس المال المخاطر غير المالية ( المؤسسة) وهي شركات رأس مال مخاطر تابعة ( منشأة بواسطة) مؤسسات غير مالية عادة شركات صناعية تسعى للدخول إلى سوق التكنولوجيا الحديثة؛

- رأس المال المخاطر في شكل شركة تضامن وهي شركات او صناديق يتم إنشاؤها بواسطة شركات متخصصة في رأس المال المخاطر وتلعب دور الشريك المتضامن الذي يقوم بالتنظيم و الاستثمار والإدارة

## 4. أنماط تمويل مؤسسات رأس المال المخاطر<sup>(05)</sup>.

تختلف عمليات رأس المال المخاطر حسب المرحلة الموجودة فيها المؤسسة وهي أربعة مراحل رئيسية:

- رأسمال الإنشاء بمعناه الواسع؛

- رأسمال التنمية؛

- رأسمال تحويل الملكية؛

- رأسمال التصحيح أو الإنقاذ.

- رأسمال الإنشاء: يتولى رأسمال الإنشاء تمويل مؤسسات ناشئة مبتكرة تحيط بها العديد من المخاطر

ولديها أمل كبير في النمو والتطور وتنقسم هذه المرحلة إلى مرحلتين:

- **رأسمال ما قبل الإنشاء أو قرب الانطلاق** : يخصص لتغطية نفقات البحث والتجارب وتطوير النماذج المعملية والنماذج التجارية للسلعة الجديدة وكذلك تجريب السلعة في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليها وهو تمويل صعب نظرا لخطورة احتمال الفشل لدى مؤسسة ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة.
- **رأسمال الانطلاق** : يمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأسمال المخاطر ويخصص لتمويل المشروعات في مرحلة الإنشاء أو في بداية النشاط ويتفرع بدوره إلى مرحلتين : الانطلاق أو البداية بمعناه الضيق الذي يغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية لحياة المشروع ثم مرحلة الأولى من التمويل والتي تغطي نفقات البداية التجارية، وتجمع هذه المرحلة كل المخاطر التي يعاني منها مشروع جديد وشركات رأسمال المخاطر هي الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة.
- **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 أماله في النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه بين 5-10 سنويا

### 5. أهداف شركة رأس المال المخاطر

تهدف شركات رأس المال المخاطر إلى تحقيق الأهداف التالية:

- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الإستثماري؛
- التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة؛
- توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوفر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها وهذه الاستثمارات هي لأجل طويلة توفير سائلة وذات مخاطر عالية لظن بعوائد عالية نسبيا.

### 6. مزايا وعيوب رأس المال المخاطر:

#### أ. مزايا شركات رأس المال المخاطر

تتمثل مزايا رأس المال المخاطر فيما يلي<sup>(06)</sup>:

- **المشاركة**: إن أصحاب التمويل يعتبرون شركاء في الجدوى والمسؤولية فإذا كان صاحب المشروع يعتبر من خلال رأسماله المؤسس للشركة فإن شركة رأس المال المخاطر تقوم بالوساطة بين الطرفين نظير حصة ربح تحصل عليها، والأطراف تتمثل في المستثمر وهو صاحب المال الذي يريد استثماره والممول أي الذي يقوم بدور شركة رأس المال المخاطر في إدارة صندوق المخاطر نظير حصة من الربح يحصل عليها وهي من 15% إلى 30% حسب الاتفاق بالإضافة إلى 2.5% مقابل المصاريف الإدارة سنويا، ويقلل هذا إلى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين والمقترضين لدى البنوك الروبية فالمقترض عليه إن يرد القرض في الموعد معين ويدفع فائدة ثابتة مدة الدين، فإذا انخفض العائد تعرض المشروع للإفلاس وهذا من شأنه أن

يدفع المستثمر إلى المغامرة دون النظر إلى حجم الخسارة فهو في كلا الحالين قاصر ويضع المقرض يده على الشركة بينما لو ربح فسيحصل على الربح كاملا وهذا لا نجده في المشاركة حين يشترك الجميع في الربح والخسارة حيث تتفق المصالح والوجهة ولا تتعارض، وكثرا ما يكون الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيدا للشركة ومساعد على نجاحها لهذا السبب فضلا عن أنها تفسح المجال للمشاركة طويلة للأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوافر في الديون قصيرة الأجل .

- **الانتقاء** : أمام الممول فرصة لاختيار الموضوع 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 المليئة ( صاحبة القدرة على السداد ) ولا تبالي بمستقبل الشركة وإمكانية نجاحها ولذلك فهي تستهدف الشركات الكبيرة والمستقرة واليت غالباً ما تكون قد توقفت طاقتها للإبتكار .

- **المرحلة**: من خصائص رأس المال المخاطر أن التمويل يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة هذه المرحلة تلائم التمويل بالمشاركة وذلكم انه في عقد المشاركة يضطر المستثمر للرجوع إلى الممول على التمويل التالي وفي هذا ضمان لص دق المستثمر في عرض نتائج الأعمال ويعطي الفرص 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 تفتت المخاطر ومن ثم تكون القدرة على تحمل المخاطر أعلى من القرض فضلا عن أن الرقابة والمتابعة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات .

- **النمية والتطوير** : إن هذا النوع من المشاركة قادر على التمويل مشاريع عالية المخاطر ومن ثم يستطيع أن يفتح مجالات للاستثمار لا يطرقها إلا الرواد القا درون ويعوضه عن هذا المخاطر ما يتحقق من مكاسب وعائد كبير لقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة كابل ومايكروسفت وكومباك ومليدرال اكسبرس وغيرها وكانت التقنية القائدة بها شبه مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية .

- **توسيع قاعدة الملكية** : يستمر التمويل حتى تضجح الشركة وتستوي وبعدئذ يمكن أن تباع لمستثمر آخر يشده نجاح الشركة ونوع نشاطها، أو تطرح كأسهم على المساهمين ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة.

#### ب. عيوب شركات رأس المال المخاطر<sup>(07)</sup>

- الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة ( كالمشاركة في القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع)؛

- تطلب مبالغ مرتفعة، في حالة نجاح المشروع لإسترداد 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 أموالهم التي شاركوا بها في المشروع .

## المحور الثاني : آلية التمويل بئس المال المخاطر و أثارها على الاقتصاد الكلي.

### 1. آلية التمويل بئس المال المخاطر .

تقوم الوساطة التقليدية التي على رأسها المصارف التجارية على أسلوب القروض، حيث تقتض من المودعين مدخراتهم وتقدمها في صورة قروض إلى المستثمرين، ومقابل ذلك تحصل على فرق الفائدين الدائنة والمدينة، وهو ذات المنطق الذي تعتمد عليه أيضا مصارف الأعمال، لكن الوساطة المالية التي تعتمد عليها شركات رأس المال المخاطر يتمثل في المشاركة في رأس مال المؤسسات، وبالتالي فهي تشاركها الربح والخسارة.

