

جامعة 8 ماي 1945

قائمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة تخرج مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود ومؤسسات مالية

تحت عنوان

سوق رأس المال المخاطر كإستراتيجية بديلة لتمويل

المشاريع الاستثمارية في الجزائر

- دراسة قياسية خلال الفترة من 2002، 2014-

إشراف الأستاذ:

صاوي مراد

إعداد الطلبة:

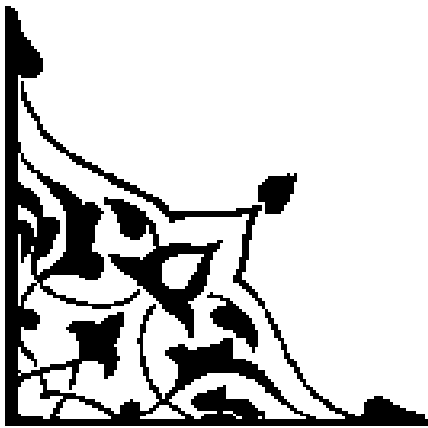
➤ مباركي محمد الصديق

➤ عميروش إلياس

السنة الجامعية 2015-2016



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



﴿ قُلْ لَوْ كَانَ الْبَحْرُ مَدَادًا لَكَلَّمْتُ رَبِّي ﴾

﴿ لَنَفِدَ الْبَحْرُ قَبْلَ أَنْ تَنْفَدَ كَلِمَاتُ رَبِّي وَأَعْرَجْنَا بِمِثْلِهِ مَدَدًا ﴾



# كلمة شكر

الحمد لله والشكر لله على توفيقه التام لإتمام هذه الرسالة،  
فسبحانك لا أحصي ثناء عليك أنت كما أثنيت على نفسك، والصلاة  
والسلام على معدن جميع الخيرات الظاهرة و الباطنة سيدنا محمد وعلى آله  
وأصحابه الطيبين الطاهرين ، إلى من مدنا بالمعلومات و النصائح ومعاملته  
الطيبة أستاذنا المشرف صاولي مراد والى كل من مد يد العون في هذا العمل

من بعيد أو قريب

## إهداء

إلى والدي الكريمان أطال الله عمرهما، إلى كل أفراد



العائلة و الأقارب، إلى زوجتي ، إلى كل الأصحاب و الأصدقاء،

إلى الأسرة الثورية



إلى هؤلاء اهدي ثمرة جهدي

محمد الصديق

## إهداء

إلى أغلى ما لدي في هذه الدنيا ، أمي وأبي حفظهما

الله من كل بلية ، إلى إخواني وأخواتي إلى كل أقاربي ،

إلى أساتذتي وأصدقائي وكل من أحبني

أهدي ثمرة جهدي المتواضع

## إلياس

---

---

# فهرس المحتويات

---

---

I.....	كلمة الشكر.....
II.....	الإهداء.....
IV.....	فهرس المحتويات.....
IX.....	قائمة الجداول.....
X.....	قائمة الأشكال.....
أ- د.....	مقدمة عامة.....

### الفصل الأول: الأدبيات النظرية لمفاهيم التمويل

2.....	مقدمة الفصل.....
3.....	المبحث الأول: مفهوم التمويل وأهميته.....
3.....	المطلب الأول: مفهوم التمويل.....
4.....	المطلب الثاني: أهمية التمويل.....
5.....	المطلب الثالث: أساليب التمويل.....
5.....	الفرع الأول: أساليب التمويل قصيرة الأجل.....
8.....	الفرع الثاني: أساليب التمويل متوسطة الأجل.....
10.....	الفرع الثالث: أساليب التمويل طويلة الأجل.....
12.....	المبحث الثاني: أشكال التمويل وخصائص مصادره.....
13.....	المطلب الأول: أشكال التمويل.....
13.....	الفرع الأول: التمويل المباشر وغير المباشر.....
14.....	الفرع الثاني: التمويل المحلي و التمويل الدولي.....
14.....	المطلب الثاني: مصادر التمويل.....
14.....	الفرع الأول: المصادر الداخلية.....
17.....	الفرع الثاني: المصادر الخارجية.....
19.....	المطلب الثالث: خصائص مصادر التمويل.....
22.....	المبحث الثالث: العوامل المحددة لمصادر التمويل وأهم المخاطر المرتبطة به.....
22.....	المطلب الأول: العوامل المحددة لمصادر التمويل.....
26.....	المطلب الثاني: المخاطر المرتبطة بالتمويل.....



27	الفرع الأول : المخاطر العامة.....
28	الفرع الثاني : مخاطر الأعمال.....
29	المطلب الثالث : طرق إدارة المخاطر.....
29	الفرع الأول: إدارة المخاطر العامة.....
30	الفرع الثاني: إدارة مخاطر الأعمال.....
32	خلاصة الفصل.....
<b>الفصل الثاني: سوق رأس المال المخاطر</b>	
34	مقدمة الفصل.....
35	المبحث الأول: الإطار النظري لرأس المال المخاطر.....
35	المطلب الأول: مفاهيم عامة حول رأس المال المخاطر.....
35	الفرع الأول: مفهوم رأس المال.....
36	الفرع الثاني: مفهوم المخاطرة.....
37	الفرع الثالث: نشأة وتطور رأس المال المخاطر.....
38	الفرع الرابع: مفهوم رأس المال المخاطر.....
39	الفرع الخامس: أدوات رأس المال المخاطر.....
40	المطلب الثاني : مؤسسات رأس المال المخاطر.....
40	الفرع الأول: مفهوم مؤسسات رأس المال المخاطر.....
41	الفرع الثاني : مميزات مؤسسات رأس المال المخاطر.....
42	المطلب الثالث: أهمية مؤسسات رأس المال المخاطر ومتطلباته.....
42	الفرع الأول: أهمية مؤسسات رأس المال المخاطر.....
44	الفرع الثاني: متطلبات رأس المال المخاطر.....
45	المطلب الرابع : أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر.....
45	الفرع الأول: شركات رأس المال المخاطر.....
46	الفرع الثاني: صناديق الاستثمار المباشر.....
48	المبحث الثاني: إجراءات التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال وتجارب بعض الدول.....
48	المطلب الأول : المرحلة التمويلية التي تغطيها مؤسسة رأس مال المخاطر.....

48.....	الفرع الاول: تمويل مرحلة الإنشاء.....
48.....	الفرع الثاني: تمويل مرحلة التنمية .....
49 .....	الفرع الثالث: تمويل مرحلة تحويل الملكية .....
49 .....	المطلب الثاني : استراتيجيات مؤسسات رأس المال المخاطر.....
49 .....	الفرع الأول : الاستراتيجيات التمويلية.....
51 .....	الفرع الثاني : الإستراتيجية غير التمويلية.....
54 .....	المطلب الثالث : مزايا وعيوب مؤسسات رأس المال المخاطر.....
54 .....	الفرع الأول: مزايا مؤسسات رأس المال المخاطر.....
55 .....	الفرع الثاني: عيوب مؤسسات رأس المال المخاطر.....
57 .....	المطلب الرابع: تجارب بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر.....
57 .....	الفرع الأول : تجارب بعض الدول الرائدة في مجال رأس المال المخاطر.....
66 .....	الفرع الثاني: تجارب بعض الدول النامية.....
70 .....	المبحث الثالث : آليات تفعيل دور رأس المال المخاطر والعوائق التي تعترض لها مؤسساته.....
70 .....	المطلب الأول : دور الحكومة في مجال التمويل برأس المال المخاطر.....
70 .....	الفرع الأول: التدعيم الغير المباشر.....
73.....	الفرع الثاني: التدعيم المباشر لنشاط رأس مال المخاطر .....
76 .....	المطلب الثاني: الإستراتيجية الاستثمارية لمؤسسات رأس المال المخاطر.....
76.....	الفرع الأول : إستراتيجية التنوع.....
77 .....	الفرع الثاني: إستراتيجية التخصص.....
78 .....	المطلب الثالث :عقبات تطوير مؤسسات رأس المال المخاطر.....
78 .....	الفرع الأول:عقبات مرتبطة بمؤسسات رأس المال المخاطر.....
79 .....	الفرع الثاني: عقبات متصلة بالمشروع وبالسوق.....
81.....	خلاصة الفصل.....

الفصل الثالث: رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الإستثمارية في الجزائر

- نمذجة قياسية -

83.....	مقدمة الفصل.....
84 .....	المبحث الأول : تجربة الجزائر في مجال رأس المال المخاطر.....
84.....	المطلب الأول: مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشرع الجزائري.....
85.....	المطلب الثاني: التحفيزات الممنوحة لمؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر.....
85 .....	الفرع الأول: التحفيزات الجبائية.....
86 .....	الفرع الثاني: تحفيزات متعلقة بطرق الخروج من الإستثمارات.....
88 .....	المطلب الثالث: مؤسسات سوق رأس المال المخاطر بالجزائر.....
88 .....	الفرع الأول: الشركة المالية للإستثمارات ، المساهمة، التوظيف Sofinance.....
89.....	الفرع الثاني: المغاربية للإستثمار Maghrebinvest .....
91.....	الفرع الثالث: مؤسسة FINALEP .....
92.....	الفرع الرابع: الوكالة الوطنية لتنمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية .....
94.....	المبحث الثاني : المشاريع الإستثمارية في الجزائر، إستراتيجية بديلة للتنمية .....
94.....	المطلب الأول: التعريف الجزائري للمشاريع الإستثمارية .....
99 .....	المطلب الثاني: شروط إنجاح شركات رأسمال المخاطر في الجزائر و سبل دعمها .....
99 .....	الفرع الأول: شروط إنجاح شركات رأسمال المخاطر في الجزائر.....
100 .....	الفرع الثاني: سبل دعم شركات رأسمال المخاطر في الجزائر.....
103.....	الفرع الثالث: تقييم نشاط شركات رأس مال المخاطر في الجزائر .....
	<b>المبحث الثالث:النمذجة القياسية لسياسات رأس المال المخاطر والمشاريع الإستثمارية في الجزائر</b>
104 .....	المطلب الأول: تقديم نموذج.....
104 .....	المطلب الثاني: تقدير نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية.....
108 .....	المطلب الثالث: الأسس المنهجية لبناء النموذج القياسي.....
110 .....	المطلب الرابع: التحليل الإحصائي للنموذج.....
111 .....	الفرع الأول: تحليل التباين.....

111	الفرع الثاني: التحليل الاقتصادي لنتائج الدراسة القياسية.....
114	الفرع الثالث: تحليل دراسة أثر رأس المال المخاطر علي الاقتصاد الكلي للجزائر.....
115	الفرع الرابع: أثر التمويل برأس المال المخاطر علي الجهاز المصرفي .....
117	خلاصة الفصل.....
119	الخاتمة العامة.....
124	قائمة المراجع.....

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
49	مراحل نمو المشروع ومصادر التمويل.	(01-02)
51	يمثل قيمة العمليات التي يجري تمويلها سنويا عبر مؤسسات رأس المال المخاطر.	(02-02)
56	مقارنة بين رأس المال المخاطر والقروض التقليدية	(03-02)
57	مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر و المشروعات الممولة ذاتيا في أمريكا	(04-02)
64	مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر و المشروعات الغير الممولة به في فرنسا	(05-02)
93	يمثل مختلف مساهمات رأس المال المخاطر في مجال الاستثمارات المصرح بها لعام 2014	(01-03)
96	تعداد المشاريع الاستثمارية في الجزائر ومساهمتها في خلق مناصب الشغل للفترة (2002-2012)	(02-03)
103	نشاط الاستثمارات الخاصة بشركة Sofinance	(03-03)

الصفحة	عنوان الأشكال	رقم الشكل
7	أساليب التمويل قصير الأجل	(01-01)
9	أساليب التمويل متوسطة الأجل	(02 -01 )
12	أساليب التمويل طويل الأجل	(03-01)
59	حجم أصول رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية	(01-02)
60	حجم استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية	(02 -02 )
62	المبالغ المستثمرة في هضبة السيلكون سنة 2007	(03 - 02)
87	تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر	(01-03 )
94	يمثل تطور المشاريع الاستثمارية المصرحة	(02-03)
95	توزيع المشاريع الاستثمارية المحلية و الأجنبية حسب أهم القطاعات الاقتصادية.	( 03- 03)
97	توزيع المشاريع الاستثمارية في الجزائر و تحديدها مبالغها للفترة (2012-2002)	(04-03)
97	توزيع المشاريع الاستثمارية في الجزائر و مساهمتها في خلق مناصب الشغل للفترة (2002-2012)	(05-03)
102	أشكال الاستثمار المخاطر تبعا لدورة حياة المشروع	(06-03)
111	يبين نتائج تحليل تباين رأس المال المخاطر خلال السلسلة الزمنية	(07-03)

---

---

# مقدمة عامة

---

---

### المقدمة العامة

إن دراسات التمويل احتلت مكانة هامة نظرا لاتساع المشروعات وكبر حجمها وتأثيرها الواضح والكبير على الاقتصاد المعاصر، ولاشك أن المشروعات بمختلف أنواعها أصبحت تشكل عنصرا رئيسيا في تنمية الاقتصاد ورفع مستوى المعيشة، بجانب إتاحتها لفرص العمل المتعددة، وبعد تنوع المشروعات وتعددتها بسبب احتلالها لهذه المكانة أصبحت تحتاج للتمويل وأصبحت هناك أدوات متعددة تمد المشروع بالمال اللازم لتسييره والحفاظ عليه، ومساعدته على النمو والتقدم وتتمثل هذه الأدوات في البنوك بكافة أنواعها وشركات التأمين والبورصات.

ويعتبر التمويل بجميع أنواعه إحدى أهم ركائز الاستثمار لأي اقتصاد في أي زمان وفي أي مكان، ولذلك فإن تطوير أدوات التمويل أخذ ومازال يأخذ حيزا كبيرا واهتماما بالغا لدى المصرفيين الماليين والمستثمرين على حد سواء، ومن ذلك التطوير برز نمط جديد من التمويل يختلف عن التمويل التقليدي في نظريته لمستويات المخاطرة في الاستثمارات وأعمال الشركات التي تحتاج إلى التمويل، فهذا النمط الذي اصطلح على تسميته برأس المال المخاطر أو المغامر، يقوم بتمويل مشاريع استثمارية تحتوي على نسب مخاطرة أعلى من المتوسط المتعارف عليه، وتزداد الحاجة إلى هذا التمويل عندما تقفل مصادر التمويل التقليدية أبوابها، والاستخدام الفعال لهذه الأداة التمويلية الجديدة من شأنها أن تعمل على تحسين النمو والإنتاجية لأي اقتصاد، وتلبي احتياجات الشركات في مراحل التمويل المختلفة.

إن الجزائر وكغيرها من الدول تسعى إلى تمويل المشاريع الاستثمارية الجديدة أو التوسعية التي تحتاج أن يتم تمويلها على مراحل وليس على دفعة واحدة، وأن يكون هناك تنوعا في عددها كما وكيفا، وأن تكون قابلة للتنمية والتطور وأن توسع من قاعدة ملكيتها، ولكي يتحقق هذا كله لابد من توفير أداة أو تقنية تتجه إلى هذه المشاريع وتدفع للابتكار، وتعد مؤسسات رأس المال المخاطر بمثابة البديل التمويلي الأمثل، الموجه لحل المشاكل التمويلية التي تواجهها المشاريع الاستثمارية الناشئة خاصة المبتكرة منها.

### الإشكالية الرئيسية :

وإزاء ما تقدم تتمحور الإشكالية الرئيسية للدراسة حول:

**كبدل استراتيجي، ما مدى فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الاستثمارية بالجزائر؟**

تنبثق عن الإشكالية الرئيسية مجموعة من التساؤلات فرعية مهمة، منها:

- ما مفهوم رأس المال المخاطر؟

- ما الفرق بين رأس المال المخاطر و الأنماط التمويلية التقليدية ؟



- ما مدى نجاح هذا النمط التمويلي في دعم المشاريع الاستثمارية بالجزائر؟  
**فرضيات الدراسة:**

لتفسير مشكلة الدراسة ومحاولة الإجابة عن الأسئلة المطروحة سالفًا ، يمكن تصميم وصياغة الفرضيات التالية:

- رأس المال المخاطر هو عبارة عن تقنية مستحدثة لتمويل المشاريع الاستثمارية المبتكرة ، حيث يتم تمويلها على مراحل وليس دفعة واحدة.

- يعتبر تحمل المخاطرة الاختلاف الوحيد بين رأس المال المخاطر و الأنماط التمويلية الأخرى .

- ساهم سوق رأس المال المخاطر في الجزائر بشكل كبير في تمويل المشاريع الاستثمارية الناشئة وخلق مناصب شغل جديدة للعاطلين عن العمل.

### أهمية الدراسة:

ترجع أهمية الدراسة من أهمية رأس المال المخاطر ، الذي يعتبر بديل تمويلي مستحدث ومرن مقارنة بالتمويل التقليدي، حيث يساهم في توفير الدعم المالي والفني اللازمين لإنشاء المشروعات الاستثمارية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية قصد إنتاج السلع والخدمات ، ويساهم في توفير فرص وظيفية لإعداد متزايدة من القوى الوطنية العاملة من جهة، ومن جهة أخرى الأهمية التي يجب إن توليها الجزائر للمشاريع الاستثمارية.

### أهداف الدراسة:

هناك عدة أهداف ترمي إليها الدراسة، يمكن هذا إيجازها فيما يلي:

- توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر و التي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع.
- تسليط الضوء على التمويل برأس المال المخاطر كنمط تمويلي مستحدث.
- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.
- إثبات مدى ملائمة نظام التمويل برأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر.

### المنهج المتبع:

استنادا إلى أهمية الموضوع والهدف المرجو من القيام بهذه الدراسة ،فان منهج الدراسة يتطلب تضافر مجموعة من المقاربات والمناهج كالتى تستخدم في البحوث والدراسات العلمية والجامعية، لذلك اعتمد المنهج-الوصفي عند التطرق للجوانب النظرية ، بالإضافة إلى المنهج الاستقرائي التحليلي والقياسي عند تحليل المعطيات لأنه ضروري لجمع المادة العلمية اللازمة لإنجاز هذا البحث.

### الدراسات السابقة:

من الدراسات التي تناولت الموضوع، وتمكنا من الاطلاع عليها تتمثل في ما يلي:

- الأولى و هي رسالة ودكتوراه ل. سحنون سمير تحت عنوان: فرص التمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر دراسة حالة: تونس ،المغرب، والجزائر 2013 تناول فيها الباحث: أهمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و كذا أسس و مناهج التمويل و رأس المال المخاطر و لقد توصل الباحث إلى إن تفعيل سوق رأس المال المخاطر بحاجة الى المزيد من الجهود في تحسين البيئة الاستثمارية و المؤسساتية و تأهيل جدي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة القائمة، وأن رواج تقنية رأس المال المخاطر في الجزائر و دول الجوار يحتاج إلى جهود إضافية لا تقتصر على تحسين البيئة القانونية و التنظيمية فحسب و إنما تقوم على إستراتيجية دعم الكفاءات
- الثانية و هي مذكرة ماجستير ل سبتي محمد تحت عنوان: فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة *Finalep* -2009 تناول فيها الباحث: المفاهيم النظرية للتمويل برأس المال المخاطر و صناعة رأس المال المخاطر و تجاربه في بعض الدول و أهم مراحل التمويل به ، و قام في الفصل التطبيقي بدراسة حالة ل FINALEP و توصل إلى ضرورة النشاء صناديق جهوية مرفقة بتحفيزات ضريبية موجهة لتشجيع التنمية في مناطق معينة و أيضا إنشاء سوق مالي جديد يتم الخروج من خلاله لان المخاطر برأس المال يفكر في الخروج قبل الدخول.
- أما الثالثة و هي مذكرة ماجستير ل. عبد الله بلعدي تحت عنوان: التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة بالتمويل بنظام المشاركة 2008 تناول فيها الباحث مفاهيم نظرية حول التمويل بشكل عام و التمويل بنظام رأس المال المخاطر و التمويل بنظام المشاركة في فصلين بشكل خاص ة في الأخير قام بمقارنة بين التمويل بنظام رأس المخاطر و التمويل بنظام المشاركة و توصل إلى أن التمويل برأس المخاطر لا يتطابق تماما مع نظام المشاركة وذلك لوجود بعض التجاوزات الغير شرعية.

### هيكل البحث:

استنادا الى الهدف المرجو من القيام بهذه الدراسة التي تم تفصيلها الى ثلاث فصول متكاملة ،تناول كل فصل مجموعة من المباحث المختلفة بما يخدم سياق البحث وجزئياته، وهي كالتالي:

الفصل الأول الذي يحمل عنوان " الأدبيات النظرية لمفاهيم التمويل للمؤسسات المصرفية " حيث تما تناول في هذا الفصل مفهوم التمويل و أهميته ، ثم إبراز مختلف أشكال التمويل و خصائص مصادره ضمن المبحث الثاني، أما المبحث الثالث فيبين العوامل المحددة لمصادر التمويل و اهم المخاطر المرتبطة به.

الفصل الثاني " سوق رأس المال المخاطر " حيث تم التعريف بتقنية التمويل من الجانب التمويلي و البعد التاريخي و البعد النظري، و ينقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، المبحث الأول يعرض الإطار النظري الذي يدرس ضمنه رأس المال المخاطر، أما المبحث الثاني تناولنا فيه إجراءات التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر و تجارب بعض الدول، وبالنسبة للمبحث الثالث خصص لآليات تفعيل دور رأس مال المخاطر و العوائق التي تعترض مؤسساته.

الفصل الثالث الذي يحمل عنوان " رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر " وتم تقسيمه إلى ثلاث مباحث حيث تطرقنا فيه إلى التجربة الجزائرية في مجال رأس المال المخاطر، أما المبحث الثاني فلقد تعرضنا فيه إلى مختلف المشاريع الاستثمارية في الجزائر، إستراتيجية بديلة للتنمية و بالنسبة إلىالمبحث الثالث فخصناه للدراسة التحليلية القياسية من خلال استعمالنموذج خطي للعلاقة ما بين رأس المال المخاطر و فرص العمل المستخدمة والمشاريع الاستثمارية في الجزائر استعمالا لبرنامج التحليل الإحصائي(Eviews9.0) .

### صعوبات الدراسة :

- أثناء قيامنا بهذا البحث صادفتنا بعض الصعوبات و العوائق نذكر منها:
- قلة المراجع ذات الصلة بموضوع الدراسة.
  - صعوبة الحصول على الإحصائيات الحديثة والدقيقة من مصادرها الرسمية.
  - صعوبة انتقاء إحصائيات وبيانات النشاط الاستثماري لتداخلها مع إحصائيات القطاعات الأخرى.
  - المعرفة المتواضعة بالبرامج الإحصائية ك(Eviews9.0)، ...

---

---

الفصل الأول:

الأدبيات النظرية لمفاهيم

التمويل

---

---

**تمهيد:**

في الاقتصاد المعاصر أصبح التمويل يشكل أحد المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة وتوسيعها وتدعيم رأس المال خاصة لحظة تمويل رأس المال المنتج. بخلاف النظرة التقليدية للتمويل بالحصول على الأموال و استخدامها لتشغيل أو تطوير المشاريع و التي تتركز أساساً على تحديد أفضل مصدر للحصول على أموال من عدة مصادر متاحة. والتمويل في الواقع وسيلة لتعبئة الموارد الحقيقية القائمة . وهو الإمداد بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها . وتوفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع وتطوير مشروع خاص وعام.

وقد تناولنا في هذا الفصل المباحث التالية :

- ❖ مفهوم التمويل وأهميته
- ❖ أشكال التمويل و خصائص مصادره
- ❖ العوامل المحددة لمصادر التمويل وأهم المخاطر المرتبطة به

## المبحث الأول: مفهوم التمويل و أهميته

يعتبر مجال التمويل من المجالات الواسعة، فهو يؤثر على جميع المؤسسات من حيث الإنشاء والتشغيل و التوسيع ، إذ يحتاج إلى التمويل بمختلف أنواعه و هذا من أجل تغطية مختلف احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها و وظائفها المعتادة، حيث يعد التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة في توفير مستلزماتها الإنتاجية و جميع مستحققاتها و نفقاتها كذلك يختلف أنواع التمويل باختلاف الزوايا التي ينظر بها، فالتمويل يعتبر الدعامه الأساسية لمختلف المؤسسات الاقتصادية ، كما يترتب على عملية التمويل إتخاذ القرارات أهمها القرارات المتعلقة بمصادر التمويل ، فهذه القرارات تعتبر من القرارات المهمة والمعقدة الأمر الذي يتطلب من المسؤول دراسته دراسة جيدة و متأنية .وسوف يتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب: تناول الأول تعريف التمويل ، ويتناول الثاني أهمية التمويل، أما الثالث ابرز أساليب التمويل على النحو التالي:

## المطلب الأول: مفهوم التمويل

هناك عدة تعاريف للتمويل ، و قبل إعطاء مفهوم شاملا للتمويل يمكن تعريفه لغويا و اقتصاديا (1):  
لغويا: هو تدبير الأموال أو إنفاق المال، أما مصطلح *financement* حسب القاموس الفرنسي ضيق لأنه يعني توفير الإمكانيات المالية الضرورية لتسيير و تطوير المشروع .  
اقتصاديا : إن التمويل على مستوى المؤسسة يعرف أنه البحث عن مصادر مالية بتكلفة مناسبة تضمن للمؤسسة تحقيق استمرار نشاطاتها أو من أجل أغراض توسع و تطوير .  
و للتمويل تعاريف متعددة نذكر منها:

التعريف الأول :هو مجموع الطرق و الوسائل المالية و جميع القرارات التي تتخذها الإدارة المالية لجعل استخدام الأموال استخداما اقتصاديا بما في ذلك الاستخدامات البديلة ، فهو يعتبر عصب الحياة الاقتصادية الذي يمددها بالتدفقات النقدية و المالية فكلما كان التمويل كافيا كانت نسبة نجاح المشروع الاقتصادي أكبر (2).  
التعريف الثاني: إن المقصود بالتمويل هو توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية، أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية قصد إنتاج السلع والخدمات، أو هو

(1) - سحنون سمير، فرص تميل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة برأس المال المخاطر-دراسة حالة:تونس

المغرب،الجزائر ، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير ، جامعة تلمسان ،2013، ص 35.

(2) - ( الحاج طارق ، مبادئ التمويل ، دار الصفاء للطباعة و النشر ، عمان، الأردن،2002، ص 41.

عبارة عنها البحث عن الطرائق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرائق والحصول على المزيج الأفضل بينهما بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المنشأة المالية<sup>(1)</sup>.

التعريف الثالث: يعرف التمويل على أنه الحقل الإداري أو مجموعة الوظائف الإدارية المتعلقة بإدارة مجرى العمليات المالية لتمكين المؤسسة من تنفيذ أهدافها ومواجهة ما يستحق عليها من التزامات في الوقت المحدد، وبصفة عامة يتمثل التمويل في كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على النقدية واستثمارها في عمليات مختلفة ساعد على تعظيم القيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا في ضوء النقدية المتاحة حاليا للاستثمار والعائد المتوقع الحصول تحقيقه منه، والمخاطر المحيطة به، واتجاهات السوق المالية.<sup>(2)</sup>

ومن خلال هذه التعاريف يمكن استخلاص أن التمويل هو توفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية و تطويرها و ذلك في أوقات الحاجة إليها إذ أنه يخص المبالغ النقدية و ليس السلع و الخدمات وأن يكون بالقيمة المطلوبة في الوقت المطلوب ، فالهدف منه هو تطوير المشاريع العامة منها و الخاصة و في الوقت المناسب.

### المطلب الثاني: أهمية التمويل

تتجلى هذه الأهمية فيما يلي<sup>(3)</sup> :

أولاً: إن السيولة لا يمكن المحافظة عليها من طرف الشركة و حمايتها من خطر الإفلاس و التصفية إلا عن طريق قرار التمويل.

وللإشارة أن السيولة هنا تعني ببساطة توفير الأموال السائلة الكافية لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها وتعني ببساطة أشد القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة.

(1) - رايح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة المتوسطة، إتراك للنشر و التوزيع ، القاهرة ، مصر، الطبعة الأولى 2008، ص 95.

(2) - احمد السيد الكردي، وظيفة التمويل، 2010، ص4، عن موقع: [kenanaonline.com/ahmedkordy,09/04/2016](http://kenanaonline.com/ahmedkordy,09/04/2016)

(3) - سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مطبعة الإشعاع الفنية، القاهرة، 1997، ص133.

**ثانياً:** إن الاستخدام الأكفأ للتمويل الخارجي يؤدي إلى تخفيف الضغط على ميزان مدفوعات الدولة المدينة والذي يرجع إلى خدمة ديونها الخارجية ومن أهم عوامل كفاءة استخدام التمويل الخارجي، الربحية، الملائمة، المرونة والسيولة. ويساهم التمويل التقليدي في ربط التمويل الدولي مع الهيئات والمؤسسات المالية.

**ثالثاً:** يساهم التمويل التقليدي في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل تجديد أو تحسين رأس المال الثابت للمؤسسة كالأبنية أو استبدال المعدات والآلات، ويعتبر أيضاً كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة لتواجه به احتياجاتها الجارية والخروج من حالة العجز المالي.

**رابعاً:** يضمن التمويل السير الحسن للمؤسسة فهو يعمل على تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها ويوفر احتياجات التشغيل ويزيد من الدخل بإنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة، لهذا يعتبر قراره من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتني بها المؤسسة، ذلك أنها المحدد لكفاءة مستخدمي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها، واستخدامها استخداماً أمثلاً يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر، مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة، وأن البديل الذي يكلف المؤسسة أقل ما يمكن من تكلفة رأس المال، يتمثل في حسن قرار اختيار طرق التمويل الذي يعتبر أساس السياسة المالية.

### المطب الثالث: أساليب التمويل

يقصد بأساليب التمويل تلك التشكيلة من الأموال التي تحصل عليها المنشأة بهدف تمويل استثماراتها، أي تتضمن جميع العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم سواء أكانت قصيرة، متوسطة أو طويلة لأجل.

وسوف يتم إلقاء الضوء على هذه الأساليب الثلاثة :

#### الفرع الأول: أساليب التمويل قصيرة الأجل<sup>(1)</sup>

يقصد بالأموال قصيرة الأجل كمصدر تمويلي ، تلك الأموال التي تكون متاحة للمستثمر أول للمؤسسة قصد تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة كونها تمثل التزاماً قصيراً الأجل على المؤسسة يتعين الوفاء به خلال فترة زمنية لا تزيد عن سنة، وتتضمن ما يلي:

(1) - خبابه عبد الله، إبراهيم السعيد، آليات التمويل الإسلامي بديل لطرق التمويل التقليدية، الملتقى الدولي حول: أزمة النظام

المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية ، قسنطينة ، 05-06 ماي

2009 ، ص 8-10.



**أولاً- الائتمان التجاري :**

1- **تعريف الائتمان التجاري :** يقصد به قيمة البضاعة المشتراة على الحساب بغرض بيعها ، وبعبارة أخرى يتمثل الائتمان التجاري في رقم أوراق الدفع و الحسابات الدائنة التي تنشأ نتيجة لشراء البضاعة دون دفع ثمنها نقداً على أن يتم سداد قيمتها بعد فترة محددة . و تتوقف تكلفة الائتمان التجاري على شروط الموردين ، و يعتبر تمويلاً جانبياً إذا استطاعت المؤسسة استثماره أو استخدامه بالشكل الملائم ، والعكس حيث يصبح تمويلاً ذا تكلفة عالية إذا فقدت المؤسسة السيطرة في استخدامه لصالحها .

**2- الأشكال المختلفة للإئتمان التجاري :** يتخذ الائتمان التجاري أحد الأشكال التالية :

أ- **الشكل الأول :** يتم الشراء على حساب بناء على أمر توريد شفوي أو كتابي يصدر عن المؤسسة المشتريّة إلى المورد ، وبمجرد أن يتم التوريد يقيد على حساب المشتري قيمة البضائع ، أي أن يتم تنفيذ الائتمان التجاري من خلال الحسابات المفتوحة و بدون أية ضمانات .

ب- **الشكل الثاني:** يتم التوريد مقابل كمبيالة مسحوبة على المشتري ، يرسلها البائع مع فاتورة الشحن إلى البنك الذي يتعامل معه و الذي يقوم بدوره بالحصول على توقيع المشتري على الكمبيالة في مقابل تسليمه مستندات الشحن التي سيحصل بها على البضائع .

ج- **الشكل الثالث:** يتم الشراء و الحصول على البضاعة بعد أن يوقع المشتري كمبيالات بقيمة البضاعة ويسلمها مباشرة إلى البائع أي عن طريق السند لأمر (الإذني) .

من بين مزايا استخدام الائتمان التجاري نذكر:

- استخدامه لا يترتب عليه أية أعباء إضافية نتيجة للشراء لأجل .

-سهولة النسبية في الحصول على التمويل المطلوب .

**ثانياً- الائتمان المصرفي :**

يتمثل في القروض (السلفيات) التي يتحصل عليها المستثمر أو المؤسسة من البنوك و يلتزم بسدادها خلال فترة زمنية لا تزيد عادة عن سنة واجدة .

و القاعدة العامة أن الائتمان المصرفي قصير الأجل يستخدم في تمويل الأغراض التشغيلية للمؤسسة ويستبعد استخدامه في تمويل الأصول الثابتة .

**1- أنواع القروض المصرفية :**

تقوم البنوك التجارية بمنح مجموعة من القروض تتميز نوعين أساسيين هما :

أ- القروض الغير مكفولة بضمان :

من خلالها يقوم البنك بالموافقة و لمدة معينة من الزمن على إقراض المشروع ما يلزمه من أموال، بشرط أن لا تزيد الكمية المقترضة على مبلغ معين يسمى "الإعتماد"، وهو عبارة عن الحد الأقصى الذي لا يمكن تجاوزه في أي وقت، و عادة ما تعتمد البنوك عند منع هذا النوع من القروض بوجود شرطين و هما:

- وجوب احتفاظ المقترض في حسابه الجاري لدى البنك على نسبة مئوية معينة تتراوح بين 10% - 20% من قيمة الإعتماد أو على الأقل من قيمة القرض الممنوح فعلا.

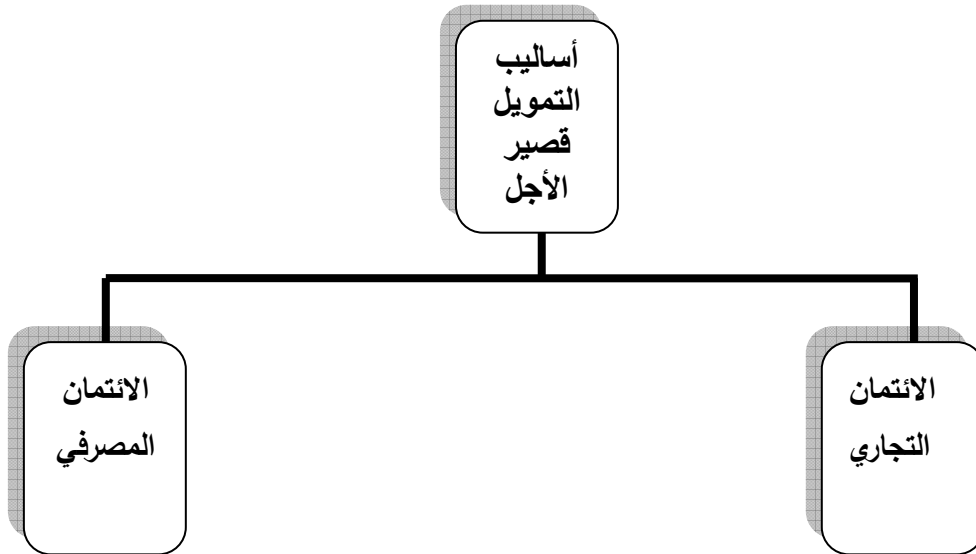
• وجوب قيام المقترض بسداد ديونه مرة واحدة على الأقل كل سنة، ذلك لإظهار أن هذه القروض من النوع القصير الأجل و أنها لا تستعمل كمصدر لتمويل الإحتياجات الدائمة.

ب- القروض المكفولة بضمان :

يتطلب هذا النوع من القروض وجود ضمان يقدمه المقترض إلى البنك قبل حصوله على الإئتمان إما في شخص آخر يتعهد بسداد القرض في حالة توقف المقترض عن الدفع ، و إما في أصل من أصول المؤسسة مثلا : أوراق القبض ، الحسابات المدينة للعملاء ، الأوراق المالية ، بضاعة ...ألخ. وفي حالة توقف المقترض عن سداد ديونه يحق للبنك الإستيلاء على الأصل المرهون .

يمكن تلخيص مصادر التمويل قصير الأجل السابقة في الشكل رقم التالي:

الشكل رقم(01-01) : أساليب التمويل قصير الأجل



المصدر: من إعداد الطالبين بناء على المعطيات السابقة

**الفرع الثاني: أساليب التمويل متوسطة الأجل.<sup>(1)</sup>**

يعرف التمويل متوسط الأجل بأنه ذلك النوع من القروض الذي يتم سداؤه خلال فترة تزيد عن السنة وتقل عن 10 سنوات ، وينقسم هذا النوع من القروض إلى :

- 1 - قروض مباشر و متوسطة الأجل .
- 2 - التمويل بالاستئجار .

**أولاً- القروض المباشرة متوسطة الأجل :**

يستعمل هذا النوع من القروض في تمويل الأصول الثابتة التي لا يتجاوز عمرها الإقتصادي 10 سنوات، وتمثل البنوك و المؤسسات المالية المختصة المصدر الرئيسي لها ، و غالبا ما يسدد القرض على شكل أقساط سنوية أو نصف سنوية، مع وجوب تقديم ضمان للحصول عليه حيث يمثل الصمان عادة من 30% - 60% من قيمة القرض، كما أن سعر فائدته أعلى من سعر فائدة القرض قصير الأجل .

**ثانياً- التمويل بالإستئجار :**

إن استخدام العقارات و المعدات من طرف المؤسسة كان ممكنا فقط عن طريق الإمتلاك , لكن في السنين الأخيرة ظهر اتجاه نحو إستئجار هذه العقارات و التجهيزات بدلا من شرائها , فبعد أن كان الإستئجار مقتصرًا على الأراضي و المباني , فقد أصبح يشمل جميع الأصول تقريبا (المنقولة و العير منقولة ) .

و هناك عدة أشكال للتمويل عن طريق الإستئجار وهي :

**1- الأستئجار المالي :**

إن عملية الإستئجار المالي لأصل ما ( أو كما يسمى القرض الإيجاري ) تتم كما يلي :

- تختار المؤسسة التي ترغب في تحقيق هذا النوع من الإستئجار، الأصل الذي تريد إستجاره وكذلك المؤسسة الموردة له .
- كما تقوم هذه المؤسسة بإختيار البنك الذي سيقوم بعملية التمويل، فتتفق معه على أن تقوم بشراء الأصل من المورد و تأجيره مباشرة لهذه المؤسسة التي تستخدمه ، وهذا على أساس عقد إيجاري ينص

(1) - خبابه عبد الله،ابراهيم السعيد، المرجع السابق،صص10-11.

