

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de L'enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Mohamed Boudiaf - M'sila

جامعة محمد بوضياف -

المسيلة

*Faculté des Sciences Economiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion*



كلية العلوم الاقتصادية

والتجارية

وعلوم التسيير

Département de Sciences Economiques

قسم العلوم الاقتصادية

الموضوع:

دور رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة

في الجزائر

دراسة حالة مؤسسة -sofinance-

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر (أكاديمي) في العلوم الاقتصادية.

تخصص: مالية وإدارة المخاطر

إعداد الطالب:

- رشيد عباسي

لجنة المناقشة

الصفة	الرتبة	أعضاء اللجنة
رئيسا	أستاذ التعليم العالي	حسين بلعجوز
مشرفا ومقررا	أستاذ مساعد	عبد الصمد سعودي
مناقشا	أستاذ مساعد	محمد بوديسة

السنة الجامعية: 2015/2014

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تَكَرُّرٌ

قال ابن القيم في محكم التنزيله ((واذ تاذن ربكم لئن شكرتم لأزيدنكم، ولنن كفرتم إن عذابنا لشديد))

ويقول الرسول صلى الله عليه وسلم ((من لم يشكر الناس لم يشكر الله))

إذاً فإن الشكر ترجمان النية، وشاهد الإخلاص فإننا وقد وفقنا الله لإنجاز هذا العمل لا نجد سبيلاً سوى

أن نسجد لله شكراً على ما وهبنا من عون و طاقة و توفيق حتى تتم هذا البحث،

وإلى الموفق بجلال وجهه وعظيم سلطانه، وصلى اللهم على سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

وإقرأنا بالفضل، سنود أن نتقدم مخلص الشكر والتقدير إلى الأستاذ المشرف الفاضل سعودي عبد

الصداندي لم يبخل علينا بفيض علمه وكثير نصحه وتوجيهاته.

لا يفوتنا أن نتقدم مخلص الشكر والتقدير إلى كافة الأساتذة من داخل الكلية وخارجها

على النصيح والإرشاد لإتمام هذا العمل المتواضع اعترافاً بفضل هؤلاء، ووفاء بحقهم، نسأل المولى عز و

جل أن يجزيهم خير الجزاء، ويبارك لهم في علمهم وعصرهم لما قدموه طوال فترة

إعداد هذا العمل المتواضع.

كما نتوجه بعبارات الشكر والتقدير إلى كل من ساعدنا في إنجاز هذه الرسالة من الأهل

والأصدقاء (صاحبي المهدي) فجزاهم الله خيراً.

كما أشكر عمال مؤسسة sofiance وأخص بالذكر كل من السيد

فتحي السمار، باجو أعراب، بوطاية سعيدة

كما نشكر الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة الذين كلفوا أنفسهم عناء

قراءة الرسالة ومناقشتها.

عبدالله ربيع

إهداء بسم الله الرحمن الرحيم

﴿وقضى ربك ألا تعبدوا إلا إياه وبالوالدين إحسان، إما يبلغن عندك الكبر أحدها أو كلاهما فلا

تقل لها أف ولا تنهرها، وقل لها قولا كريما﴾ * صدق اله العظيم *.

إلى التي أحرقت سنوات العمر شموعا تضيء دربي وتدفي أيامي من برد الأحزان و ثقيل الصوم

”أمي الكنونة” مسعودة”

إلى من رسم خطواتي، و نمت مع دعائم شخصي، إلى الذي صقلني في ذاتي و نحت فيها مبادئنا و قيما

لا تنزاع الدرع الواقية الذي يحيني من مفسد الدنيا” أمي العزيزة ” شريف ”

إلى إخوتي وأخواتي الأعزاء الذين تقاسموا معي حب الوالدين وطاعتهما، فكانوا عنواننا صادقا في الطاعة والاحترام،

إلى أصدقائي ورفقاء الدرب ”صاحبي المهدي، بوتشيشة مصعب بن عمير

إلى أساتذتي الكرام بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

إلى جميع طلاب قسم مالية وادارة المخاطر ماستر 2 وأخص بالذكر شنيح سفيان، شعباني هشام، بلال حفتر، شيخ و حيد

إلى كل الأهل والأحباب

إلى كل من وسعهم قلبي ولم تسعهم صفحتي

إلى كل هؤلاء أهدي ثمرة جهدي مع كل الحب والاحترام إليكم جميعا

﴿وبانذ التوفيق﴾

* راسمير *

فهرس الموضوعات

الصفحة	الموضوع
	البسملة
	شكر وعرفان
	إهداء
	فهرس المحتويات
	فهرس الجداول
	فهرس الأشكال
أ-ز	مقدمة عامة.
الفصل الأول: رأس المال المخاطر كبدل مستخدم للتمويل	
09	تمهيد
10	المبحث الأول: أساسيات حول رأس المال المخاطر
10	المطلب الأول : لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر
11	المطلب الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر ومؤسساته
23	المطلب الثالث: علاقة رأس المال المخاطر بالنظريات المالية
29	المبحث الثاني: سوق رأس المال المخاطر
29	المطلب الأول: نموذج عام لهندسة سوق رأس المال
35	المطلب الثاني: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر والرقابة في عملية الاستثمار وعملية الخروج من الاستثمار وأنماط التمويل

47	المطلب الثالث: المؤسسات والهيكل المساعدة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في الجزائر
52	المبحث الثالث: تجارب رأس المال المخاطر
52	المطلب الأول: النموذج الأمريكي
61	المطلب الثاني: التجربة الفرنسية في مجال رأس المال المخاطر
69	المطلب الثالث: النموذج الإسلامي لسوق رأس المال المخاطر
77	خلاصة
الفصل الثاني: ماهية التمويل	
79	تمهيد
80	المبحث الأول: أساسيات حول التمويل
80	المطلب الأول: مفهوم التمويل ومحددات الاختيار بين مصادره
82	المطلب الثاني: أشكال التمويل
82	المطلب الثالث: خصائص التمويل ووظائفه
83	المبحث الثاني : مصادر التمويل وأساليبه
83	المطلب الأول : مصادر التمويل
93	المطلب الثاني : أساليب وصيغ التمويل الحديثة (التمويلات المتخصصة)
100	المطلب الثالث : مزايا وعيوب بعض مصادر التمويل
106	المبحث الثالث: تكلفة التمويل و المخاطر المرتبطة بالتمويل والطرق إدارتها

106	المطلب الأول: تقدير تكلفة أساليب التمويل
111	المطلب الثاني: المخاطر المرتبطة بالتمويل
118	خلاصة
الفصل الثالث: رأس المال المخاطر في مؤسسة sofinance	
120	تمهيد
121	المبحث الأول: التقديم العام للشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف sofinance
121	المطلب الأول: التعريف بالشركة وهيكلها التنظيمي
128	المطلب الثاني : مهام الشركة نشاطها وأهدافها .
134	المطلب الثالث : حصيلة نشاط الشركة المالية للاستثمار المساهمة والتوظيف
140	المبحث الثاني: دراسة رأس المال المخاطر من طرف شركة sofinance
140	المطلب الأول : رأس المال المخاطر في sofinance والوثائق اللازمة للحصول عليه
143	المطلب الثاني: مراحل دراسة وانجاز قرض رأس المال المخاطر
146	المطلب الثالث : عملية الخروج من الاستثمار في sofinance
147	المبحث الثالث: دراسة حالة تقديم قرض رأس المال المخاطر على مستوى sofinance لمشروع ناشئ
147	المطلب الأول : عرض وتقديم المشروع
148	المطلب الثاني: التحليل الأساسي للمشروع

151	المطلب الثالث: تحليل الهيكل المالي
166	خلاصة
168	خاتمة
173	فائمة المراجع
	ملاحق

مقدمة

تمهيد:

شكل موضوع التمويل حيزاً هاماً ضمن اهتمام الباحثين والمختصين حيث شهد هذا المجال تطورات كبيرة وابتكاراً أدوات تمويلية متعددة ومتنوعة حتى تتماشى مع التطور والتنوع الذي شهدته الحاجات التمويلية ومن نتائج التطور المستمر للوسائل التمويلية ظهور نمط تمويلي جديد يختلف عن طرق تمويل تقليدية من حيث نظرتة للمخاطر المالية وسمي برأس المال المخاطر.

توجد مصادر مختلفة للتمويل عن طريق الديون ولا بد أن أشهر هذه المصادر هي البنوك التجارية والأسواق المالية وتتطلب أغلب قروض البنوك التجارية ضمانات عالية كما أنها موجهة لتمويل المشاريع التي تتسم بدرجة مخاطرة منخفضة في حيث أن المشاريع الناشئة لا تملك ضمانات وتتسم بمخاطرة عالية حيث أنه لا يمكنها الحصول على تمويل بنكي.

تميل رؤوس الأموال المخاطرة إلى تمويل المؤسسات الاقتصادية التي تتميز بوجود درجة عالية من المخاطرة وعدم تماثل المعلومات، والتي لم يمر على بداية نشاطها فترة طويلة.

يظهر انه بإمكان عدد قليل من المؤسسات الاقتصادية، ضمان حاجاتها التمويلية من خلال أكثر من مصدر تمويل من مصادر التمويل المختلفة المتوفرة، إذ أن هناك اختلاف في قدرات المؤسسات الاقتصادية من حيث إمكانية الحصول على التمويل من المصدر التي ترغب به، فالبنوك تفضل تقديم التمويل للمؤسسات الكبرى التي تملك أصول كثيرة والمؤسسات الصغيرة تفضل أكثر الحصول على التمويل من المستثمرين الخواص، في حين المشاريع الناشئة أو المؤسسات الجديدة والقائمة على ابتكار تبحث عن التمويل من خلال رؤوس الأموال المخاطرة .

إن الجزائر كإحدى الدول السائرة في طريق النمو، والتي يتميز اقتصادها بكونه ريعي مازال يعتمد على أسلوب التمويل التقليدي، وما زالت تبحث عن الحلول التي تمكنها من بناء نسيج صناعي متكامل يحد من تبعيتها لسعر البترول في الأسواق الدولية باعتبار أن سعر البترول متغير خارجي لا يمكن للجزائر التحكم فيه، بل يجب العمل على تشجيع الاستثمار المحلي والأجنبي بمختلف أشكاله، للتخفيض من فاتورة الواردات حيث أن الاقتصاد الجزائري اقتصاد ريعي يعتمد في صادراته على البترول بنسبة 97.58 % وفي السنة الأخيرة 2014 لاحظنا تذبذب كبير لأسعار البترول حيث وصل سعره إلى 57 دولار، ما يضع الوضع الاقتصادي الوطني على المحك.

من أجل تحقيق الأهداف المسطرة وهي تقليل الواردات وزيادة نسبة الصادرات خارج المحروقات لابد من دعم الاستثمارات خاصة المحلية منها وبالأخص إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نظرا للمزايا التي تتصف بها هذه الأخيرة وأثارها على الاقتصاد الوطني.

لذا عملت السلطات الجزائرية في وقت مضى على إنشاء مليون مؤسسة صغيرة ومتوسطة بحلول 2009، لكن واجهت هذه المؤسسات عدة عراقيل، لعل أهم صعوبات التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة الناشئة منها هي الحصول على التمويلات اللازمة.

تعد البنوك الممول الأساسي في ظل عدم إمكانية توجه المشاريع الناشئة لسوق رأس المال، لما تطلبه من ضمانات عينية أو شخصية، وتركز اهتمامها على قدرته على سداد أقساط في الآجال المحددة والمتفق عليها، مما يصعب على المشاريع الناشئة تلبية. كما أن هذه المشاريع في المراحل المبتكرة من نموها لا تملك بيانات ومعلومات عن الماضي المالي لها كونها لم تتطلق بعد في ممارسة نشاطها، إضافة للمخاطر المرتبطة بعدم معرفة كيفية تعامل السوق مع هذه المشاريع خاصة المبتكرة منها.

لذلك وجب البحث عن بدائل تمويلية تتلائم مع الطبيعة المالية للمشاريع الناشئة. فتم استحداث وسيلة تمويلية جديدة خصيصا لهذا الغرض، يطلق عليها اسم "رأس المال المخاطر".

1- إشكالية البحث : على ضوء ما تقدم يمكن صياغة إشكالية البحث كالتالي

ما هو دور وفعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة؟

ويندرج ضمن هذا التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية:

❖ ماذا نقصد بمفهوم رأس المال المخاطر؟

❖ هل يمكن الاستفادة من التجارب السابقة للدول الأخرى في مجال رأس المال المخاطر؟

❖ ماذا نقصد بالتمويل وما هي مصادره وأساليبه والمخاطر المرتبطة به؟

❖ ما هو واقع وآفاق رأس المال المخاطر في الجزائر؟

2- فرضيات البحث

وللإجابة عن التساؤلات السابقة للإشكالية المطروحة اعتمدنا على مجموعة من الفرضيات وتتمثل في ما يلي:

➤ رأس المال المخاطر هو أسلوب تمويلي حديث وهو تمويل المشاريع الاستثمارية في مرحلة ما بعد الإنشاء من خلال المساهمة برأس المال، وتقديم الخبرة والمشورة وهو لا يعتمد على طلب ضمانات عند الطلب.

➤ استفادت الدول النامية من تجربة الدول الرائدة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر وخاصة الجزائر.

➤ لرأس المال المخاطر دور كبير في تمويل المشاريع الناشئة من خلال توجيهه وتسيير أما الفعالية فتكون في وقت تقييم المشاريع وفي وقت النتائج.

3-أهمية الموضوع:

- ✓ التعريف بتقنية رأس المال المخاطر.
- ✓ كيفية العمل بتقنية رأس المال المخاطر وإبراز أهداف هذه التقنية وبالأخص في الجزائر.
- ✓ إبراز البدائل المالية المعاصرة.

كما تكمن أهمية الموضوع في معرفة مدى تأثير رأس المال المخاطر على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (المشاريع الناشئة)، وتحظى هذه التقنية باهتمام كبير في الآونة الأخيرة من قبل الدول.

4-أهداف البحث:

وتهدف هذه الدراسة إلى تحقيق عدة أهداف أبرزها :

- ❖ تسليط الضوء على تقنية رأس المال المخاطر والنظريات المفسرة لها.
- ❖ الوقوف على مدى أهمية هذه التقنية ومساهمتها في تطوير المؤسسات الناشئة.
- ❖ توفير التمويلات اللازمة للمشاريع الناشئة.
- ❖ معرفة عوامل نجاح المشاريع الناشئة.
- ❖ توفير مجالات العمل ومناصب الشغل لعدد كبير من البطالين بسبب تشغيل الأموال.

5-حدود الدراسة :

الحدود المكانية: المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف **sofinance** (الجزائر العاصمة).

الحدود الزمانية: تتمثل الحدود الزمانية في مدة التربص، وكانت فترة التربص 06 - 21

آفريل 2015.

6-أسباب اختيار الموضوع :

إن مبررات اختيار هذا الموضوع تعود أساساً إلى أهميته التي تتبع من عدة اعتبارات علمية وذاتية، حيث تركزت الاعتبارات العلمية لهذه الدراسة في :

+ يعتبر من المواضيع الحيوية والمهمة في مظهرها، المعقدة في تحليلها ودراستها.

+ إبراز البدائل المالية المعاصرة ودورها الفعال في الاقتصاد في ظل التحولات المحلية والدولية المتسارعة.

+ لما يحمله الموضوع من أهمية في تفعيل الاقتصاد الوطني والقضاء على البطالة وتشجيع الاستثمار.

+ الرغبة في المساهمة في إثراء النقاشات الوطنية لتقديم الحلول للمشاكل التي يعاني منها الاقتصاد الجزائري.

أما بخصوص الاعتبارات الذاتية فهي:

❖ ينطبق موضوع البحث مع التخصص في مرحلة ليسانس (مالية وإدارة المخاطر)

والماستر (مالية ودراسة المخاطر).

❖ ميولات شخصية لهذا النوع من المواضيع.

7-منهج البحث:

يتم الاعتماد في إنجاز هذا البحث والإجابة عن السؤال الرئيسي والأسئلة الفرعية

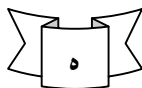
على المنهج الوصفي وكذا التحليلي حيث نتبنى المنهج الوصفي لتبيين أصل رأس المال

المخاطر والتعريف بهذه التقنية وأهم النظريات المفسرة لها والتعرف على سوق رأس

المال المخاطر و المراحل التي يمر بها التمويل عبر هذه التقنية وبعض تجارب دول

الرائدة في هذا المجال وكذلك لمعرفة آليات التمويل،أما المنهج التحليلي فاعتمدنا عليه

لتحديد خصائص رأس المال المخاطر ودوره وآثاره على المشاريع الناشئة التي يمولها.



8-الدراسات السابقة :

هناك العديد من الدراسات والنماذج المقترحة حول رأس المال المخاطر من بينها :

❖ الدراسة التي قام بها رونالد جيلسون " Engineering a venture capital market " والتي حاول من خلالها البحث عن محددات النموذج التعاقدى لسوق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية وتحمل الدراسة عنوان " هندسة سوق رأس مال مخاطر " .

❖ دراسة (2003) Emmanuelle Dupoyage وهي أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية عالجت هذه الدراسة المخاطر التي تتعرض لها شركات التمويل برأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات في مرحلة الانطلاق ذات التوجه التكنولوجي .

❖ دراسة (2006) Folrence EID : التي اهتمت بدراسة واقع ومتطلبات تطوير سوق رأس المال المخاطر في الدول الناشئة. حيث استخلصت تلك المتطلبات من خلال تعرضها لتجارب بعض البلدان الناشئة.

9- صعوبات الدراسة:

تتمثل صعوبات الدراسة في صعوبة التنقل و الحصول على معلومات لعدم توفر مؤسسات رأس المال المخاطر بالمنطقة وعدم الحصول على القدر الكافي من المعلومات والبيانات من مؤسسات الدراسة وانعدام المراجع باللغة العربية نظراً لحادثة موضوع رأس المال المخاطر .

10- خطة وهيكل الدراسة :

لبلوغ أهداف المسطرة، تم تقسيم البحث إلى ثلاثة فصول فصلين نظريين والفصل الثالث تطبيقي:

حيث خصصنا الفصل الأول والذي عنوانه " رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل " للتعريف بهذه التقنية التمويلية من الجانب المفاهيمي، البعد التاريخي والإطار النظري وينقسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث:

المبحث الأول تطرق إلى لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر والمطلب الثاني للتعريف برأس المال المخاطر والمطلب الثالث خصص للحديث عن أهم النظريات المفسرة .

بينما يهدف الفصل الثاني والذي يحمل عنوان " ماهية التمويل إلى تعرف عن مصطلح التمويل ومصادره وخصائصه والمخاطر المرتبطة به وطرق إدارتها حيث كان المبحث الأول يتطرق لأساسيات حول التمويل توصلنا من خلاله إلى تعريف التمويل ومحددات الاختيار بين مصادره وخصائصه وفي المبحث الثاني تطرقنا إلى مصادر وأساليب التمويل الحديثة ومزايا وعيوب مصادر التمويل أما المبحث الثالث فتناولنا من خلاله مخاطر المرتبطة بالتمويل وطرق إدارتها وتكلفة التمويل .

أما الفصل الثالث والأخير جعلناه تنويجا للدراسة نظرية، عنوانه " رأس المال المخاطر في مؤسسة المالية للاستثمار المساهمة في توظيف SOFINANCE وهو فصل يعتمد في محتوى على المعطيات الميدانية تما تصنيفها ضمن ثلاث مباحث يتم ضمن المبحث الأول تطرق إلى تقديم عام لشركة المالية للاستثمار المساهمة والتوظيف SOFINANCE والمبحث الثاني تناول مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في SOFINANCE والوثائق اللازمة لذلك وعملية الخروج من الاستثمارات أما المبحث الثالث فكان دراسة وتحليل مشروع ناشئ تم تمويله من طرف SOFINANCE .

الفصل الأول:

رأس المال المخاطر كبديل

مستحدث للتمويل

تمهيد:

شهد العالم مؤخراً العديد من الاضطرابات جعلت الباحثين أصحاب القرار يعيدون النظر في سياساتهم ونظرياتهم، وأسس اتخاذهم لقراراتهم ولربما أعظم هذه القرارات هو قرار التمويل فحتى تستقر السياسات لا بد من أدوات لتطبيقها ولا بد من مطبق لها وغالباً ما تكون الحكومة هي أهم المعنيين بتطبيق هذه السياسات خاصة الاقتصادية منها وبالأخص في الجانب التمويلي، في حين لا يزال مجال البحث عن أدوات تطبيق هذه السياسات مفتوح لحد الساعة.

وقد تناولنا في هذا الفصل ثلاث مباحث :

المبحث الأول: أساسيات حول رأس المال المخاطر.

المبحث الثاني: سوق رأس المال المخاطر.

المبحث الثالث: تجارب ونماذج بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر.

المبحث الأول: أساسيات حول رأس المال المخاطر

يوصف رأس المال المخاطر بأنه أحد أهم إنجازات الهندسة المالية وفيما يلي لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر ومفهومه وأهم النظريات المفسرة له.

المطلب الأول : لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر

تعود حرفة رأس المال المخاطر إلى عدة قرون، فقد ظهرت في نشاطات التجار المخاطرين في الشرق الأوسط خلال القرن الخامس عشر، إذ تميز هؤلاء التجار بالنشاط مما سمح لهم بعد مدة ببدء مشاريع تجارية، كما ظهر رأس المال المخاطر في شبه الجزيرة العربية قبل الإسلام¹.

عرف المفهوم الحديث لرأس المال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية، من خلال أول مؤسسة رأس مال مخاطر، تم تأسيسها سنة 1946 في بوسطن من طرف George Doriot جورج دورايوس، Karl Compton كارل كامبتن والتي تحمل اسم " المؤسسة"²، الأمريكية للبحث والتطوير، بهدف المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة المبتكرة، ثم تطور رأس المال المخاطر بعد 1950 نتيجة لظهور الصناعات الالكترونية بمنتجاتها الجديدة، حتى فترة السبعينيات كانت أغلب مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن مؤسسات مدرجة في سوق الأوراق المالية³.

1- صحراوي مقالاتي: التمويل برأس المال المخاطر من المنظور الإسلامي، مداخلة مقدمة في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول في 31 ماي- 3 جوان 2009، الإمارات العربية المتحدة، ص 24.

2- رويحة عبد السميع وحجازي إسماعيل: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول " تأهيل المؤسسات" جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 17-18 أبريل 2006، ص 308.

3- براق محمد وبين زواي محمد الشريف: رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، المكتب الجامعي الحديث مصر، الاسكندرية، 2011، ص 15، 16.

لكن في بداية الثمانينيات، أصبحت مؤسسات رأس المال المخاطر تحت الشكل القانوني لمؤسسة ذات مسؤولية محدودة (Limited Partnership) هي الغالبة بسبب الامتيازات الجبائية التي قدمت لها.

في سنة 2000، عرف رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية دفعا قويا بسبب التطور التكنولوجي، التحكم في التضخم والتوسع الاقتصادي، ليبلغ أقصى مستوياته إلا أن أزمة سنة 2007 حالت دون بلوغ مستويات سنة 2000 مرة أخرى.

المطلب الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر ومؤسساته

أولاً: مفهوم رأس المال المخاطر

01- هو تمويل المشاريع الاستثمارية لكل المؤسسات الصغيرة والناشئة، في مرحلة ما بعد الإنشاء من خلال المساهمة برأس المال، وتقديم الخبرة والمشورة لتسيير هذه المؤسسات وليس نوع المؤسسات التي توظف فيها الأموال هو ما يميز استثمارات رأس المال المخاطر عن بقية أشكال الاستثمارات التقليدية.

لكن ما يميزه هو الرقابة المفروضة وتسيير الاستثمارات بعد انجازها وللتخصيص

أكثر يتميز رأس المال بثلاث خصائص تتمثل في¹:

✓ المساهمة في رأس المال

✓ متابعة الاستثمارات لمدة طويلة

✓ التدخل النشط والمستمر في تسيير المؤسسة

02- يعرف رأس المال المخاطر هو استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة،

يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة، يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم، والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق، لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد، وتعد مؤسسات رأس المال المخاطر وسيطاً بين مصادر

1- المرجع نفسه، ص 16.

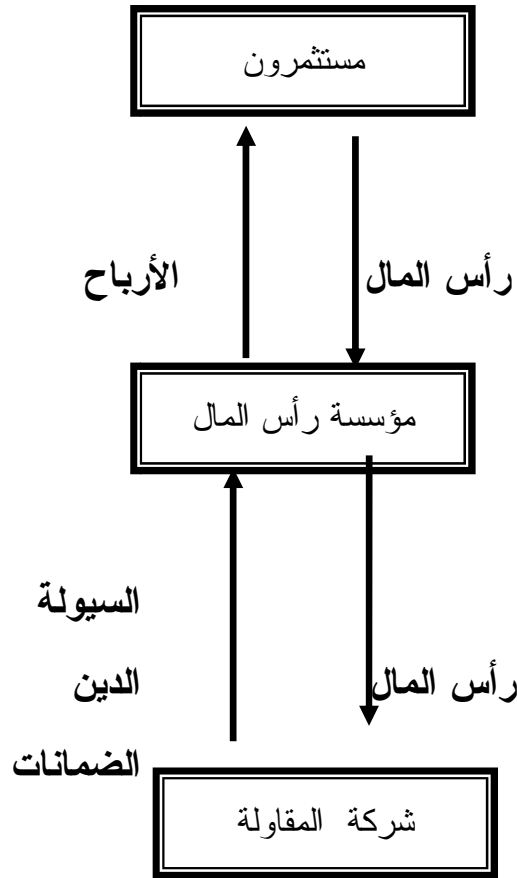
التمويل (في الغالب مستثمرون مؤسساتيين) وشركات المقاوله التي تتميز بالنمو السريع والتكنولوجيا العالية¹. (انظر الشكل 01)

03- هو نوع من الأنواع الجديدة المرتبطة للمشتقات، التي ترتبط بشراء، حيث يتم من خلاله الدخول في شراء منشآت تعاني من التعثر أو خلل إداري أو عدم القدرة على التوافق مع متغيرات السوق، وفقا لهذا النوع يستطيع مشتريها أن يدخل في مخاطرة مع الذي يتولى عملية شراء المنشآت الأهلية التي يقوم بمعالجتها حيث يكون الارتباط التعاقدية، ما بين مشتري المشتقات ومشتري المنشأة المخاطر يحقق نوعاً من الحوافز على تحسين الأداء العملياتي والتسويقي للمنشأة المتعثره ويحولها لمنشأة ناجحة².

1- رديم حسين: التجديد التكنولوجي كمدخل استراتيجي لدعم القدرة التنافسية للمؤسسة الجزائرية حالات الصناعات الصغيرة والمتوسطة، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي حول تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحولات المحيط جامعة بسكرة، 29-30 أكتوبر 2002، ص 53.

2- هاشم فوزي ، دباس العبادي: الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات، الوراق للنشر والتوزيع 2008، ص 103.

الشكل (1-1) الوساطة المالية لرأس المال المخاطر



Source : Douglas.j. cumming sofia.A.johon, venture capital and private equity contracting international oerspetive, united states EVCA, 2009, P4

04- تعرف الجمعية الأوروبية رأس المال المخاطر بأنه " كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتطوي في الحال على يقين بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد¹ وهذه الحالة تعتبر مصدر الخطر، أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات وهذه الحال تعتبر تعويضاً للمخاطر².

1- عبد الإله إبراهيم: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكل التمويل، مداخلة مقدمة في ملتقى دولي بعنوان " متطلبات تأهيل PME في الدول العربية، الشلف، 18 أبريل 2006، ص 308.

2- عبد الباسط وفا: مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشاريع الناشئة، دار النهضة، مصر، ص 4.

ويعتبر رأس المال المخاطر أسلوباً من أساليب التمويل لكن بتقنية وصيغة خاصة فهو يجمع بين تقديم النقد وتقديم المساعدة في إدارة الشركة، مما يحقق تطورها ويمثل صورة من صور الوساطة المالية من خلال رؤوس الأموال التي يرغب الادخار العام أو ادخار المؤسسات (بنوك، شركات تأمين مؤسسات سلطات عمومية)، باستثمارها بمخاطر مرتفعة مع توقع تحقيق عائد مرتفع، قد يصل في بعض البلدان كأمریکا من 30% إلى 40%.

ثانياً: مؤسسات رأس المال المخاطر

تقوم هذه الشركات بعدة أنشطة استثمارية تتسم بارتفاع درجة المخاطر والعوائد المتوقعة منها، وترتكز فكرة هذه الشركات علي قيامها بالمشاركة في تأسيس مشروعات أو شركات جديدة عالية المخاطرة، أو مشروعات قائمة ومتعثرة لا تحقق العائد المستهدف إما لنقص التمويل أو لقصور في الإدارة أو تدني في الأساليب التقنية الحديثة أو غيرها من الأسباب فتقوم شركة رأس المال المخاطر بتقديم المساندات المالية أو الفنية أو الإدارية لتحسين فعالية تلك المشروعات ورفع عوائدها الاستثمارية، الأمر الذي يسهل معه أن تصدر أوراقاً مالية لزيادة رأسمالها أو للاقتراض¹.

يمكن تقسيم مؤسسات رأس المال المخاطر إلى صنفين: مرتبطة أو مقيدة (captive) لأنها تابعة لمؤسسات مالية وغير مرتبطة (independent) لأنها مستقلة وقد سمحت قابلية تبني المسؤولية المحدودة كشكل قانوني، بنمو الصنف غير المرتبط لرأس المال المخاطر.

يؤدي صاحب رأس المال المخاطر دور شريك عام، يتخذ كافة القرارات المتعلقة بالاستثمار ويجري كافة الاتفاقيات مع المؤسسات المستثمر فيها، في حين يعتبر المستثمرون المؤسسيون شركاء ذوي مسؤولية محدودة، يقومون بإيداع الأموال في

1- محب خلة توفيق: الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار دار الفكر الجامعي

مؤسسة رأس المال المخاطر، وع ند بيع الاستثمارات، توزع الإيرادات عليهم، ويسمح لهم الشكل القانوني للشركة ذات المسؤولية المحدودة بالاستفادة من مزايا جبائية¹.

ثالثاً: أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر

1- شركات رأس المال المخاطر :

يتمثل مجال تخصصها في تمويل الأنشطة الاستثمارية الواعدة الخطرة، أي 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 .
أ- المشروعات الجديدة ذات المخاطر المرتفعة .

ب- المشروعات القائمة المتعثرة التي لا تحقق العائد المطلوب منها، إما لنقص التمويل أو لقصور في الإدارة أو في الأساليب الفنية الإنتاجية أو غيرها من الأسباب² .
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 و أصبحت تحقق عوائد عالية تقوم بإعادة بيع أنصبتها في هذه المشروعات محققة فائض قيمة مرتفع يتناسب مع درجة المخاطر المبدئية التي تعرضت لها.

ومما يندرج تحت نشاط رأس المال المخاطر ما يلي:

- تمويل نشاط الشركات والمشروعات أو المشاركة في رأس مالها أو دعمها فنيا وإداريا أو المشاركة في تميمتها بقصد تحويلها إلى شركات مساهمة أو التوصية

1- براق محمد وبن زواي محمد الشريف: المرجع السابق، ص 17.

2- ويكيبيديا، الموسوعة الحرة: رأس المال المخاطر، 20:15، 04-09-2015

بالأسهم، متى كانت هذه المشروعات وتلك الشركات عالية المخاطر، أو تعاني قصورا في التمويل وما يتبعه من طول دورة الاستثمار .

- تدبير التمويل اللازم للفرص الاستثمارية الجديدة ، ويطلق على هذا النوع من التمويل "تمويل بذرة رأس المال"¹.

- تدبير التمويل اللازم للمشروعات القائمة المتعثرة وكذا العون الفني لتصويب مسارها وزيادة قيمتها ونشير في نهاية هذا الفرع، إلى أنه يجب ألا يقل مصدر رأس المال لهذه النوعية من الشركات عن واحد ونصف مليون دولار تدفع بالكامل عند التأسيس².

2-صناديق الاستثمار المباشر :

صندوق الاستثمار هو وعاء مالي يجمع المال من عدة مستثمرين بغية إنشاء صندوق استثماري كبير وبكفاءة الجهاز الإداري تستثمر هذه الأموال في مشاريع مختلفة وبينما ينمو المال بمرور الوقت ستنمو بالمثل قيمة الاستثمارات ويستطيع أي صندوق استثمار أن يستثمر في العديد من مختلف الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، فعندما يقوم المستثمر بشراء أسهم في الصندوق يصبح أحد ملاك تك الاستثمارات³.

1- محمد زيدان وإدريس رشيد: الهياكل الجديدة الداعمة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر مداخلة مقدمة في ملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الشلف، 17-18 أبريل 2008 ص 512.

2-عبد الله بلعدي: التمويل برأس المال المخاطر ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير (منشورة) ، نقلًا عن عبد الباسط وفا، مرجع سابق، ص ص 99-100.

3- المرجع نفسه، ص 100.

ولصناديق الاستثمار أهداف رئيسية نوجزها في النقاط التالية:

أ- تدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك بهدف تحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها وكذلك زيادة فاعلية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها البنك حيث أن تحويل المحفظة سيؤدي إلى بيع أسهم وشراء غيرها.

ب: إنشاء صناديق الاستثمار يؤدي إلى فتح المجال حتى أمام صغار المدخرين للتعامل مع أسواق المال وهؤلاء حرموا لسنوات طويلة من التعامل مع سوق الأوراق المالية الذي كان حكرا على كبار المدخرين¹.

ج- زيادة الربحية والعوائد لجميع الأطراف المتعاملين مع صناديق الاستثمار.

د- تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات الاستثمارية المختلفة من صندوق لآخر وفقا لما يتوافق وأوضاع المستثمر.

هـ- 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.

ع- 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.

و- مراعاة اعتبارات الأمان حيث أن منهج وأسلوب عمل صندوق الاستثمار يهدف تماما إلى تقليل وتوزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد منافذ الاستثمار وقيام المستثمر باختيار المدى الزمني المناسب له إذا كان طويل الأجل أو قصير الأجل وفقا

1- منى قاسم: صناديق الاستثمار والبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 2002، ص 47.

لاحتياجاته إذ أن رغبات المستثمر تحدد الأوراق المالية التي سيتعامل معها من خلال صندوق الاستثمار.

ن- التحول نحو العالمية من خلال تدويل البورصة مستقبلاً، فتنشيط البورصة وتقويتها ما هو إلا خطوة مبدئية نحو هدف أكبر وهو تدويل البورصة. وتنقسم صناديق الاستثمار ومحافظها من حيث الهيكل التمويلي لها، إلى قسمين رئيسيين وهما:

1 - صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة¹:

هي الصناديق التي تكون حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور محددًا بمعنى أن هذه الصناديق تصدر عددًا ثابتًا من الوثائق المالية "الوحدات" يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته وطبقًا لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها من الصندوق المصدر لها، وإذا رغب أحد ما لكي 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 ولذلك يطلق البعض على هذه الصناديق "الصناديق ذات التداول العام" ومن هنا تنتشر بعض الصناديق القيمة السوقية لوثائقها في صحف المال يوميًا، وتنتشر قيمة الأصل الصافية في الصحف أسبوعيًا، وتقوم إدارة هذه الصناديق بتوزيع عوائد استثماراتها إضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تحققها على حملة وثائقها وفقًا للشروط المبينة في نشرة الإصدار.

1- عبد الله بلعدي: رأس المال المخاطر - دراسة مقارنة-، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير (منشورة)، نقلًا عن أحمد بن حسن بن أحمد الحسني، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 101.

2 - صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

هي الصناديق التي لا تحدد حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور، ولا تحدد عدد الوثائق المالية المصدرة منها، إذ يجوز لها إصدار وبيع المزيد من هذه الوثائق تلبية لحاجات المستثمرين وإدارة هذه الصناديق مستعدة لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد ما لكي هذه الوثائق في التخلص منها جزئياً أو كلياً ولذلك فهي تحرص دائماً على توفير نسبة ملائمة من السيولة تمكنها من دفع قيمة الوثائق المطلوب باستردادها في أي لحظة يطلب منها المستثمر ذلك¹.

هذه الميزة جعلت صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أكثر جاذبية لدى الجمهور بالمقارنة بالوثائق غير القابلة للاسترداد 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 أو سنوية، حسب الشروط التي تبينها نشرة الإصدار في هذه الصناديق، كما يحق للمستثمرين إعادة استثمار ذلك الدخل أو العائد إذا أراد ذلك.

و كلا النوعين سواء كانت صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة أم صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، تباشر نشاطها الاستثماري المتمثل في تكوين واقتناء محفظة متنوعة من الأوراق المالية المتداولة، إما في أسواق رأس المال أو في أسواق النقد، ويتسم رأس مال الصندوق بثقل مالي نسبي حيث ينبغي ألا يقل رأس مال الصندوق عن مليون ونصف المليون دولار تدفع بالكامل، ولا يجوز طرح أسهم الصندوق أو تلقي المستثمرين عن طريق الاكتتاب العام، ويتم توزيع الأرباح بين مالكي

1- أحمد بن حسن بن أحمد الحسني: صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة الشباب

الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص 8-9.

أسهم الشركة وحاملي وثائق الاستثمار وفقاً للقواعد التي تضعها الهيئة، كما يجب أن يتضمن النظام الأساسي للصندوق أوجه نشاطه¹.

رابعاً: مزايا وأهمية مؤسسات رأس المال المخاطر

أصبحت مؤسسات رأس المال المخاطر مكوناً رئيسياً من مكونات سوق رأس المال ومهنة ضرورية لدعم النمو الاقتصادي كما تسمح مؤسسات رأس المال المخاطر بتدعيم المشروعات الحديث والمتعثرة²، حيث تمول نشأتها وآفاق نموها، كما أنها تعتبر محفزاً خاصة للإصلاح الاقتصادي حيث تتجلى أهميتها فيما يلي:

1- تدعيم برنامج الإصلاح الاقتصادي:

تلعب مؤسسات رأس المال المخاطر دوراً حيوياً في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة لتطوير وإصلاح شركات قطاع الأعمال العام، التي يجب إعادة هيكلتها وتطوير أدائها قبل طرحها للبيع على الجمهور، وذلك على اعتبار أن مهنة رأس المال المخاطر تتميز بالتخصص في توفير الدعم المالي والفني للمشروعات الخطرة، وهي تستجيب في هذا الشأن لرغبات نوعية خاصة من المستثمرين الأكثر جرأة في تعبئة مدخراتهم حيث أنهم لا يتحمسون كثيراً للاستثمارات التي تحقق دخلاً جارياً، وإنما لديهم استعداد غير عادي على تحمل مستوى مخاطر مرتفعة، مقابل توقع تحقيق ربح غير عادي في المستقبل.

وتساهم مؤسسات رأس المال المخاطر، في أدائها لهذه الوظيفة، في التقليل من الآثار التضخمية حيث توفر التمويل اللازم للمشروعات الاقتصادية دون الإفراط في خلق

1- المرجع نفسه، ص 102.

2- بريش عبد القادر وعابد نصيرة: الإطار الحوكمي للعلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي بعنوان " آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة"، ورقلة، 25-26 نوفمبر 2013، ص 04.

النقود أوضح الائتمان المصرفي لهذه المنشآت الاقتصادية التي تعمل على تعبئة رؤوس الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التمويلية¹.

2- دعم المشروعات الناشئة:

تعتبر مؤسسات رأس المال المخاطر، في الاقتصاديات المعاصرة من أهم وسائل التدعيم المالي والفني للمشروعات الناشئة، لما تتميز به هذه المؤسسات من قدرة على التعامل مع المخاطر بأسلوب أقرب ما يكون إلى الواقع المعاش من طرف منشآت الأعمال، وذلك إلى الدرجة أصبح معها رأس مال المخاطر حرفة صناعية دولية أكثر منها طريقة تمويل، حيث يمثل دعم المشروعات الناشئة المجال الطبيعي لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر والتي تقوم بتغطية الحاجات التمويلية للمشروعات الجديدة. خلال أطوار حياتها الأولى بدون أن تطلب ضمانات أخرى بخلاف كفاءة فكرة المشروع و فاعلية أشخاصه، هذا ولا تكون أموال المخاطرين ومستحقته أو واجبة الأداء إذا كانت حالة المشروع لا تسمح بذلك علي اعتبار أنها أصبحت تشكل جزءا من أمواله الخاصة وذلك بخلاف الفروق التي تكون واجبة الدفع مهما كانت نتائج أعمال المنشأة المقترضة ولاشك أن الوظيفة هامة جدا لتلك المشروعات، خاصة في البلدان النامية بالنظر إلي تمويلها مؤسسات رأس مال المخاطر منخفضة وادني بكثير من المتوسطات المنشورة عن حالات الإخفاق الحاصلة في حالات التمويل عن طريق القروض، ويرجع ذلك إلى إنها تنفي بعناية المشروعات التي تمرر تمويلها. فرأس المال المخاطر لا يختص لأية مشروعات إنما فقط المشروعات ذات الأفاق البارحة والتي تكون فيها كفاءة فكرة المشروع و فاعلية أشخاصه عالية².

1- أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص 127.

2- المرجع نفسه، ص 128.

3- دعم الشركات المتغيرة:

بعد الاتجاه إلى تغليب صيغة القطاع الخاص في بلدان النامية، أصبحت السوق تزخر مشروعات متنوعة المخاطر تعمل في قطاعات متعددة و تمر بمراحل ودراجات مختلفة من إعادة الهيكلة المالية و الفنية، وفي هذا الصدد يمكن أن تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي و الفني اللازم لإعادة هيكلة هذه المشروعات في جذب الاستثمارات إليها من خلال ما تضمنه مساهمة تلك المؤسسات في المشروعات من متابعة فنية ومالية ضرورية لإصلاح مسارها، بما يبث روح الطمأنينة في نفوس المستثمرين¹، و يحفزهم علي الاستثمار فيها للاستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع علي عكس المزايا السابقة ، قد يتمثل المخطرون بالنسبة للمؤسسين عبئاً معيناً يرجع الي :

-الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة، كالمشاركة في قرارات المشروع و التدخل في توجيه

-تطلب مبالغ مرتفعة، في حالة نجاح المشروع لاستيراد حصص المخاطرين، كما لا يجب أن ننسى بطبيعة الحال أن ذلك ما يقيم ميزان العدالة وذلك مقابل المجازفة التي قبلها المخاطرون وقت الإنشاء و التي كان من الممكن أن تعرضهم لفقدان كافة أموالهم التي شاركوا بها في المشروع². توزيع الأرباح بين مالكي الشركة وحاملي وثائق الاستثمار وفقاً للقواعد التي تضعها الهيئة، كما يجب أن يتضمن النظام الأساسي للصندوق أوجه نشاطه.

1- عبد الباسط وفا، مرجع سابق، ص 60.

2- المرجع نفسه، ص 128.

المطلب الثالث: علاقة رأس المال المخاطر بالنظريات المالية

أولاً: نظرية الوكالة كإطار عام لرأس المال المخاطر¹

يقود عدم تماثل المعلومات بين صاحب رأس المال المخاطر والمقاولين أو مسيري المؤسسات الممولة للحديث عن نظرية الوكالة، التي تقر بوجود فصل بين ملكية المؤسسة والرقابة على التسيير في المؤسسات الحديثة، بحيث الرئيس (المالك) يتحمل الخطر العام، لكن الوكيل (المسير) يوجه ويسير المؤسسة، وحتى يصرف الرئيس (المالك) (الوكيل) (المسير) عن الاهتمام بمصالحه الخاصة، تقوم مؤسسة رأس المال (الرئيس) (بتحفيز الوكيل) مسير المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال المخاطر من خلال تملكه جزء من المؤسسة أو منحه دخل متغير مرتبط بنسب أداء عالية.

