

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

المدرسة العليا للتجارة

القطب الجامعي بالقلية

أطروحة مقدمة للحصول على شهادة دكتوراه علوم في العلوم التجارية والمالية

تخصص : مالية

الموضوع :

## واقع آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر

تحت إشراف :

الأستاذ بريس عبد القادر

إعداد الطالب :

تقية الياس

لجنة المناقشة

رئيسا	المدرسة العليا للتجارة	أستاذ	براق محمد
مشرفا	المدرسة العليا للتجارة	أستاذ	بريش عبد القادر
عضوا مناقشا	المدرسة العليا للتجارة	أستاذ	دحية عبد الحفيظ
عضوا مناقشا	جامعة الجزائر - 3 -	أستاذ	بن موسى كمال
عضوا مناقشا	جامعة الجزائر - 3 -	أستاذ محاضر (أ)	خوري نبيل
عضوا مناقشا	جامعة حسيبة بن بو علي - الشلف	أستاذ محاضر (أ)	عيادي عبد القادر

السنة الجامعية : 2019-2020 م / 1440-1441 هـ

# شكر وتقدير

الحمد لله رب العالمين حمدا يليق بعظمة جلاله وله الشكر يكافئ نعمه ويوافي مزيده، وأفضل الصلاة على سيد الأولين والآخرين وإمام المتقين سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم، وعلى آله الطاهرين وصحبه أجمعين، ومن تبعمهم بإحسان إلى يوم الدين، وبعد :

ألا بذكر الله تدوم النعم، وعليه فإنني أتقدم بالشكر والحمد لله سبحانه وتعالى على نعمه وامتنانه، إذ بفضلته وتوفيقه منحنا روح العمل والإجتهاك والسعي في طلب العلم، وتمكنا من إتمام هذا العمل، فالحمد لله رب العالمين؛

كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى الأستاذ المشرف بريش عبد القادر، الذي ساهم معنا بجهده ووقته، ونصائحه القيمة، من أجل إنجاز هذا العمل بكل موضوعية وأمانة علميتين؛

كما لا أنسى أن أتقدم بالشكر أيضا إلى جميع من ساعدنا بالتوجيه والنصيحة والتشجيع والتحفيز وساهم من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل من أساتذة وإطارات بالمؤسسات؛

وللهؤلاء جميعا أقول جزاكم الله خيرا،

طالبين من المولى عز وجل أن ينفخ بهذا العمل غيرنا

فالحمد لله حتى يرضى...والحمد لله إذا رضى...والحمد لله بعد الرضا.

# إهداء

أهدي هذا العمل إلى ...

الوالدين الكريمين اللذين أطلب من الله أن يحفظهما؛

كل إخوتي وأخواتي صغيرا وكبيرا كلاً باسمه؛

كل أفراد العائلة الكريمة؛

شريكة الحياة ورفيقة الدرب...زوجتي الخالية؛

براعم المحبة التي ما فتئت تنضج بعد؛ محمد وسلسبيل حفظهم الله؛

كل أساتذتي وأصدقائي وزملائي ورفقاء الدرب التعليمي؛

كافة الطاقم التعليمي والإداري بالمدرسة الحليا للتجارة؛

كل طالب للعلم والمعرفة؛

كل الأحبة والأصدقاء؛

وإلى كل من وسعهم قلبي ولم تسعهم هذه الورقة.

## فهرس المحتويات

رقم الصفحة	العنوان
I	فهرس المحتويات
VI	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
IX	الملخص باللغة العربية
X	الملخص باللغة الأجنبية
أ - ل	المقدمة العامة
الفصل الأول : المستجدات المالية في تمويل المؤسسات في ظل الابتكارات المالية الحديثة	
02	مقدمة
03	المبحث الأول : المؤسسات المالية ودورها في تمويل المؤسسات الإقتصادية
03	المطلب الأول : المؤسسات المالية كوسيط في عملية التمويل
04	1. دور الوساطة المالية في عملية التمويل
12	2. تعريف المؤسسات المالية
13	3. أنواع المؤسسات المالية
15	المطلب الثاني : الدور التنموي للمؤسسات المالية في تمويل الإقتصاد
16	1. دور المؤسسات المالية في الوساطة المالية
17	2. الدور التنموي للمؤسسات المالية من خلال الإدخار
19	3. الدور التنموي للمؤسسات المالية من خلال الإستثمار
20	المطلب الثالث : المصادر المتاحة لتمويل المؤسسات الإقتصادية
20	1. مصادر التمويل الداخلية
24	2. مصادر التمويل الخارجية
28	3. بدائل التمويل الحديثة
29	المبحث الثاني : الابتكارات المالية الحديثة وآثارها على آليات التمويل
29	المطلب الأول : ماهية الابتكارات المالية
30	1. مفهوم الابتكارات المالية
33	2. أنواع الابتكارات المالية
36	3. الابتكارات المالية في مجال تمويل الأعمال والمؤسسات

رقم الصفحة	العنوان
41	المطلب الثاني : موقع الابتكارات المالية الحديثة من الهندسة المالية
41	1. أسباب اللجوء إلى الابتكارات المالية وأهميتها
46	2. النقد الموجه للإبتكار المالي من خلال واقع الصناعة المالية
47	3. علاقة الإبتكار المالي بالهندسة المالية
51	المطلب الثالث : آثار الهندسة المالية
51	1. الهندسة المالية والسياسات الإقتصادية
54	2. الهندسة المالية والمؤسسات المالية
54	3. الهندسة المالية والأسواق المالية
56	خاتمة
الفصل الثاني : شركات رأس المال المخاطر كآلية تمويلية مستحدثة	
58	مقدمة
59	المبحث الأول : الإطار المفاهيمي للتمويل برأس المال المخاطر
59	المطلب الأول : ماهية رأس المال المخاطر
60	1. مفهوم رأس المال المخاطر
70	2. تعريف رأس المال المخاطر
71	3. خصائص رأس المال المخاطر
74	المطلب الثاني : شركات رأس المال المخاطر
74	1. أشكال شركات رأس المال المخاطر
75	2. دور شركات رأس المال المخاطر
78	3. مزايا وعيوب التمويل برأس المال المخاطر
80	المطلب الثالث : العلاقة بين نظام التمويل برأس المال المخاطر والأنظمة التمويلية التقليدية
80	1. الفجوات التمويلية ورأس المال المخاطر
81	2. مميزات نظام التمويل برأس المال المخاطر مقارنة بالأنظمة التمويلية التقليدية
84	3. إستراتيجيات شركات رأس المال المخاطر
89	المبحث الثاني : آلية عمل شركات رأس المال المخاطر
89	المطلب الأول : مرحلة ما قبل التمويل
89	1. مرحلة التحليل الأولي
95	2. مرحلة الدراسة المعمقة
97	3. مرحلة التقييم المالي للمشروع

رقم الصفحة	العنوان
99	المطلب الثاني : مرحلة التمويل
99	1. مرحلة الإنشاء
101	2. مرحلة التنمية
102	3. مرحلة تحويل الملكية والتقويم
105	المطلب الثالث : مرحلة الخروج من التمويل
106	1. عوامل التحكم بمرحلة الخروج
106	2. إستراتيجيات الخروج في حالة فشل المشروع الممول
107	3. إستراتيجيات الخروج في حالة نجاح المشروع الممول
113	خاتمة
الفصل الثالث : حقيقة آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	
115	مقدمة
116	المبحث الأول : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر
116	المطلب الأول : المنظومة القانونية لرأس المال المخاطر في الجزائر
116	1. الإطار التنظيمي لرأس المال المخاطر
119	2. الإطار الجبائي لرأس المال المخاطر
120	3. تعريف شركات رأس المال المخاطر عند المشرع الجزائري
122	المطلب الثاني : المنظومة المؤسسية لرأس المال المخاطر في الجزائر
122	1. شركات رأس المال المخاطر العمومية
127	2. شركات رأس المال المخاطر المختلطة
129	3. شركات رأس المال المخاطر الأجنبية
133	المطلب الثالث : عقبات تطوير التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر
133	1. عقبات متصلة بالبيئة الإستثمارية
137	2. عقبات متصلة بالبيئة المقاولاتية
140	3. عقبات متصلة بالبيئة التمويلية
143	المبحث الثاني : تطوير سوق رأس المال المخاطر في الجزائر في ظل الممارسة الدولية
143	المطلب الأول : مكانة التمويل برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية
144	1. واقع رأس المال المخاطر الأمريكي
149	2. عوامل نجاح الصناعة الأمريكية لرأس المال المخاطر
153	3. أهمية شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

رقم الصفحة	العنوان
156	المطلب الثاني : مكانة التمويل برأس المال المخاطر في الإمارات العربية المتحدة
156	1. واقع رأس المال المخاطر الإماراتي
158	2. عوامل نجاح الصناعة الإماراتية لرأس المال المخاطر
162	3. أهمية شركات رأس المال المخاطر الإماراتية في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
164	المطلب الثالث : مقومات تطوير سوق رأس المال المخاطر في الجزائر
164	1. دواعي تطوير البيئة الإقتصادية والمالية
166	2. دواعي تطوير البيئة الإستثمارية
168	3. دواعي تطوير تطبيقات التمويل الإسلامي التشاركي
171	خاتمة
الفصل الرابع : دراسة ميدانية حول التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	
173	مقدمة
174	المبحث الأول : منهجية جمع بيانات الدراسة
174	المطلب الأول : تحضير الإستبيان المستعمل في جمع البيانات
175	1. أسلوب الدراسة
175	2. تصميم الدراسة
177	3. مقاييس تحليل البيانات
180	المطلب الثاني : صدق إستبيان الدراسة
180	1. إختبار صدق أداة الدراسة
180	2. صدق المحكمين
181	3. صدق الإتساق الداخلي
184	المطلب الثالث : ثبات إستبيان الدراسة
184	1. إختبار ثبات أداة الدراسة
184	2. طريقة التجزئة النصفية
185	3. طريقة معامل ألفا كرونباخ
186	المبحث الثاني : تحليل البيانات وإختبار الفرضيات
186	المطلب الأول : خصائص عينة الدراسة
186	1. بيانات عامة عن طبيعة مؤسسات العينة
187	2. بيانات عامة عن إنشاء مؤسسات العينة
188	3. بيانات عامة عن تمويل مؤسسات العينة

رقم الصفحة	العنوان
190	المطلب الثاني : المعالجة الإحصائية للبيانات
190	1. تحليل نتائج المحور الأول
192	2. تحليل نتائج المحور الثاني
195	3. تحليل نتائج المحور الثالث
197	4. تحليل نتائج المحور الرابع
200	المطلب الثالث : إختبار فرضيات الدراسة
200	1. إختبار الفرضية الأولى للدراسة
203	2. إختبار الفرضية الثانية للدراسة
206	3. إختبار الفرضية الثالثة للدراسة
209	4. إختبار الفرضية الرابعة للدراسة
211	خاتمة
218-213	الخاتمة العامة
231-220	قائمة المراجع
-	الملاحق

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
36	تصنيف الابتكارات المالية	1-1
92	هيكل خطة العمل	1-2
102	مراحل نمو المشروع ومصادر التمويل	2-2
103	الصعوبات التي تواجهها المؤسسات القائمة	3-2
126	الهيئات المالية المسيرة لصناديق الإستثمار الولائية	1-3
134	سهولة البدء في نشاط تجاري للفترة الممتدة من 2011 إلى 2018	2-3
135	هيكل الصادرات الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2017	3-3
136	أداء أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2017	4-3
140	توقع بعض الدول العربية في حجم معروضات رأس المال المخاطر	5-3
154	عدد المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر في عدة دول من منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية خلال الفترة الممتدة من عام 2010 إلى 2016	6-3
168	بعض الجمعيات المهنية لرأس المال المخاطر	7-3
177	مقياس ليكرت الخماسي للإجابة على خيارات الإستبيان	1-4
179	مستويات القياس لأسئلة الإستبيان حسب مقياس ليكرت الخماسي	2-4
181	معاملات إرتباط بيرسون بين عبارات المحور الأول المتعلق بالطلب على التمويل عامة عند أصحاب المشاريع الإستثمارية	3-4
182	معاملات إرتباط بيرسون بين عبارات المحور الثاني المتعلق بالعوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة	4-4
182	معاملات إرتباط بيرسون بين عبارات المحور الثالث المتعلق بأسباب عدم التعامل بالآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	5-4
183	معاملات إرتباط بيرسون بين عبارات المحور الرابع المتعلق بأهم سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	6-4
183	معاملات إرتباط بيرسون لمحاور الإستبيان مع الدرجة الكلية للإستبيان	7-4
185	معاملات إرتباط بيرسون والثبات لكل محور من محاور الإستبيان وكذلك للإستبيان ككل	8-4
185	معامل ألفا كرونباخ لكل محور من محاور الإستبيان وكذلك للإستبيان ككل	9-4
186	توزيع عينة الدراسة حسب طبيعة المؤسسات	10-4
187	توزيع عينة الدراسة حسب إنشاء المؤسسات	11-4
188	توزيع عينة الدراسة حسب تمويل المؤسسات	12-4
190	إستجابة عينة الدراسة وترتيب أهمية عبارات المحور الأول المتعلق بالطلب على التمويل عامة عند أصحاب المشاريع الإستثمارية	13-4

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
192	إستجابة عينة الدراسة وترتيب أهمية عبارات المحور الثاني المتعلق بالعوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة	14-4
195	إستجابة عينة الدراسة وترتيب أهمية عبارات المحور الثالث المتعلق بأسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	15-4
197	إستجابة عينة الدراسة وترتيب أهمية عبارات المحور الرابع المتعلق بأهم سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	16-4
201	الدالات الإحصائية لإختبار المتغيرات المتعلقة بالفرضية الأولى	17-4
204	الدالات الإحصائية لإختبار المتغيرات المتعلقة بالفرضية الثانية	18-4
207	الدالات الإحصائية لإختبار المتغيرات المتعلقة بالفرضية الثالثة	19-4

## قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
16	دور المؤسسات المالية في الوساطة المالية	1-1
80	دورة نضوج المؤسسات ودرجة الترحيب التمويلي	1-2
85	إستثمارات رأس المال المخاطر تبعا لمرحلة التطور بفرنسا (معطيات سنة 2016)	2-2
94	معايير المخاطرين برأس المال لتقييم مردودية وخطر المشروع	3-2
98	هرم سيلفر (Silver) للمرشحين	4-2
104	دورة حياة المؤسسة وتدخلات رأس المال المخاطر	5-2
105	دورة رأس المال المخاطر	6-2
121	التنظيم العام لسوق رأس المال المخاطر في الجزائر	1-3
123	إستثمارات الشركة المالية للإستثمار والمساهمة والتوظيف	2-3
125	إستثمارات شركة الجزائر إستثمار	3-3
125	الفرص الإستثمارية المتاحة لشركة الجزائر إستثمار	4-3
128	عدد مساهمات الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة	5-3
128	إستثمارات الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة	6-3
145	تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة من عام 1985 إلى 2018	7-3
147	تطور عدد صفقات رأس المال المخاطر الأمريكي حسب أهم مراحل عمر المشروع خلال الفترة الممتدة من عام 1985 إلى 2018	8-3
148	تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي حسب حجم الصفقة خلال الفترة الممتدة من عام 2006 إلى 2018	9-3
149	عدد صفقات الخروج من رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة من عام 2000 إلى 2018	10-3
153	نسبة حجم إستثمارات رأس المال المخاطر في ولاية كاليفورنيا مقابل باقي الولايات الأمريكية خلال الفترة الممتدة من عام 2006 إلى 2018	11-3
158	تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر وعدد الصفقات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة الممتدة من عام 2015 إلى 2018	12-3

## الملخص

تتناول هذه الدراسة أحد أهم الحلول الحديثة لمشكلة التمويل في المؤسسات الجزائرية الصغيرة والمتوسطة الحجم، خاصة مع الجهود المستمرة التي تبذلها الدولة للتخفيف من الآثار السلبية لانكماش الموارد المالية على أداء الاقتصاد الوطني، وهو التمويل عن طريق رأس المال المخاطر القائم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة، والذي يعتبر بديلا حديثا وأكثر فعالية في توفير الموارد المالية اللازمة لهذا النوع من المؤسسات التي تتواجد في قلب سياسة التنمية الاقتصادية، خاصة وأنه يتماشى مع خصوصيتها واحتياجاتها المالية بشكل يضمن انطلاقتها وديمومتها، فهو يتميز بأسلوب مختلف وطبيعة تمويلية خاصة تميزه عن الأساليب التقليدية الأخرى في تمويل مختلف المشاريع الإستثمارية.

وتهدف هذه الدراسة إلى التعرف وتسليط الضوء على أسلوب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر وتطوره مع التطرق إلى واقعه في الجزائر، لما له من دور وأهمية في تلبية الاحتياجات التمويلية للمستثمرين في مختلف القطاعات الاقتصادية، كما تم الإشارة إلى أهم العقبات التي تواجهها هذه الآلية التمويلية وكذا متطلبات تكيف هذا النوع من التمويل حتى يتم الوصول عبره إلى توفير تمويل دائم لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا على ضوء دراسة أهم التجارب الرائدة في هذا المجال، قصد معرفة إلى أي مدى وصل تطبيق التمويل برأس المال المخاطر فيها مع ذكر عوامل نجاح هذه الآلية التمويلية في دعم المشاريع حتى تقوم بدورها التنموي.

**الكلمات المفتاحية : التمويل، الوساطة المالية، الإبتكارات المالية، رأس المال المخاطر، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.**

### Abstract

This study addresses one of the most important modern solutions to the problem of financing in Algerian small and medium-sized enterprises, in particular with the ongoing efforts of the State to mitigate the negative effects of the contraction of financial resources on the performance of the national economy, venture capital financing based on the principle of profit-sharing, this is a new and more effective alternative for providing the financial resources needed for these types of institutions which are at the heart of economic development policy, especially as they are adapted to their specificity and their financial needs so as to ensure their start-up and duration. It is characterized by a different approach and a special financing nature that distinguishes it from other traditional methods of financing various investment projects.

This study aims to identify and highlight the method of financing by venture capital and its development, while addressing its reality in Algeria, because of its role and importance to meet the financing needs of investors in various economic sectors. In addition to the need to adapt this type of funding in order to obtain permanent funding for the SME sector, in the light of the study of the most important pilot experiences in this field, in order to determine the extent to which funding by venture capital is applied, supporting projects until they play their development role.

**Key words : Finance, Financial intermediation, Financial innovation, Venture capital, Small and medium enterprises.**

---

## المقدمة العامة

## تمهيد :

إن موضوع التمويل يستقطب منذ زمن بعيد اهتمام العديد من الاقتصاديين والباحثين بقرارات التمويل، خاصة لارتباطه الوثيق بالتنمية في شقيها الاقتصادي والاجتماعي، وهذا منذ أبحاث موديليانى وميلر (Modigliani et Miller) سنة 1958، والتي أعتبرت بمثابة الأرضية الأولى للبحث وفتح المجال أمام باحثين آخرين لدراسة العوامل المحددة للتمويل، إلا أنه لا يزال من الصعب فهم وتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات، بالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة في ظل مختلف الأنظمة المالية، التي تسعى إلى تسهيل تدفق الأموال من الوحدات التي لديها الأموال إلى تلك الوحدات التي هي بحاجة إلى الأموال اللازمة للاستثمار، وعليه، فإن السبل الكفيلة بالاستخدام الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مكتملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد.

حيث كانت الريادة في تمويل الاقتصاد لقرون من الزمن لصالح الوساطة البنكية، أي لصالح التمويل الغير مباشر، ومع النمو والتطور الاقتصادي الحاصل في العالم، أدت العولمة الاقتصادية إلى تحولات عميقة في أغلب دول العالم من خلال تحرير اقتصادياتها، وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام ومؤسساته الكبيرة وفتح المجال أمام القطاع الخاص.

وبعد فتح المجال للقطاع الخاص، برز في الأفق مشكل التمويل أمام تطور مؤسساته الصغيرة والمتوسطة خاصة في مرحلة الانطلاق والتوسع كأهم عائق، حيث تميل هذه المؤسسات إلى الاعتماد على التمويل الذاتي أي مصادرها الداخلية، سواء عن طريق عملياتها الداخلية أو عن طريق الحصص المقدمة من طرف الشركاء، وهذا قبل اللجوء إلى المصادر الخارجية، فيفضل بعض المقاولون تأجيل بعض المشاريع الاستثمارية إذا لم تتوفر لدى المؤسسة موارد تمويل بالقدر الكافي، لكن غالباً ما تكون غير كافية لتغطية مختلف احتياجاتها عبر مراحل نشاطها خاصة المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية التجديدية والتوسعية، فإنه لا يكون أمامها إلا خيار اللجوء إلى التمويل الخارجي لتغطية احتياجاتها.

فباللجوء إلى التمويل البنكي عن طريق الوساطة البنكية، له عدة مبررات، كما أشار في هذا الصدد أنج (Ang) سنة 1992، كوجود علاقات متينة بين الجهة المقترضة والجهات المقرضة وخاصة البنوك، وهذا ما يؤدي في كثير من الأحيان إلى التمويل بتكاليف ضعيفة

بسبب انخفاض تكاليف الوكالة والمراقبة بالنسبة للجهات المقرضة، كما يؤدي أحيانا عدم كثرة الدائنين إلى ضعف احتمال وجود نزاعات عند تصفية المؤسسة، الأمر الذي يجعل الجهات الممولة لا تتردد كثيرا في إقراضها نظرا لانخفاض التكاليف والخسائر الممكنة لجهة التمويل.

ولكن بالرغم من أن التمويل البنكي يعتبر المصدر الأكثر أهمية، إلا أنه لا يمكن لهذا النوع من المؤسسات من الحصول على القروض بالشروط الملائمة، نظرا لعدة عوامل متداخلة تجعل الاستفادة من التمويل البنكي يتميز بالمحدودية، منها ما يخص البنوك كالاقتناع إلى الأدوات الفعالة للتحكم في المخاطر بما يقلص من مجال اتخاذ قرار منح القروض، وكذا إهمال معايير أخرى موضوعية تتعلق بالجدوى الاقتصادية للمشروع وربحيته وكفاءة إدارة المشروع، وأخرى تخص المؤسسات وذلك فيما يتعلق بوضعها المالي، الرغبة في تجنب التمويل الخارجي للبقاء بعيدا عن شروط ومراقبة الجهات المقرضة وللحفاظ على حرية اتخاذ القرارات، غياب تعدد نشاطات المؤسسة وارتفاع خطر الأعمال، تكاليف الإفلاس والتي تتحملها المؤسسة التي تواجه صعوبات في قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه الغير، مما يكبح لجوءها إلى هذا النوع من الاستدانة.

وفي ظل واقع التمويل البنكي والذي يتميز بمحدودية الاستفادة منه، وجب على المؤسسات الراغبة في التمويل، البحث عن أنجع السبل والكشف عن أحسن الاستراتيجيات والتفقيب عن أفضل الطرق، لمواجهة الصعوبات التمويلية التي تعاني منها. وهكذا أصبح تطوير النظام المالي ضرورة لا مناص منها، وقد أسهمت عملية الانتقال من اقتصاد الاستدانة إلى الاقتصاد التمويلي بشكل كبير في مراجعة هيكل النظام المالي، ونتيجة لهذا التغيير، برزت في نهاية القرن العشرين أهمية الأسواق المالية، كإحدى الآليات الهامة باعتبارها مكان إلتقاء بين عارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل والطالبيين لها، وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

وبالرغم من الأهمية والمزايا التي تقدمها الأسواق المالية في التمويل والاستثمار، إلا أن ليس كل المؤسسات لها القدرة على الولوج والاستفادة من مزايا التمويل المباشر لهذه السوق، وهذا نظرا للتنظيمات والقوانين المنظمة في كل دولة لهذا النوع من الأساليب التمويلية.

وبما أن التمويل بجميع أنواعه يعتبر إحدى أهم ركائز الاستثمار لأي اقتصاد في أي زمان وفي أي مكان، فإن تطوير أدوات التمويل من خلال الهندسة المالية أخذ وما زال يأخذ حيزاً كبيراً من اهتمام المالىين والمستثمرين على حد سواء، وقد برزت في الدول الصناعية الكبرى تقنية تمويلية مستحدثة تختلف عن نظام التمويل القائم على الأسواق المالية، بل تعتمد مبدأ المشاركة، وهذا التمويل هو ما أُصطلح على تسميته برأس المال المخاطر.

يعتبر التمويل برأس المال المخاطر، عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية الغير قادرة على توفير الأموال من البنوك أو من إصدارات الأسهم العامة، وذلك عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، بواسطة مؤسسات، تدعى شركات رأس المال المخاطر، فلقد نشأت أول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية عام 1946، وكانت المؤسسة الأمريكية للبحوث والتنمية (ARD) أول شركة رأس مال مخاطر في العالم، وبعد ظهور هذه الشركة بدأ يتوالى ظهور مثل هذه الشركات، والتي تتولى على العموم تمويل تجسيد الأفكار الجديدة على أرض الواقع، خاصة في القطاعات التي تتميز بدرجة مخاطرة عالية، كالقطاعات التي تتميز بتقلبات تكنولوجية حادة، كقطاع الإعلام الآلي، البيوكيمياء، الإتصالات، الإلكترونيك،...إلخ، ثم إنتقل عمل شركات رأس المال المخاطر إلى أوروبا مع نهاية الخمسينات، وتطور أكثر بعد إنشاء الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر في بروكسل سنة 1983، حيث لاقت عناية كبيرة مقارنة بالدول العربية، والتي لم يرقى فيها دورها إلى مستوى تطورها في الولايات المتحدة الأمريكية التي يفوق بها عددها 2353 شركة وفي المملكة المتحدة (بريطانيا) بـ 280 شركة سنة 2014، باستثناء بعض الدول العربية كتونس ولبنان.

حيث أن هذه التقنية لا تقوم على تقديم رؤوس الأموال فحسب كما هو الحال في التمويل البنكي، بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المخاطر بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، ومن أجل التخفيف من حدة الخطر فإن المخاطر لا يكتفي بتقديم الأموال فحسب، بل يساهم في إدارة المؤسسة بما يحقق تطورها ونجاحها، من خلال تقديم الدعم التكنولوجي، التوظيف، التسويق وتوطيد علاقاتها مع الغير، ومن خلال ذلك يظهر دور آخر وهو إحكام الرقابة على المؤسسة، وبالتالي توزيع الخطر على كافة الشركاء، كما لا يقتصر دور شركات رأس المال المخاطر على تمويل مرحلة الإنشاء أو الإنطلاق فحسب بل يمتد أيضا إلى مرحلة التوسع، النمو والتجديد، وإذا ما أصبحت المؤسسة تحقق عوائد مرتفعة تقوم شركة رأس المال المخاطر ببيع نصيبها محققة ربحاً يتناسب مع درجة المخاطرة.

وقد شهد الاقتصاد الجزائري في العشرية الأخيرة عدة تحولات وإجراءات مست جوانب مختلفة منه، وذلك في إطار مسار الانتقال نحو اقتصاد يقوم على أسس وقوانين اقتصاد السوق، والذي تجسد من خلال الانسحاب الجزئي للدولة من النشاط الاقتصادي وفتح المجال أمام القطاع الخاص، بخصوصية المؤسسات العمومية، وقد اتبعت الدولة الجزائرية هذه السياسة رغبة منها في الإصلاح الاقتصادي، مما استدعى تقوية القطاع الخاص وتشجيع الاستثمارات وإنشاء المؤسسات الاقتصادية، خاصة منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال إصدار المرسوم التنفيذي رقم 190/2000، المؤرخ في 11/07/2000، المتضمن تحديد صلاحيات وزارة المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة، بالنظر إلى الوزن والأهمية التي تكتسبها في النهوض بالاقتصاد الوطني من خلال التنمية الاقتصادية، توفير مناصب شغل وإنشاء الثروة.

ولكن رغم الإنجازات المحققة والمساعي المبذولة، إلا أن هناك نقائص قد برزت في الأفق، منها ما يرتبط بالمناخ الاستثماري بصفة عامة، ومنها ما يتعلق بخصائص هذا النوع من المشاريع بصفة خاصة. ولعل أهم العراقيل تتجسد في الصعوبات التمويلية التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرا لشح التمويل الذاتي ولصعوبة التمويل الخارجي عن طريق البنوك نظرا لعدم توفر الضمانات وإنطواء نشاطها على مخاطر عالية، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة الولوج إلى السوق المالية كتقنية تمويلية طويلة الأجل<sup>1</sup>.

أمام هذه المشاكل، بادرت السلطات الجزائرية بخوض مرحلة جديدة في مجال التمويل طويل الأجل، وهذا من خلال إنشاء شركات رأس المال المخاطر كتجربة حديثة إذا ما قورنت مع تجارب الدول الرائدة في هذا المجال، بهدف تقديم رؤوس الأموال الكافية لتمويل الاستثمارات المنتجة للسلع والخدمات، والمنجزة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث ظهرت أول شركة سنة 1991 بعد صدور قانون النقد والقرض، الذي سمح بإنشاء المؤسسات المالية الخاصة.

كما عملت على إصدار بعض الأطر القانونية، كالقانون رقم 06-11 المؤرخ في 25/06/2006، المتعلق بشركة الرأسمال الإستثماري وكذا مرسوم تنفيذي رقم 08-56

<sup>1</sup> - بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (دراسة حالة شركة SOFINANCE)، مجلة الباحث، دورية أكاديمية محكمة سنوية تصدر عن كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، العدد 05/2007 (شاهد يوم 28/05/2016، [http://rcweb.luedld.net/rc5/1\\_ANB\\_Beribeche\\_Ar.pdf](http://rcweb.luedld.net/rc5/1_ANB_Beribeche_Ar.pdf)).

المؤرخ في 2008/02/24، المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة الرأسمال الإستثماري، والتي تعمل على تنظيم وضبط سوق رأس المال المخاطر، بالإضافة إلى تقديم التحفيزات اللازمة لكل من المؤسسات الباحثة عن رؤوس الأموال وشركات رأس المال المخاطر، والتي تمثلت أساسا في التحفيزات الجبائية، إلى جانب طرق الانسحاب من الاستثمارات الممولة، وهذا لضمان سيولة أكبر في السوق ومن ثم تنشيطها مما يعمق من مجال تدخلها في تمويل كافة القطاعات الاقتصادية.

### أهمية البحث :

يمكن تلخيص أهمية هذا البحث في جملة من النقاط نوردتها فيما يلي :

- المساهمة من خلال هذا البحث في إثراء المكتبة الجزائرية من حيث البحوث التي تهتم بالمؤسسات المالية ومنها شركات التمويل برأس المال المخاطر ؛
- البحث عن مكانة للتمويل برأس المال المخاطر في السوق الجزائرية ضمن مصادر التمويل القائمة ؛
- الدور المنوط بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في إطار السياسة العامة للبلاد، وضعف نسيجها الاقتصادي نظرا لما تواجهه من عقبات مرتبطة بالواقع التمويلي، والتي يسعى هذا البحث لمعرفة الطرق الكفيلة للتخفيف من مشكلة التمويل اللازم لقيامها بدورها التنموي، بالاعتماد على التمويل برأس المال المخاطر كآلية تمويلية مناسبة ؛
- إستمرار الضغوطات ذات الصلة بسوق المحروقات وآثارها السيئة على التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلاد، وذلك بإعتباره المصدر الأساسي لتمويل مختلف المشاريع، مما دفع بالسلطات العمومية إلى تبني آليات تمويلية مختلفة بغرض تقليص آثارها ؛
- التعرض لبعض التجارب الناجحة في هندسة عوامل تطوير سوق رأس المال المخاطر، حتى يتسنى لنا السير على ضوئها بغية تفعيل سوقنا بشكل ناجح.

### الهدف من البحث :

وتهدف هذه الدراسة في الحقيقة إلى :

- محاولة الإلمام وتسليط الضوء على أسلوب التمويل عن طريق رأس المال المخاطر ؛
- إظهار مدى ملائمة التمويل برأس المال المخاطر لسد الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لما لها من دور وأهمية في مختلف اقتصاديات دول العالم ؛

- محاولة النهوض بالاقتصاد الوطني من خلال تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر لصالح القطاعين العام والخاص، بشكل يلبي احتياجات ورغبات المستثمرين ؛
- محاولة البحث عن أهم المتغيرات المؤثرة في التمويل برأس المال المخاطر ؛
- فتح اتجاهات البحث في مجال مصادر التمويل المستحدثة للاقتصاديات المعاصرة.

### مبررات ودوافع إختيار موضوع البحث :

- تتمثل مبررات ودوافع إختيار هذا الموضوع في جملة من الأسباب نذكر منها :
  - الأهمية التي يحتلها هذا الموضوع من خلال الإهتمام المتزايد للسلطات العمومية بمشكلة تمويل الاقتصاد الوطني بصفة عامة وقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة، وهذا في ظل التحولات التي تشهدها العديد من الدول النامية وخاصة الجزائر، ودور مؤسسات التمويل للمساهمة في تذليل الصعوبات التي تواجهها للنهوض بالاقتصاد الوطني.
  - إعتقادنا أن موضوع التمويل برأس المال المخاطر هو موضوع جدير بالبحث فيه، نظرا لحدائة البحث فيه، إضافة للنقص الملاحظ في هذا المجال والخاص بالحالة الجزائرية.

### الدراسات السابقة :

- بالرغم من الحدائة النسبية لموضوع التمويل برأس المال المخاطر، إلا أن هناك بعض الدراسات والأبحاث التي تطرقت إليه وذلك من خلال التعرض لمؤسساته، وما تلعبه من دور مهم وأساسي في تمويل الجهات الباحثة عن رؤوس الأموال، وفيما يلي نوجز أهم الدراسات السابقة في هذا الموضوع :

#### 1. دراسة بلالطة مبارك :

في دراسة للدكتور / بلالطة مبارك وآخرون بعنوان : "الآليات المعتمدة من طرف الجزائر في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة" منشورة بالدورة التدريبية الدولية حول: تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطويرها في الاقتصاديات المغاربية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير - جامعة سطيف، بالتعاون مع المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، الجزائر، 25-28 ماي 2003، تعرض لضرورة تفعيل وتوطيد العلاقة بين البنوك والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأنه لا بد من تنسيق الجهود، لتحديد الاحتياجات والمشاكل المتعلقة بالتمويل، وذلك لكي تتمكن هذه المؤسسات من الإستخدام الجيد للإمكانيات التي يتيحها النظام

البنكي، ومن ثم الاستفادة من مزايا هذه المؤسسات في مجال الإبداع، النمو وإنشاء مناصب عمل، كما خلصت الدراسة إلى مجموعة من التوصيات تتناول في مجملها تطوير آليات التمويل بما يتماشى والتطورات الدولية، إدخال وتبني معايير أخرى في إتخاذ قرار منح التمويل، كالقدرة التسييرية للمؤسسة، مردودية المشروع، تنافسية وجودة المنتج،...إلخ، الإبتعاد عن الإقتصار عن المعيار المادي المتمثل في الضمانات، الإسراع في إنشاء بنك متخصص في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المساهمة في رفع مستوى التكوين والتأهيل للوصول بهذه المؤسسات إلى مستويات جيدة من الأداء، توفير آليات جديدة لمساندة المستثمرين الجدد بالعمل برأس مال المخاطر والذي يعتبر أداة حديثة لتمويل المشاريع.

## 2. دراسة برييش السعيد :

في دراسة للدكتور / برييش السعيد بعنوان : "رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - دراسة حالة شركة SOFINANCE" منشورة بمجلة الباحث، دورية علمية محكمة سنوية تنشر الأبحاث التطبيقية في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، الجزائر، العدد الخامس، 2007 م، تناول الباحث هنا محدودية البنوك الجزائرية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث أنها لم تتمكن من حل إشكالية تمويل هذا النوع من المؤسسات، وذلك نتيجة استناد قرار منح القروض البنكية إلى معيار الضمانات القانونية وإهمال معايير أخرى موضوعية تتعلق بجدية وفعالية المؤسسة موضوع الإقراض، كأهمية التدفقات المالية المستقبلية والمكانة والاستراتيجية لنشاط المشروع وآليات العرض والطلب في محيط المؤسسة،...إلخ، الأمر الذي يؤدي بالتبعية إلى التحفظ والحذر الكبير من طرف البنوك في منح القروض لهذه المؤسسات، وقد حاول من جهة أخرى إبراز أهمية ودور مؤسسات رأس المال المخاطر كبديل، يساهم في التخفيف من حدة المشكل التمويلي المطروح وبشروط ملائمة لهذا النوع من المؤسسات العالية المخاطر، كما تطرق إلى تجربة مؤسسة Sofinance، كتجربة جديدة ومتواضعة من حيث النتائج ونسبة المساهمة في تمويل المشاريع، حيث لا تتعدى هذه النسبة 35%، وهي متخصصة في تمويل بعض القطاعات دون غيرها والتي تتميز بالمخاطر الضعيفة، كما توصلت الدراسة إلى ضرورة الاستعانة بهذا النوع من التمويل وتشجيعه وذلك من خلال تقديم تحفيزات جبائية، تشجيع القطاع الخاص على إنشاء مثل هذا النوع من المؤسسات، توسيع تمويل هذه المؤسسات لتشمل القطاعات ذات المخاطر العالية.

### 3. دراسة عبد الله بلعدي :

في دراسة للباحث / عبد الله بلعدي بعنوان : " التمويل برأس المال المخاطر – دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة " مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2008/2007، تعرض إلى أدوات التمويل ومؤسسات رأس المال المخاطر وتطبيقاته في بعض دول العالم، وضرورة تفعيل مهنة رأس المال المخاطر وعقبات تطوير مؤسساته، هذه العقبات منها ما هو متصل بالسوق وبالمشروع، ومنها ما هو متصل برأس المال المخاطر ذاته، كما تناول البنوك الإسلامية وكيف طبقت هذه البنوك نظام المشاركة، ومن ثم تم التطرق إلى الكفاءة الاقتصادية المتوقعة لنظام المشاركة ودور هذا النظام في تمويل التنمية الاقتصادية، ليجري في الأخير مقارنة بينهما، حيث توصل في الأخير أن البديل التمويلي للنظام التقليدي المتمثل في نظام رأس المال المخاطر، ليس هو تماما البديل الإسلامي نظام المشاركة، وأن هذا الأخير، هو نظام بديل لكل الأنظمة الاقتصادية الحالية بما فيها نظام رأس المال المخاطر.

### 4. دراسة براق محمد وبن زواي محمد الشريف :

في دراسة للدكتور / براق محمد والأستاذ / بن زواي محمد الشريف بعنوان : "الهيكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر" منشورة بالملتقى الوطني : إستراتيجية التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير –جامعة قاصدي مرباح بورقلة، الجزائر، 18-19 أفريل 2012، تعرض إلى المؤسسات والهيكل المساعدة على التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، والتي تنشط على مستوى سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، وما تلعبه من دور مهم وأساسي في التمويل، المرافقة والتوجيه للمقاولين والمؤسسات التي هي في مرحلتي ما قبل الإنشاء والإنشاء، فضلا عن تسهيل عملية حصول هذه المؤسسات على التمويل اللازم لمرحلة بعد الإنشاء عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر.

كما توصلت الدراسة إلى أن هذه المؤسسات والهيكل تواجه جملة من المعوقات التي تحول دون قيامها بالدور الموكل إليها، والتي ترتبط أساسا بأخطاء في تصميم السوق وتنظيمها كعدم التنسيق بين مختلف المؤسسات والهيكل في السوق وصغر حجم البرنامج الذي وضعتة الحكومة من أجل تفعيل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

## 5. دراسة مليكة لونس :

في دراسة للباحثة / مليكة لونس بعنوان : " **Les principaux déterminants de la dynamique du capital-risque** "، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة باريس-شرق، 25 مارس 2013، قامت بعرض العوامل المساعدة لتطوير نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، حيث خلصت إلى أن وجود سوق مالي يستقبل ويستوعب المشاريع التكنولوجية ذات المردودية الكبيرة يعتبر من أهم العوامل المفسرة لنجاح رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، وبالمقابل تأخر الدول الأوروبية التي تعاني من نقص في تمويل الأبحاث والتطوير، وبالتالي وجدت أن تأثير المحيط العلمي والتكنولوجي له أهمية في نشاط رأس المال المخاطر.

وتأتي دراستنا الحالية كإضافة للدراسات السابقة، من أجل التعريف بهذه الآلية التمويلية بين أصحاب المشاريع الاستثمارية خاصة منهم أصحاب المشاريع الجديدة المتميزة بدرجة عالية من المخاطرة في الجزائر، وبالمقابل البحث عن أهم سبل تفعيلها للحد من الفجوة المالية التي أحدثتها المؤسسات المالية القائمة والناجئة عن عزوفها عن تمويل هذا النوع من المشاريع، ولهذا اعتمدنا في بحثنا على دراسة بعض التجارب الرائدة في هذا المجال من جهة والقيام بدراسة ميدانية لعينة من المجتمع لمعرفة مدى استجابتهم لهذه الآلية التمويلية.