على سداد قيمة الأصل على دفعات سنوية بالإضافة لعائد يحصل عليه البنك يتراوح عادة ما بين 12% - 6% من قيمة الأصل، وفي نهاية فترة الإيجار يمكن للمؤسسة المستأجرة شراء هذا الأصل على أساس قيمة متبقية محددة في العقد ، أو تمديد مدة الإيجار مع دفع أقساط منخفضة أو إعادة الأصل للبنك، ولا يحق لأي طرف (المؤسسة أو البنك ) إلغاء العقد إلا في حالات إستثنائية .

## 2- البيع بالإستئجار :

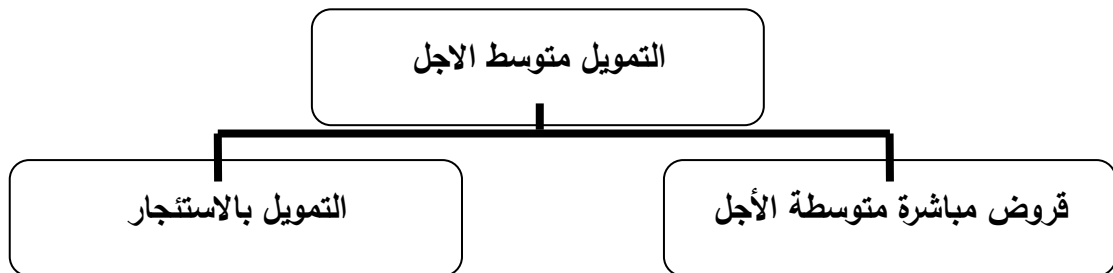
هنا تستطيع المؤسسة أن تحصل على موارد مالية عن طريق بيعها لجزء من ممتلكاتها الثابتة (مثل: الأراضي ، المباني ، التجهيزات ...) لمؤسسة مالية ، ومباشرة بعد ذلك تقوم بإستئجار الأصل المباع لمدة محددة وبشروط خاصة .

و تتشابه طريقة البيع ثم الإستئجار مع الإستئجار المالي تماما ، إلا من حيث مصدر الأصل المستأجر الذي يكون في طريقة البيع ثم الإستئجار هو المقترض و البائع في نفس الوقت، مما يمكننا القول بأن البيع ثم الإستئجار هو نوع خاص من الإستئجار المالي .

## 3- إستئجار الخدمة (الإستئجار التشغيلي) :

ومن أهم خصائص هذا النوع أن المؤجر عادة ما يكون مسؤولاً عن صيانة الأصل و التأمين عليه ، كما يتحمل مخاطر الإهلاك و التقادم (و مثال ذلك تأجير السيارات ...ألخ.) وفي هذا النوع يمكن للمستأجر إلغاء العقد قبل المدة المقررة و إرجاع الأصل لمالكه . يمكن تلخيص مصادر التمويل متوسطة الأجل السابقة في الشكل رقم التالي:

الشكل رقم (01-02) : أساليب التمويل متوسطة الأجل



المصدر: من إعداد الطالبين بناء على المعطيات السابقة

الفرع الثالث: أساليب التمويل طويلة الأجل.<sup>(1)</sup>

## أولاً- الأسهم :

يمكن تصنيفها إلى نوعين هما :

1- الأسهم العادية : تمثل مستند ملكية لحاملها ،أي أنه يملك حصة في رأس مال الشركة ، و لها قيم مختلفة هي :

أ- قيمة إسمية : تتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية.

ب-قيمة سوقية : تتمثل في قيمة السهم في سوق رأس المال، و قد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الإسمية أو الدفترية.

و تعتمد شركات المساهمة اعتمادا يكاد يكون تاما على الأسهم العادية في تمويلها الدائم خصوصا عند بدء تكوينها لأن إصدار هذا النوع من الأسهم لا يحتمل الشركة أعباء كثيرة كما هو الحال بالنسبة للأسهم الممتازة أو السندات ،إضافة إلى أن الشركة غير ملزمة بدفع عائد ثابت أو محدد لحملة الأسهم العادية.

فإذا حققت الشركة أرباحا كثيرة يمكن لحملة الأسهم العادية الحصول على عائد مرتفع ، أما إذا حققت الشركة خسائر أو قررت عدم توزيع الأرباح فإن حملة الأسهم العادية لن يحصلوا على شيء.

## 2- الأسهم الممتازة :

يمتاز هذا المصدر الهام من مصادر التمويل طويلة الأجل بجمعه بين صفات أموال الملكية والإقتراض ، وتعرف الأسهم الممتازة بأنها شكل من أشكال رأس المال المستثمر في الشركة، ويحصل مالكي الأسهم الممتازة على ميزتين : ميزة العائد، و ميزة المركز الممتاز اتجاه حملة الأسهم العادية .

و من أسباب لجوء الشركات إلى إصدار الأسهم الممتازة كمصدر تمويلي نذكر ما يلي :

أ- زيادة الموارد المالية المتاحة للشركة من خلال ما يلقاه هذا النوع من الأسهم من إقبال لدى المستثمرين.

(1) - خبابه عبد الله،ابراهيم السعيد، المرجع السابق،ص ص11-12.

ب- المتاجرة بالملكية لتحسين عائد الإستثمار من خلال الفارق الإيجابي بين كلفة الأسهم الممتازة و عائد الإستثمار.

ج- إستعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة ، باعتبار أنه ليس لهم الحق في التصويت .

**ثانيا- الإقتراض طويل الأجل :** و ينقسم إلى :

**1- القروض المباشرة طويلة الأجل :**

هي الأكثر شيوعا كمصدر من مصادر التمويل طويل الأجل ، و يحصل عليها مباشرة من البنوك أوالمؤسسات المالية المختصة ومدتها تتراوح بين 10-15 سنة و يمكن أن تصل إلى 20 سنة أما حجمها فيجب أن لا يتجاوز 70% من المصاريف الإستثمارية .

و تتمثل تكلفة هذه القروض في سعر الفائدة الذي يمكن أن يكون ثابتا كل فترة قرض أو متغيرا طبقا لظروف سوق المال ، وحسب الشروط الموضوعية في العقد.

**2- السندات :**

تعتبر السندات جزء من القروض طويلة الأجل تصدرها المؤسسات بهدف الحصول على أموال لتمويل نفقاتها الإستثمارية و التشغيلية، و تنقسم السندات إلى :

**أ- سندات غير مضمونة برهن أصول :**

هي تلك التي يصبح فيها حامل السند دائما دائما في حالة التصفية ، حيث أن هذا النوع من السندات له الأولوية على أصول بذاتها،و تكون القدرة على تحقيق أرباح هي الضامن على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

**ب- سندات مضمونة برهن أصول :**

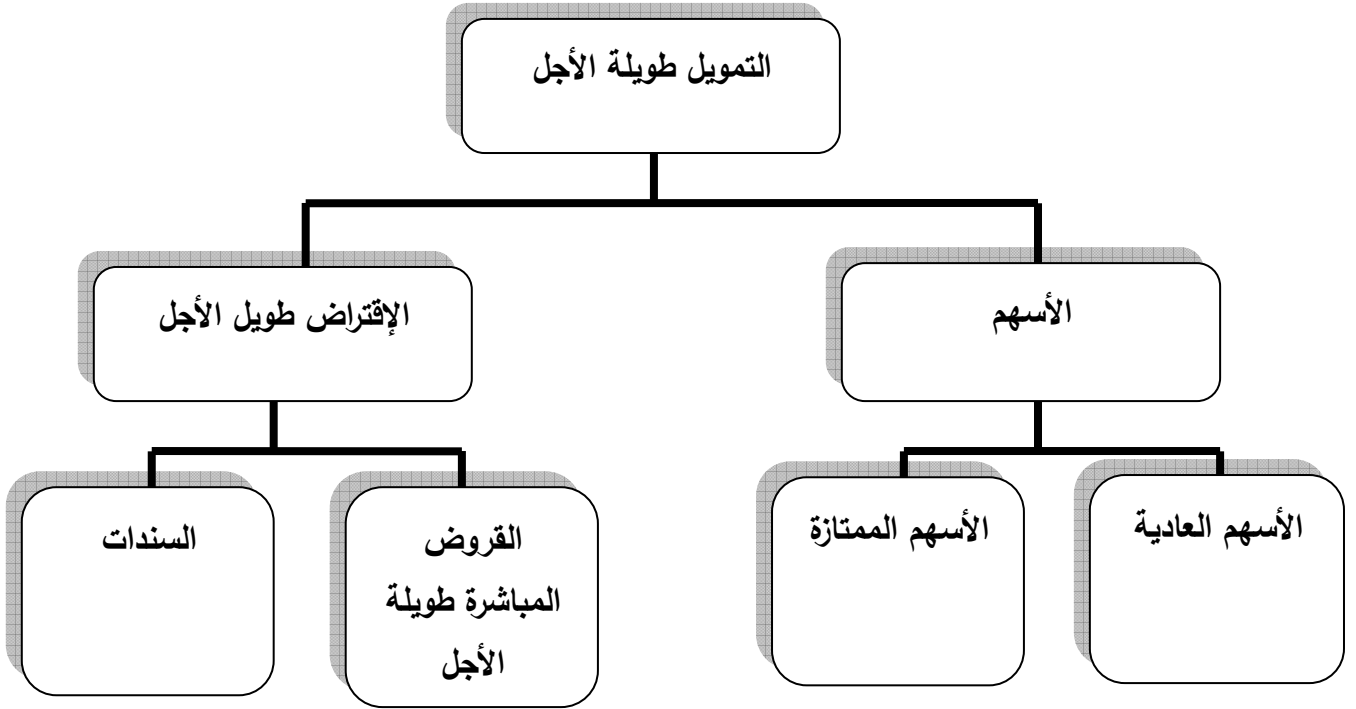
و يكون الضامن في الغالب هو الأصول الثابتة التي تمتلكها المؤسسة، على أن ينص في السند ذاته على نوع أو أنواع الأصول الضامنة في حالة عدم وفاء المؤسسة بالتزاماتها .

**ج- سندات الدخل :**

تلتزم المؤسسة بدفع فوائد هذه السندات فقط في حالة تحقيقها لأرباح كافية لدفع هذه الفوائد بما يعني أن الفوائد نفسها لا تعتبر من قبيل الإلتزامات الثابتة .

يمكن تلخيص مصادر التمويل طويل الأجل السابقة في الشكل رقم التالي:

## الشكل رقم (01-03) : أساليب التمويل طويل الأجل



المصدر: من إعداد الطالبين بناء على المعطيات السابقة

### المبحث الثاني: أشكال التمويل و خصائص مصادره

يتم السعي بأكبر جهد للبحث عن مصادر و أشكال التمويل لتمويل المشاريع المختلفة التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها ، سواء كانت تلك المصادر محلية ، أو من مصادر خارجية لكن بعوائق وعقبات كثيرا ما تحد من طموحاتها وتطلعاتها المستقبلية، لهذا فإن الهدف من التعرف على أنواع الأموال المتاحة وتحديد الخصائص المميزة لكل منها ، هو إمكانية المفاضلة والاختيار فيما بينها ، بأفضل الشروط والوصول إلى هيكل التمويل الذي يتحقق معه الهدف الأساسي للإدارة المالية، وهو تعظيم قيمة المؤسسة .إن أحد الأهداف الرئيسية للتعرف على مصادر و أشكال التمويل وخصائص مصادره واتخاذ القرار المناسب لذلك هو تحقيق أكبر عائد ممكن للمؤسسة وعليه يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات التي يتوجب على إدارة المؤسسة اتخاذها كي تضمن المؤسسة الاستمرارية والنجاح . وسوف يتناول هذا المبحث مصادر وأشكال التمويل وتحديد خصائص مصادره.

## المطلب الأول : أشكال التمويل

هناك عدة أشكال لتمويل و التي نذكر منها<sup>(1)</sup> :

### الفرع الأول: التمويل المباشر وغير المباشر

اولاً- التمويل المباشر: هذا النوع من التمويل يعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض و المقترض و المستثمر دون تدخل أي وسيط مالي مصرفي أو غير مصرفي . و هذا النوع من التمويل يتخذ صور متعددة كما يختلف باختلاف المقترضين (مؤسسات ، أفراد ، هيئات حكومية).

**1- المؤسسات:** تستطيع أن تحصل على قروض و تسهيلات إئتمانية من مورديها أو من عملائها أو حتى من مؤسسات أخرى إلا أنها يمكن أن تخاطب القطاع العريض من المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم دون أن يرتبط نشاطهم مباشرة بالنشاط الاقتصادي للمؤسسة و الصورة هنا تتمثل في:

- إصدار أسهم للاكتتاب العام أو الخاص .
- إصدار سندات.
- الإئتمان التجاري.
- التمويل الذاتي.
- تسهيلات الاعتماد ..الخ.

**2- الحكومة :** تلجأ الحكومة في بعض الأحيان إلى التمويل المباشر عن طريق الإقتراض من الأفراد والمؤسسات من خلال إصدار سندات متعددة الأشكال ذات مدد زمنية مختلفة و أسعار فائدة متباينة و من أهم هذه السندات نجد أدونات الخزينة...

**ثانياً- التمويل غير المباشر:** يعبر هذا النوع عن كل طرق و أساليب التمويل غير المباشرة و الممثلة في الأسواق المالية و البنوك أي كل المصادر المالية التي فيها وسطاء ماليين . حيث يقوم الوسطاء الماليين المتمثلين في السوق المالية وبعض البنوك ، بتجميع المدخرات المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض ، ثم توزع هذا الإدخارات المالية على الوحدات الاقتصادية التي تحتاجها، فالمؤسسات المالية الوسيطة تحاول أن توفق بين متطلبات مصادر الادخار ومتطلبات مصادر التمويل.

و هناك بعض أشكال التمويل غير المباشرة الأخرى و التي تكون في شكل ضمانات و التي تستعمل عادة في عمليات الاستيراد و التصدير مثل الاعتماد المستندي ، التحصيل المستندي ...الخ.

(1) - احمد السيد الكردي،مرجع سبق ذكره،ص ص 5-7.



**الفرع الثاني: التمويل المحلي و التمويل الدولي**

ينقسم مثل هذا النوع من التمويل إلى تمويل مصدره السوق و المؤسسات المالية الداخلية و تمويل مصدر السوق المالية و الهيئات المالية الدولية .

**أولاً: التمويل المحلي:** يعتمد مثل هذا النوع من التمويل على المؤسسات المالية و الأسواق المالية المحلية وهو يضم المصادر المباشرة غير المباشرة المحلية (قروض بمختلف أنواعها ، أوراق مالية و تجارية بمختلف أنواعها... الخ) و هذا النوع من التمويل يخدم قطاع المؤسسات الاقتصادية أكثر من الهيئات الحكومية.

**ثانياً: التمويل الدولي:** هذا النوع من التمويل يعتمد بالدرجة الأولى على الأسواق المالية الدولية مثل البورصات ، والهيئات المالية الدولية أو الإقليمية ، مثل صندوق النقد الدولي أو البنك العالمي للإنشاء و التعمير و بعض المؤسسات الإقليمية ، بالإضافة إلى البرامج التمويلية الدولية التي في شكل إعانات أو استثمارات مثل ما هو الحال بالنسبة لبرنامج ميذا الذي أطلقه الإتحاد الأوروبي في إطار الشراكة الأورومتوسطية.

**المطلب الثاني: مصادر التمويل**

وتتمثل هذه المصادر في المصادر الداخلية والمصادر الخارجية.

**الفرع الأول: المصادر الداخلية**

تأخذ المصادر الداخلية للتمويل شكلين من الادخارات، إختيارية وأخرى إجبارية.

**أولاً- الادخار الاختياري:** وهي الإدخارات التي يحققها الأفراد والمشروعات طوعية ويشمل<sup>(1)</sup> :

1- **الادخار العائلي:** وهو ذلك الفرق بين الدخل المتاح أي الدخل بعد تسديد الضرائب وبين الإنفاق على أوجه الاستهلاك المختلفة، أي هو ذلك الجزء من الدخل الذي يضحى به الفرد، ولم ينفقه في مجال الاستهلاك، ويتكون هذا القطاع من العائلات والتعاونيات الخيرية والجمعيات والتنظيمات الاجتماعية التي لا تهدف إلى تحقيق الأرباح ويمثل هذا القطاع الجانب الاستهلاكي من النشاط الاقتصادي، والقطاع العائلي يحوي ادخارا كامنا إذا و جه توجيهها سليما ووجهت مدخراته إلى مجالات منتجة، لهذا فإن تعبئة المدخرات

(1) - بلعدي عبد الله، التمويل برأس المال المخاطر، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007-2008، صص 14-16.

في القطاع العائلي تقتضي التركيز على زيادة الوعي الادخاري وتقديم تشجيعات ومزايا للمدخرين كتخفيض الضرائب أو الإنهاء من بعضها، وزيادة وتطوير الأجهزة والمؤسسات القادرة على تعبئة هذه المدخرات.

2- **مدخرات قطاع الأعمال:** يقصد بقطاع الأعمال كافة المشاريع التي تستهدف تحقيق الأرباح من مبيعاتها أي الأرباح المحتجزة وغير محولة إلى ميزانية الدولة والتي تشكل بدورها مصدرا للادخارات. وينقسم هذا القطاع إلى نوعين هما:

أ- **مدخرات قطاع الأعمال العام:** هو عبارة عن الفرق بين قيمة السلع النهائية المنتجة وتكاليف إنتاجها، أي تتمثل في أرباح المشروعات التي يملكها القطاع العام، ويهدف إلى إشباع الحاجات العامة وتعتبر الربحية أحد المعايير للحكم على كفاءة إدارة هذا القطاع ومدى نجاحه في ترشيد استخدام الموارد المحدودة، و لا يتسنى ذلك إلا بتخفيض النفقات وزيادة الإنتاج، على الرغم من الدور الفعال الذي قد يحققه هذا القطاع في التطور الاجتماعي إلا أنه ظهر جنبا إلى هذا القطاع، القطاع الخاص.

ب - **مدخرات قطاع الأعمال الخاص:** أي ما تقوم به المنشآت والشركات الزراعية والصناعية والتجارية والخدمية بادخاره ، ويتمثل الدخل الصافي لقطاع الأعمال الخاص في الفرق بين الإيرادات الكلية التي يحصل عليها المشروع (حصيلة المبيعات السلعية والخدمية) وبين مجموع نفقاته، ويضم هذا القطاع نوعين هما:

✓ **مدخرات قطاع الأعمال غير المنظم:** مدخراته تكاد تكون معدومة وهي مدخرات المشروعات الصغيرة ويشمل المحلات التجارية الصغيرة والصناعات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الصغيرة بوجه عام، ويهدف إلى رفع المستوى المعيشي لأفرادها.

✓ **مدخرات قطاع الأعمال المنظم:** وهي مدخرات المشروعات الكبيرة وتتوقف أرباحه على حجم التكاليف وسياسات الأسعار المتبعة إلى جانب السياسات المتبعة في توزيع الأرباح وتكوين الاحتياطي وكذلك أرباح الأسهم الخاصة بهذا القطاع، ويشمل المؤسسات والشركات الصناعية والتجارية الكبيرة.

### ثانيا - الادخار الاجباري:

الادخار الاجباري هو ما يفرض على الأفراد من قبل قوة خارجية عن إرادتهم، ويتمثل في الادخار الحكومي والتمويل التضخمي والادخار الجماعي.

## 1- الادخار الحكومي:

يتحقق الادخار الحكومي بالفرق بين الإيرادات الحكومية الجارية والمصروفات الحكومية الجارية، فإذا كان هناك فائض إتجه إلى تمويل الاستثمارات وتسديد أقساط الديون (في حالة مديونية الحكومة) أما إذا زادت النفقات الجارية عن الإيرادات الجارية أي في حالة وجود عجز فإنه يتم تمويله عن طريق السحب من مدخرات القطاعات الأخرى أو عن طريق طبع نقود جديدة. وتعمل الحكومات دائماً إلى تنمية مواردها وإلى ضغط نفقاتها بغية تحقيق فائض توجهه إلى ضروب ومجالات الاستثمار والتنمية المستهدفة.

وتتمثل أهم إيرادات الدولة الجارية في حصيللة الضرائب، وتعتبر الضرائب لونا من ألوان الادخار الاجباري وتمثل "إقتطاع مالي في شكل مساهمة نقدية إجبارية من الأفراد، في أعباء الخدمات العامة، تبعا لمقدرتهم على الدفع ودون النظر إلى تحقيق نفع خاص يعود عليهم"، وكثيرا ما تجد الدولة صعوبة في الاهتمام إلى الضرائب التي تعود عليها بأكبر حصيللة ممكنة ولا تؤدي إلى إعاقة النشاط الإقتصادي أو محاولة التهرب، وتنقسم الضرائب إلى قسمين: ضرائب مباشرة وضرائب غير مباشرة.

وتعرف الضرائب المباشرة بأنها الضرائب التي يستحيل نقل عبئها، ودافعها هو الذي يتحملها (ضرائب الدخل) وتفرض دوريا (سنويا) على المركز المالي للممول.

أما الضرائب غير المباشرة فهي الضرائب التي يمكن نقل عبئها ودافع الضريبة هو الذي يتحملها (الضرائب الجمركية، ضريبة المبيعات) ويتوقف على درجة مرونة العرض والطلب على السلعة محل الضريبة.<sup>(1)</sup>

## 2- التمويل التضخمي:

وهو أسلوب تستخدمه السلطات العامة للحصول على تمويل إضافي عندما تعجز المصادر الاعتيادية للإيرادات العامة عن تمويل النفقات العامة ويتلخص هذا بالاعتماد على إصدار نقود ورقية جديدة أو الاقتراض من البنك المركزي والبنوك التجارية ويسمى بالتمويل التضخمي نتيجة لزيادة الإصدار النقدي لتمكين الوحدات الاقتصادية من الحصول على موارد إضافية عندما تعجز مواردها المستقلة في الإنتاج.<sup>(2)</sup>

(1) - عبد المطلب عبد الحميد، النظرية الاقتصادية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص 452 - 453.

(2) - عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار المجدلوي، عمان، 1999، ص 46.

يعني أنه مع زيادة كمية النقود سيزداد الطلب على السلع والخدمات مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها، وارتفاع الأسعار سيترتب عليه انخفاض الدخل الحقيقية للأفراد وذلك عندما ترتفع الأسعار بمعدلات أعلى من ارتفاع الدخل النقدية، وانخفاض الدخل الحقيقية للأفراد يعني إجبار الأفراد على إنقاص حجم إستهلاكهم أو بمعنى آخر إجبار هؤلاء على تكوين إيداع حقيقي يستخدم في تمويل التنمية. ومن مساوئ هذا الأسلوب نجد:

- إنخفاض القيمة الخارجية للعملة وتآكل قيمتها ومنه انخفاض المدخرات وارتفاع الاستهلاك.
  - إنخفاض القوة الشرائية للعملة المحلية وبالتالي ترتفع الأسعار وهذا يدفع الأفراد لاكتناز العملة الأجنبية والسلع بدلا من العملة المحلية وهذا يقلل الاستثمار.
  - تفاقم العجز في الموازنة العامة وفي ميزان المدفوعات نتيجة زيادة الواردات ونقص الصادرات.
  - إعادة توزيع الدخل والثروة بشكل متفاوت مما ينجم عنه اضطرابات إجتماعية وسياسية.
  - يعرقل عمليات التخطيط والتنفيذ بما يؤدي إلى استحالة حساب التكاليف الحقيقية للمشروع.
- 3-الإدخار الجماعي:

هي إيداعات تقطع من دخل بعض الجماعات بطريقة إجبارية طبقا لقوانين معينة منها أرصدة صناديق التأمينات الاجتماعية بأنواعها المختلفة ويحتل هذا النوع من الإدخار مكانة هامة في الدول النامية لأنه يقلل من حدة الاتجاهات التضخمية المتمثلة في ارتفاع الأسعار ويتميز هذا النوع من الإدخار بمزايا مباشرة مثل:خدمات الصحة والتعويضات والمعاشات.

4- **حصيلة الصادرات**: وهي التدفقات من النقد الأجنبي المتأتية من تصدير السلع المنظورة وغير المنظورة، وهذا يؤدي إلى ارتفاع الدخل وبالتالي الإنفاق العام، ويزداد الطلب على السلع والخدمات مما يؤدي إلى تحفيز المستثمرين على زيادة استثماراتهم ومنه يتحقق انتعاش الاقتصاد من خلال تولد الإنتاج والاستخدام والدخول. (1)

### الفرع الثاني: المصادر الخارجية

#### أولا - الاستدانة الخارجية :

الدافع الأساسي هو ضخامة الاحتياجات، إلى جانب ضعف الموارد المحلية وعدم كفايتها لمواجهة الطلب المرتفع على الموارد المالية، فيكون القرض من الحكومات الأجنبية أو من الأشخاص

(1) - عرفان تقي الحسيني، المرجع السابق، ص48.

الطبيعيين أو المعنويين المقيمين في الخارج، كذلك القروض من الهيئات الدولية مثل البنك الدولي للتنمية، والتعمير، صندوق النقد الدولي والهيئة الدولية للتنمية، ويساعد انسياب رؤوس الأموال الأجنبية على إعادة التوازن إلى السوق المحلي، وتحقيق التوازن الخارجي نتيجة لزيادة الواردات على الصادرات وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

### ثانيا - الاستثمار الأجنبي المباشر:

يعتبر الشكل الغالب والأهم في العصر الحديث الذي يتم تحت دافع الربح، فحجم هذا الانسياب واتجاهاته تحكمه اعتبارات السعي وراء أقصى ربح ممكن، ويعتبر مصدرا مهما للتمويل الخارجي لأن المستثمر هو الذي يتحمل كافة مخاطر المشروع، ضف إلى ذلك فهو يمثل الاستثمار في مرافق الإنتاج، فهو وسيلة لنقل تكنولوجيا الإنتاج والمهارات والقدرات الابتكارية والأساليب التنظيمية والخبرات الفنية وبالتالي إمكانية القدرة على نشر هذه المعرفة وتدريب للقوى العاملة المحلية وبتيح فرصة الدخول إلى شبكات التسويق الدولية والمستفيد الأول هو الشركة الأم، والشركات الفرعية، غير أن أصول هذه الشركات يمكن نقلها إلى الشركات المحلية، مما قد يؤدي إلى تقوية قدرات هذه الشركات، وبالتالي من المرجح أن خصائص الاستثمار الأجنبي المباشر قد يؤدي إلى رفع الإنتاجية والقدرة على المنافسة إلا أنه يحمل معه عيوباً، كالححد من نمو الشركات المحلية المنافسة لها، والححد من النمو الصناعي وأعباء تحويل الأرباح بالعملة الصعبة، ويؤدي أيضا إلى تخفيض قيمة العملة المحلية.

### ثالثا - المنح والمعونات الأجنبية الرسمية:

وهي التدفقات من رؤوس الأموال بسبب عدم تحقيق تراكمات رأسمالية كافية بشروط ميسرة ولمواجهة العجز في ميزان المدفوعات، وشهدت منح الهيئات الدولية قدرا أكبر من المعونات إلى الدول أشد فقرا، حيث تضاعفت المعونات ذات الجوانب المتعددة وخاصة في ميادين الكهرباء، الصحة، المياه والتعليم، ورغم تسميتها بالمعونات إلا أنها تخضع للتقيد أو للتقيد المزدوج، بمعنى ضرورة إنفاق المعونة على سلع الدول المانحة أو توجيهها إلى مشروع معين، إضافة إلى ارتفاع أسعار تلك السلع وقلة جودتها، وهذا يؤدي إلى خسارة نسبة معينة من قيمة المعونة نتيجة لهذه القيود.

## المطلب الثالث: خصائص مصادر التمويل

لكل مصدر من مصادر التمويل مجموعة من الخصائص المتميزة عن بقية المصادر الأخرى؛ هذا ويمكن تناول جميع هذه المصادر من جوانب عديدة، أهمها ما يلي (1) :

## أولاً- الاستحقاق (MATURITY):

الاستحقاق يعني الموعد الذي يتوجب فيه على المقترض رد الدين الى الدائن . هذا وتختلف أموال الاقتراض عن أموال أصحاب المشروع المقدمة منهم على شكل رأسمال أو على شكل أرباح محتفظ بها بما يلي:

- 1- للقروض آجال معينة ينبغي أن تسدد فيها بغض النظر عن أية اعتبارات أخرى، ويؤدي عجز المؤسسة المقترضة عن التسديد الى مقاضاتها وإجبارها على التصفية.
- 2- لأموال الملكية صفة الاستثمار الدائم، دون أن يعني ذلك التأييد في الاستثمار، حيث أن باستطاعة المستثمر: اما بيع حصته، أو تصفية المؤسسة لاسترداد أموال. كما أنه يمكن في بعض أنواع المشاريع الاتفاق على تاريخ محدد لانتهائها، وبعد ذلك التاريخ تتم تصفية المشروع ما لم يتم اتفاق على تجديده لفترة أخرى .

إن مسألة استرداد المالك لاستثماره الكامل في مشروع أو مؤسسة معينة أمر يتوقف على حالة ومركز المؤسسة، إذ قد يتمكن من استرداد أكثر من استثماره إذا كان المشروع ناجحاً أو أقل من هذه القيمة إذا لم يكن الأمر كذلك .

وبشكل عام، تؤدي زيادة الاقتراض الى زيادة المخاطر المالية للمؤسسة، في حين تؤدي زيادة رأس المال الى زيادة صافي قيمة المؤسسة وتخفيض المديونية، وبالتالي المخاطر المالية المرتبطة بذلك وتحسن مركزها الائتماني .

## ثانياً: الحق على الدخل (CLAIMS ON INCOME):

هناك ثلاثة مظاهر تميز أموال الاقتراض من أموال الملكية في مجال الحق على الدخل هي :

- 1- الأولوية : تعني الأولوية حق الدائنين بالحصول على أصل قروضهم وفوائدها قبل حصول مالكي المشروع على أي من حقوقهم . وفي بعض الحالات، قد يضطر مالكو المشروع الى التوقف عن توزيع

(1) - احمد السيد الكردي، مرجع سبق ذكره، ص ص 10-13.

الارباح تحت ضغط الدائنين إذا كان مثل هذا التوزيع سيؤدي الى تهديد أولوية الدائنين أو يؤخر استيفاء حقوقهم .

والى جانب أولوية الدائنين على المالكين، هناك أولويات أيضا بين الدائنين أنفسهم، إذ يتقدم الدائنون أصحاب الامتياز على الدائنين العاديين، حيث يحصل العمال كما تحصل المؤسسات الحكومية على حقوقها من المشروع قبل حصول الدائنين العاديين على حقوقهم .

2- **التأكد** : يمتاز الدائنون العاديون على المالكين بالتأكد من الحصول على دينهم وفوائده في المواعيد المتفق عليها للدفع، بغض النظر عن تحقيق المؤسسة للأرباح أو عدم تحقيقها لذلك، وان فشلت في الدفع فإنها تعرض نفسها للملاحقة القانونية. أما المالكون فلا يحصلون على الارباح إلا بعد تحققها واتخاذ قرار بتوزيعها وبعد دفع التزاماتهم للمقرضين . وبالرغم من أن درجة التأكد في تحصيل الدخل أعلى لدى الدائنين منها لدى أصحاب المشروع، إلا أن ذلك لا يعني التأكد المطلق بحصول الدائنين على كامل حقوقهم، لأن خسارة الشركة وإفلاسها، وعدم كفاية ما يتحقق من التصفية للوفاء بالديون سيعني خسارة للدائنين بمقدار النقص الحاصل .

2- **مقدار الدخل** : إن ما يحصل عليه الدائنون من المؤسسة المقترضة يكون عادة مقداره محددًا وثابتًا بغض النظر عن النتائج المحققة . أما بالنسبة الى المالكين، فان ما يحصلون عليه من ربح أو خسارة غير محدد، فان تحققت الارباح المجزية نجدهم يحتفظون بجميع ما يزيد على حقوق الدائنين، وان كانت هناك خسارة فهم مجبرون أيضا على دفع حقوق الدائنين وتحمل الخسارة .

### ثالثا- الحق على الموجودات (CLAIMS ON ASSETS):

وإذا ما بقيت عمليات المؤسسة مربحة، وبقيت قادرة على الوفاء بالتزاماتها، واستمرت في دفع ما يتحقق عليها لجميع دائنيها في مواعيد الاستحقاق، يكون اهتمام المستثمرين مركزا على العائد المحقق على استثماراتهم؛ لكن إذا ووجهت المؤسسة بالمشكلات، وتمت تصفيتها يتوجه الاهتمام نحو قيمة أصولها وأولويات على هذه القيمة لاستيفاء كل من الدائنين والمستثمرين لحقوقهم. وهناك قواعد عامة تحكم توزيع حصيلة تصفية المؤسسات، وبموجب هذه القواعد يتم توزيع هذه الحصيلة، ويراعى الترتيب التالي :

أ- الدائنون الممتازون .

ب- الدائنون المؤمنون برهونات على موجودات المؤسسة .

ج- الدائنون العاديون غير المؤمنين برهونات على موجودات المؤسسة .

د- الملاك الممتازون (حملة الأسهم الممتازة)

و- حملة الأسهم العادية .

هذا ولا تستوفى فئة من الفئات أيا من حقوقها قبل أن تستوفي الفئة التي تسبقها كامل حقوقها، وإذا كانت حصيلة التصفية غير كافية لتسديد الدائنين العاديين، فإنه يتم توزيع المبلغ المتوافر لهم بشكل نسبي بينهم .

#### رابعاً- الإدارة والسيطرة (MANAGEMENT AND CONTROL):

إدارة الشركة حق من حقوق المالكين العاديين ( حملة الأسهم في الشركات المساهمة وأصحاب

الشركات العادية )، ولا يملك الدائنون ولا المالكون الممتازون مثل هذا الحق :

1- فالدائنون ليس لهم أي صوت مباشر في إدارة المؤسسة، لكن لا يمكن تجاهل تأثيرهم غير المباشر في هذه الإدارة الذي يمكن أن يظهر من خلال وضعهم لبعض الشروط في عقود الاقتراض، كالمحافظة على نسب مالية معينة طوال حياة القرض، أو عدم توزيع الأرباح، أو تخصيص مبالغ محددة لأجل الوفاء الدائنين. ان أهمية تأثير الدائنين في إدارة الشركة مصدره حاجة هذه الإدارة الى كسب دعم الدائنين، لان الحاجة إليهم تبقى مستمرة باستمرار حياة المؤسسة .

2- كذلك لا يشترك أصحاب رأس المال الممتاز في الإدارة بسبب ما يتمتعون به من أولوية تجاه المالكين العاديين، لكن قد يكون لهم صوت محدود إذا ما تهددت مصالحهم .

3- أما الإدارة الفعلية للمؤسسة فهي مسؤولية حملة الأسهم العادية الذين يقومون باختيار مجلس الإدارة ليتولى الإدارة نيابة عنهم .

والحكمة في بقاء الإدارة في أيدي حملة الأسهم العادية هي كونهم الأكثر تعرضاً للأخطار بالمقارنة مع الدائنين وأصحاب الحقوق الممتازة، إذ أنهم لا يحصلون على أي دخل إلا بعد حصول الدائنين وأصحاب الامتياز على حقوقهم، ومن ثم يكونون أصحاب أكبر مصلحة في الحصول على ربح يفي باحتياجات الدائنين والملاك الممتازين ليظل لهم عائداً مناسباً. لذا فليس من المتوقع أن يقبل مثل هؤلاء المستثمرين باستثمار أموالهم في أية مؤسسة تحت مثل هذه الظروف إلا إذا كانت لديهم القوة الكافية للسيطرة على إدارتها .



**خامسا- المرونة (FLEXIBILITY):**

يوفر الاقتراض للمؤسسة مرونة في التمويل أكثر من تلك التي يوفرها التمويل عن طريق إصدار الأسهم . فالأقتراض متوافر بأنواع متعددة ومواعيد متفاوتة وبكميات تناسب الحاجة، في حين لا يتوافر مثل ذلك عند التمويل عن طريق زيادة رأس المال، لان التمويل بمثل هذه الطريقة يتطلب أن يكون حجم الإصدار بمستوى معين يبرر تحمل عناء وتكاليف وإجراءات الإصدار .

**سادسا- الأثر على العوائد (EFFECT ON RETURNS):**

الاقتراض أقل أثرا في تآكل (DILUTION) العوائد بالمقارنة مع زيادة رأس المال، لان حق المقرض يقتصر على الفوائد التي سيتم استيعاب جزء منها من خلال الضريبة، وهو بذلك لا يزيد قاعدة توزيع الأرباح، يعكس زيادة رأس المال التي تؤدي الى زيادة قاعدة التوزيع وحقوقها في الأرباح الخاضعة للضريبة .

**المبحث الثالث: العوامل المحددة لمصادر التمويل وأهم المخاطر المرتبطة به**

نحاول في هذا المبحث ارباز العوامل التي يحدد في ضوءها المصدر الأنسب للتمويل، ويتضح أن الخصائص والشروط وغيرها المرتبطة بالتمويل تأخذ في الحسبان أفضل السبل لإدارة مخاطر تمويل منشآت الأعمال، والمغزى من ذلك هو الاطمئنان إلى استمرار جدوى المشروع الفنية والمالية، واهم المخاطر المرتبطة بعملية التمويل وكيفية إدارتها.

وسوف يتناول هذا المبحث العوامل المحددة لمصادر التمويل و المخاطر المرتبطة بالتمويل و طريقة إدارتها.

**المطلب الاول: العوامل المحددة لمصادر التمويل**

تختلف الهياكل المالية للمؤسسات في مكوناتها، فبعضها يعتمد بشكل رئيس على الأموال الذاتية لتلبية احتياجاته المالية، في حين يعتمد الآخر الى حد كبير على الأموال المقترضة، والبعض قد يختار أمرا وسطا بين ذلك. هذا الأمر يضعنا أمام تساؤل حول الأسباب التي تؤدي الى وجود مثل هذه الاختلافات في تركيبة الجانب الأيسر في ميزانيات مؤسسات الأعمال من حيث طبيعة المصدر، كما يضعنا أمام تساؤل حول العوامل التي يحدد في ضوءها المصدر الأنسب للتمويل. والجواب على الشق الأول هو أن هذه الاختلافات هي نتيجة لعدة عوامل متنازعة تتراوح بين ظروف المؤسسة نفسها، والحالة الاقتصادية،

وتوافر الأنواع المختلفة من الأموال، وطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة، وتركيبية موجوداتها. أما بخصوص العوامل التي تحدد في ضوئها أنواع الأموال المناسبة للمؤسسة، فيمكن أن نعدد منها (1) :

### أولاً- الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام :

القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل، كأموال الملكية أو القروض الطويلة الأجل. أما المصادر القصيرة الأجل، فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات القصيرة الأجل . وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول. فالأصول الثابتة مثلا تقدم خدماتها لفترات زمنية طويلة؛ وعن طريق استعمال هذه الخدمات وبيع المنتجات يتوقع أن تحصل المؤسسة (إذا كانت عملياتها مرضية) على فائض من التدفق النقدي المتمثل في الأرباح المحققة مضافا إليها استهلاك الموجودات الثابتة نفسها . ولما كانت مثل هذه الفوائض لا تكفي لسداد قيمة الموجودات الثابتة الممولة خلال فترة مالية واحدة، لذا وجب ترتيب الوفاء بالديون المرتبطة بها على عدة فترات مالية بشكل يتناسب وحجم الفوائض النقدية المتحققة نتيجة حيازتها، وهي غالبا ما تكون نسبة قليلة من قيمة هذه الأصول الثابتة .