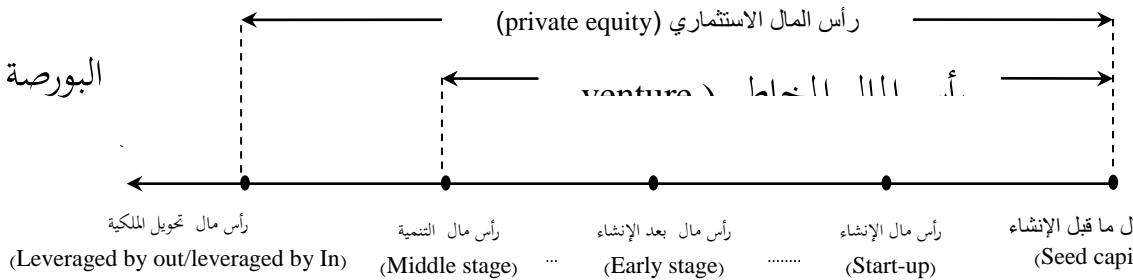
جدول رقم (01): الفروق الأساسية بين المصارف وشركات رأس المال المخاطر .

شركات رأس المال المخاطر	المصارف	
الإقراض	المشاركة	شكل التمويل
سعر الفائدة للسوق المصرفية	مرتفع قدر الإمكان على شكل القيمة المضافة للسهم عند خروج المستثمر	العائد المنتظر
	من 3 إلى 7 سنوات	مدة التدخل
ضمانات حقيقة على سبيل المثال على شكل الكفالة لصاحب المشروع او من احد أقاربه أو عقار أو إيداع سندات	لا توجد باستثناء بعض الشروط فيما يتعلق بالمساهم القاصر الذي لم يشارك في الإدارة يوميا ، ففي حالة أن المشروع فشل تخسر الشركة استثمارها	الضمانات المقدمة
القدرة على التسديد ونوعية الضمانات المقدمة	نوعية قوة نمو المشروع	معايير الإختيار

**Source :** guide de venture capitale en Belgique Sophie Manigart, Olivier Witmeur, Solvay Brusselsschool of economics and management , P07

وهكذا، فإن الاختلاف الجوهرى ما بين عمل المصارف وعمل شركات رأس المال المخاطر يكمن في نمط الوساطة التي يقوم بها، وبالتالي نمط التمويل المعتمد وطبيعة العائد المستحق، فالأولى تقوم على أساس معدل الفائدة المضمون، والثانية تقوم على أساس معدل الربح، وهو ما ينجر عنه أيضا اختلاف في درجة المخاطرة المرتبطة بالعائد. فعمل شركات رأس المال المخاطر يقوم على مبدأ المشاركة، أي مشاركة المستثمر في السراء والضراء، وهو ما يعني مشاركته في الربح والخسارة.

### الشكل رقم(01) : آلية عمل شركات رأس المال المخاطر



**Cherif Monder, Ingénierie financière et private equity, Revue Banque Edition, France, 2003, p:21:المصدر**

وممارسة شركات رأس المال المخاطر للوساطة المالية تكون من خلال المراحل التالية<sup>(8)</sup>:

**المرحلة الأولى:** تتضمن الدخول في اتصالات مع المستثمرين سواء كانوا مؤسسات أو الحكومة وهنا يأتي دور شركات رأس المال المخاطر في الإقناع من اجل تدبير الموارد المالية. ويمكن أن يكون المستثمر هو صاحب المشروع مقابل حصة من الربح تتراوح بين 15% و 30% من المشروع بالإضافة إلى مصاريف إدارية سنوية تقدر بـ 2.5%.

**المرحلة الثانية:** وهي تتضمن عملية اختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريع تكون ذات مخاطر عالية ولكن ذات أرباح عالية وتتضاعف أصولها بعد ذلك، ويقوم الاختيار على التحليل العميق له بالإضافة إلى المعلومات الإضافية التي يطلبها المحللون طيلة فترة دراسة المشروع.

**المرحلة الثالثة:**التفاوض على الاتفاق بين المؤسسة وشركة رأس المال المخاطر على شروط الإستثمار.

**المرحلة الخامسة:** عندما تقوم الشركة وتستوي تقوم الشركات بإعادة بيع الحصص للخروج من المشروع وإعادة بيع حصصها لمستثمر آخر بفعل النجاح ونوع النشاط أو تطرح كأسهام على المساهمين لتمويل العائد من رأس المال على مشاريع جديدة.

## 2. أثر رأس المال المخاطر على الاقتصاد الكلي

يؤدي رأس المال المخاطر دورًا مهمًا في تكوين الصناعات الجديدة، كما أن إمكانية إخفاق المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر صغيرة، إذا ما قورنت بالمؤسسات الممولة تقليديا، فضلا عن أثر المضاعف الذي يؤدي إلى رفع عدد المؤسسات الجديدة المكونة وحتى صناعات بأكملها، مما يؤدي إلى تكوين اقتصاد مرن، يتيح فرص استثمار واعدة للمقاولين، من أجل إنشاء مؤسسات جديدة، والتي بدورها تؤدي إلى زيادة الطلب على رأس المال المخاطر.

يسهم رأس المال المخاطر في النمو الاقتصادي من خلال قناتين رئيسيتين، تتمثل الأولى في إدخال منتجات وعمليات جديدة على السوق، أما القناة الثانية فتتمثل في تطوير القدرة على تحصيل المعرفة وتحسينها من خلال مؤسسات بحث عمومية أو خاصة.

يمكن إجمال معظم الدراسات حول أثر رأس المال المخاطر على الاقتصاد الكلي في مجموعتين، المجموعة الأولى تضم دراسات خاصة حول مواضيع محددة كالإبداع وتوفير فرص العمل. أما المجموعة الثانية فتضم الدراسات التي تركز على أثر المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر على الاقتصاد ككل. وقد أثبتت مجموعة الدراسات الإحصائية الأولى، أن هناك ارتباطاً إيجابياً قوياً بين رأس المال المخاطر والإبداع، إذ أخذت معظم هذه الدراسات بعين الاعتبار عدد براءات الاختراع لكل مؤسسة. وفيما يخص توفير فرص العمل،

فقد ركزت الدراسات على العلاقة بين زيادة فرص العمل مع النمو في رأس المال المخاطر ، وأثبتت أن هناك زيادة في نسبة استثمارات رأس المال المخاطر نسبة إلى الدخل المحلي الخام، وذلك في العديد من الدول، وهذا ما يؤكد أن لرأس المال المخاطر أثرًا إيجابيًا على عدد فرص العمل المتاحة . كما أثبتت المجموعة الثانية من الدراسات، أن لرأس المال المخاطر أثرًا إيجابيًا على المبيعات، دفع الضرائب وتوفير فرص العمل<sup>(9)</sup>.

### المحور الثالث: واقع صناعة رأس المال المخاطر في اقتصاديات العالم.

تعرف صناعة رأس المال المخاطر تصاعدا مستمر على مستوى اقتصاديات كل دول العالمي كبديل تمويل مكمل لتمويل للتقليدي التمويل المصرفي وهذا نظرا للدول الفعال الذي تلعبه في تمويل المشاريع التي يتوقع منها عوائد مرتفعة وذات مخاطر مرتفعة أيضا ويظهر جليا في مساهمتها في اقتصاديات دول العالمي حيث تلي أكثر من 2% من احتياجات التمويل لاقتصاديات منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية وبلغت نسبتها من إجمالي الناتج الخام أكثر من 38% في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2003.