## إشكالية البحث :

من أجل إبراز واقع دخول شركات التمويل برأس المال المخاطر كآلية تمويلية حديثة ضمن النظام المالي إلى جانب المؤسسات المالية القائمة، للحد من مشكلة التمويل عند المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، وهذا من خلال توفير التمويل اللازم لها، للقيام بدورها التنموي على المستوى الاقتصادي والاجتماعي، وضعنا الإشكالية المطروحة للبحث في السؤال الجوهرية الآتي :

ما هو واقع سوق التمويل برأس المال المخاطر كآلية تمويل مستحدثة في الجزائر؟ وما هي تركيبة المحددات الناجعة التي تسهم في تفعيل هذه السوق وتجعلها تقوم بالدور المنتظر منها على أكمل وجه ؟

ويمكن تجزئة السؤال أعلاه إلى جملة الأسئلة الفرعية أدناه :

- هل يستطيع رأس المال المخاطر توفير التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي عجزت المؤسسات المالية القائمة عن توفيرها ؟
- ما هو الدور الذي تؤديه شركات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر ؟
- ما هي العقبات التي تواجه نمو الوساطة التشاركية برأس المال المخاطر في الجزائر؟
- ما هي الإجراءات الممكن اتخاذها على أرض الواقع لتفعيل سوق رأس المال المخاطر في الجزائر ؟

### الفرضيات :

وللإجابة على الإشكالية العامة، فإنه تم وضع فرضية عامة، وهي كالآتي :

قامت الجزائر مثل باقي الدول الأخرى بتبني آلية التمويل برأس المال المخاطر، وتسعى لتطويرها والتعريف بها، ولكن بالرغم من المبادرات الحكومية المتعددة إلا أن نشاطها لا يزال ضعيفا، كما أنه لا يرقى للأغراض الفعلية التي أنشئت من أجلها، فتطوير هذا السوق بحاجة إلى جهود كثيرة في مجال البيئة المؤسسية والاقتصادية وتوفير جميع قوى الابتكار.

وتتفرع هذه الفرضية العامة إلى مجموعة من الفرضيات الفرعية الآتية :

- هناك استجابة لمؤسسات عينة الدراسة حول محددات الطلب على التمويل عامة والتي تنسب للمتغيرات الوسيطة (نوع المؤسسة، قطاع المؤسسة، نشاط المؤسسة وإنشاء المؤسسة).
- هناك استجابة لمؤسسات عينة الدراسة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر والتي تنسب إلى المتغيرات الوسيطة.
- هناك استجابة لمؤسسات عينة الدراسة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر والتي تنسب إلى المتغيرات الوسيطة.
- هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لأسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر وسبل تفعيلها على عقبات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

**منهجية البحث :**

من أجل اختبار فرضيات البحث وتحقيق أهدافه، ومن ثم الإجابة عن الإشكالية العامة، فقد اعتمد في البحث على استعمال المنهج الوصفي التحليلي، حيث يتفق مع طبيعة موضوع البحث وكذلك مع هدفه.

**حدود البحث :**

أما عن حدود البحث فيمكن حصرها، فيما يلي :

- الحدود الزمنية : تمت الدراسة خلال الفترة الممتدة من سنة 2014 إلى سنة 2019.
- الحدود المكانية : تم إختيار عينة عشوائية من المستثمرين المتعاملين الناشطين في ولاية الجزائر.

**تقسيم البحث :**

وبغية تحقيق الأهداف التي يتوخاها هذا البحث في إطار منهجي وعلمي، واختبار الفرضيات تم تقسيمه إلى أربعة فصول، كل فصل يتفرع إلى مبحثين، كما يلي :

خصص الفصل الأول والذي يحمل عنوان " المستجدات المالية في تمويل المؤسسات في ظل الابتكارات المالية الحديثة "، لابرار دور المؤسسات المالية في تمويل المؤسسات الاقتصادية، مع التطرق لدور الابتكارات المالية الحديثة وآثارها على آليات التمويل، إضافة إلى إظهار تحديات صناعة الهندسة المالية في ابتكار أساليب وتقنيات مستحدثة لتمويلها.

بينما يعرض الفصل الثاني تحت عنوان " شركات رأس المال المخاطر كآلية تمويلية مستحدثة "، أهم خصائص هذه الشركات ومن ثم المستثمرون فيها، والأسباب التي تدفع إلى اللجوء إلى هذا النوع، وكذا مراحل العملية التمويلية به وأنواع مؤسساته وإستراتيجياتها وما مدى أهميتها، ومن ثم التحدث عن العلاقة بين آلية التمويل برأس المال المخاطر والأنظمة التمويلية التقليدية القائمة.

في حين أن الفصل الثالث تحت عنوان " حقيقة آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر "، أين تناول دراسة هذه الآلية من حيث تنظيمها بالجزائر والأطر القانونية التي تعمل من خلالها أو بداخلها هذه المؤسسات، مع الإشارة إلى أهم العقبات التي تواجهها هذه الآلية

التمويلية، لنختم هذا الفصل بتحديد عوامل تطوير سوق رأس المال المخاطر في الجزائر في ظل الممارسة الدولية.

أما الفصل الرابع والأخير بعنوان " دراسة ميدانية حول التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر "، قمنا من خلاله بتحليل البيانات المحصلة من استبيان موضوع الدراسة، للوصول إلى معرفة ميولات عينة من أصحاب المشاريع عند طلب التمويل عامة وما هي أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر وسبل تفعيلها.

### صعوبات البحث :

ككل الأبحاث والدراسات ونظرا لحدثة موضوع التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر مقارنة مع الدول الرائدة في هذا المجال، واجهنا عدة صعوبات، من أهمها :

- نقص المراجع المتخصصة في مجال التمويل برأس المال المخاطر ؛
- إحجام العديد من المؤسسات عن الإجابة على استبيان الدراسة ؛
- نقص المعلومات المتعلقة بنشاط شركات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر.

راجيا من الله أن أكون قد وفقت في اختيار ودراسة هذا الموضوع، ويبقى العمل الإنساني مشوبا بالنقص فالعمل لله وحده، وأن العمل الإنساني مهما بذل صاحبه من جهد فهو يحتاج إلى التقويم والمراجعة والنصح والإرشاد.

والحمد لله رب العالمين...

## مقدمة

يزداد الاهتمام في الوقت الحاضر لدى الأوساط الأكاديمية والرسمية بالمسائل المتعلقة بالتمويل، حيث يعتبر التمويل بالنسبة للمؤسسة، اللبنة الأساسية التي تعتمد عليه في تغطية احتياجاتها المالية لكي تنمو وتواصل نشاطها لتفادي تعرضها للعجز الذي يمكن أن يفضي للتصفية والإفلاس. أما بالنسبة للدولة، فيؤدي التمويل دورا بارزا في عملية التنمية الاقتصادية، وخاصة بالنسبة للدول النامية التي غالبا ما تكون في أمس الحاجة إلى الدعم لتمويل مشروعاتها الحيوية، وتحديدًا مشروعات البنية الأساسية التي تتطلب إنفاقا ربما يفوق قدرات تلك الدول، مما يضطرها إلى اللجوء إلى التنويع في موارد التمويل المتاحة، وذلك بعد أن تصبح موارد تمويلها غير كافية لمجابهة متطلبات التنمية، الأمر الذي يجعل الإستغناء عن التمويل أمرا صعبا في الاقتصاديات المعاصرة.

وهنا يسهر النظام المالي بكل مكوناته، من أسواق ومؤسسات مالية وآليات وقواعد حاكمة للمعاملات المالية، على توفير مختلف الخدمات المالية للاقتصاد<sup>1</sup>، وهذا رغم تباين تكوينه من دولة إلى أخرى باختلاف حجم وتعقد كل اقتصاد، ودرجة التطور التكنولوجي والتنظيمي والرقابي، إلا أنه يغطي جزء هام من الإحتياجات المالية للمتعاملين الاقتصاديين أصحاب العجز المالي من خلال حشد القدرات المالية التي يمتلكها أصحاب الفائض المالي، وهذا بعرضه لمختلف الأدوات المالية والتقنيات التي تستعمل كأوعية للربط بين المدخرين والمستثمرين، والتي تتوافر فيها الشروط الملائمة لتجعل هذا النظام يكتسب كل صفات الإستقرار والقبول الواسع من الطرفين، الأمر الذي يحفز على الإدخار بمختلف صيغته، أين تشكل المؤسسات المالية بمختلف أنواعها من خلال عملية الوساطة المالية الهيكل الإدخاري للاقتصاد عموما، فهي تحتل مركزا حيويا في النظم الحديثة نظرا لدورها التمويلي.

يقدم هذا الفصل مجموعة من الموضوعات المترابطة في مجال التمويل والإدارة المالية، مما سيساعدنا في إعطاء خلفية علمية لموضوع الدراسة والبحث. بحيث سيتم التركيز في هذا الفصل من خلال المبحث الأول على المؤسسات المالية التي ظلت تعمل منذ نشأتها في تقديم التمويل بأنواعه المختلفة لدعم التنمية الاقتصادية ودورها في تمويل المؤسسات الاقتصادية، ومن ثم سيتم الحديث في المبحث الثاني عن موضوع الإبتكارات المالية الحديثة وآثارها على آليات التمويل، وهذا في ظل المستجدات والظروف الملحة للإنتقال إلى قطاع مالي متطور يبتكر مصادر إستثمارية جديدة لخدمة مصالح الأفراد والمؤسسات والدول.

<sup>1</sup> - José M. Fanelli and Rohinton Medhora, **Financial Reform in Developing Countries**, IDRC, International Development Research Centre, Canada, 1998, P 328 (vu le 15/02/2015, <https://idl-bnc-idrc.dspacedirect.org/bitstream/handle/10625/22326/IDL-22326.pdf?sequence=1>).

## المبحث الأول : المؤسسات المالية ودورها في تمويل المؤسسات الاقتصادية

تعتبر المؤسسات المالية أهم مكون للأنظمة المالية، حيث استطاعت أن تظهر أهميتها بظهور مشكل التمويل الذي كان محل دراسة العديد من المفكرين، إنطلاقاً من رائد علم الاجتماع ابن خلدون في كتابه الشهير « مقدمة ابن خلدون » أي ما قبل سنة 1406، ثم عالم الاقتصاد الإبتكاري آدم سميث (Adam Smith) في كتابه الشهير « بحث في طبيعة ثروة الأمم وأسبابها » سنة 1776، والذي قد أشتهر إختصاراً بإسم « ثروة الأمم »، وكذا عالم الاقتصاد الألماني كارل ماركس (Karl Marx) في كتابه الشهير « رأس المال » سنة 1867. فعدم وجود توافق زمني بين تدفق الإيرادات وتدفق الإنفاق داخل الاقتصاد، أوجد هذه المؤسسات للتوفيق بينهما وتلبية إحتياجات ذوي العجز بتجميع أموال ذوي الفائض وتوجيهها إليهم، ولا يخفى ما لذلك من آثار على مستوى النشاط الاقتصادي، مما يجعلها ترتبط بعمليات التنمية الاقتصادية. وقد تزايدت أهميتها ودورها في الاقتصاد حديثاً لما يشهده العالم من تطور كبير في المجال المالي القائم على العولمة المالية وكذا الأنشطة الاقتصادية المختلفة، وما رافقها من ثورة في الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات، فالمؤسسات المالية التي تستطيع الإستثمار في التطور التكنولوجي هي التي تستطيع أن تنمو وتستمر.

سنحاول في هذا المبحث المكون من ثلاث مطالب، إعطاء أولاً مدخل عن الوساطة المالية لما تحتله من مكانة هامة ضمن مكونات النظام المالي، وهذا بالتطرق إلى كل من مفهومها، أهميتها وكذا الدور الفعال لها في تنمية وتنشيط التعاملات المالية، ليتم بعدها تحديد ماهية المؤسسات المالية من خلال التعرض إلى تعريفها وإبراز أنواعها المختلفة المكونة للأنظمة المالية بشكل عام ضمن المطلب الأول، أما المطلب الثاني فسنركز فيه على دور المؤسسات المالية وأهميتها في تمويل الاقتصاد وهذا بتوضيح مساهمتها في تجميع المدخرات وتمويل الإستثمارات، ليتناول المطلب الثالث والأخير، المصادر المتاحة لتمويل المؤسسات الاقتصادية، من خلال التعريف بمصادر التمويل التقليدية للمؤسسة الاقتصادية مع إبراز خصائص كل منها والأهمية التي تحتلها في العملية التمويلية على مستوى المؤسسة الاقتصادية.

### المطلب الأول : المؤسسات المالية كوسيط في عملية التمويل

تضفي المؤسسات المالية السهولة على عملية إنتقال الموارد المالية عبر عدة قنوات تمويلية، وتبرز كفاءة هذه المؤسسات في مدى قدرتها على تعبئة أكبر قدر ممكن من الفوائض المالية وتوجيهها لأفضل إستخدام لها، مما يزيد من صحة الاقتصاد الوطني من خلال الرفع من معدل نموه. وبإعتبار المؤسسات المالية جزء لا يتجزأ من الإطار التنظيمي للاقتصاديات، فماذا نعني بعملية الوساطة المالية، وماهية المؤسسات المالية وما أنواعها المختلفة المكونة للنظام المالي بشكل عام ؟

## 1. دور الوساطة المالية في عملية التمويل

تحتل الوساطة المالية مكانة متميزة ضمن مكونات النظام المالي، وذلك بفضل ما تقدمه من خدمات هامة تساعد على تنشيط وتفعيل دور هذا النظام، فوجود فئة تمثل الوساطة المالية كان من الأمور الضرورية وخاصة مع كبر حجم التعاملات والمبادلات ونقص المعرفة والمعلوماتية، حيث يسعى الوسيط المالي للتوفيق بين الإختيارات المختلفة لمحافظ الأصول المالية المتوفرة لدى المتعاملين الاقتصاديون سواء المقرضون أو المقترضون، من خلال توفير الفضاء المناسب أمام عارضي رؤوس الأموال وهم أصحاب الفائض المالي لتوظيف فوائضهم، وأمام طالبي رؤوس الأموال وهم أصحاب العجز المالي لتلبية حاجاتهم التمويلية<sup>1</sup>.

### 1.1 مفهوم الوساطة المالية وأسبابها

إن الوساطة المالية هي حاصل تطور آليات وتقنيات التمويل، فهي تلعب دورا فعالا في تحفيز النشاط المالي والاقتصادي، وهذا بما تمتاز به من خصائص تمكنها من جمع الإدخار وتنظيمه ثم تخصيصه. لهذا كان من الضروري هنا، أن نتعرض إلى تعريف الوساطة المالية ومن ثم أسباب اللجوء إليها من قبل أطراف العملية التمويلية.

#### 1.1.1 الوساطة المالية والدراسات النظرية

إلى غاية سنوات الخمسينيات لم تكن هناك نظرية تهتم بمؤسسات الوساطة المالية، بإعتبارها وحدات تتدخل بطريقة فعالة في تحويل الإدخار إلى الإستثمار وبالتالي في دفع عجلة التنمية. وقد تم وضع نظرية الوساطة المالية في نهاية الخمسينيات من خلال دراسات حول اقتصاد الأسواق المالية، قام بها مجموعة من الاقتصاديون منهم سميث فولد (Smith Gold) 1955<sup>2</sup> و جورلي وشاو (Gurley et Shaw) 1955 و 1956<sup>3</sup>، حيث أبرزوا آنذاك ولأول مرة تصاعد أهمية ودور الوساطة المالية في الاقتصاد الأمريكي.

كما قام بعد ذلك سميث فولد بدراسة بحث فيها عن الأسباب التي كانت وراء تزايد تعقد وعدم تطور الأنظمة المالية في الاقتصاديات النامية، حيث لم يجد في هذه الدراسة مبررا لتأكيد تزايد أهمية

<sup>1</sup> - Yves Ullmo, **Intermédiation, intermédiaires financiers et marché**, Revue d'économie financière, Vol. 89, N° 03, 2007, PP 23-38.

<sup>2</sup> - Raymond W. Goldsmith, **Capital Formation and Economic Growth**, Universities-National Bureau Committee for Economic Research, Princeton University Press, États-Unis, 1955, PP 111-168.

<sup>3</sup> - John. G. Gurley and Edward. S. Shaw, **Financial Aspects of Economic Development**, The American Economic Review, Vol. 45, N° 4, 1955, PP 515-538 et Jhon. G. Gurley and Edward. S. Shaw, **Financial intermediaries and the Saving-Investment Process**, The Journal of Finance, The Journal of The American Finance Association, Vol. 11, N° 02, 1956, PP 257-276.

الوساطة المالية في الاقتصاديات النامية. وقاما كل من جورلي وشاو (1960)<sup>1</sup> لأول مرة في كتابهما « النقود في نظرية المال »، بتحليل ودراسة المؤسسات المالية من خلال وظيفتها الأساسية المتمثلة في الوساطة المالية عند قيامها بعملية تمويل الأنشطة الاقتصادية.

وإنطلاقاً من فكرة تقسيم نظام التمويل إلى تمويل مباشر وآخر غير مباشر يعتمد على الوساطة المالية، توصل جورلي وشاو إلى وضع نموذج نظري للوساطة المالية كان أقرب للتعبير عن الإطار المفهومي والوظيفي للوساطة المالية وعلاقتها بتطور الأسواق المالية، حيث توصلوا كغيرهم من الاقتصاديين إلى أن التطور الذي يشهده النظام المالي في أغلب الدول يعود إلى تحول نظام التمويل المباشر إلى نظام غير مباشر يعتمد على أنشطة المؤسسات المالية في تسيير المدخرات المجمعة، خاصة مع تنوع وتطور المؤسسات المالية الوسيطة وظهور وسطاء ماليين جدد.

### 2.1.1. تعريف الوساطة المالية

لقد شهد مفهوم الوساطة المالية عدة تغيرات عميقة على مر الزمن، وهذا بعد تعاريف وتفسيرات المنظرين والممارسين لهذا النشاط. فهناك العديد من التعاريف الواردة بشأن الوساطة المالية، وإرتأينا هنا أخذ البعض منها والتي نراها أكثر تعبيراً لمصطلح الوساطة المالية، ويتعلق الأمر بالتعاريف الآتية :

تعني الوساطة المالية، عملية جلب موارد مالية من الوحدات الاقتصادية مثل المؤسسات والمنظمات الحكومية والأفراد، وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى، فالمؤسسات المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة<sup>2</sup>.

كما يعرف الوسيط المالي على أنه، مؤسسة تتوسط بين المقترضين النهائيين والمقرضين النهائيين، فالوساطة المالية تسمح لعملية الإقراض والإقتراض بأن تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما، فيقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين، وهكذا تتضمن عملية الوساطة مبادلة ثنائية من الحقوق المالية، حيث يعرض الوسيط حقا على نفسه تجاه دائنيه بمقابل نقدي، مستعملا النقود التي حصل عليها من ذلك في تشكيل حقوق مالية على المقترضين النهائيين، وبذلك يمكن تعريف الوسطاء الماليين بأنهم وحدات اقتصادية وظيفتها الأساسية هي شراء الأوراق المالية من المقترضين النهائيين، وإصدار دين غير مباشر على نفسها لصالح المقرضين النهائيين<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - Jhon. G. Gurley and Edward. S. Shaw, **Money in a theory of finance**, The Brookings Institution, Washington, DC.: The Brookings Institution, 1960.

<sup>2</sup> - محمد صالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية : البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص 203.

<sup>3</sup> - عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسى، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 01، 2004، ص 67.

وفي هذا الإطار قدم كل من جورلي وشاو تعريفا للوساطة المالية، بأنها عملية تعديل الاحتياجات وقدرات التمويل من خلال تدخل وكيل معين، الوسيط المالي، الذي يتمثل دوره في تحصيل المدخرات من المقرضين النهائيين من خلال إصدار أوراق مالية غير مباشرة من أجل تمويل المقترضين النهائيين من خلال الحصول على الأوراق المالية الأولية<sup>1</sup>.

من خلال هذه التعاريف، يمكن القول أن الوساطة المالية تقوم على التوفيق بين طرفين هما أصحاب الفائض المالي من جهة وأصحاب العجز المالي من جهة أخرى، عن طريق تدخل الوسيط المالي الذي يمكن أن يكون إما شخص طبيعي أو معنوي، وهذا من خلال شراء الأصول المالية الأولية من المقرضين النهائيين (المشروعات، الأفراد، الدولة، المستثمرين،... إلخ)، وإصدار أصول مالية غير مباشرة مقابلة لها ليقتنيها المقرضون النهائيون وخاصة الأفراد المدخرين، وبهذا فهي تقدم خدمات مفيدة وحيوية للوحدات الاقتصادية العديدة والمختلفة. بمعنى لا مبرر لوجود وظيفة الوساطة المالية، إلا في حالة ما إذا كان هناك بعض الوحدات الاقتصادية التي تكون لديها مداخيل أكثر من نفقاتها الإستهلاكية وبعض الوحدات الأخرى تكون لديها مداخيل أقل من نفقاتها الإستثمارية.

### 3.1.1. أسباب اللجوء إلى الوساطة المالية

يعود ظهور الوساطة المالية إلى ظهور الأصول المالية غير المباشرة، ومن ثم إحتلت وظيفة الوساطة المالية هذه المكانة المهمة ضمن النظم الاقتصادية المعاصرة، وفي الواقع فإن الكثير من الخدمات التي تقدمها هي خدمات يجد الأفراد العاديين أو المؤسسات أنه من الصعب قيامهم بها، والكثير من المشروعات تجد نفسها عاجزة على الحصول مباشرة على المبالغ الكبيرة التي تحتاجها، وللتغلب على تلك الصعوبات يتم اللجوء إلى مؤسسات الوساطة المالية، التي تتوسط لهم لدى الجمهور لتجميع مساهماتهم لتؤمن في الأخير المبالغ الكبيرة التي يحتاجونها، وهي بهذا تقدم خدمات مختلفة ومفيدة إلى الطرفين<sup>2</sup>. ومن أهم أسباب اللجوء إلى الوساطة المالية، نذكر ما يلي<sup>3</sup>:

- التخصص ومزايا الإنتاج الكبير (اقتصاديات الحجم)، حيث تتخصص مؤسسات الوساطة المالية في جمع المدخرات وتمويل الوحدات الاقتصادية على نطاق كبير وواسع، مما يمكنها من الحصول على الموارد المالية بأقل تكلفة ممكنة وتوزيعها بكفاءة أكبر؛
- الوساطة المالية يمكن أن تقضي على عدم قابلية بعض الأوراق الأولية للتجزئة، حيث تشتري مؤسسات الوساطة هذه الأوراق مثل سندات الخزينة التي غالبا ما تكون قيمتها الإسمية

<sup>1</sup> - Yves Ullmo, Op.Cit., PP 23-38.

<sup>2</sup> - حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي، عمان، 2000، ص 323.

<sup>3</sup> - Robert Ferrandier et Vincent Koen, **Marché de capitaux et techniques financières**, Economica, Paris, 4<sup>ème</sup> édition, 1997, P 29.

مرتفعة وذات مزايا كبيرة، ثم تصدر أوراقا مالية غير مباشرة ذات قيمة إسمية صغيرة، وهذا ما يعود بالفائدة على أصحاب الإدخارات الصغيرة بحيث يحصلون على مزايا الأوراق الأولية التي لا يستطيعون تحمل تكلفتها بشراء الأوراق غير المباشرة ذات القيم الإسمية الصغيرة، كما تعود أيضا بالفائدة على المؤسسات والمشاريع المصدرة للأوراق الأولية وذلك بتصريف أوراقها؛

- تسعى مؤسسات الوساطة المالية إلى إدارة الخطر والتقليل منه وذلك من خلال توزيع المخاطر على عدد كبير من العمليات المالية، كما أنها تركز الخطر على مستوى إدارة الأصول والخصوم لذلك تعرف هذه المؤسسات بالمؤسسات المشاركة في المخاطر، وبهذا يصبح الخطر معروف وممكن التحكم فيه من خلال وحدة مالية تقوم بإدارة المخاطر لمختلف الوحدات، وبهذا فهي تفرق وتنوع المخاطر بكفاءة أكبر وأحسن مما تقوم به وحدة اقتصادية واحدة أو فرد بمفرده؛

- عدم تناظر المعلومات بين الوحدات التي لها فائض والوحدات التي لها عجز، بمعنى أنه إذا توافرت المعلومات لكل الوحدات فلا داعي لنشوء الوساطة المالية، أما في حالة وجود الوساطة المالية فهذا يترجم إلى التناقض الموجود في المعلومات أو عدم كمال السوق لأن عدم وجود كافة المعلومات لأجل إتخاذ القرارات المناسبة لكافة المتعاملين يؤدي إلى ظهور تكاليف إضافية تسمى تكاليف المعاملات، ذلك لأن الوحدات التي لها فائض لا تملك كل المعلومات الخاصة بالوحدات التي تحتاج إلى أموالها والعكس صحيح، فكل منهم يبحث عن الآخر حتى يتم التعاقد، فمشكل عدم تناظر المعلومات قد يحدث مخاطر محتملة كما أنه قد لا يوازن بين العرض والطلب على الأموال.

فوجود الوساطة المالية في النظم المالية المعاصرة يترتب عليه تحقيق وفورات حجم اقتصادية تعمل على تخفيض حجم الضياع الاقتصادي، كما أنها تقلل من حجم المخاطر أمام الراغبين في الإستثمار وتهيئ لهم أفضل الظروف التي يمكن في ظلها أن يقاربوا بين السيولة أو الإدخار والرغبة أو الإستثمار، حيث أن التضحية التي يتحملها الفرد من جراء إحتفاظه بثروته في شكل نقود أو أصول مالية مباشرة بحثا على عامل السيولة ستكون باهظة بالمقارنة بما يتحملة الفرد لو إحتفظ بثروته كلها أو جزء منها على شكل أصول مالية غير مباشرة المصدرة من قبل الوسطاء الماليين، هذه التضحية أو كما يطلق عليها البعض تكلفة الفرصة البديلة تتشكل بالإيرادات الربعية التي تدرها ثروته لو إحتفظ بها في صورة أصول مالية غير مباشرة تتميز بإرتفاع عوائدها الربعية عن عوائد الأصول المالية المباشرة أو عن النقود التي لا تدر أية عوائد على الإطلاق<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 324.

في ضوء ما تقدم ذكره، يمكن القول بأنه من أجل تطوير الوساطة المالية، على التمويل غير المباشر أن يضمن للمتعاملين خدمات مالية وغير مالية مهمة أكثر من التمويل المباشر، وبالمقابل يجب أن يتحصل الوسيط على عوائد تسمح له بتغطية تكاليف الإستخدام والحصول على ربح<sup>1</sup>.

## 2.1. أهمية وجود الوساطة المالية

تحتل الوساطة المالية مكانة كبيرة في النظم الاقتصادية، فمنذ ستينيات القرن الماضي ظهر في ساحة الفكر الاقتصادي مجموعة من الاقتصاديين ترى بأهمية الوساطة المالية كعامل مؤثر في التنمية والنمو الاقتصادي<sup>2</sup>. فالوساطة المالية لها دور بارز بالنسبة لكل طرف من أطراف العملية التمويلية، وهي تستمد ذلك من خلال كون مؤسسات الوساطة المالية تعمل على حشد ومن ثم زيادة حجم المدخرات في المجتمع، وهو ما يعني زيادة الأموال المتاحة للإستثمار. وفيما يلي أهمها فنجد :

### 1.2.1. بالنسبة لأصحاب الفائض المالي

تسمح الوساطة المالية بالنسبة لهذه الفئة من المتعاملين، بتحقيق عدة مزايا نذكرها أهمها فيما يلي<sup>3</sup>:

- يعني وجود الوساطة المالية أصحاب الفائض المالي من إنفاق الوقت والجهد في البحث عن المقترضين المحتملين، فهم يعرفون مسبقا الجهات التي يودعون فيها أموالهم، فالوساطة المالية بحكم طبيعة نشاطها تتيح إمكانية مستمرة لقبول الأموال في أي وقت؛
- مصداقية الوسيط المالي مضمونة، وليس السبب في ذلك يتمثل في حجم السيولة التي يسيرها فحسب، إنما بصفة رئيسية نظرا للقوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين، فأموال المودع هي إذا مأمونة الحفظ، وهو ما لا يتوفر دائما في حالة علاقة التمويل المباشر؛
- يتيح وجود الوساطة المالية لصاحب الفائض المالي إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فمؤسسات الوساطة المالية مجبرة على الإحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سيولة؛
- يتجنب صاحب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر، فمؤسسات الوساطة المالية لما تتوفر عليه من أموال ضخمة، ولما تتمتع به من مركز مالي قوي، تكون على العموم في وضعية مالية تسمح لها بتنفيذ كل إلتزاماتها إتجاه المودعين الذين تعتبر ودائعهم مبالغ صغيرة مقارنة بما يحتفظ به لدى هذه المؤسسات المالية الوسيطة.

<sup>1</sup> - Idem.

<sup>2</sup> - Jhon. G. Gurley and Edward. S. Shaw., Financial Aspects of Economic Development, Op.Cit., PP 515-538.

<sup>3</sup> - نادية أبو فخر، محمود صبح وشامل الحموي، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2005، ص 80.

### 2.2.1. بالنسبة لأصحاب العجز المالي

يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في الجوانب الآتية<sup>1</sup>:

- تقوم الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي، وهي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة. وبما أن هناك تدفقات من الودائع، فإن الأموال المطلوبة من طرف أصحاب العجز المالي تكون دائما متوفرة في الوقت المناسب؛
- وجود الوساطة المالية يسهل للمقترض عملية البحث عن أصحاب الفوائض المالية، على إفتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة، فالوساطة المالية بإعتبارها هيئة قرض تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم؛
- يسمح وجود الوساطة المالية بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا، فعلاقة التمويل المباشرة تدفع المقرضين إلى فرض فوائد مرتفعة ترتبط بحجم المخاطر العالية وبمدة تجميد الأموال، ولكن نظرا للتقنيات العالية المستعملة من طرف الوساطة المالية، والإستفادة من اقتصاديات الحجم من جهة أخرى، ورمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة ثالثة، تجعل الفوائد المفروضة على القروض ليست مرتفعة بالشكل الموجود في علاقة التمويل المباشر.

### 3.2.1. بالنسبة للوساطة المالية ذاتها

- تؤدي الوساطة المالية عدة خدمات لأصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي ولكنها في المقابل تستفيد من الكثير من المكاسب، يمكن ذكر أهمها فيما يلي<sup>2</sup>:
- تستفيد أولا من الفائدة على القروض، وتعتبر هذه الفائدة من المداخل التي تعظم عائداتها، بل لعلها الدخل الوحيد الذي تحققه أو الذي تقوم عليه نشاطاتها؛
  - إستعمال موارد غير مكلفة في الغالب، فالودائع الجارية هي الجزء الغالب في موارد الوساطة المالية، ويجب أن نعلم أن هذا النوع من الودائع لا يكلفها أي شيء، حيث أن معظم الأنظمة النقدية العالمية تمنح فوائد على هذا النوع من الودائع؛
  - حصول الوساطة المالية على ودائع يسمح بتوسيع قدرتها على منح القروض وذلك بإنشاء نقود الودائع، ويعني هذا أن البنوك تستطيع أن تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه حقيقة من ودائع، وهو بطبيعة الحال أمر يزيد من إمكانياتها في زيادة الأرباح.

<sup>1</sup> - سامي خليل، اقتصاديات النقود والبنوك، دار النهضة العربية، القاهرة، 2002، ص 61.

<sup>2</sup> - نادية أبو فخرة، محمود صبح وشامل الحموي، مرجع سبق ذكره، ص 83.

### 4.2.1. بالنسبة للاقتصاد ككل

- يستفيد الاقتصاد بدوره من وجود الوساطة المالية في كثير من الجوانب نذكر منها<sup>1</sup>:
- يسمح وجود الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة الإدخارات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة؛
  - تقلص اللجوء إلى الإصدار النقدي ذو الطبيعة التضخمية بتعبئة السيولة الموجودة، ولكن القدرة على هذه التعبئة ترتبط بمدى فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها كجامعة للأموال؛
  - تفادي إحتمال عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب الفائض المالي والعجز المالي، فوجود مثل هذا التعارض من حيث الوقت أو المبلغ سوف يؤدي إلى خلق إختلالات في الأداء الاقتصادي، والوساطة المالية وحدها بإمكانها أن تسمح بتفادي كل هذه المشكلات.

### 3.1. وظائف الوساطة المالية

إلى جانب الوظيفة الأساسية التي تقوم بها الوساطة المالية والمتمثلة في عملية تحويل الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي، تتضمن عادة عملية الوساطة القيام بعدة وظائف أخرى لا تقل أهمية عن الوظيفة الأساسية، يمكن ذكر أهمها فيما يلي :

#### 1.3.1. تقديم المعلومات المالية وتحليلها

إن العديد من الأفراد الذين ليست لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الأوراق المالية، قد لا يستطيعون أن يقوموا بجمع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير منها، خصوصا إذا كانت لديهم مجرد مبالغ نقدية صغيرة يرغبون في إستثمارها، ومن هنا يأتي دور الوسطاء الماليين، فهم يستطيعون الإستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي وهو ما لا يستطيع المدخر العادي عمله بإمكانياته، وستكون تكلفة إستخدام هؤلاء الخبراء منخفضة إذا ما تم توزيعها على الحجم الكبير والمتنوع من الأصول التي يجمعونها ويحللون المعلومات الخاصة بها، مما يمكنهم من إتخاذ قرارات أفضل من تلك القرارات التي كان أصحاب المدخرات سوف يتخذونها، فالأمر المؤكد هو أن تكلفة جمع وتحليل البيانات من قبل الوسطاء تكون غالبا أقل مما لو قام بذلك المدخرون الأصليون<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - سامي خليل، مرجع سبق ذكره، ص 64.

<sup>2</sup> - عاطف وليم أندرواس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007، ص 133.

### 2.3.1. تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة

ويقصد بها التكاليف التي تنطوي عليها عمليات شراء الأصول المالية المباشرة والإحتفاظ بها وبيعها، وهنا يستطيع الوسطاء الماليون تحقيق وفورات اقتصادية في ناحيتين<sup>1</sup>:

- بالنسبة لحجم العمليات المالية التي يقومون بها، نجد أن حجم عمليات الوسطاء يكون كبيرا فيقابلة أن توزيع التكاليف المصاحبة لهذه العمليات على هذا الحجم الكبير من الأصول يجعل نصيب كل واحد من هذه الأصول من إجمالي هذه التكاليف صغيرا جدا بالمقارنة مع التكلفة المتوسطة التي تتحملها كل واحدة من الأصول في العمليات التي يقوم بها المدخرون النهائيون بأنفسهم؛

- أما بالنسبة لعدد مرات قيامهم بهذه العمليات، فنجد أن عدد المرات التي يقوم فيها الوسطاء الماليون بعمليات شراء أو بيع أصول مالية يكون أقل مقارنة بالمدخرون النهائيون لعمليات متشابهة، وبالطبع فإن تخفيض عدد العمليات يعني تخفيضا في تكاليف القيام بها، والسبب هو أن المدخر النهائي يتعين عليه أن يبيع قدرا من الأصول المالية التي في حوزته كلما اضطرت حاجته إلى السيولة لتحرير جزء من أرصده المحبوسة في تلك الأصول، أما الوسيط المالي فلا يقوم بمثل هذه العمليات عددا كبيرا من المرات، لأن حاجته إلى السيولة لا تكون مفاجئة ومتكررة، فضلا عن أنه يتوقع باستمرار أن التدفقات النقدية المدفوعة إليه تكون كافية لسد حاجته إلى السيولة، ومن ثم لا يضطر إلى بيع مقادير من أصوله الكلية بصفة مستمرة وبالشكل التي يكررها المدخرون النهائيون.

### 3.3.1. توفير السيولة وتدنية المخاطر

يتميز الوسطاء الماليون بأنهم يشكلون سيولة حيث يجعلون من الممكن للمقرضين أن يقدموا قروضا قصيرة الأجل وطويلة الأجل للمقرضين، ورغم حقيقة أنهم إستخدموا أموال المودعين لتقديم قروض طويلة الأجل فإنهم يستطيعون أن يعدوا المودعين بأنهم يستطيعون سحب ودائعهم في أي وقت، لو أن لديها عدد من المودعين الأفراد الصغار ذوي القرارات المنفصلة حول ما إذا كانوا سيسحبون ودائعهم أم لا، حيث لا ترتبط قراراتهم حول سحب ودائعهم أم لا، ومن ثم يستطيع البنك مثلا أن يتنبأ على نحو جيد بالتوزيع الإحتمالي لمسحوبات الودائع ويحتفظ بإحتياطات لمواجهةها.

أما الفائدة الأخرى فتكمن في تدنية المخاطر، فالمدخر النهائي مهما كانت قيمة الفوائد المتاحة لديه لغرض الإستثمار لن تمكنه إلا من شراء عدد صغير من الأصول غير المتنوعة، وبالتالي فإن حجم المخاطرة التي يواجهها كبيرة إذا ما حدثt وإنخفضت أسعارها السوقية وأراد التخلص منها قبل إستحقاقها، في حين أن الوسيط المالي ونظرا للحجم الكبير الذي يجمعه من

<sup>1</sup> - محمد يونس وعبد النعيم مبارك، مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص ص 121-122.

الفوائض، فإنه يستطيع شراء أحجام كبيرة ومتنوعة من الأصول، وهو بهذا يحقق قدرا من الأمان ضد مخاطر إنخفاض قيمة بعضها نظرا لإحتمال أن ترتفع قيمة البعض الآخر مما يلغي الأثر الأول. فضلا على أن الوسطاء الماليين كما ذكرنا من قبل يستطيعون بإمكانياتهم الكبيرة أن يستخدموا أخصائيين في المجال المالي من ذوي الكفاءات العالية التي تعنى بتحليل الإئتمان ووضع المعايير المناسبة لتقييم المقترضين، ولذلك فإن الذي يقتني أصولا مالية لوسيط مالي، يعرف أنه يحوز دينا في مواجهة وسيط تتميز محفظة أوراقه بالتنوع الذي يدني حجم المخاطرة المحتملة، وهو أمر غالبا ما لا يستطيع المدخر نفسه تحقيقه بمعرفته<sup>1</sup>.

## 2. تعريف المؤسسات المالية

تمارس المؤسسات المالية دور الوساطة في الأسواق المالية، فهي تعد أماكن لإلتقاء الأطراف المتعاملة ومصدر لإنشاء التعاملات وإنتقال الأرصدة بين الأطراف المكونة لهذه الأسواق، وتأخذ هذه المؤسسات أشكالاً مختلفة حسب طبيعة أدواتها المستخدمة في تكوين أصولها وخصومها، لذلك لا يوجد شكلا واحدا لهذه المؤسسات، بل إن التطورات الاقتصادية التي تعرفها الأسواق المالية، إنعكست إلى طبيعة التخصص وتقسيم العمل بين هذه المؤسسات المهمة في الاقتصاديات المعاصرة<sup>2</sup>. تعرف المؤسسات المالية بأنها، عبارة عن مؤسسات أعمال تعمل في الأسواق المالية وتمتلك أوراق مالية كالأسهم والسندات والصكوك المالية بدلا من الأصول الثابتة، مثل المعدات والمواد الخام والمباني،... إلخ، حيث تقوم هذه المؤسسات بإقراض أو تسليف زبائنها سواء كانوا مستهلكين أو مستثمرين لشراء السلع والخدمات أو لشراء السندات المالية من سوق النقد أو السوق المالي، كما تقدم أنواع مختلفة من الخدمات المالية مثل التأمين، حفظ الودائع، تحويل المبالغ، آلية الدفع،... إلخ<sup>3</sup>.

كما عرفت كذلك على أنها، مؤسسات أعمال تتمثل أصولها في أصول مالية، مثل القروض والأوراق المالية بدلا من المباني والمواد الخام التي تمثل الأصول في المؤسسات الصناعية، وتتمثل خصومها في خصوم مالية، مثل الودائع والمدخرات بأنواعها المختلفة. فالمؤسسات المالية تقدم قروض للعملاء وتستهتم في أوراق مالية، بالإضافة إلى تشكيلة من الخدمات الأخرى مثل التأمين وخطط التقاعد وغيرها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - توماس ماير، جيمس إسدوستيري وروبرت زدالير، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002، ص ص 60-61.

<sup>2</sup> - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية : مؤسسات-أوراق-بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 01، 2005، ص 47.

<sup>3</sup> - عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 01، 2008، ص ص 128-129.

<sup>4</sup> - محمد صالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، مرجع سبق ذكره، ص 197.

نستنتج مما سبق، أن المؤسسات المالية هي عبارة عن مؤسسات أعمال تعمل في الأسواق المالية، وتتمثل أصولها في أصول مالية كالقروض والأوراق المالية بدلا من الأصول الثابتة من مباني وآلات ومعدات ومواد خام، كذلك تتمثل خصومها في خصوم مالية مثل الودائع والمدخرات بأنواعها المختلفة، فهي بالتالي أماكن إلتقاء عرض الأموال بالطلب عليها، فتقوم هذه المؤسسات بتوجيهها من المدخرين إلى المقترضين، وبذلك توفر صلة بين الإدخار والإستثمار وبين الحاضر والمستقبل، ونتيجة لذلك، يمكن للمدخرين تحقيق عوائد أعلى من مدخراتهم، ويمكن للمقترضين تنفيذ خططهم الإستثمارية لكسب الأرباح في المستقبل، وبالمقابل يستفيد الاقتصاد ككل أيضا من إكتساب قدرات إنتاجية أفضل، وهذا ما يجعل هذه المؤسسات المالية مهمة وحيوية بالنسبة لأي اقتصاد.