ومبدأ الملائمة يقضي أيضا بتمويل احتياجات المؤسسة القصيرة الأجل من مصدر قصير الأجل، لان تمويلها بواسطة مصدر طويل الأجل يتعارض وهدف الربحية، لأنه قد لا يكون بمستطاع المؤسسة إعادة الأموال للمقرضين عند انتهاء الموسم وتوافر الفوائض النقدية لديها، إذا كان التمويل من مصدر طويل الأجل، اما بسبب الحاجة إليها للموسم القادم، أو لوجود غرامات على التسديد المبكر، في حين يكون الأمر عكس ذلك في حالة التمويل من مصدر قصير الأجل، إذ يصفى الدين بانتهاء الدورة التجارية وتحويل المؤسسة لموجوداتها من البضائع والديون الى نقد وبذلك ينخفض مقدار ما تدفعه المؤسسة من فوائد على قروضها .

### ثانياً- الدخل (REVENUE):

ومن أهم الميزات التي يحققها التمويل عن طريق الاقتراض الثابت الكلفة (في الحالات التي تكون فيها كلفة الاقتراض أقل من العائد على الموجودات فقط) هو تحسين العائد على حقوق أصحاب المؤسسة بشكل أفضل مما لو كانت عمليات المؤسسة ممولة جميعها من قبل أصحابها، أي دون اقتراض . أما إذا

(1) - احمد السيد الكردي، مرجع سبق ذكره، ص ص 14-18.

كانت كلفة الاقتراض أعلى من العائد المحقق على الموجودات، فإن نتائج الرفع المالي ستكون عكسية حيث سينخفض العائد على حقوق المالكين .

### ثالثا- الخطر (RISK) :

ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة للتمويل من منظورين هما :

- خطر التشغيل .
- خطر التمويل .

ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها. ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض، لان عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها، وقد تتعرض للإفلاس إذا ما كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها .

أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي مثل هذا الاعتماد المتزايد الى زيادة أعباء خدمة الدين، وقد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها، وعندما تواجه المؤسسة الفشل تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم، لأنهم آخر من ستوفى حقه عند تصفية المؤسسة .

### رابعا- الإدارة والسيطرة :

بقاء سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي تلعب دورا بارزا في تخطيط مصادر التمويل . لهذا السبب ، كثيرا ما نجد المالكين المسيطرين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض، وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية، لان الدائنين العاديين والممتازين كلهم لا يهددون مثل هذه السيطرة بصورة مباشرة، لأنهم لا يملكون التدخل في الإدارة .

ومثل هذا الأمر لا يمكن له أن يحدث باستمرار، لان التوسع في الاقتراض قد يؤدي الى ارتفاع مديونية المؤسسة وعجزها عن القيام بخدمة دينها وإفلاسها، لذا سيكون من الأفضل تفادي الإفلاس بالتضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة رأس المال ودخول بعض الملاك الجدد.

### خامسا - المرونة (FLEXIBILITY) :

وتعني المرونة قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة الى الأموال، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها خاصة إذا ما تعددت مصادر

التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال .

ويتيح توافر المرونة للمؤسسة :

- ✓ إمكانية الخيار من بين بدائل عديدة عندما تحتاج المؤسسة الى التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها .
- ✓ إمكانية استخدام المتاح من الأموال عند الحاجة .
- ✓ زيادة قدرتها على المساومة مع مصادر التمويل .

**سادسا - التوقيت (TIMING):**

والمقصود بالتوقيت هو تحديد المؤسسة للوقت الذي ستدخل فيه الى السوق مقترضة لأجل الحصول على الأموال بأدنى كلفة ممكنة وبأفضل الشروط. لكن حاجة المؤسسة الى الأموال في بعض الأحيان قد تلغي قدرتها على التوقيت، إذ قد تضطر الى الدخول الى سوق الاقتراض على الرغم من عدم مناسبة التوقيت. وفي كل الأحوال، يجب أن ينظر للتوقيت في إطار قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية والأحداث المتوقعة .

**سابعا - معايير المديونية للصناعة (INDUSTRIAL DEBT STANDARDS):**

وهناك مستويات متعارف عليها لنسبة إجمالي الديون الى صافي حقوق المساهمين لمختلف أنواع الصناعات، ويجب أن لا تشذ المؤسسة في حجم مديونيتها عن هذا النمط، لان الشذوذ عن الأنماط المتعارف عليها ينبه الدائنين ويجعلها يشكون في سلامة الموقف المالي للمقترض.

**ثامنا - الظروف الاقتصادية العامة (GENERAL ECONOMIC CONDITIONS):**

قد تشجع ظروف الرواج الاقتصادي على توسع المؤسسات في الاقتراض لتمويل عملياتها بدلا من الاعتماد على زيادة رأس المال، لان ظروف الرواج تعطي المؤسسات ثقة بقدرتها على خدمة دينها.

**تاسعا - حجم المؤسسة (SIZE):**

حجم المؤسسة عامل في قدرتها على التوسع في الاقتراض، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع غالبا ما تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة.

**عاشرا- التصنيف الائتماني للمؤسسة (CREDIT RATING):**

التصنيف الائتماني هو عبارة عن رأي فني في ملاءة المؤسسة المصنفة، فكلما كان هذا الرأي إيجابيا زادت قدرة المؤسسة على زيادة مصادرها التمويلية سواء عن طريق الاقتراض أو زيادة رأس المال.

**حادي عشر - نمط التدفق النقدي (PATTERN OF CASH FLOW) :**

المقصود بنمط التدفق النقدي هو الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة، لكن يمكن تفادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول النقد الى المؤسسة.

ومن أفضل مصادر التمويل من منظور السيولة رأس المال فبالإضافة الى عدم الحاجة الى إعادته للأصحابه كما الاقتراض، فان بالإمكان تعديل الارياح الموزعة له حسب الظروف، إذا يمكن أن تتراوح النسب الموزعة كريح بين الصفر ونسبة معقولة . بينما لو تم التمويل بواسطة قرض، فان دفعات الفائدة والأقساط ستشكل عبئا أكبر والتزاما بدفع هذه الالتزامات حتى ولو لم يتحقق أي دخل.

**ثاني عشر - طاقة الاقتراض (DEBIT CAPACITY):**

قد يكون استعمال الدين لتمويل عمليات المؤسسة مواتيا للمؤسسة من ناحية ضريبية، لان الفائدة تشكل نفقة وتقطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على الاقتراض وتقديم الضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض دون حدود.

**المطلب الثاني: المخاطر المرتبطة بالتمويل**

نجد أن بعض المستثمرين يفضل عدم الاستثمار في المشاريع ذات العوائد والمخاطر المرتفعة لأنهم متحفظون ويفضلون الالتزام بجانب السلامة والحيطه والحدز فيبحثون عن مشاريع ذات مخاطر أقل حتى ولو كانت عوائدها أقل، وهناك طرق عديدة لتقسيم المخاطر، إحدى هذه الطرق هي التفريق بين مخاطر الأعمال والمخاطر المالية، فمخاطر الأعمال تأتي من طبيعة أعمال المنشأة وتتصل بعوامل تؤثر في منتجات السوق، أما المخاطر المالية فمصدرها الخسائر المحتملة في الأسواق المالية نتيجة تقلبات

المتغيرات المالية، وثمة طريقة أخرى لتقسيم المخاطر بين مخاطر عامة وأخرى خاصة، فالأولى ترتبط بأحوال السوق أو الاقتصاد عامة بينما تتصل الثانية بمنشأة بعينها أو بنوع معين من الأصول.<sup>(1)</sup>

### الفرع الأول : المخاطر العامة

**أولاً :مخاطر سوء الإدارة :** إن لأخطاء الإدارة آثارا سلبية على نتائج أعمال الشركة وبالتالي على العائد على الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة قد يؤثر على أرباح الشركة، ويجب أن تسعى الإدارة دائما إلى تحقيق الفعالية الإدارية، فعلم الإدارة هو علم الفعالية.<sup>(2)</sup>

**ثانيا :المخاطر السياسية :** أما هذا النوع من المخاطر فتندرج تحتها الحروب والنزاعات الداخلية والتأميم والمصادرة والابتزاز والتصفية وغيرها من صور المخاطر التي ترتبط بالدول الآخذة في النمو.<sup>(3)</sup> ومن المخاطر السياسية أيضا المضايقات المستمرة والمتلاحقة كالمضايقات من مصلحة الضرائب ومن مفتشي التموين والرخص والأسعار ومن رجال الأمن وهذه المضايقات تسبب الخوف وربما تحجم من الأعمال وتهرب الأموال إلى الخارج ، ضف إلى ذلك ارتفاع أسعار الضرائب والرسوم وما في حكم ذلك، والمجاملات في غير محلها إلى غير ذلك؛

**ثالثا :المخاطر القانونية :** ترتبط هذه المخاطر بعدم وضع العقود المالية موضع التنفيذ، أي أنها ترتبط بالنظام الأساسي والتشريعات والأوامر الرقابية التي تحكم الالتزام بالعقود والصفقات وقد تنشأ بسبب عدم الالتزام بالضوابط والقوانين، أو تكون بسبب التعديلات المستمرة في القوانين التي تحكم معاملات المنشآت مثل التعديلات في قوانين الضرائب والرسوم وإجراءات الإشهار، وأسعار الخدمات، وسياسات التسعير والتوزيع وحرية البيع والتصدير والحماية...إلى آخره؛

**رابعا :الأوضاع الاقتصادية :** تكتسي أهمية خاصة، في الحالات التي تضطلع فيها الحكومات بدور الضامن لقروض تمويل المشروعات، لذلك لا بد من الاطمئنان إلى مقومات الأداء الاقتصادي الجيد حيث تتوفر الإمكانيات الفنية والتكنولوجية والإنتاج الكبير الذي يؤدي إلى ارتفاع الجودة وخفض التكلفة وهذا

(1) - طارق الله خان، حبيب احمد، إدارة المخاطر، ترجمة عثمان بابكر احمد، البنك الاسلامي للتنمية، المعهد الاسلامي

للبحوث والتدريب، جدة، 2003، ص28.

(2) - حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار النهضة العربية، القاهرة ، 1996، ص47.

(3) - باسل الحيني، تمويل المشروعات البترولية في الدول العربية، مجلة النفط والتعاون العربي، العدد1997، 82،

ص151.

يتيح الوفاء بالالتزامات تجاه البنوك في حالة إذا ما تعثر المشروع وبالتالي مشكلة سداد القرض وما يترتب عليه من فوائد.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : مخاطر الأعمال

أما مخاطر هذه المجموعة فتتمثل فيما يلي:

**أولاً- مخاطر أسعار الفائدة:** إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي دائما إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها ووضع ثمنها كوديعة في أحد البنوك مثلا مما سيدر عليه عائدا أعلى.

**ثانيا- مخاطر انخفاض القوة الشرائية:** وتعني احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، فلو ارتفعت معدلات التضخم فإن القوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم، تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين، كذلك القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض مما يؤدي إلى انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد؛

**ثالثا- مخاطر السوق:** تبقى المخاطر المرتبطة بالسوق منصبة على المبيعات والتصدير فالبرغم من وجود أسواق وشبه اختفاء معوقات الدخول إليها فإن الأسعار في هذه الأسواق دائما في صعود وهبوط ولا تستقر على مستوى محدد وهذا التذبذب في الأسعار يحمل في طياته مخاطر محددة مصدرها عدم التأكد بالنسبة للمستوى الذي سوف تؤول إليه الأسعار في المستقبل، فقد تتعرض السوق إلى فترات هبوط للأسعار تستمر لأسابيع أو أشهر أو ربما سنوات أو ارتفاع في الأسعار قد تستمر أيضا لفترات قصيرة أو طويلة وهذا ينطبق على كافة أدوات الاستثمار من أوراق مالية أو سلع وغيرها كذلك المنشآت تواجه صعوبات البيع في السنوات الأولى نتيجة عدم اطمئنان المشتري إلى قدرة المنشآت الجديدة على توفير الكميات المعروضة من المنتجات لفترات متصلة؛

**رابعا- المخاطر الصناعية:** ويقصد بها تلك المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة والناجمة عن ظروف خاصة بهذه الصناعة، مثل عدم توفر الموارد الخام الذي يلزم توافرها بكميات كافية لضمان استمرارية المنشآت ولصناعات معينة أو ظهور اختراعات جديدة تؤدي إلى توقف أو الحد من الطلب على

<sup>1</sup> - حسين حسين شحاتة، تأمين مخاطر رجال الاعمال، دار الكلمة للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، الطبعة الأولى، 2000، ص ص 82-83.

المنتجات القديمة كما حصل بالنسبة للطلب على الأجيال القديمة من أجهزة الكمبيوتر والذي تأثر من ظهور الأجيال الحديثة المتطورة، ويجب التأكد من أن المشروع المطروح للتمويل مؤهل للاستفادة المثلى من هذه الميزة النسبية بوجود الإدارة أو الخبرة الفنية سواء من داخل الشركة، أو عن طريق التعاقد مع جهة خارجية ذات مكانة عالية في مجالات التدريب والتشغيل، كذلك فإن تكلفة المشروع وهيكلة التمويل مرتبطان إلى حد كبير، فالخوف ينتج عندما يتم تحميل المشروع بنود تكلفة تضعه في موقف تنافسي ضعيف أو أن يتجاوز التكلفة الكلية، وقد يخل ذلك بهيكل التمويل المقترح ويترتب على ذلك أعباء على المشروع، مما قد يؤثر على جدواه الاقتصادية كزيادة مدفوعات خدمة الدين مثلاً. (1)

### المطلب الثالث : طرق إدارة المخاطر

يرجع مفهوم إدارة المخاطر إلى العملية الإجمالية التي تتبعها المؤسسات لتعريف إستراتيجية العمل ولتحديد المخاطر التي ستعرض لها، وإعطاء قيم لهذه المخاطر ولفهم طبيعة المخاطر التي تواجهها والسيطرة عليها، وبطبيعة الحال لم يقتصر الاهتمام على الدراية بالمخاطر فحسب، بل يجب العمل على محاولة مواجهتها، فمع طول الوقت وتعاقب التجارب تم إضفاء تحسينات مستمرة على شروط تمويل المنشآت بما يحقق المصلحة المشتركة للدائن والمدين.

### الفرع الأول: إدارة المخاطر العامة

يتم استعراض إدارة المخاطر العامة على النحو التالي (2) :

#### أولاً- إدارة مخاطر سوء الإدارة :

على مجلس الإدارة أن يقوم بتطوير سياسات عامة وخطط لإدارة مخاطر التشغيل ، فالمخاطر التي مصدرها العاملون تحتاج إلى إدارة فاعلة ورصد وتحكم، وهذه بدورها تحتاج إلى قيام إجراءات عمل كافية، ومن العناصر المهمة للتحكم في مخاطر سوء الإدارة هو الفصل الواضح للمسؤوليات ووضع خطط طوارئ، وعنصر آخر مهم هو التأكد من انسجام نظم التبليغ عن المخاطر وسلامتها واستقلالها، أما بالنسبة لنقص الخبرة فلا بد من الاستعانة بشريك أجنبي ذو خبرة، وإبرام اتفاقيات المعاونة الفنية مع جهات خارجية والسعي وراء إيجاد برامج تدريب للكوادر المحلية.

(1) - حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا ارشيد، مرجع سبق ذكره، ص 47-48.

(2) - بلعدي عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 66.



**ثانيا- إدارة المخاطر السياسية :**

تكون بمواجهتها عن طريق الاستعانة بوكالات ضمان الصادرات العالمية أو تأمين خاص بالمخاطر السياسية.

**ثالثا- إدارة المخاطر القانونية :**

وذلك بإصدار القوانين والتعليمات ووضع النظم والإجراءات التي تسهل من إنشاء المشروعات والحصول على الموافقات والترخيص متى استوفت الأوراق والشروط ، والمشاركة في مراجعة مشروعات القوانين وما في حكم ذلك، والتصدي لصيغ ابتزاز الأموال بطرق غير مشروعة كالرشوة والعمولات غير المشروعة وغيرها، ويفضل التركيز على المشروعات الموجهة للتصدير، كونها أقل تأثرا بتغير السياسات وخاصة في ظل التعاقدات طويلة الأجل التي تتجنب الحكومات الإخلال بها وإنشاء مشاريع في المناطق الحرة، والحصول على تأكيد من الجهات الحكومية بعدم التدخل إلا في حالات الضرورة.

**رابعا- إدارة مخاطر تدهور الأوضاع الاقتصادية :**

بإبرام عقود تسويق طويلة الأجل مع جهات خارجية والتركيز على مشروعات التصدير والاستعانة بوكالات ضمان الصادرات الدولية لتوفير الغطاء لجانب من التمويل وإيداع إيرادات البيع الخارجي في حسابات خارجية يتم التصرف فيها وفقا لترتيب منصوص عليه في اتفاقيات التمويل.

**الفرع الثاني: إدارة مخاطر الأعمال**

أما إدارة مخاطر الأعمال فسوف نتطرق إليها في النقاط التالية<sup>(1)</sup> :

**أولا- إدارة مخاطر أسعار الفائدة :**

وذلك بتحديد بوضوح السياسات والإجراءات التي تحد من مخاطر سعر الفائدة وذلك من خلال رسم المسؤوليات ذات الصلة بقرارات إدارة مخاطر سعر الفائدة، ومن خلال تجديد الأدوات والخطط المطلوبة للاحتماء من هذه المخاطر ومن خلال الاستغلال الأمثل لفرص الاستثمار المتوفرة في السوق المالي والمصرفي، كما يجب تعيين الأشخاص أو اللجان المسؤولة عن إدارة مخاطر سعر الفائدة، وتحديد المسؤوليات والصلاحيات المرتبطة بذلك، ويجب التنويه إلى أهمية الفصل الكافي للمسؤوليات وللمهام المتعلقة بقياس المخاطر ورصدها والسيطرة عليها.

(1) - بلعدي عبد الله، المرجع السابق، ص ص 67-68.

**ثانيا- إدارة مخاطر انخفاض القوة الشرائية :**

وهو ما يقف كعائق أمام المستثمرين والدائنين على حد سواء، وفي مواجهتها يتم اللجوء إلى الحسابات الخارجية) حصيلة المبيعات، احتياطي خدمة الدين (والحصول على غطاء للمخاطر التجارية من وكالات ضمان الصادرات العالمية وكذلك تثبيت سعر المادة الخام وتأجيل مدفوعاتها في حالة انخفاض الأسعار مما يزيد على قدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته.

**ثالثا- إدارة مخاطر السوق :**

بالتغلب عليها عن طريق إبرام اتفاقيات تسويق طويلة الأجل مع جهات خارجية التي لها شأن في هذا المجال ، وهذا في السنوات الأولى للإنتاج والبيع.

**رابعا- إدارة المخاطر الصناعية ومخاطر التكنولوجيا والإدارة :**

وتتم عن طريق إبرام اتفاقيات طويلة الأجل لإمداد المشروعات بالمادة الخام، والاتفاق على سعر مناسب على ضوء التدفقات النقدية المتوقعة وتثبيته خلال مدة القرض، وكذلك الاتفاق مقدما على تأجيل مدفوعات المواد الخام وفقا لخطة تتوافق وحالات التعثر في سداد القروض، ويمكن التخفيف من مخاطر التكنولوجيا والإدارة بالاعتماد على الخبرة الأجنبية سواء في صورة شراكة أو عن طريق إبرام اتفاقيات الإدارة والمعونة الفنية مع التأكيد على أهمية وجود برنامج لتدريب الكوادر المحلية، لتحل تدريجيا محل الكوادر الأجنبية خلال حياة المشروع، كما يجب العمل على تخفيض مخاطر زيادة التكلفة الاستثمارية بالحرص على اختيار المقاول ذو الخبرة، وحصول الدائنين على ضمانات من المساهمين خلال فترة الإنشاء بالنسبة لملائمة هيكل التمويل ويجب العمل على حساب التدفقات النقدية المتوقعة وفقا لافتراضات معينة، ومنه الاستقرار على نسبة المديونية التي تحقق للمشروع جدواه الاقتصادية في ظل تلك الافتراضات، مع إعطاء مجالات أكبر لعمر القرض مما يعطي للمشروع مجال زمني أكبر.

## خلاصة الفصل :

يعتبر التمويل من القرارات الهامة والإستراتيجية في أي مؤسسة اقتصادية سواء تعلق الأمر بحجم الأموال أو مصدر الحصول عليها، فالتمويل عصب كل من عمليتي التجهيز والاستغلال في المؤسسة ولا غنى عنه لاستمرارية النشاط وتختلف مصادر الحصول على الأموال، فمنها ما هو داخلي ومنها ما هو الخارجي. ويتحدد الخيار المؤسسة التمويلي في مجال اختيار مصدر التمويل تبعا لعدة عوامل أهمها تكلفة المال أو مصدر الذي يتم اللجوء إليه.

ويزداد في الوقت الحاضر الاهتمام الواسع لدى رجال الأعمال و رجال الاقتصاد بالتمويل فالتمويل اليوم يشكل بندا جوهريا ثابتا على جدول الفرد و الأسرة و المؤسسة و الدولة .

---

---

# الفصل الثاني:

## سوق رأس المال المخاطر

---

---

## تمهيد :

كثير من المشاريع الجديدة أو التوسعية تكون عالية المخاطر وتواجه صعوبات في هذا المجال ولكنها تكون ذات أرباح عالية و تتضاعف بعد ذلك قيمة أصولها، وتحتاج هذه المشاريع أن يشترك الجميع في الربح والخسارة فتتفق المصالح والوجهة ولا تتعارض وتحتاج أيضا أن يتم تمويلها على مراحل وليس على دفعة واحدة، ولكي يتحقق هذا كله من تقنية تختلف عن التمويل التقليدي الذي يرفض الالتحام مع العملاء ويدفع المستثمر إلى المغامرة دون النظر إلى حجم الخسارة إذا انخفض العائد وتعرض المشروع للإفلاس لأنه ملزم أن يرد القرض في موعد معين ويدفع فائدة ثابتة مدة الدين، إن هذه التقنية تتمثل في رأس المال المخاطر .

وقد تناولنا في هذا الفصل المباحث التالية :

- ❖ الإطار النظري لرأس المال المخاطر
- ❖ إجراءات التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال وتجارب بعض الدول
- ❖ آليات تفعيل دور رأس المال المخاطر والعوائق التي تعترض لها مؤسساته

## المبحث الأول: الإطار النظري لرأس المال المخاطر

يعد رأس المال المخاطر مفاتيح التطور والتنمية الاقتصادية المستمرة، كما تساهم بنسبة معتبرة في تمويل المشروعات ونشأتها وآفاقها ونموها وتطورها .

### المطلب الأول: مفاهيم عامة حول رأس المال المخاطر

#### الفرع الأول: مفهوم رأس المال

يعرف رأس المال بأنه ما يدفعه المساهمون من أموال التي يتم استخدامها أساساً في إعداد المشروع لمزاولة نشاطه، ومن هنا فهو يعكس حجم النشاط المتوقع مزاولته فضلاً عن تضائل أهميته مقارنة بالموارد المالية الأخرى للمصرف.<sup>(1)</sup>

وقد وزع الاقتصاديين رأس المال إلى<sup>(2)</sup>:

- رأس المال الثابت: الذي يشمل كل الاستثمارات بالمعنى المحاسبي وهي كل وسائل الإنتاج من الآلات والأدوات، ووسائل النقل، المباني.
- رأس المال المتغير: الذي يشمل المواد المستعملة في الإنتاج أو المحولة بالإضافة إلى اليد العاملة.

رأس المال من الجهة المصرفية هو عبارة عن مصدر ذاتي أساسي لبدء النشاط المصرفي واستخدامه في مختلف أوجه الاستثمارات، ويمثل قيمة الأموال التي يشارك بها المساهمون عند تأسيس المصرف، وأية إضافات مستقبلية تطرأ على مقداره، تكون عن طريق إصدار أسهم جديدة للاكتتاب.<sup>(3)</sup>

كما يشكل رأس المال نسبة ضئيلة من إجمالي المصادر المالية للمصارف بصفة عامة، مقارنة بإجمالي الأموال المستخدمة في العمليات الاستثمارية لأن النسبة الكبيرة من أموال المصارف تتمثل في الودائع المعبأة بأنواعها المختلفة وتمكين أهمية رأس المال في أنه الملك في الصناعة المصرفية.<sup>(4)</sup>

(1) - عبد المنعم مبارك واحمد الناقه، النقود والصيرفة والنظرية النقدية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1997، ص127.

(2) - عدون ناصر دادي، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر 1998، ص108.

(3) - شوقي اسماعيل شحاته، البنوك الإسلامية، الطبعة الثانية، السعودية، 1997، ص58.

(4) - طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على اعمال البنوك، سلسلة البنوك التجارية قضايا معاصرة،

الجزء الأول، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص116.

من الناحية الفنية تمثل المخاطرة جميع النتائج الممكنة ثم تسجيل التغير الذي تسبب في حدوثها والذي من الممكن التنبؤ به.<sup>(1)</sup>

التعريف الاجتماعي لرأس المال :هو القيمة التي تؤدي إلى خلق فائض القيمة عن طريق استغلال العمال، وبين التعريفين يمكن فهم رأس المال في حدود العلاقة بين نمو وسائل الإنتاج ونمو قوة العمل.<sup>(2)</sup>

### الفرع الثاني: مفهوم المخاطرة

المخاطرة هي عوامل خارجية سلبية محتملة أو أي حدث أو ظروف أو قرارات يتوقع أن تحدث تأخيرا شديدا في تحقيق أغراض المشروع ونواتجه أو أن تحول دون تحقيقها بحيث تكون دائما خارجة بدرجة كبيرة أو تامة عن نطاق وسيطرة المشروع.<sup>(3)</sup>

تعرف المخاطرة على أنها فرصة تكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة إي التعرض لظرف معاكس عن نتيجة المرغوبة المتوقعة أو المأمولة، ويصف الحدث غير المرغوب بأنه إنحراف معاكس عن نتيجة منشودة تكون متوقعة أو مأمولة فالمخاطرة في هذه الحالة عبارة عن حالة أو وضع في العالم الواقعي فهو مزيج من الظروف في البيئة الخارجية وان في هذا المزيج من الظروف توجد إمكانية لحدوث خسارة. وعندما نقول أن حدث ما ممكن الوقوع نعني أن له احتمالية تتراوح بين الصفر والواحد فهو ليس مستحيلا كما انه ليس مؤكداً، ونلاحظ انه يشترط أن يكون الاحتمال أو الإمكانية قابلة للقياس بل إن توجد فقط، فقد تستطيع أولا قياس درجة المخاطرة ولكن احتمالية النتيجة المعاكسة يجب أن تتراوح بين الصفر والواحد؛

أما من جانب آخر فالمخاطرة هي التي يمكن لمتخذ القرار إن يحدد ويضع من خلالها توزيعات احتمالية للحدث على ضوء الدراسة السابقة ويمكن التميز بين نوعين من المخاطرة الموضوعية التي تكون ذلك الجزء من المخاطرة الذي يمكن تحديده بواسطة دراسة الحقائق التي يمكن التعبير عنها كمياً، والمخاطرة الذاتية التي تكون ذلك الجزء من المخاطرة الذي يحدد بواسطة تقدير ومزاج المنظم الذي يتخذ القرار؛

(1) - محاببية نصيرة، وظيفة الهندسة المالية في البنوك، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 2006، ص154.

(2) - المرجع نفسه، ص118.

(3) - الشوكي سمير، المعجم الإداري، دار المشرق الثقافي، الاردن، 2006، ص285.

أما عن التعريف الإحصائي للمخاطرة فهي تمثل " الانحراف المعياري النسبي لعوائد الاستثمارات المتوقعة فهي تعبر عن درجة التشتت لعوائد المستقبلية عن متوسط القيم المتوقعة لها، وتقاس المخاطرة أما باستعمال التباين أو برتبيع الانحراف المعياري أو معامل الاختلاف للعوائد الممكنة في المستقبل والتذبذب في العوائد لا يعني بالضرورة وقوع خسائر"، وإنما تناقص قيمة العوائد عن المستوى المتوقع للعائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساسا إلى حالة عدم التقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية، فالمخاطرة إذن عبارة عن إنتظام العوائد.(1)

### الفرع الثالث: نشأة وتطور رأس المال المخاطر

يرجع أصل نشأة مهنة رأس المال المخاطر إلى اليوناني THALES MITE مؤسس علم الهندسة الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي من خلال استخراج الزيت من الزيتون بفضل القروض التي حصل عليها من مقرضين مخاطرين والتي مكنته من إنشاء وتطور مشروعه بعدها تكررت التجربة حوالي ألفي عام من الزمن مع رحلات الاسبان والبرتغاليين إلى العالم الجديد خلال القرنين 15 و16. حيث لم يكن البحارة المقامرون يملكون شيئا سوى فن ركوب البحر بينما تعهد الرأسماليون المخاطرون بإعادة العدة والتجهيزات والمؤن، فقاموا بشراء السفن ومولوا هؤلاء البحارة. وقد شهد القرن 20 النشاء الحديث لمنظمة رأس المال المخاطر من خلال الجنرال الفرنسي DORIoT حيث أنشأ في أمريكا عام 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر وهي مؤسسة ARD التي تخصصت في تمويل الشركات الالكترونية الشابة، بعدها ظل نمو مؤسسات رأس المال المخاطر في السوق الأمريكية بطيئا حتى عام 1977، أين حدثت طفرة كبيرة حيث بلغت الاستثمارات التي توظفها مؤسسات رأس المال المخاطر بعناية كبيرة من الجماعة الأوروبية حيث تأسست في بروكسل عام 1983 الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر في أوروبا وكان من نتيجة ذلك أن حدث تطور ملحوظ في هذا النشاط حتى بلغت الاستثمارات التي توظفها مؤسسات رأس المال المخاطر في الاتحاد الأوربي في نهاية 1999 نحو 14.5 مليار دولار.

(1) - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية)، الطبعة الأولى

2003، ص ص 16-18.



وعلى الصعيد العالمي ككل يفيد تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDA أن الصناعة العالمية لرأس المال المخاطر توفر غطاء تمويليا للمشروعات يقرب على 100 مليار دولار سنويا.

أما عربيا فقد كان ظهورها محتشم حيث لم تعرف مصر نشاط رأس المال المخاطر إلا من خلال قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 الذي استحدث نشاط شركات رأس المال المخاطر والقرار الوزاري رقم 35 لسنة 1996، الذي استحدث صناديق الاستثمار المباشر وإلى الآن مازال هذا النشاط محدودا حيث لم يتجاوز عدد مؤسساته في نهاية عام 2000 سوى 12 مؤسسة منها 10 تتخذ شكل شركات رأس المال المخاطر و 02 صندوقان للاستثمار المباشر.<sup>(1)</sup>

### الفرع الرابع: مفهوم رأس المال المخاطر

حسب الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر NVCA هو: " استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل، في منشآت تملك استعدادات قوية، منجز من طرف مستثمرين متخصصين".<sup>(2)</sup> يعرف رأس المال المخاطر بأنه " أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات، حيث لا تقوم هذه التقنية على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة، إذ يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله مع تحمل الخسارة كليا أو جزئيا في حالة فشل المشروع الممول".<sup>(3)</sup>

تعريف الجمعية الأوروبية (EUCA) : كل رأسمال يوظفه وسيط مالي متخصص في 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 هو مصدر المخاطر) أصلا في الحصول على فائض مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات.<sup>(4)</sup>

(1) -دوابة اشرف محمد، دور الاسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الاجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، الإسكندرية ، 2006، ص223.

(2) -Emmanuelle Dubocage Et Dorothee Rivaud Danset, **Le Capital-risque**, Ed La Découverte, paris, 2006, p6.

(3) - صالحى عبد القادر، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، واقع وآفاق، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، 2007-2008، ص71.

(4) - ضياف عليّة، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير ،كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2009، ص81.

وعليه فانطلاقاً من تعاريف السابقة لرأس المال المخاطر يمكننا إعطاء تعريف شامل لرأس المال المخاطر وهو انه يمثل توفير الغطاء التمويلي لمؤسسات ذات مخاطر مرتفعة سواء ناضجة أو ناشئة تتميز باحتمال عائد ضخم مع عدم ضمان استرداد رأس المال في تاريخ محدد ولا الحصول على دخل مؤكد وذلك أملاً في الحصول على فائض قيمة مرتفعة في المستقبل.

### الفرع الخامس: أدوات رأس المال المخاطر

يشمل رأس المال المخاطر على صنفين من الأدوات هما<sup>(1)</sup>:

#### أولاً-أدوات اتخاذ القرار للمستثمر:

**الخطة التجارية:** تعتبر الخطة التجارية بمثابة البرنامج الرئيسي للمشروع ومن خلاله تتضح الأهداف الخاصة، وكذلك من إمكانية تجسيد هذا المشروع على أرض الواقع وتسمح أيضاً هذه الخطة بتقدير المخاطر التي يمكن التعرض لها نسبة الإرباح المحققة، وكذلك تشمل الخطة مجموعة من المعلومات النوعية ( تتعلق أساساً بالأهداف، إستراتيجية المؤسسة ...) ومعلومات كمية والتي تتعلق بالنتائج الرقمية) تتعلق أساساً بالميزانية، جدول النتائج، جدول المركز المالي...) وكذلك تحديد الوسائل التي تستعمل وكذلك تقدير الحاجات المالية ويتم فحص الخطة التجارية من قبل أصحاب رأس المال المخاطر، وذلك بتحميل بعض الظواهر كدراسة الوسائل، الهيكلية المالية، الحاجات لرؤوس الأموال الخاصة والقروض، الحاجة لرأس المال العامل وكذلك تقييم لرأس المال البشري لكن لا يتوقف التحليل هنا بل ينتقل إلى مرحلة تقوية أعمق وهذا باللجوء على أخصائيين في القانون وفي المالية، المحاسبة وعلم الاجتماع.

**التقدير والتقييم:** يعد تقييم المؤسسة عنصراً رئيسياً لتطورها، إذ تعتبر الخطة التجارية مرجعاً ملموساً للتقييم ولكن لا يوجد قوانين دقيقة بل مجموعة طرق ومميزات التي توصل لاقتراح ملموس، فعملية التقييم تواجه مجموعة من الصعوبات وخاصة بالنسبة للمؤسسات غير المسجلة في البورصة فالصعوبة الأولى تكمن في تقدير مفهوم القيمة الاقتصادية للمؤسسة مع المعلم أن القيمة الاقتصادية لها قسمين: القسم الأول قيمة الأصول الموجودة والقسم الثاني قوة النمو فعند زيادة حصة رأس المال غير الملموس المعنوي، فيكون قياس مردودية الاستثمار غير حقيقي أو غير مؤكد.

(1) -ضيايف عليّة، المرجع السابق، صص 104-105.

## ثانياً - أدوات المتابعة

**المراقبة:** طريقة المراقبة تتمثل في ضمان تطبيق الخطة التجارية بشكل جيد فمن خلال عملية المراقبة الجيدة فأى نوع من أنواع المخاطر يحل ويكون موضوع قياس فالخطة التجارية ستساعد عملية متابعة المشروع من طرف المستثمر

**تقدير التقارير:** لكي يسير نظام المتابعة على أكمل وجه وتكوين المستثمر الجديد كذلك يسير في أحسن الظروف بحيث يتم وضع حيزا من التقارير والتي تقدم في شكل جداول إذ أن جدول الوضعية يكون واضح ودقيق وكامل ويتم وضعه مع الشركاء الماليين وتتوفر فيه المعلومات التالية:

- ✓ معلومات حول حجم النشاط (رقم الأعمال، حجم الإنتاج...)
- ✓ مردودية الاستثمارات
- ✓ النقدية: سيولة قصيرة ومتوسطة الأجل والقدرة على السداد

## المطلب الثاني : مؤسسات رأس المال المخاطر

## الفرع الأول: مفهوم مؤسسات رأس المال المخاطر

تعرف مؤسسات رأس المال المخاطر على أنها شركات تتخذ حصصا أو مساهمة في رأس مال المؤسسات غير المدرجة في البورصة والتي أنشأت حديثا وتتمو بسرعة في المجالات التي هي بحاجة إلى رؤوس الأموال لضمان تنميتها.<sup>(1)</sup> وهذا التعريف خاص بتمويل المؤسسات الناشئة التي لا يمكنها دخول السوق، وتقوم هذه الشركات بالعديد من الأنشطة الاستثمارية التي تتميز بارتفاع المخاطر والعوائد ويكون الدافع أو الحافز الأساسي لمثل هذا النوع من الشركات هو ارتفاع العوائد المحتملة والمتوقعة.<sup>(2)</sup>

(1) - صالحى عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص73.

(2) - دوابة أشرف محمد، مرجع سبق ذكره، ص221.

**الفرع الثاني : مميزات مؤسسات رأس المال المخاطر**

تتفرد مؤسسات رأس المال المخاطر بمجموعة من الخصائص تميزها عن باقي المؤسسات يمكن إجمالها فيما يلي<sup>(1)</sup> :

**أولاً- شركات رأس المال المخاطر مصدر تمويلي من مصادر التمويل الخارجية**

كونها تمثل مدخرات المستثمرين من خارج نطاق مؤسسات المستثمر بها وما يميزه عن باقي أنواع التمويل الخارجي انه ليس انفصال بين الملكية والإدارة مع الأخذ بعين الاعتبار أن مشاركة الممول في الإدارة تحكمها القاعدة السابقة الذكر قليل من التدخل مع نجاح المشروع، وكثير من التدخل مع وجود مشاكل وصعوبات.

**ثانياً- مساهمة مؤسسات رأس المال المخاطر في حل مشكلة التمويل**

على الرغم من المخاطر التي تحيط بمجالات استثمار مؤسسات رأس المال المخاطر، باعتبارها استثمارات طويلة الأجل ينقصها معيار الإدارية والأمان، فضلا عن تلك التي تحيط بمهنة رأس المال المخاطر باعتبارها مستحدثة نسبيا، لم يألفها السوق من قبل، إلا انه من الضروري دعم نشاطها بهدف دفع المشروعات والابتكار، فأمام تزايد الحاجات التمويلية للمشروعات الناشئة من جهة وشح الأوساط التقليدية للتصدي إلى تلك الحاجات من جهة أخرى يظهر خيار مؤسسات رأس المال المخاطر كطرق نجاة هام وضروري.

**ثالثاً- الميزة الإستراتيجية لمؤسسات رأس المال المخاطر**

يمكن أن تتبنى مؤسسات رأس المال المخاطر إستراتيجية تنويع الاستثمارات وذلك بتنويع القطاعات الصناعية، أو التجارية، حيث تحرك فرص الاستثمار بالاتجاه القطاعات التي لم يسبق الاستثمار فيها مع احتمال آفاق نمو أعلى من غيرها، واعتمدت هذه الإستراتيجية في العديد من مؤسسات رأس المال المخاطر الناجحة في اكتساب المؤسسات أحسن خبرة ممكنة، مما يمثل ضخامة إضافية لأموال تلك المؤسسات فضلا على أن التركيز عادة يجري حول قطاع يتميز بنمو مشروعاته ويمكن أن يكون أكثر ارتفاعا من غيرها.

(1) - بلعدي عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص308.

## رابعاً- تميزها بدعم المشروعات الناشئة والمتعثرة

تدعم مؤسسات رأس المال المخاطر المشروعات الناشئة وكذلك المشروعات المتعثرة عن طريق تغطية الحاجات التمويلية خلال مختلف أطوار حياتها دون ضمانات بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفعالية أشخاصه، حيث تساهم في توفير الدعم المالي والفني اللازم لإعادة هيكلتها، وجذب الاستثمارات إليها، بما يثبت روح الطمأنينة في نفوس المستثمرين، ويحفزهم على الاستثمار فيها للاستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع ان يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطه ويزدهر.