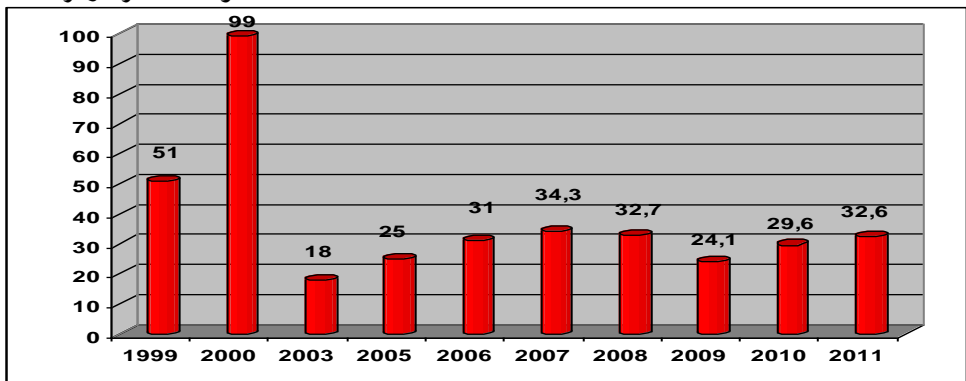
**1. في الدول المتقدمة:** وتعد الولايات المتحدة الأمريكية أكثر دول نجح وانتشارا لشركات رأس المال المخاطر والذي يقدر عدد الشركات الناشطة فيها بـ 462 شركة تدير أكثر من 149 مليار دولار<sup>(10)</sup>.

حيث تزايدت استثمارات شركة رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية بمعدل خلال الفترة 1980 الى 2000 ويرجع ذلك الى الإستقرار الذي شهده الإقتصاد الأمريكي خلال هذه الفترة، وذلك بسبب الدعم الحكومي لشركات رأس المال المخاطر، أين قامت الحكومة بإنشاء وكالات فدرالية لشركات رأس المال المخاطر الداعمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>(11)</sup>.

وعن نشاط هذه الشركات فقد بلغت استثمارات هذه الشركات نحو 32.6 مليار دولار مقارنة بـ 29.6 مليار دولار سنة 2010، عدد العمليات التي قامت بها حوالي 2725 معاملة، حيث تصدر قطاع تكنولوجيا المعلومات صدارة الشركات التي تنشط فيها شركات رأس المال المخاطر تأتي بعدها تليها قطاع العلوم الحية كالطب والصيدلة وباقي العلوم الحية.

الشكل رقم(02) : حجم استثمارات شركة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

الوحدة: مليار دولار



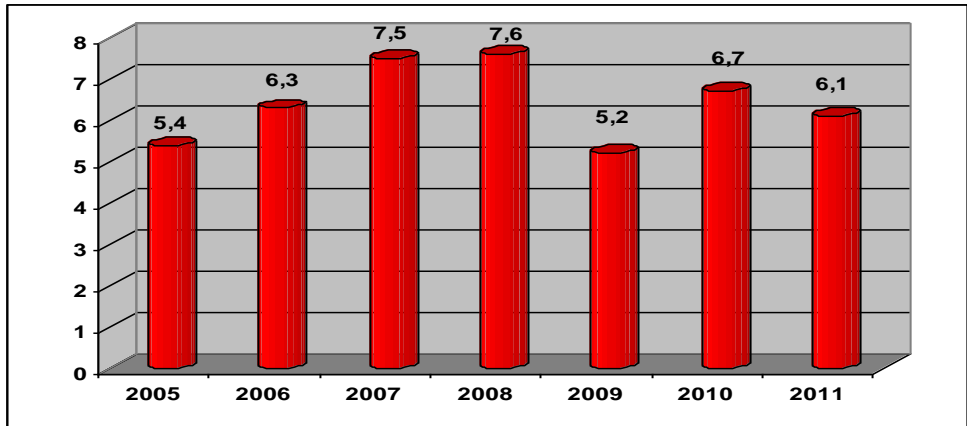


**Source** : National Venture Capital Association, U.S.A.2012

ومقارنة مع الولايات المتحدة الأمريكية فإن دور شركات رأس المال المخاطر لم تعرف نفس درجة التطور من حيث المساهمة في التمويل وتقدم الدعم الفني للمؤسسات في أوروبا وإنما برز دورها في تأهيل المؤسسات بهدف الدخول إلى السوق المالي. حيث بلغت استثمارات شركات رأس المال المخاطر حوالي 6.1 مليار دولار وهي اقل مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية، هذا وتعد قطاع الصناعات الغذائية الاستهلاكية والعلوم الحية الطب والصيدلة، وقطاع التكنولوجيا على رأس القطاعات استثمار من طرف شركات رأس المال المخاطر في أوروبا بنسب 20% ( 8.7 مليار اورو)، 14% (6.7 مليار اورو)، 11% (4.7 مليار اورو) على التوالي<sup>(12)</sup>.

الشكل رقم(03) : حجم استثمارات شركة رأس المال المخاطر في الدول الأوربية

الوحدة: مليار دولار



**Source** : Européen Venture Capital Association, C.E., 2012

أما على مستوى الدول فتأتي بريطانيا على رأس الدول نجاحا في مجال استثمارات شركات رأس المال المخاطر حيث بلغت 1.747 مليار دولار في سنة 2011، تليها فرنسا بـ 1.026 مليار دولار، ثم ألمانيا بـ 665 مليون دولار، وأخيرا سويسرا بـ 347 مليون دولار<sup>(13)</sup>.

## 2. الدول النامية:

تعد الهند أهم الدول النامية التي ساعدها الإستقرار الاقتصادي على تطور شركات رأس المال المخاطر، حيث عرفت استثمارات شركات رأس المال المخاطر ارتفاعا مستمرا طيلة السنوات الثلاث الأخيرة لتسجل سنة 2011 حوالي 1.5 مليار دولار تديرها أكثر من 400 صندوق رأس مال مخاطر<sup>(14)</sup>، بالمقابل فإن أسلوب التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر نجده اقل في بقية الدولي النامية، وفي أمريكا اللاتينية بلغت إجمالي استثمارات شركات رأس المال المخاطر فيها 10.3 مليار دولار استأثرت فيها البرازيل 8.1 مليار دولار والمكسيك بـ إجمالي استثمارات قدرها 462 مليون دولار<sup>(15)</sup>.

وفي ماليزيا فقد بلغت إجمالي استثمارات شركات رأس المال المخاطر أكثر من 84 مليون دولار تديرها أكثر من 51 شركة استثمار في رأس المال المخاطر تأتي على رأس قطاع العلوم الحية كالطب والصيدلة بـ 49.3%، تليها قطاع تكنولوجيا الاتصال بـ 19.5% و الصناعة بـ 11.5% (16).