### 3. أنواع المؤسسات المالية

يوجد عدد كبير من المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة المالية، وهذا في حدود خصائصها التنظيمية وطبيعة وظيفتها، وبالرغم من أنها تشترك في وظيفة هامة والتي تتمثل في الوساطة المالية إلا أنها تختلف فيما بينها. حيث تتعدد التصنيفات للمؤسسات المالية وتختلف من دولة إلى أخرى ومن فترة إلى أخرى، لذلك نجد أن دليل الإحصاءات النقدية والمالية الصادر عن صندوق النقد الدولي لسنة 2000، قدم تعديلات جديدة لم تكن موجودة في الدليل السابق لسنة 1984 والمعنون بمرشد الإحصاءات النقدية والمصرفية في الإحصاءات المالية الدولية، وهذا نظرا للإبتكارات المالية الحاصلة، مما يستدعي التغيير في نشاط المؤسسات المالية الموجودة للتأقلم مع هذه الإبتكارات، وظهور مؤسسات مالية جديدة تتعامل بهذه الأدوات المبتكرة. فأعيد تقسيم القطاعات الفرعية لقطاع المؤسسات المالية في دليل الإحصاءات النقدية والمالية لسنة 2000، ليعكس التطور الذي حدث في الأسواق والمؤسسات والأدوات المالية، ولهذا يمكن إجمالاً تقسيم المؤسسات المالية إلى ما يلي<sup>1</sup>:

#### 1.3. مؤسسات الإيداع

وتضم كل من البنك المركزي أو البنوك المركزية ومؤسسات الإيداع الأخرى، بحيث أصبح مصطلح الودائع يتعلق بمجموعة من الوحدات لها صفة مشتركة :

##### 1.1.3. البنك المركزي

هو المؤسسة المالية الوطنية التي تمارس الرقابة على الجوانب الرئيسية في النظام المالي، وهذا من خلال قيامها بعدة أنشطة مثل إصدار العملة الوطنية، إدارة إحتياطات البلد من النقد الأجنبي، الإشراف على تنظيم ورقابة مؤسسات الإيداع الأخرى وكذا المؤسسات المالية الأخرى.

<sup>1</sup> - صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، واشنطن، 2000، ص ص 16-18.

### 2.1.3. مؤسسات الإيداع الأخرى

تتألف من جميع المؤسسات المالية المقيمة بإستثناء البنك المركزي، والتي تمثل الوساطة المالية نشاطها الأساسي، والتي تصدر خصوما مشمولة في التعريف الوطني للنقود بمعناها الواسع<sup>1</sup>. وتختلف الوحدات المؤسسية لقطاع مؤسسات الإيداع الأخرى من بلد إلى آخر، بإختلاف التعريف الوطني للنقود بمعناها الواسع لكل دولة، أي بغض النظر عن كونها تحمل إسم بنك أم لا، فمثلا البنوك الخارجية يتم تصنيفها ضمن مؤسسات الإيداع، إذا أصدرت خصوما تدرج تحت تعريف النقود بمعناها الواسع، وتصنف ضمن الوسطاء الماليين الآخرين، إذا لم تصدر خصوما تدرج تحت هذا التعريف. ومن بين المسميات المعطاة لمؤسسات الإيداع الأخرى، نجد : البنوك التجارية، بنوك الأعمال والإستثمار، بنوك الإيداع، جمعيات الإيداع والتسليف، جمعيات البناء وبنوك الرهن العقاري، إتحادات الإئتمان وجمعيات التسليف العقاري، البنوك الريفية والزراعية، شركات إصدار الشيكات السياحية التي يتمثل عملها الأساسي في أنشطة المؤسسات المالية.

### 2.3. المؤسسات المالية الأخرى

ويتضمن هذا النوع من المؤسسات، تلك المؤسسات التي تشتغل أساسا بإنتاج وتقديم الخدمات المالية<sup>2</sup>:

#### 1.2.3. مؤسسات التأمين وصناديق معاشات التقاعد

تمثل مؤسسات التأمين كيانات ذات شخصية إعتبارية، وظيفتها الرئيسية توفير عدة أشكال من التأمين، كالتأمين على الحياة والتأمين ضد الحوادث والمرض والحريق... إلخ، أما صناديق معاشات التقاعد هي مؤسسات تنشأ لأغراض توفير منافع التقاعد لفئات محددة من الموظفين، كما أنها تقوم بمعاملات مالية لحسابها الخاص في السوق.

#### 2.2.3. الوسطاء الماليون الآخرون

ويشمل نشاطها الخاص بتلقي الأموال وإعادة توزيعها لغرض آخر غير التأمين أو توفير الإعتماد للمعاشات التقاعدية، وذلك بتدبير الأموال عن طريق قبول أنواع من الودائع طويلة الأجل أو المتخصصة مثل الإستثمار في الأوراق المالية أو التأجير التمويلي، ومن بينها نجد : مؤسسات

<sup>1</sup> - النقود بمعناها الواسع تعني كل أنواع الأصول المالية التي تتصف بأربعة وظائف أساسية وهي : واسطة للتبادل أي وسيلة للحصول على السلع والخدمات والأصول المالية، مستودع للقيمة أي وسيلة لحيازة الثروة، وحدة حساب أي معيار للدلالة على أسعار السلع والخدمات وقيم الأصول المالية وغير المالية مما يوفر وسيلة للمقارنات، معيار للدفع المؤجل أي وسيلة لربط القيم الحالية بالقيم المستقبلية في العقود المالية.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص ص 18-21.

التمويل، مؤسسات التأجير التمويلي، جمعيات الإستثمار المشترك، ضامنوا الإكتتاب في الأوراق المالية وتجار الأوراق المالية، وسطاء المشتقات المالية والوسطاء الماليون المتخصصون.

### 3.2.3. المؤسسات المالية المساعدة

تقوم هذه المؤسسات بأنشطة تتصل إتصالا وثيقا بالوساطة المالية ولكنها لا تؤدي دور الوسيط، حيث لا يعد تدبير الأموال أو منح الإئتمان لحسابها الخاص ضمن أنشطتها المالية، أي أنها لا تقوم بخلق أوراق مالية خاصة بها، وإنما تقوم بمجرد تمرير أوراق مالية أصدرت من قبل غيرها. ومن بينها نجد : البورصة وأسواق الأوراق المالية، السماسرة والوكلاء، مؤسسات الصرافة، مؤسسات الضمان المالي، مؤسسات التأمين ومعاشات التقاعد المساعدة والمؤسسات المالية المساعدة الأخرى.

### المطلب الثاني : الدور التنموي للمؤسسات المالية في تمويل الاقتصاد

تقوم التنمية الاقتصادية المعاصرة على تكوين رأس المال، الذي يتطلب تجميع الموارد المالية وإستخدامها بشكل أكثر كفاءة لتمويل مختلف القطاعات الاقتصادية، إذ تشترك بعض الدول في مواجهة مجموعة من العقبات تعيق نموها، من أهمها تراكم رأس المال، هذا المشكل المالي ناجم عن إفتقارها للموارد المالية الكافية بالنسبة للبلدان التي تعرف شح في الموارد، وهذا ما يجعل هذه الدول تدفع مؤسساتها المالية إلى مضاعفة وتنويع وسائل تجميع الإيدار وتراكمات رأس المال الموجهة لتحفيز الإستثمار ورفع الطاقة الإنتاجية للاقتصاد، ومن ثم رفع النسبة المخصصة من الدخل نحو الإستثمار<sup>1</sup>.

وإنطلاقا من الأشكال المتعددة التي يمكن أن تتخذها المؤسسات المالية، يلاحظ أن أهدافها ذات أبعاد متعددة، فمنها من تسعى إلى الحصول على أكبر حصة من المدخرات في السوق المحلي والقروض والإستثمارات، فهي بهذا الشكل تسعى إلى الوصول إلى التنظيم الأكبر نسبيا بالمقارنة بالمنافسين<sup>2</sup>، بينما يتبنى البعض الآخر أهداف أساسية تتمثل في النمو وخدمة العامة، في حين تسعى مؤسسات أخرى ذات تطلعات أو سياسات هجومية إلى تعظيم الثروة للمساهمين أو تبني سياسة تعظيم الربح<sup>3</sup>.

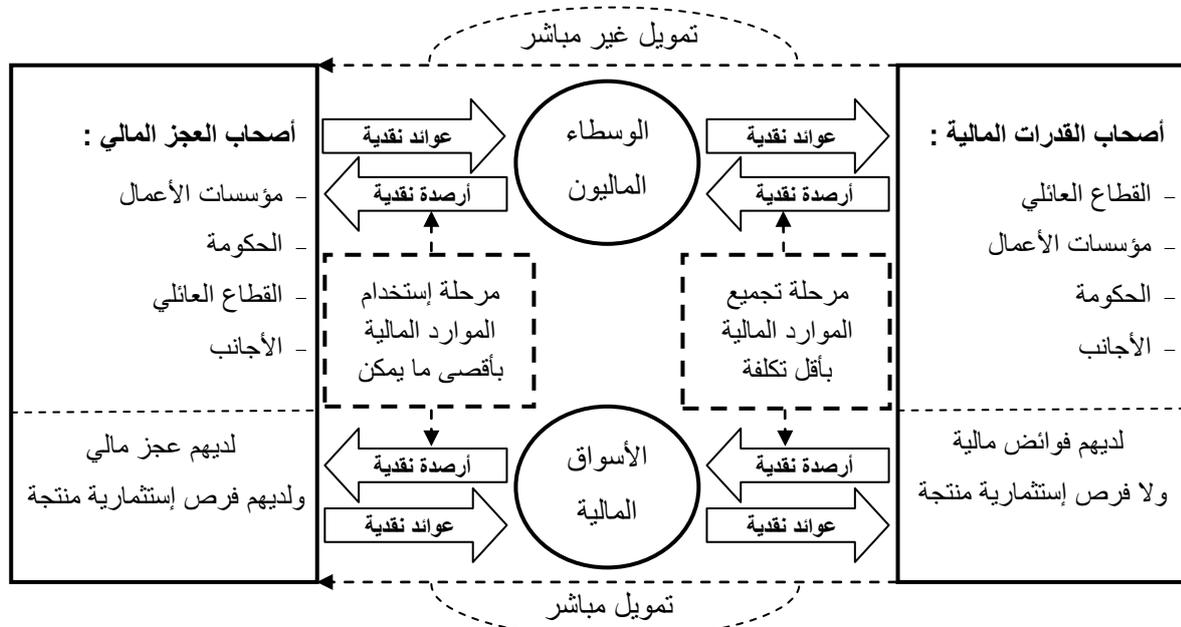
ومن ثم، فإن أهم الأدوار التي تلعبها المؤسسات المالية في الاقتصاد تتمثل فيما يلي :

<sup>1</sup> - غازي عنابة، تمويل التنمية الاقتصادية بالتضخم المالي، دار الجيل، بيروت، 1991، ص 102.  
<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية : بنوك، شركات التأمين، صناديق الإستثمار، بورصات، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1997، ص 30.  
<sup>3</sup> - عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف : السياسات المصرفية-تحليل القوائم المالية-الجوانب التنظيمية-البنوك الإسلامية والتجارية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص 27.

## 1. دور المؤسسات المالية في الوساطة المالية

تقوم المؤسسات المالية عبر الوساطة المالية على الرفع من حجم الموارد المالية في الاقتصاد، حيث تلعب المؤسسات المالية دورا هاما وأساسيا في تجميع ونقل الفوائض المالية من جانب فئة المتعاملين الاقتصاديين أصحاب القدرات المالية، وهذا النوع من المتعاملين يتميزون بقدراتهم العالية على إكتساب موارد مالية أكبر مقارنة بما ينفقون خلال مدة زمنية معينة، وهذا بأقل تكلفة ممكنة، إلى جانب فئة المتعاملين الاقتصاديين أصحاب العجز المالي، وهم المتعاملين الذين يملكون موارد مالية داخلية غير كافية ويسعون دوما إلى البحث عن مصادر خارجية للتمويل إضافية لتغطية حاجاتهم لتمويل مشاريعهم الإستثمارية وأنشطتهم الاقتصادية، وهذا من خلال إستخدام وتوزيع الموارد المالية بأقصى ما يمكن للحصول على أكبر عائد منها، كما يوضح ذلك الشكل أدناه :

الشكل رقم 1-1 : دور المؤسسات المالية في الوساطة المالية



**المصدر :** عبد الله الطاهر وموفق علي خليل، النقود والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، عمان، الطبعة 02، 2004، ص 206.

يتضح من الشكل أعلاه أهمية المؤسسات المالية في عملية التمويل، من خلال الدور الذي تلعبه في توفير الوقود اللازم لعمل آلة الاقتصاد، وهذا من خلال توفير التمويل اللازم عن طريق الإدخار، ليتم توجيهه للوحدات الإستثمارية، ويتم هذا التوزيع للموارد المالية إما بطريقة مباشرة عن طريق الأسواق المالية، خاصة سوق البورصة، حيث يتم تداول الأسهم والسندات التي تصدرها المؤسسات ذات العجز التمويلي، أو بطريقة غير مباشرة عن طريق ما يعرف بالوسطاء الماليون<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 206.

## 2. الدور التنموي للمؤسسات المالية من خلال الإدخار

أصبح الحديث عن تراكم رأس المال من خلال تجميع المدخرات داخل الأوساط التي تهتم بمشكلة التنمية الاقتصادية، بإعتباره أساس التقدم الاقتصادي، لأن رأس المال يساعد على رفع إنتاجية العمل البشري وتسيير وسائل الوفرة الاقتصادية. ومن هنا يمكن تقسيم الإدخار إلى نوعين :

### 1.1.2. الإدخار الإختياري

يتمثل في تلك الإدخارات التي يترك للمتعاملين الاقتصاديون حرية تكوينها، والتي تنشأ من مختلف المصادر المتاحة كودائع الأفراد والمؤسسات، شراء الأسهم والإكتتاب في سندات المشروعات وكذا الأموال التي تجمعها المؤسسات المالية المتخصصة مثل مؤسسات التأمين،...إلخ، والتي تودع في أحد القنوات الإدخارية الآتية :

#### 1.1.2.1. الإدخار في البنوك

تؤدي البنوك الوظيفة التمويلية بتقديم القروض وتسهيلات إئتمانية مختلفة اعتماداً على مصادر داخلية تتمثل في رأس مالها، إحتياطياتها، مخصصاتها وأرباحها، وعلى مصادر خارجية في شكل ودائع، وتعد الوديعة في النظم الاقتصادية أفضل الأوعية الإدخارية المتاحة لتعبئة المدخرات<sup>1</sup>.

#### 2.1.2. الإدخار في السوق المالي

يفترض أن يعزز وجود السوق المالي التمويل النقدي في اقتصاد السوق من خلال ما يؤديه من دور بالغ الأهمية في جذب رأس المال الفائض غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد، وتوفير الموارد المالية الحقيقية اللازمة لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم والسندات، فعملية طرح الأسهم والسندات تجذب رأس المال وتستوعب مدخرات الأفراد والمؤسسات، كما تدفع المكتنزين إلى تحويل مكتنزاتهم إلى مدخرات وإستثمارات وتوظيفها بشكل يحقق عائد مناسب.

### 2.2. الإدخار الإجباري

في حالة ضعف أو إنعدام الإدخار الطوعي أو الإختياري، فإن الدول تجد نفسها ملزمة للجوء إلى أساليب أخرى من أجل تأمين الحد الأدنى من الموارد المالية اللازمة لتمويل التنمية، ومن أهم هذه الأساليب الإدخار الإجباري.

فعدم كفاية الإدخار الإختياري، يجعل الدولة تلجأ إلى الإدخار الإجباري للحصول على موارد مالية إضافية، وهذا عن طريق فرض ضرائب مختلفة على كافة شرائح المجتمع.

<sup>1</sup> - حمزة محمود الزبيدي، إدارة المصارف، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الطبعة 01، 2000، ص ص 105-117.

ويتوقف ارتفاع الإيرادات الضريبية على مستوى الدخل الوطني، فعالية النظام الضريبي ووجود ثقافة ضريبية يتمتع بها أفراد المجتمع، والتي تخفف بدورها من ظاهرة التهرب والغش الضريبي.

كما سبق وأن أشرنا إلى أنه من بين العراقيل التي تواجه تحقيق التنمية في الدول النامية هو مشكل التمويل بإعتباره أداة أساسية وهذا إلى جانب الإدارة الاقتصادية الكفأة للموارد المتاحة، إلا أن المشكلة الأساسية في المدخرات بنوعها بالنسبة للدول النامية أنها ضئيلة بحيث لا تساهم في تمويل إستثمارات البنية الاقتصادية، وهذا راجع لعدة أسباب منها ضعف الأوعية اللازمة لتجميع هذه المدخرات من مؤسسات مالية وضيق أسواقها المالية والتي لا تتلائم وظروف كل دولة وكل مرحلة من مراحل التنمية، إلى جانب فقدان الثقة في هذه الأوعية مما يؤدي بجزء كبير من الإدخارات إلى الإكتناز أو شراء الأراضي والعقارات أو المضاربة بالعملات الأجنبية، وتعود هذه الوضعية إلى ظروف هذه الدول النامية اقتصاديا واجتماعيا، والبعيدة عن الإستقرار وضمن المستقبل<sup>1</sup>.

وبصفة عامة فإن مقدار الإدخارات الفردية في الدول النامية ضعيف جدا، وتعاني هذه الدول من صعوبة في زيادة حجمها، فبنشأ نتيجة لذلك قصور في المدخرات المحلية عن الوفاء بالإستثمارات المطلوبة وهو ما يطلق عليه فجوة الموارد المحلية، ولمواجهة ظاهرة تدني الميل للإدخار عند الأفراد وإنعاشها ينصح بإتباع سياسة اقتصادية تنموية تعمل على جذب الإدخار، ومن جملة التدابير والإجراءات الواجب إتخاذها نجد<sup>2</sup>:

- تحسين وتطوير المؤسسات المالية، وتشديد الرقابة عليها لضمان سلامة وسيولة الأموال المودعة بها، وكذا العمل على تعميم هذه المؤسسات في مختلف أنحاء الوطن، كي تتمكن من تجميع مدخرات الأفراد مهما كانت ضآلتها وتوجيهها لتمويل التنمية؛
- تنمية الوعي الإدخاري لدى الأفراد عن طريق بث الثقة والأمان في نفوسهم، والمحافظة على الإستقرار المالي والنقدي وتحاشي التمويل بالتضخم، والعمل على توعية الأفراد بفائدة الإدخار لتأمين مستقبلهم، بالإضافة إلى أهمية هذا الإدخار لتمويل التنمية الاقتصادية والاجتماعية في بلدانهم مما سيعود عليهم بالنفع؛
- إعادة توزيع الدخل الوطني بصورة تسمح بالضغط على الدخل التي توجه للإنفاق المظهري أو التبذيري؛
- توفير أنواع مختلفة من الأوراق المالية ترضي رغبات المدخرين من حيث القيمة وفترة إستحقاقها وسهولة صرفها أو الإقتراض بضمانها؛

<sup>1</sup> - محمد فوزي أبو السعود، مقدمة في الاقتصاد الكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 352.

<sup>2</sup> - شاعر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 01، 1992، ص 136.

- إعتماء سياسة ضريبية تشجع الإءخار، كأعفاء المكاتبين على السندات الحكومية؛
- تشجيع إنشاء مؤسسات مساهمة يكون بإمكان المدخر الصغير الإكتاب فيها؛
- إعتماء معدلات فائءة مقبولة تجعل الإستهلاك المؤجل للمبلغ المدخر أكثر نفعاً للفرد من إستهلاكه الآن، وجعل هذه المعدلات مرتفعة تبعاً لطول فترة الإيداع.

### 3. الدور التناموي للمؤسسات المالية من خلال الإستثمار

تعمل المؤسسات المالية على تمويل النشاط الإقتصادي معتمءة على موارءها الداخلية بالإضافة إلى الموارء الخارجية المتأتية من وحدات الفائض المالي، فالمساهمة الحقيقية للمؤسسات المالية كعضو حيوي في الحياة الإقتصادية للمجتمعات، تكمن في منح التمويل لدعم إستثمارات إنتاجية ومشاريع لءى وحدات العجز المالي مما سيؤءي إلى دعم للثروة المالية والحقيقية من سلع وعقارات وخدمات،...إلخ، وهذا بالءرءة التي تتفق مع توفير الأمان لأموال الجهات المقرضة لهذه المؤسسات، وبما يحقق الرفاهية للمجتمع ونموه وإزءهاره<sup>1</sup>. ويتفرع عن هذا الدور التناموي خدمات أخرى ذات أهمية، نذكر منها :

- تعتبر المؤسسات المالية كأءاءة من أءوات الإستثمار تتركز إستثماراتها في حقوق مالية، مثل القروض، الأسهم، السندات،...إلخ، وبإستثمارها لأموال عملائها تمويل مشروعات جديدة، أو تقوم بتوسيع مشروعات قائمة، وقبل قيامها بالإقراض أو المشاركة في رؤوس أموال المشروعات تقوم بإعداد دراسات الجءوى الإقتصادية للتحقق من جءيتها وإمكانية تحقيق أهدافها؛
- تقدم المؤسسات المالية لعملائها الإستشارات المالية والنصح والإرشادات في كل ما يواجه المشروعات من صعوبات ومشاكل؛
- تمويل المؤسسات المالية عمليات التصدير والإستيراء فتساهم في توفير إءتياجات الءولة من السلع الرأسمالية والوسيلة لزيادة حجم الإنتاج وتحسين جوءته، وعن طريق وساطتها يتم تشجيع تصدير السلع الوطنية وإيجاد أسواق خارجية لها وتوفير مورد مهم للءخل من العملات الأجنبية؛
- تساهم المؤسسات المالية في إنشاء وتطوير الأسواق المالية من خلال إنشاء صناديق إستثمارية أو مالية تقوم بطرح أءوات إستثمارية متوسطة وطويلة الأءل، مما يءدم نشأة وتطوير السوق المالية.

ويبقى معيار الربحية هو المعيار الأساسي لإءتبار الإستثمارات التناموية، لأن هذه الإستثمارات إذا كانت فاشلة من الناحية الإقتصادية، يصبح من الصعب على الءولة تحقيق بقية أهدافها الإءتماعية

<sup>1</sup> - إيناس ظافر الراميني وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والءولية، ءار المسيرة، عمان، الطبعة 01، 2009، ص 24.

والسياسية، إلا باستخدام وسائل تتناقض في النهاية مع هذه الأهداف، كأن تلجأ إلى التمويل بالعجز أو تلجأ إلى الإقتراض الخارجي، الذي يتناقض مع هدف تحقيق الإستقلال الاقتصادي وحتى السياسي.

تأسيسا على ما سبق، يمكن القول بأن المؤسسات المالية عندما تقوم بمختلف أعمالها من خلال تقديم خدماتها المختلفة والتي تنفرع عن الوظيفة الرئيسية لها، والمتمثلة أساسا في إمداد الاقتصاد الوطني بالأموال اللازمة لتنميته عن طريق تجميع الأموال ثم توزيعها في مجالات الإقتراض المختلفة، إنما بذلك تهيب الأرضية الخصبة والعوامل المساعدة على النهوض والسير بعملية التنمية نحو تحقيق معدلات أعلى وأفضل.

### المطلب الثالث : المصادر المتاحة لتمويل المؤسسات الاقتصادية

يعتبر التمويل أساس ممارسة أي نشاط وتبعاً لتعدد مصادر التمويل، تلجأ المؤسسات إلى مصادر مختلفة لتمويل نشاطاتها، تشكل في مجملها ما يطلق عليه اسم الهيكل المالي، والذي يمثل كافة عناصر جانب الخصوم في الميزانية لمختلف الفترات الزمنية.

وعليه، يمكن تقسيم مصادر التمويل تبعاً لمعيار العلاقة بالمؤسسة، إلى مصادر تمويل داخلية ومصادر تمويل خارجية، وسنعرض فيما يلي بالتفصيل لمصادر التمويل المختلفة.

#### 1. مصادر التمويل الداخلية

إن نشاط المؤسسة يمكن أن ينشأ فائضاً نقدياً، يؤدي إلى تكوين عرض نقدي حقيقي. لكن هذا الفائض النقدي لا يبقى كله تحت تصرف المؤسسة، ذلك لأن جزءاً منه يوزع على الشركاء، أما الرصيد المتبقي فهو الذي يسمح بتشكيل ما يعرف بالتمويل الداخلي أو التمويل الذاتي، لأجل الحصول على قروض أو حصص جديدة.

فتتجلى أهمية التمويل الذاتي من خلال إعماده حالياً من طرف كل من خبراء التسيير والمختصين في التحليل المالي، وإستعماله نظراً لأهميته الأساسية في حياة ونمو المؤسسة وتطورها.

#### 1.1. تعريف التمويل الذاتي

يعتبر التمويل الذاتي المصدر الأساسي لتمويل المؤسسات في مرحلة الإنطلاق، حيث يعتمد مالكي هذه المؤسسات في البداية على مواردهم الذاتية لتغطية جزء كبير من إحتياجاتهم التمويلية.

فهذا التمويل يمثل مجموعة الموارد المالية التي تستطيع المؤسسة الحصول عليها من خلال عملياتها الجارية، والتي تتمثل في مجموع الأرباح غير الموزعة، مخصصات الإهلاكات والمؤونات

ذات الطابع الإحتياطي، بالإضافة إلى قيمة التنازل عن الأصول غير المستخدمة<sup>1</sup>، أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية. ومن مميزات هذه الأموال أنها تبقى ولمدة طويلة في خدمة المؤسسة، حيث يتم رصدتها لتغطية الإحتياجات المالية اللازمة لتسديد الديون، تنفيذ الإستثمارات الرأسمالية وزيادة رأس المال العامل<sup>2</sup>.

## 2.1. مكونات التمويل الذاتي

يتكون التمويل الذاتي إنطلاقاً من التعريف أعلاه، من الفائض النقدي الصافي مطروحاً منه الأرباح الموزعة، وبما أن الفائض النقدي الصافي يشمل النتيجة الصافية مضافاً لها الإهلاكات والمؤونات، فإنه يمكن حساب التمويل الذاتي كما يلي :

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{مخصصات الإهلاكات} + \text{المؤونات ذات الطابع الإحتياطي} + \text{الأرباح غير الموزعة}$$

من خلال الصيغة أعلاه، يمكن التعرف على مكونات التمويل الذاتي، بإعتباره مورداً مالياً سنوياً متجدداً، والتي تتمثل في العناصر الآتية :

### 1.2.1. الإهلاكات

تعرف على أنها التسجيل المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الإستثمارات التي تنقص قيمتها مع الزمن بهدف إظهارها بالميزانية بقيمتها الصافية<sup>3</sup>.

وعليه، فالمؤسسات تقوم بتخصيص مبالغ لمقابلة إستخدام الأصول الثابتة خلال العمر الإقتصادي المحدد لكل أصل من الأصول، وتمثل تلك المخصصات رصيد تراكمي يستخدم لشراء أصل جديد في نهاية عمر هذا الأصل<sup>4</sup>.

### 2.2.1. المؤونات ذات الطابع الإحتياطي

يمكن تعريفها على أنها، مبالغ مالية ترصد لمقابلة إنخفاض غير عادي في قيمة الأصول، وعلى المؤسسة أن تسعى إلى تفادي هذا الإنخفاض<sup>5</sup>.

إستناداً إلى مبدأ الحيطة والحذر، فإن المؤسسات عادة ما تلجأ إلى تكوين مؤونات للعناصر من غير الإستثمارات، التي تتناقص قيمتها بشكل إستثنائي، وتسجيلها بالدفاتر المحاسبية، بغض النظر إذا

<sup>1</sup> - Georges Depallens et Jean-Pierre Jobard, **Gestion financière de l'entreprise**, Sirey, 11<sup>ème</sup> édition, 1996, P 196.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة : مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993، ص 263.  
<sup>3</sup> - يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية : التحليل المالي في المؤسسات - التوازن المالي - وسائل التمويل - معايير الإختيار والمفاضلة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2012، ص 230.

<sup>4</sup> - فريد راغب النجار، التمويل المعاصر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 116.

<sup>5</sup> - ناصر دادي عدون، اقتصاد المؤسسة، دار المحمدية، الجزائر، الطبعة 01، 1998، ص 28.

كانت نتيجة الدورة إيجابية أم سلبية، وهذا من أجل المحافظة على صدق الوضعية المالية للمؤسسة، ممثلة في ميزانيتها<sup>1</sup>.

### 3.2.1. الأرباح الصافية غير الموزعة

إن تحقيق الربح هو أحد الأهداف الأساسية والضرورية لمعظم المؤسسات، وهذا الربح تقوم المؤسسة بتجزئته إلى عدة أقسام، فمنه ما يذهب إلى المساهمين ليوزع عليهم، ومنه ما تحتفظ به ويسمى هذا الأخير بالأرباح المحتجزة. حيث تمثل الأرباح المحتجزة أحد مصادر التمويل الذاتي للمؤسسة، فبدلاً من توزيع كل الفائض المحقق على المساهمين تقوم بتجنيب جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة يطلق عليها اسم الإحتياطي.

وبالتالي يمكن تعريفها مما سبق، بأنها الأرباح المتحصل عليها من النتيجة الإجمالية بعد إقتطاع الضريبة والتوزيعات على الأرباح منها، بمعنى الجزء المتبقي بعد إقتطاع الضرائب المطبقة على النتيجة الإجمالية للدورة، وهي بذلك تعبر عن ما حققته المؤسسة فعلاً من نشاط خلال الدورة المالية وتمثل النتيجة الصافية للدورة.

### 3.1. تقييم التمويل الذاتي

يمكن أن يشكل التمويل الذاتي في بعض القطاعات المورد الوحيد للتمويل، الذي يعفي المؤسسة من اللجوء للإستدانة، بينما يمكن أن يمثل الإقتراض مورداً عادياً. من هنا يمكن أن يكون للتمويل بالإعتماد على التمويل الذاتي آثاراً إيجابية، كما يمكن أن تكون له آثاراً سلبية، نحاول إجمالها فيما يلي :

#### 1.3.1. مزايا إستخدام التمويل الذاتي

يمكن ذكر أهمها فهي متعددة، على النحو الآتي :

- يعتبر التمويل الذاتي المصدر الأول والأساسي للمؤسسات التي يتعذر عليها الحصول على حاجتها من الأموال من مصادر خارجية، وخاصة عند إنعدام الضمانات أو نظراً لإرتفاع أسعار الفائدة المطبقة على القروض؛

- يعتبر المصدر الأول لتكوين رأس المال الطبيعي بأقل تكلفة ممكنة، حيث لا يحمل المؤسسة أية أعباء عند قرار الرفع من رأس مالها، أين يتم تمويل إستثمارات المؤسسة بواسطة مدخراتها، مما يقلل من مخاطر الإستثمارات الجديدة؛

<sup>1</sup> - محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، جويلية 1999، ص 57.

- يحافظ على الإستقلالية المالية للمؤسسة إذ لا تقع عليها رقابة من قبل الدائنين، كما يتيح للمؤسسة حرية التصرف فيه، حيث يمكن تخصيصه للإستثمار، تسديد الديون، توزيعه على الشركاء أو تمويل دورة الإستغلال؛
- يخفض من إمكانية لجوء المؤسسة إلى الإستدانة بشكل دائم، حيث يستبعد إمكانية تحمل المؤسسة لأعباء تعاقدية، من دفع للفوائد أو تسديد للديون؛
- يتيح للمؤسسة فرصة إعادة إستثمار الأرباح المحتجزة، في حالة عدم أخذ المساهمين لنصيبهم منها، مما يدعم القدرة الإقتراضية للمؤسسة بواسطة حقوق الملكية؛
- تستفيد المؤسسة من التخفيضات الجبائية، بإعتبار أن الإهتلاكات تمثل الجانب الأوفر من التمويل الذاتي، وبما أنها معفاة من الضريبة، فإن ذلك يؤدي إلى تخفيض الوعاء الضريبي للمؤسسة، بما يساوي قيمة الإهتلاكات المسموح خصمها ضريبيا، وبالتالي يمكن إعتبار القيمة المخصومة ضريبيا بمثابة قرض مقدم للمؤسسة من المصالح الضريبية<sup>1</sup>؛
- إن زيادة رأس مال المؤسسة عن طريق الإكتتاب العام أو طرح الأسهم للبيع قد يؤثر سلبا على مركز إتخاذ القرار في تلك المؤسسة ويسلب بعض المساهمين حق التدخل في إدارة المشروع، وبالتالي فهم يفضلون عدم توزيع أرباحهم لعدة سنوات على أن يفقدوا السيطرة على هذه المؤسسة<sup>2</sup>.

### 2.3.1. عيوب إستخدام التمويل الذاتي

- رغم المزايا التي يتمتع بها التمويل الذاتي، إلا أنه لا يخلو من العيوب والسلبيات، التي نوجزها في النقاط الآتية :
- عادة ما يكون حجم التمويل الذاتي غير كاف لتمويل الإستثمارات المقررة وتلبية إحتياجات التمويل، وبذلك فإن الإعتداد الكلي عليه يسمح بعملية الزيادة في رأس المال بشكل بطيء، مما قد يؤدي إلى عدم الإستفادة من الفرص الإستثمارية المتاحة والمربحة بسبب هذا النوع من التمويل، لتوفير الإحتياجات المالية اللازمة للمؤسسة<sup>3</sup>؛
  - قد يؤدي عدم توزيع الأرباح على المساهمين وضمها إلى التمويل الذاتي إلى فقدان إهتمامهم بالمؤسسة، وبالتالي يقل الطلب على أسهمها ومن ثم إنخفاض قيمتها في السوق؛
  - قد يؤدي عدم خضوع التمويل الذاتي للرقابة إلى تبديد الأرباح المتراكمة، وذلك بإستثمارها في مشاريع غير ذات أهمية أو تجميدها وعدم الإستفادة منها.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 59.

<sup>2</sup> - يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 238.

<sup>3</sup> - عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، مصر، 1979، ص 495.

## 2. مصادر التمويل الخارجية

بالرغم من الدور الأساسي والهام الذي تلعبه مصادر التمويل الداخلية في تلبية الحاجات المالية للمؤسسة، في غالب الأحيان تكون هذه المصادر غير كافية مما يحتم على المؤسسة ضرورة البحث عن مصادر تمويل أخرى خارجية. وعليه، يعتبر التمويل الخارجي النوع الثاني من التمويل بالنسبة للمؤسسة، والذي يمكن أن تلجأ إليه بعد التمويل الذاتي، ويمكن تقسيمه إلى قسمين هما التمويل المباشر والتمويل غير المباشر.

### 1.2. التمويل الخارجي المباشر

إن التمويل الداخلي لا يكفي وحده لتغطية المتطلبات المالية للمؤسسة، مما يستوجب ضرورة اللجوء إلى مصادر خارجية في شكل إقتراض أو زيادة في رأس المال أو المزج بينهما في آن واحد. كما أن حجم التمويل الخارجي يتوقف على حجم التمويل الداخلي وإحتياجات المؤسسة، وبهذا يعتبر مكملاً للتمويل الداخلي لتغطية وتلبية المتطلبات المالية للمؤسسة. وفيما يلي سنعرض مصادر التمويل الخارجي المباشر، على النحو الآتي :

#### 1.1.2. الرفع من رأس المال

إن الرفع في رأس المال أو تخفيضه ما هو إلا تحويل للأموال داخل نفس الذمة، وهذا في حالة ما إذا كانت الذمة المالية للمؤسسة الفردية لا تختلف عن ذمة مالكيها. أما في حالة ما إذا كانت المؤسسة عبارة عن شخص معنوي مستقل الذمة المالية عن المساهمين، فهنا تعبر مساهمة الشريك في جزء من رأس المال، يستفيد الشريك عندها من الأرباح ويتحمل الخسائر، كما يستفيد بجزء من الأصول عند تصفية المؤسسة.

ونشير هنا إلى أن هذه النوع من التمويل يسمح بتحقيق زيادة في الأموال الخاصة دون التأثير على عامل المراقبة بالمؤسسة، كما أنه يعتبر أكثر جاذبية لإنعدام المخاطر المالية به.

#### 2.1.2. التمويل السندي

يظهر هذا النوع في مجموعة السندات التي تصدرها المؤسسة المقترضة، والذي يعتبر بمثابة عقد أو إتفاق بين المؤسسة والمستثمر وبمقتضاه يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول والذي يتعهد برد أصل هذا المبلغ بالإضافة إلى فوائد متفق عليها في آجال محددة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - عصران جلال عصران، الإستثمار والتمويل وإستراتيجيات تسعير الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2012، ص 30.

بما أن السندات تطرح في السوق، فهي بذلك تعتبر أوراقا مالية قابلة للتفاوض في هذه السوق المالية، كما تعطي نفس الحقوق لجميع الدائنين المكتتبين عند إصدارها<sup>1</sup>.

كما أن السندات تعتبر من الأدوات المالية طويلة الأجل التي من خلالها يتعهد المقترض بدفع الفائدة وقيمة السند في تواريخ محددة إلى حامل هذا السند، في حين تمثل الفائدة التكلفة التي تتحملها المؤسسة المصدرة لهذه السندات مقابل الحصول على التمويل من حملة هذه السندات، وهذا ما يتيح للمؤسسة المقترضة المحافظة على إستقلالية التسيير بها<sup>2</sup>.

يعتبر هذا النوع من التمويل متاحا فقط للمؤسسات الكبرى، بينما تجد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة صعوبة في الحصول عليه.

### 3.1.2. الدخول إلى البورصة

تعرف بورصة القيم المتداولة على أنها مكان أو سوق يلتقي فيه دوريا أعوان مختصين معتمدين، حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء للقيم المتداولة من أسهم وسندات أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة بأسعار متفاوض عليها تعرف بتسعيرة البورصة، والتي إما أن تكون بالتقايط عن طريق عمليات عاجلة أو بصفة آجلة شريطة أن تكون كل العمليات في البورصة تحت مراقبة السلطات العمومية، ضمانا لحرية التعامل والعلانية والإلتزام بالمثل الأخلاقية<sup>3</sup>.

وعليه، فإن البورصة تمثل قناة توجيه، تستخدم فيها موارد المجتمع بكفاءة عالية بغرض تمويل الإستثمارات والتوظيف الأمثل للأموال، ولا يتحقق ذلك إلا بالتسيير الحسن للمحافظ المالية، بهدف ضمان التمويل المناسب للإستثمارات المناسبة، مقابل التخلص من الإستثمارات غير المناسبة.

وبالمقابل، فقد تعدد وتتنوع الأسباب التي تدفع المؤسسات على الدخول في البورصة، فنجد منها تحسين فعالية المؤسسة، زيادة إمكانيات التمويل، تحقيق سيولة للأوراق المالية وتوسيع دائرة المساهمين، تسهيل عمليات النمو الخارجي وتحسين وضعيتها المالية<sup>4</sup>.

وبالتالي، يعتبر قرار تمويل المؤسسة بواسطة البورصة، قرارا مهما يحتاج لكثير من الدراسة والتحليل، وهو بمثابة إنتقال المؤسسة من حالة رأس مال مغلق يحوزه مجموعة قليلة من المساهمين، إلى حالة إنفتاح لرأس المال يمكن أن يشترك في حيازته مجموعة كبيرة من المكتتبين، يتمثلون أساسا

<sup>1</sup> - Pierre Conso et Farouk Hémici, **Gestion financière de l'entreprise**, Dunod, France, 11<sup>ème</sup> édition, 2005, P 421.

<sup>2</sup> - محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، الطبعة 01، 2011، ص 140.

<sup>3</sup> - محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص 96.

<sup>4</sup> - Fereres Mair et Rivière Gérard, **L'introduction en bourse**, Edition d'Organisation, France, 1999, PP 15-25.

في العائلات، المستثمرين التأسيسيين والمتعاملين المحتملين، مثل الجمعيات ذات الطابع غير الربحي، المؤسسات والبنوك.

وبالرغم من عدم وجود إلتزامات أو أعباء ثابتة على المؤسسة مثل الفوائد كما هو الحال في التمويل السندي، إلا أن تكلفة إصدار الأسهم الجديدة تعتبر أعلى مقارنة بتكلفة الإقتراض، إضافة إلى أن هذا النوع من التمويل يضعف رقابة الملاك الحاليين للمؤسسة.

## 2.2. التمويل الخارجي غير المباشر

تقسم مصادر هذا التمويل إلى مصادر تمويل طويلة ومتوسطة الأجل بالإضافة إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل، يتم الحصول عليها في الأغلب من المؤسسات المالية كالبنوك.

### 1.2.2. التمويل طويل ومتوسط الأجل

تتمثل هذه المصادر أساسا في القروض الممنوحة من قبل البنوك أو الهيئات المالية المتخصصة، كما يمكن أن تأتي في شكل مساعدات من الدولة أو إحدى جماعاتها المحلية.

#### 1.1.2.2. مصادر التمويل التقليدية طويل ومتوسط الأجل

يمكن تقسيمها إلى قروض طويلة وأخرى متوسطة الأجل، وذلك على النحو الآتي :

– **القروض طويل الأجل** : هي تلك القروض التي تفوق مدتها السبع (07) سنوات، بهدف توفير موارد مالية كبيرة لقطاع المؤسسات، يتم إستغلالها في تمويل مشاريعها الاقتصادية الكبيرة وتغطية إحتياجاتها المالية الأخرى.

يمنح هذا النوع من القروض من قبل البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في توظيف الموارد المالية طويلة الأجل، وهنا قد تفرض جملة من الشروط على المؤسسة المستفيدة من القروض الطويلة الأجل، حيث إمكانية فرض معدل فائدة مرتفع نسبيا، كما قد تطلب ضمانات مادية أو شخصية لقاء منحها، وفي أحيان أخرى قد يشترط مراقبة كيفية إستخدامها ومجالات إستعمالها<sup>1</sup>.

– **القروض متوسطة الأجل** : تستخدم هذه القروض في أغلب الأحيان لتمويل الأصول الثابتة من تجهيزات الإنتاج، معدات النقل وقطع الغيار. تمنح عادة من قبل البنوك التجارية التي تشترط عدم تجاوز مدة تمويلها لمدة صلاحية إستعمال الإستثمار، ونشير إلى أن مدة إستحقاق هذه القروض تفوق السنة ولا تتجاوز السبع (07) سنوات<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - Benhalima Ammour, **Pratique des techniques bancaires**, Edition Dahlab, Alger, 1997, P 78.

<sup>2</sup> - **Ibid**, P 79.

يتم تسديد القروض متوسطة الأجل في شكل أقساط متساوية أو متغيرة دوريا، وفق الإتفاق بين البنك والمؤسسة. وبنفس حالة القروض طويلة الأجل، فإن القروض متوسطة الأجل تكون مضمونة بأصول المؤسسة، وفي بعض الأحيان تقترن بجملة من الشروط التي تضمن للبنك إسترجاع أمواله<sup>1</sup>. يناسب هذا النوع من القروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي يتعذر عليها الحصول على قروض طويلة الأجل لتغطية إحتياجاتها المالية، ويتميز بإنخفاض تكلفة التمويل به مقارنة بتكلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل.