هناك ثلاثة أنواع لعلاقة الوكالة في رأس المال المخاطر:

- مؤسسة رأس المال المخاطر لها حافز لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المستثمرين فيها، فهي تعد كوكيل بالنسبة للمستثمرين فيها
- المقاول له حافز لتفضيل مصالحه الخاصة على مصالح مؤسسة رأس المال المخاطر، ومنه، يمكن اعتبار المقاول كوكيل لمؤسسة رأس المال المخاطر
- يمكن أن يكون للمؤسسة رأس المال المخاطر أحياناً حافزاً لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المقاول ومنه يمكن أن تكون كوكيل لهذا الأخير.

1-الخطر المعنوي:

يصف الخطر المعنوي الظروف التي يقوم فيها الوكيل باستغلال معلومات لا يلحظها الرئيس معلومات مخفية أو يقوم بأفعال لا يلحظها الرئيس (أفعال مخفية)، لكي يرفع من

1- براق محمد وبن زواي الشريف: رأس المال المخاطر ونماذج عالمية، مرجع سابق، ص 19-20.

منفعته التي تنافي مصالح الرئيس، فإذا كان المستثمر هو الرئيس فهو يلاحظ نجاح المؤسسة في الأخير فقط لكنه لا يستطيع ملاحظة سلوك الوكيل بالكامل¹ .

يستطيع الرئيس ملاحظة الجهد الذي يقوم به الوكيل لكنه لا يستطيع التحقق منه، ومن غير الممكن إرغام الوكيل على القيام بجهد أكبر لكنه من الممكن تحفيزه على بذل جهد أكبر، في إطار التمويل عن طريق رأس المال المخاطر التحفيز جد مهم، لأن جهد صاحب رأس المال المخاطر والمقاول عبارة عن دالة متزايدة لمساهمتهما في الأرباح، وعدم القيام بالجهد اللازم (يعرض مصالح كل منهما للخطر).

2-الاختيار المعاكس²:

يشير الخطر المعنوي إلى مشكل الوكالة الذي يمكن أن يقع بعد إمضاء العقد بين الرئيس والوكيل (ex post) لكن مشكل الوكالة يمكن أن يوجد أيضا قبل إمضاء العقد (ex-ante) يعرف هذا النوع من مشكل الوكالة بالاختيار المعاكس.

تعتبر عائدات المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر معرضة للخطر المعنوي لأن نجاح هذه المؤسسات يعتمد على الجهد المبذول من طرف المقاول ورؤوس الأموال المخاطرة لكن هذه العائدات معرضة أيضا للخطر عند التنازل عن الاستثمارات من طرف رؤوس الأموال المخاطرة، لأنه قد تملك مؤسسة رأس المال المخاطر معلومات لا تعكس القيمة الحقيقية لهذه الاستثمارات.

وهذا ما يجهله أصحاب هذه الاستثمارات أو المساهمون لهذا من الضروري على مؤسسات رأس المال المخاطر تأسيس سمعة تصف سلوكها.

3-حوكمة رأس المال المخاطر:

كتكملة لنظرية الوكالة تعبر حوكمة المؤسسات عن مصطلح يشمل كل الآليات التي من خلالها يطبق ملاك المؤسسة رقابة على التسيير لحماية مصالحهم الخاصة، ويظهر أن

1 -Stefan povaly. Private equity exils, Springer, German, 2007, p 128-129.

2- براق محمد وبن زواي محمد الشريف، مرجع سابق، ص 20.

هيكله حوكمة المؤسسات أصبحت أكثر إتقانا نظرا للزيادة الملحوظة في خطر الوكالة إضافة إلى الخطر المرتبط بالسوق.

يجب أن يعكس نظام الحوكمة بصفة مثلى الظروف التي تؤثر على مؤسسة معينة، كما يجب أن يضمن عمل المسيرين لمصلحة المساهمين ككل¹.

في إطار رأس المال المخاطر للمؤسسة رأس المال المخاطر الحق في رئاسة المجلس التنفيذي كما يمكنها استبدال المدير التنفيذي للمؤسسة في بعض الظروف.

ثانياً: نظرية الإشارات²

عملية الإشارة "signalisation" تهتم بالعلاقة بين الأفراد بشكل جيد والمتمثلين في المسيرين، والأفراد غير المطلعين بشكل جيد (mal informes) والمتمثلين في المساهمين والدائنين.

كما تهتم النماذج التي تدرس نظام التحفيز والعقوبات الذي يحصر الإشارات الجيدة لدى المنشأة الجيدة فقط، وتحلل وضعية التوازن الذي يميز فيها السوق دون التباس جودة كل منشأه كما تهتم بأهم القرارات المالية، ولعل أبرزها:

1-الإشارة بتوزيع الأرباح:

نجد في هذا المجال نموذج Bhattacharya 1979 الذي درس توزيع الأرباح باعتبارها إشارات على السيولة المستقبلية، وتوصل إلى أن تكلفتها مضاعفة تكلفة ضريبية إضافية من جهة، على اعتبار أن أحد فرضياته تقول أن توزيع الأرباح يخضع لضرائب تفوق بكثير تلك التي تخضع لها الأرباح الرأسمالية ومن جهة أخرى يعتبر توزيع الأرباح اقتطاع ومقياس عدم سيولة من وجهة نظر الدائنين وفي نموذج آخر، درس

1-Mansor durrani, grahame boocock , vinture capital islamic financial SMES palgrave, 2009 P58.

2 - محمد سبتي: فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير (غير منشورة)، جامعة قسنطينة، 2008-2009، ص 53.

Bhattacharya سنة 1980 إمكانية التوازن من أجل إشارة دون تكاليف مباشرة (non dissipative signalling equilibrium)، لكن النتيجة غير ثابتة عبر الزمن لكن هذا النموذج يتضمن إحياء إلى إمكانية وجود سياسة مثالية للتوزيع بالتحكيم بين مزايا الإشارة والأضرار الضريبية الناجمة.

قدم miler و rock 1985 نموذجاً بديلاً، واعتبرا أن لفرضية عدم تماثل المعلومات نتيجتين: من جهة، تمكن من وضع آثار الإعلان عن التوزيع في صف متغيرات القرار على اعتبار أن السوق قائم على توقعات عقلانية فإنه يستنتج تصريحات بتوزيع الأرباح المعلومة التي يعتبرها المسكرون سرية وتعتمد على أرباح الدورة الحالية والدورات المستقبلية.

من جهة أخرى قد تقود بعض المنشآت إلى تخفيض استثماراتها إلى أقل من مستواها الأمثل وخلصا إلى أن تكلفة الإشارة تتمثل في تكلفة الفرصة الأرباح موزعة، استثمار أقل.

نظرية الإشارات تعتبر التوزيعات إشارة مكلفة، تمكن من تقليل عدم تماثل المعلومة بين المسكرين والمستثمرين، أي أن التوزيعات ناقل للمعلومات الموجهة للسوق.

2-الإشارة بالهيكل المالي :

دراسة هذه الإشارة جاءت من طرف [1977] ROSS، ويقوم هذا التحليل على نظرة السوق لتدفقات عائدات المنشأة.

إن تغيير الهيكل المالي، واختيار سياسة الاقتراض يؤثر على نظرة المسكرين للمنشأة وقيمتها. على هذا الأساس خلص ROSS إلى أن قيمة المنشأة مرتبطة طردياً بنسبة مديونيتها، لأن القروض تحسن نظرة السوق إليها، وذلك بناء على ثقة المقرضين

فيها إضافة إلى أن المسيرين، يمتلكون لوحدهم المعلومات حول تدفقات سيولة منشأتهم ويقومون بإرسال إشارة واضحة عن القيمة المستقبلية لمنشأتهم وذلك في حال تم تشجيعهم بواسطة نظام مكافأة ملائم¹.

3- الإشارة بهيكل المساهمة:

الفئة الثالثة لنموذج الإشارة المالية تدرس مسألة فرص النمو، وكيفية تمكين المستثمرين من الحصول على معلومات حول قيمة المشروع. [1977] ليلاند و بايل، يؤكدان أن جودة ملفات الاستثمار لا تعرف بشكل جيد إلا من طرف المبادرين، الذين يرسلون إشارة بذلك إلى السوق عن طريق نسبة مساهمتهم الشخصية في رأسمال المنشأة. إذا قيمة المنشأة من وجهة نظر السوق مرتبطة طرديا بنسبة الجزء الذي يمتلكه المبادر في رأس مال منشأته لأنها تبين التزامه واهتمامه بالمشاركة وتحمل المخاطر الناجمة عنها، وأن أي تغيير في هذه النسبة يقابله تغيير في قيمة المنشأة، وتغير في سياسة التمويل².

هناك إشارات أخرى لم تدرس بشكل كاف رغم أنها تلعب دور حاسم كتوظيف عالم بارز إبداع براءة اختراع إنجاز اختبار يشير للمستثمرين بجودة المنشأة وتغير سياسة التمويل.

إضافة إلى إشارات أخرى مرتبط بالاقتصاديات الحديثة كالإنترنت والتجارة الالكترونية كعدد زوار الموقع مثلا، والتي اختفت بعد انفجار الفقاعة المالية لأنها أدت إلى تقييم المنشآت العاملة في هذا المجال بأكثر من قيمتها الحقيقية.

لذا ينبغي دراسة هذه الإشارات بعناية نظرا لأهميتها إضافة إلى كون الصعوبات التي تواجه معالجة هذه المعالم، كفيلة بتفسير التراجع الواضح لتمويل رأس المال المخاطر لمرحلة الانطلاق.

1- محمد سبتي، المرجع السابق، ص 53.

2- المرجع نفسه، ص 54.

في الأخير نشير إلى أن المخاطر برأس المال يلعب دورا هاما في التقليل من حالة عدم تماثل المعلومة، وذلك يعود لخبرته وتخصصه من جهة، ومن جهة أخرى قدرته على الحصول على المعلومة اللازمة في الوقت المناسب وبالذقة الكافية، لاعتماده على وسائل تمكنه من ذلك خطة العمل قبل المساهمة، التقارير الدورية أثناء المساهمة (كما أن وجوده في المنشأة يرسل إشارات فعالة في السوق). حيث أن وجوده في حد ذاته إشارة إيجابية على جودة وربحية المشروع. كل هذا يبرز أهمية وساطة المخاطر برأس المال .

المبحث الثاني: سوق رأس المال المخاطر

تسمح ملاحظة أسواق رأس المال المخاطر بإدراك أن أغلبها يحصل على دعم حكومي إلا أن ظهور هذه الأسواق كان مرتبطاً بعدة أشكال من المساعدة.

المطلب الأول: نموذج عام لهندسة سوق رأس المال

بناءً على فرضية أن الحكومة هي العون المسؤول عن عملية الهندسة، فإن وضع نموذج عام لهندسة سوق رأس المال المخاطر يرتبط بقدرات الحكومة على الاستفادة من تجاربها السابقة أو الاقتباس من تجارب مثيلاتها من حكومات الدول الأخرى. تثبت مختلف التجارب السابقة لهندسة سوق رأس المال المخاطر أن الحكومة هي العون الوحيد القادر على تحليل التفاعل بين الرقابة وسلطة اتخاذ القرار، بالإضافة إلى أداء دور أحد المستثمرين في السوق.

ويمكن عرض متطلبات عملية هندسة سوق رأس المال المخاطر من خلال مجموعة من المراحل:

أولاً: مرحلة تنمية روح المقابلة

يعد الوجود المسبق لثقافة المقابلة عاملاً مهماً لظهور سوق رأس المال المخاطر فالسياسات طويلة الأجل، التي تضعها الحكومة لدعم المؤسسات الناشئة، سيكون لها أثر على ظهور فئة من المقاولين ذوي قابلية واستعداد لاستعمال رأس المال المخاطر لتمويل مشاريعهم.

قد تكون بعض العوامل الثقافية والاجتماعية هي المسؤولة عن تطوير ثقافة المقابلة في دولة ما، لكن من الأفضل أن تكون هذه الثقافة ناتجة عن دعم الحكومة المتواصل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والناشئة، بحيث يسمح نمو هذه المؤسسات بتطوير فئة خاصة من المقاولين يمكن للحكومة المرور للمرحلة الثانية¹.

1- براق محمد وبن زواي محمد: رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، مرجع سابق، ص 115.

ثانياً: مرحلة الهندسة القانونية

في دراسة قام بها Kuntara Pukthuanthong ،Dolruedee Thiengtham وThomas حول العلاقة بين الأنظمة القانونية للدول وتطورها المالي، لمحاولة معرفة لماذا Walker أسواق رأس المال المخاطر متطورة في بعض الدول الأوربية في حين تبقى ضعيفة في الدول الأخرى، وذلك من خلال التركيز على مجموعة من المؤسسات الأوربية التي تعمل في سوق رأس المال المخاطر، باعتبار رأس المال المخاطر هو الذي يمهّد الطريق للمؤسسات الصغيرة التي تشكل جزءاً هاماً من التطور المالي للدول. وقد اعتمدت الدراسة على قاعدة بيانات 1995-2005 تحت فرضية أن استقلال السلطة القضائية، وجود نظام قانوني متكيف، وعقود مالية فعلية، عوامل توفر الخلفية الضرورية لرؤوس الأموال المخاطرة من أجل تمويل المؤسسات ذات المخاطرة العالية.

أثبتت نتائج الدراسة أن هناك ارتباطاً إيجابياً بين القانون العام وسوق رأس المال المخاطر المزدهرة في بريطانيا، كما أثبتت أن وجود نظام قانوني مرن ومستقل ضروري لهندسة سوق رأس مال مخاطر.

إعلان الحكومة عن رغبتها في بناء سوق رأس مال مخاطر بهدف تمويل المؤسسات الحديثة أو الناشئة يكون من خلال وضع إعلان الحكومة عن رغبتها في بناء سوق رأس مال مخاطر بهدف تمويل المؤسسات الحديثة أو الناشئة يكون من خلال وضع إطار قانوني واضح يضبط وينظم هذه السوق¹.

يؤدي النظام القانوني لأي دولة دوراً مهماً في تطوير نظامها المالي، كما أن اختلاف القوانين من حيث منحها الأولوية لحقوق الخواص أو الدولة، مرونة النظام القانوني ومدى تأقلمه مع المتغيرات الخارجية، التنفيذ الفعال للعقود، توفر الشروط الضرورية لمؤسسات رأس العامل المخاطر من أجل تمويل مؤسسات المقاوله.

1- المرجع نفسه، ص 116.

يتضمن الإطار القانوني لسوق رأس المال المخاطر مختلف الضوابط التي تحكم هذه السوق، انطلاقاً من الشكل القانوني لمختلف المؤسسات التي تنشط فيها، النظام الجبائي التي تخضع له، الهيئات المسؤولة عن الرقابة. ويعكس الإطار القانوني شكل السوق الذي رسمته الدولة، من خلال تحديد طريقة عمل كل المؤسسات، كما توضح التحفيزات الجبائية التي تتضمنها القطاعات المستهدفة من طرف الحكومة¹.

تؤدي البيئة التي تتميز بالشفافية والانفتاح دوراً مهماً في تطور سوق رأس المال المخاطر، كما أن حاجة المقاولين إلى حماية أصولهم المعنوية تحدد مكان، وزمان وكيفية قيامها ببيع منتجاتها، لذا فإن الضمانات التي يقدمها الإطار القانوني لهؤلاء المقاولين تؤثر بشكل كبير على أفعالهم.

ثالثاً: معالجة مدخلات عملية الهندسة

تبعاً للثلاثة شروط التي قدمها جيلسون (GILSON, 2003) مع إلزامية تزامن وجودها حتى تظهر سوق رأس المال المخاطر، والمتمثلة في المقاولين، التمويل اللازم للاستثمارات والمؤسسات المتخصصة التي تقوم بنقل التمويل وتوفير الحوافز الضرورية فعلى الحكومة توفير رأس المال الكافي الذي يتناسب وحجم البرنامج الذي وضعتة كما على الحكومة تقسيم رأس المال الموجه للبرنامج حسب المراحل والقطاعات المستهدفة مع التركيز على مرحلتي ما قبل الإنشاء والإنشاء، اللتين تتطلبان اهتمام كبير مقارنة ببقية المراحل.

بما أن معالجة المدخل الأول والمتمثل في المقاولين قد تمت معالجته في المرحلة الأولى للبرنامج، يبقى على الحكومة معالجة المدخل الثاني والمتمثل في الوسطاء الماليين المختصين (مؤسسات رأس المال المخاطر)، وتؤكد التجربة التايوانية على ضرورة

1- المرجع نفسه، ص 117.

إصدار الحكومة لطلب اقتراح مجموعة من صناديق التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بهدف اختيار عدد معي من هذه الصناديق المتخصصة وتسمح هيكله هذه الصناديق وكيفية اختيارها لمحافظة الاستثمارية (باعتبارها صناديق خاصة)، بمحاكاة النموذج الأمريكي لسوق رأس المال المخاطر.

رابعاً: مرحلة التحفيز والرقابة

بعد قيام المؤسسات الحكومية بدور مؤسسات وسيطية في سوق رأس المال المخاطر، ذو أثر سلبي على الرقابة في السوق، لأن قيام المؤسسات الحكومية بدور وسيط مالي من شأنه أن يجذب العديد من المقاولين، بحكم أن أغلبهم ينظر إلى الرقابة كعامل غير مرغوب فيه (ضعف الرقابة المفروضة من طرف المؤسسات الحكومية)، وهذا ما يؤدي إلى إخفاق معظمهم بسبب غياب الإيجابيات المرتبطة بالوسطاء الماليين من خبرة وقدرة على الرقابة لدى المؤسسات الحكومية¹.

بدل قيام الحكومة بدور وسيط مالي، فإنه بإمكانها تقديم تحفيزات لمؤسسات خاصة من أجل القيام بدور الوساطة كما يمكن للحكومة استعمال تحفيزات جبائية لتوجيه السوق نحو الاستثمار في قطاعات معينة أو دفع المؤسسات الوسيطة لتمويل مراحل معينة من مراحل الاستثمار.

تسمح التجربة التايوانية بالتأكيد على أنه يجب على الحكومة ضمان أن تدخلها في السوق يضمن التحفيز اللازم لاختيار ومراقبة الاستثمارات، فضلاً على أن التأثير على السوق يفرض على الحكومة دعم تكاليف التبادل المرتبطة بتدخلها للتأثير والرقابة.

وقد أثبتت التجربة التايوانية أيضاً أن رأس المال المخاطر أداة للسياسة الهادفة لتنشيط قطاع الصناعات التكنولوجية.

1- براق محمد وبن زواي محمد شريف، المرجع نفسه، ص 117.

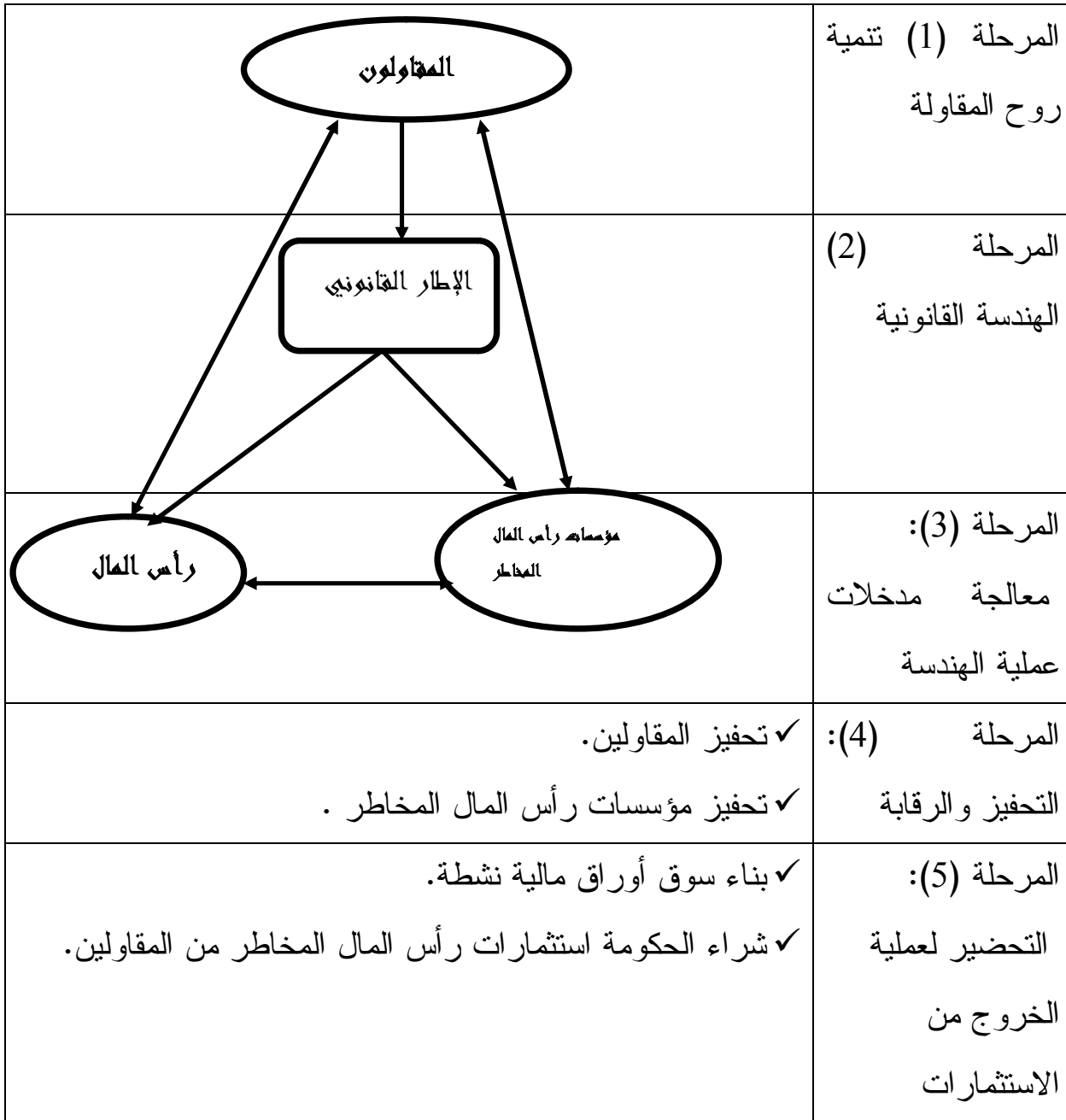
خامساً: مرحلة التحضير لعملية الخروج من الاستثمارات

تتميز مرحلة خروج رأس المال المخاطر من الاستثمارات بكون المؤسسة الممولة ما زالت بحاجة إلى التمويل وهذا ما يجعل من إمكانية تبني المقاول للمؤسسة مستحيلة، كما أن إستراتيجية الخروج من الاستثمار عن طريق الديون هي الأخرى تضع جملة من المعوقات من بينها عدم القدرة على تعظيم العائد، وتبقى إستراتيجية الخروج عن طريق سوق الأوراق المالية في هذه الحالة هي الأفضل.

في نظام مالي يعتمد على سوق الأوراق المالية لا تواجه الحكومة صعوبات عند عملية هندسة سوق رأس المال المخاطر، لكن في حالة نظام مالي يركز على النظام البنكي، فإن الحكومة تواجه جملة من المعوقات، يكمن المشكل الرئيسي في كون سوق رأس المال المخاطر تحتاج إستراتيجية مثلى للخروج من الاستثمارات والتي تتمثل في سوق الأوراق المالية، لكن سوق الأوراق المالية تحتاج هي الأخرى إلى مقاولين وصفقات وبالتالي إلى سوق رأس المال المخاطر، هنا يتوجب على الحكومة إيجاد رابط بين سوق رأس المال المخاطر وسوق الأوراق المالية، والذي يمكن أن يكون من خلال تدخل الحكومة في عملية الخروج من الاستثمار من خلال تقديمها التمويل اللازم¹.

1- المرجع نفسه، ص 118-119.

شكل (1-2): مراحل عملية هندسة نموذج لسوق رأس المال



المصدر: من إعداد الطالب اعتماداً على ما سبق (بناءً على مراحل عملية الهندسة)

المطلب الثاني: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر والرقابة في عملية الاستثمار وعملية الخروج من الاستثمار وأنماط التمويل.

أولاً: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

أنجزت الكثير من البحوث حول رأس المال المخاطر، ومطالعة هذه البحوث تؤكد أن العديد منها ركزت على مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وخصوصاً على معايير اتخاذ قرار الاستثمار.

تضع مؤسسة رأس المال المخاطر إستراتيجية واضحة ودقيقة، كما تعتمد على فريق عمل يتميز بالخبرة والكفاءة إضافة إلى هذا فهي تحتاج إلى الالتزام بمراحل عملية الاستثمار التي تختلف فيما بينها، إلا أنه لا توجد مراحل استثمار متفق عليها، وسيتم عرض أهم هذه المراحل من خلال ما يلي¹:

1- أصل الصفقة:

عموماً تنتظر مؤسسات رأس المال المخاطر الصفقات لتأتي إليها، ثم تمر الصفقات التي ينظر إليها من قبل رؤوس الأموال المخاطرة على أنها أفضل فرص الاستثمار عبر الفحص العام، تأتي الصفقات لمؤسسة رأس المال المخاطر عبر عدة طرق، إذ يمكن للمقاول أن يرسل مباشرة خطة العمل (business plan) إلى مؤسسات رأس المال المخاطر عن طريق البريد العادي أو الإلكتروني كما يمكن لمؤسسات رأس المال المخاطر أن تتبادل فرص الاستثمار فيما بينها ولتحسن مؤسسة رأس المال المخاطر من فرصها الاستثمارية بإمكانها أيضاً أن تبحث هي عن فرص استثمارية من خلال استعمالها لشبكة الانترنت².

1- المرجع نفسه، ص 22.

2- Douglas J. Cumming Sofia A. John, Venture Capital And Private Equity Contracting International Perspective, Elsevier Inc , United States, 2010, P 11-14

2- فحص الاستثمار:

أظهرت البحوث أن أغلب المشاريع المقترحة يتم رفضها عند عملية الفحص مع استثمار أقل مدة زمنية ممكنة، لذا تم البحث في كيفية اتخاذ القرارات من طرف مؤسسات رأس المال المخاطر مع التركيز الكبير على معايير اتخاذ القرار، وقد تم التوصل من طرف أغلب هذه البحوث إلى وجود أربع مجموعات من معايير اتخاذ القرار تتمثل في قدرات المقاول /المقاولين، جاذبية المنتج/ الخدمة، شروط المنافسة/السوق، والعائد المحتمل في حالة نجاح الاستثمار¹.

3- تقييم الاستثمار:

بعد مرور المشاريع المقترحة عبر مرحلة الفحص، تبدأ مؤسسة رأس المال المخاطر بجمع معلومات إضافية حول المشروع المقترح، وفي هذه المرحلة تزداد المدة الزمنية المستغرقة في دراسة المشروع بشكل كبير. كما تتغير أهداف مؤسسة رأس المال المخاطر، إذ في المراحل السابقة كان الهدف تحديد المشاريع التي تستجيب للمعايير المحددة، لكن في هذه المرحلة الهدف هو معرفة المشاكل التي يمكن أن يواجهها الاستثمار وكيفية تجاوزها. في مرحلة التقييم، يتم التركيز على قدرة الفريق على انجاز الاستثمار بالإضافة إلى قابلية المنتج للتحقيق، وأيضاً قابلية المنتج للتبني من قبل المستهلكين تنقسم عملية تقييم الاستثمار من حيث المخاطرة إلى مخاطرة داخلية، والتي تتمركز حول تقييم رأس المال البشري للمؤسسة المقاول ومراقبة نشاطها، أما فيما يتعلق بكيفية استعمال الاستثمار هناك مخاطرة خارجية، تتعلق بتقبل السوق للمنتج ورد فعل المنافسة وأخيراً هناك المخاطرة العملية التي

1 - opcite: p 14.

تتضمن تطوير إستراتيجية ومنتج ناجحين، ومن شأن عملية تقييم الاستثمار التقليل من هذه المخاطرة¹.

4-التفاوض:

عند قبول المشروع المقترح في مرحلة التقييم، تدخل مؤسسة رأس المال المخاطر في مفاوضات حول شروط خاصة بالاستثمار مع المقاول صاحب المشروع خلال هذه المرحلة، كل خطوة تقوم بها مؤسسة رأس المال المخاطر تكون بناءً على المعلومات².
ثانياً: الرقابة في عملية الاستثمار

تعد الرقابة إحدى المهام الأساسية لمؤسسة رأس المال المخاطر، من خلال المراجعة المتكررة لأداء المؤسسات الممولة عن طريق التدقيق في حساباتها.

1-أهمية الرقابة في عمليات الاستثمار:

تعنى الاقتصاديات الحديثة بمهمة جديدة، تتمثل في تحويل التكنولوجيات والأفكار الجديدة إلى عمليات إنتاجية والقناة الأساسية لهذه المهمة هي سوق رأس المال المخاطر ويمكن حصر أهم ما يميز عقد رأس المال المخاطر فيما يلي³:

➤ لا يمكن للمقاول أن ينسحب بعد الفترة الأولى من الاستثمار والتفاوض مع مؤسسة أخرى.

➤ هناك بند واضح في العقد يحتم على المقاول أن يظهر حد أدنى من المهارة لكي يحتفظ بحق الرقابة على الاستثمار في الفترات اللاحقة.

1- محمد سبتي، مرجع سابق، ص 122.

2- douglas cumming. Op cit, P 19-21.

3 - Yak-Shee Chan And Others, Lraring Coporate Control And Performance Requirements In Venture Capital Contracts " ,international economic REVIEW, VOL 31, N02, Blackwell publishing for the economic department of the university of Pennsylvania and institute of social and economic research Osaka university, 1990, p366.

➤ إذا تخلى المقاول عن حق الرقابة كل الحصص المالية التي يحصل عليها تكون مستقلة عندما يثبتته من مهارة وقدرة والشئ نفسه بالنسبة للتدفقات النقدية اللاحقة الناتجة عن الاستثمار.

➤ إذا احتفظ المقاول بحق الرقابة تصبح عائدات الاستثمار المنتظرة من طرف كل من المقاول ومؤسسة رأس المال المخاطر مرفقة بنسبة من المخاطرة والتي تتوقف على مهارة المقاول¹.

2- الأوراق المالية القابلة للتحويل:

مؤسسات رأس المال المخاطر تبذل جهداً كبيراً في نصح ومراقبة المقاولين غالباً ما يكون لدى المقاول الرغبة في اختصار عملية الاستثمار من أجل الدخول بسرعة إلى السوق، غير أن هذا السلوك من شأنه أن يرفع المخاطرة المرفقة بالمشروع، كما أنه لا يمكن لمؤسسة رأس المال المخاطر عادة مراقبة هذا السلوك أو التغيرات التي تطرأ على الإستراتيجية المتبعة، وتعد الأوراق المالية القابلة للتحويل إحدى الآليات التي تخفض من الرغبة في إتباع هذه السلوكيات.

الأوراق المالية القابلة للتحويل هي أوراق مالية عادة ما تكون سندات أو أسهم ممتازة والتي يمكن تحويلها إلى أوراق مالية مختلفة وبالأخص إلى أسهم عادية للمؤسسة في أغلب الحالات، يقرر حامل الورقة المالية القابلة للتحويل كيف ومتى يتم التحويل، ويمكن في حالات أخرى أن تحتفظ المؤسسة بحق تحديد موعد تحويل الورقة المالية.

تركز الكثير من الدراسات على مشكل التحفيز خلال فترة الاستثمار إذ يظهر جانبان للمخاطرة المعنوية باعتبار أن كل من المقاول ومؤسسة رأس المال المخاطر مطالبة ببذل مستوى أمثلي من الجهد، وبسبب الضرر الناجم عن بذل أحد الطرفين لجهد أكبر من الطرف الآخر، قد لا يقوم المقاول أو مؤسسة رأس المال المخاطر بأفضل ما يستطيع من

1- براق محمد وزواي محمد الشريف: رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، مرجع سابق، ص 23.

أجل تحسين فرص نجاح المشروع، غير أنه يمكنه معالجة هذا المشكل بطريقة أفضل من خلال استخدام الأوراق المالية القابلة للتحويل والتي فوق مستوى التسديد الثابت من خلال جهده الخاص ومن جهة ثانية بسبب خيار التحويل، يصبح لمؤسسة رأس المال المخاطر حافز أكثر وضوحاً لوضع جهد أكبر في حالة استعمال الأوراق المالية القابلة للتحويل مقارنة بالتمويل المباشر، ومنه لا تبذل مؤسسة رأس المال المخاطر الجهد المطلوب إلا في حالة امتلاكها حق تحويل الأوراق المالية، ولا تقوم بتحويل هذه الأوراق إلا في حالة بذل المماثل الجهد الكافي¹.

3- الشراكة بين المستثمرين: syndication

يمكن الحديث عن الشراكة بين المستثمرين، عند التحالف بين مؤسستين أو أكثر من مؤسسات رأس المال المخاطر، ومن أجل الاستثمار المشترك في مؤسسة ما واقتسام الأرباح وبتعبير آخر، يكون هناك شراكة بين المستثمرين، إذا تم امتلاك حصص المؤسسة من طرف أكثر من صندوق رأس مال مخاطر واحد، وقد ركزت العديد من الدراسات على أسباب الشراكة بين المستثمرين، وقد قدمت هذه الدراسات مجموعة من الأسباب يتم تقديم أهمها فيما يلي²:

أ- اقتسام المخاطرة:

يمكن تخفيض المخاطرة المرافقة بالاستثمار دون انخفاض في العائدات المتوقعة وذلك من خلال التنويع الجيد في المحافظ الاستثمارية.

1- بن زواي محمد الشريف: هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر (حالة الجزائر)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير

(غير منشورة)، العلوم الاقتصادية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر 2011-2012، ص 16.

2- المرجع نفسه، ص 17-18.

ب-تحسين القدرة على اختيار الصفقات:

تمكن الشراكة بين المستثمرين، المؤسسات من تحسين قدرتها على اختيار الاستثمارات وتؤدي دور مهم في التقليل من مشكل الوكالة المحتمل بين مؤسسات رأس المال المخاطر والمقاولين.

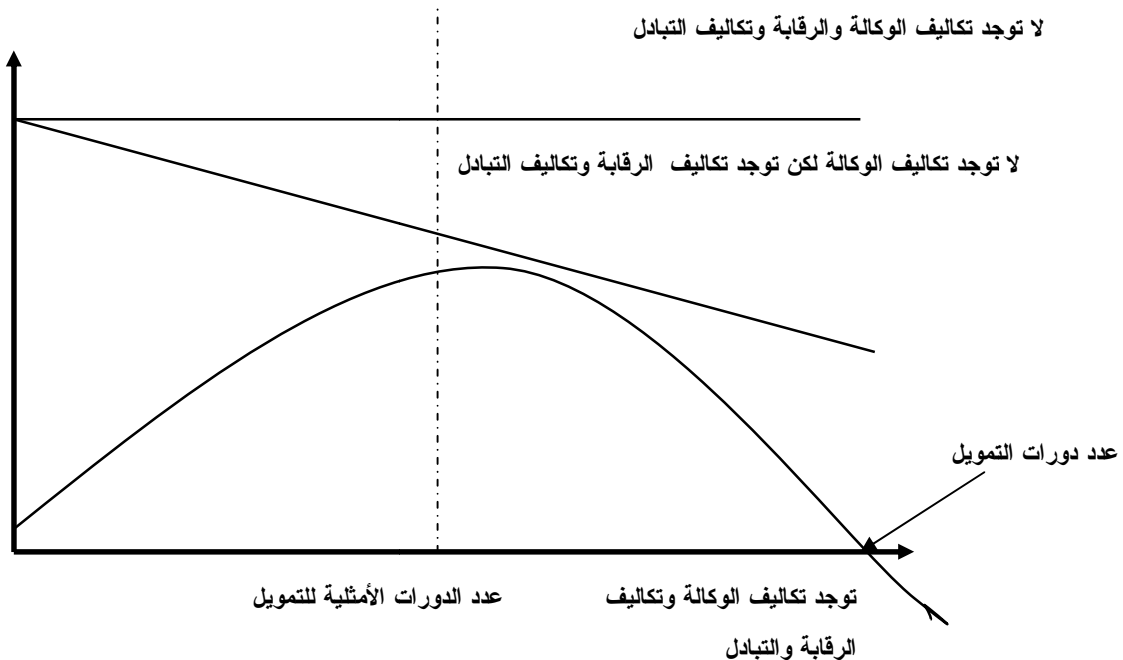
ج-زيادة فرص الاستثمار:

من خلال عقود الشراكة بين مؤسسات رأس المال المخاطر وأيضاً من خلال تبادل فرص الاستثمار فيها بين هذه المؤسسات.

4-عدد دورات التمويل (staying):

يسمح لمؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر يجمع المعلومات ومراقبة تطور المؤسسة الممولة، كما يتيح أيضاً خيار ترك هذه المشاريع بشكل دوري، ويعد تقديم التمويل للمؤسسات بشكل دوري الآلية الأكثر فعالية في الرقابة التي يمكن استخدامها من طرف مؤسسات رأس المال المخاطر¹.

الشكل (1-3): عدد دورات التمويل وقيمة المؤسسة



SOURCE : douglas j. cumming and sofia A. John, op cit, 2009, P47.

ثالثاً: عمليات الخروج من الاستثمار

تختص مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل وتوجيه المؤسسات الجديدة، ويعد أحد المستثمرين القلائل الذين يمنحون التمويل طويل الأجل، وبالتركيز على مؤسسات رأس المال المخاطر، نجد أنها تمنح أهمية كبيرة لقوة الاستثمار فمؤسسات رأس المال المخاطر لا تهتم بامتلاك المؤسسات الناشئة لمدة طويلة، لكنها 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 بالاستثمارات عملية ذات أهمية كبيرة بالنسبة لمؤسسة رأس المخاطر¹.

1-أهمية عملية الخروج من الاستثمار:

تسمح عملية الخروج من الاستثمار للمساهمين محدودي المسؤولية بمراقبة المسير وتقييمه من خلال عائدات رأس المال².

2-طريق الخروج من الاستثمارات:

توجد خمس طرق رئيسية للخروج من التمويل عن طريق رأس المال المخاطر:

طريقة 01: تتمثل في العرض العام على الجمهور ipso initial public off rings بحيث تدخل المؤسسة المقاوله البورصة للمرة الأولى.

طريقة 02: تكون عن طريق البيع:

من خلالها يتم شراء المؤسسة المقاوله من طرف مؤسسات كبرى، ويقوم كل من المقاول ومؤسسة رأس المال المخاطر ببيع حصته في المؤسسة.

1- المرجع نفسه، ص 29.

2-Douglas J. Cumming Grant Fleming , legality and venture Capital exits , Journal of corporate finance, 2006, P 218.

طريقة 03: تكون عن طريق البيع الثانوي:

أي أن مؤسسة رأس المال المخاطر تبيع حصتها في المؤسسة المقاول مؤسسة رأس المال المخاطر أخرى أو لمؤسسة أخرى في حين يحتفظ المقاول بحصته فيها.

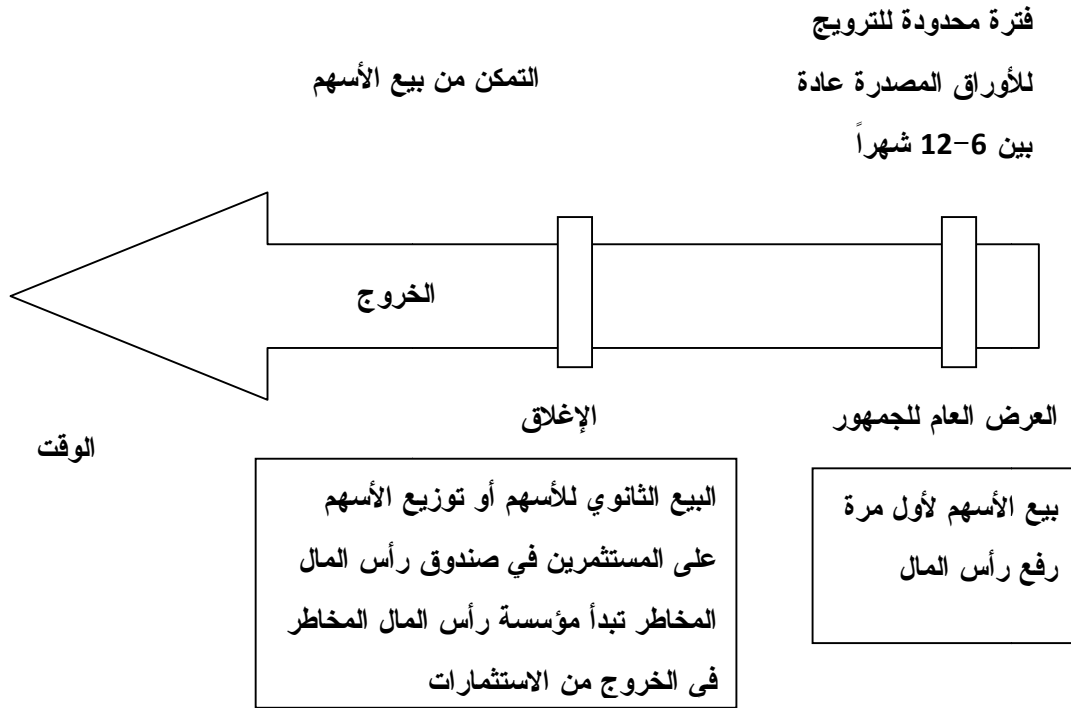
طريقة 04: إعادة الشراء

يقوم المقاول بشراء حصة مؤسسة رأس المال المخاطر في المؤسسة.

طريقة 05: التصفية

أين يخرج المستثمرون بعائدات صغيرة أو معدومة.

الشكل 1-4 : الخروج من رأس المال المخاطر عن طريق العرض المباشر على الجمهور (سوق الأوراق المالية)



المصدر: بن زواي محمد الشريف، مرجع سابق، ص22.

رابعاً: مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

1- رأسمال الإنشاء: capital-création يتولى رأسمال الإنشاء تمويل مؤسسات ناشئة مبتكرة تحيط بها العديد من المخاطر و لديها أمل كبير في النمو و التطور، و تنقسم هذه المرحلة إلى مرحلتين¹:

أ- رأسمال ما قبل الإنشاء أو قرب الانطلاق capital amor age:

يخصص لتغطية نفقات البحث والتجارب وتطوير النماذج المعملية و النماذج التجارية للسلعة الجديدة. و كذلك تجريب السلعة في السوق و معرفة مدى الإقبال عليها، و هو تمويل صعب نظراً لخطورة احتمال الفشل لدى مؤسسة ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة.

ب- رأسمال الانطلاق: capital de d marrage

يمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأسمال المخاطر ويخصص لتمويل المشروعات في مرحلة الإنشاء أو في بداية النشاط و يتفرع بدوره إلى مرحلتين: الانطلاق أو البداية بمعناه الضيق الذي يغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية لحياة المشروع ثم المرحلة الأولى من التمويل و التي تغطي نفقات البداية التجارية وتجمع هذه المرحلة كل المخاطر التي يعاني منها مشروع جديد و شركات رأسمال المخاطر هي الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة².