**3. الدول العربية:** لا تزال مساهمة شركات رأس المال المخاطر في عملية الإنتاج والتنمية في العالم العربي محدودة حيث لا تزال مساهمتها لا تتعدى 0.01%، وعلى مستوى الدول العربية تأتي تونس على مقدمة الدول العربية من حيث عدد شركات رأس المال المخاطر ونشاطها والذي يقدر عددها 40 شركة يركز على مجال تكنولوجيا المعلومات، وتنشط في مصر 19 شركة برأسمال قدره 2.2 بلون جنبه تنوع أنشطتها على مجالات متعددة أهمها السياحة والصناعة والبيروكيماويات والاتصالات (17).

وقد عملت الدول العربية على إنشاء الاتحاد العربي لرأس المال المخاطر والذي عقد اجتماعه الأول بتاريخ 2005/02/13 والذي شارك فيه 35 شركة تعمل في نشاط رأس المال المخاطر تمثل 6 دول وهي مصر وتونس والسعودية والإمارات والأردن والكويت وتم الانتهاء من إجراءات تأسيسه والموافقة على النظام الأساسي للاتحاد واختيار تونس لمقره.

يستهدف حشد الاستثمارات في المشروعات العربية التي تتسم بارتفاع نسبة المخاطرة وافتقار السوق إلى وجود كيان إقليمي متخصص في تلك المجالات وخاصة وان مجال التكنولوجيا يعتبر من أهم المجالات الواعدة التي يمكن أن تعمل بها الشركات رأس المال المخاطر وذلك لعدم التقدم التكنولوجي في المنطقة العربية، ويعد مشكل التمويل بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر في الدول العربية أهم تحدي لها وهذا حتى تتمكن من تحويل أفكارها وابتكارها إلى مشروعات تجارية ناجحة تدر الربح وتستطيع أن تسهم بشكل فعال في الناتج القومي.

#### أخو الرابع: ممارسة التمويل لرأس المال المخاطر في الجزائر .

مع التحول الذي يشهده الاقتصاد الجزائري نحو اقتصاد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فإنه يستوجب إعادة هيكلة نظام التمويل، من خلال دعم إنشاء مؤسسات تمويل متخصصة خاصة في ظل عدم ملائمة نظام التمويل القائم القائمة على آلية القروض المصرفية، فإن المستثمرين وأصحاب المشاريع المبدعة يجدون صعوبات كبرى في الحصول على التمويل، وتعد شركات رأس المال المخاطر احد آليات التمويل التي تتلاءم مع طبيعة الشركات وخاصة وان الاستثمارات التنموية الحقيقية هي استثمارات عالية المخاطر حيث أنها مؤسسات تكنولوجية قائمة على المعرفة بالإضافة إلى مشاريع التطوير التي تباشرها والتي تقوم بها مؤسسات أخرى لا يسمح لها القانون بالاستفادة من مزايا المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .

**1. رأس المال المخاطر في القانون الجزائري:** حتى سنة 2006 لم يكن هناك إطار قانون ينظم شركات رأس المال المخاطر بالرغم من وجود شركات رأس المال المخاطر أمثال شركة Sofinance و Finalap و Cnac من ممارسة هذا النشاط.

أ. مفهوم رأس المال المخاطر في القانون الجزائري وممارستها: يعرف 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 للمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة (18).

وممارسة رأس المال الاستثماري أو تأسيس شركات رأس المال المخاطر يكون بترخيص من وزارة المالية وهذا بعد رأي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB و رأي بنك الجزائر.

ب. رأس المال الأدنى لشركات رأس المال المخاطر وكيفية حيازته: حسب المادة 02 قانون 56-08 الصادر في 11 فيفري 2008 فإن رأس المال الاجتماعي لشركات المخاطرة حددت بـ 10000000 مليون دينار جزائري والذي يتم الاكتتاب فيه حصريا عن طريق حصص نقدية أو الاكتتاب في الأسهم (19).

ج. القواعد الاحترازية المتعلقة بعمليات المساهمة من طرف شركات رأس المال المخاطر

إن مساهمة شركات رأس المال المخاطر يجب أن لا يتعدى 15% من رأسمالها ومن مواردها في المؤسسة الواحدة أن لا يجب أن يتعدى 49% من رأس مال الشركة المساهم بها نفسها، كما انه في كل عملية مساهمة من طرف شركة رأس المال الاستثماري يجب أن يحدد نمط المساهمة من مدة المساهمة وشروط خروج الشركة من المؤسسة المساهم فيها، كما انه شركات رأس المال الاستثماري لا يمكن لها ان تباشر في إجراءات القرض ألا في حدود 10% (20).

د. مراقبة شركات رأس المال المخاطر (21): إن عملية الإشراف ومراقبة شركات رأس المال الاستثماري تكون من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والتي تسهر على التأكد من مطابقة نشاط الشركة لما هو مقرر في اللوائح والتشريعات كما انه على شركات رأس المال الاستثماري أن ترسل إلى وزارة المالية ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة:

تقرير نصف سنوي عن نشاط الشركة مرفقا بوضعية حافظة السندات،  
-الوثائق المحاسبية والمالية لنهاية السنة مالية المعنية،  
تقارير محافظ الحسابات و أي وثيقة أخرى ضرورية لممارسة الرقابة .

هـ. النظام الجبائي لشركات رأس المال المخاطر (22): لا تخضع شركة رأس المال الاستثماري إلى الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخيل المتأتية من :

-الأرباح

-نواتج توظيف الأموال

-نواتج وفوائض القيم التنازل عن الأسهم والحصص

-كما تستفيد شركات رأس المال الاستثماري المحلة في صيغة رأس المال المخاطرة من الإعفاء من الضريبة

على أرباح الشركات لمدة 5 سنوات ابتداء من بداية نشاطها

## 2. واقع سوق رأس المال المخاطر في الجزائر : بالرغم من أهمية تقنية التمويل عن طريق رأس المال

المخاطر فإنها لا يزال الاهتمام بهذه التقنية ضعيفا الذي يتطلب ضرورة العمل على إنشاء هذه النوع من الشركات وفيما يلي أهم شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر والتي تتنوع بين شركات وطنية وأجنبية :

### أ. شركات رأس المال المخاطر الوطنية : وتشمل :

- شركة **Sofinance** : هي عبارة عن شركة مالية للإستثمار والتوظيف والمساهمة وهي عبارة عن مؤسسة مالية عمومية استحدثت من طرف بنك الجزائر في 09 جانفي 2001 برأسمال قدره 5 ملايين دينار جزائري، وتمثل هدف الشركة في المساهمة في خلق مؤسسة تؤدي إلى خلق قيم مضافة بمرافقتها في فترة التأسيس والإستثمار ومساعدتها في مشاريع إعادة هيكلتها<sup>(23)</sup>. وتؤدي الشركة المهام والوظائف التالية شركة فيما يلي<sup>(24)</sup>:

- تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة في رأسمالها؛
- امتلاك حصص في شركات محلية أو أجنبية باختلاف أماكن نشاطها.
- الإقبال على شكل الاقتراض والتسليف بدون اعتبار للضمانات و ضمان كل عمليات القرض بالنسبة للغير

- حيازة كل الديون والأوراق التجارية والمساهمة كوسيط في المعاملات الخاصة بها وبالأسهم والسندات.