### 2.1.2.2. المساعدات المالية

تقدم هذه المساعدات ذات الطبيعة المالية من طرف الدولة كمعونة لقطاع المؤسسات، من أجل السهر على تنظيم ومراقبة أنشطة هذه الأخيرة. ونشير هنا إلى أن طبيعة هذه المساعدات قد تختلف من حين لآخر، فقد تأتي في شكل تخفيضات جبائية وشبه جبائية يكون الغرض الأساسي منها هو التحفيز على الإستثمار ونمو المؤسسات الحديثة النشأة<sup>2</sup>، أو في شكل منح غير مسترجعة، أو تدخل في إطار مسح ديون بعض المؤسسات، وأحيانا تكون في شكل قروض ميسرة بشروط أخف من شروط الحصول على الموارد التمويلية الأخرى، كتخفيض معدلات الفائدة أو منح مدة أطول للتسديد.

### 3.1.2.2. التمويل بالإستئجار

يعرف القرض الإيجاري على أنه عملية إيجار لأصل بهدف الإستعمال المهني مع وعد أحادي بالبيع لفائدة المستأجر، وذلك عند إنتهاء العقد مقابل سعر يتم الإتفاق عليه مسبقا<sup>3</sup>. وبالتالي فإن هذه التقنية تمنح للمؤسسة إمكانية إقتناء كامل أو جزء من الأصل المؤجر مقابل سعر مناسب.

يتضح هنا بأن قرض الإيجار هو تقنية لتمويل الأصول الثابتة، تقوم وفقها المؤسسة المالية بإقتناء أصل منقول أو غير منقول لتأجيره لمؤسسة معينة، مع خيار إعادة شراء هذا الأصل المؤجر بقيمته المتبقية، عادة تكون ضئيلة عند إنتهاء العقد.

### 2.2.2. التمويل قصير الأجل

وهي تمثل كافة الوسائل التي تمنحها المؤسسات المالية في شكل قروض قصيرة الأجل، وهذا بإختلاف طبيعتها وأحجامها، بحيث توجه مباشرة لتمويل دورة الإستغلال أي تمويل النشاط العادي للمؤسسة، وتتنوع ما بين قروض تجارية وأخرى بنكية.

<sup>1</sup> - Luc Bernet-Rollande, **Principes de technique bancaire**, Dunod, France, 26<sup>ème</sup> édition, 2012, P 256.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 71.

<sup>3</sup> - Gérard Rouyer et Alain Choinel, **La Banque et l'entreprise : Techniques actuelles de financement**, Revue Banque, 1996, P 147.

### 1.2.2.2. القروض التجارية

يعرف القرض التجاري بأنه قرض قصير الأجل، يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء بضائع أو مواد أولية بصورة آنية، مقابل وعد بالتسديد في تاريخ لاحق، وبما أنه ينتج عن العمليات التجارية العادية للمؤسسة، فإنه بذلك يعتبر مصدر تمويل تلقائي أو طبيعي، كما يؤدي تمديد فترة القرض وزيادة حجم المشتريات إلى حصول المؤسسة على تمويل إضافي<sup>1</sup>.

فالمؤسسة تلجأ إلى هذا النوع من القروض، في حالة عدم كفاية رأس المال لمقابلة الحاجات الجارية، وكذا في حالة تعذر الحصول على قروض بنكية قصيرة الأجل ذات تكلفة منخفضة.

### 2.2.2.2. القروض البنكية قصيرة الأجل

يقصد بالقرض البنكي ذلك القرض الذي تحصل عليه المؤسسة من البنوك التجارية، ويأتي في المرتبة الثانية بعد القرض التجاري من حيث إعماده كمصدر تمويل قصير الأجل.

### 3. بدائل التمويل الحديثة

إذا كانت المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بصفة خاصة في الدول المتقدمة قد تجاوزت الكثير من الصعوبات خصوصاً التمويلية منها، وذلك بفضل الإبتكارات المالية الحديثة وإستخدام تقنيات جديدة بما يمكنها من التحكم في المخاطر والتكاليف ومن ثم التوجه نحو خدمة قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإعتباره الإتجاه الجديد في تنمية الاقتصاديات الحديثة، فإنه بالمقابل مثيلاتها في الدول النامية لازالت تواجه الكثير من الصعوبات، من أبرزها صعوبات التمويل التي أصبحت تعيق تطورها بدءاً من مرحلة الإنشاء إلى مرحلة التوسع.

أمام هذه الصعوبات التمويلية ظهرت الحاجة إلى البحث عن البدائل التمويلية الحديثة الملائمة لتكامل طرق التمويل التقليدية للإستثمارات والتي أصبحت تشكل لوحدها عبئاً على المؤسسات المستثمرة خاصة منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لاسيما فيما يتعلق بالعبء المالي وطريقة تحمله، يكون من خصائصها تجنب صعوبات طرق التمويل التقليدية مع إيجاد حلول للفجوة المالية التي تعاني منها هذه المؤسسات وكذا ملائمتها لظروف الإستثمارات الجديدة ذات الأفكار غير التقليدية والتي تعرف مستوى مخاطرة عالية، الأمر الذي يجعلها فعالة في حل إشكالية تمويل هذه المؤسسات لتقوم بالدور المنوط بها في إحداث النمو وتحقيق التنمية، وذلك بما تمارسه من أنشطة اقتصادية متعددة من حيث الطبيعة ومختلفة من حيث القطاعات بالنظر إلى ما تملكه من فعالية وسرعة في التأقلم مع متغيرات المحيط الاقتصادي.

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، الطبعة 01، 1997، ص 148.

## المبحث الثاني : الإبتكارات المالية الحديثة وآثارها على آليات التمويل

إن واقع المجتمعات قبل منتصف السبعينيات من القرن العشرين، والتي كانت تسعى في خطى حثيثة من أجل تقدمها وتطورها، عرف موجة تحرير مالي عززت التحول الاقتصادي من خلال مجموعة إجراءات وإصلاحات إتخذتها العديد من الدول آنذاك لإلغاء أو تخفيف درجة القيود المفروضة على عمل النظام المالي بهدف فتح السوق للقطاع الخاص المحلي والأجنبي، مما سمح لها بتحقيق إزدهار وتطور في التعاملات الاقتصادية بين الدول، خاصة المبادلات التجارية منها، وفي مجال إنتقال وحركة رؤوس الأموال والإقتراض والإستثمارات مع تحمل قدر مقبول من المخاطر المتعلقة بهذه التعاملات بواسطة تسييرها وإدارتها بالكيفية المناسبة التي تتماشى والأهداف المختلفة للمتعاملين الاقتصاديين. لكن سرعان ما تغيرت البيئة الاقتصادية العالمية بعد هذه الفترة بموجب التحريرات الواسعة التي عرفتها الاقتصاديات آنذاك، والتي شملت أسعار السلع والفائدة والعملات والأوراق المالية، وما ترتب عنها من خسائر مالية فادحة تكبدتها المؤسسات سواء كانت صناعية، إنتاجية، خدماتية أو مالية.

وعندما واجهت هذه المؤسسات الواقع، بصعوباته وتحدياته، شعرت بالحاجة إلى الحماية والتغطية، ومن أجل ذلك إزداد الإهتمام الواسع والعناية من قبل المؤسسات بشكل خاص والحكومات بشكل عام بالإبداع والإبتكار في كل مجالات النشاط الإنساني، بإعتباره الإتجاه الأمثل الذي يتيح المرونة الكافية للإستجابة لشتى المتطلبات التي تفرضها المتغيرات الاقتصادية. ولعل من أهم تلك المجالات في الوقت المعاصر مجال النشاط المالي الذي يمثل عصب الاقتصاديات الحديثة ومحورها الرئيسي، وقد عرف الإبتكار في هذا النشاط نموا ملحوظا وقفزات نوعية خاصة في الدول الغربية معلنة عن ميلاد صناعة جديدة في عالم الاقتصاد هي الصناعة المالية يقودها مهندسون هم المهندسون الماليون، وهذا ما سوف نتطرق إليه من خلال هذا المبحث بإعطاء تأسيس نظري للإبتكارات المالية.

### المطلب الأول : ما هية الإبتكارات المالية

مع بداية القرن العشرين وطدت المالية مكانتها كعلم، مستمدة ذلك من الأهمية العملية الكبيرة للكيانات المالية، من مؤسسات ومنظمات ومستثمرين، حيث شهدت المالية خلال هذه الفترة تغيرا كبيرا لتواكب الإبتكارات التكنولوجية التي حدثت بعد الحرب العالمية الثانية، والتغيرات الاجتماعية والاقتصادية التي أثرت في البيئة التجارية العالمية، وأدت التغيرات في مجال التمويل إلى تحول طبيعة المالية من علم وصفي إلى علم تحليلي، وأصبحت تساهم في تحديد هوية العلاقة بين القرارات المالية وبيئة القرار، لتتحول في نهاية المطاف إلى علوم هندسية، تهتم بتصميم جديد للمنتجات المالية، وتطوير الإبتكارات فيما يتعلق بالأدوات والعمليات والحلول المالية.

## 1. مفهوم الابتكارات المالية

إن الفكر الإنساني لا يجب أن يكون مقيدا بحدود معينة أو أفكار ثابتة، ولكنه يتجه إلى مساعدة متخذي القرارات وذلك من خلال زيادة عدد البدائل المتاحة أمامهم وما يوفره كل بديل من مزايا وتكاليف مختلفة ليختاروا من بينها ما يناسبهم، ولذلك فإن مجال عمل الفكر الإنساني هو الإبداع فيما بين النقيضين، وإبتكار بدائل هجينة بينهما أو إشتقاق وسائل جديدة منهما<sup>1</sup>.

### 1.1. تعريف الإبتكار

هناك العديد من التعاريف التي فسرت الإبتكار، ولكن سنركز على تلك التعاريف التي تعطي المفهوم الصحيح الذي يجب أن تعتمد عليه المؤسسات المالية في هذا الإطار، ونذكر منها ما يلي<sup>2</sup>:

#### 1.1.1. تعريف الإبتكار لغة

لقد أشتقت كلمة إبتكار من بكر وبكر، بكوراً تقدم في الوقت عليه، أي أتاه باكراً، وبكر أي بكر إلى الشيء عجل إليه، أي أن الإبتكار فعل يدل على الوقت، ويستدل مما سبق أن إبتكر وإبتكار إنما هما كلمتان متعلقتان بالفعل أو النشاط من حيث وقت إتيان الفرد له وليس بإيجاد أو إنشاء شيء.

فالمبادرة إلى الشيء والإسراع إليه، وإبتكار الشيء إدراك أوله وهو يدل على الإقدام على فعل يسبق به صاحبه بقية الناس، والتفكير الإبتكاري هو تفكير مصاغ بطريقة تؤدي إلى نتائج إبداعية، ويسمى الفرد مبتكراً عندما يحقق نتائج إبداعية باستمرار.

#### 2.1.1. تعريف الإبتكار اصطلاحاً

الإبتكار هو عملية تحويل الفكرة الإبداعية القابلة للتطبيق إلى عمل إبداعي، على أن تكون الفكرة أو الوسيلة أو العمل أو المادة المصنعة جديدة وغير مسبوقه، وإن إنطلقت من أفكار أو وسائل أو أعمال أو مواد موجودة فعليا، فالعبرة في وصف الإبتكار في نتيجة العمل أو الفكرة المقدمة لا في مكوناتها التي قامت عليها فحسب.

#### 3.1.1. تعاريف أخرى للإبتكار

يرى الاقتصادي الأمريكي النمساوي جوزيف شومبيتر (Joseph Schumpeter)، صاحب نظرية التنمية الاقتصادية، أن على الإبتكار أن يجلب إلى السوق منتجا جديدا متميزا عن غيره وله وزنه في الأهمية، كما أن يقدم فنا إنتاجيا متقدما، بالإضافة إلى أن يفتح أسواقا جديدة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وإنعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، الجزء 01، 2003، ص 222.  
<sup>2</sup> - موسى بن منصور، الإبتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد، مداخلة مقدمة في المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية : بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية وجامعة فرحات عباس بسطيف، يومي 5 و6 ماي 2014، ص ص 02-03.

أما بيتر دروكر (Peter Drucker) يرى الابتكار بأنه وظيفة داخل المشاريع، سواء كان في الأعمال التجارية الخاصة أو في مؤسسة للخدمة العامة، وهي الوسيلة التي تمكن صاحب المشروع من خلالها أن ينشأ مورد جديد لإنتاج ثروة أو يمنح الموارد المتاحة إمكانيات إضافية لإيجاد الثروة<sup>2</sup>.

## 2.1. تعريف الابتكار المالي

بينما يرى كل من فرانكلين ألين (Frankline Allen) وجلين ياقو (Glenn Yago)، أن الابتكار المالي هو وضع أدوات مالية أو تكنولوجيات أو مؤسسات أو أسواق جديدة، والابتكار في مجال التمويل كما هو الحال في غيره من الابتكارات، يشمل وظيفتي البحث والتطوير، فضلا عن إظهار محاسن المنتجات والخدمات الجديدة للزبون ونشرها وإعتمادها. وبالتالي يعتمد الابتكار المالي على التكيف والموائمة مع المفاهيم والمنتجات القائمة، إذ يتم تطوير المنتجات أو العمليات، حيث تعمل هذه الأدوات على زيادة السيولة من خلال نقل الأموال أو إتاحة الفرص للمستثمرين لتجميعها، بهدف تسهيل بيع السلع وشرائها أو إدارة المخاطر في الأسواق والمؤسسات<sup>3</sup>.

فإنطلاقا مما سبق، يعتمد الابتكار في مجال التمويل بشكل خاص، على التكيف والموائمة مع المفاهيم والمنتجات القائمة، إذ هو عملية تجمع بين المعرفة المتأققة والعمل الإبداعي، بحيث تسهم في إحداث نقلة نوعية في المجال المالي، من خلال إيجاد الحلول الإبداعية المعقولة للمشاكل والتحديات المالية القائمة وإستغلال الفرص والموارد المعطلة، وهذا إما بإعادة دمج خصائص المنتجات الموجودة لتشكيل أدوات جديدة وإما بتصميم وتطوير أدوات وآليات تمويلية متميزة عن تلك السائدة من حيث المصدقية والكفاءة الاقتصادية والميزة التنافسية، حتى تلبى وتشبع الإحتياجات المترامنة للأسواق المالية، والتي تتطور مع التنمية الاقتصادية.

وبالتالي يمكن القول أن هذا المفهوم يتضمن ثلاثة أنشطة أساسية، وهي كالاتي :

- إبتكار حلول إبداعية ذات كفاءة مثالية لمشاكل التمويل، مثل تصميم أدوات لإدارة السيولة أو أدوات للتحوط ضد مخاطر الإستثمار أو إستحداث أساليب لإستغلال فرص أو موارد معطلة..إلخ؛
- إبتكار أدوات ومنتجات تتسم بالحدثة على حسب المتغيرات الاقتصادية، وعلى ضوء الإحتياجات القائمة؛

- إبتكار آليات تمويلية ذات عوائد مقبولة وكلفة متدنية، وهو ما يعبر عنه بالكفاءة الاقتصادية.

<sup>1</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة 01، 2005، ص 78.

<sup>2</sup> - Peter Ferdinand Drucker, **The discipline of innovation**, Harvard Business Review, November-December 1998, P 149.

<sup>3</sup> - Franklin Allen and Glenn Yago, **Financing the future : Market-based innovations for Growth**, Series on Financial innovation, New Jersey, Wharton School Publishing, Milken Institute, 2010, P 08.

لقد زاد تعقيد الابتكار المالي وسرعته، لكنه بشكل عام يأخذ الأبعاد الثلاثة الآتية<sup>1</sup>:

- تحويل المواد الخام إلى منتجات أكثر تطوراً وفقاً لإحتياجات المستخدمين النهائيين من حيث المخاطر والإستثمار ضمن مدة معينة، كإبتكار أدوات مالية لإدارة المحافظ الفردية أو الجماعية.. إلخ؛
- إيجاد آليات لتسعير هذه الأدوات المالية، وهذا في السوق المنظمة أو غير المنظمة؛
- تطوير التكنولوجيات اللازمة لتداول هذه الأدوات وتوفير جميع المعلومات ذات الصلة.

### 3.1. التطور التاريخي للإبتكارات المالية

ظهرت الإبتكارات المالية الجديدة مع تطور التجارة العالمية في القرن السابع عشر، بعد توقيع معاهدة ويستفاليا سنة 1648، التي إنتهت بموجبها حرب الثلاثين عاماً التي بدأت سنة 1618، وانقسمت على إثرها الإمبراطورية الرومانية إلى حوالي ثلاثمائة كيان سياسي ذات سيادات مستقلة، فظهرت الحاجة لتمويل هذه الأمم والأقاليم، جنبا إلى جنب مع المؤسسات التي طورت اقتصادياتها.

تمكن الهولنديون خلال هذه الحرب من إقامة أسطول تجاري مزدهر لتمويل التجارة من خلال التجارة بعيدة المدى، عن طريق بحر البلطيق وروسيا وجزر الهند، فقللوا هؤالء التجار من الحاجة إلى السيولة بإصدار إيصالات التجارة السائلة المدعومة بنظام موحد للدفع، حيث سادت أمستردام كمركز للإئتمان التجاري في أوروبا من خلال تقديم الإئتمان على أساس الكمبيالات المستحقة الدفع في هولندا، وكان هذا هو فجر المالية العامة الحديثة، كما تم إستحداث أدوات الدين المدعومة بالضرائب المخصصة لغرض معين، مثل إقامة السودان أو بناء السفن التجارية، فأدى الطلب على رأس المال إلى ظهور مؤسسات المساهمة وأسواق الأوراق المالية المنظمة الأولى في العالم<sup>2</sup>.

ومع بداية القرن الثامن عشر بدأت بريطانيا توجهها جديداً، حيث لم يقتصر الإعتماد على المؤسسات المالية وحدها بل على مجموعة من المؤسسات والأسواق المالية، وقد خاضت سلسلة من الحروب خلال القرن الثامن عشر وأوائل القرن التاسع عشر، والحاجة إلى تمويل هذه الحروب أدى إلى ثورة مالية. ويقول بيتر ديكسون (Peter Dickson) إن قدرة البريطانيين على تمويل ديونهم الحكومية على نحو فعال كانت عاملاً مهماً مكنهم من هزيمة الفرنسيين، على الرغم من أن سكانهم كانوا ثلث سكان فرنسا. كما أثبتت بريطانيا مرونة في مواجهتها للصدمات، بينما أدى الإعتماد على الممولين والمؤسسات الإئتمانية في باقي أوروبا إلى إيقاف تطوير الأسواق المالية، ووجه رأس المال لحماية مصالح متجنزة بدلاً من تمويل منتجين أكثر كفاءة وحدثاً، كما أن الأنظمة النقدية في معظم أنحاء أوروبا كانت تخضع لتقلبات سياسية، ولكن أسواق المال البريطانية عززت الكفاءة والإنتاجية.

<sup>1</sup> - Edouard-François de Lencquesaing, **Une dynamique soutenue par Finance Innovation**, variance-innovation, N° 33, Mai 2008, P 32.

<sup>2</sup> - Franklin Allen and Glenn Yago, **Op.Cit.**, P 14.

أما بعد الحرب العالمية الثانية، فأدى التوسع الهائل في الأسهم العامة وسوق الإكتتاب العام الأولي إلى القدرة على تمويل التصنيع على نطاق واسع وشامل، فظهرت أسواق جديدة، في مجالات عدة كالطيران، السيارات، الترفيه، المطاط الصناعي والنفط، مما جعل الولايات المتحدة الأمريكية تدفع بنموها الاقتصادي نحو الإستثمارات الرأسمالية الضخمة<sup>1</sup>.

ومع إرتفاع معدل التضخم بالولايات المتحدة الأمريكية في السبعينيات ظهرت مشتقات معدلات الفائدة، المبنية على أساس الحق في صرف مبلغ معين من المال بسعر فائدة محدد. أما مع بداية الثمانينيات، فقد كافحت المؤسسات للتعامل مع تحديات مخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف الحالية، إذ وجد المصنعون أن التقلبات في أسعار الصرف يمكن أن تمحو مزايا الأسعار بسبب غياب آليات للتحوط، ويمكن لهذا الوضع أن يكون سببا في إفلاس المؤسسات، فجاءت المشتقات الجديدة ذات سعر الفائدة لتوفر القدرة على الدفع أو الحصول على مبلغ من المال بسعر فائدة معين. إن السوق المشتقة بمعدل الفائدة هي الآن الأكبر في العالم بما قيمته أكثر من 60 تريليون دولار<sup>2</sup>.

كما ظهرت أيضا سندات المؤسسات ذات العائد العالي كمحاولة لوضع أدوات طويلة الأجل ذات معدل ثابت لتمويل نمو المؤسسات والصناعات الناشئة، وكانت هذه السندات مفيدة للمؤسسات التي عانت من صدمات التغيير في أسعار الفائدة خلال السبعينيات أو تعثرت بسبب تردد البنوك في إقراضها، بناء على التدفقات النقدية الخاصة بإعتبارها ذات إمكانات مستقبلية عالية. ولم تتوقف أبدا الإبتكارات في السوق عن البحث على إستراتيجيات جديدة لمعالجة عدم إستقرار الأسعار والمخاطر<sup>3</sup>.

## 2. أنواع الإبتكارات المالية

لقد تم تطبيق المفاهيم النظرية للإبتكار المالي من خلال مجموعة من المنتجات المالية والأسواق الحقيقية، ففي عالم مثالي كالذي إقترحه كل من موديليانى وميلر (Modigliani et Miller)، أين تكون الأسواق المالية مثالية بالإضافة إلى عدم وجود ضرائب، نجد أن الإبتكار المالي ليس له أي دور، ولكن ترجمة النموذج النظري في العالم التجريبي من خلال الأسواق الحقيقية، قد أنتج رؤى وتطبيقات هامة. فكلما كانت الأسواق غير مكتملة تنشأ مشاكل بين الأطراف أو الأنظمة الحالية، وفي ظل هذا الإحتكاك سيكون هناك حافز للمبدعين على الإبتكار المالي من خلال تقليل هذه الإحتكاكات لتحسين الأوضاع<sup>4</sup>. فالإبتكار المالي يحسن إستمرارية المؤسسات وإمكانية توزيع الموارد على أكبر قدر من المستفيدين، وسنعرض فيما يلي بعض تصنيفات هذه الإبتكارات، فيما يلي :

<sup>1</sup> - Ibid, PP 14-15.

<sup>2</sup> - Ibid, P 15.

<sup>3</sup> - Ibid, P 16.

<sup>4</sup> - Ibid, PP 27-50.

## 1.1.2. التصنيف الأول للإبتكارات المالية

لقد وضع بنك التسويات الدولية في عام 1986، نظاما لتصنيف الإبتكارات المالية إلى عدة أشكال يفصل بينها إلى<sup>1</sup>:

### 1.1.2. إبتكارات نقل مخاطر

هي إبتكارات تقلل من المخاطر الكامنة في ورقة مالية معينة أو تمكن حاملها من التحوط ضد خطر معين، مثل عقود مبادلة التعثر على السداد، إذ رغم أنها لا تقلل من احتمال حدوث الخطر إلا أنها توفر الحماية في حالة تجسد الخطر بنوعيه، مخاطر الأسعار ومخاطر القرض<sup>2</sup>.

### 2.1.2. إبتكارات تعزيز السيولة

هي الإبتكارات التي تعزز السيولة، ولديها القدرة على زيادة سيولة الأوراق المالية والأصول، مثلا الأصول المورقة تجعل من الممكن بيع القروض في السوق الثانوية مما يوفر لمؤسسات الإقراض القدرة على تغيير هيكل محفظتها.

### 3.1.2. إبتكارات توليد الأسهم

هي أدوات تمنح خصائص الأسهم للموجودات، حيث أن طبيعة خدمة الديون فيها محددة سلفا، كما يتم تحديد معدل العائد على الأصل بناء على أداء الجهة المصدرة، مثل مبادلة الديون بالأسهم.

## 2.2. التصنيف الثاني للإبتكارات المالية

أما فرانز هايدهوس (Franz Heidhues) وجيرترود شريدر (Gertrud Schrieder) سنة 1995، فيقدمان تصنيفا آخر للإبتكارات المالية يتمثل في العناصر الآتية<sup>3</sup>:

### 1.2.2. إبتكارات النظام المالي

هذا النوع من الإبتكارات المالية يرتبط بالتغيرات الحاصلة في النظام المالي ككل، فهو يؤثر على جميع المشاركين في عملية الوساطة، ومن أمثلة ذلك الإنضمام إلى الإتحادات النقدية أو الإنتقال من نظام ثابت لسعر الصرف إلى نظام مرن. كما تمس أيضا هذه الإبتكارات التعديلات في هيكل التشغيل والخدمات القائمة، وإنشاء تمويل جديد بإيجاد أنواع أخرى من مؤسسات الوساطة المالية وكذا التغييرات في الإطار القانوني والتنظيمي.

<sup>1</sup> - Yuan K. Chou et Martin S. Chin, **Financial innovations and technological innovations as twin engines of economic growth**, University of Melbourne, Australia, 2004, P 09.

<sup>2</sup> - David T. Llewellyn, Luisa Anderloni and Reinhard H. Schmidt, **Financial innovation in retail and corporate banking**, Edward Elgar Publishing, USA, 2009, P 06.

<sup>3</sup> - Gertrud Schrieder and Franz Heidhues, **Reaching the Poor through Financial Innovations**, Quarterly Journal of International Agriculture, Germany, Vol. 34, N° 02, 1995, PP 133-138.

### 2.2.2. إبتكارات المؤسسات المالية

ويشير هذا النوع من الإبتكارات إلى التغييرات الحاصلة في هيكل المؤسسة المالية وتنظيمها وشكلها القانوني، والتي قد تكون ناجمة عن تغييرات في النظام المالي. إن إبتكارات المؤسسة المالية كثيرا ما تسعى إلى التغلب على القيود القانونية والاقتصادية وتوسيع نطاق الخدمات المالية إلى قطاعات سوقية جديدة، مثل التمويل الريفي.

### 3.2.2. الإبتكارات العملية

يركز هذا النوع من الإبتكارات على تحسين الجوانب التنظيمية وإدراج عمليات تجارية جديدة في المؤسسات المالية، تؤدي إلى المزيد من الكفاءة وتوسيع حصصها في السوق. ففي كثير من الأحيان يسمح التقدم التكنولوجي مثلا في ميدان إستخدام برامج الحاسوب إلى زيادة كفاءة معالجة المعلومات وإدارة قواعد البيانات التي تترجم بعد ذلك إلى إبتكارات عملية على مستوى المؤسسات المالية. ومن أمثلتها وضع إجراءات إدارية بمساعدة الحاسوب، إنشاء تقنيات مبتكرة لتقييم مخاطر الائتمان لتحسين المحفظة الائتمانية، وتبسيط إستثمارات تقديم الطلبات الائتمانية أو إجراءات الموافقة.

### 4.2.2. إبتكارات في المنتجات المالية

تضم إبتكارات المنتجات المالية مختلف الأدوات أو الخدمات المالية الجديدة أو المعدلة والتي لم تكن موجودة في السوق قبل أو تختلف بشكل جوهري عن الأدوات والخدمات القائمة، ويمكن تصنيفها إما على أساس تأثيرها على سلوك المستهلك، أو تأثيرها على مخاطر المؤسسة والسيولة ومحفظة الائتمان. عادة ما يتم إدراج الإبتكارات المالية في المنتجات لغرض التجاوب بشكل أفضل مع متطلبات العملاء المستهدفين، وتحسين الكفاءة أو لتوسيع نطاق السوق والتنوع في المؤسسة.

### 3.2. التصنيف الثالث للإبتكارات المالية

إقترح كارلوتا بيريز (Carlota Perez) سنة 2002، تصنيفا بديلا للإبتكارات المالية مبينا في الجدول أدناه، والذي يمثل شكل من أشكال التعايش بين الإبتكارات المالية والحقيقية، فوفقا لهذا التصنيف فإن الإبتكارات المالية من النوع ألف تؤثر على الأنشطة الإبتكارية الحقيقية كالثورة الصناعية، في حين أن إبتكارات الأنواع باء ودال وهاء تؤثر على تراكم رؤوس الأموال وإنتاجها. وبالتالي يمكن للإبتكارات أن تحقق فوائد التمويل لشرائح أوسع بشكل متزايد، وتوسيع فرص الحصول على رأس المال والفرص.

## الجدول رقم 1-1 : تصنيف الابتكارات المالية

أمثلة	نوع الابتكار المالي
قروض البنوك، رأس المال المخاطر، الأسهم	أ. أدوات لمساعدة الأنشطة الابتكارية الحقيقية
السندات	ب. أدوات لمساعدة المؤسسات على النمو أو التوسع
التحويلات البرقية، فحص الحسابات الشخصية، أجهزة الصراف الآلي، الخدمات البنكية الإلكترونية	ج. تحديث الخدمات المالية
صناديق الإستثمار المشتركة، السندات والإكتتابات العامة، المشتقات وصناديق التحوط	د. أدوات هادفة للربح ونشر الإستثمار والمخاطر
المبادلات، العقود الآجلة، عمليات الإندماج وعمليات الإستحواذ	هـ. أدوات لإعادة تمويل الإلتزامات أو تعبئة الأصول
مراجعة العملات الأجنبية، الملاذات الضريبية، الصفقات خارج الميزانية	و. إبتكارات مشكوك فيها (محل تساؤل)

المصدر : Yuan K. Chou et Martin S. Chin, **Op.Cit.**, P 10

## 3. الإبتكارات المالية في مجال تمويل الأعمال والمؤسسات

تسعى ممارسة التمويل إلى تحسين الظروف بشكل أفضل لتشبه العالم المثالي من الناحية النظرية، وجعله حقيقة واقعية في بيئة التجربة والخطأ في السوق، وهي بيئة نتعلم فيها وننجح أحيانا في إيجاد الحلول من خلال ضبط مسؤوليات كل من المؤسسات ورجال الأعمال والمبتكرين.

## 1.3. الإبتكار المالي وتصميم هيكل رأس المال

تعمل الإبتكارات المالية على تقديم أفكار جديدة إلى السوق بغرض تمويل الأعمال لدفع النمو وخلق فرص العمل، فالمؤسسات تحتاج إلى تحديد هيكل رأس المال المناسب لتمويل عملياتها ونموها، فيواجه رجل الأعمال تساؤل ما إذا كان الهدف من التمويل هو توسيع الإئتمان بغرض الزيادة في الإستثمار أو إعادة هيكلة عبيء الديون، فكل الأعمال تحتاج إلى النوع المناسب من التمويل في الوقت المناسب من أجل النجاح. ففي ظل الظروف العادية، يمول الإستثمار في معظمه من خلال التدفقات النقدية الداخلية، ولكن القدرة على رفع التمويل الخارجي تفسر الفرق بين الركود والنمو، وبين التحول والإبتكار. فالتدفقات النقدية الداخلية لا تستطيع عموما تلبية الإحتياجات الإجمالية للمشاريع، ولا سيما تلك التي تركز على التطور والتوسع لا على العمليات الجارية فحسب.

فقد يبدو أن تمويل المؤسسات ممارسة أكاديمية تتمثل في إعادة ترتيب للأرقام في الميزانية، ولكن مثلا مع تذبذب أسواق الإئتمان الأمريكية، تم إعطاء أهمية أكثر لتمويل الأعمال ليكون شريان الحياة للاقتصاد، وقد سارعت المؤسسات ذات الرافعة المالية العالية إلى البحث عن الإصلاحات التي تمكنها من البقاء، في حين أن المؤسسات الصغيرة تكافح من أجل الحصول على القروض التي

تحتاجها للمعدات واللوازم وكشوف المرتبات. حيث أدت أزمة الإئتمان هذه فورا إلى فقدان الوظائف وأثارت ركودا عميقا، وأصبح من الواضح تماما أن الاقتصاد لا يمكن أن يعمل عندما تفقد المؤسسات القدرة على إدارة تدفقاتها النقدية وإلتزاماتها بطريقة تتناسب مع الظروف.

ولكن الضرورة تبقى أم الإختراع، فمثلا أدى الركود في السبعينيات إلى ظهور موجة كبيرة من الإبتكار في تصميم هيكل رأس المال، سنتكثب نفس القصة يوما ما عن الطول الموضوعه لحل التحديات الاقتصادية الموجودة اليوم، وستكون الإبتكارات التي تظهر في هذا المجال هي المعالم التي تقودنا للعودة إلى الإقراض المنتج ونمو الوظائف الحقيقية<sup>1</sup>.

### 2.3. الإبتكارات المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن النمو الريادي الذي أنقذ كل من أوروبا ما بعد الحرب وأنقذ الولايات المتحدة الأمريكية ما بعد الإكتئاب كانت تغذيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وحتى اليوم، يساهم هذا القطاع الريادي بنسبة 57% من مجموع العمالة وأكثر من نصف الناتج المحلي الإجمالي في البلدان المرتفعة الدخل، غير أن ديناميكية النمو لم تتحرك بعد في البلدان المنخفضة الدخل، حيث لا تمثل المشاريع الصغيرة والمتوسطة إلا 18% من مجموع العمالة و16% من الناتج المحلي الإجمالي.

ومن المفارقات أن التمويل الإنمائي متاح في أعلى مستوياته بالنسبة للأعمال التجارية الكبيرة وكذا المشاريع المصغرة بالنسبة للمشاريع الفردية والحرفيين، ولكن ليس للفئة التي تتوسطهما والتي لديها القدرة على حل لغز التنمية إذا تم الإهتمام بها. فالتمويل اللازم للتوسع والإزدهار نادر بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الموجهة نحو النمو، كما أنهم بحاجة إلى رأس المال الذي يعطيهم الوقت للنمو، ولكن العديد من المستثمرين ليسوا على إستعداد لتجميد أموالهم لفترات طويلة. وفي الدراسات الإستقصائية التي أجراها البنك الدولي أفادت أن أكثر من 40% من شركات الأعمال الحرة في البلدان المنخفضة الدخل، يعتبر الإفتقار إلى الوصول إلى رأس المال حاجزا رئيسيا أمام نموها.

فمن الصعب الحصول على تمويل خارجي لهذا النوع من المؤسسات، حيث أن عدد قليل من المستثمرين أو أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة أو المستثمرين في الأسهم الخاصة يعملون في هذه الأسواق. ليس فقط تقييم الإئتمان والمخاطر صعب على المستثمرين، ولكن هذه الأسواق تميل إلى أن تكون غير سائلة، فإن صعوبة الخروج من الإستثمارات لا تزال تمثل العائق الأكبر أمام إقامة تدفق أكبر لرأس المال لهذا القطاع. ولم يكن للبرامج الإئتمانية المدعومة من الحكومة والمانحين دعما

<sup>1</sup> - Franklin Allen and Glenn Yago, **Op.Cit.**, PP 51-84.

للمشاريع الصغيرة والمتوسطة أثر محدود في غياب إصلاحات نظامية أوسع نطاقا ومحفوفة بالمخاطر الأخلاقية ومشاكل الإختيار السلبي.

لا تزال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول النامية تواجه تحديات فريدة وهائلة، مثل العقبات التي تحول دون دخول الأسواق، المتطلبات التنظيمية الباهظة التكلفة والمستهلكة للوقت، الهياكل الضريبية والقانونية المرهقة، نقص الخبرة الإدارية، التجمعات في سوق العمل، وقبل كل هذا رأس المال اللازم. قد تؤثر المؤسسات الكبيرة التي تتمتع بمنافسة محدودة على الظروف التنظيمية والقانونية والمالية لعرقلة الوافدين الجدد، والواقع أن المشاريع الصغيرة والمتوسطة تواجه عقبات مالية وقانونية أكبر مما تواجهها المؤسسات الكبيرة، وهذه التحديات تحد من نموها بدرجة أكبر.

وهناك العديد من الحواجز الهامة التي تعيق تدفق رأس المال إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الأسواق الناشئة، فنجد من بينها الآتي :

- صعوبة الخروج من الإستثمارات نظرا لأن الأسواق الناشئة تعاني عادة من أسواق رأس المال المتخلفة ونقص المشترين، فقد يكون من الصعب الخروج من إستثمارات الأسهم، وكثيرا ما يضطر المستثمرون إلى الإستمرار في هذه الإستثمارات لفترة أطول، حيث أنهم يكافحون من أجل العثور على مشتري أو إنتظار أن يخرج منظم الأعمال بما يكفي من النقد لشراء أسهم المستثمرين. ونتيجة لذلك، كلما طالت فترة الإستثمار إنخفض العائد الإجمالي، وبالتالي فإن صعوبة الخروج تثبط المستثمرين عن وضع أموالهم في هذه الأسواق؛

- لا يتم تعديل عوائد إستثمارات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل كامل، ونظرا لعدم وجود معلومات قوية، فإن مدراء الصناديق الذين يسعون للإستثمار في هذا المجال يضطرون إلى إنفاق الكثير من الوقت والجهد لتحديد الإستثمارات المرتقبة والتعرف على البيانات المالية للمؤسسات، وكثيرا ما تتطلبه ما بعد الإستثمار قدرا كبيرا من المساعدة التقنية من مدراء الصناديق لتحسين أعمالهم التجارية. ونتيجة لذلك، فإن هذه الأنواع من الإستثمارات تحتاج إلى أجل طويل ورأس مال كبير، مما يدفع المستثمرين إلى السعي للحصول على معدل عائد أعلى معادل للمخاطر، كما يميل هؤلاء المستثمرون إلى وضع أموالهم في أماكن أخرى من السوق والانتقال إلى إستثمارات أكثر ربحية. ومن الناحية التاريخية، فإن الغالبية العظمى من رؤوس أموال صناديق المشاريع الصغيرة والمتوسطة تأتي من مؤسسات التمويل الإنمائي المتعددة الأطراف، وتحتاج إلى إيجاد سبل لجذب المزيد من المستثمرين من القطاع الخاص إلى الأعمال التجارية الصغيرة والمتنامية؛

- وجود فجوات في المعلومات بين المستثمرين والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتستخدم المؤسسات الإنمائية والحكومات الوطنية تعريفات متباينة على نطاق واسع لما تشكله المشاريع

الصغيرة والمتوسطة، مما يؤدي إلى الإفتقار إلى بيانات شاملة وقابلة للمقارنة للقطاع تجعل من الصعب على المستثمرين تقييم الفرص بدقة، وبالتالي يتردد المستثمرون في تبني قطاع لا توجد فيه معايير محددة للأداء، في حين لا يجد أصحاب المشاريع طريقة فعالة للإستفادة من مصادر التمويل، ومن الواضح أن هناك حاجة إلى الربط بين الجانبين بشكل أفضل لتيسير الإستثمار في هذه الأسواق.

وهناك مجموعة من الإبتكارات المالية التي يمكن أن تبدأ في معالجة هذه المشاكل، فبالنظر إلى صعوبة الخروج من الإستثمارات في البلدان النامية، فإن إنشاء مرافق للتمويل من الخارج سيكون أحد السبل لتجاوز هذا المشكل، وفي هذه الحالة، يمكن لصندوق قرض متجدد أن يسهل عمليات الخروج عن طريق تزويد أصحاب المشاريع والمشتريين الجدد بإمكانية الحصول على رأس المال في غياب التمويل من مصادر أخرى، مما يجعل عمليات الخروج أسهل. كما يمكن للمستثمرين المطالبة بنسبة مئوية من مبيعات أو إيرادات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على مدى فترة الإستثمار، مما يمكنهم من سحب جزء منتظم من رأس المال المستثمر، وفي حالة الخروج من المشروع، فإنه سيخفف من المبلغ الذي يتعين على المشتري الجديد أن يدفعه.

كما تمكن بعض الإبتكارات المالية القائمة على إستخدام أكبر لتكنولوجيا المعلومات للتغلب على أوجه عدم التماثل في المعلومات حول هذه المؤسسات، وهذا بما يتيح في مجال تكنولوجيا المعلومات، مثل تكنولوجيات الحد من البيانات وتخزينها التي يمكن أن تنجح في فهرسة مجموعات البيانات التجارية الصغيرة وتخزينها وإسترجاعها، فرصة لتسهيل تدفق المعلومات بمزيد من الكفاءة في هذه المؤسسات، وبالتالي زيادة مستوى راحة المستثمرين ورجال الأعمال في التعامل معها، وقد تكون هذه البنية التحتية للمعلومات أساسية، مما يزيد من عدد المشاريع الصغيرة والمتوسطة الممولة ويقلل من تكاليف الحصول على الصفقات، ومن شأن البيانات المالية والأداء العالي المستوى بشأن هذه المشاريع، أن تمكن المستثمرين من إتخاذ قرارات إستثمارية أكثر نفع للطرفين.

ويجد آخرون سبلا أخرى لتخفيض المخاطر المرتبطة بالمؤسسات الصغيرة، حيث يقوم البنك الألماني بروكريدي (ProCredit) بتدريب موظفي القروض للعمل مباشرة مع المؤسسات الصغيرة لإدارة مخاطر الإنئتمان وتشجيع البنوك التقليدية على دخول قطاع المشاريع الصغيرة والمتوسطة. كما قد أنشأت بورصة سوق الأوراق المالية في جنوب أفريقيا حيزا للمشاريع الصغيرة والمتوسطة.

وهناك عدد متزايد من المستثمرين المؤثرين يضعون الآن أموالهم في الهيئات التي تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة، فعلى سبيل المثال، وجدت صناديق مساعدة المشاريع الصغيرة أن الإستثمار في المشاريع الصغيرة والمتوسطة ذات الإمكانيات العالية للنمو يمكنها تحقيق عوائد مالية

كبيرة، بالإضافة إلى آثارها الاجتماعية مثل زيادة فرص العمالة، إنخفاض التكلفة، الجودة العالية للسلع والخدمات، زيادة فرص المبيعات للموردين مع زيادة الإيرادات الضريبية للحكومة.