2- رأسمال التنمية capital de développement: يكون المشروع في هذه المرحلة

التمويلية قد بلغ مرحلة الإنتاجية أي توليد الإيرادات، ولكنه يقابل ضغوطاً مالية تجعله يلجأ إلى مصادر تمويل خارجية حتى يتمكن من تحقيق آماله في النمو و التوسع الذي يتراوح متوسطه بين 5% و 10% سنوياً .

1- بربيش السعيد: رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة شركة SOFINANCE ، مجلة الباحث، العدد 05، 2007، ص 09.

2- عبد الباسط وفاء، المرجع السابق، ص 85.

كما يغطي رأسمال المخاطر مرحلتي التطور و النضج حيث خلال هاتين المرحلتين تتجه المخاطر إلى التناقص بطريقة واضحة، والتمويل الذاتي يلعب دورا ملموسا وتكتسب المشروعات القدرة على الاستدانة حيث تضمن إمكانيتها الذاتية سداد القروض، فيبدأ معها دور مؤسسات رأس مال المخاطر في التواري تدريجيا تاركة الساحة شيئا فشيئا لوسائل التمويل التقليدية، و الجدول التالي يوضح ذلك بجلاء.

الجدول رقم (1-1): مراحل نمو المشروع ومصادر التمويل

النضج	التطوير	التوسع	الإشياء	
كافي	نسبي	غير كاف	-	التمويل الذاتي
-	هام	جوهرى	قاصر عليه بمفردها	رأس المال المخاطر
ممكنة بدرجة أكبر	ممكنة	صعبة	مستحيلة	القروض
أقل قوة	قوية	مرتفعة	مرتفعة جداً	درجة المخاطرة
هامية لبيع المساهمات	ضعيفة	متواضعة نسبيا	موجودة بدرجة كبيرة	متابعة المشروعات

المصدر: عبد الباسط وفا، مرجع سابق، ص 92.

3- رأسمال تعاقب أو تحويل الملكية capital- transmission :

يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأس المال المشروع، أو تحويل مشروع قائم فعلا إلى شركة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدة مشاريع قائمة و بالتالي خلال هذه المرحلة، تم مؤسسات رأسمال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية والمالية في المشروع ، إلى مجموعة جديدة من الملاك تتمثل عادة فيما يلي¹:

-الفريق الإداري أو الإجراء في المشروع في حالة إبداء رغبة المؤسسين في التخلي عن احد فروع شركة marrel les benes التي كانت تعمل في المجال الهيدروليكي و رغبت المالكة لها في التنازل عنها من أجل تخصيص مجموعة whitaker أعمالها في المنتجات الكيميائية و الطبية.

1-عبد الباسط وفا، المرجع السابق، ص 82-83.

لذا احتاج مدراء تلك الشركة إلى سيولة لتفادي طرح عروض عامة بالشراء عليها من قبل مشروعات أخرى¹.

-أحد المساهمين الأكثر دفعا لتطوير المشروع.

-أحد الورثة الأكثر تحمسا حيث يكون صاحب المشروع قد توفي تاركا العديد من الورثة بعضهم ليست لديه الرغبة في استمرار نشاط المؤسسة، و لضمان عدم عرقلة نشاطها، من الأفضل تركيز الملكية في الورثة الآخرين. لكن هذه يصطدم بواقع عدم كفاية الأموال الخاصة، و تدخل شركة رأسمال المخاطر في مرحلة التحويل و يتم ذلك عبر تكوين شركة مالية قابضة تحوز الإشراف و تمنح هذه الشركة قروضا للشركاء، و بعد سداد الالتزامات المالية تنتقل الملكية إلى الشركاء المستثمرين في الشركة المتفرعة .

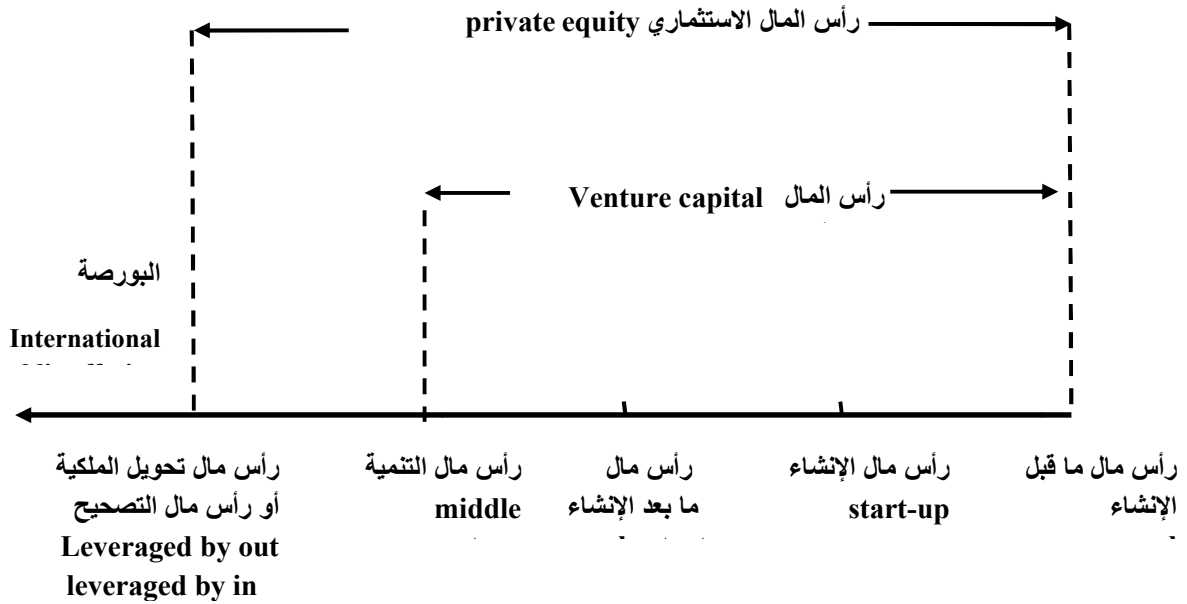
4-رأسمال التصحيح أو إعادة التدوير: **capital retournement** يخصص رأس مال

التصحيح للمشروعات: القائمة فعلا و لكنها تمر بصعوبات خاصة، و تتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج الى إقراض مالي فتأخذ مؤسسة رأس مال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها ، و تستقر من جديد في السوق، و تصبح قادرة على تحقيق أرباح² .

1- المرجع نفسه، ص 90.

2- المرجع نفسه، ص 94-95-96.

الشكل (1-5): مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر



Source : cherif mondes, ingéniesie financier et private equity, Revue Banque edition, France, 2003, P21.

المطلب الثالث: المؤسسات والهيكل المساعدة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في الجزائر

تحتاج سوق رأس المال المخاطر إلى مجموعة من المؤسسات والهيكل التي تدعم مؤسسات رأس المال المخاطر من أجل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتتمثل هذه الهيكل أساساً في مؤسسات لضمان عملية التمويل، مؤسسات متخصصة في تمويل المؤسسات التي في مرحلتي ما قبل الإنشاء والإنشاء نتيجة لارتفاع المخاطرة بهما بالإضافة إلى هيكل أخرى تعمل على دعم المستثمرين.

أولاً: صندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة FGAR

: Fonds de Garantie des Crédits aux PME

أنشئ الصندوق بمقتضى المرسوم التنفيذي رقم 02- 10 373 المؤرخ في 11 نوفمبر 2011 تطبيقاً للفقرة رقم 14 من القانون رقم 01-18 الصادر في 12 ديسمبر 2001، يعمل الصندوق تحت وصاية وزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية¹.

بالنظر إلى المحيط الذي تعمل فيه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والذي يتميز بارتفاع المخاطرة، خاصة في مرحلة الإنشاء وبدرجة أقل عن التوسع، فإن حصول هذه المؤسسات على التمويل اللازم صعب جداً، بل يكاد يكون مستحيلًا في حالة انعدام الضمانات الكافية للحصول على التمويل نتيجة لهذا تم إنشاء صندوق ضمان القروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بغرض تسهيل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند إنشاءها وعند توسعها².

يهدف الصندوق إلى تنشيط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي في مرحلة الإنشاء والتوسع، من خلال العمل المشترك مع كل المؤسسات الوطنية والأجنبية التي تعمل على تنشيط هذه المؤسسات كمؤسسات رأس المال المخاطر والبنوك التجارية وذلك من خلال منح الضمانات اللازمة والقروض الموجهة للاستثمار.

ثانياً: صندوق ضمان قروض استثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أنشئ صندوق ضمان قروض استثمارات بمقتضى المرسوم الرئاسي رقم 04-134 المؤرخ في 19 أبريل 2004، برأسمال قدره 30 مليار دينار، وهو عبارة عن

1- براق محمد وبن زواي محمد الشريف: الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، مداخلة مقدمة في الملتقى الوطني بعنوان إستراتيجيات التنظيم و مرافقة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، جامعة ورقلة، يومي 18-19 أبريل، 2012، ص 09.

2- الموقع الرسمي لصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: <http://www.fgas.dz> 20/03/2015

شركة ذات أسهم، حيث بدأ نشاطه الفعلي في بداية 2006 ويهدف الصندوق إلى تحقيق ما يلي¹ :

➤ ضمان تسديد القروض البنكية التي تستفيد منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل الاستثمارات المتعلقة بإنشاء تجهيزات المؤسسات وتوسيعها، حيث يكون المستوى الأقصى للقروض القابلة للضمان 50 مليون دينار.

➤ ألا تستفيد من ضمان الصندوق القروض المنجزة في قطاع الفلاحة والقروض الخاصة بالنشاطات التجارية وكذا القروض الموجهة للاستهلاك.

➤ تستفيد من ضمان الصندوق القروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف البنوك والمؤسسات المالية المساهمة في الصندوق².

ثالثاً: الوكالة الوطنية لتنمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية ANVEREDET

تقوم الوكالة الوطنية لتنمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية بدور قريب جداً من دور مؤسسات ما قبل الإنشاء والإنشاء، وتعد كمؤسسات مساعدة لمؤسسات رأس المال المخاطر في السوق.

1-نشأتها:

تم إنشاؤها 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 المالية³.

1- الباب الأول من المرسوم الرئاسي رقم 04-134 المؤرخ في 19 أفريل 2004، والمتضمن القانون الأساسي لصندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2- المرجع نفسه، ص 10.

3- الموقع الرسمي للوكالة الوطنية لتنمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية 20/03/2015،

<http://www.anverdet.org.dz>

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 عمل¹.

2- مهامها:

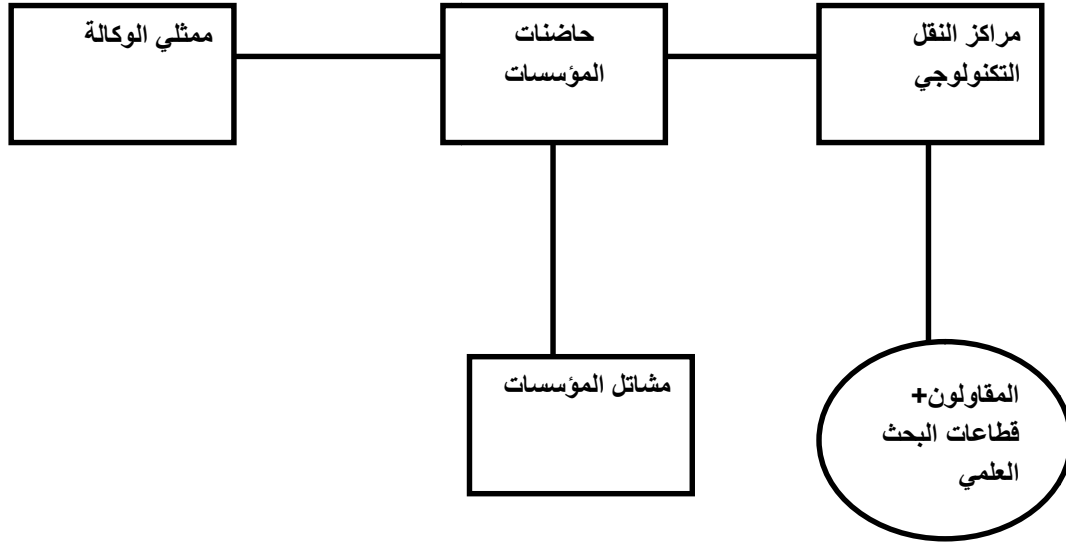
تعمل على انتقاء نتائج البحث العلمي من أجل تثمينها معتمدة في ذلك على عدة أنظمة وطرق، بالإضافة إلى متابعة الإبداعات عن طريق مجموعة من الأنظمة التي تتمثل في ممثلين جهويين متواجدين بالقرب من أقطاب النشاط التكنولوجي، خلايا تثمين للبحث العلمي متواجدة على مستوى الجامعات ومراكز البحث العلمي، حاضنات للمؤسسات متواجدة داخل الجامعات ومشاتل للمؤسسات حديثة النشأة متواجدة داخل المناطق الصناعية.

حاضنات المؤسسات هي عبارة عن هياكل استقبال ومرافقة للمشاريع القائمة على الإبداع، وتؤدي دوراً هاماً في تقديم المعلومة اللازمة للمقاولين، بالإضافة إلى توجيه المؤسسات ومنحها التمويل اللازم إلى غاية إنشاء المؤسسة وتؤدي هذه الحاضنات دوراً مهماً في الرفع من حظوظ نجاح المشاريع القائمة على إبداعات وترافقها إلى غاية مرحلة النضج².

1- براق محمد وبن زواي محمد الشريف: رأس المال المخاطر واقع وتجارب عالمية، المرجع السابق، ص 107.

2- براق محمد وبن زواي محمد الشريف: مداخلة بعنوان الهياكل المرافقة والمساعدة على تنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق، ص 100.

شكل (1-6): طريقة عمل أنظمة الدعم المقدمة من طرف الوكالة الوطنية لتنمية نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية



المصدر: مطوية تم نشرها من قبل الوكالة الوطنية لتنمية نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية.

رابعاً: الوكالة الوطنية للوساطة وضبط العقار: ANIREF

تم إنشاء الوكالة الوطنية للوساطة المالية وضبط العقار بهدف مساعدة المقاولين في الجزائر من أجل الحصول على العقار اللازم لإنشاء مشاريعهم، وتدخل عملية إنشاء هذه الوكالة في إطار التحفيز التي تقدمها الحكومة إلى المقاولين في سوق رأس المال المخاطر.

1-نشأتها:

أنشأت بموجب المرسوم التنفيذي رقم 07-119 الصادر بتاريخ 23 أبريل 2007 في شكل مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي تجاري، تعمل تحت وصاية وزارة الصناعة ووزارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية. تهدف الوكالة إلى منح الدعم الضروري للمستثمرين من خلال تقديم الوعاء العقاري لاحتواء مشاريعهم الصناعية.

وتتشكل الوكالة من مديرية عامة وعشر مديريات جهوية موزعة عبر مختلف مناطق الوطن، مما يسمح لها بالاستجابة لطلبات المستثمرين في الجزائر¹.

1- الموقع الرسمي للوكالة الوطنية للوساطة والضبط العقاري <http://www.aniref.dz>

2- مهامها:

يمكن تقسيم مهامها إلى ثلاث محاور رئيسية تتمثل في :

✓ الوساطة العقارية.

✓ الضبط العقاري.

✓ الترقية العقارية.

تعمل هذه الوكالة كوسيط بين المالكين للأصول العقارية المبنية وغير المبنية الموجهة للاستثمار والمتعاملين الاقتصاديين الباحثين عن وعاء عقاري من أجل تجسيد مشاريعهم الصناعية غير أن الوكالة لا تقوم بهذه المهمة إلا لصالح مؤسسة تسيير أملاك الدولة ومراكز التهيئة والتعمير.

في إطار القيام بمهمة الضبط العقاري، تتكفل الوكالة بمراقبة حركية السوق العقاري والقيام بضبطها اعتماداً على آليات ووسائل توفرها السلطات العمومية.

كما تقوم الوكالة بإعداد جداول الأسعار المعمول بها وتحديثها بشكل دوري.

المبحث الثالث: تجارب رأس المال المخاطر

بعد ظهور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، أخذ ينتشر في أوروبا بداية من بريطانيا ثم باقي دول العالم. إن التحديات التي تواجه تطوير هذه الصناعة جعلت مختلف الدول تتبع سياسات مختلفة من أجل النهوض بها، ولعل تلك السياسات التي اتبعت في الولايات المتحدة مكنت من جعل صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية نموذجاً رائداً يحتذى به. حيث وفي حين بلغت صناعة رأس المال المخاطر مرحلة النضج في الولايات المتحدة الأمريكية بدأت مراحل نموها الأولى في أوروبا وتعد كل من بريطانيا وفرنسا رائدتين في صناعة رأس المال المخاطر الأوروبية. نعرض خلال هذا المبحث التجربتين الأمريكية والفرنسية في صناعة رأس المال المخاطر والنموذج الإسلامي لسوق رأس المال.

المطلب الأول: النموذج الأمريكي

ظهر التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بمفهومه الحديث تطور في الولايات المتحدة الأمريكية وقد أدت قوى السوق دوراً مهماً في نشأة وتطور هذه السوق لينتج عنها أحد أهم النماذج التعاقدية لسوق رأس المال المخاطر. ظهرت سوق رأس المال المخاطر في و.م.أ وتطورت نتيجة لقوى السوق وليس نتيجة جهد خاص من طرف الحومة لبناء هذه السوق. قبل أن يبلغ رأس المال المخاطر الأمريكي مستواه الحالي من التطور من عدة إجراءات وعوامل شكلت محيطاً مناسباً ساعد على أن تبلغ صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية مستوى التطور الذي هو عليه .

أولاً: مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة

1- ظهور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية:

يعود ظهور تقنية التمويل عن طريق تقنية رأس المال المخاطر في و.م.أ إلى العشرينات والثلاثينات من القرن التاسع عشر، عندما قام بعض أصحاب الثروة بتقديم التمويل لمؤسسات تكنولوجية في حين يعود ظهور رأس المال المخاطر بمفهومه الحديث إلى فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، ووصل قمته سنة 1960، ومع نمو المؤسسات التي تقدم التمويل عن طريق هذه التقنية أصبحت سوق رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية تجذب الكثير من المستثمرين المحليين والأجانب، وهذا راجع لامتلاكها سوق محلية كبيرة، الرغبة في التغيير وامتلاك التكنولوجيا الحديثة¹.

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) كما رأينا سابقاً. (إذا تعتبر سنة 1946 سنة انطلاق صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية في شكله المؤسسي على اعتبار أنها قبل ذلك كانت تمارس بشكل آخر غير مؤسسي (من طرف العائلات الكبيرة أمثال Whitney و Rockfeller)².

2- المرحلة 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 (القانون) الأعمال الصغيرة، والذي يقتضي ضرورة مساعدة نصح وحماية الحكومة للمنشآت الصغيرة قدر المستطاع وترجم بإنشاء وكالة فدرالية

1- براق محمد وبن زواي محمد الشريف: رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، مرجع سابق، ص 51-52.

2- سحنون سمير: فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر - دراسة حالة تونس، المغرب الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، 2012-2013 ص 149.

مكلفة بدعم هذه الأخيرة تتمثل (إدارة الأعمال الصغيرة) الصغيرة المنشآت إدارة في بداية من الستينيات 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 المخاطر التي أصبحت فيما بعد من بين أكبر الصناديق¹.

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.

3. 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.

✓ في سنة 1979 أوضحت مصلحة العمل كيفية استفادة صناديق التقاعد من شرط "الرجل الحذر" من قانون أمن عائد تقاعد الموظف سنة 1947 الأمر الذي فتح الباب على مصراعيه أمام 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 مليارات سنة 1983².

1- محمد سبتي، المرجع السابق، ص 100.

2- المرجع نفسه، ص 101

4. مرحلة التوسع الكبير:

استمر التوسع الذي شهدته صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية بداية الثمانينات ليبدأ في بلوغ الأرقام القياسية منتصف التسعينات، حيث بلغ حجم الاستثمارات لأول مرة عتبة 4 مليارات سنة 1994 ثم 8 مليارات سنة 1995، و 11 مليار سنة 1996، لكن الرقم القياسي كان سنة 2000 حيث تجاوز حجم الاستثمارات 150 مليار دولار (أكثر من نصفها كانت في منشأة الإنترنت)، ليتراجع خلا السنة الموالية ل 40 مليار (انفجار فقاعة الإنترنت)، وحوالي 30 مليار دولار سنة 2007¹.

ثانياً: عوامل نجاح صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية

1. تدخل الدولة:

لعبت السلطات العمومية الأمريكية دوراً فاعلاً في تطوير صناعة رأس المال المخاطر الوطنية بأشكال عديدة، لعل أبرزها يتمثل في البرامج الحكومية المختلفة، التي تهدف إلى خلق إطار ملائم للإبداع و / أو تمويله، ونذكر فيما يلي أهم هذه البرامج:

أ- برنامج مؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة: SBIC

أطلق هذا البرنامج سنة 1958 من طرف الكونغرس الأمريكي من أجل تشجيع الاستثمار في المنشآت الصغيرة، البرنامج عبارة عن مؤسسات استثمار بالأموال الخاصة و القروض، تقوم أيضاً بتقديم النصائح للمشاريع الصغيرة الناشئة. تعمل هذه المؤسسات تحت وصاية إدارة المنشآت الصغيرة (SBA) التي توفر لها تنظيمها القانوني. والتي أسست سنة 1953 لتقديم المساعدة المالية، التقنية والتسييرية للأمريكيين حتى يتمكنوا من إطلاق وتطوير منشاتهم.

1- تقرير الأمم المتحدة للجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرب آسيا، رأس المال المخاطر، تكنولوجيا الاتصال والإعلام

(الأسكو)، 2006.

يقوم تمويل SBIC على أثر 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. وتتمثل القواعد الأساسية وقيود نشاط هذه المؤسسات في¹:

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

ب- برنامج أبحاث ابتكار المنشآت الصغيرة small business innovation research : أطلق 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 2.5% فقط من إجمالي ميزانيتها) من أجل تمويل مشاريع تحدها الوكالة تعود حقوق ملكية التكنولوجيا المطورة في إطار دعم برنامج SBIR للمنشأة في حين تحتفظ الوكالة بحق الاستغلال المجاني لهذه التكنولوجيا².

1- محمد سبتي، المرجع السابق، ص 102

2- بن زواي محمد الشريف، المرجع السابق، ص 45.

يعتبر برنامج أبحاث ابتكار المنشآت الصغيرة ثاني أهم برنامج يستهدف المشاريع الصغيرة وبالتالي يخدم بطريقة غير مباشرة مصلحة سوق رأس المال المخاطر الأمريكي حيث أنفق أكثر من 7 ملايين دولار بين سنتي 1993 و 1997، كما أن المنشآت المستفيدة منه تحقق نتائج أحسن في التشغيل والمبيعات وتزداد فرصتها في الحصول على تمويل رأس المال المخاطر مستقبلاً.

ج- برامج أخرى:

• قانون bayh-dole: الذي تبناه الكونغرس سنة 1980 بعد اقتراح من السيناتورين بايه بيرش و Robert DOLE. يعطي هذا القانون للجامعات الأمريكية والمنشآت الصغيرة حق التصرف والاستغلال التجاري لحقوق الملكية الفكرية لابتكاراتها ويعتبر هذا القانون بمثابة المشجع للجامعات على المساهمة في نشاطات نقل التكنولوجيا¹.

د- برنامج تحويل تكنولوجيا المنشآت الصغيرة the small business technologie

STTR: أطلق سنة 1992 وهدفه الرئيسي توجيه البحث والتطوير الذي يمارس في الجامعات والمختبرات الحكومية نحو التسويق².

❖ برنامج شراكة التكنولوجيا الصناعية (ITP)

❖ اتفاقيات البحث والتطوير المشترك (CRADAs)

❖ برنامج التصنيع والتوسيع (MEP)

❖ قانون تحويل التكنولوجيا الاتحادية الفدرالية (FTT)

يبدو جلياً أن الدولة الأمريكية لعبت دوراً محورياً في تطوير صناعة رأس المال المخاطر، بتهيئة الإطار القانوني الذي يخدم هذه الصناعة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

1- المرجع نفسه، ص 45-46.

2 -the association of university technology managers, 23/12/2014, <http://www.autm.net>.

- دور هضبة السيلكون:

تعتبر هضبة السيلكون أبرز معالم صناعة رأس المال المخاطر الأميركية وأكثر العوامل التي ساهمت في نجاحها. حيث أنها المنطقة التي تحقق أكبر المبالغ الاستثمارية كما يبدو في الشكل 7.2 إن وصف الهضبة يبين تمركز عدة أطراف تلعب دورا مفتاحيا في عملية الإبداع والصناعة التكنولوجية في نطاق جغرافي ضيق بولاية كاليفورنيا ضمن رواق يقل عن 50 كيلومتر.

أما بالنسبة لتاريخ الهضبة فهو يعود إلى عام 1955، وهي سنة إنشاء مختبر Schockley الذي كان وراء ظهور منشأة أشباه الموصلات فيرتشايلد التي انبثقت عنها عدة منشآت عرف بعضها نموا استثنائيا وأشهرها Intel¹.

تضم هضبة السيلكون ثلاثة 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.

العنصر الثالث: 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 الإيكولوجي النظام الإيكولوجي كون المحيط الملائم لتطور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية.

1- محمد سبتي، المرجع السابق، ص 106.

- دور سوق ناسدك NASDAQ:

لعب هذا السوق دور محوري في تطوير رأس المال المخاطر بما أن السوق المالي يعتبر المستأنف المفضل للمخاطرين برأس المال ولعدم إمكانية إدراج المشاريع الصغيرة الشابة ببورصة نيويورك (NYSE)، أنشأ سوق ناسدك كبديل لهذه الأخيرة سنة عام 1971، وهو موجه خصيصاً للمشاريع الناشئة متوسطة القيمة، وهو أكبر سوق مالي متخصص في الإلكترونيات حيث بلغ عدد الشركات المدرجة به 3200 مقابل 2764 ببورصة نيويورك نهاية سنة 2006.

عاملين أساسيين شجعا تخصص سوق ناسدك:

- تشريعات أقل تشدد مكن من إدراج المنشآت التي تملك ماضي مالي متواضع.
- النجاحات غير المتوقعة التي حققتها منشآت هضبة السيلكون التي أدرجت به.

2- عوامل أخرى:

صناديق التقاعد.

ملائكة الأعمال.

دينامكية السوق التكنولوجي.

التقدم التكنولوجي.

ثالثاً : أسباب نجاح سوق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

تعود سوق رأس المال المخاطر في و.م.أ إحدى أكثر أسواق رأس المال المخاطر تطوراً، ومن أحسنها أداء وقد فسر بيتر فاندرن باسك وأن بيكيرت نجاح سوق رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية بتوفر مجموعة من العوامل التي ساعدت على ذلك¹:

1 - Andria schertles: dynamic efficing and path dependencies, springer new york, 2003, P 08.

- ✓ اتساع السوق الأمريكية.
 - ✓ الحجم الكبير لرؤوس الأموال المخاطرة، والذي يفسر الاهتمام بالاستثمارات ذات المخاطرة العالية.
 - ✓ الطلب على رأس المال المخاطر من خلال وجود مقاولين قادرين على بدء مشاريع ذات عائدات كبيرة وامتلاكهم القدرة على توسيعها.
 - ✓ وجود وسيط مالي يتمثل في مؤسسات رأس المال المخاطر، والتي تقوم بتوزيع المبالغ المالية المتوفرة على المؤسسات التكنولوجية المرتبطة بمخاطرة عالية.
 - ✓ وجود سياسة حكومية محفزة حيث حاولت الحكومة الأمريكية إنشاء محيط يدعم تطوير الأعمال التجارية، كما قدمت بعض الامتيازات لتحفيز رأس المال المخاطر بصفة خاصة، كتخفيض معدل الضريبة على أرباح رأس المال¹.
 - تقديم رأس المال اللازم لتغطية الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- رابعاً: مؤسسات رأس المال المخاطر في و.م.أ
- هناك أربع مجموعات أساسية لمؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في و.م.أ وهي كالاتي²:

1- مؤسسات الاستثمار الصغيرة Small business investment companies

هي عبارة عن مؤسسات خاصة أسست سنة 1958، تعني بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحصل على دعم دائم من طرف الحكومة الأمريكية وتعتمد sbic في قيامها بالتمويل على قدرتها الخاصة على اقتراض الأموال من الخزينة التي تعتمد في هيكلتها المالية على الديون أكثر من الأموال الخاصة، وقد سمح القانون المعدل سنة 1922 لهذه المؤسسات باتخاذ الشكل القانوني لشركة ذات مسؤولية محدودة.

1- محمد براق وبن زواي محمد الشريف، مرجع سابق، ص 54.

2 -willian I. Megginson, FLOW TOWAR A global model of venture capital, journal of A pplie corporate finance, volum 16.1, united states, 2004, p 97.

2-الصناديق المالية لرأس المال المخاطر Financial venture capital funds

هي عبارة عن فروع لمؤسسات مالية خاصة البنوك التجارية، وغالباً ما تكون المؤسسات الممولة أحد زبائن المؤسسة الأم (البنك التجاري) يتم الاستثمار فيها من أجل الحصول على عائدات الاستثمار مقابل تقديم الخبرة المالية اللازمة.

3-شركات رأس المال المخاطر مستقلة أو تابعة لمؤسسات غير مالية :

غالباً ما تكون مؤسسات صناعية، تقوم بتمويل المؤسسات التكنولوجية التي هي في مرحلة ما بعد الإنشاء.

4-شركات رأس المال المخاطر ذات المسؤولية المحدودة:

هي عبارة عن مؤسسات تمويل تم تأسيسها من قبل مؤسسات رأس مال مخاطر متخصصة وهو الشكل الأكثر شيوعاً في و.م.أ ويمثل في جوهره عقداً بين المستثمرين الذين يصبحون شركاء محدودي المسؤولية ومسير مؤسسة رأس مال مخاطر، الذي يعد الشريك العام (الذي يحمل المسؤولية الكاملة لتسيير المؤسسة)، يساهم الشريك العام في مؤسسة رأس المال المخاطر بالتسيير ويحصل على عمولات مقابل خدماته، في حين العائد الأساسي للشريك العام يتمثل في حق الحصول على نسبة معينة من أرباح الشركاء محدودي المسؤولية¹.

المطلب الثاني: التجربة الفرنسية في مجال رأس المال المخاطر

تعد التجربة الفرنسية من أهم تجارب رأس المال المخاطر حيث تطورت صناعة رأس المال المخاطر بشكل باهر خلال فترة قصيرة نسبياً لتحتل فرنسا مراتب ريادية خلف كل من الولايات المتحدة وبريطانيا، اللتان تعدان أول الدول المحتضنة لهذه الصناعة تاريخياً والدولتان الرائدتان بلا منازع لحد اليوم. وقد مر تطور صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية بعدة مراحل قبل بلوغه مرحلة النضج.

1- المرجع نفسه، ص 54-55.

أولاً: مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية

يمكن تقسيم مرحلة ظهور رأس المال المخاطر الفرنسي إلى مرحلتين فرعيتين:

1. ظهور رأس المال المخاطر الفرنسي:

أ- مرحلة الإنشاء أهم ما شهدت:

✓ سنة 1955: أسست مؤسسات التنمية الجهوية SDR التي حددت مهمتها بجمع الادخار المحلي واستثماره في شكل مساهمات ذات أقلية في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجهوية.

✓ خلال الستينيات والسبعينيات أدركت الحكومة الفرنسية التخلف المسجل في ميدان الابتكار فانتهجت سياسة فعلية لتمويل الابتكار تجسدت بإنشاء الوكالة الفرنسية سنة 1970 IDI والمؤسسات التمويلية للابتكار IFC سنة 1972¹.

ب- **الظهور الفعلي:** من أهم ما شهدت فترة الثمانينيات ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية موجبة وتنظيمات جديدة للأسواق المالية. وتعتبر بداية الثمانينيات فترة الظهور الفعلي لصناعة رأس المال المخاطر الفرنسية، حيث شهدت²:

✚ إنشاء المؤسسة الفرنسية لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة SOFARIS سنة 1982 التي تعتبر إلى غاية اليوم أهم شركة ضمان لرأس المال المخاطر الفرنسي.

✚ قانون اللامركزية الذي أصدر سنة 1982 والذي يسمح للسلطات الجهوية بأخذ مساهمات في المؤسسات المالية ذات الطابع الجهوي.

✚ إنشاء الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة FCPR سنة 1983 التي تهدف لتشجيع التسيير الجماعي للأموال الخاصة للمنشآت غير المدرجة.

1- محمد سبتي، المرجع السابق، ص 109.

2- عبد الباسط وفا، المرجع السابق، ص 116.

تأسيس الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال أفيك سنة 1984 لضم مختلف الهياكل الفرنسية لرأس المال المخاطر.

إنشاء تنظيم مؤسسات رأس المال المخاطر SCR1، الذي ينظم نشاط المؤسسات المالية المتخصصة في تقديم الأموال الخاصة للمنشآت غير المدرجة والذي يلغي تنظيم المجمعات الجهوية للمساهمة IRP.

2 - مرحلة الأزمة:

تأثرت صناعة رأس المال المخاطر بجملة من الظروف غير المواتية، كان أولها انهيار البورصة في 19 أكتوبر 1987 إضافة إلى¹:
❖ استمرار ارتفاع معدلات الفائدة.

❖ مواجهة أهم مؤجري الأموال (بنوك، شركات التأمين) لصعوبات دفعتهم إلى إعادة تركيز استثماراتهم نحو نشاطاتهم الأساسية.

❖ مواجهة المستثمرين صعوبات عند مرحلة الخروج، خصوصا عبر الطريق الملكي البورصة، حيث كانت عمليات الخروج خلال الفترة 1991-1995 صناعية في معظمها.

❖ غموض في ما يخص مقاييس الأداء التي تشجع المستثمرين والتي تبين مدى مردودية الاستثمار في رأس المال المخاطر².

3- مرحلة الانطلاق جديد من:

بعد الأزمة التي شهدتها صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية بدأت مظاهر التحسن تظهر سنة 1994 لكن الاستثمارات لم تعد إلى مستواها إلا بحلول سنة 1997 حيث شهدت هذه المرحلة انجذاب المستثمرين نحو رأس المال المخاطر، هذا الانجذاب

1- برييش السعيد، المرجع السابق، ص 11.

2- المرجع نفسه، ص 110.

يعود إلى تطور تقنيات الإعلام والاتصال وقطاع التكنولوجيا الحيوية من جهة، وقدم جيل جديد من المبادرين أكثر انفتاحاً.

ويمكن تفسير ارتفاع حجم الاستثمارات بثلاثة عوامل أساسية:

يشمل نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر حسب تعريف هذا التنظيم كل مراحل النمو أي ما يعرف برأس المال الاستثماري اليوم.

عولمة الصناعة:

بدخول مستثمرين أجانب خاصة منذ سنة 1995 حيث مثلت المصادر الأجنبية ما نسبته 22.80% من إجمالي الأموال المستثمرة في رأس المال الاستثماري لتبلغ نسبتها 40.66% سنة 2006.

تطور رأس المال المخاطر الصناعي: حيث شهدت المبالغ التي تستثمرها المجمعات الكبيرة بشكل واضح، حيث بلغت نسبة مساهمتها من إجمالي الأموال المستثمرة في رأس المال الاستثماري سنة 2000 ضعفها سنة 1992.

عودة بعض المستثمرين: خاصة البنوك وشركات التأمين، بداية من سنة 1998 حيث وبعد أن بلغ إجمالي استثمارات البنوك في رأس المال الاستثماري 379 مليون أورو، قفز إلى 1067 و 2375 في سنتي 1998 و 2000 و على الترتيب¹.

ثانياً: هياكل صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية

1- الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة: FCPR

أنشأت الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة بموجب القانون رقم 83-1 الصادر بتاريخ 3 جانفي 1983 وهي موجهة خصيصاً لنشاط رأس المال الاستثماري الهدف منها هو تمكين المنشآت الصغيرة والمتوسطة من الاستفادة من المزايا الضريبية التي تقدمها الصناديق الجماعية للتوظيف، والتي كانت قبل التاريخ المذكور حكراً على المؤسسات

1- عبد الباسط وفا، المرجع السابق، ص 115-116.

الكبيرة، حيث أن الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة ملزمة باستثمار جزء من المبالغ المحصلة في المنشآت الصغيرة والمتوسطة غير المسعرة 50% من إجمالي أصولها كما أنها لا تتمتع بالشخصية القانونية باعتبارها لا تتعدى كونها ملكية مشتركة لقيم منقولة وهيكلها الملحق بصندوق بمعناه الضيق تسمى مؤسسة تسيير، تخضع لمراقبة لجنة عمليات البورصة هذه الصناديق، وفي ظل شروط معينة، تستفيد من نظام ضريبي محفز شجعها على التطور السريع والنجاح¹.

2- الصناديق الجماعية للتوظيفات في الإبتكار: FCIC

أنشأت الصناديق الجماعية للتوظيفات في الإبتكار بموجب قانون المالية لسنة 1997 رقم 96-1181 الصادر بتاريخ 30 ديسمبر 1996 وهي فئة خاصة من الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة موجهة خصيصا للاستثمار في المنشآت غير المسعرة ذات الطابع الإبتكاري، تخضع هذه الصناديق لشروط تركيبة الأصول أكثر تقييدا من تلك التي تخضع لها الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة، حيث أنها ملزمة بتخصيص 60% من مجموع أصولها للاستثمار في منشآت مبتكرة وغير مسعرة. لكنها وفي ذات الوقت لا تستفيد فقط من مزايا الصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة بل وتمنح لمكنتبيها من الأشخاص الطبيعيين إمكانية الاستفادة من تخفيض ضريبي على دخلهم.

3- مؤسسات رأس المال المخاطر: SCR

أنشأ تنظيم مؤسسات رأس المال المخاطر بموجب القانون رقم 95-695 الصادر بتاريخ 11 جويلية 1985 على عكس الهيكلين السابقين، هذا الهيكل غير موجه في الأساس لممارسة نشاط محدد بل يتعلق الأمر بشركات أموال يغلب على نشاطها الاستثمار بالأموال الخاصة في المنشآت غير المسعرة حيث أنه وفي ظل توفر شروط معينة تستفيد هذه المؤسسات من تخفيضات وإعفاءات ضريبية. حيث قد تستفيد من إعفاء من الضرائب

1- المرجع نفسه، ص 112.

على القيم المضافة المحصلة في المنشآت غير المدرجة كما قد يستفيد مساهموها من الأشخاص الطبيعيين والمعنويين من تخفيضات مختلفة، نذكر منها استفادة المساهمين الطبيعيين من إعفاء ضريبي على توزيعات القيم المضافة الصافية المعفاة أصلاً من الضرائب على أرباح مؤسسات رأس المال المخاطر¹.

4-المؤسسات التمويلية للإبتكار:

مؤسسة التمويل الدولية أنشأت بموجب القانون رقم 72-650 الصادر بتاريخ 11 جويلية 1972 بهدف تمويل الاستغلال الصناعي لنتائج الأبحاث التكنولوجية الحاصلة على براءة اختراع ويعتبر إنشاء المؤسسات التمويلية للإبتكار بمثابة الانطلاق الحقيقي لصناعة رأس المال المخاطر الفرنسية².

5- مؤسسات التنمية الجهوية SDR :

أنشأت بموجب القانون رقم 55-876 الصادر بتاريخ 30 جوان 1955 وهي شركات ذات أسهم تتدخل بالأموال الخاصة على مستوى رأس المال. كما تقدم هذه المؤسسات قروض لمدة خمس سنوات للمنشآت التي تأخذ فيها مساهمات، وتمنح ضمانات لقروض مدتها سنتين. تستفيد من نظام ضريبي تفضيلي كما أن القانون البنكي لسنة 1984 منحها صفة تنظيم مؤسسات مالية متخصصة.

هذا التنوع في الهياكل الممارسة لرأس المال المخاطر كوساطة المالية يغطي اختلاف طبيعة وحاجات كل من المستثمرين والمنشآت المستفيدة ما أعطى صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية دفعا قويا لتتطور وتزدهر³.

1- المرجع نفسه، ص 113.

2- المرجع نفسه، ص 113.

3- المرجع نفسه، ص 114.

ثالثاً: عوامل ساعدت على نجاح رأس المال المخاطر الفرنسي

يمكن إرجاع نجاح هذه الأخيرة لعوامل عديدة أهمها:¹

- ❖ **المحيط القانوني الملائم:** حيث قامت السلطات الفرنسية بصياغة تشريعات قانونية مختلفة ساهمت في خلق محيط قانوني ملائم لممارسة صناعة رأس المال المخاطر من أبرزها هو تنوع الهياكل القانونية.
- ❖ **تحفيزات ضريبية مغرية:** حيث تعفى المداخل أو القيم المضافة التي تحققها الاستثمارات مرتفعة المخاطر.
- ❖ **صندوق الودائع والاحتياطيات (CDC)** يلعب هذا الصندوق دوراً هاماً من أجل تطوير الاستثمار بالأموال الخاصة، حيث يلعب دوراً تحفيزياً.
- ❖ **صندوق الودائع والاحتياطيات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** الشركات الصغيرة والمتوسطة (CDC) يتدخل في المؤسسات الجهوية لرأس المال النمو صناديق الانطلاق وكذلك حاضنات الأعمال.
- ❖ **صناديق الانطلاق والحاضنات العمومية:** أطلقت الوزارة المكلفة بالبحث والتكنولوجيا مشروع "الحضن ورأس المال الانطلاق سنة 1999" تتمثل وظيفة الحاضنات العمومية في مساعدة فرق البحث من أجل إثبات القابلية التقنية لمشاريعهم حيث تستقبل الباحثين حاملي المشاريع ذات المضمون التكنولوجي الكبير، وتقدم لهم خدمات كتلك التي تقدمها شركة كبيرة لفروعها الشابة، لكن المشرع الفرنسي لا يسمح للحاضنات بأخذ مساهمات في رأس المال المشاريع الناشئة.
- ❖ **OSEO:** أنشأ هذا الهيكل سنة 2005 ويجمع ثلاث تنظيمات لعبت دوراً تاريخياً هاماً في خدمة المشاريع الناشئة، وهي :

1- بربيش السعيد: رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سابق، ص

-الوكالة الوطنية لتثمين البحث: (AWVAR) التي أنشأت سنة 1968 وساهمت بشكل كبير في دعم البحث والمشاريع الناشئة، سواء عن طريق تقديم معلومات عن السوق التكنولوجي، دعم مالي يغطي 50% من نفقات توظيف الباحثين، تسبيقات مالية دون فوائد للابتكارات لا تسدد إلا في حالة نجاح المنشأة.

- بنك تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (BDPME) العمومي، وعبر فرعه المؤسسة الفرنسية لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة المتوسطة التي تقوم بضمان جميع أشكال التمويل المقدم للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، سواء قروض أو أموال خاصة. حيث تقوم بتعويض من 50% إلى 75% من الخسائر المتحملة في العملية التمويلية مقابل عمولة تدفعها الجهة الممولة لحصولها على الضمان¹.

-تجمع المصالح الاقتصادية، وكالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة GTE agence
:des PME

✓ ضمان القروض البنكية والتمويلات بالأموال الخاصة.

✓ موافقة وتمويل المشاريع ذات المضمون التكنولوجي والآفاق التجارية الواضحة.

❖ الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال المخاطر:

تضم معظم المستثمرين الفرنسيين، كما تلعب دورا تنظيميا ورقابيا لممارسات 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.