## المطلب الثالث: أهمية مؤسسات رأس المال المخاطر ومتطلباته

## الفرع الأول: أهمية مؤسسات رأس المال المخاطر

تعتبر مؤسسات رأس المال المخاطر من أهم وسائل التدعيم المالي والفني لأي مشروع في الاقتصاديات المعاصرة، لما تتميز به هذه المؤسسات من قدرة على التعامل مع المخاطر، لهذا ارتأينا أن نتناول في هذا الفرع أهمية شركات رأس المال المخاطر على النحو التالي (1) :

لرأس المال المخاطر أهمية قصوى ومكونا رئيسيا من مكونات سوق رأس المال ومهنة ضرورية لدعم النمو الاقتصادي وتلعب مؤسسات رأس المال المخاطر دورا فعالا في تمويل المؤسسات بحيث تمدها بالأموال والخبرة والطرق الحديثة في الإدارة والتنظيم وتدمج أموالها مع أموال المؤسسات الممولة، وهذا ما يحقق تمويلا محفزا لهذه المؤسسات لان تنهض نحو الأفق وتحقق أرباحا معتبرة بعكس طريقة تمويل الاستدانة المحفوفة بمخاطر السداد وبسعر الفائدة وأعباء أخرى كإشكالية الضمانات وغيرها ولذلك نجد أن كثير من الدول لم تعط ظهرها لمثل هذه المؤسسات بل أولتها العناية الكافية مثل الولايات المتحدة الأمريكية التي أعطت لها اهتماما بارزا لنهوض بالأعباء الملقاة على عاتقها مما مكن هذه المؤسسات من التطور السريع وبلوغ أهدافها وتوفير التمويل اللازم لأكثر من 2000 مؤسسة سنويا عبر أكثر من 1000 مؤسسة رأس مال مخاطر وقد بلغ حجم استثمارات مؤسسات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في نهاية عام 1999 ما قيمته 30 مليار دولار أمريكي مقابل 13.7 مليار دولار أمريكي عام 1997، أما في الاتحاد الأوروبي بلغت استثمارات مؤسسات رأس المال المخاطر نحو 14.5 مليار أمريكي عام 1998، مقابل 9.6 مليار دولار أمريكي نهاية 1997.

(1) - عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، د س

وحسب تقرير لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE توصلت إلى أن الصناعة العالمية لرأس المال المخاطر توفر غطاء تمويليا للمشروعات بقيمة تزيد عن 100 مليار دولار سنويا على مستوى دول العالم ككل وهكذا ظهرت في الأفق مؤسسات المال المخاطر كمهنة ضرورية لتمثيل مشاريع التنمية ورفع نسبة النمو الاقتصادي خاصة في الدول النامية، ويعتبر رأس المال المخاطر مكونا رئيسيا من مكونات سوق رأس المال،

ويمكن حصر أهمية إلى جانب الأهمية السابقة في النقاط التالية<sup>(1)</sup> :

### أولاً- تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي:

نجد أن الدول التي تطبق برامج الإصلاح الاقتصادي والتي تعتمد على خصوصية القطاع العام تحتاج إلى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة تقدمها مؤسسات رأس المال المخاطر المستعدة لتحمل المخاطر، وتقديم الدعم لمؤسسات القطاع العام المخصصة والتي تحتاج إلى هيكلية مالية وفنية، وتلعب هذه المؤسسات دورا حيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازم للمشروعات الاقتصادية دون الإفراط في خلق النقود أو منح الائتمان المصرفي، بالنظر إلى أن هذه المؤسسات تعمل على تعبئة رؤوس الأموال وتوجيهها نحو التجمع حول الاستثمار الإنتاجي.

### ثانياً- دعم تمويل المؤسسات الجديدة

يمثل دعم المؤسسات الجديدة المجال الطبيعي لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وحتى الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية انطلاقها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفاعلية أشخاصه وهذه الوظيفة هامة جدا لتلك المشروعات خاصة في البلدان النامية، بالنظر إلى أن هذه المشروعات لا تستجيب لمعايير الاقتراض التقليدية التي تتطلبها البنوك بصفة عامة.

### ثالثاً- دعم المؤسسات المتعثرة

بعد الاتجاه إلى تغليب صيغة القطاع الخاص في البلدان النامية، أصبحت السوق تزخر بمشروعات متنوعة المخاطر تعمل في قطاعات متعددة وتمر بمراحل ودرجات مختلفة من إعادة الهيكلة المالية والفنية، ومن هذا الصدد يمكن أن تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني اللازم لإعادة هيكلة هذه المشروعات، وفي جذب الاستثمارات إليها من خلال ما تتضمنه مساهمة

(1) - عبد الباسط وفاء، المرجع السابق، ص9.

تلك المؤسسات في المشروعات من متابعة فنية ومالية ضرورية لإصلاح مسارها، بما يبيث روح الطمأنينة في نفوس المستثمرين، ويحفزهم على الاستثمار فيها للاستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثاني: متطلبات رأس المال المخاطر

هناك مجالات محددة يجب معالجتها عند تأسيس مناخ وبيئة ملائمة لنشاط رأس المال المخاطر وهو السبيل لجذب الاستثمارات المخاطرة وإيجاد صناعة رأس المال المخاطر، حيث يجب التركيز على هيكل السوق المالية، وتوفير الموارد البشرية والفرص الاستثمارية للمؤسسات الداعمة، ووجود سياسة حكومية مرتبطة بهذا الشأن، وعلى الرغم من أن مستوى التنمية في أية دولة له أثر المباشر على هيكل سوق رأس المال المخاطر بها، فهناك متطلبات محددة يجب توفرها في أية سوق، والتي تتمثل في النقاط التالية:<sup>(2)</sup>

- إزالة العوائق القانونية والتنظيمية والمالية، خاصة التي ترتبط بأسواق رأس المال حتى يصلوا إلى مستوى متغير وفعال يساعدهم على القيام بالأدوار المنوطة إليهم والقوانين التي تحمي حقوق الملكية الفكرية مثل : براءات الاختراع، حقوق الطبع، العلامات التجارية...الخ
- توفير عرض كاف من الأفكار الإبداعية والمبادرات، توعية المستثمرين وأصحاب الأفكار المبدعين بأهمية رأس المال المخاطر.
- الإدارة المؤهلة وتوافر الكوادر البشرية المؤهلة والمدربة على استثمارات رأس المال المخاطر، والقادرين على تحمل المسؤولية ويقبلون بالمخاطرة العالية لأهميتهما على مستوى: قطاع رأس المال المخاطر والقدرات الفنية والخاصة التي يحتاج إليها وتوافر أصحاب المشروعات المهتمين.
- تواجد إطار عمل مؤسسي يمكن تعميمه يركز الانتباه على الدور الجوهري الذي تلعبه كل من الحكومات والجامعات في الترويج لتنظيم المشروعات.
- توفير بيئة اقتصادية تتوفر على الحرية الاقتصادية وتتميز بقلّة التدخل الحكومي.
- الشهية للمغامرة لها أهمية أساسية لذا فمن غير المحتمل أن تنتعش ويزدهر توفر رأس المال المخاطر في مجتمعات حيث الأعراف والتقاليد الثقافية والسياسات الحكومية وإبطاء البيروقراطية لا تشجع

(1) - بوراس احمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة، 2008، ص129.

(2) - محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحة الماجستير مدعوم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية مشروع رقم (01-21)، 2012، ص32.

على المغامرة، فالمال المخاطر يتطلب بدلا من ذلك توازنا متناسبا من المغامرة والمكافأة (المردود)، فلو كانت عواقب الفشل لا تقود فقط إلى الإفلاس القانوني، بل والدمار الشخصي أيضا، فإن نموذج رأس المال المغامر لم يكن حتى لينطلق أبدا.

- تكامل واستقرار أسواق رأس المال، وتوفير آليات خروج سهلة ومتعددة التي تتيح وسائل ملائمة للخروج تناسب الخصائص المختلفة للأعمال المرتبطة بهذا الاتجاه، تمثيل عملية الخروج من الاستثمار الناجحة عنصر جذب للمستثمرين من خلال العائدات المرتفعة من جهة، كما أنها تسمح برفع رأس المال بالنسبة لرأس المال المخاطر من جهة أخرى.

### المطلب الرابع : أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر:

#### الفرع الاول: شركات رأس المال المخاطر

يتمثل مجال نخصصها في تمويل الأنشطة الاستثمارية الواعدة الخطرة إلي التي تتميز بارتفاع عنصر المخاطرة ولكن آفاق نموها المحتملة كبيرة بحيث يتوقع أن يحقق الاستثمار فيها فائض قيمة، ناتج عن إعادة بيع الحصص محل اعتبار، وعلى ذلك ينصب اهتمام شركات رأس المال المخاطر على نوعين من المشروعات<sup>(1)</sup>:

- المشروعات الجديدة ذات المخاطر المرتفعة
- المشروعات القائمة المتعثرة التي لا تحقق العائد المطلوب منها، إما لنقص التمويل أو لقصور في الإدارة أو في الأساليب الفنية الإنتاجية أو غيرها من الأساليب.

وتقوم شركات رأس المال المخاطر من خلال المشاركة في المشروعات الخطرة بتقديم العون اللازم لتحسين فعاليتها، سواء تمثل ذلك العون في تقديم المساندة المالية أو الفنية، حتى إذا ما أُنعت أصبحت تحقق عوائد عالية تقوم بإعادة بيع أنصبتها في هذه المشروعات محققة فائض قيمة مرتفع يتناسب مع درجة المخاطر المبدئية التي تعرضت لها.<sup>(2)</sup>

(1) - بلعدي عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 306.

(2) - عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، ص 61.



## الفرع الثاني: صناديق الاستثمار المباشر

صناديق الاستثمار المباشر عبارة عن هياكل مالية لتجميع وإدارة أموال عدة مستثمرين، حيث تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في الأوراق المالية للشركات المقيدة وغير المقيدة بالبورصة في المراحل الأولى من حياتها وكذا في الشركات التي تحتاج إلى إعادة الهيكلة المالية والتشغيلية وذلك بغرض تحقيق فائض قيمة مرتفع في المستقبل خاصة إذا تم إدراج هذه الشركات في البورصة ولصناديق الاستثمار أهداف رئيسية نوجزها في النقاط التالية<sup>(1)</sup>:

- تدوير محافظ للأوراق المالية للبنوك بهدف تحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها وكذلك زيادة فاعلية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها البنك حيث أن تحول المحفظة سيؤدي إلى بيع أسهم وشراء غيرها.
- إنشاء صناديق الاستثمار يؤدي إلى فتح المجال حتى أمام صغار المدخرين للتعامل مع أسواق المال وهؤلاء حرموا لسنوات طويلة من التعامل مع سوق المالية الذي كان حكرا على كبار المدخرين
- زيادة الربحية والعوائد لجميع الأطراف المتعاملين مع صناديق الاستثمار
- تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات الاستثنائية المختلفة من صندوق لآخر وفقا لما يتوافق وأوضاع المستثمر.
- تنشيط بورصة الأوراق المالية لأنه من خلال سوق مالي قوي ونشط يمكن تحقيق أهداف الإصلاح الاقتصادي وخاصة فيما يتعلق بعملية الخصخصة التي لن يتحقق لها النجاح إذا لم يكن هناك سوق مال قوي ونشط ومؤهل، يسهل عملية توسع قاعدة الملكية ومشاركة المواطنين في الممارسات الاقتصادية للدولة.
- تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمختلف مجالات الاستثمار وهذا من شأنه أن يؤدي إلى زيادة نشاط وفاعلية سوق الأوراق المالية وكذلك حماية مدخرات الأفراد وذلك بإتاحة وسائل استثمار مرتفعة العائد.
- مراعاة اعتبارات الأمان حيث أن منهج وأسلوب عمل صناديق الاستثمار يهدف تماما إلى تقبل وتوزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد منافذ الاستثمار وقيام المستثمر باختيار المدى الزمني المناسب

<sup>1</sup> -جوليت فيولي، استثمار أموالك في صناديق الاستثمار، ترجمة خالد العامري، دار القانون للنشر والتوزيع، مصر، 1999، ص21.

له إذا كان طويل الأجل أو قصير الأجل وفقا لاحتياجاته، إذ أن رغبات المستثمر ومحافظة من حيث الهيكل التمويلي لها إلى قسمين رئيسيين وهما<sup>(1)</sup> :

• **صناديق الاستثمارات ذات النهاية المغلقة:** هي الصناديق التي تكون حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور محددا، بمعنى أن هذه الصناديق تصدر عددا ثابتا من الوثائق المالية الوحدات يتم توزيعا على المستثمرين فيها كل حسب حصته وطبقا لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالكي هذه الوثائق التخلص منه، فالطريق الوحيد المتاح له هو أن يبيعها في السوق المالية المنظمة (البورصة) التي يتم فيها تداول هذه الوثائق أو في السوق غير المنظمة (السوق غير الرسمية) وذلك من خلال التجار وبيوت السمسرة.

• **صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:** هي الصناديق التي لا تحدد حجم الموارد المالية المستثمرة وفي وثائقها من قبل الجمهور، ولا تحدد عدد الوثائق المالية المصدرة منها، إذا يجوز لها إصدار وبيع المزيد من هذه الوثائق تلبية لحاجات المستثمرين وإدارة هذه الصناديق مستعدة لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب احد مالكي هذه الوثائق في التخلص منها جزئيا أو كليا ولذلك فهي تحرص دائما على توفير نسبة ملائمة من السيولة تمكنها من دفع قيمة الوثائق غير القابلة لاسترداد كما هو الحال في صناديق ذات النهاية المغلقة ومن هنا فإن وثائق الصناديق ذات النهاية المفتوحة لا تتداول في الأسواق المالية، وليست لها قيمة سوقية ويمكن للمستثمر فيها أن يحصل على الدخل والعوائد الناتجة عن استثمارات الصندوق على دفعات شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية، حسب الشروط التي تبينها نشرة الإصدار في هذه الصناديق، كما يحق للمستثمرين إعادة استثمار ذلك الدخل أو العائد إذا أراد ذلك.

(1) - احمد حسن بن احمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 8-9.

## المبحث الثاني: إجراءات التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال وتجارب بعض الدول

تحتاج المشاريع الجديدة إلى مراحل وليس دفعة واحدة وان تكون هناك تنوعا في عددها كما وكيفا وان يكون قابل للتنمية والتطور وان توسع قاعدة ملكيتها، ولكي يتوفر هذا كله يجب توفر أداة أو تقنية تتجه إلى هذه المشاريع وتدفع الابتكار وتكون مفيدة للغاية للتنمية الاقتصادية.

### المطلب الأول : المرحلة التمويلية التي تغطيها مؤسسة رأس مال المخاطر

التمويل عن طريق رأس المال المخاطر يغطي عدة مراحل متمثلة في (1) :

#### الفرع الأول: تمويل مرحلة الإنشاء ( capital création )

يتضمن هذا النمط من التمويل مؤسسة ناشئة في مرحلة ما قبل الانطلاق، وتتمثل عموما في مصاريف البحث والتجارب والتوثيق وبالتالي تمويل مرحلة الإنشاء ستغطي أيضا نفقات البداية التجارية.

#### الفرع الثاني: تمويل مرحلة التنمية ( capital de développement )

خلال مرحلة التوسع يكون صاحب المشروع بحاجة لتغطية النفقات المتزايدة خلال المرحلة الإنتاجية، حيث أن التمويل الذاتي غير قادر لمواجهة هذه الاحتياجات المالية، كما يغطي رأس المال المخاطر مرحلتي التطور والنضج، وبالتالي رأس المال المخاطر ( التطور والتنمية) يهتم بالمؤسسات التي تعدت مرحلة ضخ رأس المال المخاطر أي تتأكد قوة أسواقهم ولكن لازالت تحتاج إلى زيادة التمويل لتسريع نموها الداخلي، حيث أن خلال مرحلتي التطور والنضج ونتيجة للمخاطر المصاحبة لهذه المراحل فيلاحظ تناقص كبير وواضح في التمويل المتاح، وبالتالي يلعب التمويل الذاتي دورا ملموسا، وتكسب المشروعات القدرة على الاستدانة، حيث تضمن لها قدراتها الذاتية إمكانية الحصول على القروض، فيبدأ معها دور مؤسسات رأس المال المخاطر في التوازن تدريجيا تاركة الساحة شيئا فشيئا لوسائل التمويل التقليدية.

(1) - ضيف عليه، مرجع سبق ذكره، ص ص 88-89.

### الفرع الثالث: تمويل مرحلة تحويل الملكية (capital retournement)

وهو ما يطلق عليه أيضا رأس المال الإنهاض أو الاستدارة ويخصص هذا التمويل للمشروعات التي هي بحاجة للتقويم وتواجه صعوبات خاصة لكنها تتوفر على الإمكانيات الذاتية لإعادة إنهاضها، ففتتولاها شركة رأس المال المخاطر حتى تستقر في السوق وتحقق أرباح.

الجدول التالي يلخص أشكال رأس المال المخاطر والمراحل المصاحبة لتمويلها.

#### جدول رقم(01-02) : مراحل نمو المشروع ومصادر التمويل.

أشكال رأس المال المخاطر	التعريف	التمويل عن طريق رأس المال المخاطر	الخطر	مدة الاستثمار
1-رأس مال المنشأة	خلق المؤسسة	شبه معدوم	مرتفع جدا	من 5 إلى 10 سنوات (أو أكثر)
2-رأس مال البداية (الخلق)	بداية تكوين النشاط	صعب أو ضعيف جدا	مرتفع	من 4 إلى 7 سنوات
3-رأس مال التطور والتنمية	نمو وتطور النشاط	مهم	عادي	من 3 إلى 5 سنوات
4-رأس مال التحويل	استرجاع المؤسسة	ممکن	عادي	من 3 إلى 7 سنوات

المصدر : ضياف عليّة، مرجع سابق، ص90.

### المطلب الثاني : استراتيجيات مؤسسات رأس المال المخاطر

#### الفرع الأول : الاستراتيجيات التمويلية

عندما يستغيث مشروع ما بالبنوك طالبا منها العون المالي، تطلب منه الاطلاع على ميزانيات نشاطه الماضية، أما عندما يتعامل مع مؤسسات رأس المال المخاطر فتنشأ علاقة من نوع آخر بينه وبين المخاطر المالي، لها قواعد وأهداف ومنطق وسلوكيات تختلف عن تلك المعهودة في تمويل التقليدي، فالمخاطر لا يعنيه كثيرا الحديث عن الماضي وإنما يضع في المقام الأول مستقبل المشروع، لذا فإنه يطلب منه "خطة تطور" مبين فيها بالتفصيل كافة مكوناتها (الصناعية والتجارية والمالية) وسياسات المشروع وأهدافه، وإستراتيجية لتحقيق السياسة المحددة (طرق ووسائل الوصول على النجاح)، على أن

يرفق بذلك (أن كان المشروع قائما من قبل) خياراته واستراتيجياته التي تمت في الماضي وأرقام عامة حول الممارسة الماضية.<sup>(1)</sup>

وبصفة عامة ينبغي أن تشمل خطة التطور على خمسة عناصر أساسية<sup>(2)</sup> :

1. ما هو الهدف النهائي للمشروع؟ هل خلق الشراء، أم خلق منتج أو خدمة، أو التصنيع أم البيع، أم شغل حصص سوقية كافية للتمويل الذاتي في المستقبل... الخ
2. ما هي السياسة العامة للمشروع، هل هي التخصص في منتج معين، أم تنوع المنتجات، أم تنوع الأسواق... الخ
3. ما هي الأهداف الرقمية للمشروع؟ هل الوصول بحجم رقم الأعمال إلى مرحلة تحقيق إيرادات، أم الوصول به لمرحلة أعلى من تحقيق إيرادية الاستثمارات... الخ
4. ما هي استراتيجيات نجاح المشروع ( الخيارات الصناعية والتجارية) وطرقها (النمو الداخلي والنمو الخارجي) ووسائلها المختارة (الوسائل المالية والبشرية).
5. ما هي الإيرادية المالية المتوقعة للاستثمارات.

ويتطلب بحث مكونات خطة التطور السابقة، أن تضم مؤسسات رأس المال المخاطر متخصصين من رجال الصناعة في المجال المراد الاستثمار فيه، حتى يمكنهم أن يتفهموا وجهة نظر المشروع، وطبيعة القطاع الذي يعمل به، ومدى استخدامه للمزايا التكنولوجية المعروفة في سوق الصناعة وكيف يمكن أن يأخذ مكانة في الصناعة والسوق... ومن ثم استظهار نقاط الضعف والقوة الذاتية في المشروع، وعلى أية حال تلعب الإستراتيجية التمويلية للمؤسسات رأس المال المخاطر دورا محل اعتبار في الغطاء التمويلي للمشروعات المقبولة.<sup>(3)</sup>

ففي دراسة الشركة الفرنسية للمستثمرين في رأس المال AFIC عام 1997، اتضح أن نحو 1200 شركة تقريبا يجري تمويلها سنويا عبر مؤسسات رأس المال المخاطر، وكانت قيمة العمليات التمويلية مختلفة حسب مراحل التطور وهو ما يوضحه الجدول التالي:

(1) - عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، ص 97.

(2) - المرجع نفسه، ص 98.

(3) - بلعدي عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 98.

الجدول رقم: (02-02) يمثل قيمة العمليات التي يجري تمويلها سنويا عبر مؤسسات رأس المال المخاطر.

مرحلة التطور	عدد العمليات	إجمالي قيمة الاستثمار	متوسط الاستثمار في كل شركة
قبل الإنشاء	-	-	-
خلال الإنشاء	-	-	-
نهاية الإنشاء	536	1097	20.1
التطور	559	2507	4.5
تحول الملكية	181	4022	22.2
شراء حصة الأقلية	575	631	2.2
الإجمالي	1841	8257	49

المصدر: عبد الباسط، مرجع سابق، ص 99.

### الفرع الثاني : الإستراتيجية غير التمويلية

إن المشروعات في مجملها ينقصها المعرفة والخبرة اللازمة للتوسع في أسواق التصدير، التنوع التجاري والصناعي والخبرة التقنية والعلم بالتكنولوجيا السائدة في الأسواق... الخ، لتذليل مثل هذه الصعوبات والنقائص، لابد من لجوئها إلى مؤسسات رأس المال المخاطر في شريك نشط، يراقب ويتابع ويوجه هذه المشروعات التي يشارك فيها، وهذه المتابعة الايجابية تفيد المشروعات في كافة مجالات التوجيه، وتتمثل في المتابعة في النزول إلى مواقع العمل، وإجراء تغييرات معينة على المشروعات أن اقتضت الضرورة ذلك، والعمل على توقع المشكلات مقدما وكيفية احتوائها ومعالجتها مع الوقت، واحتمال وتوقع مستقبل المشروعات من خلال المعاينة على الطبيعة...، وان مثل هذه التدخلات تفيد المشروع في قيمة مضافة تتمثل في إنقاص محسوس في المخاطر التي يقابلها المشروع وتعمل على تزويد المشروع بالمعرفة المتخصصة وإفادته بصلات المؤسسات بالشركاء الآخرين، وإمداده بالنصائح المتصلة بتيسير سبل التطور.<sup>(1)</sup>

(1) - بلعدي عبد الله، المرجع السابق، ص 105-106.

إن متابعة مؤسسات رأس المال المخاطر للمنشأة أهمية بالغة في تذليل عقبات هذه المنشآت وتحقيق التطور المنشود لها وبذلك تنفرد مؤسسات رأس المال المخاطر بطبيعة مزدوجة تتمثل في تقديم التمويل بالإضافة إلى معونات الإدارة ويمكن أن نميز بين نوعين من المتابعة هما<sup>(1)</sup> :

#### أولاً- متابعة عادية

وهي التي تهدف إلى الإضافة إلى قيمة المشروع وهو الغالب في نوعي المتابعة.

#### ثانياً- متابعة غير عادية

وهي التي تهدف إلى الرقابة والإشراف على المشروع، وبتوجيه القائمين على إدارة المشروع، قد تصل إلى حد تغييرهم إذا كانت النتائج أقل مما هو منتظر، ويعتبر هذا النوع من المتابعة نادراً لدى مؤسسات رأس المال المخاطر لسببين هما:

1- عدم وجود الرغبة لدى مؤسسات رأس المال المخاطر في الإشراف على المشروعات التي تساهم بها لسببين هما: أولهما عامل التكلفة المالية وثانيها عامل الوقت الذي يتطلبه ممارسة هذا النوع من المتابعة.

2- عدم وجود لدى هذه المؤسسات الموارد البشرية اللازمة لإجراء مثل هذا النوع من المتابعة ويمكن حصر طبيعة الخدمات المقدمة للمشروعات التي تتابعها مؤسسات رأس المال المخاطر في ثلاثة مجالات رئيسية هي:

أ- **المتابعة المالية:** إن تزويد المشروع لمؤسسات رأس المال المخاطر بالمعلومات المالية يدفعها حتماً إلى إنشاء رقابة إدارية ومالية ملائمة ومن الممكن أن تساهم هذه الأخيرة في إعداد الموازنات المتوقعة واستيفاء البيانات والشروط المالية المطلوبة حال اقتراب دخول المشروعات في سوق البورصة، كما تتخذ المتابعة المالية، البحث عن أفضل طرق التمويل المتاحة في تحسين وضع المشروع وإظهاره في صورة أفضل خاصة حينما يقع في المشكلات، فرأس المال المخاطر يواجه في هذه الحالة الوضع بمفرده، فهو يحرص على إجراء ترتيب جيد للمشروع من وجهة نظر المظهر المالي، حيث تقود الهياكل المالية للمشروعات طبقاً لهندسة مالية متطورة تعالج مشكلاته المالية الطارئة من أموالها الخاصة وبكل ما تقتضيه معالجة الطرف القائم من متطلبات لازمة لإظهار المشروع مرة أخرى من أحسن صورة ممكنة.

<sup>(1)</sup> - عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، صص 102-108.

ب- **المتابعة الإستراتيجية:** بما أن تحقيق الربح الذي يعتبر الهدف النهائي لمؤسسة رأس المال المخاطر مشروط بتطوير المشروعات، فإن خياراتها الإستراتيجية لا يمكن أن تتركها المؤسسات لمطلق رغبة المشروعات التي تساهم بها فهي تتدخل في تحديد الإستراتيجية للرقابة على التكاليف اللازمة لدفع المشروعات إلى مزيد من التطور والانطلاق كوضع خطة التنمية، وإنشاء نظام للرقابة على التكاليف، ورسم سياسات النمو الخارجي، فإنه تشتد في حالة المشروعات التي ليست لديها رؤية واضحة وتصور عميق عن حالة الأسواق، خاصة الأسواق الأجنبية، وهناك حالات عديدة فعلا تم فيها تعديل المنتج ليتلاءم مع حالة السوق الذي سيطر فيه، بفضل توجيهات مؤسسات رأس المال المخاطر.

ج- **متابعة علاقات المشروع:** تكمن أهمية المتابعة التي تجريها مؤسسات رأس المال المخاطر في هذا المجال فيما تتضمنه من نصائح عديدة مفيدة للمشروع ومن أمثلتها: نصح المشروع ومساعدته على ترتيب وتنظيم مواعيد مع العديد من الشركاء المحتملين في الخارج، من أجل توسع القدرة التمويلية ودخولها في إطار دولي رحب وفسيح وما يجب أن يوضع على مائدة المفاوضات في المرحلة التمهيديّة للإِنفاق، وما هي أفضل شروط نموذجية للعقد...الخ.

إن المتابعة التي تجريها مؤسسات رأس المال المخاطر لعبت فعلا وزنا كبيرا في رسم صورة المشروع والمحافظة على استمراره ودفع تطوره فقد ساهمت في تطور علاقات نحو 58 من المشروعات. وتتطلب المتابعة وجود فرقين في مؤسسة رأس المال المخاطر هما<sup>(1)</sup> :

فريق صناعي لتوقع المشاكل ووضع الحلول الملائمة، والمشاركة بفاعلية واقتدار في مساعدة المشروعات، فلا شك أن نجاح مؤسسات رأس المال المخاطر في مهامها غير التمويلية، يعتمد بدرجة أكبر على مجموعة متكاملة من الموهوبين والمختصين، وخبراء بالأسواق والقادرين على رسم التوقعات الخاصة بمستقبل المشروع.

وتتعاظم مهمة متابعة المشروعات في حالة التصدي لتمويل مشروع منشأ أكثر منها، في حالة التصدي لتمويل مشروع في حالة تطور ونمو، ففي الحالة الأولى نجد أن المشروعات المعنية لازالت في مهدها وفي حاجة إلى نصح وإرشاد، حيث يكون مفهومها للوضع هو الأكثر أهمية أما في الحالة الثانية فهي في حاجة لتوسيع النشاط أو تطويره فقط، لذا فإن تدخلات وتوجيهات رأس المال المخاطر تقل للغاية لتصبح اقرب ما يكون لتدخلات نصف نشطة.

(1) - بلعدي عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 106-107.



**المطلب الثالث : مزايا وعيوب مؤسسات رأس المال المخاطر****الفرع الأول: مزايا مؤسسات رأس المال المخاطر**

تحقق مؤسسات رأس المال المخاطر مزايا للمشروعات التي تساهم فيها تتمثل فيما يلي<sup>(1)</sup> :

**أولاً: المشاركة:** تتم زيادة الموارد المالية للمشروع بسبب مشاركة المخاطرين بحصة من رأس المال، بحيث أن مؤسسة رأس المال المخاطر تكون شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح من مقابل المصاريف الإدارية سنوياً، كما تتحمل جزءاً من الخسارة في حالة حصولها، كما أن الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيد للشركة ويساعد على نجاحها، وهي تفتح المجال للمشاركة الطويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوفر في الديون قصيرة الأجل.

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

**ثالثاً: المرحلية:** يتميز رأس المال المخاطر بأنه يتم على مراحل وليس على 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.

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

**خامساً: التنمية والتطور:** أن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون، ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع، وقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة " كميكروسوفت وغيرها" وكانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تتحمس لها

(1) -روينة عبد السميع، حجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، الملتقى

الدولي حول: تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة الشلف، 2006، ص3.

مصادر التمويل التقليدية، كما تقوم الشركات بمتابعة المشروعات وتقديم إرشادات ونصائح لها في مختلف المجالات وكذلك توفير المعونة الفنية والإدارية للمشروعات.

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

### الفرع الثاني: عيوب مؤسسات رأس المال المخاطر

يمكن حصر عيوب رأس المال المخاطر في النقاط التالية<sup>(1)</sup> :

- المشاركة في قرارات المشروع فقد تتمثل شركات رأس المال المخاطر عبئا على المشروع يرجع إلى تدخلها في الإدارة وفي اتخاذ القرار والتدخل في توجيه المشروع من قبل مؤسسات رأس المال المخاطر يعد حقا لها، باعتبارها مالكة لجزء من رأس المال الشركة.
- استرداد حصص المخاطرين في حالة نجاح المشروع بطلبها مبالغ مرتفعة، تغطي وتقابل المجازفة التي قبلها المخاطرون وقت الإنشاء والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقد كافة أموالهم التي شاركوا بها في المشروع.

(1) - بريش سعيد، شركات رأس المال المخاطر بديل مستحدث في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد5، جامعة باجي مختار، عنابة، 2007، ص28.

الجدول رقم (02-03): مقارنة بين رأس المال المخاطر والقروض التقليدية

وجه المقارنة	رأس المال المخاطر	القروض التقليدية
المبدأ	المشاركة في الملكية.	استدانة.
مصدر التمويل	شركات رأس المال المخاطر وصناديق رأس المال المخاطر.	المصارف التجارية والمتمخصة.
هدف الممول	تنمية المشروع للحصول على الربح بواسطة آليات تخارج رأس المال المخاطر.	الحصول على الفائدة في الوقت المحدد.
نوع التمويل من حيث المدة	طويل الأجل	طويل ومتوسط وقصير الأجل
المشاريع المستهدفة واتخاذ قرار التمويل	يستهدف مشاريع إبداعية وابتكارية في مرحلة التأسيس أو التوسع. ويعتمد قرار التمويل على معايير مستقبلية مرتبطة بإمكانية تطبيق ونمو المشروع أو الفكرة.	يستهدف في الغالب مشاريع تقليدية وشركات قائمة. ويتخذ قرار التمويل عند توفر الشروط والضمانات المطلوبة.
الخدمات المضافة	يقدم المستثمر خدمات مضافة مثل الدعم الفني والاستشارات التسويقية والاستراتيجية والمشاركة الإدارية.	لا توجد

المصدر : محمد سعد الناصر, مرجع سبق ذكره, ص40

## المطلب الرابع: تجارب بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر

## الفرع الأول : تجارب بعض الدول الرائدة في مجال رأس المال المخاطر

## أولاً- النموذج الأمريكي:

قبل أن يبلغ رأس المال المخاطر الأمريكي مستواه الحالي من التطور مر بمراحل عديدة، مستفيداً من عدة إجراءات وعوامل شكلت محيطاً مناسباً ساعد على أن تبلغ صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية مستوى التطور الذي هي اليوم.

و تتميز شركات رأسمال المخاطر بالتخصص في مجال الشركات الناشئة و تختار القطاعات التي تمتاز بفرص نمو مرتفعة كقطاع التكنولوجيا و في دراسة شملت 500 مؤسسة أمريكية تم تمويلها برأسمال المخاطر عمرها لا يتجاوز الأربعة سنوات و حوالي 80% منها تعمل في القطاع التكنولوجي مقارنة بعدد مماثل من المؤسسات الممولة ذاتياً و كانت النتائج كما هو مبين في الجدول الموالي:

الجدول رقم: (02-04) مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر و المشروعات الممولة ذاتياً في أمريكا

المشروعات الممولة ذاتياً	المشروعات الممولة برأسمال المخاطر	أوجه المقارنة
59%-	59%+	خلق عمالة كفوّة (%)
3%-	25%+	العمالة المنشأة سنوياً (%)
8000	16000	نفقات البحث و التطوير بالنسبة للشخص الواحد (بالدولار)
9%+	35%+	معدل الاستثمارات السنوية (%)
5%+	12%+	معدل الإنتاجية السنوية (%)

المصدر: عبد الباسط، مرجع سابق، ص102.

**1- مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة<sup>(1)</sup> :**

أنشأت أول مؤسسة رأسمال مخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية كان في منتصف أربعينيات القرن الماضي، لكن التطور الفعلي لهذه الصناعة كان في نهاية السبعينيات، لتشهد بعد ذلك توسعا باهرا ابتداء من التسعينيات.

أ- **ظهور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية:** تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية مهد رأس المال المخاطر، حيث أن أول شركة رأس المال المخاطر **ARD** أسست في الولايات المتحدة الأمريكية منتصف الأربعينيات، على يد جورج دوريو، إذا تعتبر سنة 1946 سنة انطلاق صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية في شكله المؤسسي، على اعتبار أنها قبل ذلك كانت تمارس بشكل آخر من طرف العائلات الكبيرة أمثال **WHITNEY** و **ROCKFELLER**.

ب- **المراحل الأولى للتطور:** خلال الفترة التي تلت الحرب، اهتمت الولايات المتحدة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل كبير وملحوظ، ففي سنة 1953، صوت الكونغرس الأمريكي على قانون المنشآت الصغيرة، الذي يقتضي ضرورة مساعدة نصح وحماية الحكومة للمنشآت الصغيرة قدر المستطاع، وترجم بإنشاء وكالة فدرالية مكلفة بدعم هذه الأخيرة تتمثل في إدارة المنشآت الصغيرة. بداية من الستينات بدأت صناعة رأس المال المخاطر تتطور فعليا، بعد تبني مرسوم مؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة سنة 1958، هاته الأخيرة ساهمت في نشر ممارسات رأس المال المخاطر، تكوين الجيل الأول من المهنيين وتطوير العديد من صناديق رأس المال الخاطر التي أصبحت فيما بعد من بين اكبر الصناديق، وهكذا شهد رأس المال المخاطر الأمريكي أول طور نمو، وذلك رغم ارتفاع الضرائب المفروضة على القيم المضافة بشكل كبير من معدل متوسط بلغ 15% إلى 43% خلال السبعينيات.

ج- **مرحلة بداية التوسع:** بدأت استثمارات رأس المال المخاطر تشهد توسعات كبيرة مع نهاية السبعينيات وبداية الثمانينيات، ويمكن إرجاع هذا التوسع إلى عاملين اثنين:

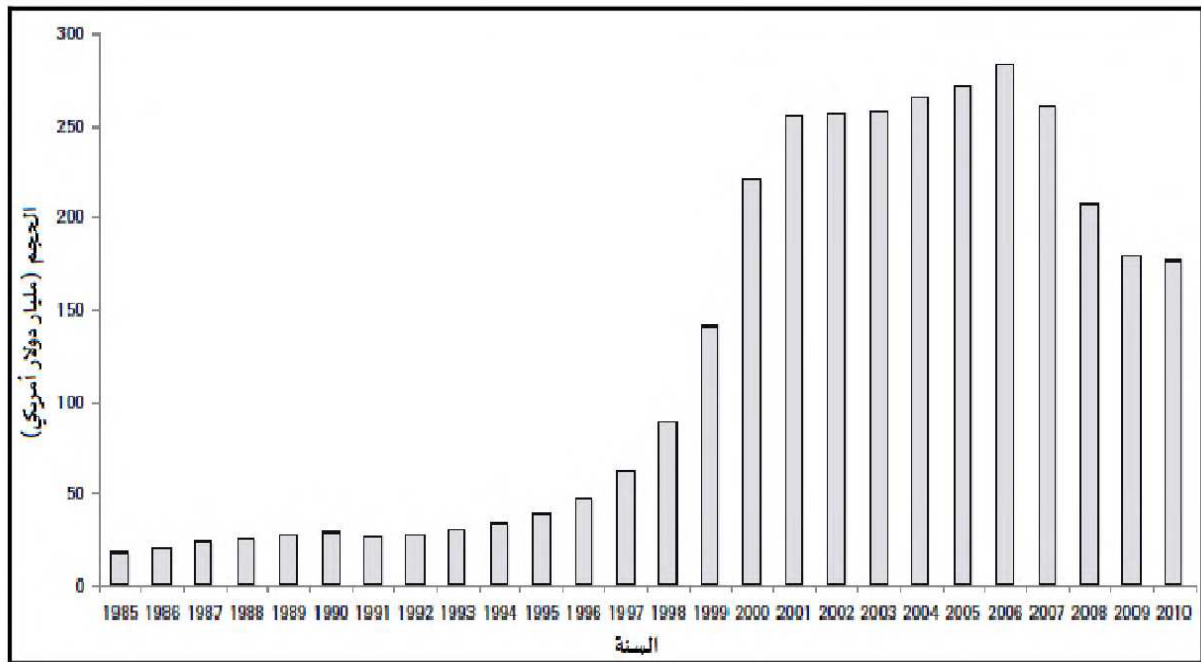
- تخفيض الضرائب على القيم المضافة المحققة سنة 1978، ما دفع إلى إنشاء عدة صناديق رأس مال مخاطر جديدة.

(1) - محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية

للمساهمة-**Finalep** - مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009، صص 100-101.