ومن المعروف على نطاق واسع أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي مساهم رئيسي في العمالة والإبتكار والإنتاجية والنمو الاقتصادي، وإذا ما تمت إزالة الحواجز أمام نموها، فإن هذا القطاع سيساهم في توسيع الطبقة الوسطى، ويساعد في تحقيق كتلة من المشاريع الصغيرة والمتوسطة ستساهم بدورها في بناء سلاسل الإمداد وإقامة تجمعات حركية للأعمال التجارية ترتبط بالأسواق العالمية من خلال التجارة والإستثمار<sup>1</sup>.

### 3.3. أنواع الإبتكارات المالية في مجال تمويل الأعمال والمؤسسات

أظهر كل من برادفورد كورنيل (Bradford Cornell) و آلان شابيرو (Alan Shapiro)، أن الإبتكارات في مجال تمويل الأعمال تركز في كثير من الأحيان على بيع أجزاء من التدفق النقدي للمؤسسة من أجل زيادتها، وبما أنها تحتاج إلى مزيد من رؤوس الأموال للنمو، فإنها تبيع التدفقات النقدية المستقبلية الناتجة عن مشاريعها الحالية والمستقبلية، ويمكنها القيام بذلك من خلال بيع جميع الحقوق مباشرة من خلال حقوق الملكية أو إعادة تعبئة تلك التدفقات النقدية إلى أدوات الدين المشاركة في حقوق الملكية أو المنتجات الهجينة التي تجمع بين خصائص الدين وحقوق الملكية. وقد ظهرت عدة إبتكارات لتتناسب مع إحتياجات المؤسسات والمستثمرين لغرض زيادة السيولة، وخفض تكاليف المعاملات، والتغلب على أوجه عدم التماثل بين المعلومات للمستثمرين داخل المؤسسات والجهات الخارجية (أنظر الملحق رقم 01)<sup>2</sup>.

فنجد أن الإبتكارات المالية جاءت لتخدم غرضين، الأول، أنها تؤدي إلى زيادة تنوع المنتجات التي يقدمها الوسطاء الماليون حيث تقوم بتعبئة وتحويل المدخرات الفردية إلى مختلف قطاعات الأعمال من أجل الإستثمار المنتج، كما أن هذه المنتجات المالية المصممة تزيد من كفاءة عملية الوساطة، مما يرفع النمو الاقتصادي بزيادة تراكم رؤوس الأموال. أما الثاني، فالإبتكارات المالية تشمل المنتجات والخدمات التي لها أثر إيجابي على معدل التقدم التكنولوجي، وأوضح مثال على ذلك هو توفير خدمات رأس المال المخاطر، حيث تقوم المؤسسات المالية بتطوير الخبرات اللازمة لتحديد وتمويل مشاريع البحث والتطوير التي تنطوي على مخاطر كبيرة، وعلى الأخص في قطاعي تكنولوجيا المعلومات والتكنولوجيا الحيوية، مع تحقيق مكاسب ضخمة في المستقبل إلى جانب أنهم أيضا شركاء في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال إيجاد فرص عمل من أجل الإزدهار.

<sup>1</sup> - Ibid, PP 149-184.

<sup>2</sup> - Ibid, PP 51-84.

## المطلب الثاني : موقع الابتكارات المالية الحديثة من الهندسة المالية

إن الابتكار يتضمن التغيير والتغيير يتضمن عدم الإستقرار وعدم الإستقرار غير مرغوب بطبيعة الحال، إذن الابتكار لا يطلب لذاته وليس هدفا في نفسه بل هو وسيلة لتوليد قيمة مضافة، وإذا كانت هذه القيمة تعادل سلبيات عدم الإستقرار يكون الابتكار محمودا ومطلوبا، فقيمة الابتكار لا تتبع من غرابته أو حدائته، بل من آثاره المالية والاقتصادية الإيجابية. ولهذا كانت الابتكارات المالية محل إنتقاد بالرغم مما تتضمنه من ابتكار غير عادي، وذلك بسبب آثارها الاقتصادية السلبية<sup>1</sup>.

### 1. أسباب اللجوء إلى الابتكارات المالية وأهميتها

هناك عدد من النظريات حول الأسباب التي تدفع إلى الابتكار المالي، لكن يمكن تلخيصها في أنها إستجابة لبعض القيود القانونية والاجتماعية والتقنية التي تعيق تحقيق الأهداف الاقتصادية، كالربح والسيولة وتقليل المخاطرة، والتي تدعو الحاجة إلى تخطيها بوسائل تلبي إحتياجات المتعاملين الاقتصاديين وتستوعب في الوقت ذاته القواعد والقوانين السائدة، وهذا الهدف يتطلب من المؤسسات المالية إعادة صياغة نفسها لتكون مبدعة ومبتكرة، وإيجاد من يخطط ويعمل لإستغلال الفرص المعطلة، وإختراع الآليات وإبتكار الحلول والمنتجات الرائدة، خاصة وأن المعاملات والإحتياجات العصرية أخذت بالتطور والتجدد بشكل متسارع وأعلى خطورة خاصة في ظل التحديات المعاصرة.

حيث يعتقد لويلين دافيد (Liewellyn David) سنة 1992، أن المعيار النهائي عند الحكم على الابتكارات المالية هو المدى الذي يزيد من كفاءة الوساطة المالية، ويؤكد أن هناك تشابها بينها وعمليات مماثلة في صناعات أخرى، فمثلا تسعى مؤسسة أجهزة كمبيوتر لتعزير مركزها التنافسي في السوق من خلال تقديم منتجات جديدة أو تحسين الخصائص التقنية في المنتجات القائمة. كذلك الأمر بالنسبة للمؤسسات المالية، والتي يمكن أن تبتكر فئة جديدة من المنتجات أو تعدل المنتجات الحالية أو تجمع بين خصائص عدة منتجات في توليفات مختلفة مما يجعل الوساطة المالية أكثر كفاءة<sup>2</sup>.

وأشار ميرتون ميلر (Merton H. Miller) سنة 1986، إلى أن الابتكار المالي قد سار بوتيرة سريعة خاصة خلال السنوات العشرين الماضية، حيث لم تكتفي المؤسسات بإصدار أوراق مالية جديدة، بل ظهرت أيضا أسواق جديدة كبورصة شيكاغو لتبادل الخيارات، كما يرى أن الكثير من هذه

<sup>1</sup> - سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، بنك التنمية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، نشر مكتبة الملك فهد الوطنية، المملكة العربية السعودية، الطبعة 01، 2008، ص ص 106-107.

<sup>2</sup> - Yuan K. Chou and Martin S. Chin, *Op.Cit.*, P 07.

الإبتكارات الحديثة هي إستجابة لملاح قانون الضرائب والتنظيم، مثال ذلك السندات ذات الكوبونات الصفريّة<sup>1</sup>.

كما يقول روبرت كار هارت ميرتون (Robert Carhart Merton)، ردا على المشككين في الإبتكارات المالية وهو من أكثر الكتاب تحمسا للمشتقات والحائز على جائزة نوبل في الاقتصاد، عند النظر إلى الإبتكارات المالية من وجهة نظر وظيفية بدلا من إعتبارها مرضا، فإنها تعتبر قوة دافعة للنظام المالي العالمي نحو تحقيق هدفها المتمثل في زيادة الكفاءة الاقتصادية، وعلى وجه الخصوص يمكن للإبتكارات التي تنطوي على المشتقات أن تحسن الكفاءة من خلال توسيع الفرص المتاحة لتقاسم المخاطر، أو عن طريق خفض تكاليف المعاملات وخفض تكاليف عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة<sup>2</sup>.

كما يضيف، ومع ذلك، لا يمكن تحسين الكفاءة عن طريق المنتجات المشتقة على نحو فعال دون تغييرات متزامنة في البنية التحتية المالية الداعمة، والمتمثلة في الوسطاء والأسواق المالية، الممارسات التنظيمية، تنظيم التجارة، مرافق تبادل المعلومات وإدارة نظم المعلومات، فتنطوي هذه البنية التحتية قد لا يكون الجزء الأكثر إثارة من الإبتكارات المالية ولكنه مهم جدا<sup>3</sup>.

أما بيتر توفانو (Peter Tufano)، فيرى أن قيمة الإبتكار المالي وأهميته تكمن في النقاط الآتية<sup>4</sup>:

### 1.1. الإبتكار وسيلة لإكمال الأسواق

تعتبر السوق غير كاملة لأنه لا يمكن أن تكون موزعة على جميع الدول، نتيجة لذلك تصبح الأطراف غير قادرة على نقل الأموال بحرية عبر الزمان والمكان، ولا على إدارة المخاطر. ويرى دوفي داريل (Duffie Darrell) و راهي روهيت (Rahi Rohit) سنة 1995، في مراجعة لما كتب حول عدم إكمال السوق والإبتكار، أن هناك حوافز لإنشاء أسواق للأوراق المالية التي لا تجد بدائل متاحة، والتي يمكن إستخدامها للتحوط من المخاطر الفنية. هذا الإقتراح يتفق مع نظرية ديورا بلاك (Deborah G. Black) سنة 1986، بأن نمط الإبتكار في العقود المتداولة في البورصة، التي تظهر وجود علاقة بين بقاء العقد الجديد (قياسا إلى حجم التداول الخاص به) وقدرته على إكمال الأسواق الجديدة (قياسا بعدم إرتباطه بالمخاطر الكبيرة)<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - Franklin Allen, **The changing nature of debt and equity : A financial perspective**, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, Vol. 33, USA, 1989, P 15.

<sup>2</sup> - Robert Carhart Merton, **Financial innovation and the management and regulation of financial institutions**, Journal of Banking & Finance, USA, Vol. 19, Issue 3-4, 1995, P 463.

<sup>3</sup> - **Ibid**, PP 470-471.

<sup>4</sup> - Peter Tufano, **Financial innovation**, Working paper, Harvard Business School, Handbook of the Economics of Finance, North Holland, 2003, P 10.

<sup>5</sup> - **Ibid**, PP 10-11.

فمنذ السبعينيات تم إدخال العديد من الأسواق المالية المتخصصة الجديدة لجعل الأسواق أكثر إكتمالا وتحسين تقاسم المخاطر، وشمل ذلك أسواق العقود الآجلة المالية، مما سمح للمستثمرين بشراء ضمان في تاريخ مستقبلي بسعر ثابت اليوم، وكانت العقود الآجلة على الأوراق المالية الحكومية التي تمكن المؤسسات المالية من التحوط من المخاطر المتعلقة بحيازاتها الكبيرة من هذه الصكوك ناجحة بوجه خاص، فكلما زاد التحسن في تقاسم المخاطر الذي تم التوصل إليه في العقد زاد احتمال نجاحه. كما أن هناك سوق هامة أخرى أدخلت خلال هذه الفترة تداول الخيارات على الأسهم، حيث تم طرح بورصة شيكاغو لتبادل الخيارات في عام 1973 لتمكين تداول الخيارات الموحدة والتي تمنح المستثمرين خيار شراء أو بيع الأسهم بسعر محدد مسبقا أو قبل تاريخ الإستحقاق، وبحلول عام 1984، أصبحت ثاني أكبر سوق للأوراق المالية في العالم بعد بورصة نيويورك.

ووجد جيمس فان هورن (James Van Horne) سنة 1985، بأن عدم إكتمال الأسواق يعتبر المحرك الأساسي للإبتكار المالي في كثير من الحالات ويوفر جزءا كبيرا من الأساس المنطقي للإبتكار، وهو ما يمثل على وجه الخصوص النمو السريع في العقود الآجلة والخيارات والأسواق المشتقة الأخرى التي حدثت في جميع أنحاء العالم في السبعينيات وإدخال الأوراق المالية الجديدة<sup>1</sup>.

### 2.1. الإبتكار وسيلة لمعالجة مشكل عدم تماثل المعلومات

أدت أوجه عدم التماثل في المعلومات إلى عدد من الإبتكارات التي أجبرت المؤسسات على الكشف عن المعلومات المتعلقة بها وبتكلفة منخفضة ليتم إستغلالها من قبل الأطراف ذات المصلحة، فخلال القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، كشفت المؤسسات عن معلومات مالية قليلة جدا ذات مصداقية، ففي سوق الأوراق المالية قد تعتمد الأطراف الداخلية للمؤسسات حجب معلومات معينة عن المستثمرين لإستخدامها في تحقيق عائد غير عادي قبل نشرها في التقارير المحاسبية، ونظرا لأن كافة الأطراف في السوق تتصف بالرشد الاقتصادي، فإن الأطراف الخارجية سوف تلجأ إلى أساليب دفاعية لحماية نفسها ضد مخاطر عدم تماثل المعلومات، وبمرور الوقت، زادت قوى السوق والإجراءات الحكومية بشكل ملموس مما أدى إلى إنخفاض تكلفة المعلومات عن المؤسسات<sup>2</sup>.

### 3.1. الإبتكار وسيلة لتقليل التكاليف

يرى روبرت كارهارت ميرتون (1989)، أن وجود تكاليف المعاملات يوفر دورا حاسما بالنسبة للوسطاء الماليين الذين يسمحون للعائلات التي تواجه تكاليف المعاملات بتحقيق برنامجها الأمثل للإستهلاك والإستثمار، حيث يستخدم ميرتون هذه الحجة ليشرح كيف أن مبادلة الأسهم يمكن

<sup>1</sup> - Franklin Allen and Glenn Yago, **Op.Cit.**, PP 27-50.

<sup>2</sup> - Peter Tufano, **Op.Cit.**, PP 12 -14.

أن تكون وسيلة فعالة لتحقيق عوائد للمستثمرين متعددي الجنسيات، وتهدف العديد من المؤسسات الجديدة مثل Instinet, Open-IPO, Enron OnLine, Ebay من خلال الابتكارات العملية في مجال تكنولوجيا نظام الدفع لخفض تكاليف المعاملات التي يواجهها المشتري والبائع، مثل أجهزة الصراف الآلي والبطاقات الذكية، حيث أن تكاليف هذه المعاملات تغطي تكاليف البحث أو التسويق والتي يمكن أن تشمل مجموعة متنوعة من التكاليف، كتكاليف تحديد المشتري والبائع، تكاليف المعلومات وتكاليف تجهيز المعاملات. وقد قام بديع صبرة (Badih Soubra) ودليلب مادا (Dilip Mada) سنة 1991، بدراسة كيفية محاولة الوسطاء الماليين تعظيم الإيرادات الصافية من تكاليف التسويق، مما يؤدي بهم إلى تصميم منتجات متعددة تستجيب لمجموعات أوسع من المستثمرين، لأنه مع انخفاض تكاليف التسويق، تستغل الابتكارات المالية سهولة الوصول إلى المشتري والبائع للأوراق المالية<sup>1</sup>.

#### 4.1. الابتكار وسيلة للرد على القيود التنظيمية

ربط العديد من الكتاب بين الضرائب والابتكار، حيث أشار ميلر (1986)، إلى أن الدوافع الرئيسية للابتكارات الناجحة على مدى العشرين عاما الماضية سببها القوانين والضرائب، فمعظم الابتكارات التي حدثت في السبعينيات وأوائل الثمانينيات جاءت إستجابة للتنظيمات الحكومية لقانون الضرائب<sup>2</sup>. إن السعي الدائم لتعظيم العوائد بعد خصم الضرائب والتغيرات في قانون الضرائب يعتبران محفزين رئيسيين للابتكار المالي، فمثلا مختلف الهياكل المرتبطة بالأسهم التي تستخدمها المؤسسات لتسييل مقتنياتها من الأسهم، ترخص لهذه المؤسسات التأخير في دفع الضرائب على أرباح رأس المال، فالابتكار يستجيب لقيود القوانين التنظيمية، والتي بدورها يتم تعديلها في رد فعل على هذه الابتكارات، وقد إتخذت المناقشة الأكاديمية بشأن القوانين عدة أشكال ما إذا كان القانون قد حفز أو أعاق الابتكار<sup>3</sup>. وقد أكد إدوارد كين (Edward J. Kane) سنة 1986، أن الجدل التنظيمي يعتبر مصدرا مهما للابتكار، ففي هذه العملية يؤدي التنظيم إلى ابتكارات تؤدي إلى أنظمة جديدة.

وكما أن التنظيمات الحكومية يمكن أن تؤدي إلى الابتكار، فإن ذلك يمكن أيضا أن يحظر الدين، وقد حفز النهي الإسلامي القوي ضد الفائدة عددا من وسائل التمويل البديلة، ويبدو أن العديد من هذه الابتكارات تحترم رسالة النهي المفروضة على التعامل بالفائدة، وذلك بإستخدام عقود إعادة البيع لإيصال الفائدة للمقرضين على نحو فعال<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - Ibid, PP 14 -16.

<sup>2</sup> - Merton Howard Miller, **Financial innovation : The last twenty years and the next**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 21, issue 4, December 1986. PP 459-471.

<sup>3</sup> - Peter Tufano, **Op.Cit.**, PP 16-19.

<sup>4</sup> - Franklin Allen and Glenn Yago, **Op.Cit.**, PP 27-50.

### 5.1. الابتكار يحفز إنتشار العولمة

تذكر معظم المقالات المرتبطة بالابتكار المالي أن العولمة والتقلبات المتزايدة كإحدى العوامل الدافعة للإبتكار، ومع تزايد إنتشار العولمة تتعرض المؤسسات والمستثمرون والحكومات لمخاطر جديدة كأسعار الصرف أو المخاطر السياسية، وهنا يأتي دور الأسواق المالية في السماح بالمشاركة الكاملة في هذه المخاطر، وهذا من خلال مختلف الإبتكارات التي صممت لإدارة المخاطر وتقاسمها. كما تنسب العديد من الإبتكارات إلى محاولات لتلبية إحتياجات محددة للمستثمرين المنتفعين، حيث أشار بعض الكتاب إلى أن زيادة التقلبات تعتبر كحافز للإبتكار، فقد درس كل من سميث (Smith) وسميثون (Smithson) وويلفورد (Wilford) سنة 1990، زيادة تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار السلع، وربط الصلة بين هذه الزيادة في المخاطر والإبتكار المالي، وقد توصلوا إلى أن عدم اليقين في البيئة المالية العالمية قد تسبب في العديد من الإضطرابات الاقتصادية، ولكنه كان أيضا قوة دافعة للإبتكار المالي الذي من خلاله، أصبح الوسطاء الماليون حاليا قادرين على عرض منتجات لعملائهم لإدارة وإستغلال المخاطر الجديدة، ومن خلال هذا الإبتكار نفسه أصبحت المؤسسات المالية قادرة على تقييم وإدارة أصولها وخصومها الخاصة بشكل أفضل، وقد أعدوا قائمة بمجموعة متنوعة من الإبتكارات وجدت بسبب التقلبات المتزايدة، كالعقود الآجلة للعملة الأجنبية، التبادل الدولي، العقود المستقبلية، الخيارات، العقود الآجلة على أسعار الفائدة والمبادلات السلعية<sup>1</sup>.

### 6.1. الابتكار تحفزه التطورات التكنولوجية

يعتقد أن التطورات التكنولوجية توفر تفسيراً لتوقيت عرض بعض الإبتكارات المالية، حيث أن تكنولوجيا المعلومات والإتصالات في تحسن مستمر وقد سهلت عددا من الإبتكارات، بما في ذلك أساليب جديدة من الإكتتاب في الأوراق المالية ووسائل لتجميع محافظ الأسهم وأيضا وسائل جديدة لتنفيذ معاملات آمنة. ولكن هذا لا يعني أن هذه الإبتكارات ستضمن تحقيق الأهداف المرجوة منها بنجاح، فمثلها كالمؤسسات الخدمائية التي تسعى لتزويد المستهلكين بالمشورة بشأن قراراتهم المالية.

وإذا أردنا الوقوف على أحد الإبتكارات المالية لنستشف الأسباب المؤدية إليها، نجد أن كل من بلاك فيشر (Black Fischer) و مايرون سكولز (Myron Scholes) سنة 1974، قاموا بوصف ولادة منتج جديد يسمى بصناديق السوق أو ما نسميه اليوم صناديق المؤشرات، وقد أفادت التقارير أن ويلز فارغو (Wells Fargo) عرض لأول مرة صندوق S&P500 ذو وزن متساو في القطاع الخاص عام 1971 لم يسبق له مثيل، وقدم صندوقا مرجحا للقيمة عام 1973. حيث سمح إدخال صناديق المؤشرات للمستثمرين بإدارة قراراتهم الإستثمارية والإستهلاكية على نحو أفضل، وكانا أيضا حلا

<sup>1</sup> - Peter Tufano, Op.Cit., PP 20-21.

اقتصاديا لإرتفاع تكاليف المعاملات التي من شأنها أن تمنع معظم المستثمرين من إنشاء سلة من الأوراق المالية والتي جعلت التجارة مكلفة، وعلينا أن نعترف بأن الابتكار قد شكلته التكنولوجيات الجديدة من حيث التقدم الفكري، وكان إستجابة للعوامل الضريبية والتنظيمية ومدفوعا بوجود أوجه عدم التماثل في المعلومات. فنجد أن هذا الابتكار جاء نتيجة لكل المحفزات المذكورة آنفا، بحيث لعبت دورا مميزا في معظم الابتكارات<sup>1</sup>.

## 2. النقد الموجه للإبتكار المالي من خلال واقع الصناعة المالية

في مقالة لأحد رواد الإدارة الحديثة عن واقع الصناعة المالية والإبتكار المالي، بعنوان الإبتكار أو الموت، أشار بيتر دروكر (1991) إلى أن الصناعة المالية اليوم تواجه إنحسارا في الربحية وتدهورا في نوعية المنتجات المقدمة، ويدعو إلى إعادة روح الإبتكار والتجديد. فالمنتجات التي ساهمت في إزدهار الأسواق والمؤسسات المالية في الماضي القريب لم تعد قادرة على الإستمرار، فقبل أربعين عاما كانت هذه المنتجات إبتكارات جديدة، لكنها تحولت بعد إنتشارها من منتجات مربحة إلى مجرد سلع نمطية وهو ما يعني أن ربحيتها أخذت في الإنحسار، حيث أكد أن الصناعة بحاجة إلى أن تكتشف نفسها من جديد إذا كانت تتطلع إلى الإزدهار في القرن الحادي والعشرين<sup>2</sup>.

كما يرى بيتر دروكر أن المؤسسات المالية المهيمنة لم تقدم أية إبتكارات ذات أهمية على مدى الثلاثين عاما، وبدلا من تقديم خدمات مالية لعملائها، أصبحت غالبا تتاجر لمصلحتها مع مؤسسات أخرى، لتكون النتيجة مباراة صفرية، لأن ما تربحه مؤسسة هو ما تخسره أخرى<sup>3</sup>.

ويرى بعض الاقتصاديين أن الهدف الأساسي من الإبتكار المالي هو الإلتفاف على الأنظمة، وهذا الموقف نابع من القناعة بأن آلية السوق كفيلة بتحقيق الكفاءة ورفاهية المجتمع، أما القوانين فهي تعيق أداء السوق بشكل أو بآخر، ولذا فإن إبطال هذه الأنظمة من خلال الإلتفاف عليها أو ما يسمى المراجعة النظامية مهم في نظرهم لإستعادة كفاءة السوق. وقد يكون ذلك صحيحا بالنسبة للأنظمة الفارغة أو البالية التي لا تحقق مصلحة اقتصادية، لكن من حيث المبدأ فإن القيود التنظيمية تؤدي دورا مهما في إستقرار الأسواق وحفظ مقومات الاقتصاد، فالأنظمة الخاصة بالإفصاح ومتطلبات كفاية رأس المال ونحوها ضرورية لحماية المستثمرين وتحقيق المصلحة العامة، والإلتفاف على هذه الأنظمة من خلال الوسائل القانونية والمحاسبية يفضي إلى نتائج غير محمود<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - Ibid, PP 22-23.

<sup>2</sup> - فؤاد محمد محيسن، المصارف الإسلامية الواقع والتطلعات، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سوريا تحت شعار آفاق الصيرفة الإسلامية، دمشق، 13-14 مارس 2006، ص ص 02-03.

<sup>3</sup> - سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 109.

<sup>4</sup> - المرجع السابق، ص 108.

كما أن بعض الابتكارات المالية لا تمنح فوائد اجتماعية، وتتمثل في تلك الابتكارات التي ينتج عنها التهرب من الضرائب أو تأجيلها، مما يؤدي إلى خسارة في الإيرادات الضريبية وفقدان الثقة في الحكومة والشعور بعدم المساواة. بحيث يؤكد نقاد الابتكار المالي أنه يخلق أيضا تعقيدات لا داعي لها وهذا بدوره يؤدي إلى قرارات استثمارية سيئة وتكاليف اجتماعية<sup>1</sup>.

فإذا كان المقصود من الابتكار المالي فتح باب الحيل ومحاولة الإلتفاف لتجاوز السياسات وتخطي الأنظمة على نحو يضعف أثر القيود الموضوعية لضبط التعاملات المالية لزيادة الربحية، فهو ابتكار سلبي يزيد من اضطراب وعدم استقرار الأسواق المالية، وهنا على الدولة التدخل للتغلب على هذه التجاوزات المالية، والتي تؤدي إلى نقص الرفاهية وعرقلة الأهداف الاقتصادية وإعاقة النشاطات التمويلية عن تحقيق أهدافها التنموية، لأن الابتكار المالي مطلوب لمساعدتنا على تجاوز الأزمات وفتح أسواق الائتمان المجددة وكذا تمكين المؤسسات من إتخاذ أفضل القرارات.

### 3. علاقة الابتكار المالي بالهندسة المالية

بعد تقديم الابتكار المالي، سوف نرى العلاقة التي تربطه بالهندسة المالية، ولكن في البداية سوف نتطرق إلى مفهوم الهندسة المالية.

#### 1.3. مفهوم الهندسة المالية

إن مفهوم الهندسة المالية قديم قدم التعاملات المالية، لكنه قد يبدو حديثا نسبيا من حيث المصطلح والتخصص. كما يسود الاعتقاد، ونحن في بداية القرن الواحد والعشرين، أن الهندسة المالية يمكنها تقديم مساعدة فعالة لتحقيق الأهداف الإستراتيجية التي تخطط لها المؤسسات، بل تذهب إلى أبعد من ذلك، فالهندسة في قطاع المال والأعمال دخلت الاقتصاد في بيئة المؤسسات والأسواق منذ بضعة سنين وهي تفرض نفسها اليوم دون أن ترسم بدقة أهدافها وأعمالها أو مجالات تطبيقها. وطبقا لفلسفة الهندسة المالية، فقد تعددت مفاهيمها ويمكننا إستخلاص أهمها فيما يلي :

#### 1.1.3 مفهوم الهندسة المالية من وجهة نظر الإدارة المالية بالمؤسسات

يرى جيرالد جو (Gerald Joe) سنة 1998، أن الهندسة المالية بالنسبة لمؤسسة الأعمال قد تكون تعبيراً مفيداً لوصف العملية الكمية التحليلية المصممة لتحسين العمليات المالية بالمؤسسة، من خلال إستخدام النماذج الكمية والبرامج التقنية والمشتقات، وهنا قد تتضمن النشاطات الآتية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> - Yuan K. Chou and Martin S. Chin, Op.Cit., P 09.

<sup>2</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز : الاقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، المجلد 20، العدد 02، 2007، ص 09.

- تعظيم قيمة المؤسسة إلى جانب إدارة محفظة الأوراق المالية؛
- تنظيم صفقات المبيعات بشكل يراعي مصالح كل من الزبون والمؤسسة؛
- تنظيم صفقات الشراء بشكل يوازن مصالح كل من المورد والمؤسسة.

### 2.1.3. مفهوم الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية

يرى ليو صون بن (Liew Soon Bin) سنة 2000، أن مصطلح الهندسة المالية من وجهة نظر الأسواق المالية يستخدم لوصف تحليل البيانات المحصلة من السوق المالية بطريقة علمية، وعادة ما يأخذ هذا التحليل شكل خوارزميات رياضية أو نماذج مالية، وغالبا ما تستخدم في مختلف مجالات السوق المالية مع إجراء تعديلات عليها، خاصة في تداول العملات، تسعير الخيارات والعقود الآجلة. إن استخدام أدوات وتقنيات الهندسة المالية يسمح للمهندسين الماليين بفهم السوق المالية بشكل أفضل، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين في السوق. ويعتبر هذا الأمر مهم جدا بالنسبة للمتعاملين لأن دقة المعلومات وسرعتها بالأسواق المالية تعتبر أساسية في إتخاذ القرارات<sup>1</sup>.

### 3.1.3. المفهوم الشامل للهندسة المالية

قدم العديد من منظري الهندسة المالية عدة مفاهيم بينت أن أساس الهندسة المالية هو إيجاد الأدوات الجديدة لأغراض التحوط والمضاربة والإستثمار، والتي تدور جميعها حول إدارة المخاطر. فحسب جون مارشال (John Marshall)، تعرف الهندسة المالية على أنها استخدام أدوات مالية مثل المشتقات، للحصول على ميزات المزيج المرجو من العائد والمخاطرة. أما على نطاق أوسع، فهي تطبيق التكنولوجيا المالية من أجل حل المشاكل المالية وإستغلال الفرص المالية. وتستخدم في بعض الأحيان بشكل ضيق على أنها إدارة المخاطر المالية. ويرى مارشال أن الميزة الأساسية للهندسة المالية هي إستخدامها للإبتكار والتكنولوجيا لهندسة الهياكل المالية بما في ذلك إيجاد حلول للمشاكل<sup>2</sup>.

أما جون فينيرتي (John Finnerty)، يضع إطارا محددا للهندسة المالية، فهي تعنى بتصميم وتطوير وتطبيق عمليات وأدوات مالية مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل. وهو بذلك يشير إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة وهي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> - Hoda Ahmed Ibraheem, **Mechanisms of financial engineering as new alternatives**, International Refereed Research Journal, Saudi Arabia, Vol. 04, N° 03, 2013, P 24.

<sup>2</sup> - John F. Marshall, **Dictionary of financial engineering**, Wiley series in financial engineering, John Wiley & Sons, USA, 2000, P 79.

<sup>3</sup> - John D.Finnerty, **Financial Engineering in Corporate Finance : An Overview**, Financial Management, Vol. 17, N° 04, 1988, PP 14-15.

- إبتكار أدوات مالية جديدة، مثل أنواع جديدة من الحسابات المصرفية وأدوات الدين الجديدة والخيارات والعقود الآجلة وغيرها من وسائل إدارة المخاطر الجديدة؛
- إبتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض تكلفة تنفيذ المعاملات المالية، وهي عادة نتيجة للتغيرات التشريعية أو التنظيمية أو التطورات التكنولوجية، مثل التجارة الإلكترونية؛
- إبتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إستراتيجيات مبتكرة لإدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ وهياكل تمويلية لمشاريع معينة تتلائم والظروف المحيطة بالمشروع.

كما يرى سكوت ماسون (Scott Mason) وآخرون، أن الهندسة تشمل تطبيق المبادئ العلمية لأغراض عملية، مثل تصميم وبناء وتشغيل الهياكل والنظم الفعالة والاقتصادية. ولذلك فإن الهندسة المالية تصف التطبيق العملي لنظرية التمويل من خلال إنشاء مؤسسات أو منتجات أو عمليات جديدة كحلول لمشاكل في التمويل، وبالتالي تزيد من كفاءة النظام المالي<sup>1</sup>.

وعليه، يمكن إستخلاص بأنها التطبيق العملي لمبادئ علمية لصياغة حلول عملية للمشاكل المالية المنبثقة عن الأنشطة الاقتصادية، وهذا إنطلاقاً من تصميم إبتكار وتطوير تقنيات ومنتجات مالية وخدمات مفيدة تحقق ما لا تستطيع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه، فالهندسة المالية ليست لغزا أو مسألة صعبة إنما هي علم وفن يمارس إذا ما توافرت المعرفة والتفكير في مجال الإدارة المالية، كما أنها ليست فناً جديداً، فالسهم الممتاز الذي له بعض سمات السهم العادي وبعض سمات السند من منتجات الهندسة المالية والأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية هندسة مالية،...إلخ.

### 2.3. الفرق بين الإبتكار المالي والهندسة المالية

إن الهندسة المالية حسب ميرتون هي وسيلة لتنفيذ الإبتكار المالي، وهي منهج مصيغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها، ويستفاد مما تقدم أن الهندسة المالية والإبتكار المالي ليسا شيئاً واحداً وإنما هما عمليتان متكاملتان. فالحاجة تدفع للإبتكار والإبتكار يعتمد على الهندسة المالية التي يتوفر للقائمين عليها من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف النماذج الرياضية والإحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع هذه الإبتكارات موضع التنفيذ، ليتم طرحها في الأسواق في صورة أدوات مالية وخدمات، تتسابق المؤسسات المالية على أن تكون السبابة في تقديمها للعملاء<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - Scott P. Mason, Robert C. Merton, André F. Perold et Peter Tufano, **Cases in Financial Engineering : Applied Studies of Financial Innovation**, The Journal of Finance, American Economic Association, Vol. 50, N° 05, 1995, P 1780.

<sup>2</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 83.

فالإبتكار بطبيعته لا يمكن التنبؤ به، ولولا ذلك لما سمي إبتكارا. وبالتالي، ينبغي توجيه الإهتمام نحو الأدوات التي تسهل الإبتكار والإبداع، لذا يمكن وصف الهندسة المالية على أنها مبادئ وإستراتيجيات لتطوير الحلول المالية المبتكرة، نتحدث هنا عن الفرق بين أدوات الإبتكار والإبتكار نفسه. وقد صاغ بونو (Bono) سنة 1970، مصطلح التفكير الجانبي، لوصف إستراتيجيات التفكير والتقنيات التي تسمح بتشجيع الإبداع، فالإبداع هو نتيجة بدلا من أن يكون موضوع التحليل. وبالمثل، ينبغي أن تهتم الهندسة المالية بالأدوات والتقنيات لتطوير أدوات مستحدثة ومنتجات مبتكرة، فتعريف الهندسة المالية يذكر الحلول المالية بدلا من الأدوات أو العقود. هذا يسلط الضوء على القيمة المضافة للإبتكار، إذ أن الحل هو شيء يرضي حاجة حقيقية لم يكن إرضائها ممكنا من قبل، وهو بذلك يشمل العمليات أو الأدوات أو المنتجات التي تؤدي إلى تحسين الكفاءة والعائد. ووفقا لسكوت ماسون وآخرون (1995)، لا تقاس الهندسة المالية من خلال تعقيد النماذج الرياضية أو الوثائق القانونية، بل يتم قياسها من خلال توسعها الاقتصادي والمرونة الإدارية التي تقدمها لمستخدميها<sup>1</sup>.

### 3.3. مستقبل صناعة الهندسة المالية والإبتكارات المالية

إنطلاقا من واقع الإبتكار المالي، يشير بيتر دروكر إلى أن الصناعة المالية إذا أرادت النهوض من واقعها المتدهور، فأمامها طريقان هما<sup>2</sup>:

#### 1.3.3. تحديث الهندسة المالية القائمة

وهذا يفرض ضرورة أن تستبدل الصناعة الحالية بعناصر وأفكار جديدة من الخارج، وهو ما حدث للسوق المالية بمدينة لندن، بعد أن كانت في طريقها إلى الإنحسار قبل أربعين عاما، جاء المهاجرون من ألمانيا وسويسرا وأمريكا وساهموا في إحيائها وجعلها من أبرز المراكز المالية.

#### 2.3.3. تكييف المؤسسات المالية مع المستجدات

على المؤسسات المالية الحالية أن تعيد صياغة نفسها لتكون مبدعة ومبتكرة لمنتجات جديدة بالفعل. ويؤكد بيتر دروكر أنه من الممكن جدا أن يوجد اليوم من يخطط ويعمل لإستغلال الفرص المعطلة أو لإبتكار منتجات رائدة، والتي ستستبدل الخدمات القائمة أو تحويلها إلى منتجات خاسرة. ثم يختم بيتر دروكر مقاله بأنه، قد لا يكون الوقت قد فات على المؤسسات المالية الضخمة اليوم لتعود إلى الإبتكار مرة أخرى، لكن الوقت بالتأكيد متأخر جدا.

<sup>1</sup> - Sami Al Suwailem, **Financial engineering : An islamic perspective**, Sinergi, Vol. 09, N° 01, January 2007, PP 87-88.

<sup>2</sup> - سامي بن إبراهيم السويلم، **صناعة الهندسة المالية : نظرات في المنهج الإسلامي**، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للإستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أبريل 2004، ص ص 10-09.

كما أن أحد عوامل التغيير الرئيسية في عالم المال بصفة عامة هو التطور المستمر لتقنية الاتصالات والإعلام الآلي، فقد غيرت إتجاه الأعمال بما فيها التمويل، ويضاف إلى ذلك التطور القانوني والمؤسسي. وتتضمن التطورات المستقبلية في مجال الابتكارات والهندسة المالية ما يلي :

- إمكانية تخفيض تكاليف النماذج والبرامج التي يمكن أن تستعمل لتسعير الأدوات النمطية، والمقايضات لأغراض الإدارة والرقابة؛
- قدرة مسيري المؤسسات بكل أحجامها وفي كل دول العالم على تعلم الهندسة المالية وتطبيقها في مشاريعهم، وذلك بالدعم من نظرائهم من خلال التواصل عبر مختلف وسائل الإتصال؛
- بما أن أدوات الهندسة المالية ستصبح أسهل إستعمالا وأرخص فإن عددا متزايدا من الأفراد والمؤسسات سيصبحون ممارسين نشطين لها، فكل هذه العوامل مجتمعة ستؤدي إلى إنتشارها.

### المطلب الثالث : آثار الهندسة المالية

تختلف وتتعدد آثار الهندسة المالية على المتغيرات الاقتصادية حسب مدى تأثير الابتكارات المالية عليها، وهذا لا يمكن الوقوف عليه إلا من خلال الدراسات التطبيقية حول آثارها، والتي تعتبر قليلة جدا وهذا ما أشار إليه سكوت فرام (Scott Frame)<sup>1</sup> من خلال دراسته التي قام بها حول هذا الموضوع.

#### 1. الهندسة المالية والسياسات الاقتصادية

يمكن إيجاز أثر الهندسة المالية من خلال الابتكار المالي على كل من السياسة النقدية والإستقرار الاقتصادي وكذا النمو الاقتصادي، فيما يلي<sup>2</sup>:

##### 1.1. الابتكار المالي والسياسة النقدية

يرجع الفضل للإبتكار المالي في التقدم التقني الذي يسهل الحصول على المعلومات والتجارة ووسائل الدفع، وظهور الأدوات والخدمات المالية الجديدة، وكذا الأشكال الجديدة للمنظمات والأسواق المالية الأكثر تقدما وكفاءة، ولكي يكون الابتكار ناجحا يجب أن يؤدي إلى تخفيض التكاليف والمخاطر أو يقدم خدمة محسنة تؤدي إلى سد الحاجات الخاصة لجميع المتعاملين في النظام المالي<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - Scott Frame W. et Lawrence J. White, **Empirical Studies of Financial Innovation : Lots of Talk, Little Action?**, Journal of Economic Literature, American Economic Association, Vol. 42, N° 01, 2004, P 116.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص ص 08-06.

<sup>3</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 13.

يمكن إعتبار الاقتصادي هيمان مينسكي (Hyman Minsky)، من أوائل الذين درسوا أثر الابتكار المالي على فعالية السياسة النقدية، فوجد بأن الابتكارات المالية يمكن أن تؤدي إلى إضعاف الأثر الاقتصادي للسياسة النقدية، وذلك للإعتبارات الآتية :

- إن أدوات السياسة النقدية كنسبة الإحتياطي الإلزامي أو معدل الفائدة، سوف تصبح عديمة الجدوى على المدى المتوسط نظرا لقدرة المؤسسات المالية على إبتكار أدوات مالية تمكنها من تجاوز قيود السياسة النقدية، فقد إستخدمت المؤسسات المالية عمليات إعادة الشراء لحل مشكلة الإحتياطي الإلزامي، حيث يبيع البنك سندات حكومية بثمن محدد على أن يشتريها من البائع نفسه بثمن أعلى، فهاته العملية في الحقيقة هي قرض بفائدة تساوي الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء مع رهن السندات، وبالتالي البنك لا يحتاج عند ممارسته لها إلى حجز إحتياطي إلزامي مقابل السيولة التي يحصل عليها. كما يمكن للبنوك الإقتراض من سوق العملات الأجنبية للحصول على السيولة دون حجز إحتياطي إلزامي، والنتيجة هي نقص فعالية السياسة النقدية ومن ثم ضعف أثرها الاقتصادي؛

- صعوبة مراقبة كل ما يحيط بالابتكار المالي وتوقع نتائجه من الناحية العملية، لأنه عملية مستمرة، فهو يضيف عنصر عدم اليقين إلى البيئة الاقتصادية التي تعمل فيها البنوك المركزية، الأمر الذي يحتم عليها الأخذ في الإعتبار التغيرات والتطورات التي تحدثها الابتكارات المالية؛

- إن بعض التطورات التي تحدث في الابتكارات المالية يمكن أن تغير من الطريقة التي يتأثر بها الاقتصاد نتيجة عمل السياسة النقدية، كما أنه يحتمل أن تؤدي إلى التأثير على محتوى ومدلولات المؤشرات التي يستخدمها البنك المركزي للمراقبة أو لإتخاذ قراراته بخصوص سياسته.

وكننتيجة، فإن الابتكار المالي يمكن أن يساعد على زيادة كفاءة النظام المالي، الأمر الذي يسهل عمل السياسة النقدية، لكنه في نفس الوقت يعقد البيئة التي تعمل فيها السياسة النقدية. وللتعامل مع هذا التعقيد، تحتاج البنوك المركزية إلى مراقبة الوضع المالي من خلال متابعة التطورات مباشرة ومحاولة توقع نتائج هذه الابتكارات، والتي قد تبدو بأنها هامشية في أول الأمر غير أنها ذات أهمية<sup>1</sup>.