1- محمد سبتي، المرجع السابق، ص 115.

❖ أسواق مالية مكيفة لصناعة رأس المال المخاطر:

حيث أنشئ سنة 1996 السوق الجديد في السوق مرة أخرى والموجه للاستقبال المنشآت المبتكرة ذات الاستعدادات الكبيرة للنمو، سوق EASDAQ سنة 2000 المحاكي لسوق ناسدك الأمريكي والذي يعتبر تجمع لعدة أسواق أوروبية من ضمنها سوق باريس، بالإضافة إلى إنشاء سوق الجملة للأوراق المالية للمنشآت غير المدرجة MGT2 الذي يشبهه في عمله سوق التراضي.

في الأخير يمكننا القول أن صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية مرت بأطوار عديدة لتبلغ في الأخير مرحلة النضج، كما لعبت السلطات العمومية أدواراً فاعلة في سبيل إنجاز هذه الصناعة، وقد تحقق ذلك وأصبحت تحتل المراتب الأولى عالمياً بعد فترة وجيزة نسبياً من ظهورها¹.

المطلب الثالث: النموذج الإسلامي لسوق رأس المال المخاطر:

رغم قدم الصناعة الإسلامية، إلا أنها لم ترتبط بالتطور الاقتصادي مثل ما هو الحال مع رأس المال المخاطر، فالإبداع في الأدوات المالية الإسلامية قليل جداً، إذ حوالي 65% من التمويل الإسلامي الحالي عبارة عن مرابحة (أداة دين إسلامية تستعمل لشراء أصول حقيقية بالبيع المقدم مع نسبة ربح ثابتة²).

هناك سببان أساسيان يدفعان للبحث عن الإطار العام ل رأس المال المخاطر الإسلامي الأول يتمثل في الحالة الاقتصادية للعالم الإسلامي، فضلاً عن إسهامات رأس المال المخاطر.

والسبب الثاني يتمثل في أن تمويل المؤسسات عند إنشائها عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن الشكل الكلاسيكي للتمويل عن طريق المضاربة، ليس بسبب العلاقة بين الطرف الذي يمنح التمويل والمستفيد، ولكن أيضاً لأن المستثمرين بإمكانهم تحديد

1- المرجع نفسه، ص 117.

2 - Mansoor durrani and Grahame BOOCOCK, OP CIT, 2006, P159-160.

كيفية استثمار أموالهم، بينما المضاربة هي أداة أخرى يمكن استعمالها أيضاً لتمويل الاستثمارات المرافقة بمخاطرة عالية.

أولاً: تطبيق العقود الإسلامية في إطار رأس المال المخاطر

توجد عدة أساليب في التمويل الإسلامي يمكن استعمالها لتعبئة الأموال من أجل تمويل المشاريع ذات المخاطرة العالية (التمويل عن طريق رأس المال المخاطر)، ومن بين هذه الأساليب المضاربة والمشاركة، ويوضح هذا المطلب مختلف هذه وكيفية تطبيقها.

1- مبدأ اقتسام المخاطرة:

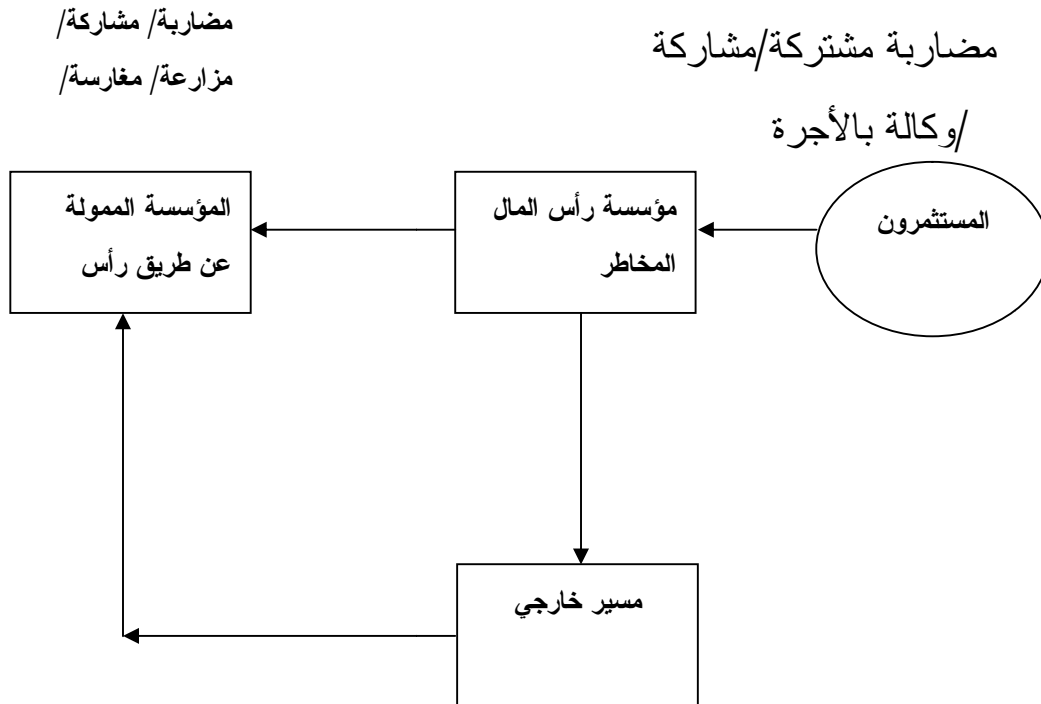
ينظر إلى النقود في المعاملات الإسلامية على أنها أداة تبادل للقيمة وتطلب لذاتها كما يمنع التعامل بالفائدة (وكل أنواع الربا)، وقد فرق الإسلام بين التجارة الحلال والربا فالأولى مرغوب فيها أما الثانية فلا، كما يشدد الإسلام على الحاجة إلى المشاركة بدلاً من نقل المخاطرة، ويستدعي مبدأ اقتسام المخاطرة حصول صاحب رأس المال على عائد مالي زيادة على الاستثمار الأصلي، إذا ما حقق مستلم رأس المال (المقاول) أرباحاً، وفي حالة الخسارة يجب على صاحب رأس المال اقتسام هذه الخسارة ويظهر توافقاً كبيراً بين مبدأ تحمل المخاطرة في مفهوم رأس المال المخاطر والتمويل الإسلامي¹.

2- العقود الإسلامية الممكن تطبيقها في سوق رأس المال المخاطر:

رأس المال المخاطر في مفهومه التقليدي، قريب جداً من مفهوم اشتراك الربح والخسارة في الاقتصاد الإسلامي، والشكل (1-7) يوضح تطبيق العقود الإسلامية الأساسية في إطار رأس المال المخاطر.

1- براق محمد وبن زواي محمد الشريف، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، المرجع السابق، ص 82-

الشكل (1-7): تطبيق العقود الإسلامية في إطار رأس المال المخاطر



المصدر: عبد الله جليل، رأس المال المخاطر الإسلامي، التمويل الإسلامي الجديد، مداخلة مقدمة في ملتقى بعنوان "الاقتصاد الإسلامي"، يومي 29-30 أوت 2005، ص 07.

وكالة بالأجرة/ الأجرة على العمل

من خلال الشكل أعلاه يظهر أن العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمستثمرين يمكن أن تكون عن طريق المضاربة المشتركة، أو المشاركة، أو الوكالة بالأجرة أو مزيج من هذه العقود الثلاثة.

وفي حالة العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة المستفيدة من التمويل يمكن استعمال عقد المشاركة (العنان)، والذي يتضمن المساهمة بالأموال أو العمل والمهارة أو السمعة (الوجه). بالإضافة إلى بعض الشروط اللازمة لتكون هذه العقود مطابقة للشريعة الإسلامية كطبيعة الاستثمار وطريقة الاستثمار التي يتم تبنيها من قبل

مؤسسة رأس المال المخاطر فضلا عن الشروط والضوابط المتفق عليها بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة المستفيدة من التمويل والتي يجب احترامها .
يدخل عقد الوكالة بالأجر في مفهوم رأس المال المخاطر عند لجوء مؤسسة رأس المال المخاطر إلى مسيرين/مؤسسات خارجية (عادة ما يكون هؤلاء عبارة عن مختصين في القطاع المستثمر فيه وذلك من أجل مساعدة وإرشاد المؤسسة المستفيدة من التمويل .
كما يمكن استعمال عقود إسلامية أخرى، عندما تكون المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال المخاطر تنشط في القطاع الفلاحي كعقود المزارعة والمغارسة.

3- عقود المضاربة في الاقتصاد الإسلامي:

المضاربة هي شكل من أشكال العقود التجارية أين يعهد مستثمر أو مجموعة من المستثمرين برأس المال لشخص (المضارب)، ليقوم بالتجارة به ثم يرجع فيما بعد رأس المال مع نسب الأرباح المتفق عليها مسبقاً والمضارب بدوره يقوم باقتسام النجاح الذي حققه مع المستثمرين وأي خسارة تلحق بالمشروع يتحملها المستثمرون في حين يخسر المضارب وقته والجهد الذي بذله.

يعتبر الفصل بين رأس المال والعمل أهم خاصية في المضاربة وهي نفس الخاصية التي يقوم عليها التمويل عن طريق رأس المال المخاطر الحديث¹.

4- عقد المشاركة في الاقتصاد الإسلامي:

في حالة المشاركة يساهم جميع الشركاء (المستثمرين) برأس المال في المشروع مرفق بمخاطرة ثم يتم اقتسام الأرباح والخسائر عند نهاية الفترة الزمنية لعقد الاستثمار حسب النسب المتفق عليها².

1- براق محمد وبن زواي محمد الشريف: رأس المال المخاطر تجارب نماذج عالمية، مرجع سابق، ص 84.

2- محمد بن بوزيان، خديجة خالدي: التمويل الإسلامي فرص وتحديات، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصادات المغاربية، المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث، يومي

ويمكن تعريف المشاركة بدقة عالية إذ يتمثل هذا الأسلوب في تقديم المشاركين للمال بنسب متساوية أو متفاوتة من أجل إنشاء مشروع جديد أو المساهمة في مشروع قائم بحيث يصبح كل مشارك ممتلكاً حصة في رأس المال بصفة دائمة ومستحقاً لنصيبه من الأرباح.

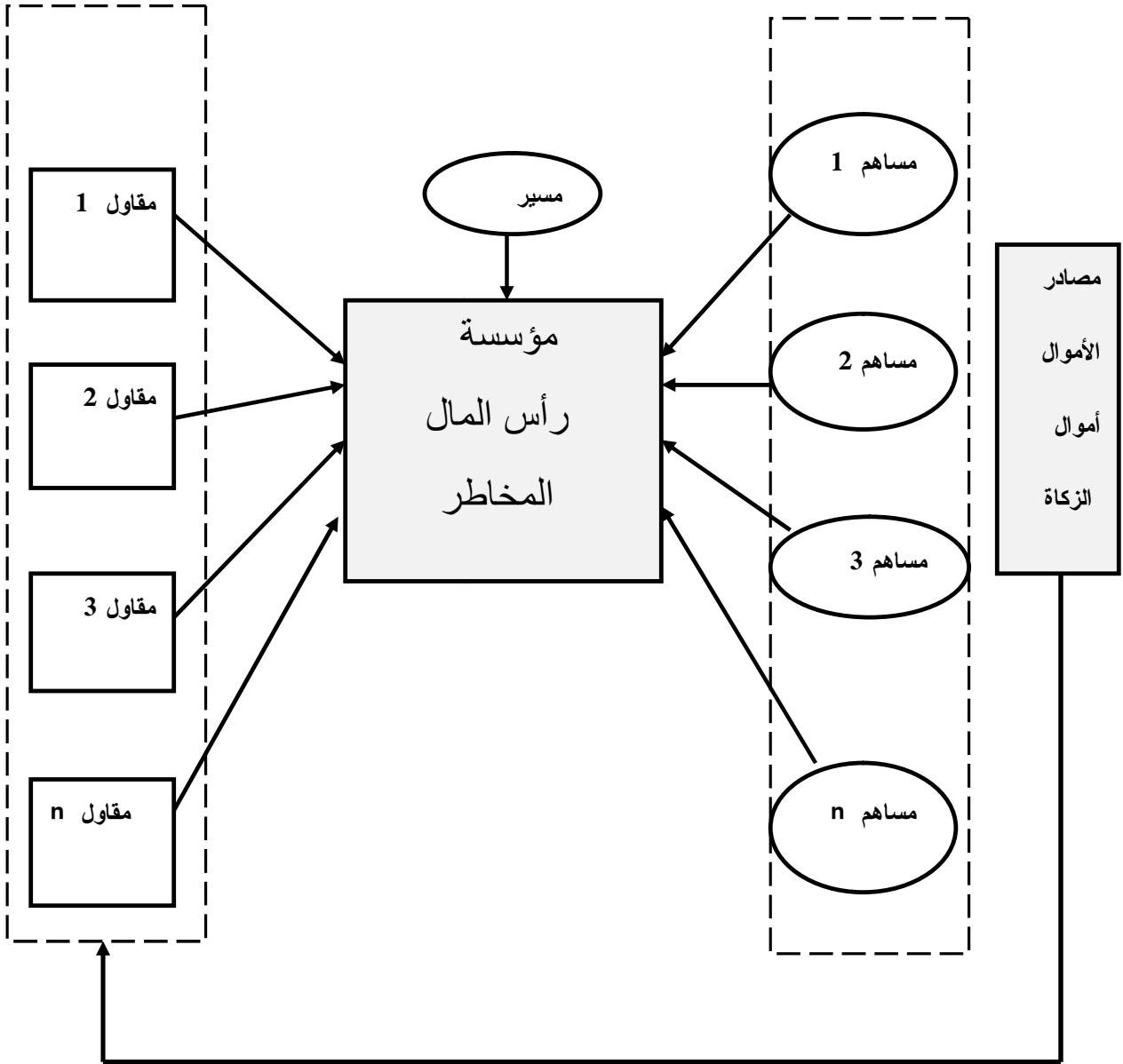
ثانياً: استعمال تقنية رأس المال المخاطر في استثمار أموال الزكاة

تتطلب عملية التمويل برأس المال المخاطر ثلاث مدخلات أساسية تتمثل أساساً في رأس المال وسيط مالي خاص متمثل أساساً في مؤسسة رأس المال المخاطر وأخيراً المقاولون ولتتمير أموال الزكاة عن طريق هذه التقنية وجب تحديد هذه المدخلات وذلك وفقاً لضوابط الشريعة الإسلامية التي تضبط الركن الثالث من أركان الإسلام كما يوضح الشكل التالي:

الشكل (1-8): التمويل برأس المال المخاطر بالطريقة الإسلامية

مقاولون مستفيدون من أموال
الزكاة

المساهمون محدودو المسؤولية
في مؤسسة رأس المال المخاطر



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على ما سبق من معطيات.

1- مصادر الأموال:

غالباً ما تحصل مؤسسات رأس المال المخاطر على رأس المال اللازم الموجه للتمويل من المساهمين فيها والمتمثلين عادة في مؤسسات التأمين، البنوك وبعض المؤسسات الخاصة فضلاً عن الهبات والتمويل اللذين تقدمها الحكومة بهدف دعم هذه التقنية من التمويل لما لها من أثر إيجابي على اقتصاد الدولة.

استخدام تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر كآلية لتثمير أموال الزكاة يعطي نظرة واضحة عن مصادر الأموال التي سيتم استخدامها في التمويل، لكن لا يمكن للهيئات المسؤولة عن عملية جمع أموال الزكاة تقديمها مباشرة لمؤسسة رأس المال المخاطر. إذ يجب تملكها مسبقاً لإحدى مصارف أموال الزكاة الثمانية، شرط أن يتم استثمارها في مؤسسة رأس المال المخاطر بهدف تثميرها¹.

2- المساهمون في مؤسسة رأس المال المخاطر:

تقدم أموال الزكاة شرط استثمارها في مؤسسة رأس المال المخاطر لا يتناسب مع جميع مصارف الزكاة، فقد يتناسب فقط مع الفقراء، المساكين، العاملين عليها والغارمين بحيث يتم تقديم أموال الزكاة إلى هؤلاء على وجهين، عند تأسيس مؤسسة رأس المال المخاطر لأول مرة أو عند رفع رأس مالها من خلال إدخال مساهمين جدد، وأيضاً في حالة ما إذا تشكلت لدى مؤسسة مال مخاطر مسبق وإن تم إنشاؤها ديون وعجزت عن تسديدها.

حصول هذه الفئات على حصة في مؤسسة رأس المال المخاطر يمنحها حق رقابة يمكنها إيكاله إلى المؤسسة القائمة على جمع أموال الزكاة، ويمكن أن يربط بين هذه الفئات عقد شراكة.

1- أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سابق، ص 139.

كما أن حصول هذه الفئات على حصص في مؤسسة رأس المال المخاطر يمكنها أيضاً من الحصول على عائد على الأموال المستثمرة يكفي حاجاتها¹.

3- المستفيدون من التمويل عن طريق صناديق رأس المال المخاطر رأس مالها من أموال الزكاة:

يمكن لصناديق رأس المال المخاطر التي يعود رأسمالها إلى أموال الزكاة تقديم التمويل لمشاريع استثمارية يقدمها مقاولون يدخلون ضمن المصارف الثمانية للزكاة والتي قد ماليا رأس مال المخاطر هو تمويل برأسمال خاص أي اقتسام المخاطر بين المؤسسات و الشركاء الماليين بصفة عامة، و عمليات رأسمال المخاطر تمول المؤسسات الناشئة و التي تنمو بطريقة أسرع من المؤسسات المنشأة من قبل المتعاملين فقط، لكن عمليات رأسمال المخاطر تختلف حسب المرحلة الموجودة فيها المؤسسة .

1- المرجع نفسه، ص 140.

خلاصة:

توصف سوق رأس المال المخاطر على أنها إحدى أهم إنجازات الهندسة المالية ظهرت بمفهومها الحديث في و.م.أ بسبب إسهاماتها في النمو الاقتصادي، صارت كل الدول تهدف إلى هندسة سوق رأس المال المخاطر خاص، ويعرف رأس المال المخاطر على أنه استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة يعتمد على مراحل عملية الاستثمار في المؤسسة ويقوم المستثمر من خلالها بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية.

يرتبط مفهوم التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بالعديد من النظريات المفسرة أهمها نظرية الوكالة.

لا تهتم مؤسسات رأس المال المخاطر بامتلاك الاستثمار لمدة طويلة، لذا فهي تركز بشكل كبير على فترة الاستثمارات وتوجد خمس طرق للخروج من الاستثمارات. إدراكا منا لأهمية صناعة رأس المال المخاطر في اقتصاديات الدول قامت مختلف الدول باتخاذ إجراءات وتدابير مختلفة لتشجيع انتشار هذه الصناعة وتطويرها، ولعل أبرز هذه الدول و.م.أ وفرنسا.

الفصل الثاني:

ماهية التمويل

تمهيد:

إن التمويل هو أحد المتغيرات التي يحكم ويحدد عملية التنمية ويعتبر من الوظائف البالغة الأهمية في مختلف المنشآت وخاصة الكبيرة منها، وذلك لما يترتب عن عمليات التمويل من اتخاذ القرارات المتعلقة بالائتمان وأصبحت الدراسات في مجال التمويل من الموضوعات التي احتلت مكانة هامة سواء من ناحية أدوات التمويل والتي تتمثل في البنوك وشركات التأمين والبورصات بجانب صناديق التوفير وبنوك الادخار أو من ناحية مصادر التمويل والمتمثلة في الأسهم والسندات والقروض والودائع والاحتياطات ومنه اقترحنا الخطة التالية:

المبحث الأول: أساسيات حول التمويل.

المبحث الثاني: مصادر وأساليب التمويل.

المبحث الثالث: تكلفة التمويل و المخاطر المرتبطة بالتمويل وطرق إدارتها.

المبحث الأول: أساسيات حول التمويل

أصبح التمويل من الموضوعات الهامة، والتمويل يكون لأهداف إنتاجية أو لأهداف استهلاكية، ويتمثل التمويل الحقيقي في توفير الموارد الحقيقية وتخصيصها لمشروعات التنمية سوف يتم تقسيم هذا إلى ثلاث مطالب، مطلب به تعريف التمويل ومحدداته، وآخر به أنواع التمويل أما الأخير فاحتوى على خصائص التمويل

المطلب الأول: مفهوم التمويل ومحددات الاختيار بين مصادره

يعتبر التمويل حجر الأساس في بنية أي منشأة اقتصادية لماله من تأثير فعال وفاعل على جميع الوظائف الأخرى داخل المنشأة.

أولاً: مفهوم التمويل

يعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المنشأة في توفير مستلزماتها الإنتاجية وتسدد جميع مستحققاتها ونفقاتها، لهذا حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على عمل المنشآت الاقتصادية، إذ يجمعون على أن التمويل¹.

يعني توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام، وأنه باعتبار التمويل يقصد به الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل أو تطوير المشروع. التمويل financing: يقصد به الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة فقط، وهو بذلك يمثل جانب من اهتمامات وظيفة الإدارة المالية في منظمات الأعمال².

التمويل finance: يقصد به الدراسة الأكاديمية للأصول العلمية لعلوم التمويل.

هناك معنى عام للتمويل ويعني تدبير الأموال اللازمة للقيام بالنشاط الاقتصادي وتعتمد المشروعات الناشئة في الأساس على مواردها الذاتية لتمويل أنشطتها الاقتصادية فإذا لم تف اتجهت إلى غيرها ممن يملكون فائضاً من الأموال لسد هذا العجز ومن هنا يتحدد

1- أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سابق، ص 24.

2- محب خلة توفيق: الهندسة المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 11.

المعنى الخاص للتمويل على أنه نقل القدرة التمويلية من فئات الفائض المالي إلى فئات العجز المالي، وقد يكون هذا النقل مباشرة من مشروع لآخر أو تتداخل بينها مؤسسات وسيطية كمؤسسات التمويل وهو ما يعني أن تمويل المشروعات الناشئة " إمداد تلك المشروعات بالأموال اللازمة للقيام بنشاطها الاقتصادي سواء بموارد دائنة أو موارد خارجية"¹.

ثانياً: محددات الاختيار بين مصادر التمويل

عندما تقرر المنشأة نوعية الأصول التي ترغب في اقتنائها أو المشاريع التي تهدف إلى إنجازها، فإنها تقيم مختلف المصادر أو مختلف مصادر التمويل المحتملة في ضوء الاعتبارات التالية²:

➤ حجم الأموال التي تحتاجها المنشأة والفترة الزمنية التي سيتم توظيف الأموال خلالها.
➤ توافق مصادر الأموال لأوجه استخدامات توظيف هذه الأموال.
➤ آجال التسديد وتزامنها مع التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها من استغلال المشاريع الممولة.

➤ تكلفة التمويل مقارنة مع معدل التكلفة السائدة ومع عائد الاستثمار المتوقع.
➤ القيود التي يفرضها الممولون على المنشأة المقترضة ك شروط عدم الاقتراض المالية طوال فترة الاقتراض.

ولأن أحد العوامل المحددة للإستراتيجية المالية هي اختيار التمويل الملائم، فينبغي على المنشأة المفاضلة بين المصادر المتاحة واختيار الأنسب منها بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر، ولن يتأتى بالمعرفة المسبقة- لمجموع مصادر التمويل الممكنة وخصائص كل منها، وكذا المعايير المعتمدة في اتخاذ القرار التمويلي.

➤ ما يفرضه الممولين من قيود أثناء طلب التمويل.

1- عبد المطلب عبد الحميد: اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة، الدار الجامعية، 2009، ص 165.

2- أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سابق، ص 26.

➤ تحديد تكلفة كل نوع من أنواع التمويل، إذ أن لكل مصدر تمويلي تكلفة خاصة به، ولا بد من مقارنة ذلك العائد المتوقع على الاستثمار فيتم اختيار المصدر التمويلي ذو العائد الاستثماري المرتفع والتكلفة المنخفضة.

المطلب الثاني: أشكال التمويل

يمكننا أن نقسم مصادر التمويل إلى¹:

أولاً: من حيث الملكية

وتنقسم إلى:

➤ التمويل من المالكين أنفسهم وذلك من خلال عدم توزيع الأرباح أو زيادة رأس المال ويطلق عليه بأموال الملكية. (Equity Financing)

➤ التمويل من غير المالكين (المقرضين). وقد يكونوا مستأجرين للمنشأة أو بنوك تمويل أو مؤسسات مالية، ويطلق عليه بأموال الاقتراض. (Debt Financing)

ثانياً: من حيث النوع

وتنقسم إلى:

➤ التمويل المصرفي، وهو الذي نحصل عليه من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى.

➤ تمويل تجاري، وهو الذي نحصل عليه من التجار.

ثالثاً: من حيث المدة (الفترة الزمنية)

وتنقسم إلى:

1- التمويل طويل الأجل، مثل القروض البنكية والسندات ..الخ، بحيث تكون مدته أكثر من 10 سنوات.

1- طارق الحاج: مبادئ التمويل، ط1، عمان، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2010، ص 25-26.

الفصل الثاني ماهية التمويل

2- التمويل متوسط الأجل، وهو التمويل الذي يمتد ما بين السنة والعشر سنوات، مثل القروض المصرفية.

3- التمويل قصير الأجل، وهو الذي تكون مدته أقل من سنة، مثل القروض البنكية والتمويل التجاري.. الخ.

وقد نلاحظ بأن البعض دمج النوع 2 و 3 في تصنيف واحد.

رابعاً: من حيث المصدر

وتنقسم إلى:

1- تمويل داخلي، ويكون مصدره من مؤسسة استثمارية أو مالكيها.

2- تمويل خارجي، ويكون مصدره خارج المؤسسة وبعيداً عن مالكيها مثل الاقتراض البنكي، التمويل التجاري، السندات.. الخ.

المطلب الثالث: خصائص التمويل ووظائفه

أولاً: وظائف التمويل

لصيرورة وديمومة المشاريع الاقتصادية، لا بد من التمويل لأنه يعتبر من الأدوات اللازمة لاستمرارها وبالتالي فللتمويل عدة وظائف والمتمثلة في:

1- التخطيط المالي:

يهدف التخطيط المالي إلى تحقيق الاستخدام الأفضل لرأس مال المشروع (جانب الأصول) والتكوين الأمثل للهيكل المالي (جانب الخصوم)، فمن خلال تقديرات المبيعات والمصاريف تلجأ المؤسسة إلى تحضير المتطلبات المالية وكيفية تحصيلها سواء كانت الاحتياجات قصيرة المدى أو طويلة المدى.

والتخطيط المالي الجيد هو الذي يمكن من الوصول إلى أفضل تشكيلة من هذه الموجودات (كمّاً وكيفاً) وتدبير الأموال اللازمة للمشروع ومن مختلف مصادرها وما يؤدي إلى تحقيق أهداف الإدارة المالية، لكن لا بد أن نأخذ بعين الاعتبار عدم التأكد من

المعلومات التنبؤية مهما كان الحال، لكن هذا لا يعني استبعاد التخطيط، بل يجب وضع الخطط التي تتماشى مع الظروف غير المتوقعة أي جعلها مرنة¹.

فالتخطيط السليم للقرار يجب أن يمر بالمراحل التالية²:

المرحلة الأولى: التعرف على المشكلة وتعريف دقائقها، فأول خطوة لعلاج أي مشكلة هي التأكد من فهمها، ذلك أنه من المستحيل حل مشكلة غير مفهومة، كما أن المشكلة غير المعروفة لا يمكن حلها أيضاً.

المرحلة الثانية: تحديد وتنمية عدة حلول بديلة للمشكلة ذلك أنه من النادر أن يكون للمشكلة الواحدة منهج واحد لحلها، فالمشكلة الواحدة قد تحل بوسائل كثيرة.

المرحلة الثالثة: تقييم كل البدائل، أي تحديد المزايا والعيوب المتوقعة لكل حل بديل، وهذه الخطوة بطبيعتها تستلزم التنبؤ بالمستقبل.

المرحلة الرابعة: اختيار البديل الأفضل.

ثانياً: خصائص التمويل:

لابد من الإشارة إلى أن لكل مصدر تمويلي خصائصه ويمكن إجمال هذه الخصائص في النقاط التالية³:

1- تاريخ الاستحقاق :

ويعني أن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة لها فترة سداد بغض النظر على اعتبارات أخرى حيث لكل نوع من أنواع التمويل تاريخ يختص به "باستثناء أموال

1- محمد السعيد عبد الهادي: الإدارة المالية" الاستثمار والتمويل، التحليل المالي" ط1، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 37.

2- قشيدة صورية: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2011، ص 76.

3- طارق الحاج، مرجع سابق، ص 27-28.

الملكية" فليس من المنطق أن يتم الاقتراض دون أن يتم الإنفاق على تاريخ السداد وتوجد ثلاث فترات لسداد القرض:

* قصيرة: يتم السداد في أقل من سنة .

*متوسطة: يتم السداد ما بين السنة وعشر سنوات.

*طويلة: يتم السداد بعد عشر سنوات .

2- الدخل:

إذا إن كل مصدر تمويلي مردود وكل دخل يمكن أن يمتاز بما يلي:

✚ الأولوية: إذ توجد هناك أولويات لما يحصل على دخل أولي من المقترضين.

✚ المقدار: لكل مقرض دخل يتحدد مسبقا باستثناء أموال الملكية.

✚ التأكد: لكل مقرض دخل محدد بغض النظر عن الأرباح أو الخسائر التي حققها

المقرض "باستثناء أموال الملكية".

3-السيطرة: المقرضين الخارجيين بإمكانهم طلب تصفية الشركة أو بيعها، للحصول على

حقوقهم حالة عدم حصولهم عليها.

4-الأداء: لا يحق للمقرضين الخارجيين إدارة الشركة بل الإدارة تمارس من قبل

المالكين.

المبحث الثاني: مصادر التمويل وأساليبه

يتم السعي بأكبر جهد للبحث عن مصادر التمويل لتمويل المشاريع المختلفة التي تسعى المؤسسة إلى تحقيقها سواء كانت هذه المصادر داخلية أو خارجية، والهدف من التعرف على مصادر التمويل وأساليبها هو إمكانية المفاضلة والاختيار فيما بينها.

المطلب الأول: مصادر التمويل

يقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها أو عملياتها الاستغلالية ومن هنا فهي تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم بميزانية المنشأة، سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أو متوسطة أو قصيرة الأجل .

أولاً: مصادر التمويل طويل الأجل

ومن أهم هذه الأنواع هي الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة القروض طويلة الأجل (سواء كانت تمثل قروض من البنك أو سندات).

1- **أموال الملكية** : كما سلف الذكر تمثل أموال الملكية أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركة لتمويل إنفاقها الاستثماري، وتتشكل مصادر التمويل الذاتي أو مصادر الملكية من العناصر التالية¹:

Common stock الأسهم العادية

Preferred stock الأسهم الممتازة

Retained earnings الأرباح المحتجزة

provisions الاحتياطات

ونعرض فيما يلي بالتفصيل لكل عنصر من العناصر :

أ- **الأسهم العادية Common stock**: تمثل الأسهم العادية الملكية الأصلية في المنشأة وهي بذلك تعد بمثابة سند ملكية في شركات المساهمة والتوصية بالأسهم من مصادر

1-Zavi ،alexkane : alan.j.marcus "investismen" Chicago :Irwin ،third edition ،1996 ؛ p57.

التمويل الأجل حيث أنه ليس لها تواريخ استحقاق محدد طالما كانت الشركة المصدرة لها قائمة ومستمرة وتتميز الأسهم بخاصيتين أساسيتين هما :

- **خاصية المطالب المتبقي أو الأخير** : تشير هذه الخاصية الى اعتبار حملة الأسهم بالشركة آخر الطوائف في تسفء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة . إذا أنه في حالة تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم العادية حق المطالبة فقط بالمبالغ المتبقية من قيمة أصول الشركة بعد استيفاء حقوق الأطراف الأخرى

- **خاصية المسؤولية المحدودة limited liability**: وتعني هذه الخاصية أن حملة الأسهم العادية لا يسألون عن الديون الشركة إلا في حدود حصصهم من رأس مال الشركة، وتخول الأسهم العادية لحاملها الحقوق التالية¹:

1- الاشتراك في الجمعيات العمومية، وحق التصويت فيما يتعلق بالقرارات المصيرية الخاصة بالشركة

2- حق التصويت في اختيار أعضاء مجلس إدارة الشركة

3- يكون لحملة الأسهم العادية حق أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند الزيادة الرأس مال الشركة *préemptive right*

ب- **الأسهم الممتازة Preferred stock**: يطلق عليها الأوراق المالية المهجنة *hybrid* *sécurité* لأنها تجمع في خصائصها لأنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث أنها تأتي في مرتبة سابقة للأسهم العادية وإن كانت تالية للسندات عند الحصول على العائد الدوري واستفء حقوق حملتها عند تصفية الشركة. يمكن للأسهم الممتازة كالسندات أن تصدر بشروط تكفل استدعائها أو تحويلها إلى أسهم عادية بشروط معينة. وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية حيث أنها تعتبر أيضا سندا للملكية له قيمة سوقية وقيمة اسمية ويرتبط أجله بوجود واستمرار الشركة .

1-عاطف وليم أندراوس: التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، ط1، مصدر : دار الفكر الجامعي الاسكندرية، 2006

والأصل في الأسهم الممتازة أن تكون تراكمية cumulative بتعرض حمله الأسهم الممتازة لمخاطر أعلى من المخاطر التي يتعرض لها المقرضين¹ وهي شكل من أشكال الرأس المال المستثمر في الشركة ويقدم للمالكين ميزتين هما :

عائد محدد - مركز ممتاز تجاه حملة الأسهم العادية².

ج- الأرباح المحتجزة retained earnings: تمثل أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليه المنشأة لتغطية احتياجاتها طويلة الأجل وتمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك الشركة وتستخدم الشركة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو والتوسع في أنشطتها، كما تستخدم أيضا الإجراءات أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لا يتم فيها تحقيق أرباح أو يتم فيها تحقيق خسائر وتعمل الأرباح المحتجزة على دعم وتقوية المركز المالي للشركة، حيث ترفع من نسبة حقوق الملكية إلى الافتراض بشكل يؤدي إلى رفع القدرة الافتراضية للشركة³.

د- الاحتياطات provisions: تمثل مبالغ يتم تجنيبها من الأرباح المحققة لتدعيم المركز المالي للمنشأة أو لمواجهة خسائر محتملة الوقوع . ويتم حجز الاحتياطات أما بمقتضى القانون أو النظام الأساسي للشركة كالاحتياطي القانوني، والاحتياطي النظامي⁴ واحتياطي شراء السندات الحكومية وبصفة عامة تتمتع الاحتياطات بذات مزايا التي تتمتع بها الأرباح المحتجزة⁵ .

1- عاطف وليم أندراوس، المرجع السابق، ص 378

2- رضوان وليد عمار : أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للطباعة والنشر، الأردن 1997، ص 209

3- منير ابراهيم الهندي: الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر، ط4، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 1999 ص 209.

4- عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص: أساسيات الاستثمار والتمويل مؤسسات شباب الجامعة الإسكندرية، 2000 ص 501 .

5-عاطف وليم أندراوس: التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سابق، ص 370 .

2-الاقتراض طويل الأجل : تفوق في الغالب سبع سنوات، ويمكن أن تمتد أحيانا الى غاية عشرين سنة وهي توجه لتمويل نوع خاص من الاستثمارات¹ ويأخذ الاقتراض طويل الأجل شكلين أساسيين هما : السندات والقروض طويلة الأجل²

أ- السندات : هي صكوك قابلة للتداول يعتبر حاملها دائنا في مواجهة المنشأة المصدرة وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنويا أو كل نصف سنة دون النظر لداخل الذي تحققه الشركة أو المنشأة

تمثل السندات بالنسبة للمنشأة مصدرا تمويليا مرتفع الخطر مقارنة بكل من الأسهم العادية والممتازة، حيث يتعين على المنشأة، سداد مدفوعات الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا ولم تحقق وذلك إلى جانب التزامها بسداد أصل السندات³.

ب-القروض طويلة الأجل: تحصل عليه من المؤسسات المالية كالمصارف والشركات التأمين أو مؤسسات خارجية ويتم السداد أو سداد الفوائد بشكل دوري، فيما قد يتم استهلاك القرض على أقسام متساوية في تواريخ معينة أو قد يتم سداه مرة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه⁴.

ثانياً: مصادر التمويل المتوسط الأجل

التمويل المتوسط الأجل intermédiation termifinancing

هو ذلك النوع من القروض الذي يتم سداه في فترة تزيد عن السنة ولكن تقل عن عشر سنوات وهو كالتالي :

1- فقريش نبيلة: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل قوانين القضاء على البطالة، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماستر (غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة المسيلة، 2011، ص 36 .

2- مرجع نفسه، ص 36 .

3- عاطف وليم اندوراس: تمويل والدارة المالية للمؤسسات، مرجع سابق، ص 380 . 381 .

4- مرجع نفسه، ص 387.

1- قروض مباشرة متوسط الأجل : terme lorans

عادة يتم سداد هذه القروض بصورة منتظمة على مدار عدد من السنوات ويلاحظ أن هناك خصائص عديدة تتميز بها القروض متوسطة الأجل ومن أهمها : فترة السداد التي ذكرنا أنها تتراوح بين سنة واحدة وعشر سنوات، وكذلك الضمان حيث تطلب البنوك وشركات التأمين ضمانا يتراوح بين 30% الى 20% من قيمت القروض وكثيرا ما يمنح المقرض امتيازات معينة للمقرض، فمثلا قد يعطي له الأولوية في شراء الأسهم العادية حيث إصدارها¹ وتوجه هذه القروض لتمويل الاستثمارات التي لا يتجاوز عمر استعمالاتها سبع سنوات².

2- التمويل بالاستئجار : leasing financing

تهدف معظم المنشآت إلى << استخدام >> المباني والمعدات وبالتالي فهدفها ليس << امتلاك >> هذه التسهيلات وان كان الامتلاك في معظم الأحيان يحقق لها هذا الهدف، وقد ظهر في السنين الأخيرة في معظم الدول اتجاه نحو استئجار هذه التسهيلات بدلا من شرائها، ويعد أن كان الاستئجار قاصرا على الأراضي والمباني فقد أصبح يشمل جميع الأصول الثابتة تقريبا³.

أ- البيع ثم الاستئجار : تقوم المنشأة تمتلك أراضي أو مباني أو معدات من النوع معين ببيعها إلى منشأة مالية، وتقوم في نفس الوقت بالاستئجار الأصل المباع لمدة محددة وبشروط خاصة، وإذا كان الأمر متعلق بالأراضي أو مباني فان المقرض في هذه الحالة يكون عادة شركة التأمين أو بنك أو أحد شركات التمويل المتخصصة .

1- محمد صالح الحناوي: الادارة المالية والتمويل، الدار الجامعية : الاسكندرية، 2000، ص 294 .

2- الطاهر لطرش: تقنيات البنوك، ط 7، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 74 .

3- محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص 298 .

ب- استئجار الخدمة (الاستئجار التشغيلي): يتضمن هذا النوع كلا من خدمات التمويل والصيانة وتعتبر الحسابات الآلية، آلات تصوير المستندات، السيارات الجارات ومشابه ذلك من أهم أنواع المعدات التي يتم استئجارها¹.

ثالثاً: مصادر التمويل قصير الأجل

وهو ذلك النوع من التأمين الذي تكون فيه مدة استحقاق القرض أو التمويل سنة أو أقل من سنة ويكون عادة لأجل الاستثمار في الموجودات المتداولة وتستخدم القروض قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات المالية المؤقتة لتمويل الاستثمارات في هذه الأصول المتداولة² وهناك أسباب عديدة لاستخدام الائتمان المصرفي . فالقروض المصرفية غالباً ما تكون متوفرة بسهولة أكبر وخاصة بالنسبة للمشروعات الناشئة وفي معظم الحالات نجد أن الائتمان المصرفي سعود عليها بالفائدة حيث أنه دليلاً على أنها تمكنت من اجتياز المعايير المستويات التي تضعها دائن أقصى كثيراً من غيره من الدائنين قصيرة الأجل والتمويل الأجل ينقسم إلى :

1- **الائتمان التجاري Trade credit**: عبارة عن القيام المنشأة بشراء حاجاتها المختلفة من المواد أولوية وغيرها من التجهيزات الناتجة من منشأة أخرى بالدين³، وكذلك يتمثل بالتسهيلات التي يمنحها المورد للتاجر وتتشأ بقيام المنشأة بالشراء لأجل وذلك أما بكميات أو على شكل حساب الجاري⁴، وأشكال الائتمان التجاري هي كالتالي :

أ- **الحساب الجاري**: وهو أكثر أشكال الائتمان التجاري استعمالاً وشيوعاً وفيه يفتح البائع للمشتري حساباً في دفاتره يسجل فيه ثمن ما باعه من بضاعة بالحساب.

1- فقريش نبيلة: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل قوانين القضاء على البطالة، مرجع سابق، ص 36.

2- عبد الغفار حنفي: أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجماعية : الإسكندرية، 2007 ص 447.

3- طارق الحاج: مبادئ التمويل، مرجع سابق، ص 32.

4- توفيق عبد الرحيم يوسف وآخرون: إدارة والتحليل المالي، ط2، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، 2006، ص

ب- الكمبيالات: وهي تعهد بدفع مبلغ معين بتاريخ معين

ج- الشيكات المؤجلة: شيك هو أداة وفاء غير معلقة على شرط، إلا أنها أصبحت تستخدم كأداة ائتمان

2- الائتمان المصرفي

يقصد بالائتمان المصرفي Short - terme Bank Loans القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك بغرض تمويل التكاليف العدية والمتجددة للإنتاج و متطلبات الصندوق والتي تستحق عادة عندما تحصل المنشأة على عوائد مبيعات منتجاتها ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري كما يعتبر مصدر لتمويل الأصول الدائمة للمنشآت التي تعاني صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري، إذ أنه يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة¹، هذا وقد يأخذ الائتمان المصرفي إحدى الصورتين: الصورة الأولى مبلغ إجمالي تحصل عليه المنشأة مرة واحدة، على أن تقوم بالوفاء بقيمة الائتمان والفوائد في التواريخ المتفق عليها، أما الصورة الثانية فهي مبلغ إجمالي يمثل حد أقصى لما يمكن أن تحصل عليه المنشأة خلال فترة متفق عليها على أن يكون لها الحق في الحصول على المبلغ كله مرة واحدة أو على دفعات هذا بالإضافة إلى وجود صور أخرى للائتمان المصرفي يمكن تلخيصها فيما يلي:

أ- **الخصم التجاري**: هو شكل من أشكال القروض قصيرة الأجل التي يمنحها البنك التجاري لزمائنه عموماً والمنشآت الاقتصادية خصوصاً ويتمثل في شراء البنك الورقة التجارية عن حاملها قبل الاستحقاق ويقوم البنك بتقديم سيولة آنية لحامل الورقة التجارية قبل موعد استحقاقها مقابل عمولة بتحصيل عليها ويتولى هو تحصيل قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها².

1- أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سابق، ص 38 .

2- مرجع نفسه، ص 39.

ب- تسبيقات على الحساب الجاري: ويمكن أن يأخذ هذا النوع من الإجراءات صورتين هما :

- الحساب الجاري البنكي: تتمثل هذه الوضعية في قيام البنك بالسماح للمنشأة صاحبة الحساب الجاري بتجاوز رصيدها الدائن لدي البنك الى حد متفق عليه دون أن يرتب ذلك على المنشأة أضرار¹.