- ترقية الاعتماد على قرض الإيجار باتجاه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.  
وإضافة إلى المهام السابقة وبموجب قرار مجلس مساهمات الدولة في 20 أكتوبر 2003 وسع من مهام الشركة لتشمل:

- مساعدة ونصح المؤسسات العمومية الاقتصادية في عمليات الخصخصة والتملك من مرحلة التقييم الى مرحلة التملك.
- الاستشارة للمؤسسات الصغيرة في إطار تطوير المنفعة العمومية؛
- تسيير الموارد العمومية التجارية غير الموزعة؛
- تطوير مركز للهندسة المالية ل مجلس مساهمات الدولة لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- شركة **FINALEP**: أنشأت في 30 جوان 1991 بمبادرة بنكيين وطنيين جزائريين هما بنك التنمية المحلية والقرض الشعبي الجزائري والوكالة الفرنسية للتنمية وهذا في إطار الإصلاحات الماليّة والمصرفية التي باشرتها الجزائر واعتماد هذا النمط من التمويل، وفي سنة 1995 انظم شريك رابع ويتعلق الأمر بالبنك الأوربي للإستثمار ليصبح مساهم في **FINALEP**.

وتعمل هذه المؤسسة إلى تحقيق الأهداف التالية بالشراكة مع مساعدة مثيلتها الأوربية:

- إرساء في المحيط الم إلى الجزائري هذه الوظيفة الجديدة المكرسة لتمويل وإنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

- وضع الآليات والإجراءات الخاصة لرأس المال المستثمر
  - تكوين نواة لتأطير بنفس المثل والعمل على نشر هذا النوع من التمويل
  - خلق اهتمام لأصحاب المؤسسات لأهمية هذا التمويل مقارنة بالتمويل المصرفي؛
- بالإضافة إلى هذه الأهداف فإن للمؤسسة أهداف اجتماعية حسب ما ينص عليها قانونها الأساسي تتمثل في:

- المساهمة في رأسمال المشاريع المشتركة المنشأة من طرف الأوربيين والجزائريين؛
- التفاوض في اتفاقيات الشراكة؛
- البحث عن أصحاب المشاريع؛
- دعم التركيب المالي للمشاريع والبحث عن تمويلها.

- صندوق **MPEF II (Maghreb Private Equity Fund II)**: يعد صندوق **MPEF II** أهم صندوق استثمار في رأس المال المخاطر في الجزائر والذي تم إنشاؤه في نوفمبر 2006 بشراكة بين الشركة المالية الدولية، البنك الأوربي للإستثمار **BEI**، الشركة المالية الإيرلندية للتنمية **FMO**، صندوق الاستثمار السويسري، وبعض الشركات المالية الأجنبية<sup>(24)</sup>.

- صندوق رأس المال المخاطر للبنك الوطني الخارجي الجزائري **BEA و SIPAREX** (الفرنسية): أطلقت شركة الهندسة المالية الفرنسية **Spirex** بالاشتراك مع البنك الوطني الخارجي الجزائري صندوق لرأس المال المخاطر موجه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث جاء إنشاء هذا الصندوق في إطار سياسة الحكومة التي فرضت على البنوك إنشاء فروع خاصة بالرأسما ل الاستثماري، ويقدر رأس مال الصندوق بـ 50 مليون أورو والذي يباشر عمله ابتداء من سنة 2010<sup>(25)</sup>.

- الجزائر للاستثمار **(El Djazair Istithmar)**: شركة المساهمة الجزائر للإستثمار عبارة عن مؤسسة مالية والذي أنشأت بموجب قانون المالية لسنة 2009 برأسمال قدره 1 مليار دينار جزائري حيث يعود ملكيته إلى البنك الجزائري للتنمية الريفية و الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسب 70% و 30% على التوالي، وهو موجه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في الجزائر والمختصة في إنتاج السلع والخدمات<sup>(26)</sup>.

- الصندوق الجزائري الكويتي للاستثمار **Le FAKI**: عبارة عن مؤسسة مالية تعمل على المساعدة على عمليات الاستثمار مقابل هامش ربح أو خلال النشاط بالنسبة للشركات التي حصلت على قروض<sup>(27)</sup>.

- شركة الاستثمار الجزائرية السعودية **ASICOM** : التي أنشأت بموجب الاتفاقية الموقعة سنة 2004 بين المملكة العربية السعودية والجزائر بالغرض الترويج للاستثمار في الجزائر والمملكة العربية السعودية، ويقدر رأسل الشركة ب 8 مليار دينار منها 4 مليار من مساهمة الحكومتين، وقد باشرت الشركة نشاطها في الجزائر في سنة 2008<sup>(28)</sup>.

ب. شركات رأس المال المخاطر الأجنبية : وتشمل:

- شركة **AfricInvest** : حيث يتم تسيير هذا الصندوق من تونس عن طريق شركة **Tunisinvest financial group** والتي لها فرعين احدها في الدار البيضاء بالمغرب والآخر في الجزائر والتي لها العديد العشرات من المشاريع التي تديرها ، وتم تمويل الصندوق من طرف **Maghreb Private Equity Fund I** و **Maghreb Private Equity Fund II** و ثلاث شركات جزائرية وهي **SODINCO** و **NC rouiba** و شركة التأجير **Maghreb leasing** **Algérie**<sup>(29)</sup>.

- شركة التطوير والمساهمة لتعاون الاقتصادي **Proparco** : تأسست سنة 1977 من طرف الوكالة الفرنسية للتنمية بهدف تمويل القطاع الخاص هي عبارة عن شركة مالية للتطوير مرافقة ويشرف عليها الوكالة الوطنية للتطوير ومن مساهمين من الشمال والجنوب ( مؤسسات مالية فرنسية، دولية، شركات ) وتمثل مهمة هذه الشركة في تفضيل الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية وتطويرها لصالح التنمية<sup>(30)</sup>.

**3. واقع سوق رأس المال المخاطر في الجزائر** : إن نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر لا يزال ضعيف ا ومحدودا بالرغم من أن بداية استعماله كمصدر تمويلي كان منذ سنة 1995 وهذا إذا ما قورنت بنظيرتها في الدول الأخرى ، فمن عدد الشركات الناشطة في السوق فقد بلغت 10 شركات فقط في حين نجد أن عدد الشركات في المغرب بلغت 36 شركة<sup>(31)</sup> وفي تونس عدد شركات رأس المال المخاطر تقدر بـ 43 شركة<sup>(32)</sup>.