## 2.1. الابتكار المالي والإستقرار الاقتصادي

إن الابتكار موضوع الهندسة المالية يمكن أن يساهم في إضعاف فعالية السياسة النقدية وأثرها الاقتصادي، فالأنظمة والسياسات الاقتصادية تهدف إلى ضبط التعاملات وتحقيق الإستقرار، بينما الهندسة المالية هي خروج عن المتعارف وقد تكون سببا لحدوث قدر من عدم الإستقرار الاقتصادي.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 15.

وهذا لا يعني بالضرورة أنها عمل سلبي بل هي سلاح ذو حدين، فهي نافعة ومفيدة حينما تحقق المصالح المشروعة، برفع الكفاءة الاقتصادية والإنتاجية ليزيد بذلك مستوى الرفاهية بما يعادل ما قد يحدث من عدم الإستقرار بسبب طبيعة الابتكار، لكن إذا خلا الابتكار المالي من هذه الإيجابيات، وكان المقصود منه هو مجرد تجاوز الأنظمة وتخطي السياسات لزيادة الربحية، فسوف يؤدي بطبيعة الحال إلى عدم إستقرار الأسواق المالية دون مقابل من الرفاه الاقتصادي. وفي الواقع قد لا يكون من السهل التفريق بين هذين النوعين من الابتكار، لكن الأصل أنه يكون موجها لرفع الإنتاجية والرفاهية.

### 3.1. الابتكار المالي والنمو الاقتصادي

إذا كان الابتكار المالي يزيد من كفاءة النظام المالي، فهذا يعني بالضرورة أن يكون له تأثير كبير على عمل الاقتصاد عموماً، فطالما يساعد على توفير الأموال للمتعاملين الاقتصاديين، فهذا من المحتمل أن يكون له تأثير إيجابي على فرص النمو الاقتصادي على المدى الطويل. ومن الجدير بالذكر، أن لهذه الابتكارات عدة قنوات تركز عليها لتحفيز النمو الاقتصادي، من أهمها<sup>1</sup>:

- بالنسبة لوسائل الدفع، يؤدي الابتكار المالي إلى تسهيل وتخفيض تكاليف المعاملات من خلال إمكانية الولوج في تعاملات معينة وخلق مراكز كبيرة الحجم بتكلفة قليلة نسبياً، إذ أن تكاليف التعامل من خلال أدوات الهندسة المالية تكون غالباً أقل من تكاليف التعامل بالطرق التقليدية؛
- إيجاد وتطوير مجموعة متنوعة من الأدوات المالية المستحدثة، والتي يمكن عن طريق هندستها بتوليفات معينة تحسين سيولة الأسواق المالية بصورة عامة والمتعاملين بأدوات الهندسة المالية بصورة خاصة وجعله أكثر عمقا، من خلال إفساح المجال للتعامل مع مجموعة واسعة من المنتجات الجديدة التي تتميز بالسيولة العالية نسبياً سواء كانت في الأسواق النظامية أو الأسواق الموازية، كما يعزز إيجاد الأدوات المالية الجديدة فرص تحقيق الأرباح من خلال إستعمالها في عمليات الإستثمار والمضاربة والتحوط، مما سيساعد على جعل الأسواق أكثر تكاملاً وكفاءة.

إن دوافع الابتكار المالي ينبغي لها أن تساهم في تحسين الأداء الاقتصادي، وهذا من خلال تخفيض تكلفة المعاملات بتحسين السيولة وتخفيف مشاكل الوكالة، بالإضافة إلى تحقيق تكامل السوق وتوسيع فرص المشاركة في المخاطر وتحقيق التغطية وجذب الموارد المعطلة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص ص 16-17.

<sup>2</sup> - Scott P. Mason, Robert C. Merton, André F. Perold et Peter Tufano, **Op.Cit.**, P 1781.

## 2. الهندسة المالية والمؤسسات المالية

لقد أدى الابتكار المالي موضوع الهندسة المالية، الناتج عن القيود التي فرضت على المؤسسات المالية، إلى تضاؤل فعالية السياسات الاقتصادية، فأدى بذلك إلى تلاشي الحدود الفاصلة بين مختلف المؤسسات المالية، والتي تعتبر مؤسسات وساطة تعمل على ضخ المدخرات بأنواعها في قنوات الإستثمار والإقراض، وبالتالي تلاشي الحاجة لبعضها في مقابل بروز الحاجة لأنواع أخرى، حيث صارت المؤسسات المالية تعتمد على أنشطة تغاير أصل نشاطها. ولقد ساهم التطور المستمر في الأدوات والآليات التمويلية مع التقدم في تقنية المعلومات، إلى تراجع الفوارق بينها، ويتأكد هذا الإتجاه في ظل الإندماجات بين أنواع مختلفة من المؤسسات المالية حتى تلاشت الفوارق بينها.

إن أساس عمل المؤسسات المالية هو الوساطة المالية، ولكن ساهم عنصر العولمة في تسارع ثورة المنتجات المالية الجديدة نظرا لعالمية الأسواق والتحرير المتسارع لأسواق رأس المال وإزالة القيود التي تحد من نشاط المؤسسات المالية وإنتقال رؤوس الأموال بفضل وسائل الإتصال العالمية المتطورة، فضلا عن التنافس المحموم بينها على إختلاف أنواعها وما ترتب عليه من تسابق بينها لإستخدام الهندسة المالية من أجل إبتكار أحدث الأدوات المالية لإغراء المستثمرين وإقبالهم عليها<sup>1</sup>.

## 3. الهندسة المالية والأسواق المالية

يظهر أثر الهندسة المالية من خلال الإبتكارات المالية التي غيرت من وضعية الأسواق المالية، حيث سمحت هذه الإبتكارات بتقسيم الأسواق المالية حسب نوعية وطبيعة الأوراق المالية التقليدية أو الحديثة وتواريخ إستحقاقها، إلى أسواق رأس المال وأسواق النقد، حيث تجمع المدخرين والمستثمرين في لقاءات مباشرة لشراء وبيع هذه الأوراق، وذلك كنتيجة للتطورات التكنولوجية السريعة بالإضافة إلى الديناميكية التي إتصفت بها أسواق المال مما نتج عنه عدة أنواع من أدوات الإستثمار المختلفة<sup>2</sup>.

ويمكن تفسير الإتجاه نحو أسواق المال العالمية، بإتجاه المستثمرين نحو تشكيل محافظ إستثمارية دولية إنطلاقا من دوافع عديدة كالمقارنة بين حجم سوق المال المحلي ونظيره الأجنبي، وإكتشاف المستثمرين أن معدل العائد على الأوراق المالية غير المحلية أعلى من عائد الأوراق المحلية وذلك بسبب معدلات النمو المختلفة بين الدول، كون نظرية الإستثمار تعتمد على محافظ إستثمارية تتميز بالتنوع لتقليل المخاطر من خلال إنتقاء الأصول ذات معاملات إرتباط ضعيفة.

<sup>1</sup> - سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية : نظرات في المنهج الإسلامي، مرجع سبق ذكره، ص 07.

<sup>2</sup> - صالح صالحي وعبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الإستقرار الاقتصادي، مداخلة ضمن فعاليات المنتدى الدولي الثاني بخميس مليانة حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية : النظام المصرفي الإسلامي نموذجا، المركز الجامعي بخميس مليانة، أيام 05-06 ماي 2009، ص 13.

وبناء على هذا، يمكن القول بأن هذا الإتجاه كان له ما يبرره سواء من حيث العائد أو من حيث الخطر وهي معايير الإستثمار الجيد، فضلا عن الدراسات التي تتوقع إستمراره ونموه كلما زادت ثورة الإتصالات والعوائق التي تمنع تدفق رؤوس الأموال، وهذا ما تهتم به الهندسة المالية.

ومن خلال كل ما تعرضنا إليه من آثار للإبتكارات المالية على الأنشطة المالية، ظهر لنا جليا أثر ذلك في إتساع الخدمات المالية، بالإضافة إلى بروز أدوات مالية حديثة ساعدت على تقديم حلول لكثير من المشكلات المالية والاقتصادية، مثل، رأس المال المخاطر، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم،... إلخ، ولعل ما يميزها أنها تكون مصحوبة بدرجة عالية من المخاطر وذات عوائد عالية.

وفي الأخير، فإن الموضوع الذي قد تم إختياره للبحث، يتعلق بإحدى أنواع الإبتكارات المالية في مجال تمويل الأعمال والمؤسسات، والمتمثل في تقنية التمويل برأس المال المخاطر قصد مواجهة الإحتياجات التمويلية الحديثة لذوي العجز المالي، والذي تعتبر مؤسساته إحدى قنوات التمويل الهامة في العصر الحديث القائمة على مبدأ المشاركة، وهذا نظرا لما تقوم به من دور حيوي في تقديم الدعم المالي والفني للمؤسسات الواعدة، والتي تعمل في مجالات إستثمارية عالية المخاطر أملا في تحقيق أرباح رأسمالية ذات معدل مرتفع في المستقبل، وهذا ما سوف نتطرق إليه بالدراسة والتحليل أكثر خلال المراحل الآتية من هذا البحث.

## خاتمة

يقوم النظام المالي لدولة ما على مجموع المؤسسات المالية المكونة له، مما يعني إختلاف مكوناته من دولة إلى أخرى وهذا وفقا للمستجدات الحاصلة والتطورات المستمرة في الاقتصاد. حيث تلعب المؤسسات المالية دورا بالغ الأهمية في توفير إحتياجات الوحدات الاقتصادية، وهذا عن طريق عدة آليات توفرها لنقل الفوائض المالية من عارضي رؤوس الأموال إلى الوحدات التي ترغب في إقتراضها، ومن خلال هذه الآليات فهي تقدم خدمات أساسية تشجع على مزيد من الإدخار، كما أنها تعمل على التخفيض من تكاليف التمويل وهذا ما يزيد من الإستثمار والنمو في الاقتصاد ككل.

وبالمقابل يعتبر النشاط التمويلي على مستوى المؤسسة الاقتصادية الدعامة الأساسية لتزويدها بالإحتياجات المالية التي تضمن لها النمو والإستمرارية، من خلال اللجوء لمختلف طرق التمويل المتاحة سواء كانت داخلية أو خارجية، حيث تظهر لنا أهمية مصادر التمويل الداخلية من خلال التمويل الذاتي بإعتباره من العوامل الأساسية التي توصل المؤسسة لبر الأمان، فإعتمادها عليه يحقق لها الإستقلالية في إتخاذ القرارات إلا أنه متذبذب لتأثره بعدة عوامل منها الأرباح المحققة، لذلك تلجأ المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل الخارجي من خلال فتح رأسمالها بإصدار الأسهم أو الإستدانة سواء بالقروض المصرفية أو السندات أو الإئتمان التجاري، وهذا يستلزم معرفة مالية وإماما تام بمصادر التمويل التقليدية المتاحة بإعتبار أن هناك طرق تمويلية مستحدثة ظهرت مع التطورات المالية.

وفي ظل التطورات التي يشهدها الاقتصاد العالمي وما عرفته التعاملات الاقتصادية من إجتياح لموجة العولمة المالية وأثرها على النظام المالي، بالإضافة إلى أثر التحرير المالي الشامل للتبادلات المالية والثورة التكنولوجية لوسائل الإعلام والإتصال، جعل الأسواق العالمية ومؤسسات الوساطة المالية محاطة بمخاطر مالية وحالات من عدم التأكد، مما أثرت بشكل واسع على عوائدها، الشيء الذي جعل من تدخل صناعة الهندسة المالية ضروريا لإستحداث طرق ووسائل تمويلية جديدة تسمح بتمويل حاجات الأطراف الاقتصادية بيسر مع ضمان تحقيق تدفقات نقدية معتبرة لإستثماراتهم، وهذا ما أطلق عليه بثورة الإبتكارات المالية. كما تجدر الإشارة أيضا إلى تلك الجوانب السلبية التي يمكن أن تتكبدتها الأنظمة المالية والسياسات الاقتصادية من جراء التطبيقات الخاطئة لهذه الصناعة، وما ينجم عنها من حالات الإفلاس وإضطرابات في أسواق المال وإختلال التوازن الاقتصادي.

وهنا كان لا بد على النظام المالي التكيف مع مستجدات الصناعة المالية العالمية، وذلك من خلال الإتجاه نحو ترشيد القرارات التمويلية، بالإضافة إلى إستحداث تقنيات وخدمات جديدة لتمويل المؤسسات، فأدت الإبتكارات المالية إلى ظهور وسطاء ماليين جدد مثل مؤسسات رأس المال المخاطر، فوجود مثل هذه المؤسسات المالية العصرية اليوم يعتبر من أحد متطلبات تحقيق التنمية.

## مقدمة

يعتبر التمويل بجميع أنواعه إحدى أهم ركائز الإستثمار لأي اقتصاد مهما كان في أي زمان وفي أي مكان، ولذلك فإن تطوير أدوات التمويل أخذ وما زال يأخذ حيزا كبيرا واهتماما بالغا لدى الفاعلين في الاقتصاد من مؤسسات مالية ومستثمرين على حد سواء، ومن أثر تلك التطورات برزت آلية جديدة من التمويل تختلف عن التمويل التقليدي في نظرتها لمستويات المخاطرة في إستثمارات المؤسسات التي تحتاج إلى موارد مالية إضافية لنشاطاتها المختلفة، هذه الآلية التمويلية الجديدة أصطلح على تسميتها رأس المال المخاطر أو رأس المال المغامر أو رأس المال الجريء.

فعند سماع مصطلح رأس المال المخاطر تتبادر للأذهان تعريفات مختلفة، لكل تصوره الخاص حول هذه الآلية التمويلية التي يعتبر ظهورها حديثا وانتشارها قليلا، مما أدى إلى عدم معرفتها بشكل جيد من طرف مختلف الفئات، سواء تعلق الأمر بباحثين، مهنيين أو أصحاب المشاريع. حيث يهدف هذا الفصل للتعريف برأس المال المخاطر باعتباره آلية تمويلية مستحدثة، تقوم بتمويل الإستثمارات التي تحتوي على نسب مخاطرة عالية من المتوسط المتعارف عليه، وهو في الوقت نفسه يحقق أرباح عالية في حالة نجاح المشاريع الممولة.

إن رأس المال المخاطر تمويل في مقابل التملك يخضع للربح والخسارة وليس له عائد أكيد مضمون مسبقا، وتزداد الحاجة إلى هذا التمويل عندما تسد مصادر التمويل التقليدية أبوابها، والإستخدام الفعال لهذه الآلية التمويلية الجديدة من شأنه أن يعمل على تحسين النمو والإنتاجية لأي اقتصاد، وتلبية احتياجات المؤسسات في مراحل التمويل المختلفة، فقد إزدهرت الثورات الصناعية والتكنولوجيا الحديثة بفضل اعتماد التمويل برأس المال المخاطر، بحيث أضحت بعد سنوات قليلة مؤسسات متوسطة ناجحة قفز أغلبها بعد ذلك إلى مصاف المشروعات الكبرى التي تغزو منتجاتها اليوم كافة أسواق العالم، فضلا عن ذلك فإنها ساهمت بفاعلية في محاربة مشكل البطالة، لذا أصبح من الضروري إبراز أهمية ودور المؤسسات المالية القائمة على التمويل برأس المال المخاطر كبديل يساهم في التخفيف من حدة المشكل التمويلي المطروح لدى أصحاب المشاريع.

وتأسيسا على ما تقدم، سوف تنقسم هذه الدراسة في هذا الفصل إلى مبحثين، حيث نقوم من خلال المبحث الأول بالحديث عن الإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر وعلاقته بالأنظمة التمويلية التقليدية، أما المبحث الثاني فيتناول بعرض آلية عمل شركات رأس المال المخاطر وتبيين مختلف جوانبها من خطوات وإجراءات وجب اتباعها واحترامها لإتمام العملية التمويلية، نظرا لدورها الهام في مواجهة التحديات التي يصادفها المشروع خلال مراحل دورة حياته.

## المبحث الأول : الإطار المفاهيمي للتمويل برأس المال المخاطر

تعكس المؤسسات الصورة الحقيقية لاقتصاد بلدها، وهذا من خلال الدور الفعال الذي تقوم به على الصعيد الاقتصادي والاجتماعي، فإن هذه الصورة رهينة التمويل الذي تحظى به هذه المؤسسات، فتعدد أشكال التمويل وآلياته مع قلة فعاليته خلق عبئ إضافيا لهذه المؤسسات، فغالبا ما تعتمد المؤسسات على القروض البنكية التي تشكل فوائدها حاجزا أمام تقدمها وأدائها، إلا أن إستحداث آليات جديدة ومرنة لتمويل المؤسسات لا شك أنه سيعطي دفعة قوية لأداء هذه الأخيرة، خاصة إذا كانت تتماشى مع خصائصها وإحتياجاتها.

وكان من بين أهم هذه الآليات المستحدثة، التمويل برأس المال المخاطر، موضوع دراستنا والذي أفردنا له هذا المبحث للتطرق إلى الإطار المفاهيمي الخاصة به، ومن ثم الدور الذي تلعبه مؤسساته، بالإضافة إلى العلاقة بينه وبين الأنظمة التمويلية الأخرى، وهذا قصد إبراز أهميته وموقعه في المنظومة التمويلية.

يعتبر طرح هذا الأسلوب التمويلي الجديد هاما إلى جانب أساليب التمويل التقليدية التي تعتمد أساسا على القروض البنكية في جزئها الأكبر، فهو يقوم على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، حيث أن المخاطر برأس المال يقدم تمويلا من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله، لكنه بالمقابل يعتمد على دراسة الجدوى الاقتصادية للمنتج وربحيته وكفاءة إدارة المشروع، وهكذا فالأساس الذي تقوم عليه شركات رأس المال المخاطر يختلف عن ما هو متعارف عليه في أساليب التمويل التقليدية.

## المطلب الأول : ماهية رأس المال المخاطر

يعتبر رأس المال المخاطر تمويل يتدخل في المراحل المبكرة من حياة المشروع وحتى قبل إنطلاقه، ونظرا لأهمية وحساسية هذه المراحل، فإن هذا النشاط التمويلي يكتسي أهمية تميزه عن غيره من الأساليب التمويلية الأخرى، إلا أنه لا يغري الكثير من المستثمرين، الأمر الذي تترجمه الأرقام المقدمة حول حجم الإستثمارات في المراحل المبكرة من حياة المشروع. وقد صرح كل من أستاذي إدارة الأعمال بول فوميرز (Paul Gompers) وجوش ليرنر (Josh Lerner) أنه لا إشكال في كيفية نظرنا للأرقام، لكن نشاط رأس المال المخاطر يخدم كمصدر مهم في النمو الاقتصادي، الثروة، إنشاء مناصب الشغل والإبتكار<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - Arnd Plagge, **Public policy for venture capital (a comparison of the United States and Germany)**, Edition Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, Germany, 2006, P 01 (vu le 27/05/2016, <http://www.springerlink.com/content/v37087/?p=fc7fa23e204c4156965add958e06244c&pi=0>).

## 1. مفهوم رأس المال المخاطر

كثير من المشاريع الجديدة أو التوسعية تكون عالية المخاطر وتواجه صعوبات في هذا المجال، ولكنها تكون ذات ربحية عالية وتتضاعف بعد ذلك قيمة أصولها، وتحتاج هذه المشاريع أن يشترك الجميع في الربح والخسارة فتتفق المصالح والوجهة ولا تتعارض، كما تحتاج أيضا أن يتم تمويلها على مراحل وليس على دفعة واحدة وأن يكون هناك تنوعا في عددها كما وكيفا وأن تكون قابلة للتنمية والتطور وأن توسع من قاعدة ملكيتها، ولكي يتحقق هذا كله لابد من توفير أداة أو تقنية تتجه إلى هذه المشاريع وتدفع للإبتكار وتكون مفيدة للتنمية الاقتصادية، وأن تختلف هذه التقنية عن التمويل التقليدي الذي يرفض الإلتحام مع العملاء ويدفع المستثمر إلى المغامرة دون النظر إلى حجم الخسارة إذ إنخفاض العائد وتعرض المشروع للإفلاس لأنه ملزم أن يرد القرض في موعد معين ويدفع فائدة ثابتة خلال مدة الإستدانة، إن هذه التقنية تتمثل في التمويل برأس المال المخاطر الذي يتعامل بمبدأ المشاركة، ومن ثم يعتمد على دراسة الجدوى الاقتصادية للمنتج وربحيته وكفاءة إدارة المشروع، كما أن هذه التقنية تقلل إلى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين والمقترضين، وللتوضيح أكثر وتأسيسا لما سبق سوف يتم إعطاء أولا مدخل إلى المخاطرة وعلاقتها بحالة عدم التأكد، ليتم فيما بعد تحديد مفهوم رأس المال المخاطر.

### 1.1.1 مدخل إلى المخاطرة

في عالم المنافسة المتزايدة بين الأعمال لا خلاف حول دور المخاطرة، ولم تعد المخاطر قيودا على الأعمال بل أصبحت من مصادر الميزة التنافسية بينها. لم تكن المخاطرة مهمة لإستمرارية الأعمال فقط، بل هي مهمة للأصول غير الملموسة فيها كالسمعة والملكية الفكرية أيضا، وتزداد أهمية المخاطرة كلما إقترب الاقتصاد من حالة العولمة، لذا فإن المخاطرة يجب أن تأخذ بالإعتبار وبصورة أكثر جديه ضمن عمليات صناعة القرار في أية مؤسسة، إضافة إلى جعل المخاطرة جزءا من بيئة الأعمال بشكل عام.

إن تجاهل المخاطرة يمكن أن يهدد أكبر المؤسسات بالفشل، من خلال التهديد في إستمراريتها وإستقرارها المالي، إضافة إلى تهديد سمعتها عالميا، وهذا ما حدث لمؤسسة إنرون (ENRON) بعد عمليات المضاربة التي قامت بها على سوق الكهرباء والتي أدت لإفلاسها عام 2001<sup>1</sup>. إن نماذج أو صيغ المخاطرة هي صناديق سوداء تخفي الواقع المستقبلي المعقد عن إدارة المؤسسة، ذات المعرفة المحدودة عن حالة المخاطرة، ونظرا للأهمية البالغة التي تكتسبها المخاطرة والدور الحساس الذي تلعبه فإنه من الضروري تحديد معنى دقيق لها.

1 - Wikipédia d'encyclopédie libre, **Enron** (vu le 24/05/2016, <https://fr.wikipedia.org/wiki/Enron>).

### 1.1.1. مفهوم الخطر

لقد ناقش الاقتصاديون والإحصائيون وأصحاب نظريات القرار ومنظروا التأمين طويلا مفهوم الخطر وعدم التأكد، ولم يستطيعوا الإتفاق على تعريف واحد يمكن إستخدامه في كل المجالات، فتعريف الخطر الذي يناسب الاقتصادي أو الإحصائي قد يكون عديم القيمة كأداة تحليل بالنسبة لمنظر التأمين، ورغم أن جميعهم يستخدمون مصطلح الخطر إلا أنه قد يعني شيئا مختلفا تماما بالنسبة لكل منهم، ولتفادي هذا الغموض في تحديد مفهوم دقيق له، سوف نتفادى إستخدامه بهذه الطرق، وسوف نستخدمه بدلا من ذلك من منظور مجرد يعني وفقا له، موقف أو وضع يوجد فيه تعرض لخسارة<sup>1</sup>.

#### 1.1.1.1. المفهوم اللغوي للخطر

كلمة خطر لغة هي مستوحاة من المصطلح اللاتيني Rescass أي Risque، والذي يدل على الإرتفاع في التوازن وحدوث تغيير ما مقارنة مع ما كان منتظرا والانحراف المتوقع. أما إصطلاحا، فهو ذلك الإلتزام الذي يحمل في جوانبه الريبة وعدم التأكد المرفقين بإحتمال وقوع النفع أو الضرر، حيث يكون هذا الأخير إما تدهور أو خسارة<sup>2</sup>.

#### 2.1.1.1. المفهوم الاقتصادي للخطر

اقتصاديا يعرف الخطر على أنه، توقع إختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه<sup>3</sup>. كما يعرف كذلك على أنه، إحتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع<sup>4</sup>.

ويعرف أيضا على أنه، إحتمالية أن تكون نتائج التوقعات خاطئة فإذا كانت هناك إحتمالية عالية في أن تكون التنبؤات خاطئة فعند ذلك ستكون درجة المخاطرة عالية أيضا، أما إذا كانت الإحتمالية منخفضة فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة<sup>5</sup>.

#### 3.1.1.1. المفهوم المالي للخطر

أما من المنظور المالي يعرف الخطر بأنه، إمكانية حدوث إنحراف في المستقبل بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع، أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر، على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر : أفراد، إدارات، شركات وبنوك، عين شمس، الدار الجامعية، مصر، 2007، ص 15.

<sup>2</sup> - Alain Gauvin, *La nouvelle gestion du risque financier*, Edition L.G.D.J, Paris, 2000, P 10-11 (vu le 24/05/2016, <http://recherche.fnac.com/se977/Droit-prive>).

<sup>3</sup> - سيد الهواري، الإدارة المالية الإستثمار والتمويل طويل الأجل، دار الجيل للطباعة، عمان، 1985، ص 109.

<sup>4</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 314.

<sup>5</sup> - فلاح حسين الحسيني ومؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك : مدخل كمي وإستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة 01، 2000، ص 166.

وبصفة عامة تناول العديد من الباحثين تعريف الخطر، إلا أن أغلب التعريفات ركزت على أنه حالة من عدم التأكد أو الشك أو الخوف من تحقق ظاهرة معينة أو موقف معين بالنظر لما قد يترتب عليه من نتائج ضارة من الناحية المالية أو الاقتصادية، ويمثل الخطر ظاهرة عامة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بحياة الفرد اليومية وما يقدم عليه من أنشطة مختلفة، وينبع الخطر أساساً من حالة عدم التأكد التي تحيط بالفرد من كل جانب، ويرجع عدم التأكد إلى مصدرين أساسيين هما عدم القدرة على التنبؤ وعدم دقة المعلومات المستخدمة في التنبؤ.<sup>2</sup>

### 2.1.1. مفهوم المخاطرة

تعرف المخاطرة على أنها فرصة تكبد أذى أو تلف أو ضرر أو خسارة، أي التعرض لظرف معاكس عن النتيجة المرغوبة المتوقعة أو المأمولة، ويوصف الحدث غير المرغوب بأنه إنحراف معاكس عن نتيجة منشودة تكون متوقعة أو مأمولة فالمخاطرة في هذه الحالة عبارة عن حالة أو وضع في العالم الواقعي فهو مزيج من الظروف في البيئة الخارجية، وأن في هذا المزيج من الظروف توجد إمكانية لحدوث خسارة، وعندما نقول أن حدثاً ما ممكن الوقوع نعني أن له احتمالية تتراوح بين صفر وواحد، فهو ليس مستحيلاً كما أنه ليس مؤكداً، ونلاحظ أنه لا يشترط أن يكون الاحتمال أو الإمكانية قابلة للقياس بل أن توجد فقط، فقد نستطيع أو لا نستطيع قياس درجة المخاطرة، ولكن احتمالية النتيجة المعاكسة يجب أن تتراوح دوماً بين الصفر والواحد.<sup>3</sup>

إن حالة المخاطرة هي التي يمكن لمتخذ القرار أن يحدد ويضع من خلالها توزيعات احتمالية للحدث على ضوء الدارسة السابقة، ويمكن التمييز هنا بين نوعين من المخاطرة، المخاطرة الموضوعية التي تكون ذلك الجزء من المخاطرة الذي يمكن تحديده بواسطة دراسة الحقائق التي يمكن التعبير عنها كمياً، والمخاطرة الذاتية التي تكون ذلك الجزء من المخاطرة الذي يحدد بواسطته تقدير ومزاج المنظم الذي يتخذ القرار.<sup>4</sup>

أما التعريف الإحصائي، فإن المخاطرة هي الإنحراف المعياري النسبي لعوائد الإستثمارات المتوقعة فهي تعبر عن درجة التشتت للعوائد المستقبلية عن متوسط القيم المتوقعة لها، وتقاس المخاطرة إما بإستعمال التباين أو بتربيع الإنحراف المعياري، أو معامل الإختلاف للعوائد الممكنة في المستقبل، والتذبذب في العوائد لا يعني بالضرورة وقوع خسائر، وإنما تناقص قيمة العوائد عن

<sup>1</sup> - عبد السلام ناشد محمود، إدارة أخطار المشروعات الصناعية والتجارية والأصول العلمية، دار الثقافة العربية، القاهرة، الطبعة 01، 1989، ص 38.

<sup>2</sup> - عيد أحمد أبو بكر ووليد إسماعيل السيفو، إدارة الخطر والتأمين، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 26.

<sup>3</sup> - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر : أفراد، إدارات، شركات وبنوك، مرجع سبق ذكره، ص ص 16-17.

<sup>4</sup> - سعيد عبد العزيز عثمان، دراسة جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، جامعة الإسكندرية، مصر، 1996، ص ص 302-303.

المستوى المتوقع للعائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو نسبتها إلى رأس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة، وترجع عملية عدم إنتظام العوائد أساسا إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية، فالمخاطرة إحصائيا إذن عبارة عن عدم إنتظام العوائد<sup>1</sup>.

### 3.1.1.3. مصطلحات لها علاقة بمفهوم المخاطرة

نظرا لأن عدة مصطلحات غالبا ما تستخدم متصلة بمصطلح المخاطرة، وفي بعض الأحيان بدل بعضهم البعض، يبدو هنا من المناسب إعطاء شرح للعلاقة بينها وبين مفهوم المخاطرة.

#### 1.3.1.1. علاقة الخطر والمجازفة بمفهوم المخاطرة

غالبا ما يستخدم مصطلح الخطر *le danger* أو *le péril* والمجازفة *l'aléa* أو *le hasard* بالتبادل مع بعضهما مع مصطلح المخاطرة *le risque*، أي يدل أحدهما على الآخر رغم الإختلاف الموجود بينها، ولنكون أكثر دقة وموضوعية يجب التفريق بينها، فالخطر هو السبب في الخسارة الحادثة أي يمثل مصدر المخاطرة، أما المجازفة فهي حالة تتسبب أو تزيد من فرصة نشوء خسارة من خطر ما، ومن الممكن أن يكون شيء ما خطرا أو مجازفة. أما المعنى اللغوي للمخاطرة فيعني التعرض للخطر والإشراف على الهلاك بسببه، فالمخاطرة هي النتيجة المحتملة الناتجة من الخطر (شدة الخطر وقدرته الكامنة على إحداث الضرر) وإحتمالات تكراره<sup>2</sup>. وعليه يتم العمل على تخفيض المخاطرة بوضع إجراءات إحترازية قصد تقليل الخطر أو منع إحتمالات حدوثه<sup>3</sup>.

#### 2.3.1.1. علاقة عدم التأكد بمفهوم المخاطرة

حالة عدم التأكد تعرف بأنها الظروف التي تتعلق بالحالة التي تكون توزيعاتها الإحتمالية غير معروفة<sup>4</sup>. وبذلك نرى أن حالة عدم التأكد تعبر عن موقف أقل درجة من المخاطرة، حيث نجد أن حالة متخذ القرار في ظروف المخاطرة يتم عن طريق معلومات إحتمالية تساعد على وصف التحليل ببساطة، لكن في ظروف عدم التأكد يتخذ القرار على المستقبل على أساس غير ممكن التنبؤ به، بل يشعر أنه بحاجة إلى معلومات إضافية كافية للوصول إلى تقديرات إحتمالية.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 302.

<sup>2</sup> - عبد العزيز بن محمد التميمي، الأساليب العلمية لتحليل المخاطر الصناعية، الاجتماع العاشر للحماية المدنية، جامعة الملك سعود، كلية الهندسة، المملكة العربية السعودية، 2008، ص 03، 2016/05/24، [www.isdm.gov.sa/document](http://www.isdm.gov.sa/document)

<sup>3</sup> - Bernard Barthélemy et Philippe Courrégés, **Gestion des risques : méthode d'optimisation globale**, 2<sup>ème</sup> édition augmentée, Edition d'organisation, Paris, 2000-2004, P 11 (vu le 24/05/2016, [https://www.google.dz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=8&ved=0ahUKEWjOprySgIPMAhUDkRQKHceTDYMQFgg\\_MAc&url=http%3A%2F%2Fs567f0f2c9336f7f6.jimcontent.com%2Fdownload%2Fversion%2F1393875028%2Fmodule%2F9114455971%2Fname%2FGestion\\_des\\_risques\\_-\\_2supe\\_sup\\_%25C3%25A9dition.pdf&usg=AFQjCNF-v6Woa0rrJOohZtc1HVGEDpYwQ](https://www.google.dz/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=8&ved=0ahUKEWjOprySgIPMAhUDkRQKHceTDYMQFgg_MAc&url=http%3A%2F%2Fs567f0f2c9336f7f6.jimcontent.com%2Fdownload%2Fversion%2F1393875028%2Fmodule%2F9114455971%2Fname%2FGestion_des_risques_-_2supe_sup_%25C3%25A9dition.pdf&usg=AFQjCNF-v6Woa0rrJOohZtc1HVGEDpYwQ)).

<sup>4</sup> - سعيد عبد العزيز عثمان، مرجع سبق ذكره، ص 302.

ويعرف عدم التأكد أيضا بأنه حالة ذهنية تتميز بالشك بناء على إنعدام المعرفة بما سيحدث في المستقبل، وهو عكس التأكد الذي هو يقين بشأن موقف معين، ويشكل وجود المخاطرة الطرف الذي يوجد فيها احتمال حدوث خسارة حالة من عدم التأكد من جانب الأفراد عندما تتم تلك المخاطرة، وفي العالم الواقعي تختلف الإتجاهات لدى أشخاص مختلفين في ظل نفس الظروف، فمن الممكن أن يشعر شخص ما بعدم التأكد في موقف يرى فيه أن هناك فرصة لحدوث خسارة بينما لا توجد فرصة لحدوث خسارة، وبالمثل من الممكن ألا يشعر فرد ما بعدم التأكد بخصوص مخاطرة معينة عندما لا يتم إدراك التعرض للمخاطرة، وسواء كان الشخص المعرض للخسارة مدركا للمخاطرة أم لا فإن ذلك لا يغير شيئا في وجودها<sup>1</sup>.

كما يمكن الحديث عن المخاطرة عندما يتعرض عون اقتصادي إلى مصادفة ذات أثر سلبي، بحيث تكون هذه المصادفة قابلة للتقدير بواسطة احتمالات رقمية محددة من طرف العون بصفة موضوعية أو ذاتية، بينما في حال عدم التأكد نعتبر أن العون لا يدخل أي احتمال رقمي في تقديره<sup>2</sup>. وفي الأخير، فإن وجود المخاطرة تعني وجود عدم التأكد، ولكن وجود عدم التأكد ليس بالضرورة يعني وجود المخاطرة.

## 2.1. تحديد مفهوم رأس المال المخاطر

تعددت التسميات والمصطلحات التي تطلق على رأس المال المخاطر كآلية تمويلية، وهذا نظرا لغياب تعريف دقيق له. لهذا إرتأينا، وقبل تقديم تعريف لرأس المال المخاطر والحديث عن ظهوره، أن نتطرق إلى إشكالية التسميات والإختلافات القائمة.

### 1.2.1. إشكالية المفهوم

إن المصطلح اللاتيني Venture capital غير معرف بطريقة جيدة في الأدبيات، خاصة بين مختلف مناطق العالم، حيث تختلف التعريفات وتتعدد التسميات، والسبب يعود حسب كافالي برونو (Cavalier Bruno) إلى كون هذا النشاط معرف، مدرس ومقنن أقل من غيره من تخصصات تمويل المؤسسات الأخرى<sup>3</sup>، أما هانسبيتر بدر (Hanspeter Bader)، فيرجع السبب إلى كون المصطلح وليد الممارسة وليس نتيجة بناءات نظرية<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر : أفراد، إدارات، شركات وبنوك، مرجع سبق ذكره، ص ص 17-18.  
<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 26.

<sup>3</sup> - Bruno Cavalier, **Evaluation et financement des entreprises : Application à l'activité de capital risque**, Edition Sciences Economiques – Travaux et recherches Pantheon Assas (Paris II), LGDJ, Paris, 1998, P 130.

<sup>4</sup> - Hanspeter Bader, **Private Equity als Anlagekategorie (Theorie, Praxis und Portfolio-management für institutionelle Investoren Diss)**, Stuttgart, Germany, 1996, P 04, cité par Maik Kleinschmidt, **Venture Capital, Corporate Governance and Firm Value**, Deutscher Universitäts-Verlag | GWV Fachverlage

فلو أخذنا تطور المفهوم في فرنسا، فإن تعريف رأس المال المخاطر، الذي ورد في القانون 83-1 لـ 3 جانفي 1983 المتعلق بالصناديق الجماعية للتوظيفات الخطرة ثم في القانون 85-695 لـ 11 جويلية 1985 المتعلق بشركات رأس المال المخاطر، وصفه جويل بيسيس (Joël Bessis)<sup>1</sup>، بأنه عام ويترك للمتعاملين مجالاً للمناورة، وهذا يترجم بغموض الحدود بين رأس المال المخاطر والنشاطات الأخرى المرتبطة به، حيث أن هذا التعريف يضم ضمن مهنة رأس المال المخاطر كل عمليات التمويل بالأموال الخاصة في المؤسسات غير المسعرة بالبورصة، أي أنه تمويل يتعلق بكل مراحل النمو ما يقابل مفهوم رأس المال الإستثماري.

ظل مفهوم رأس المال المخاطر بأنه يمول كل مراحل النمو فترة طويلة في فرنسا تجاوزت العقد من الزمن، لدى مختلف الجهات وفي مختلف الإصدارات على حد سواء<sup>2</sup>. لكن التسمية تطورت فيما بعد وأصبح رأس المال المخاطر يدل فقط على تمويل المراحل المبكرة، أو كما يسمى رأس المال المخاطر بمعناه الدقيق أو الضيق، كما أن الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال AFIC، كانت تسمى الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال المخاطر<sup>3</sup>، ثم حذفت كلمة المخاطر من إسمها كتأكيد لهذا التغيير.

إذا كانت فرنسا قد تخلت عن إطلاق تسمية رأس المال المخاطر على التدخل في جميع أطور النمو وإستبدالها بتسمية رأس المال الإستثماري، وحصرت إستخدام الأولى للدلالة على تمويل المراحل المبكرة فقط، فإن الكثير من الدول ككندا، بلجيكا وتونس مازالت تتبنى تسمية رأس المال المخاطر للدلالة على التدخل في جميع أطوار نمو المؤسسة<sup>4</sup>.

إضافة إلى هذا، وعلى عكس الكثيرين الذين يظنون أن المصطلح الفرنسي Capital risque هو ترجمة ومرادف للمصطلح الإنجليزي (الأمريكي) Venture capital، فإن هناك من يعتقد عكس ذلك. لعل Pierre Battini الذي يعتبر من أبرز رواد رأس المال المخاطر في فرنسا، حيث تساءل عن من جاءته الفكرة السخيفة بترجمة Venture capital وهو رأس المال المشارك في المغامرة إلى Capital<sup>5</sup> risque، حيث أن كل العمليات التمويلية تتضمن قدر معين من المخاطرة.

GmbH, Wiesbaden, Germany 2007, P 17 (vu le 09/07/2016, <http://www.springerlink.com/content/r1511p/?p=576d8a3e7f474878a6a4fab150cbce13&pi=1>).

<sup>1</sup> - Joël Bessis, **Capital risque et financement des entreprises**, Edition Economica, Paris, 1988, P 21.

<sup>2</sup> - BATTINI (1985), LEBAS (1987), BESSIS (1988), COPIN et RAUGEL (1988), TOUATI (1989), ZOPOUNIDIS (1990), CAYE (1990), LACHMANN (1992), YON (1992), HUGOT (1996), POITRINAL (1996), VALLÉE (1998),...etc.

<sup>3</sup> - Association Française des Investisseurs en Capital Risque.

<sup>4</sup> - إعتقاداً على المواقع الرسمية للجمعيات المهنية لرأس المال المخاطر بهاته الدول على مواقع الأنترنت.

<sup>5</sup> - Pierre Battini, **Capital Risque : Mode d'emploi**, Edition Organisation, Paris, 3<sup>ème</sup> édition, 2001, P 21 (vu le 25/05/2016, <http://www.youscribe.com/catalogue/livres/ressources-professionnelles/capital-risque-mode-d-emploi-126447>).

نفس الرأي أبداه كامل الدين بواتواتة، المدير السابق للمؤسسة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة Finalep، حيث وصف الترجمة الفرنسية للمصطلح الإنجليزي بالخرقاء. وذكر بأن فكرة المغامرة في الصيغة الإنجليزية، في التصور الأنجلوسكسوني تأخذ من زاوية إيجابية على أساس أنها تجربة ممتعة وذات نهاية سعيدة عادة، على عكس التصور اللاتيني الذي يأخذ المغامرة من زاوية سلبية لأنها تتضمن مخاطر وأهوال كثيرة، كما أشار إلى أن الترجمة العربية التي تبنتها الجزائر نسخت من دون عناية عن التسمية الفرنسية<sup>1</sup>. أما الترجمات والمصطلحات العربية المستخدمة فهي كثيرة، نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر، رأس المال المخاطر، رأس المال المغامر، رأس المال الجريء، رأس المال المخاطرة، رأس المال الخطر، رأس المال المجازف،... إلخ.