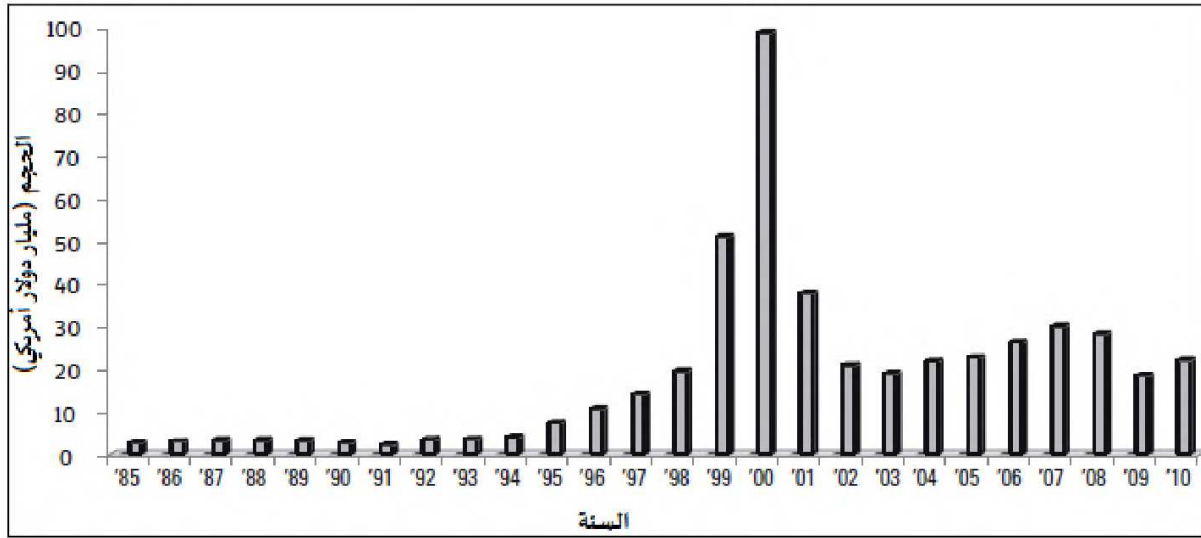
- سنة 1979 أوضحت مصلحة العمل كيفية استعادة صناديق التقاعد الموظف لسنة 1974، الأمر الذي فتح الباب أمام على مصرعيه مبالغ كبيرة مولت صناعة رأس المال المخاطر. وبهذا بدأ نمو صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، حيث في حين لم يبلغ حجم الاستثمارات عتبة النصف مليار دولار سنة 1979، تجاوز المليار دولار سنة 1981، وتجاوز 3 مليار سنة 1983.
- **مرحلة التوسع الكبير:** استمر التوسع الذي شهدته صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية بداية الثمانينيات، ليبدأ في بلوغ الأرقام القياسية منتصف التسعينيات، حيث بلغ حجم الاستثمارات لأول مرة عتبة 4 مليارات سنة 1994، ثم 8 مليارات سنة 1995، ف 11 مليار سنة 1996، لكن الرقم القياسي كان سنة 2000 حيث تجاوز حجم الاستثمارات 150 مليار دولار (أكثر من نصفها كانت منشآت الانترنت)، ليتراجع خلال السنة الموالية لـ 40 مليار (انفجار فقاعة الانترنت)، وحوالي 30 مليار دولار سنة 2007.

الشكل رقم (02-01): حجم أصول رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية



source : national venture capital association 2011 yearbook

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



source : national venture capital association 2011 yearbook

## 2- عوامل نجاح صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية<sup>(1)</sup> :

شهدت صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية منذ ظهورها تطورا مستمرا، لتحقيق نجاحا باهر يفوق بامتياز كل ما تم تحقيقه في أي مكان آخر من العالم، ولعل أهم أسباب هذا النجاح هي:

أ- **تدخل الدولة:** لعبت السلطات العمومية الأمريكية دورا فاعلا في تطوير صناعة رأس المال المخاطر الوطنية بأشكال عديدة، عل أبرزها يتمثل في البرامج الحكومية المختلفة، التي تهدف إلى خلق إطار ملائم للإبداع و/ أو تمويله، ونذكر فيما يلي أهم هذه البرامج:

- **برامج مؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة:** إن إطلاق الاتحاد السوفيتي للقمر الصناعي Sputink سنة 1957 خلق مخاوف حول تجاوز السوفيات للأمريكيين في القطاع التكنولوجي، الذي أطلق هذا البرنامج سنة 1958 من طرف الكونغرس الأمريكي من أجل تشجيع الاستثمار في المنشآت الصغيرة، البرنامج عبارة عن مؤسسات استثمار بالأموال الخاصة والقروض، تقوم أيضا بتقديم النصائح للمشاريع الصغيرة الناشئة، تعمل هذه المؤسسات تحت وصاية المنشآت الصغيرة (SAB) التي توفر لها تنظيمها القانوني، والتي أسست سنة 1953 لتقديم المساعدة المالية، التقنية والتسيير للأمريكيين حتى يتمكنوا من اطلاق وتطوير منشآتهم.

(1) - محمد سبتي، المراجع السابق، صص 202-208 (بتصرف)

يقوم تمويل شركة الاستثمار الخاصة على اثر الرفع المالي وعلى شراكة بين القطاعين العام والخاص، حيث تقدم إدارة المنشآت الصغيرة 2 مليون دولار في حين تقدم شركة الاستثمار الخاصة (SBIC) المرخصة من طرف إدارة المنشآت الصغيرة مليون دولار ( بهدف ربحي) للمشاريع الناشئة، جزء من التمويل يأخذ شكل قروض بنكية وسندات، كما يعطي قانون إدارة المنشآت الصغيرة الحق لمؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة في الحصول على قروض من الدولة بمعدلات مخفضة. تنظيم مؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة تقني ومعقد جدا، وتتمثل القواعد الأساسية وقيود نشاط هذه المؤسسات في :

- الاستثمار لا يمكن أن يتعدى 20% من رأس مال المؤسسة الاستثمارية.
- وحدها المنشآت الصغيرة يمكنها الحصول على تمويل SBIC، وهي تلك التي نقل ذمتها المالية الصافية عن 6 مليون دولار ونتيجتها الصافية 2 مليون دولار.
- المساهمات يجب أن تكون ذات أقلية.
- سقف الهامش بين معدل قروض المحافظ المالية والمعدل المخفض للقروض الفدرالية محدد بـ 6% أو 7% حسب الحالة.

ان وزن هذا البرنامج في صناعة رأس المال المخاطر من حيث مبالغ الأموال المقدمة كان يمثل 75% لكنه تراجع ليستقر في حدود 20% سنة 2000، وأصبح يتوجه لطور الانطلاق الذي لا يجتذب الكثير من المستثمرين.

- برنامج أبحاث ابتكار المنشآت الصغيرة: اطلق سنة 1982 بهدف دعم الابتكار في المنشآت الصغيرة بواسطة المساعدات المقدمة من طرف وكالات البحث الفدرالية الكبيرة (الدفاع، الصحة، الطاقة...)، حيث أن كل وكالة تعنى بتخصيص جزء من ميزانيتها لهاته المنشآت (حوالي 205% فقط من اجمالي ميزانيتها) من اجل تمويل مشاريع تحدها الوكالة، تعود حقوق ملكية التكنولوجيا المطورة في إطار دعم برنامج SBIR للمنشأة، في حين تحفظ الوكالة بحق الاستغلال المجاني لهذه التكنولوجيا.

يعتبر برنامج أبحاث ابتكار المنشآت الصغيرة ثاني أهم برنامج يستهدف المشاريع الصغيرة وبالتالي يخدم بطريقة غير مباشرة مصلحة سوق رأس المال المخاطر الأمريكي، حيث انفق أكثر من 7 ملايين دولار بين سنتي 1993 و1997. كما ان المنشآت المستفيدة منه تحقق نتائج أحسن في التشغيل والمبيعات، وتزداد فرصتها في الحصول على تمويل رأس المال المخاطر مستقبلا.



ب- **هضبة السيلكون:** تعتبر هضبة السيلكون أبرز معالم صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، وأكثر العوامل التي ساهمت في نجاحها، حيث أنها المنطقة التي تحقق أكبر المبالغ الاستثمارية، كما يبدو في الشكل 01 ، ان وصف الهضبة يبين تمركز عدة اطراف تلعب دورا مفتاحيا في عملية الإبداع والصناعة التكنولوجية في نطاق جغرافي ضيق بولاية كاليفورنيا ضمن رواق يقل عن 50 كيلومتر .

الشكل رقم (02-03): المبالغ المستثمرة في هضبة السيلكون سنة 2007 الوحدة مليون \$



المصدر: محمد سبتي، المرجع السابق، ص105.

أما بالنسبة لتاريخ الهضبة فهو يعود إلى 1955، وهي سنة إنشاء مختبر Schockley الذي كان وراء ظهور منشأة Fairchild Semi-conductor التي انبثقت عنها عدة منشآت عرف بعضها نموا استثنائيا، وأشهرها INTEL، لكن هناك من يضمن أنها أقدم من ذلك، ويعود تاريخها إلى 1983 سنة إنشاء Hewlett Packard، حيث ينسب تجمع الصناعة الالكترونية في هضبة السيلكون للجامعي Frederick Terman، الذي أنشأ بعد الحرب العالمية الأولى الحديقة التكنولوجية لستانفورد، أين قام العديد من المهندسين بتطوير ابتكارات عديدة لسد احتياجات الدفاع ( خاصة في مجال الاتصال) خلال الحرب العالمية الثانية والحرب الباردة.

تضم هضبة السيلكون ثلاث عناصر أساسية ساهمت في تطور رأس المال المخاطر:

- **العنصر الأول:** يتمثل في الجامعات ومراكز البحث التابعة للتنظيمات العمومية والمؤسسات الكبيرة، يشكل هذا العنصر خزاناً للمبادرين المستقبليين.

• **العنصر الثاني:** يتمثل في مؤسسات رأس المال المخاطر التي ينشئها مهندسون ومسирون وليس ماليين كما هو سائد في مناطق أخرى، حيث احتضنت الهضبة إنشاء أول مؤسسات رأس المال المخاطر، ولحد اليوم مازالت تحتل الصدارة بل وتمثل نسبة هامة من حيث عدد مؤسسات رأس المال المخاطر الأمريكية.

• **العنصر الثالث:** ورغم أهميته فإن الكثيرين يجهلونه، ويتمثل في الوسطاء المتخصصين الذين يساندون إنشاء ونمو المشاريع الناشئة، كالمحامين، المستشارين... حيث وزيادة على الخدمات التي يقدمونها، نجدهم يصلون بين المنشآت ومؤسسات رأس المال المخاطر ما يسهل إنشاءها.

إن تنظيم هضبة السيلكون، كما يصفه البعض بالنظام الايكولوجي ، كون المحيط الملائم لتطور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية.

ج- دور سوق ناسدك:

لا يمكن الحديث عن الدور الذي لعبته العوامل السابقة الذكر في تطور صناعة رأس المال المخاطر دون الحديث عن الدور المحوري الذي يلعبه سوق ناسدك المالي. بما أن السوق المالي يعتبر المستأنف المفضل للمخاطرين برأس المال، ولعدم إمكانية إدراج المشاريع الصغيرة الشابة ببورصة نيويورك (NYSE)، انشأ سوق ناسدك كبديل لهذه الأخيرة سنة 1971، وهو موجه خصيصا للمشاريع الناشئة متوسطة القيمة. بعد أن اجتاز بورصة نيويورك سنة 1990 من حيث عدد الشركات المدرجة به، أصبح ناسدك أكبر سوق مالي متخصص في الالكترونيات، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة به 3200 مقابل 2764 ببورصة نيويورك نهاية 2006.

هـ - عوامل أخرى:

إضافة إلى العوامل السابقة الذكر، توجد عدة عوامل أخرى ساهمت في تطوير أو نجاح صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية بشكل أو بآخر، نذكر من بينها:

• **صناديق التقاعد:** تبرز صناديق التقاعد كعامل أساسي باستمرار وبشكل متزايد، بفضل المبالغ المعتبرة التي تقدمها كل سنة لنشاط رأس المال المخاطر.

• **ملائكة الأعمال:** يلعبون دورا بارزا، وهو في الولايات المتحدة أكثر عددا ونشاطا من أي مكان آخر في العالم يقدمون الأموال لمشاريع ناشئة في قطاعات يعرفونها بشكل جيد.

- **دينامكية السوق التكنولوجي:** يمثل السوق التكنولوجي الأمريكي 50% من السوق العالمي، ويتميز بتسابق حاد من أجل الاستجابة للتعطش الكبير للمنتجات التكنولوجية. وحتى تتمكن المؤسسات الكبيرة من الحفاظ على حصصها السوقية ووضعيتها الريادة، فإنها تقوم بتطوير منتجات فائقة التكنولوجيا لدى المشاريع الناشئة.
- **التقدم التكنولوجي:** التقدم التكنولوجي المستمر في مجال البحث -الابتكار- التصنيع والذي يقدر بستنتين مقارنة بأوروبا.

يبدو أن كون الولايات المتحدة الأمريكية الرائد العالمي في صناعة رأس المال المخاطر بلا منازع لم يكن محض الصدفة، بل هو نتاج عمل متكامل ساهمت فيه أطراف وعوامل عدة.

### ثانيا- التجربة الفرنسية :

اعتمادا على تقرير بنك فرنسا تم اختيار مجموعة من المؤسسات 38 % منها تعمل في القطاع التكنولوجي ( كالألكترونيات و المعلوماتية ) و 30 % منها فقط منشأة منذ 1990 و الباقي منشأ منذ 1980 ، وتستخدم ما بين 100-499 عامل ، هذه المجموعة ممولة برأس المال المخاطر و مجموعة أخرى غير ممولة و كانت الفوارق واضحة كما في الجدول الموالي :

جدول رقم ( 02-05 ) : مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر و المشروعات الغير الممولة به في فرنسا :

أوجه المقارنة	المشروعات الممولة برأس المال المخاطر	المشروعات الغير الممولة برأس المال المخاطر
تطور رقم الأعمال	+34(%)	+5,3(%)
تطور حجم الصادرات	+67,8(%)	+12(%)
تطور حجم الاستثمار	+51,3(%)	-4(%)
تطور حجم العمالة	+19,9(%)	-3,4(%)
تطور معدل الإيرادات المتوسطة	+5,4(%)	-3,5(%)

المصدر : عبد الباسط وفاء ، مرجع سبق ذكره ،ص105.

من الجدول يمكن أن نستنتج أن المشروعات الممولة برأس المال المخاطر ، تتفوق كثيرا عن نظيرتها الممولة بطرق التقليدية .

وللاشارة إلى نجاح هذه الشركات فقد تعدى عددها في فرنسا 1500 شركة رأس مال مخاطر سنة 1996.

### 1- عوامل ساعدت على نجاح رأس المال المخاطر الفرنسي:

خلال فترة قصيرة من الزمن تطورت صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية بشكل كبير، وقد لعبت السلطات العمومية الفرنسية دورا بارزا في سبيل هذه الصناعة. عموما يمكن إرجاع نجاح هذه الأخيرة لعوامل عديدة أهمها<sup>(1)</sup> :

#### أ- الصناديق العمومية لرأس المال المخاطر:

بهدف تحقيق أثر الرفع المالي، قامت السلطات العمومية الفرنسية بإنشاء صناديق عديدة نذكر منها على سبيل المثال "صندوق صناديق" الذي أنشأته سنة 1998، و أوكلت إليه مهمة أخذ مساهمات في صناديق رأس المال المخاطر الخاصة، ساهم فيه كل من الفرنسية للاتصالات والبنك الأوربي للاستثمار بما قدره 600 و 300 مليون فرنك فرنسي على الترتيب، وقد تحقق الهدف حيث وبحلول سنة 2000 منح ما نسبته 91% من الأموال المخصصة لـ 19 صندوق جماعي للتوظيفات الخطرة، هذه الأخيرة استثمرت ما مقداره 1.5 مليار فرنك فرنسي في 205 منشأة مبتكرة.

#### ب- المحيط القانوني الملائم:

حيث قامت السلطات الفرنسية ومنذ الخمسينيات بصياغة تشريعات قانونية مختلفة ساهمت في خلق محيط قانوني ملائم لممارسة صناعة رأس المال المخاطر، ولعل أبرز مثال على ذلك، وكما يبدو في الصفحتين السابقتين، هو تنوع الهياكل القانونية التي يمكنها ممارسة هذا النشاط.

#### ج- تحفيزات ضريبية مغرية:

حيث تعفى المداخيل أو القيم المضافة التي تحققها الاستثمارات مرتفعة المخاطر، خصوصا بالنسبة لكل من الصناديق الجماعية للتوظيفات في الابتكار وعقود تأمين الحياة المستثمرة في شكل

(1) - محمد سبتي، المرجع السابق، صص 114-116.

أسهم DSK، وتوجه الأولى للأشخاص الطبيعيين أما الثانية فهي تخص مؤسسات التأمين التي تستثمر في رأس المال المخاطر.

#### د- الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال المخاطر:

تضم معظم المستثمرين الفرنسيين، كما تلعب دورا تنظيميا ورقابيا للممارسات صناعة رأس المال الاستثماري، إضافة إلى الخدمات القانونية، الضريبية، المحاسبية، الدراسات والإحصائيات التي تنشرها دوريا، وكذا الدورات التكوينية، مهمتها توحيد، تمثيل وتطوير صناعة رأس المال الاستثماري لدى المستثمرين المؤسسيين، المبادرين والسلطات العمومية.

#### و- اسواق مالية مكيفة لصناعة رأس المال المخاطر:

حيث انشأ سنة 1996 السوق الجديد الموجه للاستقبال المنشآت المبتكرة ذات الاستعدادات الكبيرة للنمو، سوق إسدك EASDAQ سنة 2000 المحاكي لسوق ناسداك الأمريكي الذي يعتبر تجمع لعدة أسواق أوروبية من ضمنها سوق باريس، بالإضافة إلى إنشاء سوق الجملة للأوراق المالية للمنشآت غير المدرجة MGT الذي يشبه في عمله سوق التراضي.

وفي الأخير يمكننا القول أن صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية مرت بأطوار عديدة لتبلغ في الأخير مرحلة النضج، كما لعبت السلطات العمومية أدوارا فاعلة في سبيل إنجاح هذه الصناعة، وقد تحقق ذلك وأصبحت تحتل المراتب الأولى عالميا بعد فترة وجيزة نسبيا من ظهورها.

#### الفرع الثاني: تجارب بعض الدول النامية

##### أولا- التجربة المصرية<sup>(1)</sup> :

مازال أداء نشاط شركات رأس المال المخاطر ضعيفا في مصر ويبلغ عددها حاليا 17 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 ويواجه نشاط رأس المال المخاطر عدة معوقات تتعلق

(1) - عن موقع وزارة التجارة والصناعة، جمهورية مصر العربية، بتاريخ 2016/04/13 :

<http://www.mti.gov.eg/SME/Studies4.htm#4-3>

بالبيئة الاقتصادية التي تعمل من خلالها ومنها أن العمل الأساسي لشركات رأس المال المخاطر في الدول المتقدمة هو:

- الدخول في اختيار أفكار واعدة في مجال التكنولوجيا المتقدمة وتمويلها حتى تتحول إلى مشروع، وهذا الشكل غير موجود لأن مصر دولة ناقله للتكنولوجيا ومعظم الأفكار المعروضة ليست مبنية على قدرات علمية في مجال جديد ومكررة وليست ذات جدوى تجارية كما أن هذه الشركات تفتقد الكوادر المؤهلة لتقييم الأفكار المقدمة لها .

- الدخول في إعادة هيكلة شركات متعثرة وإصلاحها لترحها مرة أخرى في السوق وهذا يتطلب خطة زمنية ما بين الشراء والإصلاح والبيع تصل إلى عشر سنوات، بينما المساهمون في شركات رأس المال المخاطر من صغار أصحاب رؤوس الأموال ويستعجلون الربح وعدم المخاطر في شركات يتطلب إصلاحها مدد طويلة ، إضافة إلى ذلك فإن شركات رأس المال المخاطر تساهم في شركات لتحقيق أغراض معينة ثم تعيد بيعها في البورصة، إلا أن ركود البورصة يصعب من التخلص من حصتها. وفي مصر بدأ نشاط رأس المال المخاطر بصدور قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 والذي يعد أول تشريع ينظم مجال نشاط الشركات العاملة في هذا المجال وفي عام 1996 صدر القرار الوزاري رقم 935 لسنة 1996 والذي أضاف صناديق الاستثمار إلى مجال نشاط رأس المال المخاطر. ولعل من أشهر هذه المؤسسات مجموعة هيرميس ، وتعرض فيما يلي لنشاط هذين النوعين :

وهناك نوعان من صناديق الاستثمار المباشر في جمهورية مصر العربية هما :

#### 1- صناديق الاستثمار المباشر :

يهتم صندوق الاستثمار المباشر عادة بشركات قائمة ولها سابقة أعمال أو عقود جار تنفيذها وذات أداء مالي جيد. ويوجد حالياً عدد من الصناديق العاملة في مصر تركز على هذا النشاط المالي. وفي السنوات السابقة كانت معظم صناديق الاستثمار المباشر تركز اهتمامها على الشركات الكبرى ذات رؤوس الأموال الكبيرة والنشاطات الواسعة سواء كانت تلك الشركات قطاع عام تمت خصصتها أو شركات خاصة ذات احتمالات نمو كبيرة.

وفى ضوء الاهتمام بالشركات الصغيرة والمتوسطة ونظراً للنمو المتوقع لهذا القطاع؛ فإن العديد من الشركات المالكة لصناديق الاستثمار المباشر قامت بتكوين صناديق مخصصة للاستثمار في الشركات الصغيرة والمتوسطة ويقوم على إدارتها فريق متخصص في هذه النوعية من الاستثمارات مع وضع معايير استثمار مختلفة لها. ومع ذلك ، فإن الاتجاه السائد حالياً هو أن معظم هذه الصناديق تهتم بالشركات المتوسطة. وتعتمد هذه الصناديق في تعريفها للشركة على حجم المبيعات السنوية للشركة على أن تتراوح بين 20 و 200 مليون جنيه مصري.

## 2- صناديق رأس المال المخاطر:

وهي صناديق تسعى للاستثمار في شركات جديدة ذات احتمالات نجاح كبيرة، وتدعم هذه الصناديق أصحاب المشروعات ممن لديهم أفكار مبتكرة يمكن تسويقها بنجاح ويُطلق عليها " رأس المال المخاطر " ؛ لأنها تأخذ مخاطرة عالية بالاستثمار في شركات جديدة ليس لها تاريخ أو سابقة أعمال. ولا تتوفر هذه النوعية من الصناديق بكثرة في مصر، ولكن تقوم بعض الصناديق الخاصة لاستثمار المباشر بتمويل مشروعات جديدة. تقوم صناديق الاستثمار المباشر بنوعيتها باختيار الشركات التي تنوي الاستثمار فيها بناءً على نشاط الشركة وفرص النمو والنجاح المتوقعة في السوق ، وذلك لارتباط عائد استثمار الصندوق بنتائج الشركة في المستقبل وعادة ما يتم الاتفاق بين صندوق الاستثمار والشركة المستهدفة بعد الكثير من المناقشات والمفاوضات وذلك للاتفاق على الحصة التي سوف يحصل عليها الصندوق مقابل ضخ رؤوس أموال جديدة في الشركة. كما يقوم عادة الصندوق بإجراء تقييم شامل ونافٍ للجهالة للشركة قبل تقديم عرض الشراء.

عند التوصل إلى اتفاق مع الصندوق ، يجب تحويل الشركة إلى شركة مساهمة أو أن تكون الشركة في الأصل شركة مساهمة وذلك لتحديد الحصص. وعند دخول صندوق الاستثمار المباشر كشريك يعمل ممثلو الصندوق بالتعاون مع الأشخاص المعنيين بإدارة الشركة على تحديد فرص النمو وإمكانيات نجاح الشركة والعمل على تحقيق هذه النجاحات بصورة فعلية عن طريق التوسع في نشاط الشركة وتحقيق مبيعات أكبر. وينتج عن هذا النجاح ربحية أعلى للشركة تعود بالفائدة على كل من الملاك الأصليين للشركة وصندوق الاستثمار المباشر. قد يختار الصندوق في مرحلة ما التخلي من

الشركة عن طريق بيع حصته للملاك الأصليين أو قد يحدث العكس ويقرر المالك الأصلي بيع حصته للصندوق.

### ثانيا- تجربة الجزائر في مجال رأس المال المخاطر:<sup>1</sup>

يفتح أسلوب التمويل برأس المال المخاطر أفاقا واعدة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر حيث انه يعد بديلا هاما لأسلوب التمويل المصرفي الذي يعتمد على القروض ، حيث أن شركات رأسمال المخاطر تقوم بمشاركة صاحب المشروع او المؤسسة دون ضمان العائد و لا المبلغ الأصلي ، وهذا النوع من التمويل يناسب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة نظرا لانعدام الضمانات في هذه التقنية ، كما أن دراسة جدوى المشروع تكون أكثر دقة عندما يشترك فيها طرفان مختلفان يتوجب على لكل منهما تحقيق الربح. و الأساس الذي يقوم عليه هذا النوع من الشركات هو : مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر ، و هي تقنية لا تقوم على تقديم الأموال اللازمة بل تتعدها إلى تقديم المساعدة لإدارة الشركة بما يحقق استمرار المؤسسة و تطورها.

يرجع تأسيس شركات رأسمال المخاطر إلى المشاكل المالية التي واجهت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و يعود الاهتمام برأسمال المخاطر في الجزائر إلى النجاح الباهر الذي حققته في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.

<sup>1</sup> - موقع وزارة التجارة والصناعة،المرجع السابق.



## المبحث الثالث : آليات تفعيل دور رأس المال المخاطر والعوائق التي تعترض لها مؤسساته

نظرا لآفاق الكبيرة لمؤسسات رأس المال المخاطر، تبرز أهمية السعي إلى تفعيل أكبر لهذا النوع من المؤسسات لتلعب الدور المنوط بها خاصة في ميدان المؤسسات الناشئة ويمر هذا التفعيل عبر جملة من الشروط وطرق الدعم التي يجب توفيرها لإيجاد الجو الملائم والمناسب لتطويع هذا النوع من المؤسسات وتقديم يد العون لها والوقوف إلى جانبها.

### المطلب الأول : دور الحكومة في مجال التمويل برأس المال المخاطر

إن المشكلة الأساسية التي تواجه مؤسسات رأس المال المخاطر هي مشكلة انخفاض الإيرادية والسيولة الجارية وارتفاع عنصر المخاطرة، مما يجعلها في حاجة إلى أن تقدم لها الدولة يد العون وان تدعمها سواء بالطرق المباشرة أو غير المباشرة.

### الفرع الأول: التدعيم الغير المباشر

من أهم الأساليب غير المباشرة التي يمكن أن تلجأ إليها الحكومات لتشجيع مهنة رأس المال المخاطر وهي:

- السياسة الضريبية
- السياسة التشريعية
- ضمان التمويل المقدم من مؤسسات رأس مال المخاطر
- تأمين السيولة النسبة لحصص مؤسسات رأس مال المخاطر

ونتعرف على هذه النقاط فيما يلي:

### أولاً- السياسة الضريبية:

إن احد المكونات الأساسية والجوهرية التي تحكم تطور مؤسسات رأس المال المخاطر، المحيط الضريبي' لهذا نجد أن الدول التي تولي عناية لهذه المؤسسات تحرص على تمييزه بمعاملة ضريبية خاصة لعملها بكون حجم المخاطر التي تصادفها' ونظرا لخصوصية النظام الضريبي لكل دولة فان الشؤون الضريبية المتعلقة باستثمارات رأس المال المخاطر تختلف من دولة لأخرى بيد انه يمكن الإشارة إلى بعض القواعد أو الملاحظات العامة الرئيسية ينبغي أولاً أن تتجنب الأنظمة الضريبية فرض ضرائب

مزدوجة (على سبيل المثال لا تفرض الضرائب عادة على كل من شركة رأس المال المخاطر بكونها كيان الشركة ' والمستثمرين الذين يساهمون في أرصدة الشركة) ' ويمكن النظر في منح حوافز ضريبية على أن تتم صياغتها كمكافأة للاستثمارات الناجحة (وليس الخسائر) وهناك دول عديدة تستخدم الحوافز الضريبية لحث استثمارات رأس المال المخاطر على سبيل المثال في الولايات المتحدة الأمريكية تعد ضريبة أرباح رأس المال الذي تم خفضها في السنوات الأخيرة الحافز ذي الأثر المباشر الأكبر على المستثمرين في رأس المال المخاطر' وكذلك كندا تتيح حوافز ضريبية لتشجيع الأفراد على الاستثمار في رأس المال المخاطر (عن طريق شركات رأس المال المخاطر التي ترعاها العمالة)

### ثانياً - السياسة التشريعية :

عليه فيكون لزاماً على الدولة ، خلق بيئة ومناخ تشريعي ملائم لتطوير مهنة رأس مال المخاط ، على شرط عدم التدخل في سير آلياتها ولتحقيق الهدف من ذلك لابد أن تتميز اللوائح والتنظيمات التي تصدرها السلطات العامة بالبساطة وغير معقدة وان يسعى هذا الإطار التنظيمي إلى تحقيق مزيد من الأمان في نشاط مؤسسات رأس مال المخاطر حتى يطمئن المستثمر نسبياً إليها ، وتشهد الأسواق مجموعة من القواعد الفنية والمالية التي تخضع لها تلك المؤسسات بغرض تحقيق الأمان النسبي في استثماراتها المختلفة<sup>(1)</sup>، نذكر منها على سبيل المثال لا للحصر مايلي :

#### 1- الفصل ما بين الإدارة والاستثمار:

لتحقيق نجاح مؤسسات رأس المال المخاطر لابد أن يكون الفريق الإداري منة ذوي الشركات المتخصصة في إدارة مثل هذين النوعين من المؤسسات وتشير التجارب إلى أن إدارة مؤسسات رأس مال المخاطر من قبل شركات متخصصة تحقق فوائد جمة لأصحاب الصناديق فبالنظر إلى خبرتها وتخصصها الدقيق تقوم بإجراء دراسة جدية لغاية المشروع الناشئ أو المتعثر الذي سيجري تمويله ، بحيث لا تقرر الاستثمار الا في مشروعات منتقاة بعناية استناداً إلى مبررات قوية تدعم قرار الاستثمار ، و للبرهنة على ذلك فقد لوحظ الانخفاض الواضح في معدلات الانخفاض و الفشل للمشروعات الممولة من قبل تلك المؤسسات بالمقارنة بتلك المستويات الملحوظة عادة إذ نجد من أنه من بين كل عشرة مشروعات ممولة بواسطة مؤسسات رأس المال المخاطر ، لا ينهار إلا مشروع واحد فقط .

(1) - عبد الله ابراهيمي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل، الملتقى الدولي حول: متطلبات تأهيل

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة الشلف، 17-18 افريل 2006، ص8.

## 2- وضع حدود قصوى للاستثمار :

تضع الدول حدا أقصى لاستثمار الصندوق في الشركة الواحدة ، بحيث تعمل على تنويع المخاطر من خلال تكوين محفظة أوراق مالية تحوي على سلة متنوعة من أوراق هذه الشركات.<sup>(1)</sup>

## 3- الإشراف النسبي على إدارة مؤسسات الاستثمار :

قد تفرض بعض الدول رقابة محدودة على إدارة صناديق الاستثمار لضمان السير الحسن لها كأن يخضع برنامج أنشطة شركة إدارة الاستثمار في المخاطر لقواعد معينة منضبطة .

## ثالثا - ضمان التمويل المقدم من مؤسسات رأس مال المخاطر :

إن الدولة تتدخل إيجابيا لصالح رأس مال المخاطر وذلك من خلال المؤسسات الحكومية التي تتولى تأمين التمويل المقدم إلى المشروعات الناشئة ، من أمثلة هذه : مؤسسات صناديق الضمان الفرنسية التي تقدم يد المساعدة على اجتياز المشاكل المالية المرتبطة بمختلف مراحل تقييم المشروعات بتدخلها لصالح تلك المشروعات ضامنة إياها في سداد حصة معتبرة تتراوح بين 40% إلى 75% من الأموال التي تقدم لها من مؤسسات التمويل و هي تؤدي في هذا الصدد دورا مزدوجا أولها يتمثل في الضمان الجزئي للمشروعات الناشئة و القائمة في حالة اقتراضها لأجل متوسط أو قصير ، و ثانيه الضمان الجزئي للمشروعات في حالة المساهمة المالية من مؤسسة التمويل بأن تحمل على عاتقها عبء مخاطر الخسارة و أهم هذه الصناديق ، الشركة الفرنسية لضمان المشروعات الصغيرة والمتوسطة SOFARIS و هي شركة مساهمة رأس مالها مليار فرنك تساهم فيها الدولة بحصة قدرها 44% و البنوك 45% و مؤسسات التأمين 11% .

بالتالي لا تمول الشركة المذكورة المشروعات الناشئة لكنها تقدم ضمانا إلى المؤسسات المالية التي تقوم بتلك المشروعات، كمؤسسات رأس المال المخاطر والبنوك وغيرها من مؤسسات التمويل بنسبة تصل في المتوسط إلى 50% من إجمالي التمويل وبتزايد هذا المعدل بالنسبة للمشروعات المنشأة ليبلغ في بعض الحالات نحو 65% أو 75% من إجمالي التمويل وذلك لتشجيع إنشاء المشروعات وذلك مقابل قسط تأمين ضئيل قدره 3% من المبلغ المؤمن يدفعه طالبوا التمويل كمؤسسات رأس المال المخاطر، وقد بلغت قيمة طلبات الضمان المقدمة نهاية 1997 نحو 25 مليار فرنك وتدير هذه الشركة نحو 20 صندوق ضمان.

(1) - عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، 136-137.

ومن الأمثلة الأخرى لصناديق الضمان العام للتمويل المقدم من مؤسسات رأس المال المخاطر، يمكن أن نذكر الصناديق الأمريكية (SBA) التي تضمن ما يوازي 75% من تمويلات مؤسسات رأس مال المخاطر والصناديق الألمانية التي تتضمن نحو 90% وهي ذات النسبة التي تضمنها أيضا الصناديق الكندية.

#### رابعاً - تأمين السيولة النسبية لحصص مؤسسات رأس مال المخاطر:

دفعت حاجة مؤسسات رأس مال المخاطر إلى إنشاء سوقا صغيرة لتداول الأسهم الموازنة فيما بين مؤسسات رأس المال المخاطر، لتقادي تجميد الأصول المستثمرة في مؤسسات رأس مال المخاطر وصعوبة تسييرها وهذا من شأنه أن يعمل على تشجيع الاستثمار في مؤسسات رأس المال المخاطر، وقد ازدادت أهمية هذا السوق في فرنسا مثلا، وتضاعفت قيمة تحويلاته، مما دفع بالحكومة إلى الإقرار به وإخضاعه لإشراف لجنة عمليات البورصة، وقد استند إنشاء مثل هذا السوق إلى عدة مبررات من أهمها:

- انه يعتبر بمثابة حقل تدريب أولي للمشروعات الناشئة، تمهيدا للدخول في السوق الرسمية.
- انه يعتبر سوق للأوراق المالية غير المسعرة رسميا، وهو ما يفيد مبادلة صكوك المشروعات التي تساهم فيها مؤسسات رأس مال المخاطر فهي ناشئة لم تستوف شروط الدخول في السوق الرسمية للبورصة.
- انه بمثابة سوق مؤسسي مخصص لإجراء مبادلات الصكوك بين المؤسسات المالية، ومن ثم فهو يقدم ميزة لمؤسسات رأس المال المخاطر لتسهيل خروج استثماراتها بالبيع فيه.

#### الفرع الثاني: التدعيم المباشر لنشاط رأس مال المخاطر

إضافة إلى ما سبق تسعى الدولة إلى التنفيذ المباشر لبرامج رأس المال المخاطر ويتخذ ذلك عدة أشكال من أهمها:

- التمويل المباشر للمشروعات
- الاستثمار في مؤسسات رأس مال المخاطر
- إنشاء صناديق مشتركة لرأس مال المخاطر
- معرفة ريادة الأعمال ودعمها

سوف نتطرق على هذه النقاط فيما يلي:

**أولاً- التمويل المباشر للمشروعات:**

إن الوسيلة الأكثر وضوحاً هي مساهمة الدولة في توفير الغطاء التمويلي اللازم للمشروعات الخطو سواء الناشئة منها أو التي تمر بصعوبة معينة، ومن خلال الاستثمار المباشر فيها أو اقتراضها، وكأمثلة على ذلك تجربة مساهمة الدولة الألمانية المشتركة، الصندوق الاجتماعي للتنمية في مصر وكذلك بنك تنمية المشروعات الصغيرة والمتوسطة (BDPME) التابع إلى الحكومة الفرنسية.

**ثانياً- الاستثمار في مؤسسات رأس مال المخاطر**

إن مساهمة الحكومة في رأس مال المخاطر التي تتولى تمويل المشروعات الصغيرة وارد لأن من شأنه أن يساهم في زيادة فاعلية مؤسسات رأس مال المخاطر لن تكفي بمفردها للوفاء بكل هذه الحاجات، لذا تمثل المساهمة المالية للحكومات في رؤوس أموالها دفعة قوية نحو توسيع طاقتها المالية.<sup>(1)</sup>

**ثالثاً- إنشاء صناديق مشتركة لرأس مال المخاطر**

للدولة دور فعال في حث رأس المال الخاص على المشاركة في نشاط رأس المال المخاطر، من خلال إنشاء صناديق مشتركة برأس المال مشترك عام وخاص لتمويل المشروعات الصغيرة وأشهرها صناديق الولايات المتحدة (SBIC) المنشأة عام 1958 والصناديق الألمانية (BFKT) المنشأة عام 1995، والتي تتخصص في تمويل مشروعات صغيرة تتميز بأنها فعلاً تقدم خدمة أو منتجاً جديداً.

**رابعاً- إنشاء صناديق عامة لرأس مال المخاطر**

للقطاع الخاص دور إنشاء صناديق عامة لرأس المال المخاطر عن طريق مدراء استثمار متخصصين تابعين لها، وقد يتولى القطاع العام مباشرة إنشاء هذه الصناديق، ومن أمثلة تلك الصناديق: الشركة العامة البلجيكية SIFP المنشأة عام 1980 والصندوق الأوروبي FEI الذي نشأته الجماعة الأوروبية عام 1994 والوكالة الوطنية للابتكار AMAVAR في فرنسا، والصندوق الفرنسية الأخرى المتخصصة التي نشأتها الدولة بغرض تمويل المشروعات الناشئة المتخصصة في قطاعات التكنولوجيا الحديثة كالمعلومات والاتصالات والتكنولوجيا الحيوية والطاقة، ولا تقتصر مهمة الصناديق

(1) - عبد الله إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص 90.

العامّة لرأس المال المخاطر تمويل المشروعات الناشئة بل تشارك أيضا في رأس مال مؤسسات رأس المخاطر، ومن الصناديق العامّة الحديثة التي تنهض بتلك المهمة، الصندوق الفرنسي العام لرأس مال المخاطر المنشأ عام 1998، برأس مال قدره 900 مليون فرنك (600 من الحكومة الفرنسية و300 من البنك الأوربي للاستثمار)، الذي انشأ بغرض التدعيم الحكومي المباشر لمؤسسات رأس المال المخاطر من خلال المشاركة في رأس مال تلك المؤسسات (شركات رأس المال المخاطر، الصناديق المشتركة للتوظيف في المخاطر... الخ)، فضلا عن المساهمة في تمويل المشروعات الجديدة وقد استثمر هذا الصندوق في ذات سنة الإنشاء نحو 400 مليون فرنك وجهت إلى 10 صناديق رأس المال المخاطر.