جدول رقم (02) : توزيع مشاريع **Finalap** حسب قطاعا النشاط لسنة 2011

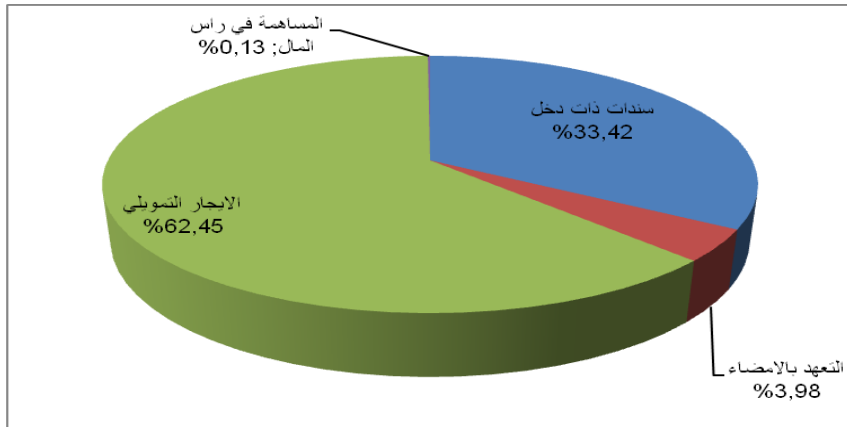
المشروع	قطاع النشاط	طبيعة رأس المال الاستثماري
ATLAS TABACO SPA	صناعة التبغ	رأسمال انشائي
TECHNOSOLAR SYSTEME	الطاقة و البيئة	رأسمال انشائي
SOMEDAL	التكنولوجيا البيولوجية	رأسمال انشائي
CONSIDAR	الصناعة الميكانيكية	رأسمال إنشائي
EIS	الصناعة الكهربائية	رأسمال تطويري
RECTA FONDORIE	الصناعة الميكانيكية	رأسمال تطويري
MEDITBAT	البناء و العقارات	رأسمال إنشائي
SOYAMIN	الصناعة الغذائية	رأسمال إنشائي
METAL MODA CREAION	صناعات التحويل	رأسل انشائي

رأسمال إنشائي	الزراعة	RICHTER
رأسمال إنشائي	الصناعة الغذائية	MILOK
رأسمال إنشائي	الكيمياء	COCHIMA

Yahioui Amar ,le capital d'investissement en Algérie, états de lieux et contrainte, mémoire magistère option management d'entreprise , université Tizo-Ouzou , 2010, P150

وفيما يتعلق بالمشاريع التي تديرها هذه الشركات فلا تزال أيضا ضعيفة فعلى سبيل المثال عدد المشاريع المدارة من طرف شركة Finalap هي 10 شركات فقط، خرجت من ثلاث مشاريع أي الفعلية هي 7 شركات وفي شركة Sofinance التي تمثل حوالي 30% من سوق رأس المال الاستثماري الجزائري فعدد المشاريع التي بحوزة محافظتها هي 9 مشاريع في حين نجد عدد المشاريع التي تشرف عليها صناديق رأس المال في تونس حوالي 3762<sup>(33)</sup> مشروع وفي المغرب 140 مشروع<sup>(34)</sup>.

#### الشكل رقم (04) نشاط شركة Sofinance خلال 2012



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على موقع الشركة  
/date de consultation [www.sifinance.dz](http://www.sifinance.dz) 15/07/2013:

كما انه يلاحظ أن المشاريع التي تشرف عليها شركات رأس المال المخاطر في الجزائر أنها تتجه إلى نوع المشاريع المنخفضة المخاطر كالصناعات الغذائية والتحويلية ومواد التغليف واستغلال الثروات الباطنية كما هو الحال بالنسبة لشركة Finalap و أن نسبة مس أهمتها في رأس مال المشاريع ضعيف كما هو الحال بالنسبة لشركة Sofinance الذي يبلغ 0.13% فقط مقارنة مع نشاط الإبحار التمويلي ال ذي يمثل أكثر 62.5% من نشاط الشركة.

أخو الخامس: آليات تفعيل التمويل برأسمال المخاطر وسبل إنجاحه في الجزائر .

نظرا للآفاق الكبيرة لمؤسسات رأس المال المخاطر، تبرز أهمية السعي إلى تفعيل أكبر لهذا النوع من المؤسسات لتلعب الدور المنوط بها خاصة في ميدان مؤسسات وهذا من خلال الآليات التالية<sup>(35)</sup>:

### 1. دور السلطات العامة<sup>(35)</sup>: يجب على الدولة أن تقدم يد العون لهذه المؤسسات والوقوف إلى

جانبا حتى تتغلب على الصعوبات المختلفة التي تواجه نشاطها مثل انخفاض الإيرادات وارتفاع المخاطر ودعمها بشتى الطرق سواء المباشرة وغير المباشرة

- التدعيم غير المباشر لمؤسسات رأس المال المخاطر : وهو كل ما يتعلق بالحوافز الضريبية والشروط التنظيمية التي تحكم عمل هذه المؤسسات وكذا الجانب التشريعي الذي يخلق بيئة ملائمة لتطورها، لذلك يجب أن تتميز اللوائح والتنظيمات التي تصدرها الدولة بالبساطة .

- التدعيم المباشر: لا يجب أن يقتصر تدعيم الدولة لمؤسسات رأس المال المخاطر على التدعيم المباشر بل يتعداه إلى الدعم المباشر والاشترك في نشاطاتها ويتخذ هذا التدعيم عدة أشكال أهمها:

- توفير تمويل مباشر للمشروعات من قبل الدولة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، كمساهمة الدولة الألمانية في رؤوس الأموال مشاريع التكنولوجيا خطيرة، وبنك التنمية المحلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابع للحكومة الفرنسية سنة 1996 .

- إنشاء الدولة لصناديق مشتركة أو عامة لرأس المال المخاطر كشكل من أشكال الدعم المباشر لهذا النشاط، مثل هذه الصناديق وجدت في الولايات المتحدة الأمريكية و حيث أنشأت عام 1957 والصناديق الألمانية عام 1995 .

- الاستثمار في مؤسسات رأس المال المخاطر التي تتولى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثل الصندوق المنشأ في فنلندا عام 1994

- دور الأعوان الماليين في الاقتصاد بحيث يمكن لكل من : البنك ، المؤسسات المالية، المستثمرين المستقلين، شركات التأمين، صناديق المعاشات أن تلعب دورا حيويا في تطوير شركات رأس مال المخاطر .

- فتدعيم الدولة ومساهمتها تؤدي إلى زيادة فعالية مؤسسات رأس مال المخاطر لمواجهة الحاجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لا يقبل عليها سوق ا لتمويلي التقليدي عادة لارتفاع المخاطر، ولا شك أن الموارد المالية لمؤسسات رأس المال المخاطر لا تكفي بمفردها لوفاء بكل الحاجات لذا تعتبر مساهمة الدولة دفعة قوية نحو توسيع طاقاتها المالية .

### 2. المؤسسات المالية والبحثية والصناعية : أن جوهر مشكل شركات رأس المال المخاط ر هي عجز

مصادرها الخاصة فهي تستطيع أن تتابع إلا عددا محدودا من المشاريع وقد تعجز عن الاستمرار في المتابعة إذا فاقت حدود قدرتها المالية هنا يأتي الدور الحيوي للمؤسسات المالية والصناعية والبحثية في تدعيم القدرة المالية لهذه المؤسسات .