### 2.2.1. لمحة تاريخية عن نشأة رأس المال المخاطر

يرى الكثيرون أن رأس المال المخاطر حل محل أسلوب المشاركة، الذي توارى خلال القرن التاسع عشر في أوروبا بعد أن أخذ عن الحضارة الإسلامية<sup>2</sup>. لكن هناك من يرى أنه أقدم من هذا بكثير وتعود جذوره إلى قرون بعيدة، حيث ظهر رأس المال المخاطر في شكله الحديث بالولايات المتحدة الأمريكية في السنوات التي تلت الحرب العالمية الثانية لدعم المواهب المقاولية وإستجابة للإحتياجات التمويلية للأفكار والمنتجات التكنولوجية، وكبديل للتمويلات التقليدية السائدة التي ترفض تمويل هذه المشاريع نظرا لإرتفاع مستوى المخاطر المرتبطة بها<sup>3</sup>. ولقد تطور رأس المال المخاطر بفضل توفر الودائع طويلة المدى لصناديق المعاشات ومؤسسات التأمين. لهذا فضل تناول نشأة رأس المال المخاطر ضمن قسمين منفصلين هما رأس المال المخاطر القديم والحديث.

#### 1.2.2.1. رأس المال المخاطر القديم

حسب مارك بيرتونيش (Marc Bertoneche) وليستر فيكري (Lister Vickery)<sup>4</sup>، يعود أول ظهور لرأس المال المخاطر إلى الحضارة اليونانية، حيث يعتبر واضع أسس علم الهندسة اليوناني طالاس ميلت (Thalès de Millet) أول المقاولين بالمفهوم المعاصر للصناعة الغذائية، فطالاس راهن على كمية معتبرة من محصول الزيتون، وإستطاع أن يقنع ممولين بدعم إستثماراته في معاصر

<sup>1</sup> - Kamel Eddine Bouatouata, **Le capital investissement, capital risque : USA - Europe - Tunisie - Maroc - Algérie, Enjeux et perspectives**, Edition Grand-Alger Livres, Alger, 2005, PP 45-47.

<sup>2</sup> - روية عبد السميع وحجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، 17-18 أبريل 2006، ص 308.

<sup>3</sup> - Mansoor Durrani et Grahame Boocock, **Venture Capital**, Islamic Finance and SMEs, Palgrave Macmillan, Great Britain, 2006, P 40 (vu le 23/04/2018, <https://www.kantakji.com/media/8202/fg8.pdf>).

<sup>4</sup> - Marc Bertoneche et Lister Vickery, **Le Capital-risque**, Universitaires de France, Collection Que sais-je?, Paris, 1987, cité par Jean Lachmann, **Capital-risque et Capital-investissement**, Edition Economica, Paris, 1999, P 19 et Pierre Battini, **Op.Cit.**, P 27.

الزيتون، ما سمح له ببناء الأداة الإستغلالية الفريدة التي مكنته من فرض حالة شبه إحتكارية غنم منها الكثير هو ومموليه المغامرين الذين إعتبرهم مقرضين مخاطرين<sup>1</sup>.

وفي القرن الخامس عشر، قام البحار الإسباني كريستوفوس كولومبوس (Christophorus Columbus) بأخطر مغامرة على الإطلاق، مبحرا نحو المجهول بفضل ممولين لا يخشون المغامرة بأموال طائلة، فكان نتيجة ذلك إكتشاف عالم جديد فتح الطريق لأكبر تدفق سلعي على وجه الكوكب. وهذه صورة واضحة تجسد صورة مبسطة وأساسا أوليا لنشأة مهنة التمويل برأس المال المخاطر، حيث أن البحارة لا يمتلكون شيئا سوى مهاراتهم في الإبحار وقدرتهم على قيادة طواقمهم، لكنهم وجدوا أمراء وملوك وأثرياء قاموا بشراء السفن لهم وتغطية نفقات مغامرتهم، فعادوا بسفنهم محملة بالذهب والتوابل والأحجار الثمينة، بل وفتحوا آفاقا جديدة وواسعة للسفر وللنشاط التجاري العالمي<sup>2</sup>.

كما أنه لو تتبعنا تاريخيا أساس نظام المشاركة النابذ للإقراض بفوائد والذي أتخذ في عصرنا هذا ثوب شركات رأس المال المخاطر، لرأينا أن الإسلام نهى عن التعامل الربوي في أكثر من نص قرآني وأحاديث نبوية شريفة نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر بعد بسم الله الرحمن الرحيم { يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ }<sup>3</sup>. وقوله { الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَفُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ. يَمْحَقُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ. إِنَّ الَّذِينَ آمَنُوا وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ وَأَقَامُوا الصَّلَاةَ وَآتَوُا الزَّكَاةَ لَهُمْ أَجْرُهُمْ عِنْدَ رَبِّهِمْ وَلَا خَوْفٌ عَلَيْهِمْ وَلَا هُمْ يَحْزَنُونَ. يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ. فَإِنْ لَمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ وَإِنْ تُبْتُمْ فَلَكُمْ رُؤُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ. وَإِنْ كَانَ دُونُ عُسْرَةٍ فَنَظِرَةٌ إِلَى مَيْسَرَةٍ وَأَنْ تَصَدَّقُوا خَيْرٌ لَكُمْ إِنْ كُنْتُمْ تَعْلَمُونَ }<sup>4</sup>.

أما ما ثبت في السنة الشريفة، فما أخرجه البخاري ومسلم وغيرهما، عن أبي هريرة -رضي الله عنه- من قول النبي -صلى الله عليه وسلم- { اجتنبوا السبع الموبقات قالوا وما هي يا رسول الله؟ قال : الشرك بالله والسحر وقتل النفس التي حرم الله إلا بالحق وأكل الربا وأكل مال اليتيم والتولي يوم الزحف وقذف المحصنات الغافلات المؤمنات }<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - عبد الياسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص 04.

<sup>2</sup> - Jean Lachmann, Op.Cit., P 17.

<sup>3</sup> - سورة آل عمران، الآية : 130.

<sup>4</sup> - سورة البقرة، الآيات : 275-280.

<sup>5</sup> - أبي زكريا يحيى بن شرف النووي، صحيح مسلم، دار الخير، القاهرة، الجزء 4، ص 110.

وبيّن الرسول -صلى الله عليه وسلم- أن لعنة الله شملت كل من إشتهر في عقد الربا، فقد ورد في الصحيحين أن النبي -صلى الله عليه وسلم- قال { لعن الله آكل الربا وموكله وشاهديه وكتابه }<sup>1</sup>. بهذه النصوص القاطعة لم يترك الإسلام مجالاً للكسب السريع للنقود إلا بالمخاطرة في الإنتاج والحث على الإستثمار، فقد ورد عنه -صلى الله عليه وسلم- أنه قال { ألا من ولي يتيما له مال فليتجر له، ولا يتركه حتى تأكله الصدقة }<sup>2</sup>.

فإذا كان الرسول -صلى الله عليه وسلم- يأمر الأوصياء بإستثمار أموال اليتامى، فمن باب أولى يجب على الإنسان أن يستثمر أمواله وينميها حتى لا تأكلها الصدقة، وحتى يكون قادراً على دفع الزكاة من عوائد هذه الأموال لا من أصل رأس المال إذا لم يستثمر<sup>3</sup>. وعليه، فالمستثمر هو الذي يخاطر بماله ويحرص بالتالي على إختيار مجال إستثماره وعلى متابعته حتى يحقق غرضه، وبذلك يؤدي أمانة هذا المال الذي إستخلفه الله فيه.

### 2.2.2.1. رأس المال المخاطر الحديث

ظهر رأس المال المخاطر في شكله الحديث، بالولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية، وهناك إجماع على إسناد نشأته الحديثة للجنرال الفرنسي جورج دوريو (Georges Doriot) ما بين الفترة 1899-1987. هذا الأخير، تخرج من جامعة باريس بعد أن كان ضابطاً في سلاح المدفعية بالجيش الفرنسي إبان الحرب العالمية الأولى، كان مولعاً بإدارة الأعمال، المصطلح الذي بدأ يظهر تلك الفترة في فرنسا، لذلك قرر التوجه إلى الولايات المتحدة الأمريكية ليكمل تكوينه بجامعة هارفارد سنة 1921، أين أصبح فيما بعد أستاذاً لإدارة الأعمال.

عند إندلاع الحرب العالمية الثانية، وإنتقالاً من إيمانه بأن التقنية كفيلة بإحداث الفرق في الحروب الحديثة، إنتهج البنّاعون سياسة مفتوحة بإعتماده على الكفاءات العلمية لتطوير أسلحة حديثة وفي بحوث العمليات. فأقترح الجنرال ادmond بريستول فريثوري (Edmund Bristol Gregory) ضم جورج دوريو للجيش الأمريكي بعد منحه الجنسية الأمريكية ورتبة جنرال وذلك عام 1940، حيث تولى هناك إدارة قسم التخطيط العسكري أين يشرف على عدد لا بأس به من العلماء من الصف الأول وخبراء التخطيط الصناعي. إن جمع كل هذه المهارات في مكان واحد، خلق بيئة فريدة من نوعها مكنت من تحقيق إبتكارات عديدة، كبدلات وتجهيزات مقاومة لكل الظروف المناخية، مجموعة

<sup>1</sup> - محمد بن علي بن محمد بن عبد الله الشوكاني، فتح القدير، دار الكلم الطيب، بيروت، الجزء 1، 1994، ص 289.

<sup>2</sup> - الترمذي، محمد بن عيسى بن سورة، الجامع الصحيح، دار الحديث، القاهرة، الجزء 3، 892، ص 24.

<sup>3</sup> - محمد علي سميان ومحمد راكان الدغمي، الآثار الاقتصادية للزكاة، ملخص، كلية الدراسات الفقهية والقانونية، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن، سنة النشر مجهولة، ص 16.

من المقادير التموينية العقلانية اللازمة لإبقاء الجنود على قيد الحياة، مواد بلاستيكية مقاومة للماء والنار وعدة مواد مركبة.

بعد نهاية الحرب، فهم جورج دوربوت من تجربته العسكرية مدى أهمية المحيط لتطوير المؤسسات المبتكرة، وأصبح الأمر في هذه المرحلة التي تلت الحرب يتعلق بتشجيع إنشاء مؤسسات تحقق فتوحات علمية، تكنولوجية أو تنظيمية، تقوم على فرق ذات طبيعة مختلفة عن رجال الأعمال التقليديين، أي إنشاء منشآت متكاملة حول المواهب التي تعج بها مختبرات البحث التي يعرفها جيدا جورج دوربوت. هذه المؤسسات تتطلب تمويل بحوث كثيرة قبل أن تستطيع مواجهة السوق وتسويق مشاريعها. فقدم روبرت لاتيس (Robert Lattès)<sup>1</sup> تعريفا للرؤية العبقريّة لجورج دوربوت، فقال أن الأمر يتعلق بتمويل شيء لسنا متأكدين من إمكانية إرجاعه للأموال، كما يجب تعليم الزبائن لماذا هو مفيد؟

وفي عام 1946، قام جورج دوربوت بتأسيس أول شركة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم، هي الأمريكية للبحث والتطوير ARD<sup>2</sup>، بأموال معهد للتكنولوجيا ومؤسسة التأمين، فقد تخصصت هذه المؤسسة في تمويل المؤسسات المنتجة للإلكترونيات وللتكنولوجيات الحديثة ولحملة الأفكار المبدعة من الباحثين، وليكون بديلا لهم عن التمويلات السائدة التي ترفض تمويلهم نظرا لإرتفاع مستويات المخاطر المرتبطة بمشاريعهم الإستثمارية، وهكذا بدأ نشاط رأس المال المخاطر الحديث في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينيات إستجابة لإحتياجات التمويل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والثورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي وخاصة في صناعة الكمبيوتر. ونمت شركات رأس المال المخاطر نموا مذهلا وإستطاعت أن تحقق قفزة نوعية قد أصبحت محفظة ARD خلال الستينيات تضم حوالي مائة مساهمة<sup>3</sup>، لكن أهمها على الإطلاق كان إستثمار في مؤسسة المعدات الرقمية (Digital Equipment Corporation) سنة 1957، والذي حقق قيمة مضافة قدرت بعدة أضعاف مضاعفت من الإستثمار الأولي الذي قدر بـ 70.000 دولار أمريكي حتى سنة 1966<sup>4</sup>. وفي سنة 1973، وبعد تقاعد جورج دوربوت إندمجت آ.أ.دي (ARD) مع مؤسسة تكسترون (Textron) بعد أن إستثمرت في أكثر من 120 مؤسسة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - Dominique Piotet, *Portrait de l'alchimiste du capital risque*, L'atelier BNP PARIBAS Group (vu le 26/05/2016, <http://www.atelier.fr/tribine/portrait.alchimiste.capital.risque-5438-tribune.html>).

<sup>2</sup> - American Research & Development.

<sup>3</sup> - راجح خوني ورقية حساني، آفاق تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الندوة الدولية : تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ودورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، 25-28 ماي 2003، ص 94.

<sup>4</sup> - Jean Lachmann, *Le seed Capital : Une nouvelle forme de capital-risque*, Edition Economica, Paris, 1992, P 10.

<sup>5</sup> - David H. Hsu et Martin Kenney, *Organizing Venture Capital : The Rise and Demise of American Research & Development Corporation 1946-1973*, Working Paper, 2004, P 48.

فقد وضعت الجريدة الأمريكية وول ستريت (Wall Street) والتي تغطي الأخبار الاقتصادية والمالية لسنة 1999، جورج دوربوت في المرتبة السادسة من بين العشرة أشخاص الذين غيروا عالم المقاولين، حيث يثمن ثلاث مبادئ أساسية لا بد من إحترامها في رأس المال المخاطر وهي<sup>1</sup>:

- الإستثمار بحذر كبير وإنتظار عدد قليل جدا من النجاحات، لذلك لا بد من أن تكون المحفظة متنوعة وذات قيمة معتبرة؛
- الإستعداد لقضاء وقت كبير وتكريس موارد معتبرة لتسيير المحفظة خلال فترة الإستثمار، ما يعني إعطاء نصائح كثيرة لمسيري المؤسسات التي يتم الإستثمار فيها؛
- معرفة طريقة الخروج من مشاريع المحفظة عند نضجها والإستثمار في مواضع أخرى.

أما في أوروبا فقد عرفت شركات رأس المال المخاطر في تاريخ أحدث، لكنها لاقت عناية كبيرة من الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA)<sup>2</sup>، لتطويع هذه المهنة التي أسست في بروكسل عام 1983، وقد حدث فعلا تزايد ملحوظ في نشاط هذه الشركات منذ إنشاء هذه الجمعية<sup>3</sup>. وإنتشرت هذه الشركات بعد ذلك في دول أخرى بهدف مواجهة الإحتياجات الخاصة بالتمويل، بحيث كان يهدف رأس المال المخاطر إلى التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة وإلى توفير تمويل للمشروعات الجديدة أو العالية المخاطر، والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع.

## 2. تعريف رأس المال المخاطر

حسب تقرير الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر، فهو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز بإحتمال نمو قوي لكنها لا تنطوي في الحال على يقين بالحصول على دخل أو التأكد من إسترداد رأس المال في تاريخ محدد، وهذا هو مصدر المخاطر، أملا في الحصول على فائض قيمة كبير في المستقبل البعيد نسبيا، وهذا في حال إعادة بيع حصة هذه الشركات بعد سنوات متأخرة، وهذه الحالة تعتبر تعويضا للمخاطر<sup>4</sup>.

أما حسب الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر (NVCA) بالولايات المتحدة الأمريكية، فهو إستثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل، في منشآت تملك إستعدادات قوية، ويكون منجز من طرف مستثمرين متخصصين<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - Dominique Piotet, **Op.Cit.**

<sup>2</sup> - European Venture Capital Association.

<sup>3</sup> - عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 04.

<sup>4</sup> - نفس المرجع والصفحة سابقا.

<sup>5</sup> - Emmanuelle Dubocage et Dorothée Rivaud-Danset, **Le Capital-risque**, Edition la Découverte, Paris, 2006, P 06.

في حين أن الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال (AFIC)<sup>1</sup>، فهي تعرفه على أنه استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال، وهذا بواسطة أموال خاصة وشبه خاصة في منشآت شابة أو في طور الإنشاء وتتضمن محتوى تكنولوجي كبير<sup>2</sup>.

ومن جهة أخرى، يقدم البنك المركزي الألماني بمفهومه الضيق، على أن رأس المال المخاطر يمثل في الغالب، الحصص المأخوذة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشئة، المبتكرة تكنولوجيا وغير المدرجة، والتي رغم انخفاض ربحيتها الحالية فهي تمتلك إستعدادات نمو واسعة وكافية، كما أن شركات رأس المال المخاطر لا تزود المشاريع الناشئة بالأموال الخاصة فقط، لكن أيضا بالخبرة التسييرية الواسعة وخدمة النصائح<sup>3</sup>.

كما يعتبر رأس المال المخاطر من أساليب التمويل، لكن بتقنية وصيغة خاصة فهو يجمع بين تقديم النقد وتقديم المساعدة في إدارة المؤسسة مما يحقق تطورها، ويمثل صورة من صور الوساطة المالية من خلال رؤوس الأموال التي يرغب الإدخار العام أو إدخار المؤسسات (بنوك، مؤسسات تأمين، مؤسسات وسلطات عمومية) بإستثمارها بمخاطر مرتفعة مع توقع تحقيق عائد مرتفع، قد يصل في بعض البلدان كالولايات المتحدة الأمريكية من 30% إلى 40%<sup>4</sup>.

من كل ما سبق، يمكننا تعريف رأس المال المخاطر على أنه آلية تمويلية متميزة، يشارك ضمن أفق زمني محدد المشاريع الناشئة عالية التكنولوجيا عادة، غير المسعرة والمتضمنة لمخاطر عالية، والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو عالية، بالأموال اللازمة مع إرفاقها بالدعم الفني والتسييري، ليشكل بذلك رأس المال المختص، وذلك على أمل الحصول على عائد مرتفع نسبيا، مقابل مساهمات مؤقتة متوسطة أو طويلة الأجل في رأس مال المشروع.

### 3. خصائص رأس المال المخاطر

يتبين من خلال تعريف رأس المال المخاطر أنه يتميز بعدة خصائص نذكر من أهمها ما يلي<sup>5</sup>:

يلي<sup>5</sup>:

<sup>1</sup> - Association Française des Investisseurs pour la Croissance.

<sup>2</sup> - Alain Borderie, **Financer les PME autrement : le capital- investissement, des fonds propres pour les entrepreneurs**, Edition Maxima, Paris, 1998.

<sup>3</sup> - Arnd Plagge, **Op.Cit.**, P 03.

<sup>4</sup> - رديم حسين، التجديد التكنولوجي كمدخل إستراتيجي لدعم القدرة التنافسية للمؤسسات الجزائرية : حالة الصناعات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول تنافسية المؤسسات الاقتصادية وتحولات المحيط، جامعة محمد خيضر بيسكرة، 29-30 أكتوبر 2002، ص 53.

<sup>5</sup> - سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، الهيئة العامة للرقابة المالية، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، مصر، 2010، ص ص 12-14.

- يشكل رأس المال المخاطر حصة في حقوق المساهمين بمشاريع غير مقيدة بالبورصة، وغالبا ما تكون المفاوضات صعبة بين أصحاب رأس المال المخاطر وأصحاب المشروعات التي سيتم تمويلها حول نسب الملكية المعروضة، وهذا بسبب عدم تماثل المعلومات لدى طرفي العملية التمويلية. ويشكل تحديد هذه النسب عائقا كبيرا أمام إزدهار رأس المال المخاطر وتعاضم دوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ غالبا ما يحرص أصحاب هذه المؤسسات أن تكون هذه النسب ضئيلة بحيث لا تسمح لأصحاب رأس المال المخاطر بالسيطرة على المشروع، وهنا تظهر أهمية نشر الوعي فيما بين أصحاب هذه المؤسسات بأهمية دور رأس المال المخاطر في التمويل؛

- يعد نشاطا من الأنشطة طويلة الأجل، كما يتميز بوجود أفق زمني محدد مقدما للتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادي أو الفني للمشروع لموضوع التمويل، حيث لا يدخل رأس المال المخاطر لتمويل مشروع ويبقى مستمرا ولكن ليخرج بعد فترة تتراوح من خمسة إلى سبعة سنوات، وأثناء هذه الفترة لا يطلب المستثمر مقدم رأس المال المخاطر إسترداد أصل رأس المال وعائده، وإنما يتم هذا الإسترداد من خلال بيع حصص رأس المال المخاطر، وذلك عندما يبدأ المشروع في توليد التدفقات النقدية أو تحقيق عوائد مالية؛

- يتم إتخاذ القرار الإستثماري من جانب المستثمر برأس المال المخاطر، بناء على النتائج المتوقعة للمشروع الذي يتم تمويله، وفي تاريخ مستقبلي وتتمثل النتائج في العائد خلال فترة التمويل؛

- يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل إنشاء مؤسسات صغيرة ومتوسطة، تمويل التوسع أو إعادة هيكلة في مؤسسات قائمة أو لتمويل عمليات التعثر المالي، وغالبا ما تكون ذات مخاطر مرتفعة ولكن العائد المتوقع لها يكون كبيرا؛

- يتم تحقيق العائد على رأس المال المخاطر في نهاية مدة بقاء رأس المال المخاطر بالمشروع موضوع التمويل، ولا تشكل الأرباح التي يتم توزيعها خلال هذه المدة إلا جزءا قليلا من هذا العائد. وبعبارة أخرى، يتم تحصيل العائد عند خروج رأس المال المخاطر، وعندئذ يحصل المستثمر في مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال بالإضافة إلى العائد الرأسمالي المتوقع وهو العائد الأساسي المستهدف من الإستثمار؛

- يلعب المستثمر في مجال رأس المال المخاطر دورا نشطا داخل المؤسسة التي يتم تمويلها، إذ يقوم بتقديم النصائح والإرشاد لإدارة المؤسسة، ودائما ما يكون للمستثمر مقدم رأس المال المخاطر ممثلين في مجلس إدارة المؤسسة، وقد يشكل هذا الأمر عائقا أمام إزدهار نشاط رأس المال المخاطر، وذلك بسبب تخوف أصحاب المؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة منها التي يتم تمويلها من فقدان سيطرتهم على المؤسسة لصالح المستثمرين مقدمي رأس المال المخاطر؛

- غالبا ما يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مؤسسات لها أسواق واعدة من ناحية التنمية الاقتصادية، كما أنها غالبا ما تكون مؤسسات هدفها وضع أفكار وأبحاث علمية أو تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع والتي لا يتوافر لأصحابها الأموال اللازمة لذلك؛

- إذا كان صحيحا أن القرارات الإستثمارية التي يتم إتخاذها من قبل المستثمرين في مجال رأس المال المخاطر تتأسس على إستراتيجية أو خطة تجارية، فإنها لا تأخذ بالدرجة الأولى، في الحساب قدرة المؤسسة على إعطاء تدفقات مالية (كما هو الحال عند التمويل بقروض بنكية)، وإنما تأخذ في الإعتبار قدرات وخبرات وإنسجام الفريق الذي يدير الكيان الخاص برأس المال المخاطر، وقدرته على إختيار الفرص الإستثمارية في مناطق واعدة تنمويا وإدارة الخطة التمويلية للمؤسسة المستهدفة عبر مراحل تنفيذ المشروع المختلفة؛

- تتأسس مشاركة رأس المال المخاطر في المشروعات المختلفة بناء على حجم العوائد والأرباح المتوقعة من تشغيل المشروع، ويرجع ذلك إلى أن مقدم رأس المال المخاطر ليس مقرضا ينتظر الحصول على قرضه بغض النظر عما إذا كانت المؤسسة ستحقق أرباحا من عدمه، وإنما هو شريكا يمتلك حصة من المؤسسة التي يتم تمويلها، ولكنه في ذات الوقت ليس شريكا عاديا وإنما هو شريك مستعد للتضحية وتحمل الكثير من المخاطر إنتظارا لعوائد مالية مرتفعة، كما يمكن القول بأنه شريك مؤقت دخل المؤسسة ليخرج عندما يكون متأكدا من الحصول على أصل رأس المال المستثمر وعوائده المتوقعة.

بعد عرضنا لمدخل عن آلية التمويل برأس المال المخاطر وكذا خصائص هذه الآلية التمويلية، التي تعتبر وسيلة لتوجيه المدخرات في الاقتصاد إلى إستثمارات المشاريع عالية المخاطر، ورأينا ما يميزها مقارنة بالمؤسسات المالية القائمة، يبدو جليا لنا إختلاف هذه الآلية التمويلية عن التمويلات التقليدية، لذلك ولمزيد من التفصيل، سنقوم خلال المطلب الموالي بالتطرق إلى دور شركات رأس المال المخاطر في العملية التمويلية، من خلال دورها في مواجهة المشاكل المالية للتغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة.

## المطلب الثاني : شركات رأس المال المخاطر

يعتبر رأس المال المخاطر من خلال شركاته من أهم وسائل الدعم المالي والفني لأي مشروع في الاقتصاديات المعاصرة، لما تتميز به من قدرة على التعامل مع المخاطر، وكذا النجاح الباهر الذي حققته في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية. لذا سنحاول هنا عرض بعض أشكال شركات رأس المال المخاطر والدور الفعال الذي تلعبه في العملية التمويلية إلى جانب ذكر جملة المزايا والعيوب التي تميزها عن غيرها.

### 1. أشكال شركات رأس المال المخاطر

تختلف طبيعة شركات رأس المال المخاطر المؤسسية باختلاف البيئة الاقتصادية والاجتماعية وما تسمح لها به القوانين والأنظمة المتعامل بها، كما تستثمر بعض هذه الشركات في مشاريع من كافة الأحجام والقطاعات، لكن العديد منها يستثمر فقط في مشاريع ضمن مراحل وقطاعات معينة بحسب رغبة المستثمرين المؤسسيين. وتصنف معظم الأدبيات شركات رأس المال المخاطر حسب مصادر رؤوس الأموال المكونة لها، على النحو الآتي<sup>1</sup>:

#### 1.1. الشركات المستقلة

وهي شركات متخصصة تعمل بصفة مستقلة وتدعى أيضا بشركات غير نموذجية، تتميز بتعدد مصادر رؤوس الأموال، حيث لا يملك أي مساهم في رأس المال الأغلبية. ويأخذ هذا النوع شكل عقد بين المستثمرين المؤسسيين كشركاء محدودي المسؤولية وشركة التمويل برأس المال المخاطر التي تعد الشريك العام، والتي تتولى إدارة رؤوس الأموال من حيث إتخاذ جميع القرارات الإستثمارية وإدارة كافة التعاملات مع المؤسسات المستثمر فيها، وتحصل على عمولات مقابل خدماتها التسييرية، في حين أن المستثمرين المؤسسيين يقومون بإيداع الأموال في شركة رأس المال المخاطر، ويحصلون بالمقابل على عوائد في نهاية الدورة من خلال الصفقات الناجحة.

#### 2.1. الشركات الملحقة

تعرف بأنها شركات فرعية للشركة الأم وتختص في تمويل المشاريع عالية المخاطرة. ففي الأغلب تكون فروعاً لمؤسسات مالية، كما أن هناك مجموعة من المنظمات في شكل تكتلات كبرى ذات إهتمامات في العديد من القطاعات تدير الآن شركات لرأس المال المخاطر الملحقة، وهذا النوع عادة ما يكون غير محدود التمويل، لأنه يستمد الأموال التي يحتاج إليها باللجوء إلى الشركة الأم<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - Aurélie Boubel et Fabrice Pansard, **Les Investisseurs Institutionnels**, la découverte, France, 2004, P 42.

<sup>2</sup> - Mansoor Durrani and Grahame Boocock, **Op.Cit.**, P 39.

### 3.1. الشركات شبه الملحقة

وهي مؤسسات مالية تجمع بين خصائص النوعين السابقين، حيث تعتبر من الأصناف الهجينة التي تحصل على مصادر رؤوس أموالها من الشركة الأم ومن مصادر أخرى<sup>1</sup>. فهي مؤسسات مالية بدأت النشاط كوحدة ملحقة، ثم قامت بتنوع محفظتها المالية لأسباب إستراتيجية يقتضيها المحيط التنافسي، وتتوقف قراراتها على مجالس إدارية مستقلة بوجود ممثلين عن كل المساهمين.

### 4.1. الصناديق الحكومية

نشأت الصناديق الحكومية المتخصصة في التمويل برأس المال المخاطر من خلال السياسة الحكومية التي تهدف لتوفير التمويل لصغار المبتكرين. وتختلف أهداف هذه الصناديق عن غيرها من شركات رأس المال المخاطر إختلافا محسوسا، بحيث أنها لا تعمل على المفاضلة بين المشروعات على أساس المردودية بالدرجة الأولى، فهي تقبل تمويل مرحلة التأسيس لصغار المستثمرين بشروط أقل، كما أنها لا تراعي نسبة المردودية المتوقعة بقدر ما تعمل على إنجاح مرحلة الإنطلاق.

### 2. دور شركات رأس المال المخاطر

رأينا فيما سبق، أن ظهور رأس المال المخاطر جاء لدعم المواهب المقاولاتية وإستجابة للإحتياجات التمويلية للأفكار والمنتجات التكنولوجية التي لم تتمكن من الحصول على التمويل اللازم لها من مصادر التمويل التقليدية القائمة، والتي ترفض تمويل هذه المشاريع نظرا لإرتفاع مستوى المخاطر المرتبطة بها، لهذا إرتأينا أن نتناول هنا عرض الأهمية التي يكتسبها هذا النوع من الشركات في العملية التمويلية ومن ثم جملة الأهداف التي تصبوا إليها لتسهيل عملية التمويل.

### 1.2. أهمية شركات رأس المال المخاطر

تتبع أهمية شركات رأس المال المخاطر من إعتبارها آلية ضرورية لدعم النمو الاقتصادي، فهي تلعب دورا فعالا في تمويل المؤسسات بحيث تمدها بالأموال والخبرة والطرق الحديثة في الإدارة والتنظيم وتدمج أموالها مع أموال المؤسسات الممولة، وهذا ما يحقق تمويلا محفزا لهذه الأخيرة لأن تنهض نحو الأفق وتحقق أرباحا معتبرة، بعكس تمويل الإستدانة المحفوفة بمخاطر السداد وسعر الفائدة وإشكالية الضمانات، ولذلك نجد أن كثير من الدول لم تدر ظهرها لمثل هذه الشركات بل أولتها العناية الكافية وأعطت لها إهتماما بارزا للنهوض بالأعباء الملقاة على عاتقها<sup>2</sup>، مما ساعدها على التطور السريع وبلوغ أهدافها وتوفير التمويل اللازم عبر أكثر من 8000 شركة رأس مال مخاطر، وقد بلغ حجم إستثماراتها في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2015 ما قيمته 77

<sup>1</sup> - Idem.

<sup>2</sup> - عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 08.

مليار دولار أمريكي مقابل 68 مليار دولار أمريكي سنة 2014 و44 مليار دولار أمريكي سنة 2013<sup>1</sup>. أما في الإتحاد الأوروبي فبلغت إستثمارات 338 شركة لرأس المال المخاطر نحو 13,5 مليار دولار أمريكي سنة 2015، مقابل 8,4 مليار دولار أمريكي سنة 2014 و5,5 مليار دولار أمريكي سنة 2013<sup>2</sup>.

وحسب تقرير لشركة الأبحاث CB Insights، توصلت إلى أن الصناعة العالمية لرأس المال المخاطر توفر غطاء تمويليا للمؤسسات بقيمة تزيد عن 128,5 مليار دولار أمريكي سنة 2015 مقابل 89,4 مليار دولار أمريكي سنة 2014<sup>3</sup>، وهكذا ظهرت في الأفق هذه الصناعة كمهنة ضرورية لتمويل مشاريع التنمية ورفع النمو الاقتصادي. يمكن حصر أهميتها في جملة النقاط الآتية<sup>4</sup>:

### 1.1.2. دعم برامج الإصلاح الاقتصادي

نجد أن الدول التي تطبق برامج الإصلاح الاقتصادي والتي تعتمد على خصوصية القطاع العام، تحتاج إلى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة تقدمها شركات رأس المال المخاطر المستعدة لتحمل المخاطر، وتقديم الدعم للمؤسسات التي تحتاج إلى هيكلية مالية وفنية، فهي تلعب بذلك دورا حيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة لهذا القطاع، كما تساهم في الحد من الآثار التضخمية، حيث توفر التمويل اللازم للمؤسسات دون الإفراط في التوسع النقدي أو منح الائتمان البنكي، بالنظر إلى أن هذه الشركات تعمل على تعبئة رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الإستثمارات الإنتاجية<sup>5</sup>.

### 2.1.2. دعم تمويل المؤسسات الجديدة

يمثل دعم المؤسسات الجديدة المجال الطبيعي لنشاط شركات رأس المال المخاطر، حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وحتى الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية إنطلاقها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل، بخلاف كفاءة فكرة المؤسسة وفاعلية أشخاصها، وهذه الوظيفة هامة جدا لتلك المؤسسات خاصة في البلدان النامية، بالنظر إلى أن هذه المؤسسات لا تستجيب في العادة لمعايير التمويل التقليدي التي تطلبها المؤسسات المالية القائمة<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> - **Venture Capital 2016**, Etude de «Upfront VC Analysis 2016», réalisée par Upfront, une société de capital risque américaine, et publiée en 02/02/2016, <http://fr.slideshare.net/msuster/upfront-vc-analysis-2016>

<sup>2</sup> - Olivier Harmant, **Capital-risque : un bon cru 2015 pour les entreprises européennes**, FRENCHWEB.FR, le magazine de l'innovation (vu le 02/02/2016, [www.frenchweb.fr/3-milliards-deuros-leves-par-les-entreprises-europeennes-au-quatrieme-trimestre/226356](http://www.frenchweb.fr/3-milliards-deuros-leves-par-les-entreprises-europeennes-au-quatrieme-trimestre/226356)).

<sup>3</sup> - Anne Drif, **Capital-risque : pourquoi l'Europe résiste mieux que les Etats-Unis**, Journal Les Echos.fr (vu le 19/01/2016, [http://www.lesechos.fr/19/01/2016/LesEchos/22110-119-ECH\\_capital-risque---pourquoi-l-europe-resiste-mieux-que-les-etats-unis.htm](http://www.lesechos.fr/19/01/2016/LesEchos/22110-119-ECH_capital-risque---pourquoi-l-europe-resiste-mieux-que-les-etats-unis.htm)).

<sup>4</sup> - المرجع السابق، ص 56.

<sup>5</sup> - عاطف حسن النقلي، **صناديق الإستثمار : الواقع والتجربة المصرية**، دار القانون للنشر والتوزيع، مصر، 1997، ص 102.

<sup>6</sup> - عبد الباسط وفا، **مرجع سبق ذكره**، ص ص 58-59.

### 3.1.2. دعم المؤسسات المتعثرة

تساهم شركات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني اللازم وكذلك الإداري للمؤسسات المتعثرة وجذب الإستثمارات إليها، وهذا بحكم الشراكة التي تجمعهم فيها، فهي تحرص أشد الحرص على المتابعة الفنية والمالية الضرورية لإصلاح مسار هذا النوع من المؤسسات، لتحفيز المستثمرين وبت روح الطمأنينة في نفوسهم على الإستثمار فيها، بغية الإستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطها ويزدهر<sup>1</sup>.

### 2.2. أهداف شركات رأس المال المخاطر

يهدف رأس المال المخاطر إلى تحقيق جملة من الأهداف، تصب كلها في مواجهة المشاكل المالية وتسهيل عملية التمويل، من خلال التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة، وإلى توفير التمويل للمؤسسات الجديدة عالية المخاطر والتي تتميز بالتغيرات التكنولوجية السريعة كالاتصالات والإعلام الآلي، أو تلك المؤسسات المتعثرة بسبب عدم قدرتها على توفير الأموال الكافية، والتي يتوقع منها معدلات نمو وعوائد مرتفعة، وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل المؤسسات غير القادرة على توفير الأموال من مصادر التمويل التقليدية، وذلك عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها<sup>2</sup>. أضف إلى ذلك طول آجالها وعدم القدرة على تسهيلها بسهولة وهو ما يرفع من درجة تعرضها لمختلف المخاطر، ولكن مقابل هذا تتميز بارتفاع عوائدها نسبيا عندما يتم بيع حصص المؤسسة المستثمر فيها.

إضافة إلى تقديم التمويل الملائم للمؤسسات ذات المخاطر العالية، تقوم شركات رأس المال المخاطر بتقديم الدعم الفني والإداري للمؤسسة عبر مختلف مراحل تطورها، فتساعد على إختيار المشاريع، التوظيف، التسويق وتوطيد علاقتها مع الغير<sup>3</sup>. ومن خلال ذلك يظهر دور آخر وهو إحكام الرقابة على المؤسسة، كما تتولى شركة رأس المال المخاطر توزيع الخطر على كافة الشركاء<sup>4</sup>.

أما على مستوى الاقتصاد الكلي، أثبتت دراسة أجرتها المؤسسة الفرنسية Dri wefa بتكليف من الجمعية القومية لرأس المال المخاطر (NVCA)، فوجدت أن رأس المال المخاطر يهدف إلى المساهمة في خلق فرص جديدة من العمل ورفع الإيرادات وحتى تطوير المستوى المعيشي، وفي هذا السياق أثبتت الدراسة أن رأس المال المخاطر خلال الفترة 1970-2000 ساهم في خلق 7,6 مليون

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص 60.

<sup>2</sup> - Faruk Ülgen, *La dynamique de financement de l'innovation*, Edition de Boeck Supérieur, Innovations 2007/1, N° 25, P 62.

<sup>3</sup> - Frédérique Savignac, *Quel mode de financement pour les jeunes entreprises innovantes : Financement interne, prêt bancaire, ou capital-risque ?*, Edition Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.), Revue économique 2007/4, Vol. 58, P 864.

<sup>4</sup> - Faruk Ülgen, *Op.Cit.*, P 64.

منصب عمل و1,3 مليار دولار كعائدات في نهاية سنة 2000 بالولايات المتحدة الأمريكية، كما ساهم في رفع مستويات التطور والإبتكار<sup>1</sup>. وأيد كورتوم (Kortum) وليرنر (Lerner) تلك النتائج، حيث أكدوا أن المؤسسات الممولة من قبل شركات رأس المال المخاطر لها مردودية وبراءات إختراع أكثر من المؤسسات غير الممولة من خلاله<sup>2</sup>.

### 3. مزايا وعيوب التمويل برأس المال المخاطر

تتميز شركات رأس المال المخاطر بجملة من المزايا كما أنها لا تخلو من العيوب، وهذا كغيرها من بدائل التمويل الأخرى، ومن بين هذه المزايا والعيوب نذكر ما يلي :

#### 1.3. مزايا التمويل برأس المال المخاطر

تتجلى أهم مزايا أسلوب للتمويل برأس المال المخاطر في النقاط الآتية<sup>3</sup>:

##### 1.1.3. المشاركة

إن أصحاب التمويل يعتبرون شركاء في الجدوى والمسؤولية، فإذا كان صاحب المؤسسة يعتبر من خلال رأس ماله المؤسس الأول للمؤسسة، فإن شركة رأس المال المخاطر تقوم بالوساطة بين طرفين هما المستثمر وهو صاحب رؤوس الأموال الذي يريد استثمارها والمؤسسة الممولة، وهذا نظير حصة من الربح تحصل عليها، يتم تحديدها حسب الإتفاق المبرم بين الطرفين. وهذا يقلل إلى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين والمقترضين لدى البنوك، فالمقترض عليه أن يرد القرض في موعد معين ويدفع سعر فائدة ثابت خلال مدة الإستدانة، فإذا إنخفض العائد تعرضت المؤسسة للإفلاس، وهذا من شأنه أن يدفع المستثمر إلى المغامرة دون النظر إلى حجم الخسارة، فهو في كلا الحالتين قاصر، ويضع المقرض يده على المؤسسة، بينما لو ربح فسيحصل على الربح كاملا. وهذا ما لا نجده في المشاركة حين يشترك الجميع في الربح والخسارة حيث تتفق المصالح والوجهة ولا تتعارض، وكثيرا ما يكون الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيدا للمؤسسة ومساعدة على نجاحها، فضلا عن أنها تفسح المجال للمشاركة طويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تصبح المؤسسة قادرة على الإنتاج والنمو، وهذا ما لا يتوافر في أساليب التمويل الأخرى.

<sup>1</sup> - وزارة المالية جمهورية مصر العربية، تطبيق تجربة رأسمال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مصر، 2004، ص 20.  
<sup>2</sup> - Frédérique Savignac, Op.Cit., P 871.

<sup>3</sup> - برييش السعيد، مرجع سبق ذكره، ص 10.

### 2.1.3. الإنتقاء

أمام الممول فرصة لإختيار المؤسسة الواعدة فالجديدة منها تكون عالية المخاطر وبالمقابل ذات أرباح متوقعة عالية وقادرة على رفع قيمة أصولها، بينما في حالة القروض تبحث المؤسسات المالية عن المؤسسات القادرة على الوفاء بدينها، كالمؤسسات الكبيرة التي لم تعد تمتلك طاقات إبتكار.

### 3.1.3. المرحلية

كما يتميز التمويل برأس المال المخاطر على أنه يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة، فبعد إنتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من جديد إلى الممول وفي هذا ضمان لصدق الإستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة، وهذا من شأنه إعطاء فرص جديدة، حين فشل المؤسسة وقبل تراكم الخسائر.

### 4.1.3. التنوع

يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر، بحيث ما يمكن أن يخسره مع مشروع يربحه مع آخر، إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها فضلا على أن المراقبة من الشريك تجنب الشركة الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.

### 5.1.3. التنمية والتطوير

إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مؤسسات مرتفعة المخاطر، وبالمقابل يعوض هذا الخطر بالمكاسب والعوائد المرتفعة المرتقب تحقيقها. وقد أثبت هذا في تمويل مؤسسات مبتدئة مثل آبل وميكروسوفت ، والقائمة على تقنيات شبه مجهولة لم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية.