- السحب على المكشوف: هو عبارة عن القرض بنكي لفائدة الزبون الذي يسجل نقصا في الخزينة ناجم عن عدم كفاية رأس المال العامل².

ج- تسهيلات الصندوق : عبارة عن القروض تمنح من قبل البنك للمنشآت التي تعاني من الصعوبات في السيولة المؤقتة أو القصيرة جدا .

قروض موسمية: هي عبارة عن القروض تتحصل عليها المنشأة من البنك في بعض المواسم التي تزيد فيها احتياجات التمويل المؤقت

الاعتمادات المستندة: وتستعمل في مجال تمويل العمليات التي تقوم بها المنشأة مع الخارج على المدى القصير، وهي المرتبطة أساسا بشراء المواد الأولية الضرورية للعملية الإنتاجية من موارد خارج الوطن ويكون البنك هنا بمثابة الوسيط بين المنشأة والمورد³.

المطلب الثاني: أساليب وصيغ التمويل الحديثة (التمويلات المتخصصة)

بالإضافة إلى عناصر التمويل التقليدية التي سقت الإشارة إليها في المطلب الأول من الفصل الثاني ظهرت في الفترة الأخيرة من القرن 20 بعض أوجه التمويل التي أصبحت تعتمد عليها منشآت الأعمال بعرض الجد من بعض المخاطر التي كانت تواجهها . ومن بين هذه المخاطر يمكن ذكر مثلا مخاطر التقادم التكنولوجي، مخاطر التخلف عن الدفع وغيرها ومن بين التمويلات المتخصصة يمكن تناول الأساليب التالية :

1- أحمد بوراس، المرجع السابق، ص 39.

2-A.benhlma : pratique des techniques bancaires ; éditions DAHLEB ,alger . p 62.

3- أحمد بوراس، المرجع سابق، ص 40 .

أولاً: التمويل عن طريق الاستئجار **leasing financing**

بإمكان المشاريع الناشئة أن تحصل على الخدمات الاقتصادية التي يقدمها أصل ثابت من دون أن تشتري هذا الأصل، و يكون ذلك عن طريق استئجار هذا الأصل لفترة زمنية محددة مقابل دفعات إيجار **lease payments** ثابتة تدفع دورياً إذن التمويل عن الطريق الاستئجار هو:

عبارة عن اتفاق بين منشأة أعمال معينة ومنشأة أخرى، تكون مالكة لأصل معين، تقوم من خلاله المنشأة الأولى باستخدام هذا الأصل لمدة تفوق السنة في مقابل التزامها بدفع المبلغ متفق عليه دورياً يسمى دفعة الإيجار¹.

أ- أنواع الاستئجار:

الاستئجار التشغيلي operating lease: يتمثل عقد الاستئجار التشغيلي في تقديم التجهيزات وضمان خدمات الى المستأجر، لذلك فإنه يدعي أحيانا بعقد استئجار وخدمات **service lease**.

وتعتبر السيارات والشاحنات، الكمبيوتر في إعداد التجهيزات التي يمكن الحصول على لخدماتها بعقد استئجار من هذا النوع².

الاستئجار التمويلي Financial lease: يتميز عقد الاستئجار التمويلي بأنه يتطلب إطفاء كامل **fully amortized** لقيمة الأصل خلال فترة العقد، لذلك يدعى أيضاً باستئجار رأسمالي **capital lease**، أي أن مجموع دفعات الإيجار يجب أن تغطي كامل تكلفة الأصل على المؤجر وتحقق له أيضاً عائداً مناسباً على رأس المال المستثمر، وقد يعطي الاستئجار خياراً للمستأجر بتجديد العقد لفترة إضافية بإيجار منخفض، أو شراء تجهيزات ويمكن أن يأخذ الاستئجار التمويلي عدة أشكال، يمكن أن نذكر منها ما يلي :

1- أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سابق، ص 101 .

2-Brealy ,r and myers ,s.principes de gestion financière des entreprises N.u. ,MC grau-hille,1997.p789 .

البيع وإعادة الاستئجار leasetack and sale: يعتبر البيع وعادة الاستئجار نوع من أنواع الاستئجار التمويلي لأنه يتطلب إطفاء كامل لقيمة الأصل، ويتم هذا النوع من الاستئجار عندما تملك شركة أرضا أو عقارا أو تجهيزات معينة وتقوم ببيعها إلى مؤسسة تمويلية، وفي ذات الوقت تتعاقد مع هذه المؤسسة على استئجار الأصل منها للاستمرار في استعماله¹.

الاستئجار المباشر direct leasing: يمنح الاستئجار المباشر الشركة فرصة الحصول على أصل جديد لا تملكه سابقا على التمويل اللازم للحصول على هذا الأصل . وقد يكون المؤجر في هذه الحالة الشركة الصانعة للأصل كشركة صناعة السيارات أو أجهزة كمبيوتر، بنك تجاري، بنك إسلامي، مؤسسة تمويل، أو شركة تأجير متخصصة².

الاستئجار المقرون برافعة التمويل leveraged leasing: تم تطوير هذا النوع من الاستئجار حديثا لتمويل الموجودات التي تتطلب إنفاقات رأسمالية كبيرة .

لعل من أهم خصائص الاستئجار المقرون برافعة تمويل هو وجود ثلاثة أطراف في عقد الاستئجار عوضا عن طرفين كما هو متعارف عليه عادة . والأطراف الثلاثة هي: المستأجر، المؤجر صاحب الملكية، الجهة المقرضة ولا يختلف دور المستأجر في هذه العقود عما كان عليه في العقود الاستئجار المذكورة سابقا، لكن هناك اختلاف في دور المؤجر، الذي يقوم بشراء الأصل المطلوب من قبل المستأجر ويموله جزئيا (30% مثلا) من أمواله الخاصة ويمول الجزء المتبقي (70% مثلا) بقرض مضمون طويل الأجل من مؤسسة تمويلية³.

1- أحمد بوراس، مرجع سابق، ص 104 .

2- مرجع نفسه، ص 105.

3- مرجع نفسه، ص 105 .

ثانياً: التمويل عن طريق تحويل عقد الفاتورة factoring

تعتبر عملية شراء أو خصم الذمم أداة من أدوات التمويل، والتي تقوم من خلالها مؤسسة مالية متخصصة في هذا النشاط تسمى الفاكتر factor، أو إحدى البنوك التجارية الذي تتوفر لديه هذه الخدمة المصرفية، بشراء حسابات أوراق القبض والعملاء الموجودة بحسابات المنشأة الصناعية أو التجارية والتي تتراوح مدة استحقاقها بين 20 يوماً و 120 يوماً ومن هنا فإن هذه العملية تتيح للمنشأة الحصول على نقدية جاهزة ومستثمرة دون الحاجة إلى انتظار تواريخ الاستحقاق وتحصيل ديونها من العملاء والمدنين أما تعريف عقد تحويل الفاتورة هو :

"تحويل للحقوق التجارية من مالكيها للوكيل أو الوسيط الذي يتحمل مهمة تحصيلها وضمان الوفاء النهائي في حالة الإعمار المؤقت أو النهائي للمدين مقابل عمولات هذا التدخل"¹.

1 - أطراف عقد تحويل الفاتورة²:

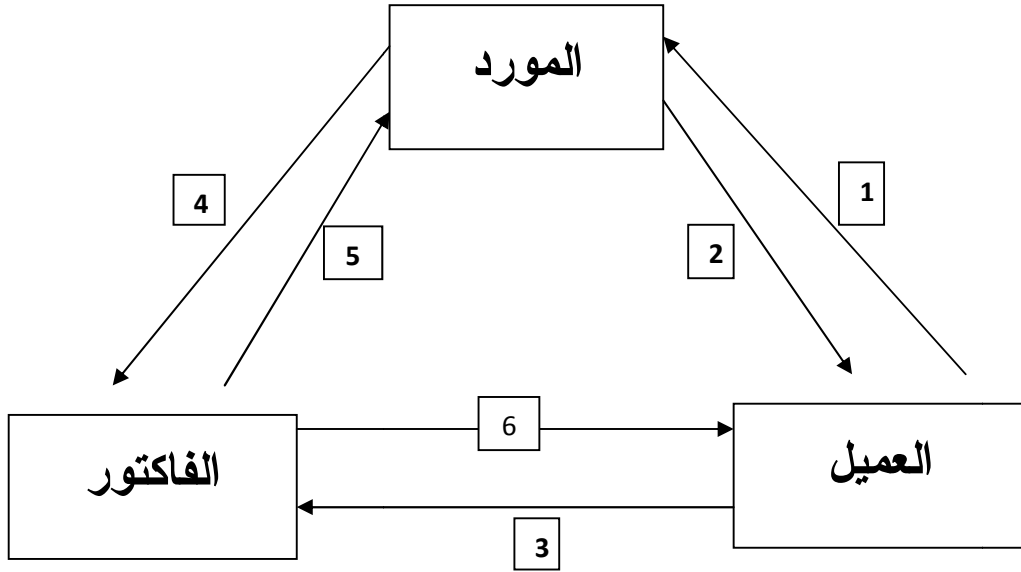
أ- **الطرف الأول** : هو التاجر أو الصانع أو الموزع لسلعة ما، وهو الطرف الذي يكون في حوزته حسابات أوراق القبض و العملاء المدنية التي يبيعها للمؤسسة التمويلية المتخصصة " الفاكتر " .

ب- **الطرف الثاني** : وهو عميل الطرف الأول، أي الشخص الذي اشترى السلع من الطرف الأول ولم يدفع ثمنها فوراً بل تعهد لها بهذا النشاط، وتسمى الفاكتر .

1- هشام فضل: الجديد في أعمال المصارف من الوجهتين القانونية والاقتصادية، أعمال المؤتمر السنوي لكلية الحقوق بجامعة بيروت العربية، الجزء الثاني، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2002، ص 290 - 292 .

2- مرجع نفسه، ص 290-292 .

الشكل (1-2): كيف تطبيق عقد الفوترة



المصدر : احمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سابق، ص 113

شرح الشكل :

- 1- يقوم العميل بتقديم طلبه للمورد .
- 2- المورد يبيع سلعا ومنتجات معينة للعميل.
- 3- يوقع العميل على مستندات مديونية بقيمة مشترياته ويرسلها إلى المورد .
- 4- يقوم المورد بالاتفاق مع مؤسسة تمويلية والتي هي الفاكتر على أن يبيعها حسابات القبض والذمم.
- 5- يقوم الفاكتر بمنح المورد بنسبة معينة من قيمة حسابات أوراق القبض والذمم.
- 6- يقوم الفاكتر بالإخطار عميل المورد مطالبا إياه بسداد قيمة مستندات المديونية إليه في تاريخ الاستحقاق .
- 7- يقوم العميل في تاريخ الاستحقاق بسداد المستندات التي وقعها مع المورد إلى الفاكتر.

ثالثاً: التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر

تعتبر مؤسسات رأس المال المخاطر في الاقتصاديات المعاصرة من أهم وسائل التدعيم المالي والفني للمشروعات الجديدة الناشئة وذلك لما تتميز بهذه المؤسسات من قدرة عالية على التعامل مع مخاطر بأسلوب سليم وسريع ويرجع أساساً إلى خبرتها وإمكانياتها الواسعة على اعتبار أنها مؤسسات متخصصة في مجال التمويل¹ لا تهدف مؤسسات تمويل الخطر لتوفير التمويل للمنشآت فحسب وإنما تعد نوع من المشاركة بها مخاطر عالية ويعرف تمويل رأس مال المخاطر بأنه التغيير الهيكلي في الإدارة المالية للمؤسسات الفردية أو العائلية من خلال عميل له صفة شريك في المؤسسة يمول ويوجه قرارات إستراتيجية للمشروع، ويهدف في المقابل إلى تحقيق مردودية على المدى الطويل²

رابعاً: التمويل عن طريق الاستغلال الأمثل للاختراعات الابتكارات

قبل اللجوء إلى المصادر الخارجية وخاصة منها البنوك التجارية عادة ما تحاول المنشأة الاقتصادية تعبئة مواردها الداخلية أولاً، نلاحظ حالياً أن جميع المؤسسات توجهت للاعتماد على الابتكار، ومع دخول اتفاقية حماية حقوق الملكية الفكرية حين التنفيذ في العديد من البلدان أصبح بإمكان المؤسسة الاستمرار في عملية الإبداع والابتكار لدورها الحاسم في ضمان بقاء المؤسسة وتطورها أو حتى إمكانية تحول بعضها إلى مؤسسات عالمية ذات المؤسسة وتطورها أو حتى إمكانية تحول بعضها إلى مؤسسات عالمية ذات حجم كبير مثل: المخبر البرازيلي (بيو براس) المستقل الذي تحول من مخبر الصغير في ميدان الإنزيمات إلى مخبر كبير للمنتجات الصيدلانية وخاصة الأنسولين بفضل إيرادات ترخيص براءات الاختراع وكذلك شركة pilva الكروايتية: عبارة عن منشأة متوسطة متخصصة في الصناعة الصيدلانية تحولت بفضل ترخيص بفضل ترخيص براءة

1- عبد الباسط وفاء: مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، مرجع سابق، ص 97-98
2-Azauloy ; hervé ,kriegie : de l'entreprise traditionnelle a la start – up ،edition d'organisation ،2001 ; p 38 .

الاختراع لمضاد يعرف تجارياً باسم azithromyan الى شركة متعددة الجنسية . وكذلك شركة nando من إفريقيا الجنوبية التي تحولت من مطعم متخصص في الدجاج المشوي إلى منشأة تجارية عالمية بفضل حمايتها لاسمها التجاري وطريقة تحضيرها للأكلة¹.

خامساً: السوق المالي

تسعى السلطات الجزائرية إلى تفعيل سوق القيم المنقولة حتى يتسنى للمشاريع الناشئة الاستفادة منه كبديل تمويلي تعتمد عليه في تمويل، خاصة وان السوق القيم المنقولة قد أنشأت في 1993 ولم تقدم الكثير بسبب الإجراءات المعتمدة في التقييد الأسهم والسندات لديها.²

سادساً: نظام حضانات الأعمال système incubation

يمكن تعريفها على أنها مؤسسة قائمة بذاتها لها كيانها القانوني، تعمل على توفير جملة من الخدمات والتسهيلات للمستثمرين الصغار الذي يبادرون بالإقامة مؤسسات الصغيرة بهدف شحنهم بدفع أولي يمكنهم من تجاوز أعباء مرحلة الانطلاق (سنة مثلا أو سنتين) ويمكن لهذه المؤسسات أن تكون تابعة للدولة، أو تكون مؤسسات مختلطة، غير أن توجد الدولة في مثل هذه المؤسسات يعطي لها دعماً أقوى³.

1- عبد المجيد قدي: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمناخ الاستثماري، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، جامعة الأغواط، يومي 8، 9 أبريل 2002، ص 149 .

2- محمد زيدان : الهياكل والآليات الداعمة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17- 18 أبريل، الشلف، 2006، ص2.

3- رحيم حسين : ترقية شبكة دعم الصناعات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر نظام المحاضن، مجمع

الأعمال الملتقى الوطني الأول حول : المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الأغواط ، يومي 08-09

أفريل 2002، ص 52 .

المطلب الثالث: مزايا وعيوب بعض مصادر التمويل

إن لمصادر التمويل عيوب ومزايا من حيث الشركة المصدرة لتمويل أو المستقبلية وفيما يلي ندرس بعض مصادر التمويل .

أولاً: التمويل الذاتي

1- مزايا استخدام التمويل الذاتي في عملية التمويل :لاستخدام التمويل الذاتي في عملية التمويل عدة المزايا يمكن إيجازها في النقاط التالية¹ :

-التمويل الذاتي يزيد من الرأس المال الخاصة للمنشأة ويجنبها الوقوع في أزمات السيولة الطارئة، أو الناتجة عن الزيادة الأعباء الثابتة، كتسديد فوائد وأقساط القروض .
-يرفع من القدرة المالية والافتراضية للمنشأة كما يكسبها حرية واسعة في التصرف في أموالها الخاصة .

-يشجع المنشأة على القيام باستثمارات جديدة وخاصة الاستثمارات التي تكون تكاليفها مرتفعة وإمكانية انجازها تتطلب خبرات فنية مما يجعل درجة المخاطر فيها مرتفعة .
- إن الطبيعة القانونية للمنشآت الناشئة والصغيرة والمتوسطة تمنعها من الدخول إلى السوق لهذا فهو يحقق لها درجة كافية من الاستقلالية وإدارة أعمالها بنفسها دون تدخل الشركات الأخرى والمؤسسات المالية والمصرفية .

تنظيم التدفقات النقدية الداخلية بشكل يمكن المنشأة من مواجهة التزاماتها اتجاه الغير لكن رغم كل هذه المزايا إلا أنه توجد بعض العيوب المترتبة عن هذا النوع من التمويل .

2- مساوئ أو عيوب التمويل الذاتي : كما أن استخدام التمويل الذاتي في العملية التمويلية مزايا فانه لا يخلو من العيوب والتي يمكن تلخيصها في النقاط التالية² :

1- أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سابق، ص 31 - 32 .

2- وفاء عبد الباسط: مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة مرجع سابق، ص 42 .

✓ يرى بعض أن الأموال الناتجة عن التمويل الذاتي ليس لها أي تكلفة، لهذا تلجأ بعض المنشآت إلى توظيفها في استثمارات ذات ربحية ضعيفة، مما ينتج عنه في النهاية سوء استخدام الموارد المالية للمنشأة .

✓ يكون التمويل الذاتي عائقا لتطوير المنشأة عندما تعتمد عليه بصورة كبيرة، لأنه عادة ما لا يكفي لتغطية كل الاحتياجات المالية، فيتوجب عليها إما اللجوء إلى القروض الخارجية وإما لاستثمار بقدر الأموال المتاحة لها بالتالي تفويت الفرصة .

✓ إن تدعيم سياسة التمويل الذاتي عن الطريق تعظيم أفساط الاستهلاك في سنوات الأولى يؤدي إلى زيادة تكلفة السلع المنتجة والتي من شأنها أن تؤدي إلى ارتفاع الأسعار والذي يكون على حساب المستهلك وكذلك انخفاض تنافسية المنشأة في السوق ✓ لا يعتبر التمويل الذاتي حافزا للعمال لزيادة إنتاجيتهم حيث أنهم قد يحرصون من موارد مالية كانت قد توجه للتوزيع مما يضعف من القدرة الشرائية لهم، خاصة عند ارتفاع مستوى الأسعار، مما ينعكس سلبا على الأداء ومنه على المنشأة، حيث تتخضع إنتاجيتها.

✓ اعتماد المفرط على هذا النوع من مصادر التمويل يؤدي إلى النمو البطيء وحرمان المنشأة من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المربحة.

✓ يتميز التمويل الذاتي في المنشآت الصغيرة والمتوسطة والناشئة باعتماده على مدخرات صغيرة جدا غالبا ملا تكف لمواجهة احتياجات هذه المنشآت من أجل تغطية نفقاتها المختلفة، وتتجلى المشكلة التمويلية خاصة لهذه المنشآت إذا تعرضت إلى مشاكل سيولة نتيجة عدم قدراتها على بيع منتجاتها في فترة مناسبة أو إذا فوجئت بارتفاع شديد في أسعار المواد الأولية.

ويمكن تصور حجم المشكلة التمويلية عندما يكون الهدف هو زيادة رأس المال المنشأة فهذه المدخرات الصغيرة جدا تتجمع عادة ببطء كبير عبر الزمن وبمعدلات منخفضة في

معظم الحالات، ورفع معدلاتها يستلزم ارتفاع ملموس في دخول الحقيقة أو مزيد من ممارسة ضغط الاستهلاك الخاص وكلاهما صعب التحقيق .

تشير الدراسات إلى أن قدرة الموارد الخاصة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة لا تتجاوزها يوازي ثلث احتياجاتها التمويلية، ففي نهاية 1994، طبقا لتقرير اللجنة العامة لخطة 1996 - لوحظ أن ما لا يقل عن 86 % من عدد المشروعات الناشئة الفرنسية لا تتجاوز مصادرها الخاصة هو 25 ألف فرنك فرنسي¹.

ثانياً: التمويل عن طريق الأسهم العادية

يتصف التمويل باستخدام الأسهم العادية بالعديد من المزايا كما يحتويه بع العيوب.

1- مزايا التمويل عن طريق الأسهم العادية²:

- ليس هناك إلزام قانوني على الشركة بإجراء توزيعات للمساهمين، إذا يخضع ذلك لتقدير إدارة الشركة وسياستها الخاصة بتوزيع الأرباح
- تمثل الأسهم العادية مصدراً للتمويل الدائم وطويل الأجل لا يجوز لحائزها استرداده قيمتها من المنشأة المصدرة لها، إلا أنه يمكنه نقل ملكيته للغير عن طريق بيع المباشر أو من خلال سوق الأوراق المالية .

- تعتبر الأسهم العادية أنس المصادر لتمويل الحصول على الأصول الثابتة .

- يترتب على الإصدار المزيد من الأسهم العادية انخفاض نسبة الوضع المالي للشركة، الأمر الذي يؤدي إلى دفع القدرة الافتراضية المستقبلية للشركة.

- تعتبر الأسهم العادية من وجهة نظر المشروع مصدر تمويلي أقل خطراً من الناحية المالية بالمقارنة بالقروض السندات والأسهم الممتازة حيث أنه ليس هناك إلزام على الشركة بسداد توزيعات ثابتة للمساهمين مثلما هو الحال مع حملة الأسهم الممتازة، كما أن

1- عبد الباسط وفاء، مرجع نفسه، ص 44 .

2- منير ابراهيم الهندي: الإدارة المالية منهج تحليلي معاصر، مركز الدالتا للطباعة، الإسكندرية 1999 ص 935-936 .

عدم سداد توزيعات الأسهم لا يترتب عليه تعرض الشركة للإفلاس مثلما يحدث في حالة القروض والسندات عند التوقف عن السداد والخدمة ديونها . وعلى العكس من ذلك تشكل الأسهم العادية بالنسبة لحاملها خطرا أعلى مقارنة بمصادر التمويل الأخرى، حيث بعد حمله السندات آخر الفئات التي تحصل على أنصبتها من الأرباح في حالة استمرار الشركة ومن فائض التصفية في حالة تصفية الشركة

2- عيوب التمويل عن طريق الأسهم العادية¹:

-ارتفاع تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية نتيجة لارتفاع العائد المطلوب من حمله الأسهم إلى جانب أن توزيعات الأسهم لا تعد من قبيل التكاليف الواجبة الخصم من الداخل الخاضع للضريبة، ومن ثم لا يترتب عليها أي وفورات ضريبية على العكس من القروض والسندات التي تحقق وفورات ضريبية نتيجة لاعتبار مدفوعات الفوائد من التكاليف واجبة الخصم وصولا لما في الدخل الخاضع للضريبة .

-يترتب على إصدار أسهم جديدة دخول مساهمين جدد يفقد المساهمين القدامى السيطرة على القرارات الشركة .

ثالثاً: التمويل عن طريق الأوراق التجارية²

1- مزايا التمويل عن طريق الأوراق التجارية.

-كلفتها قليلة مقارنة بالائتمان المصرفي قصير الأجل .
-إمكانية الحصول على المبالغ كبيرة بعكس الافتراض من البنك .
-تعزيز مكانة المقترض الذي تتجح أوراقه المالية في السوق .
-لا تحتاج إلى ضمانات بعكس الائتمان المصرفي الذي يشترط تقديم الضمان خاصة عندما يكون المبلغ كبيرا .

1- عاطف وليم أندراوس: التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، مرجع سابق، ص 377.

2- توفيق عبد الرحيم يوسف وآخرون: الإدارة والتحليل المالي، مرجع سابق، ص 79.

2- عيوب الأوراق التجارية كمصدر من مصادر التمويل¹ :

- ❖ قد يؤدي التوسع فيها إلى إهمال العلاقات مع بنوك
 - ❖ ضرورة دفع قيمة الورقة في تاريخ الاستحقاق فإذا حدث مع الشركة المصدرة بعكس فني عند الاستحقاق هذه الأوراق فان حاملوها لا يتفهمون وضع الشركة المصدرة بعكس البنك الذي يتفهم وضع عملائه ويقو بتأجيل سداد التزامات عملائه عند الضرورة وإعطائهم تمويلا إضافيا للتخلص من العسر المالي الذي يتعرض له المقرضين.
 - ❖ يقتصر استعمال هذه الأداة التمويلية من الشركات الكبيرة والتي تتمتع بسمعة ائتمانية جديدة ولها مركز مالي قوي وأما الشركات الصغيرة فلا تستطيع استخدام هذا المصدر في التمويل
 - ❖ تحتاج إلى وقت مابين إصدارها وتسويقها ومن ثم الحصول على أموال يعكس الائتمان المصرفي الذي لا يحتاج إلى هذا الوقت خاصة عندما يكون المقترض ممتعا بالجدارة الائتمانية العالية والمركز المالي القوي.
 - ❖ في حالة وجود وسطاء لتسويق الإصدار ترتفع تكاليف هذه الأوراق نظرا للعمولات المدفوعة إلى هؤلاء الوسطاء .
- رابعاً: التمويل عن طريق رأس المال المخاطر
- كما أن لتمويل عن طريق رأس المال المخاطر مزايا فهو لا يخلو من عيوب كغيرها ممن بدائل التمويل الأخرى ومن مزايا والعيوب :

1- توفيق عبد الرحيم يوسف وآخرون، المرجع نفسه، ص 79.

1- مزايا التمويل عن طريق رأس المال المخاطر¹ :

✓ زيادة الأموال الخاصة بسبب مشاركة المخاطرين بحصة من رأس المال .
✓ لا تكون أموال المخاطر بين مستحقة أو واجبة الأداء إذا كانت حالة المشروع لا تسمح بذلك، على اعتبار أنها أصبحت تشكل جزء من أمواله الخاصة، وذلك على خلاف القروض

✓ لا تقتصر مشاركة المخاطرين على الجانب المالي فحسب، وإنما تكون مصحوبة بالمتابعة والنصح، خاصة إذا تبني المخاطر ون سياسة المتابعة الايجابية المستمرة للمشروعات

2- عيوب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر² :

+ المشاركة في قرارات المشروع والتدخل في توجيهه من قبل مؤسسات رأس المال المخاطر، وكيف لا، وهذا 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- المنتدى التعليمي: نشاط رأس المال المخاطر، قيفتا، 2015/03/16 www.gulfta.com

2- المرجع نفسه.

المبحث الثالث: تكلفة التمويل و المخاطر المرتبطة بالتمويل والطرق إدارتها

ينشأ الخطر عندما يكون هناك احتمال الأكثر من نتيجة والمحصلة النهائية غير معروفة ويقاس هذا الخطر احتساب الانحراف المعياري عن النتائج السابقة، وكل منشآت الأعمال تواجه حالة عدم التأكد من نتائج نشاطاتها، ويتضح أن خصائص الشروط وغيرها المرتبطة بالتمويل تأخذ في الحسابات أفضل السبل الإدارية مخاطر تمويل منشآت الأعمال، والمغزى من ذلك هو الاطمئنان إلى استمرار جدوى المشروع الفنية والمالية وقدرته على تحقيق معدلات أداء مرضية تفي بمتطلبات المساهمين والدائنين على حد سواء .

وسوف يتم التعرض في هذا المبحث إلى كيفية تحديد تكلفة أساليب التمويل والمخاطر المرتبطة بالتمويل من جهة وكيفية إدارة هذه المخاطر من جهة أخرى .

المطلب الأول: تقدير تكلفة أساليب التمويل

تناولنا في المطلبين السابقين مصادر التمويل المختلفة التي قد تتاح للمنشأة لتمويل استثماراتها، ولقد ميزنا في هذا الصدد بين المصادر التمويل قصيرة الأجل وطويلة الأجل ومتوسطة الأجل وفي هذا المطلب سنستعرض لكيفية تقدير تكلفة الأموال من كل مصدر تمهيدا للوصول إلى رقم واحد يمثل تكلفة الأموال للمنشأة ككل وترجح أهمية تقدير تكلفة التمويل إلى أنها تعتبر من أهم العمليات التي تركز عليها القرارات المالية¹ .

أولاً: تكلفة المصادر التمويل طويلة الأجل

1- **تكلفة القروض:** تكلفة الأموال المقترضة قبل الضرائب تساوي معدل الفائدة على

القرض أي أن:

= -

حيث K_p : تكلفة القرض قبل الضريبة .

1- أويس عطوة الزنط: منهاج استخدام التقنية الحديثة في التحليل الاقتصادي لأسس تقييم المشروعات ودراسات جدوى الاستثمار، ج2، المكتبة الأكاديمية، سنة 1992، ص 275.

F: نفقات الفوائد المترتبة على أصل القرض .

E: المبلغ الصافي المقترض .

وتتمثل تكلفة الاقتراض، في المعدل الفعلي للفائدة والذي تدفعه المؤسسة للمستثمر وهو ما يعرف بالتكلفة للظاهرة ويمكن تقديره بالعلاقة التالية¹:

$$1Ct = Co \left(1 + \frac{Kp}{1-t} \right)^t$$

حيث Co: مبلغ القرض.

Ct: مبلغ التدفقات الخارجة للسنة t وما يعادل القرض بالإضافة إلى الفوائد .

Ki: سعر الفائدة الظاهري .

وبقسمة طرفي المعادلة 1 على Co نجد أن $Co > 0$: $1 + \frac{Kp}{1-t} = 1 + \frac{Kp}{1-t}$

وبتالي فإن تكلفة الاقتراض هي معدل الذي يحقق المساواة بين التدفقات الخارجة القرض ونظرا لأن الفوائد المدفوعة على القروض تخضع من وعاء الإيرادات الخاضع للضريبة و بالتالي يمكننا إجراء قياس تكلفة الأموال المقترضة كما يلي $Kp = Ki(1-t)^2$:

حيث Kp: تكلفة القرض بادخار التأثير الضريبي.

Ki: معدل الفائدة الفعلي على الأموال المقترضة .

t: معدل الضريبة .

2- **تكلفة الأسهم العادية:** حسب نموذج جوردن وعلى اعتبار أن القيمة السوقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، وحيث أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق معين فإن التدفقات النقدية سوق تتمثل فقط في التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر، وهذا ما توضحه المعادلة الآتية³.

1- هندي ابراهيم منير: الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، 1998 ص 527 .

2-Van horne . james ,c. financial namagement and poliy .tome 1 , international edition ,USA 1986 , p116 .

3-Ibid, P 276 .

$$P_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{Dt}{(1 + Ke)^{t+1}}$$

حيث P_0 : القيمة السوقية للسهم .

Dt : توزيعات الأرباح المنتظرة للسهم إلى فترة t

Ke : تكلفة السهم العادي أو الحد الأدنى لمعدل العائد .

t : المجال الزمني .

أما تكلفة السهم العادي الواحد هي — =

حيث Ke : تكلفة السهم العادي.

D : الأرباح الموزعة لسهم عادي .

P_0 : القيمة السوقية لسهم عادي .

أما إذا كان معدل النمو المتوقع في تكلفة غير مهمل فان تكلفة السهم العادي حسب

$$Ke = — + g^1$$

حيث g : معدل النمو المتوقع لعائد السهم العادي .

3-تكلفة الأسهم الممتازة: بما أن أغلب الأسهم الممتازة لا يتحدد فيها تاريخ التسديد فمن

الممكن استخدام نموذج لتقييم قصد قياس تكلفتها للعلاقة التالية²:

$$Kp = \frac{D}{I_0}$$

Kp : تكلفة السهم .

D : توزيع السنوي لأرباح السهم الممتاز .

1- سمير محمد عبد العزيز: تمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، ط1 ، مطبعة الإشعاع الفنية الإسكندرية ، 1998

ص 305 .

2- محمد صالح الحناوي: الإدارة المالية والتمويل، مرجع سابق، ص 522 .

I_0 : صافي قيمة السهم .

وبأخذ المصروفات المصاحبة للإصدار المتمثلة أساسا في العمولات والخصومات وتكاليف الإصدار فان العلاقة السابقة تصبح كما يلي :

$$Kp = \frac{D}{I_0(1 - E)}$$

حيث E : تمثل المصروفات المصاحبة للإصدار .

4- **تكلفة الأرباح المحتجزة** : تمثل الأرباح تحققت، غير أن المنشأة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مستقبلية، وبالطبع لا ينبغي احتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع من استثمارها، يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك، ونظرا لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات، فان تكلفة الاعتماد على هذه الأموال في التمويل تساوي مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار¹ حيث:

= - +

وتقدر هذه التكلفة بطرح الضريبة لأنها خاضعة لها، ثم نتبع نفس الخطوات تكلفة الأسهم العادية

K_e : تكلفة الأرباح المحتجزة .

D : التوزيعات السنوية .

p_0 : قيمة الأرباح المحتجزة .

5- **تكلفة السندات** : عند حساب تكلفة السندات فان الفرق بين القيمة الاستهلاكية للسند والقيمة الاسمية للسند مقسومة على عدد السنوات السند، تضاف إلى إجمالي التكلفة

1- أحمد بوراس: تمويل المنشآت الاقتصادية، مرجع سابق، ص 90 .

الفصل الثاني _____ ماهية التمويل

السوية للسند إذا كانت موجبة وتطرح منه إجمالي التكلفة السنوية للسند إذا كانت سالبة .
ومن الجدير بالذكر أيضا بالذكر أيضا أن تكلفة السند يمكننا حسابها بالمعادلة التالية¹

$$Kb = \frac{N * P + \frac{P - Ne}{t}}{\frac{P + Ne}{2}} * 100$$

Kb : تكلفة السند .

N : القيمة الاسمية للسند .

D : التوزيعات السنوية .

Ne : صافي قيمة السند .

t : مدة السند .

وفي حالة وجود ضريبة فان تكلفة السند يمكن حسابها بالمعادلة التالية :

$$Kb = \frac{N * P + \frac{P - Ne}{t}}{\frac{P + Ne}{2}} (1 - T) * 100$$

T : الضريبة .

2- تكلفة مصادر التمويل قصيرة ومتوسطة الأجل : يوضحها كما يلي :

أ- **تكلفة الاستئجار** : يتكون من مجموع ثلاث مجاميع هي :

- القيم الحالية لأقساط الإيجار المضاف إليها الخسارة الناتجة عن الاهتلاكات.

- القيمة المتبقية للأصل في حالة شرائه، في نهاية عقد الائتمان .

- المعدل الذي تتساوى عنده قيمته الاستثمار الممول بالإيجار .

1- حسني علي خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد: الاستثمار النظرية والتطبيق، دار النهضة العربية، القاهرة 1996،

وتعطي هذه التكلفة بالعلاقة التالية¹ :

$$V_0 = \sum_{i=0}^n Li(1 - T) + \frac{AiT}{(1 + r)^i} + \frac{Rn}{(1 + r)^i}$$

V_0 : قيمة الأصل الممول بالاستئجار .

A_i : إهلاك الأصل .

L_i : قيمة الإيجار لفترة i

R_n : القيمة المتبقية للأصل في نهاية العقد .

T : معدل الضريبة على الأرباح

r : تكلفة الإيجار (معدل العائد المساوي بين قيمة الأصل وقيمة التدفقات الحالية لعناصر

الأصل المستأجر)

ب- **تكلفة الأساليب الأخرى**: بما أن التقسيم كان حسب المدة أو الأجل فإن تكلفة بقية هذه

الأساليب تحسب بنفس طريقة القروض طويلة الأجل، فالفرق الوحيد يتمثل في المدى

الزمني t .

1- حسني علي خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد ، مرجع نفسه، ص 171 .

المطلب الثاني: المخاطر المرتبطة بالتمويل

للمستثمر أهداف أساسية منها للحصول على فوائد كبيرة تفوق تكاليف الاستثمار وهو مال يتحقق إلا بالمرور عبر عمليات تكون صعبة يسبب المخاطر المختلفة قد تحدث أثناء القيام بعمليات التمويل، ومن أهم هذه المخاطر ما يلي :

أولاً: المخاطر العامة

وتشمل المخاطر المتعلقة بالظروف الاقتصادية والسياسة والتي لها تأثير وعلى نظام السوق ككل، فأى كساد أو ازدهار اقتصادي أو اضطرابات أو أزمات سياسة لابد وأن تؤثر في تذبذب أسعار أصول المحفظة والاستثمارية وليس أدل على ذلك من انخفاض أسعار الأسهم والسندات والأراضي والعقارات في المنطقة خلال وإبان أزمة حرب الخليج عام 1991 وأما مكونات المخاطر العامة فهي كالتالي :

1- مخاطر سوء الإدارة: أن لأخطاء الإدارة آثار السلبية على نتائج أعمال الشركة وبالتالي على العائد على الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة قد يؤثر على أرباح الشركة . وهناك احتمال أن تكون تكاليف التشغيل أكثر من التكاليف التقدير لها، الأمر الذي سيؤثر سلبا على الإيرادات ¹.

2-المخاطر السياسية: وهي احتمال حدوث أزمات بين البلدين المتعاملين أو التغيير في الحكومات ومنها الحروب والانقلابات العسكرية، وكل هذا يؤدي إلى خلق مشاكل فيما يخص تسوية الديون ²، ومن المخاطر السياسية أيضا المضايقات المستثمرة والمتلاحقة

1- حسني علي خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد: الاستثمار النظرية والتطبيق، دار النهضة العربية، القاهرة 1996 ص 47.

2- مقشيش سالم: دور البنوك التجارية في تمويل المشاريع الاستثمارية ، مذكرة تخرج لنيل شهادة ليسانس غير منشورة، قسم العلوم التجارية، جامعة ورقلة، 2012، ص 44 .

كالمضايقات من المصلحة الضرائب ومن مفتشي التمويل والرخص والأسعار وهذه المضايقات تسبب الخوف وربما تحجم من الأعمال وتهرب الأموال إلى الخارج¹.

3- المخاطر القانونية: ترتبط هذه المخاطر بعدم وضح 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 هي قوانين الضرائب والرسوم وإجراءات الإشهار².

4- المخاطر الاقتصادية: أو الأوضاع الاقتصادية وتكتسي 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 الارتفاع الجودة وخفض التكلفة³، وهي تلك المخاطر الناجمة عن الأسباب اقتصادية تحته وتنقسم إلى نوعين خطر انخفاض الطلب على المنتج المخطط له وبالتالي قد لا يمكن إنتاجه⁴.

ثانياً: مخاطر الأعمال ومكوناته

1- مخاطر أسعار الفائدة: إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى، فارتفاع سعر الفائدة يؤدي دائماً إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها ووضع ثمنها كوديعة في أحد البنوك مثلاً مما سيد عليه عائد أعلى، وأن أي

1- باسل الحيني: تمويل المشروعات البترولية في الدول العربية مجلة النفط والتعاون العربي، العدد 82، 1997، ص 151 .

2- حسين حسين شحاتة: تأمين مخاطر رجال الأعمال، ط1، دار الكلمة للنشر والتوزيع، المنصورة، مصر ، 2000، ص 82 .

3- حسين حسين شحاتة، مرجع نفسه ص 83 .

4- طارق الحاج: مبادئ التمويل، مرجع سابق، ص 22-23 .

تغير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار الأوراق المالية طويلة الأجل بشكل أكبر من تأثيره على الأسعار الأوراق المالية قصيرة الأجل¹.

2- **مخاطر انخفاض القوة الشرائية** : وتعني احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات تضخم، فلو ارتفعت معدلات التضخم فإن القوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمارها اليوم، تختلف عن القوة الشرائية لنفس الكمية من النقود بعد سنة أو سنتين وكذلك القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض مما يؤدي الى انخفاض معدل الحقيقي للعائد على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد، والمعادلة التالية تبين لنا المعدل الحقيقي لعائد على الاستثمار².

$$Mr = \frac{Mn - f}{1 + f}$$

Mr : المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار.

Mn : المعدل الاسمي للعائد على الاستثمار.

F : معدل تضخم.

3- **مخاطر السوق** : تبقى المخاطر المرتبطة بالسوق منصبة على المبيعات و لتصدير فالبرعم من وجود أسواق وشبه اختفاء معوقات الدخول إليها فان الأسعار في هذه الأسواق دائماً في صعود وهبوط ولا تستقر على مستوى محدود وهذا التذبذب في الأسعار في المستقبل، فقد تتعرض السوق إلى فترات هبوط للأسعار تستمر لأسابيع أو شهر أو سنوات³.

4- **مخاطر الصناعية**: وهي المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة والناجمة عن ظروف خاصة بهذه الصناعة ويجب التأكد من أن المشروع المطروح للتمويل مؤهل للاستفادة

1- زيادة رمضان ومحفوظ أحمد جودة: إدارة البنوك، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1995 ص 284.

2- حسني علي خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد، مرجع سابق، ص 44-45.

3- المرجع نفسه، ص 47.

المثلي 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 وهيكل التمويل مرتببات إلى حد كبير، فالخوف ينتج عندما يتم تحميل المشروع بنود تكلفة تضعه في موقف تنافسي ضعيف أو أن يتجاوز التكلفة وقد يخل ذلك بهيكل التمويل المقترح ويترتب على ذلك أعباء على المشروع، مما يؤثر على جدواه الاقتصادية¹.

المطلب الثالث: إدارة المخاطر المرتبطة بالتمويل

أولاً: إدارة المخاطر العامة

1- إدارة مخاطر سوء الإدارة : على مجالس الإدارة أن يقوم بتطوير سياسات عامة وخطط لإدارة مخاطر التشغيل، فالمخاطر التي مصدرها العاملون تحتاج إلى إدارة فعالة رصد وتحكم، 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 خبرة².

2- إدارة المخاطر السياسية : تكون بمواجهتها عن طريق الاستعانة بوكالات ضمان الصادات العالمية أو تأمين خاص بالمخاطر السياسية.

3- إدارة المخاطر القانونية : وذلك بإصدار القوانين والتعليمات ووضع النظم والإجراءات التي تسهل من إنشاء المشروعات والحصول على الموافقات والترخيص مت استوفت

1- عبد الله بلعدي: التمويل برأس المال المخاطر، مرجع سابق، ص 65 .

2- نادية يوسف عبد الوهاب صالح الصالح: العالمية للتعليم والتدريب، 2015/03/14 www.ksu.edu.sa

الأوراق والشروط والمشاركة في مراجعة مشروعات القوانين وما في حكم ذلك والتصدي لصيغ ابتزاز الأموال بطرق غير شرعية أو غير مشروعة¹.

رابعاً: إدارة مخاطر تدهور الأوضاع الاقتصادية

بإبرام عقود تسويق طويلة الأجل مع جهات خارجية والتركيز على المشروعات التصدير والاستعانة بوكالات ضمان الصادرات الدولية لتوفير الغطاء لجانب من التمويل وإيداع إيرادات، البيع الخارجي في حسابات خارجية يتم التصرف فيها وفقاً لترتيب منصوص عليه في اتفاقيات التمويل².

خامساً: إدارة مخاطر الأعمال (الفائدة)

1- إدارة مخاطر السعر: وذلك بتحديد وتوضيح السياسات والإجراءات التي تحد من المخاطر سعر الفائدة وذلك من خلال رسم المسؤوليات ذات الصلة بقرارات إدارة مخاطر سعر الفائدة، ومن خلال تجديد الأدوات والخطط المطلوبة للاحتواء من هذه المخاطر ومن خلال الاستغلال الأمثل لفرض الاستثمار المتوفرة في السوق المالي والمصرفي، كما يجب تعيين الأشخاص أو اللجان المسؤولة عن إدارة مخاطر سعر الفائدة، وتجديد المسؤوليات والصلاحيات المرتبطة بذلك، ويجب التنويه إلى أهمية الفصل الكافي للمسؤوليات وللمهام المتعلقة بقياس المخاطر ورصدها والسيطرة عليها³.