- دور المؤسسات المالية : على البنوك الرئيسية أن تلعب الدور المرتقب منها في دفع وتدعيم رأس المال المخاطر ، لان البنوك تقتحم بجدارة في هذا المجال وتحمل فيه موقعا متميزا حسب التجارب الدولية المقارنة وكمثال على ذلك نجد أن البنوك الكبرى في فرنسا كل بنك فيها انشأ العديد من مؤسسات رأس الم المخاطر كبنك سوسيتي جنرال ، PNB

- دور المؤسسات البحثية : للمؤسسات التعليمية والبحثية دور مهم في تفعيل مهنة رأس المال المخاطر وأهمية لا يمكن تجاوزها بأي حال من الأحوال سواء في نسبة المشروعات المنبثقة من الدراسة البحثية أو في مجال إنشاء فرص العمل وسر نجاح هذه المشروعات يمكن في قدرتها على خلق مشاركة فعالة مع شركاء مختلفين بعضهم ماليين خصوصا مؤسسات رأس المال المخاطر و البعض الأخر تكنولوجيين من مراكز البحوث العلمية ، إلى جانب هذا تقوم المراكز البحثية بتصميم برامج تطويرية معينة ثم تتعهد وتمول المشروعات الناشئة التي تخصص فيها وان إمكاناتها محدودة

- دور المؤسسات الصناعية : إن المجموعة الصناعية في البلدان الأجنبية تساهم بقوة في دعم نشاط رأس المال المخاطر سواء بالاشتراك في مؤسسات رأس المال المخاطر القائمة أو الاضطلاع بمهمة إنشاء مؤسسات تخصص لهذا الغرض.

### 3. الإستراتيجية الاستثمارية لمؤسسات رأس المال المخاطر : تلعب الإستراتيجية الاستثمارية المتبعة من

طرف شركات رأس المال المخاطر دور مهم في نجاحها كمصدر للتمويل وتمثل أهم الاستراتيجيات الاستثمارية فيما يلي :

- إستراتيجية التنوع : وفق هذه الإستراتيجية هناك قاعدتان إستراتيجيتان يم كن ان تتبناه شركات رأس

المال المخاطر :

أ - تنوع مكونات المحفظة : إن الأسلوب الناجح في لمواجهة نقص السيولة وارتفاع المخاطرة لدى

مؤسسات رأس المال المخاطر ، يتمثل في تنوع محفظة الأوراق المالية وذلك بإقامة توازن بين الأصول السائلة للمؤسسة ( الاستثمار في المشروعات المستقرة ) والأصول غير الجارية ذات المخاطر المرتفعة ( الاستثمار في المشروعات الناشئة ) فالمشروعات الناشئة رغم أنها عالية المخاطر ، ولا تضمن إيرادات في الأجل القصير ومن ثم لا تحقق إيرادات جارية إلا إن امكاناتها الايرادية المستقبلية المحتملة مرتفعة في حين أن المشروعات المستقرة الناضجة تضمن لها حد ادني من السيولة والدخول الجارية

- إستراتيجية التخصص : للتخصص إيجابيات عديدة على مختلف الأصعدة من بينها اكتساب

المؤسسات أحسن خبرة صناعية ممكنة ويعطي ضمانا أكثر ويقوي الجانب المالي لها ويرفع أفاق نمو مشروعاته خاصة في ميدان التكنولوجيا

إضافة إلى ما سبق على الدولة أن تقدم يد العون لهذه المؤسسات والوقوف إلى جانبها حتى تتغلب على الصعوبات المختلفة التي تواجه نشاطها مثل انخفاض الإيرادات وارتفاع المخاطر ودعمها بشتى الطرق سواء المباشرة وغير المباشرة

- التدعيم غير المباشر لمؤسسات رأسمال المخاطر : وهو كل ما يتعلق بالحوافز الضريبية والشروط التنظيمية التي تحكم عمل هذه المؤسسات وكذا الجانب التشريعي الذي يخلق بيئة ملائمة لتطورها، لذلك يجب أن تتميز اللوائح والتنظيمات التي تصدرها الدولة بالبساطة .

- التدعيم المباشر: لا يجب أن يقتصر تدعيم الدولة لمؤسسات رأسمال المخاطر على التدعيم المباشر بل يتعداه إلى الدعم المباشر والاشترك في نشاطاتها ويتخذ هذا التدعيم عدة أشكال أهمها:

- توفير تمويل مباشر للمشروعات من قبل الدولة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، كمساهمة الدولة الألمانية في رؤوس الأموال مشاريع التكنو لوجيا خطيرة، وبنك التنمية المحلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابع للحكومة الفرنسية سنة 1996.

- إنشاء الدولة لصناديق مشتركة أو عامة لرأسمال المخاطر كشكل من أشكال الدعم المباشر لهذا النشاط، مثل هذه الصناديق وجدت في الولايات المتحدة الأميركية و حيث أنشأت عام 1957 والصناديق الألمانية عام 1995.

- الاستثمار في مؤسسات رأسمال المخاطر التي تتولى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثل الصندوق المنشأ في فنلندا عام 1994

- دور الأعران الماليين في الاقتصاد بحيث يمكن لكل من : البنك ، المؤسسات المالية، المستثمرين المستقلين، شركات التأمين، صناديق المعاشات أن تلعب دورا حيويا في تطوير شركات رأس مال المخاطر .

- فتدعيم الدولة ومساهمتها تؤدي إلى زيادة فعالية مؤسسات رأس مال المخاطر لمواجهة الحاجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لا يقبل عليها سوق التمويل التقليدي عادة لارتفاع المخاطر، ولا شك أن الموارد المالية لمؤسسات رأسمال المخاطر لا تكفي بمفردها للوفاء بكل الحاجات لذا تعتبر مساهمة الدولة دفعة قوية نحو توسيع طاقاتها المالية.

#### الخاتمة: بعد رأس المال المخاطر إحدى صور الوساطة المالية وهذا من خلال استثمار رؤوس الأموال

بمخاطر مرتفعة الأمر الذي له أهمية بارزة في التنمية الاقتصادية ودور فعال تضطلع به في تمويل المؤسسات ومن ورائها الاقتصاد ككل وهذا مما يطرحه كخيارات عدة لتمويل المشروعات فهو بمول مرحلة الإنشاء، مرحلة التطور ، مرحلة التقييم ، مرحلة تحويل الملكية ومراحل أخرى ويقدم المساعدة في إدارة الشركة لتعدد ابتكاراته وأفكاره المقترحة مما يحقق تطورها.