### خامسا - معرفة ريادة الأعمال ودعمها<sup>(1)</sup>

تعد ريادة الأعمال من أهم عناصر التنمية في الاقتصاديات الحديثة، فهي تسهم في إيجاد مشروعات مبتكرة ذات أفكار جديدة تنتج سلع خدمات ذات قيمة مضافة وتشتمل عادة على مخاطر عالية، ورائد الأعمال هو من يكون لديه القدرة على تحويل أي فكرة مبتكرة إلى منتج وخدمة جديدة تحقق له الربح وتشبع حاجات المستهلكين، والجدير بالذكر أن أشهر مواقع الانترنت وبرمجيات الحاسب، مثل جوجل (google)، ويوتوب (youtube) وفليكر (FLICKR) وتويتر (twitter) وفيسبوك (facebook) ومايكروسوفت (microsoft) وتعد من أبرز نجاحات رواد الأعمال في وقتنا الحالي.

ويتميز رواد الأعمال ببعض الخصائص التي تميزهم عن غيرهم من رجال الأعمال والمستثمرين،

نذكر منها:

- رواد الأعمال أشخاص مبدعون ومبتكرون، وطموح ومجازفون قادرين على تحمل المسؤولية ويقبلون بالمخاطرة العالية
  - أشخاص لديهم رؤية مستقبلية وإستراتيجية واضحة لتحقيقها.
  - روائد الأعمال في الغالب شخص ايجابي لديه القدرة على إقناع الآخرين
- ويذكر الخبراء عدة خطوات يمكن اتخاذها لتعزيز نشاط ريادة الأعمال من بينها:

(1) - محمد سعد ناصر، مرجع سبق ذكره، ص21.

- تقديم حوافز ضريبية للشركات الناشئة مثل معدل ضريبي منخفض أو إعفاء ضريبي للسنوات الأولى، وفي غياب نظام ضريبي ليستخدم كمساعد، يمكن تقديم خدمات سريعة للشركات الصغيرة لكي تؤسس بأقل تكلفة
- تقديم منح أو قروض بدون ضمانات لرواد الأعمال الذين يمكنهم تقديم خطة عمل محكمة.
- فتح المزيد من القطاعات للأعمال التجارية، تقليل التعقيدات البيروقراطية في إجراءات تسجيل وتصفية الشركات، تذييل العقبات وإلغاء البيروقراطية.
- توفير البنية التحتية الأساسية، المادية، التقنية، والمؤسسية لدعم رواد الأعمال والشركات التجارية في كافة القطاعات.
- حماية حقوق الملكية الفكرية من خلال السياسات المناسبة ونشر الوعي وتطبيق حقوق الملكية الفكرية.
- الاستثمار في التعليم العام وتقليص العوائق المالية للالتحاق بالتعليم العالي، إضافة إلى التعليم المنهجي، تعزيز عملية تطوير المهارات الأساسية بما في ذلك المهارات الإدارية والتواصلية.
- الكف عن المبالغة في سن القوانين المقيدة، فاللوائح الحكومية في كثير من الأحيان تعيق الشركات والمشاريع الجديدة وإنما وجدت اللوائح الضرورية.
- والمحصلة النهائية ان للدولة دورا في تطوير مهنة رأس المال المخاطر من خلال ما ذكرناه من نقاط رئيسية التي يمكن ان تبدأ منها ذلك الدور الذي يمكن ان يمثل احد مفاتيح نجاح تلك المهنة.

### المطلب الثاني: الإستراتيجية الاستثمارية لمؤسسات رأس المال المخاطر

هناك استراتيجيان شهيران يمكن ان تتبناها مؤسسات رأس المال المخاطر وهي:

#### الفرع الأول - إستراتيجية التنوع:

توجد قاعدتان إستراتيجيتان للتنوع يمكن ان تتبناها مؤسسات رأس المال المخاطر وهي:

#### أولا- تنوع مكونات المحفظة

ان الاسلوب الانجح لمواجهة نقص السيولة وارتفاع المخاطرة لدى مؤسسات رأس مال المخاطر، يتمثل في تنوع محفظة الأوراق المالية وذلك بإقامة توازن بين الأصول السائلة للمؤسسة (الاستثمار في

المشروعات المستقرة) والأصول غير السائلة ذات المخاطر المرتفعة) الاستثمار في المشروعات الناشئة) فالمشروعات الناشئة رغم أنها عالية المخاطر، ولا تضمن إيراد في الأجل القصير ومن ثم لا تحقق إيراد جارية الا ان إمكاناتها الايرادية المستقبلية المحتملة مرتفعة، في حين أن المشروعات المستقرة الناضجة تضمن لها حد أدنى منى السيولة.(1)

ولقد توصلت دراسة مقارنة إلى أن مؤسسات أمريكا الشمالية تتبع سياسة حد أدنى من الاستثمار في المشروعات الناشئة لمواجهة ارتفاع المخاطر في حين تميل مؤسسات أوروبا إلى التركيز أكثر حول المشروعات الناشئة مما يعني أن كلا النوعين من المؤسسات يتبنى مبدأ تنوع المحفظة وإذا تفاوتت الدرجة وفي هذا الصدد تشير بعض الدراسات إلى انه حتى يكون هناك إتباع لسياسة التنوع في محفظة الأوراق المالية لمؤسسات رأس المال المخاطر بنسبة لا تقل عن 90%، من حجم الاستثمارات لابد من حيازة 48 صك على الأقل.

### ثانيا-تنوع الصناعات:

توجد ثلاث مبررات رئيسية لتنوع الصناعات نوجزها فيمالي:

- تفادي ظاهرة الدورية، فقد شهدت مؤسسات رأس المال المخاطر اتجاه الايرادية إلى الندرة، نتيجة لتبنيها سياسة التركيز حول قطاع التكنولوجيا فائقة التطور وإهمالها سياسة التنوع.
- إن التنوع يحرك فرص الاستثمار بين الصناعات بالتحرك نحو القطاعات لم يسبق لرأس المال المخاطر عادة الاستثمار فيها.
- في بداية تطور حرفة رأس المال المخاطر، من الضروري أن ارادت النجاح التركيز حول مجال محدد، وبعد اكتساب الخبرة اللازمة ينبغي إعادة التوجيه إلى مجالات أخرى عديدة، وهو ما تحاول مؤسسات أمريكا الشمالية أن تفعله الآن بعد طول التركيز حول التكنولوجيا الفائقة التطور.(2)

### الفرع الثاني: إستراتيجية التخصص

للتخصص ايجابيات عديدة على مختلف الأصعدة من بينها اكتساب المؤسسات أحسن خبرة صناعية ممكنة ويعطي ضمانا أكثر ويقوي الجانب المالي لها ويرفع آفاق نمو مشروعاته خاصة في

(1) - بلعبيدي عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص131.

(2) - عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، صص 124-125.



ميدان التكنولوجيا، ولقد تفتنت مؤسسات رأس المال المخاطر لمسألة التخصص خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، فرمت بثقلها حول قطاع التكنولوجيا الفائقة التطور ومن التجارب الناجحة في هذا الصدد مؤسسة sofinnova ذات تاريخ عريق في التدخل التمويلي للمشروعات المتخصصة في علوم عصر التكنولوجيا الحية والالكترونيك وتكنولوجيا المعلومات والطب... وكذلك مؤسسة INNOVA COM والتي أنشأتها France Télécom إذا تخصصت في تمويل كل ما يتعلق بالاتصالات والمعلومات، كذلك تخصصت مؤسسة Finovelec Finovecture في تمويل قطاعات الالكترونيات والكهربائيات، واخير تخصص banexi venture المتفرغ عن banexi التابع للبنك الفرنسي PNB في تمويل مشروع قطاع المعلوماتية والالكترونية وغيرها من العلوم... الخ.

واعتمدت المؤسسات السابقة على وجود فرق متخصصة تتنافس مع أصحاب المشروعات محل البحث، تمهيدا لإصدار قرار واضح بشأنها من حيث قبول تمويلها من عدمه، وعليه كان التخصص سببا في نجاح العديد من مؤسسات رأس المال المخاطر وعلى رأسها القطاعات التي تتميز بالتكنولوجيا الفائقة وقطاع الصناعات الغذائية وقطاع الادوات الكهربائية، إلى جانب هذا التخصص النوعي هناك تخصص اقليمي لبعض مؤسسات رأس المال المخاطر مثل مؤسسة SIPAREX في ليون ومؤسسة IRDI في تولوز ومؤسسة IOP وهناك من المؤسسات الإقليمية تخصصت فقط في الوفاء بالحاجات التمويلية للمشروعات الإقليمية الوليدة، مثل مؤسسة SAMENAR ومؤسسة DEFI بفالنس، لكن رغم هذه المحاسن لسياسة التخصص إلا أنها قد تتعرض الصناعات الظاهرة الدورية والهبوط ولا بد ان يأتي الدور على القطاع الذي تخصصت مؤسسات رأس المال المخاطر في دعم مشروعاته.

### المطلب الثالث :عقبات تطوير مؤسسات رأس المال المخاطر

#### الفرع الأول:عقبات مرتبطة بمؤسسات رأس المال المخاطر

من المنتظر إن يكون التخصص المهني للمسؤولين عن مؤسسات رأس المال المخاطر غير كاف، اذ من المتوقع بالنظر للمساهمة الرئيسية فيها، توافر العنصر المالي والتجاري في إدارة هذا النوع من المؤسسات ( رجال البنوك أو مؤسسات التمويل)، دون العنصر المهني، أي متخصصون من رجال الصناعة ومتخصصون من مهنة رأس المال المخاطر، ذلك العنصر الذي تمليه متطلبات الهندسة المالية التي تفرض وجود إدارة كفأة ذات خبرات مؤهلة، لان مؤسسات رأس المال المخاطر لا تكتفي بتقديم الخدمات المالية فقط بل تتعدى إلى تقديم خدمات غير مالية، إذ إن رجال البنوك المحاسبين لهم دور مهم

في تقديم التحليلات المالية والمحاسبية، لكنهم بمفردهم لا يشكلون الفريق النموذجي لإدارة مؤسسة رأس المال المخاطر، وإلا أفضى ذلك إلى إفساح مجال للخسارة، ويرجع إلى وجود فواصل بين عالم التمويل والاستشارات وعالم الصناعة والتكنولوجيا، وتواجه مؤسسات رأس المال المخاطر عقبات لقطاع تكنولوجيا المعلومات، وهذه المؤسسات تبتعد عن قطاع التكنولوجيا لغياب القوانين المنظمة لحقوق الملكية الفكرية عن السوق المحلية، فضلا عن اعتماد نشاط شركات التكنولوجيا على الأفكار المبتكرة في ظل تفضيل أغلب صناديق الاستثمار المباشر ومؤسسات رأس المال المخاطر، توجيه أموالها للشركات التي تعتمد على أصول مادية ملموسة.<sup>(1)</sup>

### الفرع الثاني: عقبات متصلة بالمشروع وبالسوق

#### أولاً - عقبات متصلة بالمشروع:

يعد الافتقار إلى مشروعات ذات كفاءة تتولاها مؤسسات رأس المال المخاطر من أكثر العقبات التي تعاني منها عند ممارسة نشاطها، فأصحاب المشروعات يعيهم توفر العنصر الفني فيهم جميعا مع ندرة العنصر الإداري والتجاري، مما يجعلهم يقدمون بخطط غير جيدة للتطور أو محاولة تنفيذ مشروعات غير واعدة بالنظر لتقنية الإنتاج أو نوعية سوقها أو بعدها عن القدرات التكنولوجية الحديثة ذات مردود اقتصادي مستقبلي ضعيف، وحاصل ذلك نجد ان قاعدة الهرم تزداد اتساعا (الملفات المعروضة) في حين تتجه قمته إلى مزيد من الانحصار (الملفات المقبولة)، ولهذا لا بد من السعي نحو توسيع القمة التي يمكن أن تساهم فيها المراكز البحثية بعرض افكار ومقترحات ذات مردود اقتصادي جيد، كما يجب إنشاء نقاط استثمارات المشروعات الجديدة ايضا كي تقوم بتسهيل اختيار فكرة لمشروع صناعي جديد قابل للاستمرار.

كذلك تواجه مهنة رأس المال المخاطر عقبات أخرى كمقاومة توسيع الذمة المالية للمشروع، فالتقليد المفضل لدى أصحاب المشروعات الناشئة هو الاستجابة لضغط الاستقلال عن مواجهة المخاطر المالية والصناعية لمشروعاتهم من خلال مؤسسات رأس المال المخاطر، فالمشروعات توزن مسالة إدخال مساهمين جدد وتخشي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عادة من فقد استقلالها حيث انها قبلت الاستثمار في المشروع لتوافر اعتبار شخصي قوي، لذا تفضل تلك المؤسسات عادة المحافظة على استقلال معين،

(1) - عبد الله بلعدي، مرجع سبق ذكره، ص 134-135.

ومن ثم تميل إلى تفضيل الاستدانة على المشاركة وبالفعل اثبتت التحليلات التي ركزت على بحث هيكل تمويل المشروعات، انها أكثر لجوء إلى التمويل بواسطة القرض البنكي من باقي طرق التمويل المنافسة للبنوك، وذلك يمثل عقبة واضحة نحو ضخ رؤوس أموال المخاطرين بتلك المشروعات، مما يتطلب تغيير الثقافة الصناعية لأصحاب المشروعات من خلال السعي نحو نشر ثقافة المساهمة الجماعية المفتوحة أو روح المشروع الجماعي.<sup>(1)</sup>

### ثانيا - عقبات مرتبطة بالسوق:

تتصل بعض هذه العقبات بطبيعة السلوك الاستثماري السائد في سوق البورصة، حيث من السائد في أوساطها سيادة السلوك الاستثماري المتحفظ والمتمثل في ضرورة ان تحقق المشروعات التي يقبل عليها المستثمرون نتائج ايجابية فعلية، ذلك السلوك تمكنت البورصة الأمريكية من تغييره بحيث أصبح من الممكن ان تدخل المشروعات الأمريكية سوق البورصة بأسعار مرتفعة دون ان تحقق نتائج فعلية ايجابية، ولكن فقط على أساس توقع نتائجها المستقبلية.

ونجد أن السلوك الأخير يخدم مهنة رأس المال المخاطر، حيث يمكن المخاطرون من التنازل عن الصكوك في وقت مبكر بدلا من اضطرارهم إلى الاحتفاظ بها حتى تحقق النتائج الفعلية، كذلك تنعكس الظروف الاقتصادية بوضوح على نشاط رأس المال المخاطر، فحينما يسود الكساد وتصاب البورصة بأزمات، تتجه الإرادية الجارية للمشروعات إلى التناقص، فيفضل المستثمرون الاستثمار قصير الأجل ذلك الاستثمار الذي لا يلاءم المشروعات الناشئة الذي ينبغي ان يتسم بطول الأجل خاصة في المراحل الأولى من دورة حياتها، تلك الظروف سادت في الاقتصاد الأمريكي خلال الثمانينات من القرن الماضي، وأثرت سلبا على نشاط رأس المال المخاطر حيث شهدت تلك السنوات انحصار الدورة التكنولوجية وأزمة البورصات العالمية سنة 1987، وانحسار الأنشطة الجارية، مما نتج عنه تراجع إيرادية المشروعات وتفضيل الاستثمار قصير الأجل.<sup>(2)</sup>

(1) - عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، 117-118.

(2) - بلعدي عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص 136.

## خلاصة الفصل:

إن أهمية هذا رأس المال المخاطر ظهر مع بداية التقدم التكنولوجي في صناعات الكمبيوتر والإلكترونيات وتكنولوجيا المعلومات التي تعتمد بشكل كبير على الأفكار التي لا تساوي شيئاً مهما كانت أهميتها وقيمتها الاستثمارية والاقتصادية ما لم يتم تطويرها وتحويلها إلى واقع ملموس، وإنه إحدى وسائل الدعم المالي والفني والإداري للمشاريع الناشئة والتي يركز عليها بشكل كبير استثمار رأس المال المخاطر لتكون تلك المشاريع نواة اقتصادية مهمة في بناء العمود الفقري لأي اقتصاد وهي الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم.

---

---

الفصل الثالث:

رأس المال المخاطر

كإستراتيجية رائدة لتمويل

المشاريع الأستثمارية في الجزائر

- نمذجة قياسية -

---

---

## مقدمة الفصل:

كثير من المشاريع الاستثمارية الجديدة أو التوسعية تكون عالية المخاطر وتواجه صعوبات في هذا المجال ولكنها تكون ذات أرباح عالية وتتضاعف بعد ذلك قيمة أصولها ، وتحتاج هذه المشاريع أن شترك الجميع في الربح والخسارة فتنفق المصالح والوجهة ولا تتعارض وتحتاج أيضا أن يتم تمويلها على مراحل وليس على دفعة واحدة وأن يكون هناك تنويعا في عددها كما وكيفا وأن تكون قابلة للتنمية والتطور وأن توسع من قاعدة ملكيتها ، ولكي يتحقق هذا كله لابد من توفير أداة أو تقنية تتجه إلى هذه المشاريع وتدفع للابتكار وتكون مفيدة للغاية للتنمية الاقتصادية، وأن تختلف هذه التقنية عن التمويل التقليدي الذي يرفض الالتحام مع العملاء ويدفع بالمستثمر إلى المغامرة دون النظر إلى حجم الخسارة إذا انخفض العائد وتعرض المشروع للإفلاس لأنه ملزم أن يرد القرض في موعد معين ويدفع فائدة ثابتة مدة الدين، إن هذه التقنية تتمثل في رأس المال المخاطر التي تتعامل بالمشاركة ومن ثم تعتمد على دراسة الجدوى الاقتصادية للمنتج وربحيته وكفاءة إدارة المشروع بدلا من أسلوب النظام المصرفي الذي يعتمد على الضمان وسابقة الأعمال وحجم القوائم المالية ، كما أن هذه التقنية تقلل إلى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين والمقترضين وللتوضيح أكثر وتأسيسا لما سبق سوف يتم تقسيم هذا الفصل إلى 3 مباحث ، يتناول الأول تجربة الجزائر في مجال رأس المال المخاطر ويتناول الثاني المشاريع الاستثمارية في الجزائر، إستراتيجية بديلة للتنمية أما المبحث الثالث فيتناول النمذجة القياسية لسياسات رأس المال المخاطر والمشاريع الاستثمارية في الجزائر.

وقد تناولنا في هذا الفصل المباحث التالية :

- ❖ تجربة الجزائر في مجال رأس المال المخاطر
- ❖ المشاريع الاستثمارية في الجزائر، إستراتيجية بديلة للتنمية
- ❖ النمذجة القياسية لسياسات رأس المال المخاطر والمشاريع الاستثمارية في الجزائر

## المبحث الأول : تجربة الجزائر في مجال رأس المال المخاطر

يعتبر ظهور صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر حديثا، ويعود إلى بداية تسعينيات القرن الماضي. حيث قام الإتحاد الأوربي، بهدف توفير أدوات تسهل إنشاء وانطلاق المنشآت الأوروبية، بإنشاء ثلاثة مؤسسات رأسمال استثماري توأم على المستوى المغربي: المساهمة سنة 1992 في المغرب، شركة المساهمة وترقية الاستثمارات ( SPPI ) سنة 1990 في تونس والمالية الجزائر الأوروبية للمساهمة ( FINALEP ) في الجزائر. هذه الأخيرة كانت أول مؤسسة تمارس نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر، ولا تزال . إلى غاية تاريخ إعداد هذه الدراسة - أبرز المؤسسات الناشطة في هذا المجال على المستوى، لذلك ارتأينا أنه من الضروري إجراء الدراسة التطبيقية حول تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر ، يعرض هذا المبحث تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر وأهم الحوافز المقدمة لتشجيع كل من المستثمرين والمقاولين<sup>(1)</sup>:

### المطلب الأول: مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشرع الجزائري

في الفصل الأول من القانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006، 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 لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة.<sup>(2)</sup>

بناء على ما سبق من التعاريف يمكننا تقديم التعريف التالي لرأس المال المخاطر :

" هو استثمار نشط بالأموال الخاصة وشبه الخاصة، يقوم بموجبه المستثمرون بأخذ مساهمات مؤقتة (متوسطة أو طويلة الأجل ) في رأس مال المشاريع الناشئة عالية التكنولوجيا عادة، غير المسعرة والمتضمنة لمخاطر عالية، وذلك مقابل الحصول على عائد مرتفع نسبيا"

<sup>(1)</sup> -إبراق محمد، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، الملتقى الوطني حول: إستراتيجيات

التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة ورقلة، 2012 ، ص 7.

(2) - المادة 02 والمادة 03 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر - نمذجة قياسية -

وقد ركز المشرع على مراحل نمو المؤسسة موضوع التمويل كما حدد كفاءات تدخل شركة رأس المال الاستثماري، والتي تتمثل في رأس المال المخاطر، 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/أو حصص يحوزها صاحب رأس مال استثماري آخر.

### المطلب الثاني: التحفيزات الممنوحة لمؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر

تتمثل التحفيزات التي قدمتها الحكومة الجزائرية لجذب مؤسسات رأس المال المخاطر أساسا في التحفيزات الجبائية وتحفيزات أخرى مرتبطة بطرق خروج هذه المؤسسات من الاستثمارات، وهذا لضمان سيولة أكبر في السوق.

### الفرع الأول: التحفيزات الجبائية

تضمن الفصل السادس من القانون رقم 06-11 الصادر في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، أغلب التحفيزات الجبائية المقدمة لمؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر، ثم تم توضيحها أكثر من خلال المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المؤرخ في 11 فيفري 2008 والمتعلق بشروط ممارسة شركة رأس المال الاستثماري.

تم إعفاء شركات رأس المال المخاطر من دفع الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخل المتأتية من الأرباح، نواتج توظيف الأموال، نواتج وفائض قيم التنازل على الأسهم والحصص. وبالنسبة لبقية المداخل فهي تخضع إلى المعدل المخفض بـ 5%، إلى شرط التزام الشركة بالمحافظة على الأموال المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن خمس سنوات، تحسب ابتداء من أول جانفي من السنة الموالية لتاريخ أي اكتتاب أو اقتناء. تم إعفاء شركات رأس المال المخاطر التي تتدخل في مرحلة قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء (رأس المال المخاطر في مفهوم المشرع الجزائري) من الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس سنوات، ابتداء من تاريخ بداية نشاطها، مع استفادتها من النظام الجبائي الممنوح لمؤسسات رأس المال المخاطر التي تتدخل في بقية مراحل حياة المؤسسة.



### الفرع الثاني: تحفيزات متعلقة بطرق الخروج من الاستثمارات

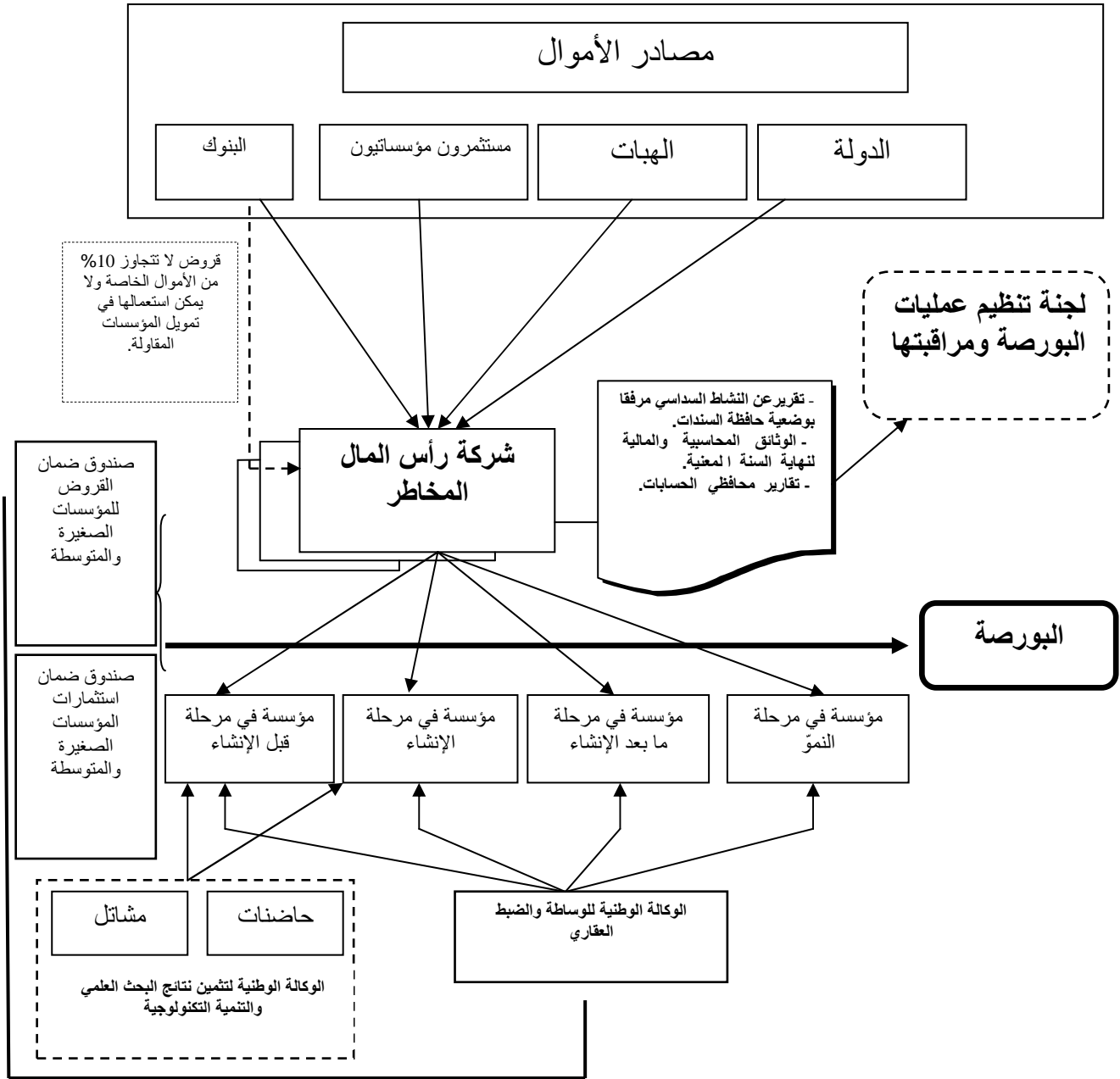
تمثلت هذه التحفيزات أساسا في تعديل شروط القبول في البورصة عن طريق العرض العام على الجمهور والذي يعد الطريقة الأمثل والمفضلة بالنسبة لمؤسسات رأس المال المخاطر والمقاولين، إذ تم تقسيم المؤسسات التي تدخل البورصة إلى قسمين، مؤسسات كبرى ومؤسسات صغيرة ومتوسطة. يجب على المؤسسات الكبرى التي ترغب في دخول البورصة أن يكون لديها رأس مال محرر لا تقل قيمته عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) بدل مائة مليون دينار (100.000.000 دج). كما يجب أن يتم توزيع سندات رأس المال على الجمهور لدى عدد لا يقل عن 150 مساهم بدل 300 مساهم. (1)

تستجيب سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل أساسي لحاجات سوق رأس المال المخاطر، من خلال إتاحة فرص أكثر للاستثمار والخروج من الاستثمار. كما تمنح هذه السوق جملة من المزايا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كالحصول على التمويل المباشر الذي يكمل التمويل البنكي، الحصول على موارد ثابتة لتمويل الأصول طويلة الأجل، دخول سهل وبأقل التكاليف للبورصة. يوضح الشكل رقم (3-1) التنظيم العام لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر، ويوضح مختلف المؤسسات، الهياكل والهيئات المتدخلة فيها.

(1) - براق محمد، مرجع سبق ذكره، ص9.

الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية  
في الجزائر - نمذجة قياسية -

الشكل رقم (01-03): تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر



المؤسسات والهيكل المساعدة

المصدر: محمد براق ، مرجع سابق ، ص 8.

### المطلب الثالث: مؤسسات سوق رأس المال المخاطر بالجزائر

إن نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر حديث الوجود بل تعداده قليل جدا، لذا فإن من مصلحة الدول النامية خاصة الجزائر أن تعمل على تنمية هذه المؤسسات لدعم مشروعاتها لهدف تحقيق التنمية، وبالفعل فقد تم في الجزائر العزم على إنشاء صندوق رأس المال المخاطر لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتولى الخزينة والبنوك تدعيمه وإقامته ، وكان ذلك يوم 2004/01/14 باعتماد قدره 3.5 مليار دينار جزائري ، وقد أعلن أيضا في نفس السنة على تأسيس صندوق ضمان قروض الاستثمار لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا الصندوق ثمرة التزام مشتركة بين السلطات العمومية والبنوك برأس مال قدره 30 مليار دينار جزائري على الرغم من المخاطر التي تحيط بمجالات استثمار مؤسسات رأس المال المخاطر باعتبارها استثمارات طويلة لأجل ينقصها معيار الإرادية والأمان، فضلا عن تلك التي تحيط بمهنة رأس المخاطر في الدول النامية باعتبارها مهنة مستحدثة، لم يألفها السوق من قبل إلا أنه تمت بعض التجارب في الجزائر لبعض مؤسسات رأس المال المخاطر نوردها فيما يلي<sup>(1)</sup>:

#### الفرع الأول: الشركة المالية للاستثمارات ، المساهمة ، التوظيف Sofinance

التي تأسست بتاريخ 2002/01/09 ونسبة مساهمتها في التمويل لا تتعدى % 35 من رأس مال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول الأخرى، وهي كذلك لا تغطي كل الأنشطة، بل انحصر مجال عملها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية وهذا يعني الاهتمام بالصناعات التحويلية وهو نشاط ضئيل المخاطر إذا ما قورن بالأنشطة الأخرى.

لهذا تعتبر الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف حديثة النشأة مقارنة بالمالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة. وهي عبارة عن مؤسسة مالية شركة مساهمة، يقدر رأسمالها ب 5مليار دج أنشئت سنة 2000، و انطلقت في نشاطها بعد أن حصلت على رخصة من بنك الجزائر بتاريخ 9جانفي 2001.وقد تقرر إنشاؤها بقرار من ما كان يعرف سابقا بالمجلس الوطني لمساهمات الدولة CNPE في 6 أوت 1998 وجعل هدفها الأساسي "المساهمة في دعم وإعادة بعث الاقتصاد". وذلك بمساهمتها في

(1) – بلعدي عبد الله ، مرجع سبق ذكره،ص85.

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

إعادة هيكلة النسيج الصناعي العمومي، تقديم تمويلات مكيفة للمؤسسات العمومية، وتشكيل مركز للهندسة المالية لصالح المؤسسات العمومية في إطار تخصصتها. تتدخل الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف بعمليات تمويل أعلى الميزانية (رأس المال الاستثماري) لمدة تتراوح بين 3 و5 سنوات، بهدف تشجيع إنشاء ونمو المنشآت، وكذا نقل ملكيتها وتقويمها، وأيضا مرافقة برنامج خصصة المؤسسات العمومية.

كما تنشط في مجال الهندسة المالية وذلك بتقديم الاستشارة والمتابعة للمؤسسات الاقتصادية العمومية في مجال إعادة الهيكلة المالية والإستراتيجية، في مجال التمويل بالقرض الإيجاري بتأجيرها منتجات المؤسسات العمومية لعمالئها، وتقوم كذلك بتسيير الصناديق بالتدخل في الأسواق النقدية، السندية وقيم الخزينة. ويعتبر القرض الإيجاري والهندسة المالية النشاطين الرئيسيين للمؤسسة، حيث يمثلان أكثر من 70% من رقم أعمالها<sup>(1)</sup>.

الأهداف المسطرة من طرف الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف على المدى القصير والمتوسط، تتمثل في إدخال أدوات تمويلية مكيفة حسب احتياجات السوق الجزائري، بمفردها أو بالشراكة مع مؤسسات مالية متخصصة، ويعتبر إنشاء مؤسسة قرض إيجاري، تطوير نشاط رأس المال الاستثماري ومؤسسة فوترزة من الأولويات. في ما يخص عمليات رأس المال الاستثماري، فإن أول مساهماتها تعود لشهر أبريل 2011 ليبلغ عددها 6 مساهمات نهاية 2008 بقيمة إجمالية تقدر بقيمة 641,460 مليون دج. منها عمليات رأسمال مخاطر بقيمة 291,460 مليون دج، وواحدة رأسمال تطوير بقيمة 350 مليون دج. بقي في محفظة المؤسسة 3 عمليات رأسمال مخاطر، علما أنه تم الخروج من العمليتين الأخريين، وعملية رأسمال النمو الوحيدة عرفت فشلا وتتم تصفيته.

### الفرع الثاني: المغربية للاستثمار Maghrebinvest

المغربية للاستثمار هي أحدث مؤسسة رأسمال استثماري من حيث تاريخ الإنشاء، وهي إحدى مؤسسات المجموعة Integra Partners الفرع المتخصص في رأس المال الاستثماري، والذي يسيّر ثمانية صناديق استثمار موجهة لشمال، وسط وغرب إفريقيا. المغربية للاستثمار هي هيكل تسيير لآخر صناديق المجموعة: الصندوق المغربي للحصص الخاصة (MPEFII) الذي أطلق رسميا في الجزائر (

(1) - محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 176.

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

ويمكنه التدخل في دول أخرى في نوفمبر 2006 برأسمال انطلق حدد بـ 65 مليون أورو أي حوالي 65 مليون أورو تم رفعه إلى 124 مليون أورو سنة 2008. من أهم مستثمري الصندوق: فرع للبنك الدولي المؤسسة المالية الدولية (SFI) البنك الأوروبي للاستثمار (BEI) الوكالة الهولندية للتنمية (FMO) البنك الإفريقي للتنمية (BAD) مجموعة صندوق الودائع والاحتياطيات الفرنسية (CDC)، صندوق الاستثماري السويسري للأسواق النامية (SIFEM)، المؤسسة البلجيكية للاستثمار من أجل البلدان النامية (BIO) ومؤسسة الترقية والمساهمة من أجل التعاون الاقتصادي (PROPARCO) فرع مجموعة الوكالة الفرنسية للتنمية. المغربية للاستثمار متخصصة في عمليات تمويل أعلى الميزانية (رأس المال الاستثماري) لحساب مستثمرين مؤسساتيين، أي أنها تقوم باستخدام الأموال الخاصة وشبه الخاصة لتمويل مختلف مراحل نمو المنشآت الخاصة. إضافة إلى ذلك تقوم بتسيير الأصول وعمليات الوساطة في البورصة،<sup>(1)</sup> ولا ينحصر مجال تدخلها في المستوى الوطني بل يتعداه ليشمل كل من تونس والمغرب. تتراوح مدة تمويلها، الذي يأخذ وضعية الأقلية، بين 5 و7 سنوات ونادرا ما تكون أكثر من ذلك<sup>(2)</sup>. لا يقتصر تدخل المغربية للاستثمار على تقديم التمويل، بل توفر للمنشآت الممولة المرافقة الإستراتيجية بغية تحقيق تأخرات بين مختلف المنشآت التي تمويلها، وترافق كذلك النشاط الخارجي ونشاط التوسع الخارجي. كل هذا يتم بفضل امتلاكها لشبكة اتصالات تجارية تمكن من إعطاء نظرة وبعد عالميين لنمو المنشآت الممولة<sup>(3)</sup>:

- في المغرب العربي: بواسطة مؤسساتها في البلدان الثلاثة، أي بالإضافة للمغربية للاستثمار في المغرب والتونسية للاستثمار في تونس.

- إفريقيا تحت صحراوية: بواسطة شركائها المتخصصين في رأس المال الاستثماري المتواجدين في

المنطقة :، Cenainvest، Cauris Investment ؛ وFidelity Capital Partner وIBTC

(1) – Banque d'Algérie, **RAPPORT 2007 : évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2008**, P : 159, [http://www.bank-of-algeria.dz/rapport\\_ba\\_07/rapport\\_07.pdf](http://www.bank-of-algeria.dz/rapport_ba_07/rapport_07.pdf)

(2) – محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص 177.

(3) – Frédéric MASCRE, GOFFROY DUBUS, JEAN –Sébastien LANTZ, Y VAN-MICHEL EHKIRCH, PHILIPPE CROCHET, Capital Risque Et Valorisation De La Recherche, Ed AFIC, 2009, P : 241

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر - نمذجة قياسية -

- أوروبا: بواسطة مكاتب مستثمريها الأوروبيين المذكورين أعلاه. في ما يخص عمليات رأس المال الاستثماري، فإن أول مساهمات المغاربية للإستثمار تعود لسنة، 2001 ليبلغ عددها 6 مساهمات نهاية 2008 قيمة إجمالية تقدر بحوالي 1,7 مليار دج ( منها عمليات رأسمال مخاطر تفوق قيمتها 70 مليون دج)، مازالت كلها ضمن محفظتها ولم تشهد أي خروج.

### الفرع الثالث: مؤسسة FINALEP

تأسست سنة 1991 كأول مؤسسة في الجزائر بأربعة مساهمين وهم:

- بنك التنمية المحلية BDL بـ 40 %.
- الصندوق الفرنسي للتنمية CFD بـ 28.74 %.
- القرض الشعبي الجزائري CPA بـ 20 %.
- البنك الأوروبي للإستثمار BEI بـ 11.26 %.

وتعمل هذه المؤسسة على ترقية الإستثمار في الجزائر على مسار الشركة الجزائرية الأوربية، وهي كباقي مؤسسات رأس المال المخاطر تشارك في عملية التأسيس فهي وكيل ما بين 10 % و 20% من رأس المال الاجتماعي حسب الحجم وحاجة المؤسسة يقدر رأس مال مؤسسة بـ 159.750 مليون دينار جزائري وهي شركة ذات أسهم تعد أول مؤسسة ذات رأس مال استثماري ومخاطر في الجزائر، وتقوم بجملة من المهام نذكر منها: (1)

- ✓ ترقية وتمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث النشأة وتنمية المشاريع المتعثرة.
- ✓ تساهم المالية الأوربية الجزائرية بعمليات التمويل عن طريق الشراكة في رأس المال الخاص، على عكس البنوك التي تمنح القروض، أي أنها تقوم باقتصاد المساهمة في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذه التمويلات تكون إما عن طريق الحساب الجاري، أو سندات قابلة للتحويل أو عن طريق قروض المساهمة، نقدا أو محررا كتابيا أو مقسمة إلى جزئين نصفها بالعملة الصعبة والنصف الآخر بالعملة المحلية.

(1) -روينة عبد السميع، إسماعيل حجازي، مرجع سبق ذكره، ص 308.

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

- ✓ المساعدة في إعداد الدراسات القابلة للتنفيذ والبحث عن تمويل مسبق والتحقق من الشركاء وعرض نشاط البنوك وبنوك المعطيات الدولية التي تقدم يد الإرشاد والمساعدة.
- ✓ التركيب القانوني والمالي وحضور إتمام الإجراءات الإدارية والقانونية والمساعدة في إتمام إجراءات الإنشاء.

ومن أهم المشاريع التي ساهمت فينالوب في تمويلها، شركة الكيمياء الصناعية التي تقدم الصيانة الصناعية والتنظيف الصناعي، وكذلك شركة COCHMA التي تنتج الياؤورت والعصير والحليب من الصودا، وأيضا الزراعة الغذائية MAS, TABCCOUS وتنتج التبغ، وأيضا مؤسسة التحويل المعدني الصناعية SOYAMIN METAL وهي مؤسسة جزائرية إيطالية لتصنيع الديكور والإكسسورات وغيرها.