2- إدارة ومخاطر انخفاض القوة الشرائية: وهو ما يقف كعائق أمام المستثمرين والدائنين على حد سواء، وفي مواجهتها يتم اللجوء إلى الحسابات الخارجية والحصول على غطاء للمخاطر التجارية من وكالات ضمان الصادرات العالمية وكذلك تثبيت سعر

1- طارق الله خان وحبيب أحمد: إدارة المخاطر، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، المملكة العربية السعودية، 2003، ص 44 .

2- باسل الحسيني: تمويل المشروعات البترولية في الدول العربية، مجلة النفط والتعاون العربي، العدد 82، 1997، ص 154.

3- نايف الناصر: محاضرات إدارة المخاطر، موجودة في الموقع www.tcyeir.com 2015/03/13

المادة الخام وتأجيل مدفوعات في حالة انخفاض الأسعار مما يزيد على قدرة المشروع على الوفاء بالتزامه.

3- إدارة مخاطر السوق : بالتغلب عليها عن طريق إبرام اتفاقيات تسويق طويلة الأجل مع الجهات خارجية التي لها شأن في هذا المجال، وهذا في السنوات الأولى للإنتاج والبيع¹.

4- 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 وتثبيتته 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 إدارة والمعونة الفنية مع تأكيد على أهمية وجود برنامج لتدريب الكوادر المحلية، لتحل تدريجيا محل الكوادر الأجنبية خلال حياة المشروع، كما يجب العمل على تخفيض المخاطر زيادة التكلفة الاستثمارية بالحرص على اختبار المقاول ذو الخبرة والحوال الدائنين على ضمانات من المساهمين خلال فترة الإنشاء بالنسبة لملائمة هيكل التمويل، مع إعطاء مجالات أكبر لعمر القرض مما يغطي للمشروع مجال زمني أكبر².

1- طارق الله خان وحبيب أحمد، مرجع سابق، ص 40-42 .

2- المرجع نفسه، ص 43 .

خلاصة:

يعتبر التمويل لأية مؤسسة من القرارات الهامة والإستراتيجية سواء تعلق بحجم الأموال أو مصادر الحصول عليها، فالتمويل عصب كل عمليتي التجهيز والاستغلال في المؤسسة ولا غنى عنه لاستمرارية النشاط، وتختلف مصادر التمويل فمنها ما هو داخلي ومنها ما هو خارجي، ويتحدد خيار المؤسسة التمويلية في المجال اختيار مصدر التمويل تبعاً لعدة عوامل، أهمها تكلفة التمويل أو المصدر الذي يتم اللجوء إليه، وللتمول أساليبه وهي تلك التشكيلة من الأموال التي تحصل عليها المؤسسة بهدف تمويل استثماراتها سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، فالهدف الأساسي من التعرف عن أنواع الأموال المتاحة وتحديد الخصائص المميزة لها هو إمكانية المفاضلة بينها بأحسن الشروط وكذلك هناك مجموعة من أساليب التمويل الحديثة، وهي من أحسن أساليب التمويل لعدم اعتمادها على ضمانات في عملية التمويل وقد قسمنا المخاطر المرتبطة بالتمويل إلى مجموعتين، مخاطر عامة ومخاطر أعمال ولم يقتصر الاهتمام على الدراية بالمخاطر فحسب بل تم البحث عن الكيفية الرشيدة في مواجهتها فتدريب الكوادر المحلية لاكتساب الخبرة اللازمة.

الفصل الثالث:

رأس المال المخاطر في المؤسسة

المالية للاستثمار والمساهمة

والتوظيف **sofinance**

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

تمهيد:

منذ نهاية الثمانينات وبداية التسعينات بدأت الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر, حيث سارعت السلطات العمومية إلى وضع سياسات لإدماج أدوات وتطبيقات تواكب الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى الاقتصاد الحر (اقتصاد السوق), وموازاة مع التحديات والصعوبات التي تواجهها المؤسسات والمشاريع الناشئة, عملت على إنشاء مؤسسات مالية جديدة وإحداث طرق مبتكرة لتمويلها, من أجل مواجهة هذه المشاكل والتحديات.

وتعد الشركة المالية للاستثمار المساهمة والتوظيف Sofinance المعتمدة من طرف بنك الجزائر منذ سنة 2001, واحدة من بين هذه المؤسسات المالية, والتي تمول بتقنية رأس المال المخاطر للمشاريع الناشئة من أجل إعطائها دفعة جديدة ومصدر تمويل حديث لمساعدتها على النمو والتطور.

وسنقوم بدراسة هذه الشركة, حيث سنتطرق

المبحث الأول : تقديم عام لشركة Sofinance .

المبحث الثاني: كيفية دراسة طلب قرض رأس المال المخاطر في هاته الشركة.

المبحث الثالث : ندرس حالة تقديم قرض رأس المال المخاطر لإحدى المشاريع

الناشئة (فندق مارفال marval).

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

المبحث الأول: التقديم العام للشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

تعتبر الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف أحد الشركات المساهمة في دعم وترقية المشاريع الناشئة في الجزائر لهذا سنتناول في هذا المبحث التعريف العام للمؤسسة المستقبلية وهي شركة Sofinance كمرحلة أولى, فمن خلال نشاطها وهيكلها التنظيمي, أهدافها, ومهامها ونشاطاتها.

المطلب الأول: التعريف بالشركة وهيكلها التنظيمي

الفرع (1) التعريف بالشركة: الشركة المالية للاستثمار المساهمة والتوظيف¹ Sofinance هي مؤسسة مالية عمومية بأسهم اعتمدت من طرف بنك الجزائر بتاريخ جانفي 2001, ومزودة برأس مال اجتماعي بقيمة 5ملايير دينار (52مليون أورو) مقرها الرئيسي بالعاصمة - رويسو - ولها وكالات على مستوى بنك التنمية المحلية BDL في بعض الولايات².

ولقد أنشأت الشركة المالية للاستثمار المساهمة والتوظيف Sofinance, بمبادرة من المجلس الوطني لمساهمات الدولة³ CNPE بتاريخ 04 أفريل 2000, حيث حددت لها مهام أساسية تتمثل خصوصا في

-مرافقة الشركات في تطوير وسائل الإنتاج الوطنية.

-تطوير منتجات تمويلية جديدة.

¹ -société financière d'investissement, de participation et de placement

² -الولايات هي البلدة بجاية, باتنة, أم البواقي, وهران وتيارت هذه الوكالات في إطار تسيير Sofinance لصناديق الاستثمار الولاية.

³ -consil national des participations de l'état

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

كما تشمل جميع المهن التي وضعها البنك العالمي باستثناء ودائع العملاء وإدارة وسائل الدفع وكذا إنشاء المؤسسات الجديدة في إطار الاستثمار الأجنبي المباشر¹.

وترتكز الشركة جل تدخلاتها حول تطوير الاستثمار, ويغطي مجال تدخلاتها العمليات المالية التالية:

- التمويل برأس المال المخاطر capital Risk

- التمويل بالقرض الايجاري leasing

- المساهمة في رأس مال المؤسسات prise de participation

- تقديم القروض الكلاسيكية والالتزام بالتوقيع les engagements pas signature

- تسيير الخزينة La gestion de trésorerie

- وتقديم المساعدات والاستشارة للمؤسسات conseil et assistance

- تقديم القروض الكلاسيكية والالتزامات بالتوقيع les engagements par signature

- تسيير الخزينة la gestion de trésorerie

- تقديم المساعدات والاستشارة للمؤسسات conseil et assistance.

وتدعيم هذه الأنشطة من قبل فريق متعدد التخصصات في المالية, الاقتصاد, التجارة, الهندسة, القانون....الخ, ذوي خبرة في الميدان, كما يسهر الفريق على توفير التأطير اللازم والإرشاد للشباب المهنيين الذي يتلقون بانتظام تدريبات لجميع المهن الممارسة على مستوى Sofinance, وهذا راجع للمكانة الخاصة التي يحتلها التدريب في إستراتيجية الشركة لتنمية الموارد

¹ - من الموقع الرسمي الالكتروني ل Sofinance 05/04/2015 consult www.sofinance.dz

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

البشرية , كما لديها شبكة من المستشارين والخبراء (خبراء المالية والضرائب, المهندسين, خبراء الصناعة, المحامين ذو خبرة طويلة) الذين يتدخلون حسب الطلب لتلبية الحاجات. ومنذ إنشاء Sofinance في جانفي 2001, أصبحت الشركة تعد شريكا فعالا في مسار إنعاش وتطوير النسيج الصناعي بالجزائر , كما استطاعت إن تحتل موقع مرموق في السوق التمويلية الجزائرية من خلال المصادر الجديدة التي تقترحها وهي:

- التمويل برأس المال المخاطر capital Risk

- التمويل بالقرض الايجاري leasing

- المساهمة في رأس مال المؤسسات prise de participation

الفرع (2) الهيكل التنظيمي : عرف الهيكل التنظيمي لـ Sofinance عدت تغييرات مست بهيكله وكان آخره تعديل سنة 2011, وهذا تماشيا مع المهام التي يجري تطويرها من طرف الشركة منها رأس المال الاستثماري, القرض الايجاري, إدارة رأس المال والهندسة المالية , ونجد أن شركة Sofinance اعتمدت على فريق يتميز بالحيوية والديناميكية والمبادرة من أجل تفعيل الإدارة وعملياتها, فهم يتميزون بالخبرة في مجال البنوك , كما يتحكمون في تقنيات الإعلام الآلي , من أجل ضمان السير الحسن للشركة , ويتكون من أربعة مديريات تشغيلية (عملياتية) وهي ¹ :

-مديرية المساهمة والهندسة المالية.

-مديرية القرض الايجاري .

-مديرية التوجيه.

كما يتكون من أربعة هياكل للدعم وهي ² :

- هيكل التنظيم ونظام الإعلام الآلي .

¹-وثائق مقدمة من طرف Sofinance,مديرية المساهمة(قسم رأس المال المخاطر),2015,

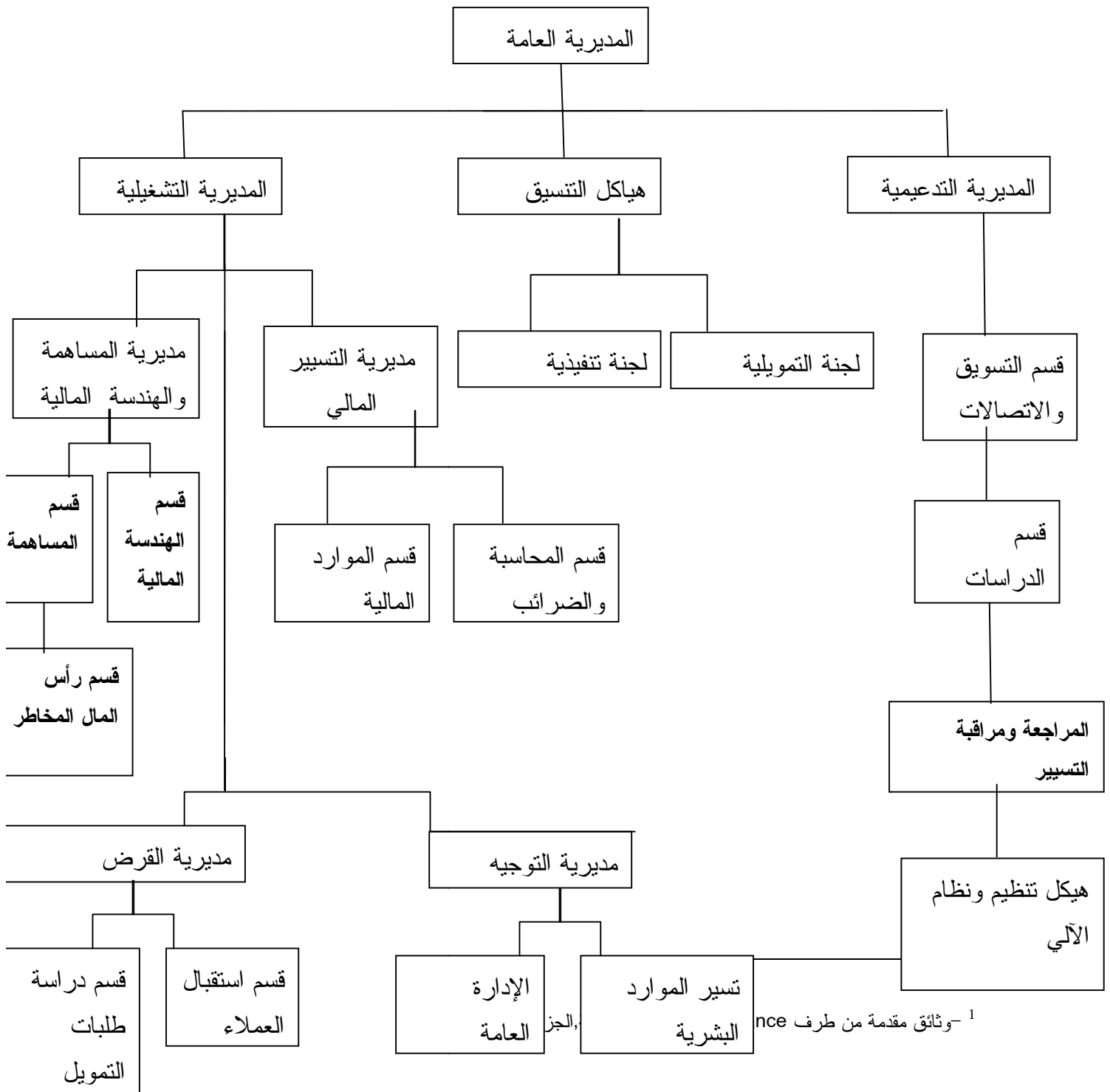
² - وثائق مقدمة من طرف Sofinance, مديرية المساهمة,الجزائر, 2015,

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة

والتوظيف sofinance

- هيكل المراجعة ومراقبة التسيير .
- مديرية الدراسات القانونية .
- مديرية الاتصالات والتسويق.
- كم يوجد هناك هيأتين للتنسيق والتحكم وهما: اللجنة التنفيذية والتمويلية.

الشكل (1) الهيكل التنظيمي¹ لـ sofinance



¹ -وثائق مقدمة من طرف sofinance

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

المديرية العامة نجدها على رأس الهيكل التنظيمي للمؤسسة وتنقسم إلى :

1) المديرية التشغيلية (العملياتية) تتكون من :

أ- مديرية المساهمة والهندسة المالية :وهي تتكون من قسمين

❖ قسم خاص بالمشاركة في رأس المال(رأس المال المخاطر) ويعني المشاركة في

حصص الشركات في طور الإنشاء والتطوير.

❖ قسم الهندسة المالية مسؤولة عن توفير الخدمات لصالح المؤسسات العامة كجزء

من إعادة الهيكلة وفتح رؤوس أموالها .

ب- مديرية التسيير المالي : هذه المديرية مهمتها الرئيسية هي وضع وتنفيذ السياسات

المالية للمؤسسة, والإبلاغ وتقديم تقارير مالية دورية إلى إدارة الشركة وبنك

الجزائر,وكذا تحتوي على قسمين هما:

❖ قسم الموارد المالية وهي المسؤولة عن إدارة :

- الموارد المالية للشركة

- الموارد السوقية المخصصة لبيانات Sofinance

- خط التمويل

❖ قسم المحاسبة والضرائب المسؤولة عن مسك الدفاتر والتقارير المالية والدورية

ج- مديرية القرض الايجاري : تضم

❖ قسم استقبال العملاء le Frontoffice : المسؤولة عن التماس والعلاقات مع

العملاء والزبائن والتأمين والموردين والإدارة

❖ قسم دراسة طلبات التمويل le Back office :هو المسؤول عن دراسة وتقييم

طلبات التمويل ,ودراسة الملفات خاصة مدة تحصيل الديون وتجديد التأمين.

د- مديرية التوجيه : هذا الفرع يضم جميع الأنشطة المتعلقة بإدارة الموارد البشرية

والمادية وهي متفرعة إلى قسمين :

❖ الإدارة العامة : إدارة موجودات الشركة وتنفيذ المنظمة .

❖ إدارة الموارد البشرية : إدارة شؤون الموظفين والتدريب .

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة

والتوظيف Sofinance

هـ- هياكل الدعم : ويوجد أربعة هياكل للدعم وتتعلق بالإدارة العليا, ويتمثل دورها في تقديم المساعدة التقنية والدعم اللازم لحسن سير العمل في الهياكل التنفيذية وتتكون من

:

❖ قسم المسؤول عن التسويق والاتصالات ويقوم بـ :

- سياسة التسويق والاتصالات
- الحفاظ وتطوير الموقع الإلكتروني الخاص بالشركة
- تقديم المساعدة للهياكل التي تعمل في أبحاث السوق

❖ قسم مسؤول عن الشؤون القانونية ويقوم بـ :

- رصد العقود للشركة ومتابعتها
- مساعدة الهياكل التنفيذية في ضمان الجانب القانوني للعمليات والمستندات

❖ قسم النظم والتنظيم مسؤول عن :

- تطوير الإجراءات الإدارية
- نظم معلومات الإدارية

❖ قسم التدقيق والرقابة مسؤول عن :

- ضمان واحترام التنظيمات خاصة التي تتعلق ببنك الجزائر
- ضمان تنفيذ واستكمال الإجراءات
- متابعة وتنفيذ الميزانيات

و- هيكل التنسيق والمراقبة : بالإضافة إلى الهياكل العضوية المذكورة أعلاه, وضعت

Sofinance هيكلين آخرين للمراقبة والتنسيق, وهي لجنة التمويل و اللجنة التنفيذية

❖ لجنة التمويل ودورها يتمثل في :

- التحقق من صحة السجلات المقدمة من قبل الهياكل التنفيذية والقيام بتحليلها

- اتخاذ القرارات حول مجموع الالتزامات سواء حول التأجير وتوقيع

القروض, المشاركة, الاستثمارات.... الخ

وتتألف لجنة التمويل برئاسة الرئيس التنفيذي من:

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

- إدارة المساهمة والهندسة المالية .
- مدير القرض الايجاري.
- مدير التسيير المالي.
- ❖ اللجنة التنفيذية : وتتألف اللجنة التنفيذية برئاسة الرئيس التنفيذي من:
 - مديرا لمساهمة والهندسة المالية .
 - مدير التسيير المالي .
 - مدير القرض الايجاري .
 - رئيس الشؤون القانونية .
 - المسؤول عن المراجعة والرقابة .
 - المسؤول عن التنظيم والنظم .
- وهذه اللجنة مسؤولة عن :
 - تنفيذ خطط العمل و الميزانيات .
 - التحقق من صحة المعلومات واستكمال الإجراءات .
 - تنسيق مختلف هياكل Sofinance

المطلب الثاني : مهام الشركة نشاطها وأهدافها .

الفرع (1) مهام Sofinance: إن الهدف الأساسي المسطر عند إنشاء Sofinance هو المساهمة في تدعيم و انتعاش الاقتصاد من خلال خلق طرق جديدة في تمويل المؤسسات ومن مهامها نجد مايلي¹:

- ❖ تحديث آلية الإنتاج وذلك من خلال العمل على تأهيل وعصرنة الاستثمارات
- ❖ تكثيف النسيج الصناعي من خلال العمليات التالية : الفروع
filialisation, التقطيع والإدماج cession et fusion, وإنشاء المؤسسات
,création d'entreprise
- ❖ إعادة هيكلة المؤسسات العمومية .

¹ -وثائق مقدمة من طرف Sofinance,مديرية المساهمة, الجزائر, 2015.

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة

والتوظيف sofinance

❖ البحث عن شركاء تقنيين وماليين للقيام بالمساهمة prises de participation .

❖ إنشاء وتطوير المؤسسات التي تنشط في القطاع الإنتاج ومتابعة هاته المؤسسات عند إنشائها من خلال تقديم النصح والإرشاد.

إضافة إلى الوظائف المذكورة سابقا بموجب قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة CNPE المعتمد في 20 أكتوبر 2003 تم توسيع تدخلات الشركة لتشمل المهام التالية :

❖ تقديم المساعدات والاستشارات للمؤسسات الاقتصادية العمومية EPE¹, فيما يتعلق بعمليات الخصصة والتنازل prevation et cession , وذلك من مرحلة التقييم إلى مرحلة التنازل .

❖ تسيير الموارد العامة التجارية غير المرصدة.

❖ تطوير مركز الهندسة المالية التابع لمجلس مساهمات الدولة CPE لتستفيد منه المؤسسات الاقتصادية العمومية EPE .

وفي هذا الإطار تتدخل sofinance على النحو التالي :

- بالأموال الخاصة لحسابها الخاص أو بتسيير أموال الخزينة العمومية في رأس مال المؤسسات أو ما يعرف برأس المال المخاطر (في مرحلة الإنشاء أو مرحلة التوسع)

- عن طريق التمويل بالقرض الايجاري .

- عن طريق تقديم القروض المباشرة (قروض متوسطة الأجل) وضمانات الإقراض .

- عن طريق تسيير رؤوس الأموال (la gestion de fonds) لحساب الغير .

- تقديم المساعدات والاستشارات للمؤسسات (conseil et l'assistance)

¹- les entreprises publiques économiques

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

واستنادا إلى هذه المهام فـ Sofinance تطبق اتفاقية الشراكة الاقتصادية , وذلك لتطوير وترقية المشاريع التنموية لصالح المستثمرين في القطاع الخاص , و ذلك من خلال :

- تركز مهام الشركة على دعم و تأهيل وتطوير المؤسسات من خلال إرشادها و مسانبتها في إعادة هيكلة الإستراتيجية والمالية (التشخيص,فتح رأس المال,البحث عن شركاء)
 - توفير كل فرص التمويل الملائمة (مساهمة في رأس المال ,قروض متوسطة,ضمانات الكفالات والقرض الايجاري,رأس المال المخاطر)
- الفرع(2) النشاطات الممارسة على مستوى Sofinance :تقوم الشركة بتقديم عدة خدمات مالية لزيائنها على غرار رأس المال المخاطر أو تمويل برأس المال المخاطر¹ :
- 1-المساهمة والتمويل participations et financements :و يتم هذا من خلال تقديم ثلاث خدمات وهي:

- ❖ الالتزامات بالتوقيع engagements pas signature
 - ❖ قروض متوسطة الأجل crédit a moyen terme
 - ❖ مساهمة في رأس المال prises de participation
- 2-الالتزامات بالتوقيع:
- تتدخل Sofinance في الكفالات الممنوحة للمؤسسات خصوصا في اطار انجاز الصفقات العمومية (المنشات القاعدية,المشاريع الاقتصادية...)
- إن الكفاءات التي تمنحها Sofinance محددة وفقا للأشكال التالية :
- ❖ كفالات الدخول للمناقصة
 - ❖ كفالات على التنسيق
 - ❖ كفالات جمركية

¹ -معلومات من مديرية المساهمة والهندسة المالية على مستوى Sofinance,الجزائر,2015

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

تسمح هذه الكفالات للمؤسسات المستفيد منها بتقديم ضمانات للاستفادة من تسبيقات تعاقدية وتسهيلات بالإضافة لانجاز الصفقات والطلبات العمومية .
ومن أهم القطاعات التي تستهدفها Sofinance من خلال هذا النوع من القروض, البناء,
الأشغال العمومية, الصناعة, hydraulique .

3- قروض متوسطة الأجل : crédit à moyen terme CMT

هذا النوع من القروض المقدم على مستوى Sofinance هو قرض استثماري موجه لتمويل المواد والتجهيزات الجديدة ويندرج في إطار تجديد التجهيزات أو توسعة الطاقات الإنتاجية للمؤسسة , والتمويل المخصص لمشروع استثماري مقدم بشكل واضح من طرف طالب القرض, ولا يمكن أن يستعمل في غير العرض المتفق عليه .
وتوجه Sofinance القروض متوسطة الأجل لمؤسسة إنتاج السلع والخدمات, ذات الشكل القانوني (شركات ذات أسهم) والتي لها على الأقل سنتين من الوجود¹ .

- أنماط التمويل :يمثل التمويل الموافق عليه من طرف Sofinance بـ 80% من المشروع المعرض, كما يتم حساب العائد والتي يتم وضعها بشكل منتظم وفقا لتطور مؤشرات السوق

- مدة القرض :تتراوح مدة تسديد القرض من 3 الى 5 سنوات , وهي مرتبطة عموما بفترة حياة الأصل الممول والملاءة المالية للزبون .

- تسديد القرض :شهري(1 شهر), ثلاثي(3 أشهر), سداسي(6 أشهر)
وأهم القطاعات المستهدفة :الصناعة, الإنتاج, النقل, البناء....

4- المساهمة في رأس المال (رأس المال المخاطر) :

تتمثل تدخلات Sofinance بالأموال الخاصة في المشاريع التالية:

- الإنشاء En création

- التوسع En développement

- إعادة الهيكلة En restructuration

¹ - معلومات من مديرية المساهمة والهندسة المالية على مستوى Sofinance, الجزائر, 2015.

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة

والتوظيف Sofinance

وأهم القطاعات التي تتدخل فيها Sofinance هي: الصناعة، البناء والأشغال العمومية، الخدمات... وذلك بهدف :

- التمكين من تعزيز رأس المال الخاص للمؤسسة التي تستفيد من تمويل وتحسين قدرات الاقتراض لدى البنوك.
- مساهمة Sofinance بالخبرة في التسيير .

❖ أنماط تدخل Sofinance :

- دخول Sofinance كشريك بالأقلية (Minoritaire) : من 10% إلى 35% من رأس المال الاجتماعي للمؤسسة.
- المبلغ الأقصى المساهمة : 25% من الأموال الخاصة لـ Sofinance .
- يتم التنازل عن الحصص لمساهمين آخرين أو في السوق المالي .
- 5- تقديم المساعدة والنصح conseil et assistance :

تعد كل من الخوصصة، الضم والتنازل عن المؤسسات من أهم رهانات وظيفة الهندسة المالية ويستند فريق العمل المخصص لهذه الوظيفة على مستوى Sofinance على خبرة متعددة التخصصات، وعلى دراية جيدة بالمحيط والسوق المحلي. وتقدم وظيفة الهندسة المالية حلول ملائمة للاحتياجات الخاصة بالمؤسسات، المستثمرين ورجال الأعمال خلال كل عملياتهم. وتتدخل Sofinance من خلال المهام التالية:

- تقييم المؤسسات Evaluation des entreprises
- القيام بعمليات الدمج والشراء Fusion et acquisition
- القيام بالإصدار السندي Emission obligatoires
- القيام بإدراج المؤسسات في البورصة Introduction en bourse

6- تسيير الأموال Gestion de fonds :

إن وظيفة تسيير الأموال تشمل حاليا التوظيفات للحساب الخاص بـ Sofinance وتتميز بتدخلات في شكل اقتراضات على مستوى السوق النقدية، السوق السندي وسوق قيم الخزينة.

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة

والتوظيف Sofinance

- التدخلات على مستوى السوق النقدية le marché monétaire: تتكون مجمل تدخلات Sofinance في السوق النقدية على العمليات ذات الأجل القصير جدا والتي يساوي أجلها في الأقصى شهر.
- التدخلات على مستوى السوق السندي le marché obligataire: تتكون محفظة القيم المنقولة لـ Sofinance من السندات التي تصدرها مؤسسات القطاع العمومي فقط كما أن تدخلاتها محددة وموجهة بشكل خاص للجهات التي تتميز بملاءة مالية عالية، ومعدل نمو مرتفع وهذا من أجل زيادة ورفع الطاقة الإنتاجية للوطن، وللمساهمة الفعالة في تنمية الاقتصاد الوطني، من خلال وضع تحت تصرف هذه المؤسسات الموارد اللازمة لانجاز برامجهم الاستثمارية وتندرج تدخلات Sofinance في هذا المجال في إطار تنويع محفظة القيم المنقولة، بالإضافة إلى سياسة تنمية القروض الموجهة للمؤسسات الوطنية من خلال التكفل بتلبية احتياجاتها التمويلية بالموازاة مع تمويلها بالقرض الأيجاري، ورأس المال المخاطر.... الخ
- التدخلات على مستوى سوق قيم الخزينة le marché de valeur du trésor

وترتكز مجمل تدخلات Sofinance في السوق الثانوية على شراء سندات الخزينة ذات الأجل القصير وبالأخص النوع des BTC 13 et 26 semaine BTAL'an

الفرع (3) أهداف Sofinance : تغطي أنشطة Sofinance تشكيلة واسعة من الخدمات المالية بما في ذلك المشاركة بالأموال الخاصة والتمويل عن طريق رأس المال المخاطر والقرض الأيجاري وكل ذلك بغية تعزيز رؤوس الأموال : زيادة التدفق النقدي وتمويل الاستثمارات من خلال القروض المباشرة ، الضمانات والكفالات ، وكذلك من أجل تحقيق الأهداف التالية¹:

¹ - معلومات من مديرية المساهمة والهندسة المالية على مستوى Sofinance، الجزائر، 2015.

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة

والتوظيف Sofinance

- المساهمة في إنشاء وتطور المؤسسات الاقتصادية الجزائرية لتأدية وظيفتها الاقتصادية كأداة للإنتاج وخلق قيمة مضافة مما يسمح بضمان استمراريتها
- مرافقة المؤسسات الاقتصادية في مرحلة الإنشاء والتوسع ,ومساعدتها في المشاريع وإعادة الهيكلة .
- المساهمة في زيادة عروض التمويل من خلال تقديم القروض الكلاسيكية (طويلة ومتوسطة الأجل), والقروض بالتوقيع (crédit pas signature) ,كفالات caution في إطار الصفقات العمومية .
- مساعدة الشركات المتعثرة على النهوض وذلك من خلال المساهمة في رأس مالها أو الدخول كاستشاري مالي بمشروع ما ,
- توفير الظروف والشروط اللازمة للسماح للمؤسسات العمومية الاقتصادية بالدخول إلى البورصة هذا من جهة , ومن جهة أخرى التنازل عن حصص اجتماعية لصالح شركاء تقنيين أو ماليين خواص .

المطلب الثالث :حصيلة نشاط الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف

تسمح بيانات السنوات الثلاث الأخيرة لـ Sofinance من الوقوف عند تجربتها في ميدان الاستثمار,المساهمة والتوظيف حيث رغم عدد مساهماتها المتواضعة في رأس مال المؤسسات,إلى أنها حققت نتائج ايجابية على مستوى التمويل وبالأخص في ترقية التقنيات التمويلية الجديدة,وتحكمها في هذه التقنيات من خلال قيامها بأدوات وإجراءات المساهمة وبالأخص المتابعة والمرافقة لهذه المؤسسات,والبيانات التالية توضح الحصيلة للشركة لسنة 2010-2011-2012 كالتالي :

الفرع (1):النشاط الاستثماري

الجدول التالي يمثل النشاط الاستثماري لـ Sofinance خلال ثلاث سنوات الأخيرة

الجدول رقم(1):النشاط الاستثماري لـ Sofinance خلال الفترة 2010-2012

الوحدة :100دج

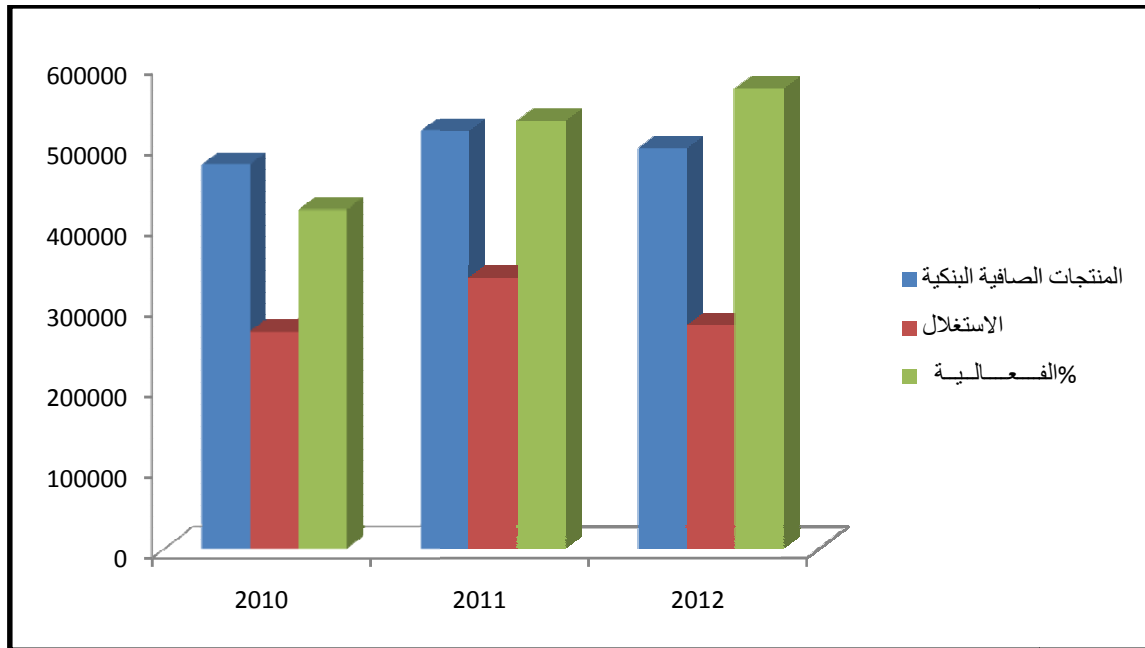
2012	2011	2010	البيانات
495865	517422	475879	المنتجات الصافية البنكية

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

276732	335371	268840	نتيجة الاستغلال
57	53	42	الفعالية %

Source : <http://www.sofinance.dz/sofinance-chiffres.htm> تاريخ الاطلاع 09 أفريل 2015

الشكل (2): أعمدة بيانية للنشاط الاستثماري لشركة Sofinance خلال فترة 2010-2012



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الجدول (1)

التعليق على الجدول :

تسمح بيانات الجدول السابق الذي يمثل النشاط الاستثماري لـ Sofinance خلال فترة 2010-2012 , إن نشاطها الاستثماري يعرف تطورا من سنة إلى أخرى , وفعاليتها بلغت 57% في سنة 2012 هذا ما يعكس النتائج المحققة , فقد عرفت سنة 2012 ارتفاعا من حيث نتيجة الاستغلال بلغ 66531 كيلو دج مقارنة بسنة 2010 , مدعوما بارتفاع المنتجات الصافية البنكية بنسبة 8% في نفس الفترة تابع : النشاط الاستثماري :

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

الجدول (2): تطور المبالغ المستثمرة من طرف الشركة المالية للاستثمار
المساهمة و التوظيف عن طريق رأس المال المخاطر
الوحدة: 100 دج

السنة	المساهمة في رأس المال	البيع بالإيجار	التعهد بالإمضاء	أوراق مالية ذات عائد ثابت
2008	613000	4853602	232977	21781000
2009	617500	4169222	266314	2231000
2010	622000	4309790	334205	1531000

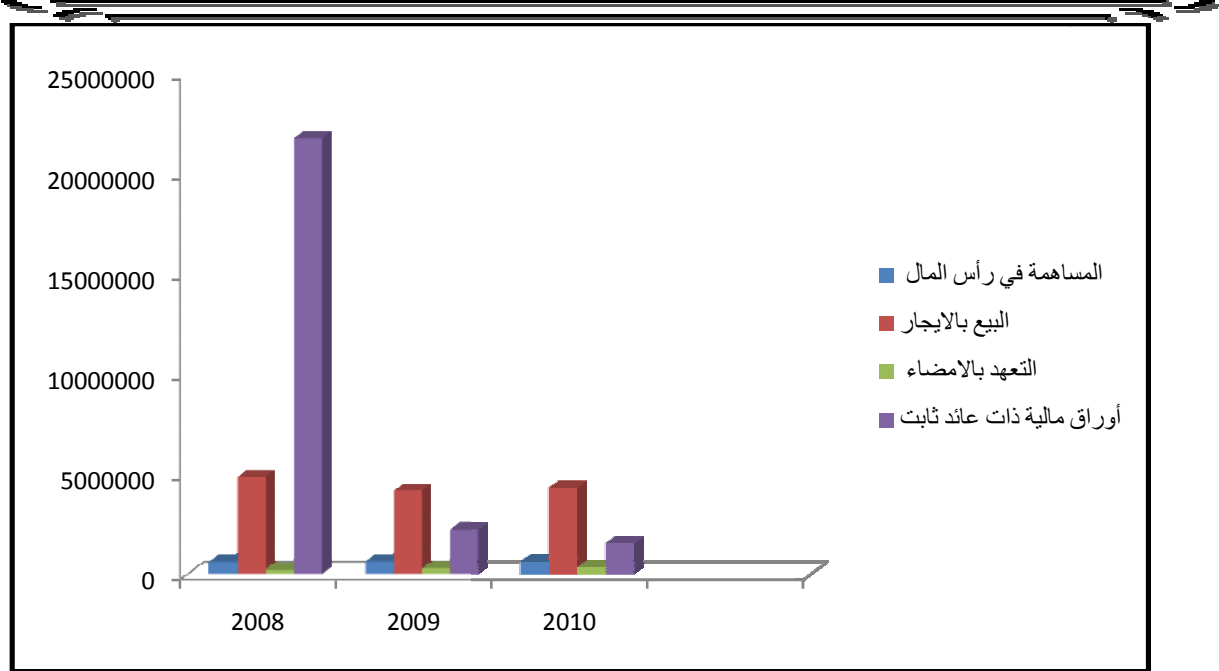
المصدر: الموقع الرسمي للمؤسسة www.sofinance.dz/sofinance

يوضح الجدول رقم(2) تطور المبالغ المستثمرة من طرف الشركة المالية للاستثمار
المساهمة والتوظيف عن طريق رأس المال المخاطر، إلا أن المبالغ المستثمرة في التمويل
عن طريق رأس المال المخاطر لم تتجاوز 3%، 9%، 10%، من مجموع نشاطات
المؤسسة خلال السنوات 2008، 2009، 2010، على التوالي، في حين يبقى النشاط
الأساسي للشركة المالية للاستثمار المساهمة والتوظيف هو التمويل عن طريق صيغة البيع
بالإيجار.

الشكل (3): أعمدة بيانية تمثل المبالغ المستثمرة من طرف شركة Sofinance خلال فترة
2010-2008

الوحدة: 100 دج

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة
والتوظيف sofinance



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الجدول (2).

الفرع (2) الالتزامات: الجدول التالي يمثل الالتزامات لشركة sofinance خلال ثلاث سنوات (2010-2012)

جدول (3): التزامات sofinance خلال فترة 2010-2012

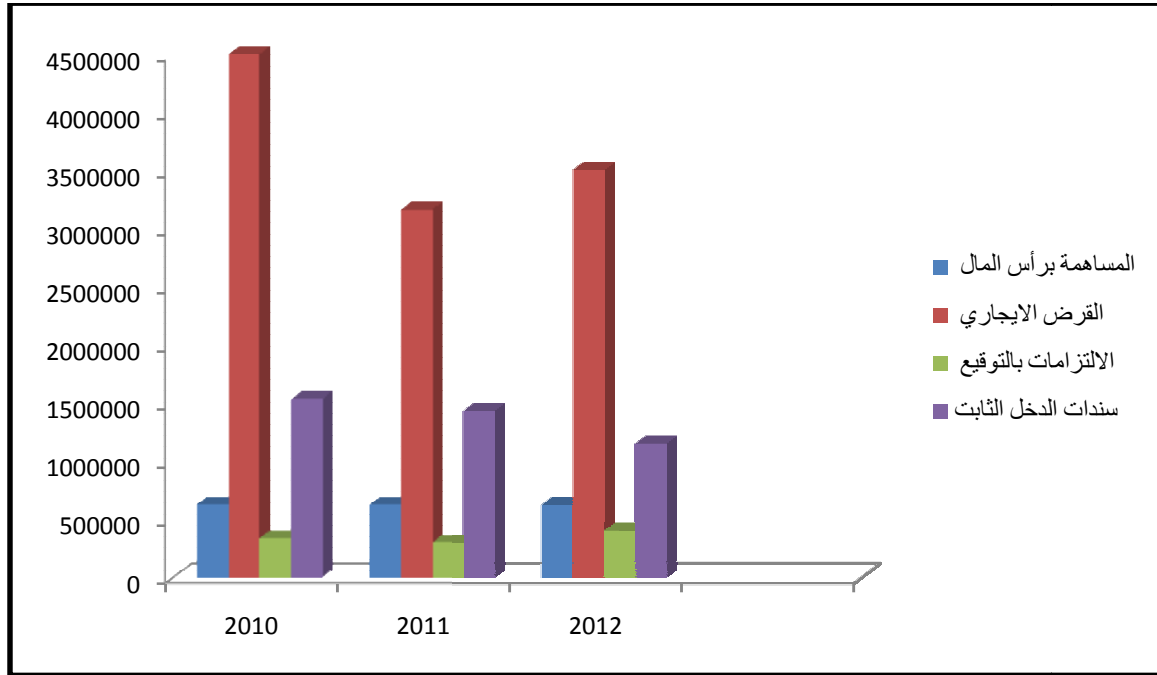
الوحدة: 100 دج

2012	2011	2010	البـيان
622000	622000	622000	المساهمة برأس المال
3505000	3166000	4500000	القرض الإيجاري
400000	295000	334000	الالتزامات بالتوقيع
1150000	1431000	1531000	سندات الدخل الثابت

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

Source : <http://www.sofinance.dz/sofinance-chiffres,htm> تاريخ الاطلاع 09 أفريل 2015

الشكل (4) أعمدة بيانية للالتزامات الشركة Sofinance خلال فترة 2010-2012



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الجدول (3)

التعليق على الجدول : من بيانات الجدول الذي يمثل التزامات Sofinance خلال فترة 2010-2012 إن قرض الاجباري يعد النشاط الأهم لـ Sofinance حيث يمثل ما يقارب 60% من رأس مالها، بحيث أنه منذ إنشائها رصدت الشركة أزيد من 2.5 مليار دينار لاقتناء وسائل وتجهيزات مختلفة لعدة قطاعات هامة كقطاع الأشغال العمومية، البناء، الموارد المائية، المناجم والنقل ويتوقع مسؤولي Sofinance ازدهار سوق القرض الاجباري خاصة في السنوات القريبة القادمة في ظل إصلاحات الحكومة وبرامجها فيما يتعلق بانجاز منشآت قاعدية عمومية من طرق وسدود ومطارات وموانئ حيث تعتمد أساسا على هذا النوع من التمويل .

كما ساهمت Sofinance من خلال نشاط رأس المال المخاطر في خلق عدة مؤسسات تتشط في مجال البناء، الصناعة، والخدمات المالية بتكلفة إجمالية قدرها 62200000 دج في السنة.

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

وخلافا للقرض الايجاري ورأس المال المخاطر تقدم الشركة ضمان بالتوقيع، حيث تمنح ضمانات للمؤسسات المستفيدة من انجاز الصفقات وحسب مسؤولي الشركة فإنها ستركز اهتمامها على تطوير منتجات تمويلية جديدة ، كما سطرت برنامجا لرفع تدخلاتها المدرجة ضمن الإستراتيجية الصناعية الجديدة ، كما تسعى Sofinance إلى تطوير نشاط الهندسة المالية وذلك بغية الاستشارة والمرافقة الجيدة للشركات الجزائرية.