وبالرغم من أهمية شركات رأس المال المخاطر كآلية تمويل مكتملة تحل مشكل التمويل بالنسبة لأصحاب الأفكار والمشاريع الجديدة وكذا مشاريع البحث والتطوير بالنسبة للمؤسسة؛ فإنه لا يزال الاهتمام بهذه القضية ضعيفا في الجزائر مما يفرض ضرورة العمل على إنشاء هذه النوع من الشركات و تتغلب على

الصعوبات المختلفة التي تواجه نشاطها مثل انخفاض الإيرادات وارتفاع المخاطر ودعمها بشتى الطرق سواء المباشرة كالضريبية والشروط التنظيمية التي تحكم عمل هذه المؤسسات وكذا الجانب التشريعي الذي يخلق بيئة ملائمة لتطورها، وغير المباشرة كتوفير تمويل مباشر للمشروعات من قبل الدولة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإنشاء الدولة لصناديق مشتركة أو عامة لرأس المال المخاطر كشكل من أشكال الدعم المباشر لهذا النشاط بالإضافة إلى تحفيز الأعوان الماليين في الاقتصاد كالبانوك ، المؤسسات المالية، المستثمرين المستقلين، شركات التأمين، صناديق المعاشات على لعب دورا حيويا في تطوير شركات رأس مال المخاطر .

### الهوامش:

(01): العايب ياسين، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، أطروحة دكتوراه، جامعة منتوري قسنطينة، 2001، ص309.

(02): Nicolas Klein , drivers of venture capital fundraising and the financial crises, seminar paper , grinde for publisher and find knowledge, 2005.

(03) : Jean Lachmann, capital-risque et capital investissement, Ed. Economica, 1999, p14

(04) : عبد الكريم احمد قندوز، رأس المال المخاطر ،مصدر تمويلي بديل ام مكمل ، منتدى رأس المال الجريء الرياض 22/21 فيفري 2012

(05): عبد الباسط وفاء، رأس المال المخاطر ودوره في تدعيم الشركات الناشئة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001، ص 83-85.

(06): رونية عبد السميع، حجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر ، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، 17 و 18 افريل 2006 ، جامعة شلف.

(07): عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، ص 76-77.

(08) : guide de venture capitale en Belgique Sophie Manigart, Olivier Witmeur, Solvay Brusseleschool of economics and management.

(09): براق محمد، بن زاوي محمد شريف ، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، الملتقى الوطني حول :

إستراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ،جامعة قاصدي مرباح ورقلة أيام : 18 و 19 افريل 2012

(10): [www.nvca.org](http://www.nvca.org), date de consultation : 25/05/2012

(11) : العايب ياسين، مرجع سبق ذكره، ص323.

(12): [www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail](http://www.evca.eu/knowledgecenter/statisticsdetail), date de consultation : 15/05/2012

(13): ERNST and young , Globalizing venture capital Global venture capital insights and trends report 2011

(14) : Op-cit , P26

(15): [www.lavca.org](http://www.lavca.org) , Latin America private equity and venture capital association, date de consultation : 01/06/2012.

(16): [www.mvcdc.com](http://www.mvcdc.com), Malaysian venture capital development council, date de consultation: 01/06/2012

(17): روية عبد السميع، حجازي إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 316.

(18): الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات

رأس المال الاستثماري.

(19): الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات

رأس المال الاستثماري.

(20): الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات

رأس المال الاستثماري.

(21): الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات

رأس المال الاستثماري.

(22): [www.sofinance.dz](http://www.sofinance.dz). date de consultation :08/05/2012

(23): YAHIAOUI Ammar ,le capital d'investissement en Algérie, Etat de lieux et contraintes , mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magistère en science économique , université Mouloud Mammeri de TIZO-OUZOU.

(24): op-cit, p145

(25): op-cit, p145

(26): op-cit, p145

(27): op-cit, p146

(28): op-cit, p146

(29): op-cit, p147

(30) : [www.parcorp.fr](http://www.parcorp.fr) , date de consultation le 15/07/2013

(31): [www.amic.org.ma](http://www.amic.org.ma): L'Association marocaine des investisseurs en capital, date de consultation :14/07/2013

(32): [www.investia.tn](http://www.investia.tn) : L'Association tunisienne des investisseurs en capital, date de consultation :14/07/2013

(33): [www.investia.tn](http://www.investia.tn) : L'Association tunisienne des investisseurs en capital, date de consultaion :14/07/2013

(34):[www.amic.org.ma](http://www.amic.org.ma): L'Association marocaine des investisseurs en capital, date de consultation :14/07/2013.

(35) : بربيش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة شركة

sofinance, مجلة الباحث العدد 5 ، 2007 ، ص 13.

(36) : عبد الله بليدي، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع نظام التمويل بالمشاركة ، رسالة ماجستير ، تخصص اقتصاد

إسلامي ، جامعة الحاج لخضر باتنة ، 2008 ، ص ص :129-132

## قائمة المراجع:

1. باللغة العربية

1. العايب ياسين ، إشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية، دراسة حالة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، أطروحة

دكتوراه، جامعة منتوري قسنطينة، 2001.

2. عبد الكريم احمد قندوز، رأس المال المخاطر، مصدر تمويلي بديل ام مكمل ، منتدى رأس المال الجريء الرياض 22/21 فيفري 2012
3. عبد الباسط وفاء، رأس المال المخاطر ودوره في تدعيم الشركات الناشئة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.
4. رويبة عبد السميع ،حجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر ، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، 17 و 18 افريل 2006 ، جامعة شلف.
5. براق محمد ،بن زاوي محمد شريف ، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر ، الملتقى الوطني حول : إستراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية ، جامعة قاصدي مرباح ورقلة أيام : 18 و 19 افريل 2012.
6. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.
7. بريش السعيد ،رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر،دراسة حالة شركة sofinance، مجلة الباحث العدد 5 ، 2007 .
8. عبد الله بلعدي ، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع نظام التمويل بالمشاركة ، رسالة ماجستير ، تخصص اقتصاد إسلامي ، جامعة الحاج لخضر باتنة ، 2008 .

## 2.المراجع باللغة الاجنبية:

1. Nicolas Klein , drivers of venture capital fundraising and the financial crises, seminar paper , grinde for publisher and find knowledge, 2005.
2. Jean Lachmann, capital-risque et capital investissement, Ed. Economica, 1999.
3. guide de venture capitale en Belgique Sophie Manigart, Olivier Witmeur, Solvay Brusselesschool of economics and management.
4. ERNST and young , Globalizing venture capital Global venture capital insights and trends report 2011.
5. YAHIAOUI Ammar ,le capital d'investissement en Algérie, Etat de lieux et contraintes , mémoire en vue de l'obtention du diplôme de magistère en science économique , université Mouloud Mammeri de TIZO-OUZOU.

3.مواقع الانترنت :

1. [www.nvca.org](http://www.nvca.org).
2. [www.evca.eu](http://www.evca.eu).
3. [www.lavca.org](http://www.lavca.org) , Latin America private equity and venture capital association.
4. [www.mvdc.com](http://www.mvdc.com), Malaysian venture capital development council.
5. [www.parcorp.fr](http://www.parcorp.fr).
6. [www.amic.org.ma](http://www.amic.org.ma): L'Association marocaine des investisseurs en capital.
7. [www.investia.tn](http://www.investia.tn) : L'Association tunisienne des investisseurs en capital.
8. [www.amic.org.ma](http://www.amic.org.ma): L'Association marocaine des investisseurs en capital.
9. [www.sofinance.dz](http://www.sofinance.dz).