### الفرع الرابع: الوكالة الوطنية لتمكين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية

تقوم الوكالة الوطنية لتمكين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية بدور قريب جدا من دور مؤسسات رأس المال المخاطر في التمويل، إلا أن عملها يقتصر على مرحلتي ما قبل الإنشاء والإنشاء، و تعد كمؤسسات مساعدة لمؤسسات رأس المال المخاطر في السوق.<sup>(1)</sup>

### أولا- نشأة الوكالة الوطنية لتمكين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية :

تم إنشاء الوكالة الوطنية لتمكين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية ( ANVREDET: Agence Nationale de Valorisation des Résultats de la Recherche et du Développement Technologique) عن طريق المرسوم التنفيذي رقم 98-137 المؤرخ في 03 ماي 1998 تحت وصاية وزارة التعليم العالي والبحث العلمي.

تعمل الوكالة في إطار مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي تجاري، وتتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية. يتمثل الهدف الأساسي من إنشاء الوكالة في الربط بين قطاع البحث العلمي والقطاع الصناعي، السماح بظهور مؤسسات تركز على الإبداع، تنمية ثقافة الإبداع داخل المؤسسات الوطنية وتوفير فرص عمل أكثر.<sup>(2)</sup>

(1) - براق محمد، مرجع سبق ذكره ، ص 10

(2) - موقع للوكالة الوطنية لتمكين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية، على الموقع [www.anvredet.org.dz](http://www.anvredet.org.dz) تاريخ اخر اطلاع 03 جانفي 2016.

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر - نمذجة قياسية -

تتدرج في الجدول أدناه مختلف مساهمات رأس المال المخاطر في مجال الاستثمارات المصرح بها لعام 2014 وهو مؤشر يدل على التطور مقارنة بسنة 2013. هذه النتائج الإيجابية التي تبشر بأفاق واعدة، والتي تم تسجيلها في سياق وطني يتسم بتحديات جديدة تتعلق انخفاض أسعار النفط، والتي ينبغي أن تشجعنا وتحفزنا على تقديم ومضاعفة جهودنا لضمان بروز اقتصاد حديث ومتنوع، بعيدا عن شبح وهاجس الاعتماد على النفط والغاز والتي تساهم حاليا بالجزء الأكبر من دخل البلاد.

الجدول رقم(03-01): يمثل مختلف مساهمات رأس المال المخاطر في مجال الاستثمارات المصرح بها لعام 2014.

السنوات	عدد المشاريع	مناصب العمل	رأس المال المخاطر
2002	495	29586	98566
2003	1628	34618	396209
2004	876	24892	241768
2005	836	32019	198839
2006	2012	47265	486035
2007	4257	86733	664782
2008	6538	89594	1327946
2009	6932	63488	439577
2010	5564	59134	379834
2011	5688	124004	1331711
2012	6077	76443	754025
2013	7991	143446	1861048
2014	9904	150959	2192230
<b>المجموع</b>	<b>58888</b>	<b>962181</b>	<b>10372871</b>

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على :

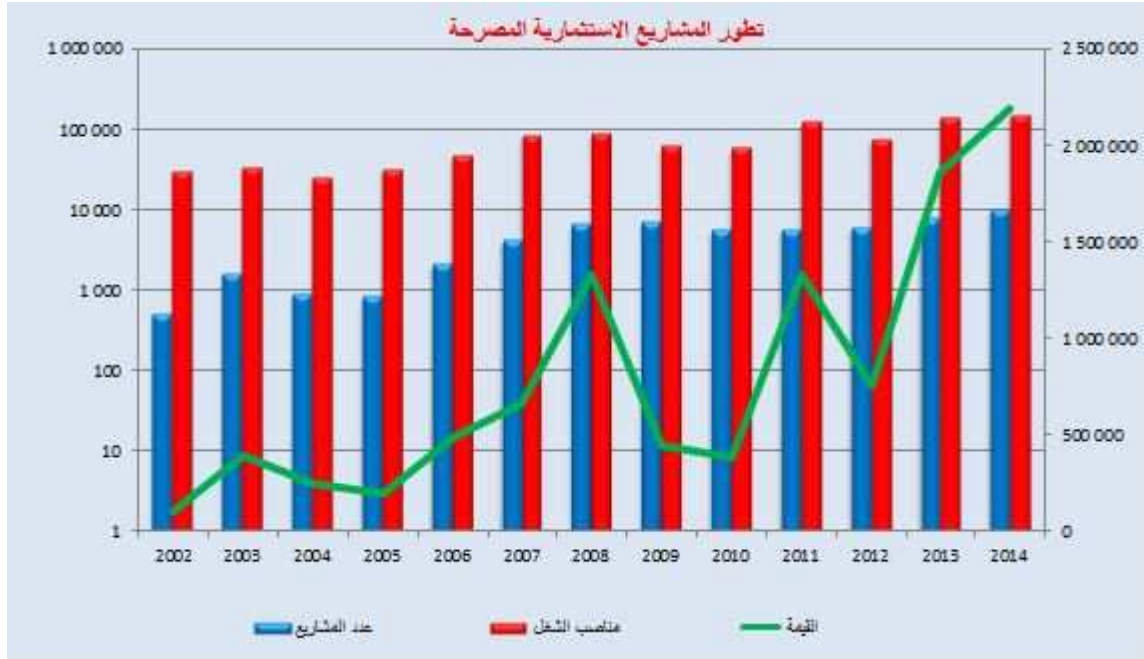
- موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI : <http://www.andi.dz/index.php/ar>

- موقع وكالة التشغيل : <http://www.nourelilm.org>



## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر - نمذجة قياسية -

شكل رقم (03-02) : يمثل تطور المشاريع الاستثمارية المصرحة



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على :

- موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI :

<http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement?id=395>

### المبحث الثاني : المشاريع الاستثمارية في الجزائر، إستراتيجية بديلة للتنمية:

تختص مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل وتوجيه المؤسسات الجديدة، وتعد أحد المستثمرين القلائل الذين يمنحون التمويل طويل الأجل. وبالتركيز على مؤسسات رأس المال المخاطر، يلاحظ أنها تمنح أهمية كبيرة لفترة الاستثمار، فمؤسسات رأس المال المخاطر لا تهتم بامتلاك المؤسسات الناشئة لمدة طويلة، ولكنها تهتم بتمويل هذه المؤسسات حتى تصل إلى مستويات معينة من النمو، ثم تقوم بالخروج منها فاتحة المجال أمام مستثمرين آخرين لذا، تعد عملية الخروج من الاستثمارات، عملية ذات أهمية كبيرة بالنسبة لمؤسسة رأس المال المخاطر.

### المطلب الأول: التعريف الجزائري للمشاريع الاستثمارية

إن التعريف المعتمد بالنسبة للمشاريع الاستثمارية هو التعريف الذي حدده الاتحاد الأوروبي سنة 1996، والذي كان موضوع توصية كل البلدان الأعضاء، وقد صادقت الجزائر على ميثاق بولونيا حول المؤسسات المصرفية في جوان 2000، وهو ميثاق يكرس التعريف الأوروبي للمشاريع الاستثمارية،

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر - نمذجة قياسية -

ويركز هذا التعريف على ثلاثة مقاييس هي: المستخدمون، رقم الأعمال، الحصيلة السنوية والاستقلالية المالية.<sup>(1)</sup>

### - وضعية المشاريع الاستثمارية في الجزائر

بدأت شهر جوان 2013 على مستوى إنجاز المشاريع الاستثمارية المصرح بها لدى الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار خلال الفترة الممتدة بين 2002 و 2012 والتي بدورها أبرزت المعطيات التالية كما هي موضحة في الشكل التالي :

شكل رقم(03-3): توزيع المشاريع الاستثمارية المحلية والأجنبية حسب أهم القطاعات الاقتصادية.



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على :

- موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI : <http://www.andi.dz/index.php/ar>

ويوضح الشكل التالي ما يلي :

- معطيات حول نتائج الملاحظة:

. 32 004 مشروع منجز أي نسبة 91 % من الكل.

. 2 580 مشروع لم يتم إنجازه أي نسبة 7%.

. 593 مشروع تم التخلي عنه أي نسبة 2%.

(1) - براق محمد، مرجع سبق ذكره ، ص 19.

الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية  
في الجزائر – نمذجة قياسية -

- معطيات حول المنجزات الإجمالية :

. 32 004 مشروع منجز أي بنسبة 91% من الكل.

. 2547 مليار دج أي حوالي 31.8 مليار دولار أمريكي.

. تم خلق حوالي 300 000 منصب شغل.

- الأجنبية منها :

. 410 مشروع استثماري أجنبي تم إنجازه.

. 42 959 منصب شغل تم استحداثها للأجانب أي بنسبة 14%.

803 مليار دج أي 3/1 من الاستثمارات المنجزة.

جدول رقم(03-02) : تعداد المشاريع الاستثمارية في الجزائر ومساهمتها في خلق مناصب الشغل للفترة (2002-2012)

السنوات	عدد المشاريع	%	القيمة المالية بالمليون دينار	%	مناصب الشغل	%
2002	443	%1	67 839	%3	24 092	%8
2003	1369	%4	235 944	%9	20 533	%7
2004	767	%2	200 706	%8	16 446	%5
2005	777	%2	115 639	%5	17 581	%6
2006	1990	%6	319 513	%13	30 463	%10
2007	4092	%13	351 165	%14	51 345	%17
2008	6375	%20	670 528	%26	51 812	%17
2009	7013	%22	229 017	%9	30 425	%10
2010	3670	%11	122 521	%5	23 462	%8
2011	3628	%11	156 729	%6	24 806	%8
2012	1880	%6	77 240	%3	8150	%3
المجموع	32 004	%100	2546840	%100	229115	%100

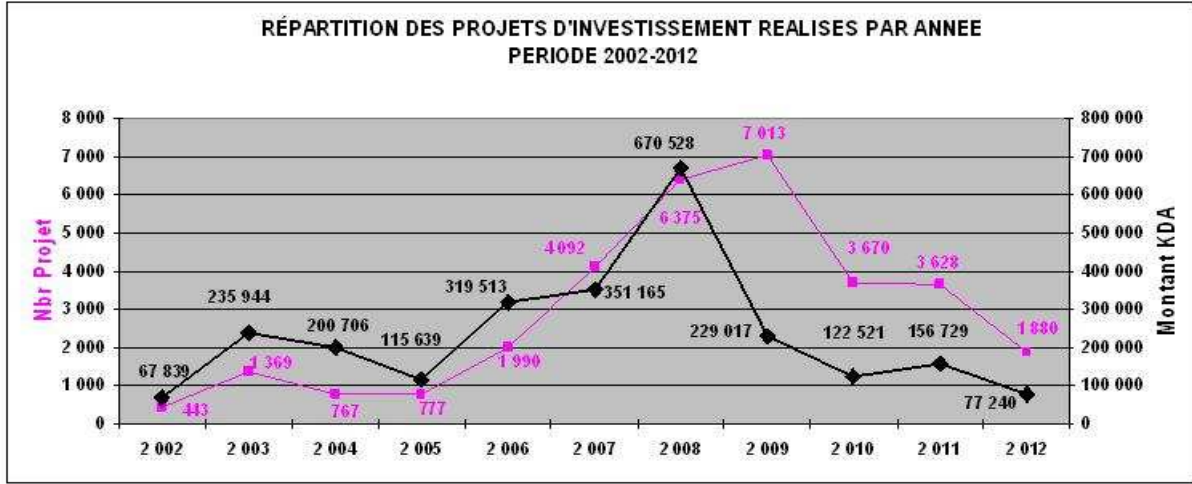
المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على :

- موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI : [http://www.andi.dz/index.php/ar/bilan-des-](http://www.andi.dz/index.php/ar/bilan-des-investissements)

investissements

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر - نمذجة قياسية -

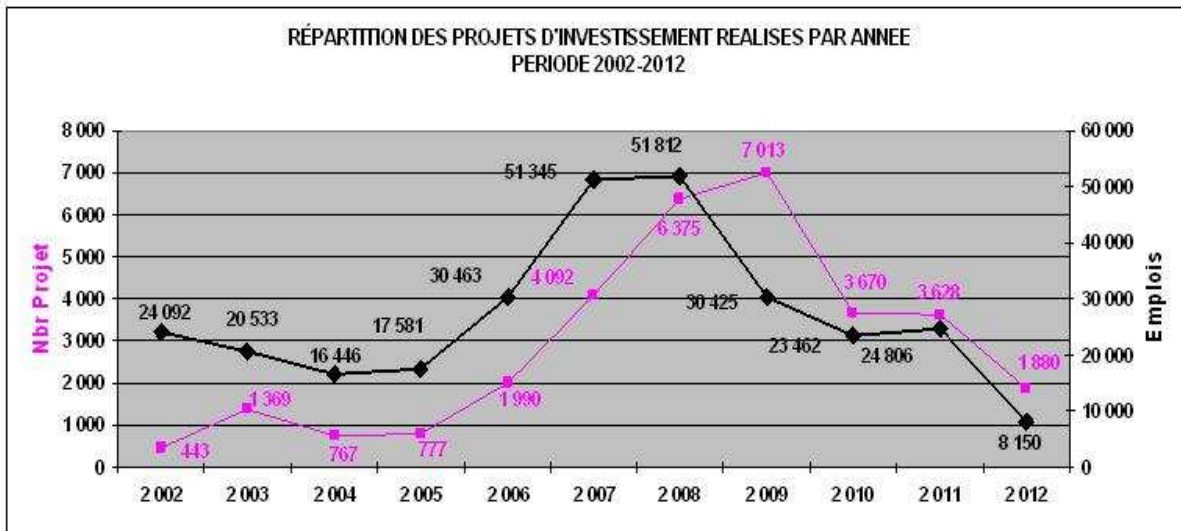
شكل رقم (03-04) : توزيع المشاريع الاستثمارية في الجزائر و تحديدها مبالغها للفترة (2012-2002)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على :

- موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI : <http://www.andi.dz/index.php/ar/bilan-des-investissements>

شكل رقم (03-05) : توزيع المشاريع الاستثمارية في الجزائر و مساهمتها في خلق مناصب الشغل للفترة (2012-2002)



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على :

- موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI : <http://www.andi.dz/index.php/ar/bilan-des-investissements>

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر - نمذجة قياسية -

تقدر نسبة التطور السنوي للاستثمارات المنجزة حسب عدد المشاريع بـ1% في سنة 2002، ثم واصل هذا التطور في منحى تصاعدي حتى بلغ ذروة 22% سنة 2009 مع الحفاظ على الحد الأقصى بنسبة 11% في السنتين المتتاليتين 2010 و 2011 وفي الأخير إنتهى إلى 6% سنة 2012. نلاحظ أن حجم التمويل و مناصب الشغل المستحدثة في نفس الاتجاهات التطورية وفقا للسنوات.

تتبع الاستثمارات المنجزة مسارا منطقيا و معتادا و هي في موضع ضمن الترتيب التنازلي حيث أنها على رأس الترتيب العام للاستثمارات المنجزة من حيث " الإنشاء " أي 3/2 (نحو كل المعايير) في حين أن الاستثمارات المنجزة من حيث "التوسيع" تحتل 3/1 من الهيكل الإجمالي.

تحدث الاستثمارات في شكل "إعادة التأهيل- التوسيع" و "إعادة التأهيل" نسبة 2% لكل منهما. و في الأخير فإن الاستثمارات المنجزة في "إعادة التأهيل- التوسيع" و "إعادة التأهيل" فهي ضئيلة أي أقل بـ1% مقارنة مع المجموع، وهذا في كل المعايير الإجرائية. وباختصار، هذه المعطيات تترجم بشكل جيد مدى تفضيل المستثمرين للاستثمارات الجديدة والتوسعية و ذلك على حساب الأنواع الأخرى ذات الاهتمام الكبير من طرف القطاع العام في أعقاب قرارات الحكومة الأخيرة بإعادة تأهيل بعض القطاعات الصناعية للإنتاج الإستراتيجي في حين أن الخصوصية لا تبدو أنها تعطي نتائج مرجوة. يبدو أن الفكرة الأخيرة في إطلاق ما يسمى بالقطاع المختلط حول الاستثمارات التي تتم بين القطاع العام والقطاع الخاص أنها خيار أكثر جاذبية لكلا الطرفين.

يلاحظ أن هناك سيطرة للقطاع الخاص على حساب القطاع العام من حيث عدد المشاريع التي تقدر بـ638 31 مشروع أي بنسبة 99% بقيمة مالية تصل إلى 1.378.385 مليون دينار مع استحداث 264964 منصب شغل. في المقابل، يساهم القطاع العام بحوالي 328 مشروعا فقط ، لكن بقيمة مالية مهمة ومعتبرة تصل إلى 777 مليار دج ، أي ما يعادل نحو نصف ما يشغله القطاع الخاص من المشاريع الكبرى المهيكلة.

في الأخير، فإن القطاع المختلط يساهم بحوالي 38 مشروع و بقيمة مالية أكبر من النصف مقارنة بالقطاع العام أي بـ391 مليار دج. أما فيما يخص مناصب الشغل التي تم استحداثها من طرف القطاع القانوني فإننا نلاحظ أن هناك نفس التوجهات مع القطاع الأول (الخاص) وذلك بـ 264 964 منصب شغل مستحدث أي بنسبة 89% من المجموع. في حين أن القطاع العام استحدث 31 024

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

منصب عمل ما يمثل نسبة 10%، وأخيرا يأتي القطاع المختلط الذي استحدث 127 3 منصب عمل أي بنسبة 1% فقط.

إن تصنيف الاستثمارات المنجزة في القطاع الصناعي خلال هذه الفترة، يبرز بأن هنالك هيمنة لهذا القطاع على جميع المستويات ( من حيث العدد، المبلغ المالي، مناصب الشغل المستحدثة) بنسب (11%، 62% و 35%) على التوالي، يليه قطاع البناء والأشغال العمومية والهيدروليك ب(18%، 9% و 34%) وأخيرا قطاع الخدمات ب(9%، 13% و 12%). فمن حيث الفروع الصناعية، لاسيما الصناعة الغذائية، الكيمياء والبلاستيك وصناعات الخشب والورق بالإضافة إلى إعادة استئناف صناعات النسيج والجلود وفي الأخير تأتي مواد البناء والزجاج.<sup>(1)</sup>

كما سجل الاستثمار في المياه والطاقة و اللذان تميزا بالمشاريع العمومية الكبرى وبمبالغ مالية ضخمة فضلا عن الاستثمارات الكبرى في مجال الاتصالات السلكية واللاسلكية. قطاع النقل، هذا القطاع لا يتناسب مع عدد المشاريع الصغيرة المنجزة والتي تقدر نسبتها ب58% وبقيمة مالية تتساوى مع القيمة المالية لقطاع البناء والأشغال العمومية والهيدروليك (9%) كما أن عدد المناصب المستحدثة في هذا القطاع تتساوى تقريبا مع مانجده في قطاع الخدمات (15%). أما القطاعات الأخرى مثل الزراعة، السياحة و التجارة فإنها تساهم في حدود 1 إلى 2% من المشاريع المنجزة. ومع ذلك فإن قطاع السياحة سجل تطورا ملحوظا من حيث القيمة المالية و ذلك بنسبة (55%).

### المطلب الثاني: شروط إنجاح شركات رأس المال المخاطر في الجزائر و سبل دعمها

#### الفرع الأول: شروط إنجاح شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

يجب على الدولة الجزائرية توفير جملة من الشروط لإنجاح مؤسسات رأسمال المخاطر وتطوير نشاطها بحيث تشمل هذه الشروط الجوانب :التشريعية ، السياسية و الاقتصادية لأنه كلما ارتفعت حدة المخاطر كلما أحجم المستثمرون على الاستثمار في محيط المخاطر ، بسبب مواجهة خطر ذو بعدين ، احدهما خاص بمحيط المؤسسة و الآخر يتعلق بالنشاط و المحيط كما يلي<sup>(2)</sup>:

- تشجيع إنشاء شركات رأسمال المخاطر في الجزائر بغض النظر عن جنسية مؤسسيها.

(1) - موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار على شبكة النت : صفحة تعداد المشاريع الاستثمارية

<http://www.andi.dz/index.php/ar/bilan-des-investissements>

(2) - براق محمد، مرجع سبق ذكره ، ص 13.

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

- دعم أساليب الشراكة مع مؤسسات رأسمال المخاطر الأجنبية خاصة المالكة لتكنولوجيا عالية.
- إنشاء مراكز للبحوث و التدريب لمساعدة المشاريع الناشئة لدعمها بالتمويل و مساعدتها في تقديم الاستشارات و متابعة نشاطها.
- إنشاء مركز وطني للإعلام الاقتصادي مهمة توفير المعلومات اللازمة للمستثمرين في كافة أوجه النشاط الاقتصادي.
- الإسراع في إنشاء سوق أوراق مالية ليتم من خلاله تداول الأسهم و الأوراق المالية الخاصة بهذه الشركات.

### الفرع الثاني: سبل دعم شركات رأسمال المخاطر في الجزائر:

على الدولة أن تقدم يد العون لهذه المؤسسات والوقوف إلى جانبها حتى تتغلب على الصعوبات المختلفة التي تواجه نشاطها مثل انخفاض الإيرادات وارتفاع المخاطر و دعمها بشتى الطرق سوى المباشرة أو الغير مباشرة.

### أولاً: التدعيم غير المباشر لمؤسسات رأسمال المخاطر

وهو كل ما يتعلق بالحوافز الضريبية والشروط التنظيمية التي تحكم هذه المؤسسات و كذا الجانب التشريعي الذي يخلق بيئة ملائمة لتطورها، لذلك يجب أن تتميز اللوائح و التنظيمات التي تصدرها الدولة بالبساطة و السهولة عند إنشاء هذه المؤسسات.

### ثانياً: التدعيم المباشر

- لا يجب أن يقتصر تدعيم الدولة لمؤسسات رأسمال المخاطر على التدعيم غير المباشر بل يتعداه إلى الدعم المباشر والاشتراك في نشاطاتها و يتخذ هذا عدة أشكال أهمها:
- توفير تمويل مباشر للمشروعات من قبل الدولة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، كمساهمة الدولة الألمانية في رؤوس أموال مشاريع تكنولوجيا خطيرة ، و بنك التنمية المحلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التابعة 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 الأمريكية حيث أنشأت عام 1957 والصناديق الألمانية المنشأة عام 1995.

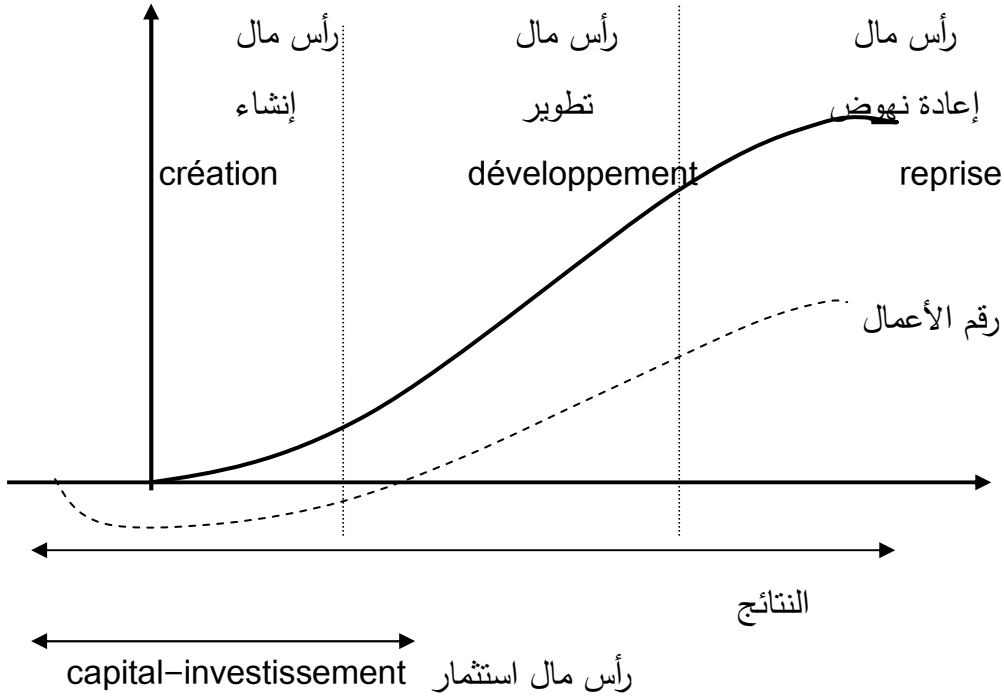
## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

- الاستثمار في مؤسسات رأسمال المخاطر التي تتولى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثل الصندوق المنشأ في فنلندا عام 1994.
- دور الأعوان الماليين في الاقتصاد ( ما عدا الدولة ) بالإضافة للدولة يمكن لكل :البنك ، المؤسسات المالية ، المستثمرين المستقلين ، شركات التأمين ، صناديق المعاشات (الضمان الاجتماعي في الجزائر) أن تلعب دورا حيويا في تطوير شركات رأس مال المخاطر .
- إن تدعيم الدولة و مساهمتها تؤدي إلى زيادة فاعلية مؤسسات رأسمال المخاطر لمواجهة الحاجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و التي لا تقبل عليها سوق التمويل التقليدي عادة لارتفاع المخاطر ، و لا شك أن الموارد المالية لمؤسسات رأس مال المخاطر لن تكفي بمفردها للوفاء بكل هذه الحاجات لذا تعتبر مساهمة الدولة دفعة قوية نحو توسيع طاقاتها المالية.
- وتبرز أهمية رأس المال المخاطر في الجزائر في هذه المراحل للأسباب الآتية:
  - انطواء هذه المراحل على مخاطرة عالية.
  - عادة ما يكون حجم التمويل المطلوب كبيرا بحيث لا يستطيع صاحب، أو أصحاب، المشروع توفيره ذاتيا.
  - استتكاك البنوك عن تمويل مثل هذه المشاريع.
  - يفضل أصحاب المشاريع من يقاسمهم المخاطر المحتملة من خلال المشاركة في النتائج بدلا من الحصول على تمويل بفوائد ثابتة (قروض).
  - إشراك طرف آخر في المشروع يفيد في تحقيق دراسة أفضل لجدوى المشروع وفي إدارته.
- يمكن توضيح تدخلات الممول المخاطر، حسب المراحل المختلفة لحياة المشروع، في الشكل البياني التالي:



## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر - نمذجة قياسية -

شكل رقم (03-06) : أشكال الاستثمار المخاطر تبعا لدورة حياة المشروع



المصدر : رحيم حسين، مرجع سابق ، ص 8

ويلاحظ في هذا الشكل أننا استعملنا رأس المال المخاطر بمفهومه الضيق الذي أشرنا إليه أعلاه، أي تمويل المراحل الأولى لحياة المشروع، والتي تتضمن<sup>(1)</sup> :

- مرحلة البذرة (capital-amorçage)، وهي تشمل دراسات الجدوى وإعداد تصاميم المنتج/المنتجات النمطية (prototype).

- ومرحلة الإنشاء (capital-création)، أي إنشاء المشروع الاستثماري.

- ومرحلة الإقلاع (capital-démarrage)، والتي يمكن أن تمتد إلى دورتين أو ثلاث من حياة المشروع.

وحيث أن الممول المخاطر (le capital-risqueur) يتوقع عائدته أساسا من فائض القيمة التي يحققها عند إعادة بيعه لمساهماته في المشروع، فإنه لا يدخل إلا في مشروعات يعتقد أنها تمتلك طاقة

(1) -رحيم حسين، نحو تطوير الوساطة المالية في الجزائر: نموذج مصرف المشاركة المخاطر، ملتقى حول: المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة -منافسة، مخاطر و تقنياته، يومي 6-7 جوان، جامعة جيجل، 2005، ص 9.

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر - نمذجة قياسية -

نمو كبيرة (un fort potentiel). ومع ذلك فقد يتعرض إلى خطر عدم بيع تلك المساهمات، في حالة تعثر المشروع، أو إلى خطر فقدان رأس ماله في حالة انهيار المشروع وموته نهائيا. وبالمقابل، يطلق على رأس المال المخصص في مرحلة النمو رأس مال التطوير (capital-développement)، وعلى رأس المال المخصص في مرحلة النضج رأس مال إعادة نهوض/التحويل (capital reprise-transmission). ومع ذلك فقد استعملنا اصطلاح رأس المال المخاطر هنا بمفهومه الواسع بحيث يشمل أي رأس مال موجه لاستثمارات تنطوي على مخاطرة عالية، وذلك بغض النظر عن مرحلة دورة حياة المؤسسة. فحتى مشروعات التجديد، التي تتم في مرحلة النمو، أو مشروعات إعادة التأهيل التي تتم في مرحلة النضج، نعتبر أنها من مهام رأس المال المخاطر.

### الفرع الثالث: تقييم نشاط شركات رأس مال المخاطر في الجزائر

إن نشاط رأس مال في الجزائر جد حديث وضعيف و محدود جدا، حيث لا تتعدى نسبة مساهمة Sofinance في التمويل نسبة 35% من رأسمال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها 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 واستغلال الثروات ، و كل هذه الأنشطة لا تتطلب مخاطرة كبيرة وفيما يلي نقدم بعض الإحصائيات المالية الخاصة بنشاط شركة Sofinance <sup>(1)</sup> :

الجدول رقم(03-03): نشاط الاستثمارات الخاصة بشركة Sofinance

العناصر	2012	2013	2014
مساهمة رأس المال (دج)	622 000	795 626	1 195 626
القرض الايجاري (دج)	3 505 000	4 273 328	82 943

المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على :

www.sofinance.dz/

- موقع شركة Sofinance :

<sup>(1)</sup> -يريش السعيد ،رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة Sofinance ،مجلة الباحث جامعة قاصدي مرباح ورقلة العدد 2007/02 ، ص 12

## المبحث الثالث: النمذجة القياسية لسياسات رأس المال المخاطر والمشاريع الاستثمارية في الجزائر

تعتبر المخاطر الناتجة عن عمليات الاستثمار متغير أساسي في كل عمليات المشروع ، ويتمثل في احتمال خسارة الطرفين (شركة رأس المال المخاطر والمستثمر) في حالة فشل المشروع الممول، وذلك لعدة أسباب على هذا الأساس ولتحدد مخاطر المشروع من جهة وفرص العمل المستحدثة عن تلك المشاريع وجب علينا بناء نموذج قياسي يهدف ربط العلاقة بين رأس المال المخاطر كمتغير تابع للعوائد المترتبة عن المشاريع الاستثمارية وفرص العمل المستحدثة عن تلك المشاريع .

من خلال نموذج الانحدار المتعدد Multiple Linear Regression الذي هو عبارة عن انحدار للمتغير التابع (Y) على العديد من المتغيرات المستقلة  $X_1, X_2, \dots, X_K$  ويسمى هذا بنموذج الانحدار الخطي المتعدد ويهدف هذا المبحث إلى توضيح كيفية تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد . من خلال تقدير معالم النموذج , تقدير التباين والتباين المشترك والانحراف المعياري لها للوصول إلى اختبار معالم النموذج.

### المطلب الأول: تقديم نموذج

هناك عدة طرق لتقدير معالم معادلة الانحدار أهمها (طريقة المربعات الصغرى العادية ) في المرحلة الأولى نفترض وجود الفرضيات الأساسية لمعادلة النموذج الخطي. وفي المراحل اللاحقة نتعرض للحالات التي تكون فيها هذه الفرضيات صحيحة أي التأكد من صحتها، وقد تم بناء نموذج الانحدار الخطي بالافتراضات الأساسية كما يلي :

$$x_2 + \varepsilon_{i1} x_1 + \beta_1 + \beta_0 Y_i = \beta$$

$\beta_0$  : شعاع الثوابت

$\beta_1$  و  $\beta_2$  : مصفوفة المعاملات

$\varepsilon_i$  : شعاع التشويش ( حد الخطأ)

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر - نمذجة قياسية -

وهي المعادلة الأساسية التي تصور العلاقة بين المتغير التابع  $Y$  والمتغير المستقل  $X$  حيث تعتمد على العينة التي يبلغ حجمها  $n=12$ . مشاهدة بإضافة إلى المعادلة الأساسية نقول أن النموذج يحتوي افتراضات عن المتغير العشوائي.

تقدير النموذج يتم بغرض الحصول على مقدرات معالم نموذج الانحدار المتعدد. نموذج الانحدار المتعدد يتضمن ثلاث معالم هي:  $\beta_1$ ،  $\beta_2$ ، الهدف من ذلك هو استخدام إحصائيات المتغيرات التابعة والمتغيرات المستقلة حسب الطرق الإحصائية الملائمة للحصول على مقدرات لهذه المعالم.

تستخدم هذه الدراسة تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (البيانات الجدولية) وذلك لأن البيانات الجدولية هي بكل تأكيد الأكثر ملائمة لأنها تأخذ بعين الاعتبار التغيرات عبر الزمن لمؤشرات الأداء، وتحاول هذه الدراسة بيان أثر هيكل رأس المال المخاطر في علاقة مع عوائد الاستثمارات في الجزائر بالإضافة إلى مناصب العمل المستحدثة عن الفرص الاستثمارية خلال الفترة الزمنية (2002-2014) حيث تمثل :

- المتغير التابع  $Y$ : ( يمثل مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الاستثمارية

- المتغيرات المستقلة:

$X_1$ : العوائد عن المشاريع الاستثمارات

$X_2$ : مناصب العمل المستحدثة عن المشاريع الاستثمارية

تمثل المتغيرات المستقلة في علاقة مع هيكل رأس المال المخاطر وتستعمل هذه النسب كأداة لتقييم المستثمرين على الوفاء بالتزاماته ولا سيما طويلة الأجل، لذا فارتفاع نسبة مبالغ الاستثمارات الممولة برأس المال المخاطر يزيد من احتمالات تعرض تلك الاستثمارات لمخاطر الإفلاس وعدم الوفاء، إلا أنه في نفس الوقت تسبب تضارب المصالح بين المستثمر والمشاركة الممولة برأس المال المخاطر، حيث إن المستثمر يرغب في الحصول على مشاريع ذات مخاطر منخفضة لضمان نجاح الاستثمار، بينما تبحث الشركة الممولة برأس المال المخاطر عن عوائد مرتفعة من التمويل المقدم .

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

إن هذه العلاقة تعد مؤشرا لحجم المخاطر المحتملة التي يواجهها شركات رأس المال المخاطر من حيث حجم الأموال المقدمة للمشاريع، فإذا كانت هذه النسبة أكبر من 100%، فإن هذا يشير إلى أن مديونية الممول كبيرة جدا، وهذا يعني أن الشركة الممولة سيواجه مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالتزاماته خاصة طويلة الأجل، مما يعرضه لمشاكل الإفلاس والتصفية.

### المطلب الثاني: تقدير نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية

تعتمد طريقة المربعات الصغرى العادية على الحصول على مقدرات، الانحدار حيث تمثل معالم النموذج. بحيث يتم تصغير مجموع مربعات البواقي إلى أدنى قيمة لها. بحيث يجري تعريف مكون يطلق عليه مجموع المربعات البواقي بحيث يتم تصغير هذا المكون إلى أدنى قيمة له. حيث أن طريقة المربعات الصغرى تعطينا مقدرات الانحدار المعيار الخاص في المربعات الصغرى العادية: النموذج المقدر هو كما يلي :

$$x_2 + \varepsilon_{i1} x_1 + \beta_1 + \beta_0 Y_i = \beta$$

البواقي بحكم أن لها مقدرة العنصر العشوائي يمكن أن تكون موجبة وممكن أن تكون سالبة وكذلك من الناحية النظرية يمكن أن تساوي الصفر. للحصول على مقدرات المربعات الصغرى العادية يجب أن نحصل أولا على البواقي: يتم التوصل إلى الخط الذي تكون فيه مجموع مربعات البواقي اصغر ما يمكن اختيار الخط الذي يدني مجموع مربعات البواقي إلى أصغر ما يمكن.<sup>(1)</sup>

$$\sum e_i^2 = 0$$

$$\sum e_i^2 = \sum (Y_i - \hat{B}_0 - \hat{B}_1 X_{i1} - \hat{B}_2 X_{i2})^2$$

$$\frac{\partial e_i^2}{\partial \hat{B}_0} = 2 \sum (Y_i - \hat{B}_0 - \hat{B}_1 X_{i1} - \hat{B}_2 X_{i2})(-1) = 0$$

$$-2 \sum (Y_i - \hat{B}_0 - \hat{B}_1 X_{i1} - \hat{B}_2 X_{i2}) = 0$$

بالقسمة على (-2) وفك القوس، نحصل :

$$\sum Y_i - n\hat{B}_0 - \hat{B}_1 \sum X_{i1} - \hat{B}_2 \sum X_{i2} = 0$$

$$\sum Y_i = n\hat{B}_0 + \hat{B}_1 \sum X_{i1} + \hat{B}_2 \sum X_{i2} \quad (1)$$

(1)-BOURBONNAIS .R. « Econométrie », Dunod Paris 3émeedition .2000, P 121.

$$\frac{\delta \sum e_i^2}{\delta \hat{B}_1} = 2 \sum (Y_i - \hat{B}_0 - \hat{B}_1 X_{i1} - \hat{B}_2 X_{i2})(-X_{i1}) = 0$$

$$-2 \sum X_{i1} (Y_i - \hat{B}_0 - \hat{B}_1 X_{i1} - \hat{B}_2 X_{i2}) = 0$$

بالقسمة (2-) وفك القوس , نحصل :

$$\sum X_{i1} Y_i - \hat{B}_0 \sum X_{i1} - \hat{B}_1 \sum X_{i1}^2 - \hat{B}_2 \sum X_{i1} X_{i2} = 0$$

$$\sum X_{i1} Y_i = \hat{B}_0 \sum X_{i1} + \hat{B}_1 \sum X_{i1}^2 + \hat{B}_2 \sum X_{i1} X_{i2} \quad (2)$$

$$\frac{\delta \sum e_i^2}{\delta \hat{B}_2} = 2 \sum (Y_i - \hat{B}_0 - \hat{B}_1 X_{i1} - \hat{B}_2 X_{i2})(-X_{i2}) = 0$$

$$-2 \sum X_{i2} (Y_i - \hat{B}_0 - \hat{B}_1 X_{i1} - \hat{B}_2 X_{i2}) = 0$$

بالقسمة على (2-) وفك القوس , نحصل :

$$\sum X_{i2} Y_i - \hat{B}_0 \sum X_{i2} - \hat{B}_1 \sum X_{i1} X_{i2} - \hat{B}_2 \sum X_{i2}^2 = 0 \quad (3)$$

$$\sum X_{i2} Y_i = \hat{B}_0 \sum X_{i2} + \hat{B}_1 \sum X_{i1} X_{i2} + \hat{B}_2 \sum X_{i2}^2$$

وتمثل المعادلات (1) , (2) و (3) المعادلات الطبيعية الثلاث التي تستخدم في تقدير المعالم الثلاثة المجهولة  $\hat{B}_0, \hat{B}_1, \hat{B}_2$ . أن هذه المعادلات , يمكن أن تحل هذه المعادلات بواسطة قاعدة كرا

يمر للحصول على قيم  $\hat{B}_K$  من المعلمات وعلى النحو الآتي<sup>(1)</sup>:

$$\sum Y_i = n \hat{B}_0 + \hat{B}_1 \sum X_{i1} + \hat{B}_2 \sum X_{i2}$$

$$\sum X_{i1} Y_i = \hat{B}_0 \sum X_{i1} + \hat{B}_1 \sum X_{i1}^2 + \hat{B}_2 \sum X_{i1} X_{i2}$$

$$\sum X_{i2} Y_i = \hat{B}_0 \sum X_{i2} + \hat{B}_1 \sum X_{i1} X_{i2} + \hat{B}_2 \sum X_{i2}^2$$

$$\begin{bmatrix} \sum Y_i \\ \sum X_{i1} Y_i \\ \sum X_{i2} Y_i \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} n & \sum X_{i1} & \sum X_{i2} \\ \sum X_{i1} & \sum X_{i1}^2 & \sum X_{i1} X_{i2} \\ \sum X_{i2} & \sum X_{i1} X_{i2} & \sum X_{i2}^2 \end{bmatrix}$$

ومن النظام أعلاه , يمكن إيجاد المحددات الآتية :

$$|D| = \begin{vmatrix} \sum Y_i & \sum X_{i1} & \sum X_{i2} \\ \sum X_{i1} Y_i & \sum X_{i1}^2 & \sum X_{i1} X_{i2} \\ \sum X_{i2} Y_i & \sum X_{i1} X_{i2} & \sum X_{i2}^2 \end{vmatrix}$$

$$|N_1| = \begin{vmatrix} n & \sum Y_i & \sum X_{i2} \\ \sum X_{i1} & \sum X_{i1} Y_i & \sum X_{i1} X_{i2} \\ \sum X_{i2} & \sum X_{i2} Y_i & \sum X_{i2}^2 \end{vmatrix}$$

<sup>(1)</sup>-Bresson G , Pirotte A , « Econométrie des Séries Temporelles », PUF.2005 ,P 87.

الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية  
في الجزائر - نمذجة قياسية -

$$|N2| = \begin{vmatrix} n & \sum X_{i1} & \sum Y_i \\ \sum X_{i1} & \sum X_{i1}^2 & \sum X_{i1}Y_i \\ \sum X_{i2} & \sum X_{i1}X_{i2} & \sum X_{i2}Y_i \end{vmatrix}$$

$$\hat{B}_1 = \frac{|N_1|}{|D|} = \frac{\begin{vmatrix} n & \sum Y_i & \sum X_{i2} \\ \sum X_{i1} & \sum X_{i1}Y_i & \sum X_{i1}X_{i2} \\ \sum X_{i2} & \sum X_{i2}Y_i & \sum X_{i2}^2 \end{vmatrix}}{\begin{vmatrix} \sum Y_i & \sum X_{i1} & \sum X_{i2} \\ \sum X_{i1}Y_i & \sum X_{i1}^2 & \sum X_{i1}X_{i2} \\ \sum X_{i2}Y_i & \sum X_{i1}X_{i2} & \sum X_{i2}^2 \end{vmatrix}}$$

$$\hat{B}_2 = \frac{|N_2|}{|D|} = \frac{\begin{vmatrix} n & \sum Y_i & \sum X_{i2} \\ \sum X_{i1} & \sum X_{i1}Y_i & \sum X_{i1}X_{i2} \\ \sum X_{i2} & \sum X_{i2}Y_i & \sum X_{i2}^2 \end{vmatrix}}{\begin{vmatrix} \sum Y_i & \sum X_{i1} & \sum X_{i2} \\ \sum X_{i1}Y_i & \sum X_{i1}^2 & \sum X_{i1}X_{i2} \\ \sum X_{i2}Y_i & \sum X_{i1}X_{i2} & \sum X_{i2}^2 \end{vmatrix}}$$

أما بالنسبة ل  $\hat{B}_0$  فيتم الحصول عليه عن طريق :

$$\hat{B}_0 = \bar{Y} - \hat{B}_1 \bar{X}_1 - \hat{B}_2 \bar{X}_2$$

نساوي المعادلات التي تم الحصول عليها بالصفر ثم نطبق المعادلات الآتية للحصول على قيم المقدرات كما يلي :

$$B = (X'X)^{-1} X'y$$

### المطلب الثالث: الأسس المنهجية لبناء النموذج القياسي

في هذه المرحلة تأتي مرحلة التقدير للشعاع  $\beta_j$  والتي يمكن القيام بها بطريقتين:

1- تطبيق المربعات الصغرى على كل معادلة على حدى (كما تم التعرض لها سابقا)

2- تطبيق المربعات الصغرى على جملة المعادلات وهذا بإستعمل برمجية (Eviews9.0).

وهذه الطريقتين تعطي نفس النتائج للمعادلات المقدر، وفي حالتنا قمنا باختيار الطريقة الثانية والتي

تعطي معلومة أكثر مثل مصفوفة التباينات للبواقي وتسمح بالدراسة الديناميكية للنموذج، سوف نأخذ نتائج

التقدير لكل معادلة على حدى:

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

باستعمال برنامج الاقتصاد القياسي Eviws 0.9 تم التوصل إلى النتائج التقديرية التالية:

Dependent Variable: Y  
Method: Least Squares  
Date: 12/27/15 Time: 23:13  
Sample: 2002 2014  
Included observations: 13

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-358464.4	146038.5	-2.454589	0.0340
X2	14.97137	1.415833	10.57425	0.0000
X1	0.242748	0.346626	0.700317	0.4997
R-squared	0.918498	Mean dependent var	797890.0	
Adjusted R-squared	0.902198	S.D. dependent var	669514.9	
S.E. of regression	209379.9	Akaike info criterion	27.54086	
Sum squared resid	4.38E+11	Schwarz criterion	27.67123	
Log likelihood	-176.0156	Hannan-Quinn criter.	27.51406	
F-statistic	56.34823	Durbin-Watson stat	1.733365	
Prob(F-statistic)	0.000004			

المصدر : من اعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات (Eviews9.0).

Estimation Command:

=====

LS Y C X2 X1

Estimation Equation:

=====

$Y = C(1) + C(2)*X2 + C(3)*X1$

Substituted Coefficients:

=====

$Y = -358464.424923 + 0.242748354036*X1 + 14.9713693311*X2$

المصدر : من اعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات (Eviews9.0).

Gradients of the Objective Function

Gradients  
evaluated at  
estimated  
parameters

Equation: UNTITLED  
Method: Least Squares  
Specification: Y C X2 X1

Variable	Sum	Mean	Weighted Grad.
C	-6.98E-10	-5.37E-11	-4.13E-12
X2	-0.000183	-1.41E-05	-1.65E-26
X1	0.000252	1.94E-05	8.12E-28



الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية  
في الجزائر - نمذجة قياسية -

ANOVA

	Sum of Squares	df	R Squares	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	3.485	10	0.914706	.871	53.62093	.000
Residual	0106.	3		3.622E-03		
T	2.464997	13				

المصدر : من اعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات (Eviews9.0).

اولا: تحليل التباين

	Y	X1	X2
Y	0.000000	0.000000	0.000000
X1	0.000000	1.15E-09	2E-08.75
X2	0.000000	2E-08.75	0.000000

المصدر : من اعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات (Eviews9.0).

ثانيا: مصفوفة التباينات المشتركة

1743.772	108.8385	168617.5
108.8385	8.841325	162113.1
168617.5	162113.1	1.48E+10

المصدر : من اعداد الطالبين بالاعتماد على مخرجات (Eviews9.0).

المطلب الرابع: التحليل الإحصائي للنموذج

- لقد وافقت الإشارة الموجبة لمعاملات النموذج وفقا لما تنص عليه النظرية الاقتصادية أي العلاقة الطردية بين التمويل برأس المال المخاطر و عوائد المشاريع الاستثمارية وفرص العمل المستحدثة عن تلك المشاريع

- للنموذج معنوية إحصائية في متغيراته وذلك حسب اختبار ستودنت.

- معامل التحديد  $R^2 = 0.914706$  هذا يدل على القوة التفسيرية للنموذج كبيرة أي المتغير التابع مفسر بنسبة كبيرة من كرف المتغيرات المستقلة نسبة 8.53% راجعة إلى عوامل عشوائية. (انظر

جدول ANOVA) عند مستوى خطر  $\alpha = 5\%$

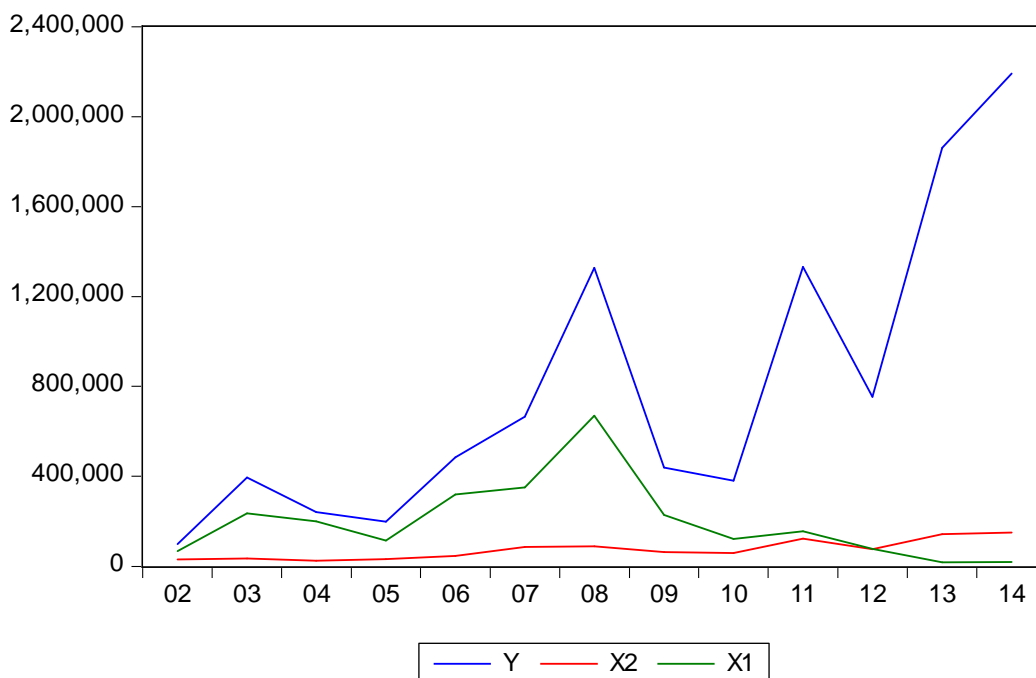
- حسب اختبار فيشر حيث أن  $(F_c > F_t)$  (أي  $53.62093 > 3.81$ ). أي أن للنموذج معنوية إحصائية

$\alpha = 5\%$  وبدرجة حرية  $df = 13 - 3 = 10$

### الفرع الأول: تحليل التباين

من خلال الجدول تحليل التباين والذي يبين نتائج تحليل تباين رأس المال المخاطر خلال السلسلة الزمنية

الشكل رقم(3-7): يبين نتائج تحليل تباين رأس المال المخاطر خلال السلسلة الزمنية



المذكورة أن معظم التقلبات التي يشهدها رأس المال المخاطر تكون ناتجة عن عوائد الاستثمارات إذا أن هذه التقلبات تسمح بتفسير ما قيمته 57.2 % من تغيرات رأس المال المخاطر لقد أظهرت نتائج الدراسة البيانية من خلال استخدام برنامج (Eviews9.0) في تمثّل معادلة الانحدار الخطي أي علاقة رأس المال المخاطر للممول للمشاريع الاستثمارية وفرص العمل المستحدثة عن تلك المشاريع ، تطابقها تماما مع الدراسة البيانية المستخرجة من منشورات الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (andi) على شبكة النت كما هو مبين في شكل السابق رقم(03-02) .

### الفرع الثاني: التحليل الاقتصادي لنتائج الدراسة القياسية

يؤدي رأس المال المخاطر دورا مهماً في تكوين الصناعات الجديدة، كما أن إمكانية إخفاق المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر صغيرة، إذا ما قورنت بالمؤسسات الممولة تقليدياً، فضلا عن أثر المضاعف الذي يؤدي إلى رفع عدد المؤسسات الجديدة المكونة وحتى صناعات بأكملها،

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

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.<sup>(1)</sup>

يمكن إجمال معظم الدراسات حول أثر رأس المال المخاطر على الاقتصاد الكلي في مجموعتين،<sup>(2)</sup> 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 وحجم الاستثمارات. 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 للرأس المال المخاطر أثراً إيجابياً على عدد فرص العمل المتاحة. كما أثبتت العديد من الدراسات، أن لرأس المال المخاطر أثراً إيجابياً على المبيعات، دفع الضرائب وتوفير فرص العمل.

الملاحظ أن التمويل عن طريق رأس المال المخاطر ما يزال ضعيفاً في الجزائر، حيث لا تتعدى مساهمته في التمويل نسبة ضئيلة جداً وهذا وما نلاحظه في سنوات 2012 حتى 2014 حيث نلاحظ تناقص نسبة التمويل خلال هذه السنوات بالرغم من أهمية تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر فإن الاهتمام بهذه التقنية ما يزال ضئيلاً حيث أن نشاط هذه الأخيرة يعتبر جد حديث وضعيف، وأول مؤسسة مارست دور رأس مال الاستثمار في الجزائر، فمثلاً شركة 'Finalep' المالية الجزائرية الأوروبية للمشاركة التي تم إنشائها في أبريل 1991 شركة مختلطة ذات أسهم متكونة من بنكيين

(1) – Astrid Romain & Bruno van Pottelsberghe, " The Economic Impact of Venture Capital", Discussion Paper, Series 1: Studies of the Economic Research Centre No 18/2004, Deutsche Bundesbank, Germany, 2004, p: 14.

(2)– Luisa Alemany & José Martí, " Unbiased estimation of economic impact of venture capital backed firms", working paper, 2005, p: 3, available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), 25/05/2011.

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

عموميين جزائريين CPA-BDL ومساهمين أوروبيين AFD الوكالة الفرنسية للتنمية و BEI البنك الأوروبي للاستثمار برأس مال 70 مليون دج، هدفها تطوير الاستثمار في الجزائر بمشاركة أوروبية وبأخذ مشاركات في رأس مال الاجتماعي للمؤسسات بحيث لا تفوق 10% إلى 20% حسب حجمها واحتياجاتها في مختلف مراحل حياتها.

ورغم العمل على وجود شركات رأسمال الاستثمار كطريقة لتمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر إلا لأن وجود Finalep كمؤسسة مالية خاضعة لمجلس النقد والقرض، يدخل في إطار سياسة الشراكة الأوروبية جزائرية، حيث لم تمارس وظيفتها بقبول الودائع تقديم القروض وتسيير وسائل الدفع. كما تساهم المؤسسة المالية للاستثمار والمشاركة والتوظيف Sofinance في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث نشأت هذه المؤسسة في 4 أبريل 2000 بالشراكة مع مؤسسة مالية أجنبية برأس مال قدره 5 مليارات دج ومن مهام هذه الشركة المساهمة في إنشاء المؤسسات الجديدة في إطار الاستثمار الأجنبي المباشرة نشاطها في التاسع من شهر جانفي 2001 وهو تاريخ الذي حصلت فيه على الاعتماد من بنك الجزائر، ومن أهم الوظائف التي تقوم بها مؤسسة Sofinance ناهيك عن مساهمتها في ترقية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة في عملية تمويلها، ما جاء به المجلس الوطني لمساهمات الدولة المعتمدة في 20 أكتوبر 2003 كما يلي<sup>(1)</sup>:

- تركيز نشاط الشركة على القطاع العام وتوسيع تدخلاتها في المهام فيما يتعلق بمساعدة المؤسسات في عملية الخوصصة وتسيير الموارد العامة التجارية غير المرصودة؛
- تركيز مهام الشركة في دعم وتأهيل وتوفير المؤسسات عن طريق إرشادها ومساندتها في المادة هيكلتها المالية والإستراتيجية (التخصص فتح رأس مال البحث عن الشركة) ويتوفر كل فرض التمويل الملائمة (مساهمة رأس مال قروض متوسطة، فإن الكافلات و القروض الإيجارية)
- وتظهر أهمية تقنية رأس مال الاستثمار في الجزائر من خلال مساهمتها في تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة مع تزايد عددها واحتياجاتها للأموال وقلة الضمانات وعدم إمكانية اللجوء إلى في الجزائر والذي يمكن تفعيله بالقضاء على كل هذه الصعوبات من خلال سبل دعم لهذه الشركات.

(1) -TOUATI ( Pierre-Yves) Le capital de risque régional français vocation économique vocation financière, édition dollaz 2009, P 182.

### الفرع الثالث: تحليل دراسة أثر رأس المال المخاطر علي الاقتصاد الكلي للجزائر

- أثبتت دراسة رأس المال المخاطر مشاركته الايجابية في نمو الاقتصاد خاصة في المجالات التالية :
- تزويد أصحاب المشروعات بالتمويل اللازم لتحويل أفكارهم إلي شركات عاملة حين يصعب عليهم الوصول إلي مصادر مالية أخرى
  - خلق فرص عمل جديدة
  - رفع مستويات التطوير والابتكار بسبب المستوي المرتفع لدور البحث والتطوير
  - المساعدة في تطوير القدرات المؤسسية للشركات المستهدفة مع الخدمات الأخرى التي تقدمها وتعلق بالإدارة وسبل الأعمال والاتصال
  - المساعدة في زيادة القدرة التنافسية للشركة وزيادة الصادرات
- ويتضح أثر رأس المال المخاطر بشدة في صناعات مثل الحاسب الآلي والقطاعات الاستهلاكية وقطاع الصحة الطبية والاتصالات والالكترونيات والطاقة الصناعية حيث يؤدي استثمار رأس المال المخاطر إلي خلق فرص عمل هامة وتحقيق عوائد عظيمة ويعد رأس المال المخاطر مصدر تمويل مهم في الدول المتقدمة، حيث تقوم مجموعة من المستثمرين بضخ أموال للشركات الواعدة المتوسطة والصغيرة مثل قطاع التكنولوجيا والتجزئة، والتي تتصف بأنها تملك فرصاً كبيرة للنمو السريع، ووفقاً لإحصاءات عام 2009 حسب تقرير الاتحاد الوطني لرأس المال المخاطر NVCA فإن الولايات المتحدة، تعد أكبر سوق يستقطب الاستثمارات القائمة على رأس المال المخاطر، حيث تفوق الأموال المستثمرة 18 مليار دولار. كما أن الصين والهند هما من الدول المستقطبة والواعدة للاستثمار القائم على رأس المال المخاطر، أما من حيث القطاعات الصناعية الأكثر استقطاباً لرأس المال المخاطر فهي المنتجات الاستهلاكية، تقنيات التنظيف، المعدات والآلات الطبية، المنتجات الصيدلانية الحيوية، الإعلام عبر الإنترنت، البرمجيات، الإلكترونيات والاتصالات .
- ويعد تطوير الابتكارات التي هي المصدر المغذي المهم لرأس المال المخاطر، ففي هذا الاتجاه يمكن أن تتخذ عدة مبادرات، منها<sup>(1)</sup>:
- إعادة تصميم هيكل الضرائب ليراعي إعطاء امتيازات لمشاريع تطوير المشاريع المشتركة

(1) – Kamel eddin boutouta :le capitale investissement enjeux et plus perspectives ,édition grand livres ,Alger 2005.P 213.

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

- تشجيع تفعيل أسواق رأس المال
  - تحسين جودة تسهيلات البنية التحتية مثل المطارات والشوارع والكهرباء والإنترنت
  - تسريع وتيرة أنشطة نقل التكنولوجيا
  - تحسن طرق الوصول إلى مصادر رأس المال الخاص
  - زيادة الدعم الحكومي للمشاريع المشتركة والخاصة .
- لتحسين ظروف التمويل القائم على رأس المال المخاطر يمكن تبني عدة مبادرات منها:
- تطوير السياسات والأنظمة لتحفيز الاستثمار المؤسسي إلى الاستثمار في المؤسسات القائمة على رأس المال المخاطر
  - زيادة الاستثمار في المشاريع العامة
  - زيادة الاستثمار في مشاريع نقل التكنولوجيا
  - تبسيط إجراءات الرقابية على أسواق رأس المال بحيث تتشابه مع تلك المعمول بها في الأسواق المتقدمة
  - زيادة الاستثمار في أنشطة البحوث والتطوير
  - تحرير أنظمة الضرائب
  - تطوير أنظمة لتحفيز صناديق الادخار الخاصة للاستثمار في المؤسسات القائمة على رأس المال المخاطر

### الفرع الرابع: أثر التمويل برأس المال المخاطر علي الجهاز المصرفي

- يستفيد الجهاز المصرفي من إنشاء شركات رأس المال المخاطر من عدة جوانب أهمها (1):
- مساعدة البنوك في إقالة عملائها المتعثرين بتوفير موارد مالية إضافية لهم حيث لا تستطيع البنوك (في بعض الحالات) إقراض أو المساهمة في المشروعات نتيجة للقيود التي تفرضها نظم العمل المصرفي.
  - توفير المعونة الفنية والإدارية لعملاء البنوك وحيث لا يتوافر لدى البنوك الإمكانيات اللازمة لتوفير هذه المعونة .

(1) –Ibid , P 214

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

- تمويل المشروعات الصغيرة التي تتوفر لديها إمكانيات النمو والتطور بينما لا يتوافر لديها الضمانات الكافية للاقتراض من الجهاز المصرفي ومن ثم يمكن للجهاز المصرفي في مراحل لاحقة دخول مجال تمويل هذه المشروعات
- تمويل تطبيق الابتكارات الجديدة وصناعة البرمجيات ، و هي مشروعات لا تعد جاذبة للبنوك إما لارتفاع درجة المخاطرة بها أو لعدم توافر القدرات المالية والضمانات لأصحاب المشروعات.

## الفصل الثالث رأس المال المخاطر كإستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر – نمذجة قياسية -

### خلاصة الفصل:

لقد تبين لنا من خلال هذا الفصل أن سوق رأس المال المخاطر في الجزائر حديث النشأة وتعرف ممارسة هذه الوساطة نموا متواضعا و محدودا و هذا راجع لعدة عوامل كـنقص الممولين و المبالغ المعروضة ، و نرى أن سوق رأس المال المخاطر يفتقر بشكل أساسي إلى البنية التحتية الكفيلة برفع حجم الابتكارات حيث يجب إعادة النظر في القوى التي تخدم الابتكار ، فتطور سوق رأس المال المخاطر لا يقتصر على تحفيز المؤسسات المالية في تقديم عروض التمويل فقط بل أكبر من هذا المنظور فتطوير سوق رأس المال المخاطر بحاجة إلى جهود كثيرة من طرف الحكومات و فاعلين في الاقتصاد ، و يبقى وضع مهنة رأس المال المخاطر في الجزائر هامشي و بيئتها المالية و المؤسساتية بعيدة عن متطلبات رأس المال المخاطر إذ تتشط ثلاثة مؤسسات التمويل و تتشط كلها في العاصمة.



---

---

# خاتمة عامة

---

---

من خلال هذه الدراسة يتضح أن التمويل هو الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها، وهذا الكلام يحمل في طياته، تحديد دقيق لوقت الحاجة له و البحث عن مصادر للأموال والمخاطر التي تعترض أي نشاط يزاوله الإنسان، وقد إزداد في الوقت الحاضر الاهتمام الواسع لدى رجال الأعمال ورجال الاقتصاد بالتمويل ،و يعتبر رأس المال المخاطر أهم تقنية تمويلية مستحدثة تتناسب وطبيعة المرحلة التي تمتاز بالتغيرات التكنولوجية السريعة والمنافسة الشرسة، فالتمويل التقليدي أضحى غير قادر على تلبية حاجات المشاريع الاستثمارية بسبب قلة الضمانات.

ويفتح أسلوب التمويل برأس المال المخاطر أفقا واعدة للمشاريع الاستثمارية في الجزائر حيث انه يعد بديلا هاما لأسلوب التمويل التقليدي الذي يعتمد على القروض ، حيث أن شركات رأسمال المخاطر تقوم بمشاركة صاحب المشروع أو المؤسسة دون ضمان العائد و لا المبلغ الأصلي ، وهذا النوع من التمويل يناسب المشروعات الاستثمارية الواعدة والمبتكرة نظرا لانعدام الضمانات في هذه التقنية ، كما أن دراسة جدوى المشروع تكون أكثر دقة عندما يشترك فيها طرفان مختلفان يتوجب على لكل منهما تحقيق الربح. و الأساس الذي يقوم عليه هذا النوع من الشركات هو : مبدأ المشاركة في الأرباح و الخسائر ، و هي تقنية لا تقوم على تقديم الأموال اللازمة بل تتعدها إلى تقديم المساعدة لإدارة الشركة بما يحقق استمرار المؤسسة و تطورها.

### اختبار فرضيات الدراسة:

من خصائص رأس المال المخاطر أن التمويل يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة، هذه المرحلة مما يسهل على المستثمر الرجوع إلى الممول للحصول على التمويل التالي وفي هذا ضمان لصدق المستثمر في عرض نتائج الأعمال و يعطي الفرصة حين فشل المشروع قبل تضاعف الخسارة، أو تعديل خطط المشروع و إصلاح مساره.

( الأمر الذي يؤكد صحة الفرضية الأولى).

تكمن أهم الاختلافات و الفروقات بين الأنماط التمويلية التقليدية و التمويل عن طريق رأس المال المخاطر فمن حيث المبدأ الأولى تعتبر استدانة والثانية مشاركة في الملكية أما من حيث مصدر التمويل فيكون عن طريق شركات رأس المال المخاطر أو صناديق المساهمة و بالنسبة لأنماط التمويلية التقليدية فيكون عن طريق المصارف التجارية و المتخصصة ،و أيضا التمويل التقليدي يبحث عن تمويل المشاريع الأقل مخاطرة مقارنة مع رأس المال المخاطر الذي يوجه اهتمامه للمشاريع التي تحمل صفة الابتكار

## خاتمة عامة

وتحقيق أكبر أرباح متوقعة في المستقبل بغض النظر عن المخاطر التي تصاحب المشروع ( وهذا ينفي صحة الفرضية الثانية ).

و في ما يخص رأس المال المخاطر في الجزائر فيعتبر حديث النشأة، ولم يتم وضع الإطار التشريعي الخاص به إلا منذ بداية الألفية الثالثة، ومازال الكثير مما يجب عمله من اجل النهوض بهذه الصناعة الرائدة (صناعة رأس المال المخاطر) حتى تتمكن من لعب الدور المنتظر منها في الاقتصاد الوطني ( وهذا ينفي صحة الفرضية الثالثة ).

ولعل من أهم النتائج و التوصيات التي خرجنا بها من هذا البحث يمكن حصرها في ما يلي:

### النتائج:

- المقصود بالتمويل هو توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية قصد إنتاج السلع والخدمات.
- إن إمداد المشاريع بالأموال اللازمة لإنشائها أو توسيعها يعتبر من أعقد المشكلات التي تواجهها الاستثمارات في أي بلد كان، و إن الكيفية أو الطريقة التي تحصل بها هذه المشروعات على ما تحتاجه من أموال للقيام بنشاطها هي أول ما يفكر فيه.
- المساهمة المتدنية للمصادر التقليدية في توفير التمويل اللازم لدعم المشروعات الاستثمارية، و يجب البحث عن بديل ليتمشى ومتطلبات هته المشروعات ألا و هو التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.
- تعتبر مؤسسات رأس المال المخاطر من أهم وسائل التدعيم المالي والفني لأي مشروع استثماري، وتغطية الحاجات التمويلية خلال مختلف أطوار حياتها دون ضمانات بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفعالية أشخاصه.
- رأس المال المخاطر هو بمثابة البديل التمويلي الأمثل، الموجه لحل المشاكل التمويلية التي تواجهها المشاريع التمويلية الناشئة خاصة المبتكرة منها، الأمر الذي أثبتته مختلف التجارب عبر العالم والتي تشير كلها بأن رأس المال المخاطر وسيلة تمويلية واعدة، تمكن من تطوير شبكة من المنشآت الصناعية، التجارية، و الخدمية الفاعلة و القادرة على البقاء.

## خاتمة عامة

- 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.
- إن هناك ارتباطاً إيجابياً قوياً بين رأس المال المخاطر وحجم الاستثمارات، 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.
- إن نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر حديث الوجود بل تعداه قليل جداً، الملاحظ أنه ما يزال ضعيفاً حيث لا تتعدى مساهمته في التمويل نسبة ضئيلة جداً، بالإضافة إلى أنه لم يرقى دوره إلى مستوى تطورها في الدول الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية.
- تتمثل التحفيزات التي قدمتها الحكومة الجزائرية لجذب مؤسسات رأس المال المخاطر أساساً في التحفيزات الجبائية وتحفيزات أخرى مرتبطة بطرق خروج هذه المؤسسات من الاستثمارات، وهذا لضمان سيولة أكبر في السوق.
- إن تدعيم الدولة و مساهمتها تؤدي إلى زيادة فاعلية مؤسسات رأس المال المخاطر لمواجهة الحاجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية و التي لا يقبل سوق التمويل التقليدي دعمها لارتفاع المخاطر المرتبطة بها.
- يتضح أثر رأس المال المخاطر في الجزائر بشدة في صناعات مثل الحاسب الآلي والقطاعات الاستهلاكية وقطاع الصحة الطبية والاتصالات والالكترونيات والطاقة الصناعية حيث يؤدي استثمار رأس المال المخاطر إلى خلق فرص عمل هامة وتحقيق عوائد عظيمة .

### التوصيات:

- انطلاقاً من الاستنتاجات التي توصلنا إليها من خلال دراستنا لهذا الموضوع، نصل إلى تقديم بعض التوصيات والاقتراحات كما يلي:
- على الدولة أن تقدم يد العون لهذه المؤسسات والوقوف إلى جانبها حتى تتغلب على الصعوبات المختلفة التي تواجه نشاطها مثل انخفاض الإيرادات وارتفاع المخاطر و دعمها بشتى الطرق سوى المباشرة أو الغير مباشرة.

## خاتمة عامة

- توفير الحوافز الضريبية والشروط التنظيمية التي تحكم مؤسسات رأس المال المخاطر و كذا الجانب التشريعي الذي يخلق بيئة ملائمة لتطورها، لذلك يجب أن تتميز اللوائح و التنظيمات التي تصدرها الدولة بالبساطة و السهولة عند إنشاء هذه المؤسسات.
- إنشاء الدولة لصناديق مشتركة أو عامة لرأس المال المخاطر كشكل من أشكال الدعم المباشر لهذا النشاط.
- تطوير السياسات والأنظمة لتحفيز الاستثمار المؤسسي إلى الاستثمار في المؤسسات القائمة على رأس المال المخاطر، و تبسيط إجراءات الرقابية على أسواق رأس المال بحيث تتشابه مع تلك المعمول بها في الأسواق المتقدمة .
- توفير جملة من الشروط لإنجاح مؤسسات رأس مال المخاطر وتطوير نشاطها بحيث تشمل هذه الشروط الجوانب: التشريعية والسياسية والاقتصادية لأنه كلما ارتفعت حدة المخاطر كلما أحجم المستثمرون على الاستثمار في محيط المخاطر، بسبب مواجهة خطر ذو بعدين، أحدهما خاص بمحيط المؤسسة و الآخر يتعلق بالنشاط والمحيط التمويلي.
- تشجيع القطاع الخاص على إنشاء مثل هذا النوع من المؤسسات و عدم اقتصره على القطاع العام، وهذا بالقيام بتخفيضات جبائية على المؤسسات و منح مجموعة من الامتيازات.

---

---

# قائمة المراجع

---

---

أولاً: قائمة المراجع باللغة العربية:

• الكتب:

1. احمد حسن بن احمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية، 1999.
2. باسل الحيني، تمويل المشروعات البترولية في الدول العربية، مجلة النفط والتعاون العربي، العدد 82، 1997.
3. بوراس احمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم، عنابة، 2008.
4. جوليت فيولي، استثمار أموالك في صناديق الاستثمار، ترجمة خالد العامري، دار القانون للنشر والتوزيع، مصر، 1999.
5. الحاج طارق، مبادئ التمويل، دار الصفاء للطباعة و النشر، عمان، الأردن، 2002.
6. حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا ارشيد، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار النهضة العربية، القاهرة، 1996.
7. حسين حسين شحاتة، تأمين مخاطر رجال الاعمال، دار الكلمة للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر، الطبعة الأولى، 2000.
8. دوابة اشرف محمد، دور الاسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الاجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، الإسكندرية، 2006.
9. رابح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة المتوسطة، إترك للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2008.
10. سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مطبعة الإشعاع الفنية، القاهرة، 1997.
11. شوقي اسماعيل شحاتة، البنوك الإسلامية، الطبعة الثانية، السعودية، 1997.
12. الشوكي سمير، المعجم الإداري، دار المشرق الثقافي، الاردن، 2006.
13. طارق الله خان، حبيب احمد، ادارة المخاطر، ترجمة عثمان بابكر احمد، البنك الاسلامي للتنمية، المعهد الاسلامي للبحوث والتدريب، جدة، 2003.
14. طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر (أفراد، إدارات، شركات، بنوك)، الطبعة الأولى، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
15. طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وانعكاساتها على اعمال البنوك، سلسلة البنوك التجارية قضايا معاصرة، الجزء الأول، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.

## قائمة المراجع

16. عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، د س ن.
17. عبد المطلب عبد الحميد، النظرية الاقتصادية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
18. عبد المنعم مبارك واحمد الناقة، النقود والصيرفة والنظرية النقدية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1997.
19. عدون ناصر دادى، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية العامة، الجزائر، 1998.
20. عرفان تقي الحسيني، التمويل الدولي، دار المجدلوي، عمان، 1999.
- ملتقيات ومذكرات :
21. براق محمد، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، الملتقى الوطني حول: إستراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة ورقلة 2012 .
22. بلعدي عبد الله، التمويل برأس المال المخاطر، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007-2008.
23. خبايه عبد الله، ابراهيم السعيد، آليات التمويل الاسلامي بديل لطرق التمويل التقليدية، الملتقى الدلي حول: أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، قسنطينة، 05-06 ماي 2009.
24. رحيم حسين، نحو تطوير الوساطة المالية في الجزائر: نموذج مصرف المشاركة المخاطر، ملتقى المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة -منافسة، مخاطر و تقنياته- 6-7 جوان -2005- جامعة جيجل .
25. روبنة عبد السميع، إسماعيل حجازي، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. الشلف. الجزائر، 2006.
26. سحنون سمير، فرص تميل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة برأس المال المخاطر-دراسة حالة: تونس المغرب، الجزائر ، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير ، جامعة تلمسان ، 2013.
27. صالحى عبد القادر، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، واقع وآفاق، أطروحة دكتوراه، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، 2007-2008.



## قائمة المراجع

28. ضياف عليّة، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، تخصص نقود وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2009.
29. عبد الله ابراهيمي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الشلف، 17-18 افريل 2006.
30. محاجبية نصيرة، وظيفة الهندسة المالية في البنوك، مذكرة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قلمة، 2006.
31. محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة -Finalep- مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2008-2009.
32. محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحة الماجستير مدعوم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية مشروع رقم (01-21)، 2012.

### • قوانين ومنشورات :

33. المادة 02 والمادة 03 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.
34. بريش سعيد، شركات رأس المال المخاطر بديل مستحدث في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الباحث، العدد 5، جامعة باجي مختار، عنابة، 2007.
35. بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة Sofinance، مجلة الباحث جامعة قاصدي مرباح ورقلة العدد 2007/02 .

### • مواقع الكترونية:

36. موقع وزارة التجارة والصناعة، جمهورية مصر العربية  
<http://www.mti.gov.eg/SME/Studies4.htm#4-3>
37. موقع للوكالة الوطنية لتثمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية  
[www.anvredet.org.dz](http://www.anvredet.org.dz)

38. موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار على شبكة النت : صفحة تعداد المشاريع الاستثمارية

<http://www.andi.dz/index.php/ar/bilan-des-investissements>

39. احمد السيد الكردي، وظيفة التمويل، 2010 :

[kenanaonline.com/ahmedkordy](http://kenanaonline.com/ahmedkordy)

40. موقع وكالة التشغيل :

<http://www.nourelilm.org/>

41. موقع شركة Sofinance :

[www.sofinace-dz.com](http://www.sofinace-dz.com)

ثانيا: قائمة المراجع باللغة الاجنبية :

1. Astrid Romain & Bruno van Pottelsberghe, " The Economic Impact of Venture Capital", Discussion Paper, Series 1: Studies of the Economic Research Centre No 18/2004, Deutsche Bundesbank, Germany, 2004.
2. Banque d'Algérie, **RAPPORT 2007 : évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2008.**
3. BOURBONNAIS .R. « Econométrie » ,Dunod Paris 3émeedition ,2000.
4. Bresson G , Pirotte A, « Econométrie des Séries Temporelles », PUF.2005 .
5. Emmanuelle Dubocage Et Dorothee Rivaud Danset, **Le Capital-risque**,Ed La Découvrte,paris, 2006.
6. Frédéric MASCRE, GOFFROY DUBUS, JEAN –Sébastien LANTZ, Y VAN-MICHEL EHKIRCH, PHILIPPE CROCHET, Capital Risque Et Valorisation De La Recherche, Ed AFIC, 2009.
7. Kamel eddin boutouta :le capitale investissement enjeux et plus perspectives ,édition grand livres ,Alger 2005.
8. Luisa Alemany & José Martí," Unbiased estimation of economic impact of venture capital backed firms", working paper, 2005.
9. TOUATI ( Pierre-Yves) Le capital de risque régional français vocation économique vocation financière, edition dollaz 2009.
- 10.national venture capital association 2011 yearbook.

## الملخص:

رأس المال المخاطر هو بمثابة البديل التمويلي الأمثل، الموجه لحل المشاكل التمويلية التي تواجهها المشاريع التمويلية الناشئة خاصة المبتكرة منها، بحيث تزداد الحاجة إليه عندما تقفل مصادر التمويل التقليدية أبوابها. والاستخدام الفعال لهذه الأداة التمويلية الجديدة من شأنها أن تعمل على تحسين النمو والإنتاجية لأي اقتصاد، وتلبي احتياجات الشركات في مراحل التمويل المختلفة، الأمر الذي أثبتته مختلف التجارب عبر العالم .

إن نشاط سوق رأس المال المخاطر في الجزائر حديث الوجود بل تعداه قليل جدا، و الملاحظ أنه ما يزال ضعيفا حيث لا تتعدى مساهمته في التمويل نسبة ضئيلة جدا ، بالإضافة إلى انه لم يرقى دوره إلى مستوى تطورها في الدول المتقدمة، وبالتالي وجب على الدولة توفير جملة من الشروط بحيث تشمل هذه الشروط الجوانب التشريعية والسياسية والاقتصادية، لإنجاحه وتطوير نشاطها، حتى تحقق الدور المنوط بها .

الكلمات المفتاحية : التمويل رأس المال المخاطر المشاريع الاستثمارية

## Summary :

Venture capital is a substitute Lease optimization, directed to solve the financing problems faced by funding innovative projects emerging private ones, thus increasing the need for it, when it closed its doors traditional financing sources.

Effective use of this new financing tool that will work to improve the growth and productivity of any economy, and meet the needs of companies in various stages of financing, which is proved by various tests across the world. The activity of the capital market risks in Algeria modern existence but a population of very small, and note the is still weak, where no more than its contribution to the financing very small percentage, plus he did not live up role to the level of development in developed countries, and therefore must the State provide, inter of the conditions to include these conditions legislative, political and economic aspects, to make it a success and the development of its activities in order to achieve its mandated role.

Keywords: finance venture capital investment projects