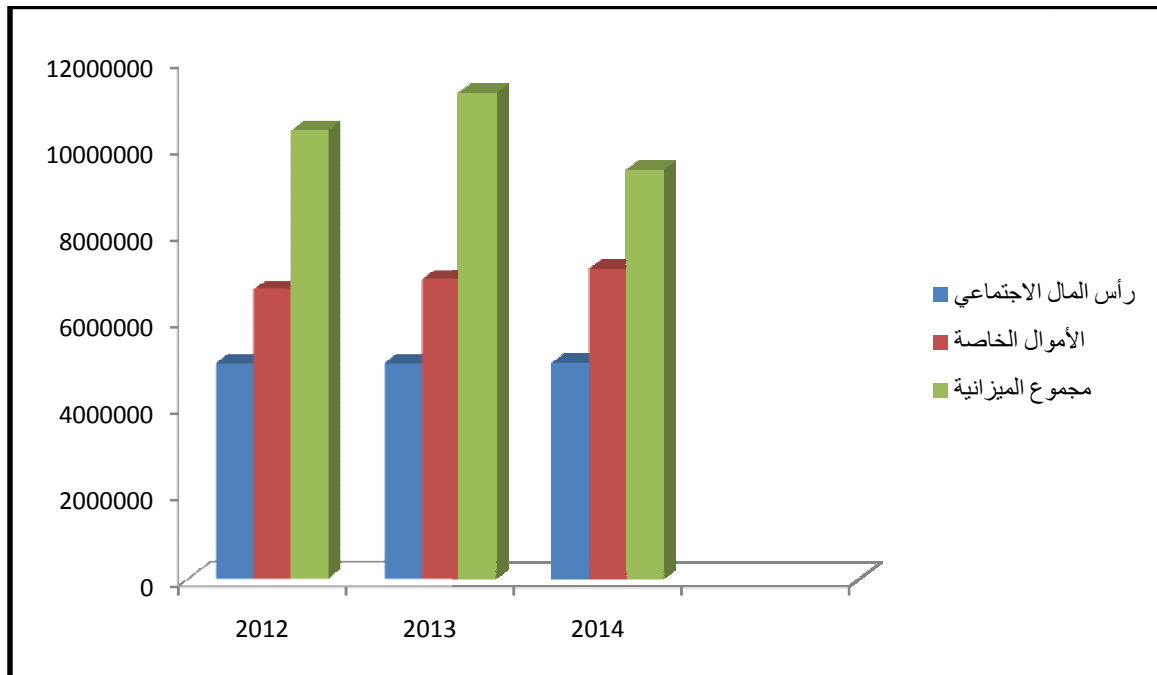
الفرع (3) الميزانية: يمثل الجدول التالي ميزانية ثلاث سنوات لشركة Sofinance خلال الفترة 2012-2014

الجدول (4): ميزانية Sofinance خلال الفترة 2012-2014 الوحدة: 100 دج

2014	2013	2012	البيان
5000000	5000000	5000000	رأس المال الاجتماعي
7171000	6931000	6695000	الأموال الخاصة
9464000	11247000	10374000	مجموع الميزانية

Source : <http://www.sofinance.dz/sofinance-chiffres.htm> تاريخ الاطلاع 09 أفريل 2015، 19:20

الشكل (5) يمثل أعمد بيانية لميزانية Sofinance خلال 2012-2014



الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الجدول (4)

التعليق على الجدول :

من الجدول (4) الذي يمثل ميزانية Sofinance من سنة 2012-2014 نلاحظ أن الأموال الخاصة لشركة عرفت ارتفاع بحوالي 24000000 دج مابين 2013-2014 وهذا راجع للأرباح المتتالية من مساهماتها في تمويل عن طريق رأس المال المخاطر (مساهمة في تمويل رأس مال الشركات) وتمويلها بتقنية القرض الايجاري.

المبحث(2):دراسة رأس المال المخاطر من طرف شركة Sofinance

المطلب(1):رأس المال المخاطر في Sofinance والوثائق اللازمة للحصول عليه

الفرع الأول: تعريف Sofinance لرأس المال المخاطر

تعرف شركة Sofinance لرأس المال المخاطر على أنه تقنية تمويل تسمح للمشروع أو المؤسسة(الطالب للقرض)بالحصول على تمويل أو دعم مالي,بحيث تكون فيه مؤسسة Sofinance شريك في رأس المال ويتم من خلال تدخل شركة Sofinance في التوجيه والإرشاد ويتم تحديد مدة لخروج Sofinance من الاستثمار في الغالب تحديد بـ 5 سنوات يتم من خلالها بيع حصة Sofinance أو حصصها ويتقبل الاستثمار عن طريق

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

رأس المال المخاطر احتمال الربح والخسارة ويتم تقاسم الأرباح بشكل دوري حسب الاتفاق¹.

وتكون الحصص موزعة كالتالي:

الحد الأقصى الذي تدفعه شركة Sofinance هو 500000000 دج إذا تجاوز المبلغ المطلوب الحد الأقصى في تلك الحالة تتم الموافقة من طرف الخزينة العمومية لأن صناديق الاستثمار تحت وصاية الخزينة العمومية أما فيما يخص حصة شركة Sofinance

49% MAX: أي شركة Sofinance لا تستطيع أن تتجاوز حصتها 49% قد تكون 49% أو أقل

أما المقاول أو المستثمر فتكون حصته

51% MIN: لا تكون حصته أقل من 51%

حفاظا على مبدأ مؤسسة Sofinance وهو مبدأ ملكية المؤسسة من طرف المقاول أو المستثمر

الفرع الثاني: الملف المطلوب للحصول على قرض رأس المال المخاطر

الوثائق المطلوبة للحصول على تمويل برأس المال المخاطر للشركات² (SPA)
³ (SARL) (EURL):

¹- تصريح باجو أعراب أحد عمال مؤسسة Sofinance يقسم رأس المال المخاطر.

²- SPA شركات ذات أسهم.

³- EURL, SARL شركات ذات مسؤولية محدودة.

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

هناك نوعين من المشاريع التي تمولها Sofinance هي: مشاريع الناشئة والمشاريع في توسع.

1) الملف المطلوب في حالة المشاريع الناشئة¹

أ- الوثائق الإدارية: الملفات الإدارية

- طلب التمويل (يقدم من طرف طالب القرض)

- نسخة من السجل التجاري أو بطاقة التعريف

- الخبرة المهنية (نسخة من الخبرة المهنية)

- تحفيزات المشروع أو محفزات نجاحه

ب- دراسة تقنو اقتصادية للمشروع:

- الغرض من الطلب أو الغرض من طلب القرض

❖ غرض من الطلب (الإنشاء)

❖ المبلغ المطلوب

❖ توظيفات المبالغ المطلوبة أو كيفية صرف المبالغ

❖ طبيعة المساهمات من المروج

- تقديم المؤسسة: تاريخ الإنشاء، الصيغة القانونية... الخ

- تقديم المسؤول المسير للمؤسسة

- الإسقاط المقدر لـ 5 سنوات

- الدراسة التقنية للشركة:

❖ الأرضية

❖ المباني

❖ التجهيزات

❖ الإيجارات

❖ الزبائن المستهدفين

¹ - وثائق مقدمة من طرف شركة Sofinance قسم رأس المال المخاطر.

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف sofinance

❖ جودة الإنتاج

❖ مراحل الإنتاج (رسمها مع بعض التفاصيل)

- الهيكل المالي

(ج)- الوثائق الملحقة :

- وثائق الإثبات (عقود, ترخيصات, ... الخ)

- تقديرات الخبير (المعدات والأرضية والمباني... الخ)

(2) الملف المطلوب في حالة المشاريع في التوسع¹:

(أ)- الملفات الإدارية

- طلب خطي

- نسخة من القانون الأساسي للمؤسسة

- نسخة مصادق عليها لشهادة CNAS

- نسخة من السجل التجاري

(ب)- الملفات المالية:

- الميزانيات وجدول حسابات النتائج TCR والوثائق الملحقة أو الموافقات

الخاصة

- المشروع المعمل أو مخطط تكاليف المؤسسة

- وضعية معاملات مع البنك

- ترخيص من بنك الجزائر

(ج)- دراسة تقنو اقتصادية للمشروع:

فيما الدراسة التقنو اقتصادية فهي تتشابه مع دراسة المشاريع الناشئة أي نفس الملفات المطلوبة.

(د)- الوثائق الملحقة:

¹ - الملحق رقم ()

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

كذلك نفس الوثائق (أي نفس وثائق المشاريع الناشئة)

المطلب (2): مراحل دراسة وانجاز قرض رأس المال المخاطر

تقسم مراحل دراسة طلب قرض رأس المال المخاطر إلى 3 مراحل هي كالتالي¹:

مرحلة (1): وهي مرحلة استقبال الملف

عند استقبال طلب تمويل برأس المال المخاطر في Sofinance تقوم مديرية المساهمة (قسم رأس المال المخاطر) بتعيين شخص مكلف بدراسة الملف.

- مكلف بالدراسة: يقوم المكلف بالدراسة على مستوى مديرية المساهمة (قسم رأس المال المخاطر) بـ _____ :

- استقبال الملف ومراقبة الوثائق :

❖ الوثائق الإدارية والدراسة التقنية والوثائق الملحقة

- طلب

- معلومات

- سجل التجاري

- الميزانية

- موضوع الاستثمار

- الوضعية الجبائية

- إن وجد دين بنكي

وتسمى هذه الوثائق بالوثائق اللازمة لدراسة الملف, عندما تتم دراسة هذه الوثائق والتأكد صحتها وكماليتها يتم رأي بالموافقة (داخليا في مؤسسة Sofinance) أي نستطيع المرور إلى المرحلة الثانية.

مرحلة (2) : مرحلة التوثيق

بعدما تتم الموافقة في المرحلة الأولى نمر إلى هذه المرحلة والتي يتم مايلي:

¹ - تصريح باجو أعراب مختص في صفقات رأس المال المخاطر.

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

- تقرير خبرة عن طريق المحكمة (طبقاً للمادة 568 من القانون التجاري)
- ارسال طلب للموافقة من الخزينة العمومية (صناديق الاستثمار تحت وصاية الخزينة العمومية).
- في حالة الموافقة من الخزينة العمومية يتم مايلي :
- عقد الشراكة (ابرام العقد بين الطرفين المستثمر ومؤسسة Sofinance)
- محضر الجمعية التأسيسية بحضور الشركاء يتم فيها تعيين المسير ويتم فيها تحديد رأس المال وحصص الشركاء وكذا التقييم وتعيين محافظ الحسابات.
- عقد تأسيس الشراكة أمام الموثق (عقد الشراكة+محضر الجمعية+الهوية الشخصية للأطراف) وتسليم الشيك موضوع المساهمة بين أيدي الموثق, عند استلام العقد التأسيسي للشركة يقوم المسير بالإجراءات القانونية والمتمثلة في :
- * قيد الشركة لدى مركز السجل التجاري الولائي وتسجيل الشركة لدى مصالح الضرائب.

مرحلة (3): 1- مرحلة الانجاز

لحماية المصالح والمال العام تم ضبط إجراء والمتمثل في التوقيع المزدوج (في بنك على الشيك)

- اتفاق مع المستثمر حول ارتفاع الأسعار (حيث يتفق على تحمل التكاليف الغير متفق عليها مثل التضخم)

خلال فترة الانجاز, سيستلم الشركاء عرضاً محرر شهرياً من قبل المسير يوقف محتواه باتفاق مشترك, يبقى المتفق عليه يجب التبليغ عن أي حدث من شأنه تأخير انجاز المشروع أو تعويض انجاز أهداف الاستغلال الخطر عند نهاية فترة الانجاز, سيحرر محضر استلام المشروع, الذي يجب أن يسبق بداية مرحلة الاستغلال

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة

والتوظيف sofinance

2- مرحلة الاستغلال: خلال فترة الاستغلال، سيرسل المسير إلى لجنة المراقبة تقريراً ثلاثياً سيخص كامل الأوجه المتعلقة بسير المؤسسة، ويتم فيها الاتفاق على توزيع الأرباح على حساب العقد المبرم ويتم هذا العمل بعد السنة الثانية يتم الاتفاق على مدة تواجد sofinance

إذا لم يكن هناك اتفاق بين الشريكين تحدد مدة هذه المساهمة بمعدل 5 سنوات

المطلب(3): عملية الخروج من الاستثمار في sofinance

لمؤسسة sofinance الحق في الانسحاب من الاستثمار أو التنازل عن حصص وللمؤسسة عدة طرق يتم التنازل فيها عن الحصص وهي¹:

- 1- حق الانسحاب: طبقاً لأحكام النصوص المتعلقة برأس مال الاستثمار في حضور sofinance في الاستثمار ليس نهائياً، وخروجه من رأس المال لا يمكن أن يحدث قبل 5 سنوات باستثناء حالة القوة القاهرة أو حالة اتخاذ قرار بالإجماع من قبل جمعية الشركاء.
 - 2- حق الشفعة: ستتنازل sofinance عن كامل حصصها أو جزء منها لصالح الشريك في الاستثمارات الذي له الأولوية في ذلك، مع العلم أن الشريك يمكنه التقرير بشأن الشراء خلال أجل شهر واحد ابتداءً من تاريخ تبليغ عرض الشراء وفي حالة مالم يلجأ الشريك إلى حقهما في الشفعة، ستتنازل sofinance عن حصصها لـ :
 - مشتر مقترح من قبل الشريك، وفي هذه الحالة سيظل ملزماً بالتضامن معهما ككفالة لتسديد الثمن وتنفيذ شروط البيع
 - الغير مشترين مباشرة (شخص معنوي أو طبيعي)
 - 3- التزام الشريك بالشراء إذا لم يبدي أي طرف رغبته في شراء الحصص فإن الشريك بإمكانه استعادة حصص sofinance عبر شرائها دون شرط ولا قيد وفقاً للشروط المذكورة فيما يلي :
- 3-1- ثمن التنازل : سيحدد ثمن التنازل عن الحصص من خبيرين (حيث يختار كل طرف خبير)، وفي حالة فارق بين الخبيرين يتجاوز 5% سيسمح معدل القيمتين بتحديد المبلغ المضبوط للسهم.

¹ - وثائق مقدمة من طرف قسم المساهمة في sofinance

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

وإذا تجاوز الفارق 5% وإذا لم يتم التوصل إلى اتفاق بين الشركاء، سيتم طلب تحكيم خبير ثالث يعين باتفاق الطرفين، تتمثل العملية في تحديد قيمة الحصة الاجتماعية عند تاريخ البيع.

المبحث الثالث: دراسة حالة تقديم قرض رأس المال المخاطر على مستوى Sofinance لمشروع ناشئ

سوف نتطرق في هذا المبحث إلى دراسة حالة تقديم قرض رأس المال المخاطر على مستوى Sofinance لمؤسسة خاصة حيث سيتم تناول فيه إلى مايلي:

المطلب الأول : عرض وتقديم المشروع

- 1- موضوع الطلب: يحث المطور العقاري شركة سوفينانس SOFINANCE للمشاركة في رأس مال مؤسسته EURL. فندق مارافال في إطار الأموال الخاصة بشركة سوفينانس ابتداء من 75.901.283 دج فما فوق.
تكون مشاركة شركة سوفينانس مخصصة في اللمسات الأخيرة وكذا تجهيز الفندق.
- 2- التعريف بالشركة:

- الصيغة القانونية: ش.ذ.م.م فندق مارافال.
 - رأس المال: 100.000.00 دج
 - رقم السجل التجاري: 31/00 xxxxxxxx
 - تاريخ الإنشاء: 2012/08/23
 - رقم التسجيل: xxxxxxxxxxxxxxxx.
 - النشاطات الأساسية: فندقه ومطاعم.
 - اسم المسؤول الأول: السيد XX .
 - حيازة الأسهم: /
 - روابط:
- * العنوان: رقم 02، شارع بن عربية الهواري - العثمانية، وهران.
- * رقم الهاتف: 041xxxxxx.

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

* الجوال: 0661xxxxxx

* الإيميل: Ethc_xxxxxx@yahoo.fr

3-المشروع:

بدايةً تحصل المطور العقاري على الطابق الأول من بناية (R+1) بغرض السكن في مساحة تقدر بـ: 98.94 م²، حسب العقد المؤرخ في: 2001/10/23، في إطار المحافظة على الأراضي لولاية وهران. وتحصل كذلك على الطابق الأرضي للبنائة نفسها بغرض السكن في مساحة تقدر بـ: 98.94 م²، حسب العقد المؤرخ في: 2001/12/24، في إطار المحافظة على الأراضي لولاية وهران.

-تجدر الإشارة إلى أن البناية R+1 تم تشييدها على مساحة تقدر بـ: 705.60 م²، بشارع بن عربية الهواري العثمانية، مارافال وهران.

-تحصل المطور العقاري أيضا من قبل وزارة السياحة والصناعات التقليدية على رخصة إعادة تأهيل البناية المتمثلة في فندق ثلاث نجوم ومركز تجاري، كلاهما R+4 تتكون من 22 غرفة، مطعم، مقهى، فضاء تجاري، مستودع.

-تحصل المطور العقاري أيضا على رخصة البناء الصادرة في 14 سبتمبر 2011، وكذا شهادة التخطيط العمراني الصادرة في: 2011/06/29. تم تقدير نسبة تقدم الأشغال بـ: 90 % وذلك بالاستعانة بخبير قضائي بتاريخ: 2012/11/29.

المطلب الثاني: التحليل الأساسي للمشروع

1- السوق:

يتمثل قطاع الفنادق بولاية وهران فيما يلي:

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

- فنادق متوفرة: 145 فندق بمجموع 13.271 سرير.
- فنادق قيد الإنجاز: 61 فندق بمجموع 6973 سرير.

المصدر: "مديرية السياحة بالولاية"

تحتل ولاية وهران المرتبة الأولى على المستوى الوطني في قطاع السياحة، حيث استقبلت في صائفة 2011 حوالي 14.000.000 زائر.

حسب لائحة البيانات أسفله، نلاحظ أن هذه الولاية تعاني من عجز فيما يخص هياكل الاستقبال.

يتمثل مشروع السيد XXXXXXX في إنشاء فندق متوسط (3 نجوم)، والذي يقع داخل مجمع سكني على بُعد 3 كلم من المطار الدولي لمدينة وهران، حيث يبقى عدد المرافق الفندقية غير كاف بالنظر إلى العدد المطلوب.

2- وصف المشروع:

الوصف والأبعاد:

مساحة الأرضية: 705.60 م².

المساحة المبنية: 705.60 م².

تم تشييد البناية على النحو التالي:

- الدور السفلي: موقف سيارات، قاعة تقنية، قاعة محمية، بئر، خزان مياه.
- الطابق الأرضي والطابق الأول: فضاء تجري.
- الطابق الثاني: مقهى و قاعة شاي، مطعم ذو 100 مقعد، مطبخ.
- الطابق الثالث و الطابق الرابع: 11 غرفة (كل طابق يتكون من 18 غرفة وأربعة

أجنحة)

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف sofinance

3-تقييم الأشغال:

بتاريخ 2012/11/29، تحصلت ممتلكات المطور العقاري على خبرة قانونية حسب السيد "XXXXXX" مهندس مدني وخبير قضائي بمبلغ يقدر بـ : 397.833.177.60 دج مقسمة على النحو التالي:

أ/ حصيلة بناء (+R+4 الدور السفلي)

- السعر المرجعي: 18.000 دج/م².

- معامل المنطقة: 1.2 (منطقة 2).

- معامل منطقة فرعية: 1.2 (منطقة سكنية).

- معامل النوع: 1.5 (بالمواصفات العالية).

- معامل الأقدمية: 1 (عمارة عصرية).

سعر الوحدة: $18000 \times 1.5 \times 1.2 \times 1.5 = 48600$ دج/م².

يلاحظ أن الخبير قام بإضافة نسبة 100 % لتقييمه بحجة أن المحال التجارية تقع في وسط الطريق الرئيسي وهو ما يؤدي في الأخير إلى مبلغ نهائي قدره: 97200 دج/م².

- تقدر المساحة الإجمالية للبناء بـ: 3741.12 م².

- معدل تقدم الأشغال: 0.90.

وبالتالي يتم حساب قيمة البناء على النحو التالي:

$97200 \times 3741.12 \times 0.9 = 327237177.60$ دج / أي أن

ثمن بناء م² بـ: 87500 دج.

ب/ الأرضية:

تبلغ مساحتها $100000 \times 705.60 = 705600000$ دج..... II

يقدر مجموع أموال السيد XXXXXXX بـ: 397833177.60 (II + I)

397833177.60 دج هو مجموع رأس المال الذي يساهم به المطور

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

4- توفير فرص العمل: عند الشروع في استخدام الفندق، يتوقع إنشاء 31 منصب.

المطلب الثالث: تحليل الهيكل المالي

1- مساهمة صاحب المشروع أو طالب القرض: تكون مساهمة طالب

القرض (المروج) متمثلة في أراضي و عمارات مبنية... الخ، وتكون قيمتها مقدرة بـ

397833178 دج

2- مساهمة شركة Sofinance: يقدر المبلغ الذي تساهم به شركة Sofinance

75901283 دج .

مع العلم أن المقاول حصل على اعفاء ضريبي TVA في 2012/10/15 ولهذا الممتلكات

والخدمات تكون مقدرة خارج الرسم .

أ- اتمام البناء: تم اعداد كشف كمي من مؤسسة Sofinance حول أشغال تكملة المبنى

حيث قدر المبلغ بـ 16128000 دج.

ب- تخطيط وتركيب: تم التخطيط من طرف شركة Sofinance حول تكملة المبنى كما

يلي

Désignation	Fournisseur	Montant HT
	VIAS ASCENSEURS partener	
Ascenseur	groupe international OMEGA	3 375 001

وثائق مقدمة من طرف Sofinance

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة
والتوظيف sofinance

ج- التجهيزات :

الجدول رقم (5): يمثل المبلغ المستثمر وكيفية صرفه

U : DA

Désignation	Fournisseurs	Montant HT
Equipement commun	CENTRE ALGERIEN DE LA PHOTO	4 440 000
Equipement pour la réception		2 937 200
Equipement pour la restauration		3 300 700
Equipement pour salon de thé et cafétéria		3 060 700
Equipement de cuisine		977 500
Equipement de restaurant		1 648 200
Climatisation		2528 000
Buanderie blanchisserie		1 695 600
Office et entretien		854 000
Equipement pour 18 chambres		6 043 000
Equipement pour 04 suites	2 011 200	
Equipement de salle de conférence	3 615 000	
TOTAL	33 111 100	

مصدر: مديرية المساهمة والهندسة المالية

U : DA

Désignation	Fournisseur	Montant HT
Fourniture groupe électrogène 150 KVA	SODEA SPA	2 497 181.84

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

د- معدات النقل:

Désignation	Fournisseur	Montant TTC
URVAN TOLE	NISSAN ALGERIE	2 590 000
URVAN MICRO		3 200 000
TOTAL		5 790 000

ه- رأس المال العامل عند الانطلاق: يقدر رأس المال العامل عند الانطلاق بـ 15000000 دج وذلك لتغطية مصاريف الموثق وكذا انطلاق المشروع حيث وزع كالتالي:
: سلم حساب أتعاب الموثق:

الجدول رقم (6): سلم حساب أتعاب الموثق

Rubrique	Montant
Droit publication foncière (1%)	3 978 332
Droit d'enregistrement augmentation capital apport en nature (1%)	3 978 332
Droit d'enregistrement augmentation capital apport en numéraire (1%)	750 000
Honoraire	1 000 000
Publication BOAL	8 000
TOTAL	9 714 664

وثائق مقدمة من طرف قسم المساهمة

3- إعادة رسملة تكاليف المشروع:

الجدول رقم (7): رسملة تكاليف المشروع

U : DA

Rubrique	Montant
Terrain	70 560 000
Bâtiment réalisé	327 273 177.60
Bâtiment reste à réaliser	16 128 000
Agencement et installation	3 375 001

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف sofinance

Equipement de l'hôtel	35 608 282
Equipement roulant	5 790 000
Trésorerie dont frais de notaire	15 000 000
TOTAL	473 734 460

وثائق مقدمة من طرف قسم المساهمة

4- التركيب المالي المقترح:

الجدول رقم (8): تركيب المالي المقترح

U : DA

2013	موارد	2013	الاستعمالات
397 833 178	M xxxx الأموال خاصة بـ	70 560 000	الأرضية (المروّج)
		327 273 178	البنية المنجزة (المروّج)
		16 128 000	البنية التي لم يتم إنجازها بعد (SOFINANCE)
		3 375 001	تخطيط وتركيب (SOFINANCE)
75 901 283	SOFINANCE الأموال خاصة بـ	35 608 282	تجهيز (SOFINANCE)
		5 790 000	معدات متجددة (SOFINANCE)
		15 000 000	مصاريف التوثيق (SOFINANCE)
473 734 460	TOTAL	473 734 460	الإجمالي

من اعداد الباحث بالاعتماد على ما سبق من معطيات

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف Sofinance

DA: U

5- مساهمة كل طرف: تكون مساهمة كل طرف كالتالي:

		% النسبة
رأس المال	473 734 460	/
شركة SOFINANCE	75 901 283	16.02
فندق مارافال EURL	397 833 178	83,98

- حيث تكون مساهمة SOFINANCE كالتالي :

مجموع مبالغ التي تساهم بها SOFINANCE/ رأس المال

- مساهمة المروج كالتالي :

(قيمة الأرضية + قيمة المباني المنجزة)/ رأس المال المشروع

6- الهيكل المالي:

الفرضيات التي يبنى عليها المشروع:

الاستغلال المتوقع المعتمد على الفرضية التالية:

- السعة السريرية للفندق
- فترة التشغيل السنوية:

✓ الفصل العالي: تمتد من 1 جوان إلى 30 سبتمبر، أي 122 يوما.

✓ الفصل الأدنى: يمتد من 1 أكتوبر إلى 31 ماي، أي 243 يوما.

- نسبة الأشغال
- الأسعار

1.6- رقم الأعمال:

يجب الإشارة إلى أن هناك مرحلتي عمل في الفندقية: الفصل العالي والفصل الأدنى كما

يبين جدول الأيام المحتملة الآتي:

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف sofinance

عدد ليالي المبيت المحتملة	
ذروة الموسم	122 يوما
ركود الموسم	243 يوما
الإجمالي	365 يوما

2.6- ينقسم رقم الأعمال الفندق إلى الإيرادات المتولدة عن ما يلي:

أ- المبيت

ب- الإطعام

ج- الكافيتيريا

د- الكراء

أ-المبيت:

نوع الغرفة	الحد الأقصى لسعة الفندق	السعر TTC	
		موسم الذروة	موسم الركود
غرفة لشخصين	8	5 500	4 500
غرفة لشخص	10	4 000	3 500
جناح	4	8 000	7 000
العدد الإجمالي	22	/	/

يتم حساب قيمة المبيت عن طريق ضرب عدد ليالي المبيت المحتملة في النطاق السعري للفندق كما هو مفصل في الجدول الآتي:

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة
والتوظيف sofinance

الجدول رقم(9):رقم الأعمال المتولد من المبيت

DA:U

نموذج التقييم		6 أشهر من 2013	2014	2015	2016	2017
موسم الذروة	معامل التعبئة	60%	75%	80%	85%	90%
	عدد ليالي المبيت المحتملة	73	92	98	104	110
	غرفة لشخصين	2 995 344	3 744 180	3 993 792	4 243 404	4 493 016
	غرفة لشخص	2 723 040	3 403 800	3 630 720	3 857 640	4 084 560
	جناح	2 178 432	2 723 040	2 904 576	3 086 112	3 267 648
1-إجمالي		7 896 816	9 871 020	10 529 088	11 187 156	11 845 224
موسم الركود	معامل التعبئة		45%	50%	55%	60%
	عدد ليالي المبيت المحتملة		109	122	134	146
	غرفة لشخصين	-	3 661 038	4 067 820	4 474 602	4 881 384
	غرفة لشخص	-	3 559 343	3 954 825	4 350 308	4 745 790
	جناح	-	2 847 474	3 163 860	3 480 246	3 796 632
2-إجمالي		-	10 067 855	11 186 505	12 305 156	13 423 806
قيمة المبيت HT		7 896 816	19 938 875	21 715 593	23 492 312	25 269 030

ب- الإطعام:

تقدر السعة النظرية لتغطية (وجبتي الغداء والعشاء) بـ 200 وجبة في اليوم الواحد
بمعدل سعر: 1 200 دج (prix TTC)

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة
والتوظيف sofinance

الجدول رقم (10): رقم الأعمال المتولد من الإطعام

نموذج التقييم		6 أشهر من 2013	2014	2015	2016	2017
موسم الذروة	معامل الاستشعار	50%	55%	60%	65%	70%
	Nbr التغطية / لليوم الواحد	100	110	120	130	140
	Nbr التغطية/ للموسم	12 200	13 420	14 640	15 860	17 080
	الإطعام CA	14 640 000	16 104 000	17 568 000	19 032 000	20 496 000
موسم الركود	معامل الاستشعار		30%	35%	40%	45%
	Nbr التغطية / لليوم الواحد		60	70	80	90
	Nbr التغطية/ للموسم		14 580	17 010	19 440	21 870
	الإطعام CA		17 496 000	20 412 000	23 328 000	26 244 000
إجمالي CA TTC الإطعام		14 640 000	33 600 000	37 980 000	42 360 000	46 740 000
CA HT الإطعام		13 615 200	31 248 000	35 321 400	39 394 800	43 468 200

ج- المقهى:

يقدر معدل سعر الاستهلاك بـ: 100 دج، أما السعة النظرية لخدمة المقهى فهي موضحة في الجدول أدناه:

الموسم	الاستهلاك / الأيام
موسم الذروة	300
موسم الركود	100

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف sofinance

يقدر حجم إيرادات الكافيتيريا كما يوضح الجدول التالي:

الجدول (11) يمثل إيرادات الفندق من الكافيتيريا

نموذج التقييم		6 أشهر من 2013	2014	2015	2016	2017
موسم الذروة	معامل الاستشعار	50%	55%	60%	65%	70%
	Nbr التغطية / لليوم الواحد	150	165	180	195	210
	Nbr التغطية / للموسم	18 300	20 130	21 960	790 ²³	25 620
	CA كافيتيريا	1 830 000	2 013 000	2 196 000	2 379 000	2 562 000
موسم الركود	معامل الاستشعار		30%	35%	40%	45%
	Nbr التغطية / لليوم الواحد		30	35	40	45
	Nbr التغطية / للموسم		7 290	8 505	9 720	10 935
	CA كافيتيريا		729 000	850 500	972 000	1 093 500
إجمالي CA TTC كافيتيريا		1 830 000	2 742 000	3 046 500	3 351 000	3 655 500
إجمالي CA TTC كافيتيريا		1 701 900	2 550 060	2 833 245	3 116 430	3 399 615

د/ الكراء:

يخصص الفضاء التجاري للكراء بمعدل: 500000 دج/ للشهر بنسبة زيادة تقدر بـ: 5

U : DA

% سنويا.

نموذج التقييم	6 أشهر من 2013	2014	2015	2016	2017
CA فضاء تجاري	3 000 000	6 300 000	6 615 000	6 945 750	7 293 038

توقعات المستخدمة في الدراسة مكنت من اعداد الجدول التالي الذي يمثل رقم الأعمال

CA

U : DA

Rubrique	6 mois de 2013	2014	2015	2016	2017
	26 213 916	60 036 935	66 485 238	72 949 292	79 429 883

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة
والتوظيف sofinance

TOTAL CA					
----------	--	--	--	--	--

نلاحظ من جدول أن رقم الأعمال في تزايد من سنة إلى أخرى وهذا يدل على نجاح المشروع
7- المواد ومستلزمات للفندق:

الجدول (12) يمثل المواد التي تم صرفها خلال المشروع

نموذج التقييم	6 أشهر من 2013	2014	2015	2016	2017
وقود	216 931	223 439	230 142	237 046	244 158
ماء، كهرباء، غاز	1 084 656	1 117 196	1 150 712	1 185 233	1 220 790
أغطية أسرة	200 000	400 000	412 000	424 360	437 091
أغطية	200 000	400 000	412 000	424 360	437 091
لحاف	80 000	160 000	164 800	169 744	174 836
مواد التنظيف (الأرضيات، الزجاج المغسلة)	180 000	360 000	370 800	381 924	393 382
رسوم المطافئ	50 000	100 000	103 000	106 090	109 273
تجهيزات إدارية % 2 من CA	524 278	1 200 739	1 329 705	1 458 986	1 588 598
إجمالي المواد والمستلزمات الفندقية	2 535 865	3 961 373	4 173 158	4 387 743	4 605 218

المصدر: وثائق مقدمة من مؤسسة sofinance

إجمالي مواد ومستلزمات الإطعام	8 540 000	19 600 000	22 155 000	24 710 000	27 265 000
إجمالي مواد ومستلزمات الكافيتيريا	732 000	1 096 800	1 218 600	1 340 400	1 462 200

الجدول (12) المواد الأولية الخاصة بفندق مارافال:

DA:U

نموذج التقييم	6 أشهر من 2013	2014	2015	2016	2017
المواد الأولية	11 807 865	24 658 173	27 546 758	30 438 143	33 332 418

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف sofinance

8- الخدمات:

الجدول (13) كل التفاصيل المتعلقة بالخدمات:

U : DA

نموذج التقييم	6 أشهر من 2013	2014	2015	2016	2017
صيانة وإصلاح الأثاث	271 164	542 328	558 598	575 356	592 616
مكافأة الوسطاء والأتعاب	54 233	108 466	111 720	115 072	118 524
الإشهار	108 466	108 466	111 720	115 072	118 524
رسوم البريد والاتصالات	108 466	216 931	223 439	230 142	237 046
خدمات خارجية أخرى (CA) من (4%)	842 425	1 731 086	1 983 323	2 235 560	2 487 797
الإجمالي	1 384 754	2 707 277	2 988 800	3 271 201	3 554 507

9- تكاليف الموظفين:

إجمالي رواتب الموظفين 5 110 560 10 221 120 10 425 542 10 634 053 10 846 734

10- الضرائب:

تتمثل في الضريبة على النشاط المهني TAP ، مع نسبة 2% من CA.

11- النفقات المالية:

لا يمتلك المروج قرضا بنكيا، ولذلك يتم الاحتفاظ بنسبة 0.75% من قيمة التداول تتمثل في أقساط التأمين والرسوم المصرفية.

12- تكاليف أخرى:

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف sofinance

تتمثل في تكاليف التأمين وتكاليف أخرى متمثلة في اجتماعات المجلس العام، بمعدل 1.5 % من CA.

13-الاهتلاك

الجدول (13) يمثل اهتلاكات معدات المؤسسة

Rubrique	Montant	Montant IIT	Durée (an)	6 mois de 2013	2014	2015	2016	2017
Édiment	343 401 178	343 401 178	50	3 434 012	6 868 024	6 868 024	6 868 024	6 868 024
Aménagement et installation	3 948 751	3 948 751	10	197 438	394 875	394 875	394 875	394 875
Équipement de l'hôtel	41 661 690	41 661 690	10	2 083 084	4 166 169	4 166 169	4 166 169	4 166 169
Coupeement roulant	5 790 000	1 805 700	5	180 570	361 140	361 140	361 140	361 140
TOTAL	394 801 618			6 195 104	12 390 208	12 390 208	12 390 208	12 390 208

كل الحسابات السابقة من أجل الحصول على جدول حسابات النتائج TCR:

التوقعات المستخدمة في الدراسة مكنت من إعداد الجدول التالي:

الجدول(14)جدول حسابات النتائج TCR:

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة

والتوظيف **sofinance**

الفصل الثالث- رأس المال المخاطر في المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف sofinance

	6 أشهر من 2013	2014	2015	2016	2017
رقم الأعمال	26 213 916	60 036 935	66 485 238	72 949 292	79 429 883
المواد الأولية والمواد الاستهلاكية	11 807 865	24 658 173	27 546 758	30 438 143	33 332 418
خدمات	1 590 885	3 377 668	3 664 886	3 953 613	4 243 906
القيمة المضافة	12 815 166	32 001 093	35 273 593	38 557 536	41 853 559
مصاريف العاملين	5 110 560	10 221 120	10 425 542	10 634 053	10 846 734
الضرائب و الرسوم	524 278	1 200 739	1 329 705	1 458 986	1 588 598
ما يتجاوز إجمالي التشغيل	7 180 327	20 579 234	23 518 346	26 464 497	29 418 227
الاهتلاك	6 195 104	12 390 208	12 390 208	12 390 208	12 390 208
تكاليف أخرى	393 209	900 554	997 279	1 094 239	1 191 448
النتيجة الاقتصادية	592 015	7 288 472	10 130 860	12 980 050	15 836 571
نفقات مالية	196 604	450 277	498 639	547 120	595 724
النتيجة الخام	395 410	6 838 195	9 632 221	12 432 930	15 240 847
IBS	98 853	1 709 549	2 408 055	3 108 232	3 810 212
النتيجة الصافية	296 558	5 128 647	7 224 166	9 324 697	11 430 636
الاهتلاك	6 195 104	12 390 208	12 390 208	12 390 208	12 390 208
الأرباح	88 967	1 538 594	2 167 250	2 797 409	3 429 191
CAF	6 491 662	17 518 854	19 614 373	21 714 905	23 820 843

والتوظيف sofinance

14-معدل الربحية:

الجدول (15) معدل الربحية التي يدرها المشروع

	6 أشهر من 2013	2014	2015	2016	2017
الأرباح / CA	1,13%	8,54%	10,87%	12,78%	14,39%
الأرباح / CA + FF	1,88%	9,29%	11,62%	13,53%	15,14%

FF:مصاريف مالية 0.75% من CA

نلاحظ من خلال الجدول أن معدل الربحية السنوي مرتفع وكذا نلمس تطورا مهما نسبيا وهذا يدل على أن المشروع ناجح.

أ-احتمالات الربحية لشركة سوفينانس **SOFINANCE** :
الفرضيات:

تتمثل فرضيات العمل المقطعة فيما يلي:

- تتمثل مشاركة شركة **SOFINANCE** في المبلغ الإجمالي بما نسبته 16.02% من رأس المال.
- يتم توزيع الأرباح ابتداء من السنة الأولى (2013)، 30% من الناتج، أما الباقي فيتم تأجيله.
- يكون خروج شركة **SOFINANCE** نهاية العام الخامس 2017.
- معدل الخصم: 8% في السنة.

ب-النتائج:

معدل الخصم	8%				
معاملات الخصم	0,9259259	0,8573388	0,7938322	0,7350299	0,6805832

والتوظيف sofinance

	2013 من 6 أشهر	2014	2015	2016	2017
النتيجة الصافية	296 558	5 128 647	7 224 166	9 324 697	11 430 636
النتيجة الغير موزعة	207 590	3 590 053	5 056 916	6 527 288	8 001 445
المخصومة MRN ناتج	192 213	3 077 891	4 014 343	4 797 752	5 445 649
MRN ناتج لشركة سوفينانس	30 796	493 137	643 174	768 691	872 497
الزيادة في القيمة			2 808 295		

MRN: النتيجة المخصومة من النتيجة الغير موزعة

MRN(sofinance) = المخصومة MRN ناتج × 0.16

الجدول (16) إجمالي أرباح مؤسسة **sofinance** التي يدرها المشروع

	2013 من 6 أشهر	2014	2015	2016	2017
الأرباح	88 967	1 538 594	2 167 250	2 797 409	3 429 191
الأرباح المفعلة	82 377	1 319 096	1 720 433	2 056 179	2 333 850
أرباح SOFINANCE	13 198	211 344	275 646	329 439	373 927
إجمالي أرباح شركة SOFINANCE			1 203 555		

نستنتج أن هذا المشروع يحقق أرباح لشركة **sofinance** وهذا دليل على فعاليته

الخروج ANC = مجموع صافي النتائج المفعلة (المؤجلة) + إجمالي أرباح شركة
SOFINANCE

تقدر نسبة الربحية لشركة SOFINANCE بـ: 5.29 %، أي 1.09 % سنويا.

والتوظيف sofinance

تجدر الإشارة إلى أن هذه الربحية لا تراعي تطور مبلغ العقار الذي سيولد قيمة مضافة لا بأس بها خلال الخمس سنوات.

الاستنتاج:

تعتبر الربحية الناتجة عن التشغيل الفندقي إيجابية بنسبة 5.29 %، وذلك خلال جميع مراحل فترة المشاركة.

خلاصة الفصل الثالث:

إن المؤسسة المالية التي تم إنشائها خلال التسعينات وفي الألفية الجديدة، ساهمت وبشكل كبير في تحسين عملية التمويل لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة المشاريع الناشئة منها، ومكنتها من نهوض بهذا القطاع الحيوي، ومن بين هذه المؤسسات المالية نجد في مقدمتها شركة sofinance التي قدمت الكثير من الدعم لها، خاصة بتقنية رأس المال المخاطر، الذي أصبح من أهم مصادر التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشئة منها نظرا للإيجابيات التي يملكها. حيث قمنا بدراسة هذه الشركة وقدمنا تعريفا لها وحددنا مهامها وأهدافها، إضافة إلى الوثائق اللازم تقديمها من أجل الحصول على قرض رأس المال المخاطر وكل الإجراءات المرفقة لذلك كم بينا طريقة الخروج من لاستثمارات في شركة sofinance، وبعدها قمنا بدراسة حالة تم تقديم فيها قرض رأس المال المخاطر لإحدى المشاريع الناشئة، حيث قامت sofinance بدراسة ملف طلب التمويل الخاص بهذه المؤسسة ووافقت عليه.

لقد بينت لنا هذه الدراسة أن قرض رأس المال المخاطر لا يمنح الا للمشاريع التي من المتوقع أن تحقق مردود حيث يتم دراسة ملف التمويل بشكل دقيق، وتقييم المردود الناتج عن المشاريع التي ستقوم بتمويلها، كما أن من مزايا قرض رأس المال المخاطر في sofinance هو متابعة تسييرية من sofinance للمشروع الممول كما أن قرض رأس المال المخاطر لا يتطلب ضمانات.

الخطمة

الخاتمة العامة :

رأس المال المخاطر هو ذلك التمويل الذي يعتمد على الأموال الخاصة مرفق بالدعم والتوجيه والتسيير، موجه لتمويل المنشآت الغير مدرجة في بورصة في المراحل الأولى من نموها والمراحل التي تسبق إنشائها ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية منتصف القرن الماضي واخذ هذا النمط من التمويل يأخذ اهتمام واسع ومتزايد لنجاحه في الدول الأخرى باعتباره بديلا تمويليا يستجيب للحاجات التمويلية للمشاريع الناشئة وقد أثار هذا النمط التمويلي جدلا كبيرا، وطرحت تساؤلات عديدة حول الدور الذي من الممكن أن يلعبه وكذا عن مدى فعاليته ودوره في حل عقدة تمويل المشاريع الناشئة وان كان هذا النمط اثبت فعاليته ودوره في مختلف الدول التي ظهر بها ولعل المثال الأبرز في هذا الصدد هو النجاح الكبير الذي حققه رأس المال المخاطر في كل من هضبة السليكون بالولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا.

النتائج:

من خلال هذه الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية:

- ❖ التمويل عن طريق رأس المال المخاطر هو المساهمة في رأس المال وكذا تقديم التوجيه والتسيير للمشروع الممول.
- ❖ رأس المال المخاطر يعتمد على الأموال الخاصة الموجهة لتمويل المنشآت الاقتصادية غير المدرجة في البورصة، في المراحل الأولى من نموها والمراحل التي تسبق الإنشاء.
- ❖ مؤسسات رأس المال المخاطر لا يقتصر عملها في الدعم المالي للمشروع فحسب، بل تشارك أيضاً في قرارات المشروع والتدخل في توجيه مساره، وتزويده بالمعرفة المتخصصة وإمداده بالنصائح.
- ❖ قدمت تجربة مؤسسات رأس المال المخاطر في بعض بلدان العالم كالولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا، البديل الحقيقي والعملي لنظام رأس المال المخاطر.

- ❖ رأس المال المخاطر هو بديل تمويلي تم اعتماده من عدة دول وحقق نجاح باهر في هذه الدول (فرنسا، و.م.أ).
- ❖ التمويل هو الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة بها، وهذا الكلام يحمل في طياته تحديد دقيق لوقت الحاجة له والبحث عن مصادر للأموال والمخاطر التي تتعرض لها.
- ❖ تعتبر وظيفة التمويل من الوظائف البالغة الأهمية في مختلف المنشآت.
- ❖ المؤسسة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف تمنح قرض رأس المال المخاطر للمشاريع عالية المخاطر والتي من المتوقع أن تحقق أرباح عالية.
- ❖ مؤسسة SOFINANCE لا يقتصر عملها في المد اللازم بالتمويل فقط بل يتعدى ذلك من خلال التوجيه والتسيير .
- ❖ هناك استفادة من طرف مشروع مارفال من قرض رأس المال المخاطر المقدم من طرف شركة SOFINANCE وهناك نتائج محققة فعلاً.

دراسة الفرضيات في ظل النتائج:

جاءت الدراسة لتؤكد صحة الفرضية الأولى لأن رأس المال المخاطر هو ذلك النوع من التمويل الذي يقدم الدعم المالي للمشاريع الناشئة بالأموال الخاصة، ويقدم التوجيه اللازم والتسيير، حيث أن هذا النوع من التمويل لا يعتمد على طلب ضمانات عينية وشخصية. كما أكدت الدراسة أيضاً صحة الفرضية الثانية لأن الجزائر كإحدى الدول النامية استفادت من التجارب السابقة، وخاصة التجربة الفرنسية من خلال إتباع نفس الخطوات التي اتبعتها فرنسا.

وتحقت أيضاً الفرضية الثالثة، حول دور وفعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، من حيث الدور حيث يلعب رأس المال المخاطر دوراً كبيراً من خلال توجيهه وتسيير هذه المشاريع والمتابعة أما الفعالية فتتمثل فعاليته وقت تقييم المشاريع الاستثمارية وفي النتائج التي تحققت المنشآت التي يمولها.

بالنسبة للدور والفعالية في وقت تقييم المشاريع، نلاحظ أن رأس المال المخاطر لا يطلب ضمانات عينية ولا شخصية ولا يتم تركيز اهتمامه على الضمانات التي يقدمها طالب القرض، بل يراهن على استعداد المشروع للنجاح وتحقيق قيمة مضافة في المستقبل الأمر الذي يؤكد الفرضية الثالثة أما بالنسبة للفعالية في وقت النتائج فان التمويل الذي يقدمه رأس المال المخاطر يعتبر التمويل الأنسب والأكثر استجابة لاحتياجات المشاريع الناشئة وتمويل يكون بالأموال الخاصة وشبه الخاصة الأمر الذي يسرع من مردوديتها ونموها بتدعيم أعلى ميزانيتها ورفع قدرتها الافتراضية كما يضع التمويل برأس المال المخاطر اتصالاته في خدمة المنشأة الممولة، الأمر الذي يسرع اندماجها في المحيط الاقتصادي كما أنه يساهم في تسير المنشآت الممولة .

الاقتراحات والتوصيات:

وقد خلصنا إلى الاقتراحات التالية:

- ❖ العمل على إنشاء صناديق عمومية يتم توظيف أموالها في نشاط رأس المال المخاطر وتكون موجهة لتمويل المراحل المبكرة جدا.
- ❖ تفعيل سوق مالي "جديد" يتم الخروج من خلاله لان المخاطر برأس المال يفكر في الخروج قبل الدخول.
- ❖ إنشاء جمعية مهنية لرأس المال المخاطر تتولى لعب دور المراقب والمنظم، وكذا تعمل على تحسين ظروف ممارسة نشاط أعضائها بالتفاوض مع السلطات العمومية من موقع تفاوضي أقوى.
- ❖ إعطاء تراخيص بإنشاء مؤسسات تمول رأس المال المخاطر وتوفير تحفيزات ضريبية لها.
- ❖ ينبغي أن يتم تعديل القوانين والتشريعات بما يقتضيه المحيط ، فالغرض منه هو تفعيل مؤسسات رأس المال المخاطر وتشجيعها.
- ❖ بناء جسور جامعية مع المؤسسات الاقتصادية ومختلف المراكز العلمية التي تتيح فرص الابتكار.
- ❖ فتح خيارات لصناديق التقاعد والتأمين في استثمار موجداتها المالية في صناديق استثمار رأس المال المخاطر

- ❖ نقترح ضرورة تفعيل اكبر لمؤسسات رأس المال المخاطر لتلعب الدور المنوط بها خاصة في الدول النامية بعد تأكد نجاحها في الدول المتقدمة وذلك بتوفير مناخ استثماري ملائم .
- ❖ على الدول والحكومات مد يد العون لهذه المؤسسات والوقوف إلى جانبها حتى تتغلب على الصعوبات المختلفة .
- ❖ يجب على السلطات الجزائرية تحسين مناخ الاستثمار في الجزائر خاصة بالنسبة للشباب المقاولين الذين يملكون أفكار جديدة
- ❖ الاهتمام بسوق رأس المال المخاطر من خلال تقديم الدعم لهذه الشركات
- ❖ تنظيم ملتقيات وندوات لتعريف الشباب الجزائري بالتمويل برأس المال المخاطر وأهميته في تمويل الإبداعات.
- ❖ فتح مكاتب فرعية على مستوى جميع الولايات الوطنية للسماح للشباب بالاستفادة من قرض رأس المال المخاطر.
- ❖ يجب على مؤسسة SOFINANCE التعريف بقرض رأس المال المخاطر عن طريق تنظيم الملتقيات والندوات العلمية .
- ❖ ضرورة تفعيل التمويل الإسلامي لمطابقته لتقنية رأس المال المخاطر.

آفاق الدراسة:

- من خلال دراستنا لموضوع رأس المال المخاطر، فنرى أنه ما زالت هناك عدة نقاط يمكن أن يتعمق في بحثها أكثر، ويمكن أن تكون أساسا لبحوث لاحقة، وهي آفاق مفتوحة على إشكاليات، وخاصة فيما تعلق بـ:
- ❖ إمكانية تطبيق تجارب الدول الرائدة على الجزائر.
 - ❖ دراسة مدى مطابقة رأس المال المخاطر مع المنظور الإسلامي.
 - ❖ دراسة ما مدى مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع العالية المخاطر.

قائمة المصادر والمراجع

الكتب :

أ- الكتب باللغة العربية:

- 1- إبراهيم منير الهندي: الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، ط4، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية 1999.
- 2- إبراهيم منير الهندي: الإدارة المالية منهج تحليلي معاصر، مركز الدالتا للطباعة الإسكندرية 1999.
- 3- إبراهيم منير هندي: الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، 1998 .
- 4- أحمد حبيب وطارق الله خان: إدارة المخاطر، البنك الإسلامي للتنمية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب . المملكة العربية السعودية، 2003.
- 5- بوراس أحمد: تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة الجزائر، 2008.
- 6- توفيق محب خلة: الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار دار الفكر الجامعي، الإسكندرية 2011.
- 7- الحاج طارق: مبادئ التمويل، ط1، عمان، دار صفاء للنشر والتوزيع، 2010.
- 8- الحسني أحمد بن حسن بن أحمد: صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤسسة الشباب الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 9- حسين حسين شحاتة: تأمين مخاطر رجال الأعمال، ط1، دار الكلمة للنشر والتوزيع المنصورة، مصر، 2000.
- 10- حنفي عبد الغفار ورسمية قرياقص: أساسيات الاستثمار والتمويل مؤسسات شباب الجامعة الإسكندرية، 2000.
- 11- حنفي عبد الغفار: أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية . 2007

- 12- خلة محب توفيق: الهندسة المالية، ط1، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 20011
- 13- رمضان زيادة ومحفوظ أحمد جودة: إدارة البنوك، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1995.
- 14- السعيد محمد عبد الهادي: الإدارة المالية" الاستثمار والتمويل، التحليل المالي"، ط1 الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع 2008.
- 15- صالح محمد الحناوي: الادارة المالية والتمويل، الدار الجامعية : الإسكندرية 2000.
- 16- الطاهر لطرش: تقنيات البنوك، ط 7، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2010.
- 17- عبد الرحيم توفيق يوسف وآخرون: إدارة والتحليل المالي : ط2، دار صفاء للنشر والتوزيع عمان، 2006.
- 18- عبد المطلب عبد الحميد: اقتصاديات تمويل المشروعات الصغيرة، الدار الجامعية 2009.
- 19- عطوة أويس الزنط: منهاج استخدام التقنية الحديثة في التحليل الاقتصادي لأسس تقييم المشروعات ودراسات جدوى الاستثمار، ج2، المكتبة الأكاديمية ،سنة 1992.
- 20- علي حسني خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد: الاستثمار النظرية والتطبيق، دار النهضة العربية، القاهرة 1996.
- 21- علي حسني خريوش وعبد المعطي رضا أرشيد: الاستثمار النظرية والتطبيق، دار النهضة العربية، القاهرة 1996.
- 22- فوزي هاشم ، دباس العبادي: الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات، الوراق للنشر والتوزيع 2008.
- 23- قاسم منى: صناديق الاستثمار والبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 2002.

- 24- محمد براق وبين زواي محمد الشريف: رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، المكتب الجامعي الحديث، مصر الاسكندرية، 2011.
- 25- محمد سمير عبد العزيز: تمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، ط1، مطبعة الإشعاع الفنية الإسكندرية، 1998 .
- 26- وفا عبد الباسط: مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشاريع الناشئة، دار النهضة، مصر.
- 27- وليد رضوان عمار : أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للطباعة ونشئ الأردن 1997.
- 28- وليم عاطف أندراوس: التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، ط1، مصدر : دار الفكر الجامعي الاسكندرية، 2006 .

ب-الكتب الأجنبية :

- 29- A.benhlma : pratique des techniques bancaires ; éditions DAHLEB ،alger
- 30- Andria schertles: dynamic efficing and path dependencies, springer new york, 2003
- 31- Azauloy ; hervé ،kriegie : de l'entreprise traditionnelle a la start – up edition d'organisation ،2001 .
- 32- Brealy ،r and myers ،s.principes de gestion financière des entreprises N.u. MC grau-hille،1997.
- 33- Douglas J. Cumming Grant fleming ، legality and venture Capital exits Journal of corpoert finance, 2006.
- 34- Douglas J. Cumming Sofia A. John, Venture Capital And Private Equity Contracting International Perspective, Elsevier Inc , United States, 2010.
- 35- Mansor durrani, grahame boocock , vinture capital islamic financial SMES palgrave, 2009.
- 36- Stefan povaly. Private equity exils, Springer, German, 2007.
- 37- Van horne . james .c. financial namagement and poliy .tome1 international edition .usa .1986.

- 38- willian l. Megginson, FLOW TOWAR A global model of venture capital, journal of A pplie corporate finance,volum 16.1, united states, 2004.
- 39- Yak-Shee Chan And Others, Lraring Coporate Control And Performance Requirements In Venture Capital Contracts " ,international economic REVIEW, VOL 31, N02, Blackwell publishing for the economic department of the university of Pennsylvania and institute of social and economic research Osaka university, 1990.
- 40- Zavi ،alexkane : alanj.marcus "investisment" Chicago :Irwin ،third edition ،1996 .

ج-المذكرات :

- 41- بن زواي محمد الشريف: هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر (حالة الجزائر)، مذكرة لنيل شهادة الماجستير (غير منشورة)، العلوم الاقتصادية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر 2011-2012.
- 42- سحنون سمير: فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر- دراسة حالة تونس، المغرب، الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية (غير منشورة)، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان - 2012-2013.
- 43- عبد الله بلعدي: التمويل برأس المال المخاطر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص علوم إسلامية، باتنة، 2008-2009.
- 44- فقريش نبيلة: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل قوانين القضاء على البطالة، رسالة مقدمة لنيل شهادة ماستر(غير منشورة)، قسم العلوم الاقتصادية جامعة المسيلة، 2011.
- 45- قشيدة صورية: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر،مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2011.

46- محمد سبتي: فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، (غير منشورة)، جامعة قسنطينة، 2008-2009.

47- مقشيش سالم: دور البنوك التجارية في تمويل المشاريع الاستثمارية ، مذكرة تخرج لنيل شهادة ليسانس غير منشورة قسم العلوم التجارية، جامعة ورقلة 2012.

د-المجلات:

48- الحسيني باسل: تمويل المشروعات البترولية في الدول العربية، مجلة النفط والتعاون العربي، العدد 82، 1997.

49- السعيد بربيش: رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، دراسة حالة شركة SOFINANCE ، مجلة الباحث، العدد 05 ، 2007.

هـ المداخلات بالملتقيات:

50- براق محمد وبن زواي محمد الشريف: الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، مداخلة مقدمة في الملتقى الوطني بعنوان إستراتيجيات التنظيم و مرافقة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة جامعة ورقلة، يومي 18-19أفريل ، 2012.

51- بريش عبد القادر وعابد نصيرة: الإطار الحوكمي للعلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة - دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر، مداخلة مقدمة في الملتقى الدولي بعنوان " آليات حوكمة المؤسسات ومتطلبات تحقيق التنمية المستدامة"، ورقلة، 25-26 نوفمبر 2013 .

- 52- رحيم حسين: ترقية شبكة دعم الصناعات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر نظام المحاضرن، مجمع الأعمال الملتقى الوطني الأول حول : المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، الأغواط يومي 8،9 أفريل 2002.
- 53- رحيم حسين: التجديد التكنولوجي كمدخل استراتيجي لدعم القدرة التنافسية للمؤسسة الجزائرية حالات الصناعات الصغيرة والمتوسطة، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحولات المحيط، جامعة بسكرة، 29-30 أكتوبر 2002.
- 54- رويحة عبد السميع وحجازي إسماعيل: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول " تأهيل المؤسسات" جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 17-18 أفريل 2006.
- 55- صحراوي مقلاتي: التمويل برأس المال المخاطر من المنظور الإسلامي، ورقة مقدمة في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول في 31 ماي- 3 جوان 2009 الإمارات العربية المتحدة.
- 56- عبد الإله إبراهيم: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكل التمويل، مداخلة مقدمة في ملتقى دولي بعنوان " متطلبات تأهيل PME في الدول العربية، الشلف، 18 أفريل 2006.
- 57- عبد المجيد قدي: المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمناخ الاستثماري، الملتقى الوطني الأول حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية، جامعة الأغواط، يومي 8، 9 أفريل 2002.

58- محمد بن بوزيان، خديجة خالدي: التمويل الإسلامي فرص وتحديات، الدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصادات المغاربية، المعهد الإسلامي للتدريب والبحوث، يومي 25-28 ماي 2003،

59- محمد زيدان وإدريس رشيد: الهياكل الجديدة الداعمة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ورقة مقدمة في ملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الشلف، 17-18 أبريل 2008.

60- محمد زيدان: الهياكل والآليات الداعمة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 18 أبريل الشلف 2006.

61- هشام فضل: الجديد في أعمال المصارف من الوجهتين القانونية والاقتصادية، أعمال المؤتمر السنوي لكلية الحقوق بجامعة بيروت العربية الجزء الثاني، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2002.

و-المحاضرات:

62- نايف الناصر: محاضرات إدارة المخاطر، موجودة في الموقع

ز-المراسيم والتقارير والقوانين:

63- الباب الأول من المرسوم الرئاسي رقم 04-134 المؤرخ في 19 أبريل 2004، والمتضمن القانون الأساسي لصندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

64- تقرير الأمم المتحدة للجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرب آسيا، رأس المال المخاطر، تكنولوجيا الاتصال والإعلام (الأسكو)، 2006.

ح-مواقع الأنترنت:

65- the association of university technology managers, 23/12/2014, [http : // www.autm.net](http://www.autm.net).

66- الموقع الرسمي الإلكتروني لـ www.sofinance.dz sofinance

67- المنتدى التعليمي: نشاط رأس المال المخاطر، قبيلفتا، 2015/03/16
www.gulfta.com

68- الموقع الرسمي لصندوق ضمان القروض للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة: <http://www.fgas.dz> 20/03/2015

69- الموقع الرسمي للوكالة الوطنية لتنمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية 2015/03/20، <http://www.anverdet.org.dz>

70- الموقع الرسمي للوكالة الوطنية للوساطة والضبط العقاري <http://www.aniref.dz>

71- نادية يوسف عبد الوهاب صالح الصالح: العالمية للتعليم والتدريب 2015/03/14
www.ksu.edu.sa

الملاحق

جدول المختصرات:

الشرح	الاختصار
de participation et de société financière d'investissement placement consiel national des participations de l'état	sofinance CNPE
les entreprises publiques économiques	EPE
شركات ذات أسهم شركات ذات مسؤولية محدودة.	SPA SARL EURL
Chiffre d'affaire	CA

الملحق رقم (01)



SOFINANCE

PARTICIPATION AU CAPITAL

Investissons ensemble pour assurer votre croissance

الملحق رقم (01)

C'est quoi la participation au capital ?

C'est un financement qui consiste en des apports financiers aux fonds propres des entreprises. Sofinance devient un actionnaire actif et cède ses parts sociales au terme d'une période définie dans un pacte d'actionnaires.



SOFINANCE peut intervenir en phases de :

- Création
- Développement
- Restructuration



La cible :

Les PME, existantes ou en création ayant le statut de Sarl ou SPA et exerçant dans les secteurs de production de biens et services.



Modalités d'intervention :

- Au plus 49% du capital
- Durée : en moyenne 05 ans

Les avantages :

- Renforcement des fonds propres des PME
- Meilleure assise financière des PME
- Risque complètement adossé aux performances de la PME
- Apport de Sofinance en Conseil et Assistance à la PME

“ La présence de SOFINANCE impose une organisation qui favorise la transparence et la bonne gouvernance de votre PME. ”

الملحق رقم (01)

Critères de sélection de projets:

- Les compétences managériales des promoteurs
- Les compétences techniques des promoteurs
- L'importance des apports des différents partenaires
- La fiabilité du business plan
- La rentabilité économique et financière du projet

Cession de la participation:

La cession de la participation se fait suivant le plan d'actionnaires adopté à la création du partenariat.
La sortie de Sofinance s'effectue soit en direction:

- En priorité, des actionnaires en place
- A des repreneurs externes, industriels ou financiers, locaux ou étrangers
- A travers la bourse des valeurs mobilières, si les conditions le permettent.



Les métiers de Sofinance

En plus de « La Participation au Capital »

Sofinance propose un autre produit de financement:

● Le Leasing :

Sofinance acquiert un bien d'équipement, selon la demande du client et le met à la disposition de ce client en contrepartie d'un loyer. Le locataire dispose de la pleine jouissance du bien et en devient propriétaire à la fin de la période de location.



الملحق رقم 02



Société Financière d'Investissements,
de Participation et de Placement

Liste des documents à fournir pour une prise de participation

En capital développement

1. Documents Administratifs :

- Demande de prise de participation
- Copie Statuts et pouvoirs des personnes habilitées à engager l'entreprise;
- Attestation de mise à jour CNAS et fiscale de moins de trois mois;
- Copie registre de commerce

2. Documents financiers :

- Bilans et TCR comptables ainsi que leurs annexes, des trois (03) derniers exercices;
- Plan de charge de l'entreprise;
- État des engagements bancaires;
- Autorisation de consultation banque d'Algérie

3. L'étude technico-économique du projet :

- Objet de la demande :
 - > Objet de la demande, (développement)
 - > Montant demandé,
 - > La destination du montant de la participation,
 - > La nature des apports du promoteur,
- Présentation de la société : date de création, forme juridique...etc.
- Présentation du responsable et gérant de la société
- Les fondamentaux du projet : impact macro et micro économique, marché, environnement, création de l'emploi
- Étude technique sur la société :
 - > Terrain
 - > Bâtiment
 - > Location
 - > Equipements
 - > Politique d'approvisionnement
 - > Clientèle cible
 - > Gamme de produit
 - > Processus de production (Schématiser avec quelques détails)
- Montage financier (Apports des promoteurs, Apport de SOFINANCE)
- Projection prévisionnelle sur (05) années

4. Documents annexe :

- Pièces justificatives (acte de propriété, location, autorisation...)
- Estimation par voie d'experts des apports en nature (matériels, terrain, bâtiments...)

SFA au capital de 8 000 000 000 DA
RC N° : 0012400900- matricule fiscale : 00018010298160
Siège social : 34, Avenue Mohamed Bakacem, les Anassers - Alger
Tel : (213) 21 47 96 00-63 - Fax : (213) 21 47 96 2006
E-mail : sfa@sfinance.dz - Web : www.sfinance.dz

الملحق رقم 02



Société Financière d'Investissements,
de Participation et de Placement

Liste des documents à fournir pour une prise de participation Affaires en Création

1. Documents Administratifs :

- Demande de prise de participation
- Pièces d'identité au registre de commerce;
- Expérience professionnelle des promoteurs;
- Motivation pour le projet.

2. L'étude technico-économique du projet :

- Objet de la demande :
 - > Objet de la demande, (Création)
 - > Montant demandé,
 - > La destination du montant de la participation,
 - > La nature des apports du promoteur,
- Présentation de la société : date de création, forme juridique...etc.
- Présentation du responsable et gérant de la société
- Les fondamentaux du projet : impact macro et micro économique, marché, environnement, création de l'emploi
- Étude technique sur la société :
 - > Terrain
 - > Bâtiment
 - > Location
 - > Équipements
 - > Processus d'approvisionnement
 - > Clientèle cible
 - > Gamme de produit
 - > Processus de production (Schématiser avec quelques détails)
- Montage financier (Apports des promoteurs, Apport de SOFINANCE)
- Projection prévisionnelle sur (05) années

3. Documents annexes :

- Pièces justificatives (acte de propriété, location, autorisation...)
- Estimation par voie d'experts des apports et nature (matériels, terrains, bâtiments...)

SIFINANCE SA 5 000 000 000 DA
RC 14 / 04 2400040, maroua hana, 00001010388100
Siège social : 14, Avenue Mohamed Sedoum, les Anassers - Alger
Tel : 021 0 21 41 06 30-32 - Fax : 021 0 21 41 06 2000
E-mail : sif@sofinance.dz - Web : www.sofinance.dz

الملحق رقم 03

23 جويلي الأول عام 2027 هـ 23 يونيو سنة 2006 م	الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية	4
<p>- عصص الشركة،</p> <p>- ويوجه عام، جميع فئات القيم المتولدة الأخرى المتأتلة كأموال خاصة طبقا للتفريع والتنظيم المعمول بهما.</p> <p>شئلى شركة الرأسمال الاستثماري تسيير القيم المتولدة.</p> <p>المادة 16: يمكن لشركة الرأسمال الاستثماري أن تقوم، بشكل ثانوي، في إطار هدفها ولصالح المؤسسات المهتمة بأية عملية ذات صلة لا تتناقض مع هدفها.</p> <p>المادة 17: تؤسس شركة الرأسمال الاستثماري في شكل شركة مساهمة تخضع للتفريع والتنظيم المعمول بهما مع مراعاة أحكام هذا القانون.</p> <p>المادة 18: يصعد الرأسمال الأجنبي عن طريق التنظيم</p> <p>ويحدد وفق الكيفيات الآتية:</p> <p>- 50% عند تاريخ تأسيس الشركة،</p> <p>- 50% وفقا للأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري.</p> <p>المادة 19: يصود برأسمال شركة الرأسمال الاستثماري من قبل المبررين العموميين أو غيرهم، سواء كانوا لشخصات معنوية أو طبيعية.</p> <p>تحدد كيفيات حيازة رأسمال شركة الرأسمال الاستثماري بالنسبة للمستثمرين المعنويين أو الطبيعيين، عن طريق التنظيم.</p>	<p>- ويقتضى القانون رقم 06-01 المورج في 23 مصرح عام 1427 الموافق 23 فبراير سنة 2006 والمتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته.</p> <p>- وبعد الأطلاع على رأي مجلس الدولة،</p> <p>وبعد استشارة البرلمان،</p>	<p>يصعد القانون الآتي نصه:</p> <p>الفصل الأول</p> <p>التعريف والقانون الأساسي والرأسمال</p>
<p>الفصل الثاني</p> <p>ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري</p> <p>المادة 20: تخضع ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري إلى رخصة مسبقة يسلمها الوزير المكلف بالمالية، بعد استشارة اللجنة لتنظيم معاملات البورصة ومراقبتها، ويملك الجزائر:</p> <p>يودع ميزنس شركة الرأسمال الاستثماري طبق الرخصة لدى الوزير المكلف بالمالية.</p> <p>ويرفق طلب بالوثائق الآتية:</p> <p>- عقد المساهمين،</p> <p>- مشاريع القوانين الأساسية،</p> <p>- بيانات المعلومات من التأسيس،</p> <p>- قائمة المساهمين الحاليين أكثر من 10% من الرأسمال،</p> <p>- طريقة التنظيم والعمل،</p> <p>- وأية وثيقة أو معلومة أخرى يطلبها الوزير المكلف بالمالية.</p>	<p>المادة الأولى: يعرف هذا القانون إلى تعريف شروط ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري من قبل شركة الرأسمال الاستثماري، وفقا لكيفيات إنشائها وتسييرها.</p>	<p>المادة 2: تهدف شركة الرأسمال الاستثماري إلى المشاركة في رأسمال الشركة وهي كل عملية تتعلل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو التوسعة.</p> <p>المادة 3: يمارس نشاط الرأسمال الاستثماري من قبل الشركة لمصلحتها الخاص أو لصالح الغير، وحبس مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل.</p>
	<p>المادة 4: تتشكل كيفيات دخول شركة الرأسمال استثماري فيما يأتي:</p> <p>- رأسمال المضاربة الذي يتصلق:</p> <p>• رأسمال الجديون أو رأسمال الانطلاقة " قبل إنشاء المؤسسة،</p> <p>• رأسمال التأسيس " في مرحلة إنشاء المؤسسة،</p> <p>- رأسمال التحويل " استرجاع مؤسسة من قبل مشتر داخل أو خارجي،</p> <p>- استرجاع مساهمين وأو حصص بصرتها صاحب رأسمال استثماري آخر.</p> <p>المادة 5: تدخل شركة الرأسمال الاستثماري بواسطة اكتتاب أو التنا، ما يأتي:</p> <p>- أسهم عامة،</p> <p>- شهادات استثمارية،</p> <p>- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم،</p>	

الملحق رقم 03

5	29 جوان الأول عام 1427 هـ 25 يونيو سنة 2006 م
<p style="text-align: center;">الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية / العدد 42</p> <p>المادة 12 : يجب على المؤسسين الأشخاص الطبيعيين وعلى مسيري شركة الرأسمال الاستثماري أن يكونوا مضمعين بحقوقهم المدنية.</p> <p>لا يجوز لأي شخص أن يكون مؤسساً لشركة رأسمال استثماري أو عضو في مجلس إدارتها بصورة مباشرة أو بواسطة شخص آخر، أو مديراً أو مسيراً أو وكيلاً أو مستشاراً، بآلية سابقة كانت لشركة الرأسمال الاستثماري، وأن لا يكون مقروفاً للتوقييع باسم هذه المؤسسات.</p> <p style="text-align: center;">- إذا سبق أن حكم عليه لارتكابه : أ- جريمة، ب- الاختلاس أو الهدر أو السرقة أو النصب أو إصدار حكم بتزوير رصيد أو خيانة الأمانة، ج- سرقة الركنية مؤتمرون مرسوميون أو انتهاز أموال أو سندات مالها، د- تظلمة، هـ- مخالفة التشريع والتنظيم المتعلقة بالمصرف.</p> <p>- تدوير مصدرات أو تلوين مصدرات خاصة تجارية أو مصرفية، ز- مخالفة قانون الشركات، ح - إغفال أمران تم الحصول عليهما إثر هذه المخالفات، ط - أية مخالفة متصلة بالانتهار بالمصدرات أو التدوير أو تبييض الأموال أو الإرتكاب أو التستر.</p> <p>- إذا تعرض الحكم تطبق به جهة قضائية أجنبية واكتسب صفة الشيء المظني فيه، ويشكل في نظر القانون الجزائري إداةً بسبب ارتكاب إحدى الجرائم أو الجناح المذكورة في هذه المادة.</p> <p style="text-align: center;">- إذا أعلن إفلاسه أو شغفه بإعلان أو حكم عليها بالمسؤولية المدنية كعضو تابع لشخص معنوي أو كسواء في الجرائم أو في الخارج، وذلك ما لم يرد له الاعتبار.</p> <p>المادة 13 : يجب على مسيري شركة الرأسمال الاستثماري أن يحتفظوا بحساب الكفاءة والاعتراضية.</p> <p>تعقد هذه الحسابات بموجب قرار من الوزير 2006 - 2007</p>	<p>الرأسمال الاستثماري والأشخاص الأمعاء هي الأجهزة المتابعة لها، لنفس الشروط وأو القاييس المنصوص عليها في المواد 10 و11 و12 أعلاه وتكون موضوع موافقة مسبقة من الوزير المكلف بالقالية</p> <p>المادة 14 : تدور شروط منح رخصة ممارسة نشاط الرأسمال الاستثماري وكذا الشروط المتعلقة بمسئوليتها عن طريق التنظيم</p> <p>تسلم رخصة الممارسة في أجل أقصاه ستون (60) يوماً ابتداءً من تاريخ إيداع الطلب.</p> <p>يجب أن يكون رخص منحة الرخصة مبرورة، وينقل إلى صاحب الطلب في أجل أقصاه ثلاثون (30) يوماً ابتداءً من تاريخ انقضاء أجل تسليم الرخصة.</p> <p>وفي حالة رفض الرخصة صراحة أو ضمنياً يحتفظ صاحب الطلب بحق الطعن المنصوص عليه في التشريع المعمول به.</p> <p>المادة 15 : يقرر الوزير المكلف بالقالية سحب رخصة ممارسة النشاط :</p> <p>- بناءً على طلب شركة الرأسمال الاستثماري - بناءً على تقرير خاص من سلطة المساهبات بسبب الإخلال الصغير بالتشريع، - بناءً على تقرير من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وأو الوزارة المكلفة بالقالية، إذا أصبحت الشركة لا تستوفي الشروط العدة في هذا القانون.</p> <p>المادة 16 : يجب على شركة الرأسمال الاستثماري، في حالة سحب الرخصة منها أن تتوقف فوراً عن نشاطها، ويتم حلها طبقاً للأحكام المنصوص عليها في المادة 765 مكرر 18 من القانون التجاري المعمول والنظم.</p> <p style="text-align: center;">الفصل الثالث قواعد الحصول على الساهل والقرض في شركات الرأسمال الاستثماري</p> <p>المادة 17 : لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تخصص أكثر من خمسة عشر من المائة (15%) من رأسمالها واحتياطياتها كمساهمة بأموال خالصة في مؤسسة واحدة.</p> <p>المادة 18 : لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تدور أسهما تمثل أكثر من سبعة وأربعين في المائة (47%) من رأسمال مؤسسة واحدة.</p>

الملحق رقم 03

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية / العدد 02	6
<p style="text-align: center;">20 جواني 2007 مع 1477 هـ 23 جواني سنة 2007 م</p> <p>- تمسح شركة الرأسمال الاستثماري من المساهمة عند حلول الأجل المنقضي عليه عن طريق:</p> <ul style="list-style-type: none"> • بيع الحصص مع إعطاء الأولوية إلى المساهمين في الشركة أو إلى غيرهم من المساهمين. • أي شكل آخر للاستحباب. <p style="text-align: center;">الفصل الخامس الرشحية</p> <p>المادة 24: تخضع شركة الرأسمال الاستثماري لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التي تتشكل من سفينة لشقاء الشركة للأحكام التشريعية والتنظيمية المعمول بها.</p> <p>تعمل من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها على شركات الرأسمال الاستثماري المهام والسلطات التي يحدونها أيها المرسوم التشريعي رقم 03-03 المؤرخ في 26-01-1993 و 1093 21-01-1994.</p> <p>المادة 25: تخضع شركة الرأسمال الاستثماري في إطار المرسوم رقم 03-03 المؤرخ في 03-03-1993 من المرسوم التشريعي رقم 03-03 المؤرخ في 23 مايو سنة 1993 والمكرر.</p> <p>المادة 26: ترفع شركة الرأسمال الاستثماري إلى الوزارة المكلفة بالمالية والتي لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها</p> <ul style="list-style-type: none"> - تقريرا من المائدة المعدلة مرفقا بوثيقة حافظة السجلات. - الوثائق المحاسبية والمالية لنهاية السنة المالية المعنية. - تقارير محاسبي المصارف. - أية وثيقة أخرى ضرورية لممارسة الرقابة. <p style="text-align: center;">الفصل السادس</p> <p style="text-align: center;">التظيم الجهلي لشركة الرأسمال الاستثماري</p> <p>المادة 27: لا تخضع شركة الرأسمال الاستثماري للتبعية على أرباح الشركات بالنسبة للمدخل المتأثر من:</p> <ul style="list-style-type: none"> - الأرباح - توزيع توظيف الأموال - توزيع الأرباح <p style="text-align: center;">والتي</p>	<p>المادة 19: لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تساهم في شركة إلا على أساس عقد المساهمين التي يعضو عليها الطهارة مدة المساهمة في الاستثمارية ودون الأرباح من شركة الرأسمال الاستثماري.</p> <p>المادة 20: لا يجوز لشركة الرأسمال الاستثماري أن تقوم بالادارة- الترخيص- الترخيص في 2013 (1975) من أسرارها المالية السنية ولا يمكن أن تستغل الفروع المقررة المعمول المعمول على مساهمات.</p> <p style="text-align: center;">الفصل الرابع الوارد المالية لشركة الرأسمال الاستثماري</p> <p>المادة 21: تتكون موارد شركة الرأسمال الاستثماري من:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1- رأسمال الشركة والاحتياطيات وغيرها من الأموال الخاصة. 2- الأموال شبه الخاصة التي تتشكل: <ul style="list-style-type: none"> - الوارد المتوقعة من قبل الغير لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري. - الأموال الخاصة المستخرجة من قبل الدولة لاستثمارها في عمليات الرأسمال الاستثماري التي تقوم الاستثمارات المنتجة لتسويق والخدمات والتجارة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. <p style="text-align: center;">د الهيد</p> <p>المادة 22: يتم تسجيل الأرباح في الحسابات المذكورة في المادة 21 أعلاه في إطار اتفاقية تبرع حسب العادة.</p> <ul style="list-style-type: none"> - بين شركة الرأسمال الاستثماري المكلفة بإنتاج وتمويل المشاريع ومناخيم الاستثمار التي تتلقى الأرباح الموجهة لتمويل المشاريع. - بين شركة الرأسمال الاستثماري والدولة. <p>المادة 23: تهدف الاتفاقية المبرمة بين شركة الرأسمال الاستثماري والدولة إلى تحديد مستوى الالتزام وكيفية التدفق التي تتمحور حول الجاهز الأثري:</p> <ul style="list-style-type: none"> - تحريم الأرباح المنسبة لرأس المال الاستثماري إلى الحصول على مساهمات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتدعيم أموالها الخاصة. - الحصول على مساهمات من طرف المؤسسات في الدعم أو السجلات- المدة 2013 و

الملحق رقم 04

	6 mois de 2013	2014	2015	2016	2017
Chiffre d'affaire	26 213 916	60 036 935	66 485 238	72 049 202	79 429 883
Mat et fournitures consommées	11 807 865	24 658 173	27 546 758	30 438 143	33 332 418
Services	1 590 885	3 377 668	3 664 886	3 953 613	4 243 906
Valeur ajoutée	12 815 166	32 001 093	35 273 593	38 557 536	41 853 559
Frais de personnel	5 110 560	10 221 120	10 425 542	10 634 053	10 846 734
Impôt et taxe	524 278	1 200 739	1 329 705	1 458 986	1 588 598
Excédent brut d'exploitation	7 180 327	20 579 234	23 518 346	26 464 497	29 418 227
Dotations aux amortis et provisions	6 195 104	12 390 208	12 390 208	12 390 208	12 390 208
Frais divers	393 209	900 554	987 279	1 094 239	1 191 448
Résultat économique	592 015	7 288 472	10 130 860	12 980 050	15 836 571
Charges financières	196 604	450 277	498 639	547 120	595 724
Résultat courant	395 410	6 838 195	9 632 221	12 432 930	15 240 847
IBS	98 853	1 709 549	2 408 055	3 108 232	3 810 212
Résultat Net	296 558	5 128 647	7 224 166	9 324 697	11 430 636
Dotations aux amortis et provisions	6 195 104	12 390 208	12 390 208	12 390 208	12 390 208
Dividendes	88 967	1 538 594	2 167 250	2 797 409	3 429 191
CAF	6 491 662	17 518 854	19 614 373	21 714 905	23 820 843

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère d'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université de M'sila

Faculté des Sciences Economiques,
commercial es et Sciences de Gestion

Département des Sciences Economiques



جامعة المسيلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية

وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

المسيلة في: 2014 / 12 / 16

الرقم: ع / 2014

إلى السيد:

الموضوع: طلب مساعدة على إجراء التربص الميداني

في إطار فتح الفضاء الجامعي على المحيط الاقتصادي والإداري، ومن أجل مساعدة الطلبة على

تحضير مذكرات التخرج لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، فإنه يشرفنا أن نطلب من سيادتكم الموقرة مساعدة الطلبة المذكورين أسفله على إجراء تربصهم الميداني بمؤسستكم .

تقبلوا منا فائق التقدير والاحترام.

- الطالب (ة) :

الاسم : ر. لعتيم اللقب : ع. ب. لسي
تاريخ الازدياد : 1995 / 11 / 1 ب. ب. سعادتة

رقم بطاقة التعريف الوطنية: 575.19.1 الصادرة بتاريخ: 2007 / 05 / 28 عن : الخيانة

سجل تحت رقم : 2013 / 170.6 / 165 السنة الجامعية: 2015 / 2014

موضوع البحث: دون ر. أ. من مجال الخاطر في تحويل المشاريع الناشئة في الجزائر

اسم ولقب المشرف: لسعودي ع. ب. الصمد

SOFINANCE Spa
Direction des Participations
et de l'ingénierie Financière



هيئة التربص

الأستاذ المشرف



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



الملخص :

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى إبراز دور وفعالية التمويل بتقنية رأس المال المخاطر على المشاريع الناشئة وعلى تنمية روح الاستثمار في الجزائر ويعتبر التمويل الدعامة الأساسية للنمو وتطور المشاريع الناشئة، والتمويل عن طريق رأس المال المخاطر هو المد اللازم بالأموال والتوجيه والتسيير بدون طلب ضمانات وهذا مايساعد المشاريع الناشئة على النهوض والتطور لأنها غير قادرة على تقديم ضمانات، وخاصة أن المشاريع الناشئة في الجزائر تبحث عن بديل تمويلي لا يطلب ضمانات .

توصلنا في الأخير إلى أن مؤسسة Sofinance تقدم قرض رأس المال المخاطر للمشاريع الناشئة الغير قادرة على الحصول على قروض بنكية، كما أن للتمويل عن طريق رأس المال المخاطر في مؤسسة Sofinance دور كبير في تمويل المشاريع الناشئة من خلال إمدادها بالتمويل اللازم والتوجيه والتسيير وتقديم تسهيلات للمشاريع الناشئة عند طلب القرض بعدم طلب ضمانات أما عن فعالية رأس المال المخاطر فتكون في وقت تقديم المشاريع وفي وقت تقييم النتائج .

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر، المشاريع الناشئة، التمويل.

Résumé:

L'objectif de notre travail consiste à l'étude de l'efficacité et l'importance du financement par la technique capital risque des projets naissants et le développement de l'investissement en Algérie.

Le financement est la base principale de développement et de croissance des projets naissants , et le financement par capital risque est l'action de crédit sans l'exigence de garanties cela faucillerait la tache aux projet naissants et cantonnerait leurs développement, a lissane de la présent recherche, nous avons constate que les projet finances par Sofinance ont été fructueux et ont abouti a des résultats probant.

Les mots clé: capital risque, les projets naissants, financement.

لذلك وجب البحث عن بدائل تمويلية تتلائم مع الطبيعة المالية للمشاريع الناشئة. فتم استحداث وسيلة تمويلية جديدة خصيصا لهذا الغرض، يطلق عليها اسم "رأس المال المخاطر".

1- إشكالية البحث : على ضوء ما تقدم يمكن صياغة إشكالية البحث كالتالي

ما هو دور وفعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة؟

ويندرج ضمن هذا التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية:

❖ ماذا نقصد بمفهوم رأس المال المخاطر؟

❖ هل يمكن الاستفادة من التجارب السابقة للدول الأخرى في مجال رأس المال المخاطر؟

❖ ماذا نقصد بالتمويل وما هي مصادره وأساليبه والمخاطر المرتبطة به؟

❖ ما هو واقع وآفاق رأس المال المخاطر في الجزائر؟

2- فرضيات البحث

وللإجابة عن التساؤلات السابقة للإشكالية المطروحة اعتمدنا على مجموعة من الفرضيات وتتمثل في ما يلي:

➤ رأس المال المخاطر هو أسلوب تمويلي حديث وهو تمويل المشاريع الاستثمارية في مرحلة ما بعد الإنشاء من خلال المساهمة برأس المال، وتقديم الخبرة والمشورة وهو لا يعتمد على طلب ضمانات عند الطلب.

➤ استفادت الدول النامية من تجربة الدول الرائدة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر وخاصة الجزائر.

➤ لرأس المال المخاطر دور كبير في تمويل المشاريع الناشئة من خلال توجيهه وتسيير أما الفعالية فتكون في وقت تقييم المشاريع وفي وقت النتائج.

لذلك وجب البحث عن بدائل تمويلية تتلائم مع الطبيعة المالية للمشاريع الناشئة. فتم استحداث وسيلة تمويلية جديدة خصيصا لهذا الغرض، يطلق عليها اسم "رأس المال المخاطر".

1- إشكالية البحث : على ضوء ما تقدم يمكن صياغة إشكالية البحث كالتالي

ما هو دور وفعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة؟

ويندرج ضمن هذا التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية:

❖ ماذا نقصد بمفهوم رأس المال المخاطر؟

❖ هل يمكن الاستفادة من التجارب السابقة للدول الأخرى في مجال رأس المال المخاطر؟

❖ ماذا نقصد بالتمويل وما هي مصادره وأساليبه والمخاطر المرتبطة به؟

❖ ما هو واقع وآفاق رأس المال المخاطر في الجزائر؟

2- فرضيات البحث

وللإجابة عن التساؤلات السابقة للإشكالية المطروحة اعتمدنا على مجموعة من الفرضيات وتتمثل في ما يلي:

➤ رأس المال المخاطر هو أسلوب تمويلي حديث وهو تمويل المشاريع الاستثمارية في مرحلة ما بعد الإنشاء من خلال المساهمة برأس المال، وتقديم الخبرة والمشورة وهو لا يعتمد على طلب ضمانات عند الطلب.

➤ استفادت الدول النامية من تجربة الدول الرائدة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر وخاصة الجزائر.

➤ لرأس المال المخاطر دور كبير في تمويل المشاريع الناشئة من خلال توجيهه وتسيير أما الفعالية فتكون في وقت تقييم المشاريع وفي وقت النتائج.