### 6.1.3. توسيع قاعدة الملكية

تستمر الشراكة إلى أن تصبح المؤسسة قادرة على تحقيق عوائد، فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته المؤسسة، ويمول العائد من إرتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة.

### 2.3. عيوب التمويل برأس المال المخاطر

رغم هذه المزايا التي يتمتع بها رأس المال المخاطر فإن له بالمقابل عدة عيوب، نذكر منها<sup>1</sup>:

- المشاركة في قرارات المؤسسة الممولة والتدخل في توجيه مسارها من قبل شركات رأس المال المخاطر، وهذا يعد من الحقوق المتولدة لها، بإعتبارها مالكة لجزء من رأس المال المؤسسة؛
- إسترداد حصص المخاطرين في حالة نجاح المؤسسة بطلبهم مبالغ مرتفعة، تغطي وتقابل المجازفة التي وافقوا عليها وقت الإنشاء، والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقدان كافة أموالهم.

<sup>1</sup> - عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 77.

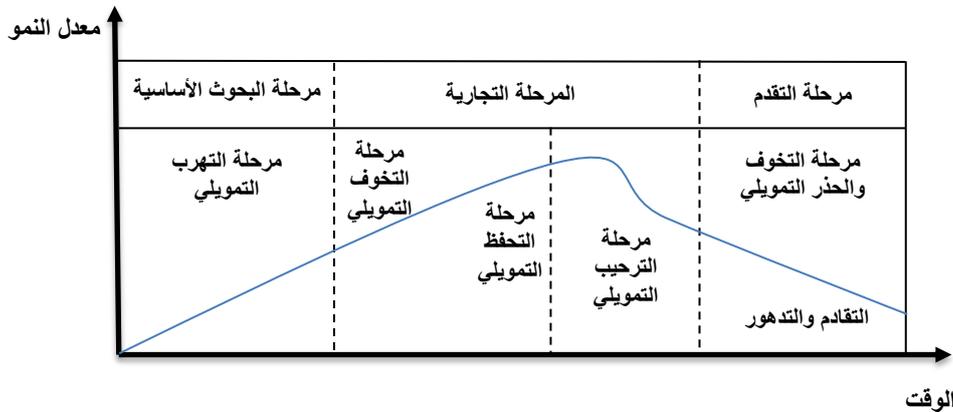
### المطلب الثالث : العلاقة بين نظام التمويل برأس المال المخاطر والأنظمة التمويلية التقليدية

لا يعتبر نظام التمويل برأس المال المخاطر من أشكال التمويل التقليدي، حيث لا يوجد تطابق بينهما سواء من حيث طريقة التدخل أو مستوى المخاطر المأخوذة في الإعتبار، أو تتابع مراحل الدعم المالي طبقاً لدورة التمويل أو المكاسب المتحققة من المشاريع الممولة،...إلخ. وبما أن رأس المال المخاطر يقوم بتمويل إستثمارات تحتوي على نسب مخاطرة أعلى من المتوسط المتعارف عليه وتحتوي في الوقت نفسه على أرباح عالية في حالة النجاح، فهذا تأكيد لمبدأ أن الربحية مرتبطة إلى حد كبير بمستوى المخاطرة في الإستثمار. فهل هناك علاقة بين هذا النظام التمويلي وأشكال التمويل التقليدية ؟ هذا ما سنتعرف عليه ضمن هذا المطلب، الذي سوف نتناول فيه أهم مميزات نظام التمويل برأس المال المخاطر مقارنة بالأنظمة التمويلية التقليدية، وما يقدمه من حلول للتغلب على سلبيات التمويل من خلال هذه الأخيرة، ومن ثم سيتم التطرق إلى مختلف الإستراتيجيات المتبعة من طرف شركات رأس المال المخاطر في دعمها للمؤسسات الطالبة للتمويل.

#### 1. الفجوات التمويلية ورأس المال المخاطر

يعتبر رأس المال المخاطر إحدى الأشكال المعاصرة للوساطة المالية، وإذا كان التمويل بالأنظمة التمويلية التقليدية هي أهم مصادر التمويل المتاحة، فإن معظم المؤسسات المالية تقوم بالتمويل بناء على قواعد مستقرة وترتكز عادة على الضمانات، ولذلك تعاني المؤسسات من صعوبات التمويل في المراحل الأولى (مرحلة البحوث الأساسية)، كما أن المؤسسات المالية تتحفظ وتتهرب أحيانا من التمويل في بداية المرحلة التجارية حيث لا يوجد يقين في تصريف المنتج السلعي، وتقبل على التمويل بسهولة عندما تكون العوائد واضحة والمخاطرة معقولة<sup>1</sup>. وهذا ما يوضحه الشكل الآتي:

الشكل رقم 1-2 : دورة نضوج المؤسسات ودرجة الترحيب التمويلي



**المصدر :** سيد الهواري، مدخل إلى الإدارة المالية، مكتبة عين شمس، مصر، الطبعة 14، 1996، ص 57.

<sup>1</sup> - سيد الهواري، مدخل إلى الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 56-57.

ونتيجة لهذه الفجوات التمويلية يأتي رأس المال المخاطر بشركاته كأسلوب مستحدث للتمويل، ليوثر التمويل اللازم دون صعوبات مالية للمؤسسة الممولة من خلال مشاركته في الأرباح والخسائر.

## 2. مميزات نظام التمويل برأس المال المخاطر مقارنة بالأنظمة التمويلية التقليدية

رغم أوجه المقاربة الظاهرة بين الهدف من التمويل بين الأنظمة التمويلية التقليدية والتمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر، إلا أنه لا يوجد تطابق بينها كما أسلفنا الذكر سابقاً، سواء من حيث طريقة التدخل، أو مستوى المخاطر المأخوذة في الإعتبار، أو تتابع مراحل الدعم المالي طبقاً لدورة التمويل، أو المكاسب المحققة... إلخ، غير أن أنظمة التمويل التقليدية تستفيد من إنشاء شركات رأس المال المخاطر من عدة جوانب، وهذا راجع لمميزات هذا النوع من أساليب التمويل وما يقدمه من حلول للتغلب على الصعوبات التمويلية، والتي سوف نتعرف على أهمها فيما يلي :

### 1.2. شركات رأس المال المخاطر مصدر تمويلي من مصادر التمويل الخارجية

إن شركات رأس المال المخاطر تقوم بدعم المؤسسات الجديدة حيث تغطي حاجاتها التمويلية خلال مراحل حياتها الأولى دون طلب ضمانات ما عدى جدية المشروع وفاعلية المشاركين فيه، وهذا ما يساعد هذه الأخيرة في إنطلاقها، كما أنها تهتم بالمؤسسات القائمة التي تعاني من مشاكل إدارية ومالية وتسويقية وإنتاجية وتكنولوجية وغيرها من المشاكل، وبالتالي تخصص شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات التي تتميز بإرتفاع عنصر المخاطرة لكن آفاق نموها المحتملة كبيرة وواعدة، بحيث يتوقع أن يحقق الإستثمار فيها فائض قيمة معتبر ناتج عن إعادة بيع الحصص<sup>1</sup>. وبالإضافة إلى ذلك، تقوم شركات رأس المال المخاطر من خلال المشاركة في المؤسسات ذات المخاطرة العالية، بتقديم الإعانات المالية والإدارية والفنية وحتى الإرشاد والتوجيه، حتى إذا ما نجحت هذه المؤسسات وحقق عوائد كبيرة تقوم شركات رأس المال المخاطر بإسترجاع تكاليفها والحصول على أرباح تتناسب مع درجة المخاطرة التي تعرضت لها<sup>2</sup>.

### 2.2. شركات رأس المال المخاطر تساهم في حل مشكل التمويل

على الرغم من المخاطر التي تحيط بمجالات إستثمار شركات رأس المال المخاطر وبإعتبارها إستثمارات طويلة الأجل ينقصها معيار الأمان والإيرادية، فضلاً عن تلك التي تحيط بنشاطها بإعتبارها آلية تمويلية مستحدثة نسبياً لم يألفها السوق من قبل، إلا أنه من الضروري دعم نشاطها لأهميتها القصوى في دفع المؤسسات الحديثة وإستمرار نموها وضمان بقائها خاصة في القطاعات

<sup>1</sup> - عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 60.

<sup>2</sup> - عدنان عويضة، رأس المال المخاطر، الموقع العالمي للاقتصاد الإسلامي، شوهذ يوم 2016/07/02، <http://www.isegs.com>

التي تعرف عزرفا في تمويلها، كقطاع التجديد والإبتكار، فأمام تزايد هذه الحاجات التمويلية وشرح الأوساط المالية التقليدية لتلبية تلك الحاجات، يظهر خيار رأس المال المخاطر كطوق نجاة هام وضروري وهو ما إنتبهت إليه الاقتصاديات المعاصرة وذلك بحشد المدخرات نحو شركات رأس المال المخاطر وتوفير الخبرات اللازمة لها مما أدى إلى تضاعف أعدادها<sup>1</sup>.

### 3.2. الميزة الإستراتيجية لشركات رأس المال المخاطر

تتبنى شركات رأس المال المخاطر إستراتيجية تنويع الإستثمارات سواء بتنويع مكونات المحفظة أو بتنويع الصناعة للقطاعات الصناعية أو التجارية التي تتبعها المشروعات، فبالنسبة لتنويع مكونات المحفظة فيتمثل في ضرورة الحد من إرتفاع المخاطر بإعتبارها أحد أساليب تنويع محفظة الأوراق المالية، وذلك بإقامة توازن بين الأموال غير السائلة ذات المخاطر المرتفعة، أما بالنسبة لتنويع الصناعات فإنه يحرك فرص الإستثمار بين الصناعات بالتحرك نحو قطاعات لم يسبق عادة الإستثمار فيها رغم أنها قد تكون ذات آفاق نمو أعلى من غيرها، وتعمل شركات رأس المال المخاطر على تطوير ذاتها بعد إكتساب الخبرة اللازمة بإعادة التوجه إلى مجالات أخرى، وبالتالي تميزت إستراتيجية العديد من شركات رأس المال المخاطر الناجحة على التخصص في تمويل قطاعات معينة لأن إستراتيجية التخصص تتميز بأنها تقدم ميزة واضحة لها تتمثل في إكتسابها أحسن خبرة صناعية ممكنة، مما يمثل أموالا إضافية فضلا على أن التركيز عادة يجري حول قطاع يتميز بأن نمو مشروعاته يمكن أن تكون أكثر إرتفاعا من غيرها<sup>2</sup>.

ومن ثم فإن شركات رأس المال المخاطر تعمل بطبيعتها في منطقة المخاطر الصعبة، والتي تتخذ أشكالا متنوعة (مخاطر النشأة، مخاطر فنية، مخاطر تجارية ومخاطر عامة)، فلا شك أن إخفاق المشروع المختار من قبل شركة رأس المال المخاطر وما يتبعه من أضرار، قد يعرض إستمرارية تلك الشركة للخطر، ومن الملاحظ أنه ليس كل المشروعات التي تمويلها شركات رأس المال المخاطر قد تنجح، حيث توجد حالات عديدة تظل فيها المؤسسات الناشئة ضعيفة، وأمام ذلك، ينبغي على شركات رأس المال المخاطر التركيز على مشروعات عدة في نفس الوقت، كما أنه عليها ألا تضع كامل ما لديها في المشروعات ذات المخاطر المرتفعة، وإنما ينبغي عليها إستثمار جزء من محفظتها في أوجه الإستثمارات الآمنة (المشروعات ذات المخاطر المحدودة)، وهذا لتغطية الخسارة المحتملة من الإستثمار في المؤسسات المرتفعة المخاطر<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 55.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 122-124.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 75.

## 4.2. الدعم المالي والفني للمشروعات الناشئة أو المتعثرة وتذليل عقباتها

تدعم شركات رأس المال المخاطر المؤسسات الناشئة أو المتعثرة، حيث تقوم بتغطية الحاجات التمويلية خلال أطوار حياتها الأولى بدون أن تطلب ضمانات أخرى بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفعالية المشاركين فيه، فرأس المال المخاطر لا يعتمد على المعايير التقليدية للمقرضين، وعلى الأخص إتجاه نتائج المؤسسة في الماضي، وإنما يعتمد على معايير أخرى تعتمد على المستقبل أكثر من الماضي، وهي المعايير اللازمة للكشف عن آفاق النمو المرتفعة للمؤسسة في المستقبل، مثل كفاءة وفعالية المشروع وتقييم التكنولوجيا المستخدمة، وخبرة وكفاءة وتخصص فريق الإدارة، والخصائص الذاتية للسوق الذي يعمل به من حيث حجمه ومعدل تطوره والعملاء المحتملين<sup>1</sup>.

كما تساهم شركات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني اللازم لإعادة هيكلة هذا النوع من المؤسسات، وفي جذب الإستثمارات إليها من خلال ما يعنيه مساهمتها في هذه المؤسسات من متابعة فنية ومالية ضرورية لإصلاح مسارها، بما يبث روح الطمأنينة في نفوس المستثمرين ويحفزهم على الإستثمار فيها للإستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطها ويزدهر، كما يتم تذليل عقبات المؤسسات الناشئة أو المتعثرة لما تتميز به شركات رأس المال المخاطر من قدرة على التعامل مع المخاطر بأسلوب ناجح إلى حد بعيد<sup>2</sup>.

وبالتالي، تعتبر شركات رأس المال المخاطر، في الاقتصاديات المعاصرة من أهم وسائل الدعم المالي والفني للمشروعات الناشئة لما تتميز به هذه الشركات من قدرة على التحكم في المخاطر، إذ تشير الإحصائيات إلى أن نسبة الإخفاقات داخل المشروعات التي تمولها شركات رأس المال المخاطر منخفضة، بل وأدنى بكثير من المتوسطات المنشورة عن حالات الإخفاق ويرجع ذلك إلى أنها تنتقي بعناية المشروعات التي تقرر تمويلها<sup>3</sup>.

كما نشير هنا، إلى أن شركات رأس المال المخاطر إلى جانب تقديمها للدعم المالي للمشروع فهي تقدم خدماتها غير المالية، والمتمثلة أساسا في توقع المشاكل ووضع الحلول الملائمة والمشاركة بفعالية في مساعدة المشروعات، ولا شك أن نجاح شركات رأس المال المخاطر في مهامها غير التمويلية، يعتمد بدرجة أكبر على مجموعة متكاملة من المتخصصين والخبراء بالأسواق والقادرين على رسم التوقعات الخاصة بمستقبل المشروع المراد تمويله<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - Pierre Battini, **Op.Cit.**, P 23.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 58.

<sup>3</sup> - Joël Bessis, **Op.Cit.**, P 11.

<sup>4</sup> - Pierre Battini, **Op.Cit.**, P 101.

## 5.2. كيفية متابعة رأس المال المخاطر للمشروعات

تتميز شركات رأس المال المخاطر بأنها شركات تمويل إيجابية أكثر منها سلبية، فمن زاوية الممارسة يفترض أنها شريك نشط لا يتوقف على أن يكون مجرد مضخة مالية للمشروعات، وإنما يضيف قيمة معينة إليها بما يقدمه لها من مساعدات في مختلف المجالات، هذه القيمة المضافة تعتبر في مراحل معينة من حياة المشروع ضرورية للغاية وهي تمثل وسيلة شركات رأس المال المخاطر في إدارة الخطر، وينشأ عنها وجود علاقة من نوع خاص بين هذه المشروعات والجهات الممولة<sup>1</sup>.

### 3. إستراتيجيات شركات رأس المال المخاطر

تتعامل الوساطة المالية المتخصصة مع عامل المخاطرة بأسلوب موضوعي، ولذلك فأغلب شركات رأس المال المخاطر تتوفر على الموارد البشرية الكفؤة في مختلف المجالات، وهذا لوضع خطط إستراتيجية وتقديم الإعانة اللازمة للمؤسسات الممولة. فقد يفتقر أصحاب المشاريع خاصة الجديدة إلى تلك النظرة الإستراتيجية والمعرفة الضرورية عن الأسواق المحلية والدولية، ولذلك فإن شركات رأس المال المخاطر توفر إلى جانب التمويل مستوى مناسب من الكفاءات التقنية والإدارية من أجل إحتواء نقائص الخطط الإستراتيجية للمؤسسة. وعليه، تتبع شركات رأس المال المخاطر في دعمها للمشاريع نوعين من الإستراتيجيات تميزها عن غيرها من المؤسسات المالية، فنجد :

#### 1.3. الإستراتيجية التمويلية

تختلف طريقة التمويل بواسطة شركات رأس المال المخاطر عن غيرها من المؤسسات التمويلية، إذ تطلب هذه الأخيرة من المؤسسة المراد تمويلها الإطلاع على ميزانيات نشاطها الماضية، بعكس الأولى، إذ تنشأ علاقة من نوع آخر بينها وبين هذه المؤسسات، إذ لها قواعد وسلوكيات وأهداف تختلف عن تلك الموجودة في التمويل التقليدي، فالميزة التي تتمتع بها شركات رأس المال المخاطر هي النظرة المستقبلية، فهي تطلب من المؤسسة المراد تمويلها خطة عمل كما سوف نرى في المبحث الموالي، يتم توضيح فيها بالتفصيل كافة مكوناتها وسياساتها وأهدافها وإستراتيجيتها، وإذا كانت المؤسسة قائمة من قبل فتحبذ أن يرفق بذلك خياراتها وأهدافها وطموحاتها وبطاقات تقنية وإحصائية حول ممارساتها الماضية لدراسة طبيعة نموها وقدرتها على تحقيق مردودية مقبولة<sup>2</sup>. وهنا يتدخل خبراء ومختصون من شركات رأس المال المخاطر ليقوموا بطبيعة القطاع المراد الإستثمار فيه، ومدى إستخدام التكنولوجيا المعروفة في سوق الصناعة، وكيف يمكن للمؤسسة أن تتبوأ مكانة في الصناعة والسوق، ومن ثمة إظهار نقاط القوة والضعف في المؤسسة المراد تمويلها.

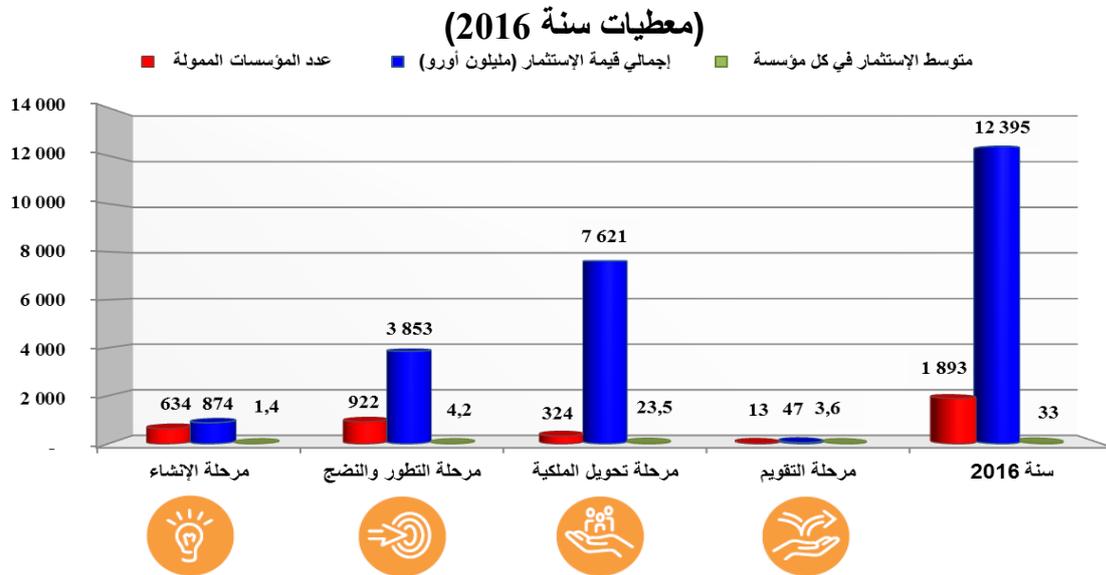
<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص ص 74-75.

<sup>2</sup> - Ibid., P 28.

كما أشار الباحث جويل بيسيس (Joël Bessis)، أن الهدف الأول للشركات هو الوصول إلى قدر معين من الأرباح كفيلة بإستمرار نشاطاتها، وعلى هذا الأساس، يعتقد الباحث أن الشركة لا يمكن أن تخصص كل موجوداتها المالية في تمويل المشروعات الخطرة، فهي مرغمة أن تعمل على تنويع محفظتها المالية من أجل ضمان حد أدنى من المخاطر وتوفر قدرة أكبر من السيولة. فقاعدة إستمرارية التمويل من هذا المنظور هو أن تقوم الشركة على إستراتيجية تنويع المشروعات سواء من حيث فرع النشاط أو من حيث الحجم وإتباع إستراتيجية عدم تخصيص كل الموجودات المالية في تمويل الإنطلاق، لأن ذلك لا يضمن إيرادات على المدى القصير، بينما تسمح المشاريع القائمة بإمكانية الحصول على مردود سنوي، بإعتبارها مؤسسات ناضجة ومستقرة نسبياً<sup>1</sup>.

وبذلك تلعب الإستراتيجية التمويلية لشركات رأس المال المخاطر دوراً معتبراً في توفير الغطاء التمويلي للمؤسسات المقبولة، ففي تقرير النشاط السنوي للجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال (AFIC) لعام 2016، إتضح أن ما يقارب 1893 مؤسسة يجري تمويلها عبر شركات رأس المال المخاطر خلال هذه السنة، حيث نجد 78% منها تمثل مؤسسات صغيرة ومتوسطة، مما ساهم في خلق 49 770 منصب عمل، مع إستثمار أكثر من 12,4 مليار أورو<sup>2</sup>. وكانت قيمة العمليات التمويلية مختلفة حسب مراحل التطور، وهو ما يوضحه الشكل الآتي:

## الشكل رقم 2-2 : إستثمارات رأس المال المخاطر تبعا لمرحلة التطور بفرنسا



**المصدر :** Rapport d'activité 2016, Association Française des Investisseurs pour la Croissance, Organisme professionnel totalement indépendant, regroupant la quasi-totalité des structures de capital-investissement en France (vu le 26/03/2018, <http://www.franceinvest.eu/fr/france-invest/Rapport-annuel.html>)

<sup>1</sup> - Joël Bessis, **Op.Cit.**, P 190.

<sup>2</sup> - Rapport d'activité 2016, **Op.Cit.**.

### 2.3. الإستراتيجيات غير التمويلية

إن المؤسسات في مجملها ينقصها المعرفة والخبرة اللازمة للتوسع في أسواق التصدير والتنوع التجاري والصناعي والخبرة التقنية والعلم بالتكنولوجيا السائدة في الأسواق،... إلخ، ولتذليل مثل هذه الصعوبات والنقائص، لابد من لجوئها إلى شركات رأس المال المخاطر فهي شريك نشط، يراقب ويتابع ويوجه هذه المؤسسات التي يشارك فيها، وهذه المتابعة الإيجابية تفيد المؤسسات في كافة مجالات التوجيه، وتتمثل هذه المتابعة في النزول إلى مواقع العمل، وإجراء تغييرات معينة إن إقتضت الضرورة لذلك، والعمل على توقع المشكلات مقدما وكيفية إحتوائها ومعالجتها مع الوقت، وإحتمال وتوقع مستقبل المؤسسات من خلال المعاينة على الطبيعة،... إلخ. وإن مثل هذه التدخلات تفيد المؤسسة في شكل قيمة مضافة تتمثل في التخفيض من المخاطر التي تقابلها وتعمل بالمقابل على تزويدها بالمعرفة المتخصصة وإمدادها بالنصائح المتصلة بتيسير سبل التطور<sup>1</sup>.

إن متابعة شركات رأس المال المخاطر للمؤسسات المراد تمويلها له أهمية بالغة في تذليل عقبات هذه الأخيرة وتحقيق التطور المنشود لها، وبذلك فهي تنفرد بطبيعة مزدوجة تتمثل في تقديم التمويل اللازم بالإضافة إلى الدعم الفني والإداري، ويمكن هنا أن نميز بين نوعين من المتابعة هما<sup>2</sup>:

#### 1.2.3. متابعة عادية

وهي النوع الغالب في المتابعة، فهي تهدف أساسا إلى تحقيق إضافة إلى قيمة المؤسسة المشارك فيها.

#### 2.2.3. متابعة غير عادية

وهي متابعة تهدف إلى الرقابة والإشراف على المؤسسة، وهذا بتوجيه القائمين على إدارة المؤسسة، قد تصل إلى حد تغييرهم إذا كانت النتائج أقل مما هو منتظر، ويعتبر هذا النوع من المتابعة نادرا لدى شركات رأس المال المخاطر لسببين رئيسيين هما :

- عدم وجود الرغبة لدى شركات رأس المال المخاطر في الإشراف على المؤسسات التي تساهم بها، وهذا لعامل التكلفة المالية وعامل الوقت الذي يتطلبه هذا النوع من المتابعة؛
- عدم وجود لدى هذه المؤسسات الموارد البشرية اللازمة لإجراء مثل هذا النوع من المتابعة، ويمكن حصر طبيعة الخدمات المقدمة للمؤسسات التي تتابعها شركات رأس المال المخاطر في ثلاثة مجالات رئيسية، وهي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> - Joël Bessis, Op.Cit., P 27.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 102.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 134.

### 1.2.2.3. المتابعة المالية

إن تزويد المؤسسة للمخاطر برأس المال بالمعلومات المالية يدفعها حتماً إلى إنشاء رقابة إدارية ومالية ملائمة، ومن الممكن أن تساهم هذه الأخيرة في إعداد الموازنات المتوقعة وإستيفاء البيانات والشروط المالية المطلوبة حال إقتراب دخول المؤسسات في السوق المالي، كما تتخذ المتابعة المالية، البحث عن أفضل طرق التمويل المتاحة لتحسين وضع المؤسسة وإظهارها في أحسن صورة، خاصة حينما تقع في المشكلات، فرأس المال المخاطر يواجه في هذه الحالة الوضع بمفرده، فهو يحرص على إجراء ترتيب جيد للمؤسسة من وجهة نظر المظهر المالي، حيث تقود الهياكل المالية للمؤسسات طبقاً لهندسة مالية متطورة تعالج مشكلاتها المالية الطارئة من أموالها الخاصة، وبكل ما يقتضيه معالجة الظرف القائم من متطلبات لازمة لإظهار المؤسسة مرة أخرى في أحسن صورة ممكنة.

### 2.2.2.3. المتابعة الإستراتيجية

بما أن تحقيق الربح الذي يعتبر الهدف النهائي لشركة رأس المال المخاطر، مرتبط بتطوير المؤسسات الممولة، فإن خياراتها الإستراتيجية لا يمكن أن تتركها لمطلق رغبة المؤسسات التي تساهم فيها، فهي تتدخل في تحديد الإستراتيجية اللازمة لدفع هذه الأخيرة إلى مزيد من التطور والإنتلاق كوضع خطة للتنمية، إنشاء نظام للرقابة على التكاليف، رسم سياسات النمو الداخلي كتطوير منتج جديد أو مرحلة إنتاجية ورسم كذلك سياسات النمو الخارجي كتطوير الأسواق ومدى ملائمة المنتج لسوق معين، والمساعدة في القضاء على مشاكل تسويق المنتجات، وقد يتم إنشاء إدارة للبحث والتطوير تتولى الحكم على المنتجات الجديدة أثناء إستمرار متابعة النمو الداخلي، أما بالنسبة لمتابعة النمو الخارجي، فإنها تشدد في حالة المؤسسات التي ليست لديها رؤية واضحة وتصور عميق عن حالة الأسواق خاصة الأسواق الأجنبية، وهناك حالات عديدة فعلاً تم فيها تعديل المنتج ليتلائم مع حالة السوق الذي سيطرح فيه، وهذا بفضل توجيهات شركات رأس المال المخاطر.

### 3.2.2.3. متابعة علاقات المشروع

يلعب هذا النوع من المتابعة دوراً مهماً في رسم صورة المؤسسة الممولة ويعمل على المحافظة على إستمرارها ودفع تطورها، حيث تكمن أهمية المتابعة التي تجريها شركات رأس المال المخاطر في هذا المجال فيما تتضمنه من نصائح عديدة ومفيدة للمؤسسات الممولة، كعملية النصيح ومساعدتها على ترتيب وتنظيم مواعيد مع العديد من الشركاء المحتملين في الخارج، من أجل توسيع القدرة التمويلية ودخولها في إطار دولي واسع وما يجب أن يوضع على مائدة المفاوضات في المرحلة التمهيديّة للإتفاق، وما هي أفضل شروط نموذجية للعقد،...إلخ.

ويتطلب هذا النوع من المتابعة، وجود فريقين في شركة رأس المال المخاطر هما<sup>1</sup>:

- فريق مالي، يهتم بإدارة الشؤون المالية والتعديل الجغرافي لرأس المال، والأسس القانونية والضريبية،...إلخ؛

- فريق صناعي، يعمل على توقع المشاكل ووضع الحلول الملائمة، والمشاركة بفاعلية في مساعدة المؤسسات الممولة، فلا شك أن نجاح شركات رأس المال المخاطر في مهامها غير التمويلية، يعتمد بدرجة أكبر على مجموعة متكاملة من المتخصصين والخبراء بالأسواق والقادرين على رسم التوقعات الخاصة بمستقبل المؤسسة الممولة<sup>2</sup>.

وتتزايد مهمة متابعة المؤسسات في حالة التصدي لتمويل مؤسسة حديثة النشأة أكثر منها في حالة التصدي لتمويل مؤسسة في حالة تطور ونمو، ففي الحالة الأولى نجد أن المؤسسات المعنية لازالت في مهدها وفي حاجة إلى النصح والإرشاد، حيث يكون مفهومها للوضع هو الأكثر أهمية، أما في الحالة الثانية، فهي في حاجة لتوسيع النشاط أو تطويره فقط، لذا فإن تدخلات وتوجيهات شركات رأس المال المخاطر تقل للغاية لتصبح أقرب ما يكون لتدخلات نصف نشطة<sup>3</sup>.

تناولنا في هذا الجزء دور شركات رأس المال المخاطر في توفير التمويل اللازم للمؤسسات ذات العجز المالي، وهذا بعد عرضنا لمفهوم رأس المال المخاطر وإعطاء لمحة تاريخية عن نشأته وخصائصه التي تميزه عن باقي الأنظمة التمويلية القائمة، حيث أكدنا على أهمية وجود هذه المؤسسات التمويلية في الاقتصاد المعاصر كضرورة حيوية لتوفير التمويل اللازم للمؤسسات الجديدة والمتعثرة خاصة، والتي تعرف صعوبة في الحصول على التمويل الضروري نظرا لطبيعتها الخاصة، كما تعرفنا على علاقة نظام التمويل برأس المال المخاطر والأنظمة التمويلية التقليدية من عدة جوانب، حيث وقفنا على أن إنشاء شركات رأس المال المخاطر جاء محاولة لسد جزء من الفجوة التمويلية الناتجة عن عزوف المؤسسات المالية القائمة عن التدخل لتغطية الطلب على التمويل في المراحل التي تتميز بدرجة عالية من المخاطرة، وتوفير التمويل لكل قطاع من القطاعات بصورة متخصصة، وهذا من خلال مختلف الإستراتيجيات المتبعة والتي تميزها عن غيرها من المؤسسات المالية الأخرى.

<sup>1</sup> - Ibid, P 133.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص 110.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 28.

## المبحث الثاني : آلية عمل شركات رأس المال المخاطر

إن الأفكار لا تساوي شيئا مهما كانت أهميتها وقيمتها الإستثمارية والاقتصادية ما لم يتم تجسيدها ومن ثم تطويرها، وهو أمر ليس بالسهل ويحتاج إلى مهارات فنية وقدرات خاصة للتغلب على المشاكل المالية والمخاطر التي تعترض عملية ترقية الفكرة من مجرد فكرة نظرية على الورق إلى واقع ملموس.

وهنا تلعب شركات رأس المال المخاطر دورا مهما لمواجهة التحديات التي يصادفها المشروع خلال دورة حياته، والمتمثلة أساسا في تحديات أساسية في مرحلة ما قبل الإنشاء، تتمثل في تكاليف البحث والتطوير السابقة للإطلاق، ومن ثم تصميم المنتج وإستصدار براءة الإختراع، ومن ثم تحديات رئيسية في مرحلة الإنشاء والتنمية تتمثل في مدى ملائمة المنتجات للحاجات الفعلية للسوق والسيطرة على الشروط الصارمة للإنتاج والإيجار من جهة، ومن جهة أخرى رسم جبهات لتسويق المنتجات، تنويعها وتجديدها. كما يواجه المشروع أيضا مشاكل تؤثر في نجاحه وإستمراره ومن بين هذه العراقيل مثلا رغبة مؤسسه في الرحيل، أو عدم تكيفه مع غيره من المؤسسين، ويتم الحفاظ على كيان المشروع من الإنهيار، بتحويله إلى أحد المؤسسين الأكثر فعالية أو بتحويل الملكية إلى أي طرف آخر. وفي الأخير هناك صعوبات شديدة تواجه المشروع ترجع إلى دخوله في مرحلة الهبوط، مما يتطلب إستثمارات مالية ضخمة تعمل على تجنبه التأثيرات السلبية لهذا الهبوط<sup>1</sup>.

وعليه، سنحاول من خلال هذا المبحث عرض لمختلف المراحل الرئيسية التي تمر بها عمليات التمويل لمشروع برأس المال المخاطر، والوقوف عند أبرزها لشرحها وتبيين مختلف جوانبها من خطوات وإجراءات وجب إتباعه وإحترامها لإتمام عملية التمويل من خلال هذه الآلية التمويلية.

### المطلب الأول : مرحلة ما قبل التمويل

إن مرحلة ما قبل التمويل هذه تسمى أيضا بمرحلة ما قبل المساهمة أو مرحلة الغريلة، وهي مرحلة إقصائية في غاية الأهمية تسبق إتخاذ القرار الإستثماري في مؤسسة معينة، يقوم من خلالها المخاطر برأس المال بإستبعاد الملفات غير المناسبة والإحتفاظ بالملفات الجيدة فقط. ويمكن تجزئة هذه المرحلة إلى المستويات الآتية :

#### 1. مرحلة التحليل الأولي

خلال هذه المرحلة يتمكن المخاطر برأس المال من أخذ نظرة أولية على جودة المشروع المرشح للتمويل، ويعتمد في ذلك على بعض المقابلات التي تجمعها بصاحب المشروع، وكذا الدراسة

<sup>1</sup> - Pierre Battini, Op.Cit., PP 25-26.

الأولية لملف الترشيح وإخضاعه للمعايير الأساسية لإتخاذ القرار. لذلك إرتأينا أنه وقبل التطرق لهذه المعايير، من الضروري تقديم الملفات الواجب إعدادها لهذا الغرض، ويتعلق الأمر بخطة العمل.

### 1.1. خطة العمل

يعتمد البنك في إتخاذ قراره التمويلي على المعلومات المتعلقة بماضي المشروع المراد تمويله، حيث عادة ما يطلب حسابات الدورات السابقة، وبخلاف المخاطر برأس المال فهو يعتمد على المعطيات المستقبلية.

هذه الأخيرة يوفرها مستند يعرف بإسم خطة العمل أو كما يسميه البعض الآخر خطة التطوير، حيث أنه لا يقوم فقط بعرض المشروع المرشح للحصول على التمويل، بل يعرض أيضا مختلف الوسائل المالية، البشرية، التقنية... إلخ، والتي تم تسخيرها لبلوغ الأهداف المسطرة والتوقعات المالية لأجل معين.

#### 1.1.1. ماهية خطة العمل

تعتبر خطة العمل بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن من تقييم فرصة الإستثمار المقترحة، حيث يقرر المستثمر إعتقادا عليها مواصلة أو التوقف عن دراسة ملف الترشيح، وتكتسي خطة العمل أهمية كبيرة في مهنة رأس المال المخاطر حتى أن هناك من يسمي هذا المستند بفتح الأبواب.

حيث يعرف برنارد يون (Bernard Yon) خطة العمل بأنها، الأهداف المسطرة، الوسائل المسخرة والنتائج المتوقعة للمنشأة الجديدة<sup>1</sup>، أما بيير باتيني (Pierre Battini) فيعرفها بأنها، الصياغة النوعية والكمية لمشروع المنشأة<sup>2</sup>.

من خلال هذه التعاريف، نجد أن خطة العمل تقوم على عرض الإستراتيجية المتبعة لتحقيق أهداف المؤسسة في إطار السياسة المتبعة، أي سبل ووسائل الوصول إلى النجاح، فهي تمكن من إعطاء المطلع عليها فكرة أولية سريعة وسهلة عن نوع المشروع وصاحبه، والتأكد من الفهم الجيد وتحكم صاحبه في فكرة المشروع.

#### 2.1.1. شكل ومضمون خطة العمل

خطة العمل عبارة عن مستند يضم جزأين، الجزء الأول نوعي يعرض الخيارات والإستراتيجيات، أما الجزء الثاني فهو كمي يضم جداول عديدة تعكس نتائج الخيارات السابقة،

<sup>1</sup> - Bernard Yon, *Innovation et capital-risque : le cas des biotechnologies*, Edition Organisation, Paris, 1992, P 113.

<sup>2</sup> - Pierre Battini, *Op.Cit.*, P 78.

كالحسابات التقديرية للإستغلال، ميزانيات تقديرية، جداول التمويل والخزينة... إلخ. كما أن على خطة العمل أن تجيب على الأسئلة الخمسة الآتية<sup>1</sup>:

- ما هي غاية المؤسسة ؟
  - ما هي السياسة العامة للمؤسسة ؟
  - ما هي أهداف المؤسسة بالأرقام ؟
  - ما هي الإستراتيجية المتبعة من طرف المؤسسة لبلوغ النجاح ؟
  - ما هي المردودية المالية التي يحققها المستثمرون ؟
- أما فيما يخص محتوى خطة العمل، فإن الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA)، توصي بأن تتضمن كل خطة عمل المعلومات الآتية<sup>2</sup>:
- السيرة الذاتية لصاحب المؤسسة والمسيرين الأساسيين؛
  - إحصائيات متعلقة بالمبيعات والأسواق؛
  - أسماء الزبائن المحتملين والطلبات المسبقة، وكذا معلومات عن المنافسين وتقييمهم؛
  - المعلومات المالية الضرورية عن المشروع؛
  - معلومات عن البحث والتطوير؛
  - سيرورة الإنتاج ومصادر التمويل؛
  - الخصائص والمعايير الضرورية للمصانع؛
  - المقالات والتحليل الصحفية المنشورة عن القطاع؛
  - التشريعات والنصوص القانونية حول حماية المنتجات وتقنيات الإنتاج.
- وعموما يمكننا عرض محتوى خطة العمل بإختصار في الجدول الآتي :

<sup>1</sup> - Ibid, PP 80-81.

<sup>2</sup> - Eric Stephany, **La relation capital risque et PME : fondements et pratiques**, Edition de boeck, Bruxelles, 2003, PP 106-107.

## الجدول رقم 1-2 : هيكل خطة العمل

المحور	أهم المعلومات
ملخص و خلاصة	على الملخص أن يحتوي على معلومات تدفع بالمستثمر إلى مواصلة قراءة باقي خطة العمل (تاريخ الإنشاء، القطاع، الأسواق، التسيير، الأهداف، التمويل، نسبة رأس المال، المردودية المنتظرة،... إلخ).
عرض المشروع	سواء بالنسبة لمؤسسة موجودة أصلا أو مؤسسة قيد الإنشاء.
المحيط الاقتصادي	عرض لمختلف مكونات المحيط الاقتصادي وتطوراته : الفرص والتهديدات الاقتصادية الكلية، قطاع وفرع النشاط، حواجز الدخول إلى القطاع.
السوق	عرض عملي وشامل لتطورات السوق : الطلب (الزبائن، العادات الاستهلاكية،... إلخ)، العرض (هيكل العرض، التوجه الجغرافي،... إلخ)، المنافسة (المنافسين، حجمهم، أرقام أعمالهم، نقاط قوتهم وضعفهم، الداخولون المحتملون للسوق)، المنتجات الإحلالية.
السلعة / الخدمة	إبراز أن المنتج حل لمشكل مطروح، عرض شامل للمنتج، منفعه، درجة الابتكار، ميزته التنافسية، حمايته (براءة الاختراع).
الأهداف	الأهداف السوقية (الحصة المستهدفة)، الأهداف المالية (رقم الأعمال، مستوى المردودية،... إلخ)، أهداف أخرى (صورة العلامة، تحفيز العاملين،... إلخ).
الموارد التسييرية والتنظيمية	إبراز أن الموارد المتوفرة قادرة على تطوير وإنجاح المشروع : الموارد البشرية، الموارد المالية، التنظيم، المعارف،... إلخ.
الخطة العملياتية	- خطة التصنيع : الإمكانيات المسخرة، المقابلة من الباطن، التمويل، المورددين، تنظيم التصنيع (حسب الطلبية، بكميات كبيرة أو صغيرة)، الرقابة، التخطيط. - خطة التسويق : التوزيع، سياسة التسعير، سياسة الإتصال، تقدير المبيعات، الهيكل التنظيمي. - الأنماط التسييرية : الإدارة بالأهداف، اللامركزية،... إلخ. - البحث والتطوير.
الخطة المالية	على المعلومات المالية أن تتمحور حول ثلاثة أقطاب أساسية، وهي : - الإحتياجات المالية. - الموارد الممكنة. - المردودية المقدر. وبالتالي تقديم : وثائق محاسبية، جداول مالية، تطور الميزانيات تبعا لمختلف السيناريوهات، خطة التمويل، تقدير الحاجات والموارد المالية.
الخروج المنتظر	عرض لكيفية وثوقيت خروج المستثمر من رأس المال وكذا أخطار وفرص الخروج.
ملاحق	السير الذاتية لفريق صاحب المؤسسة، منشورات ومقالات صحفية،... إلخ.
مرجعيات	قائمة الأشخاص الذين بالإمكان الإتصال بهم لمعرفة نوعية الكفاءات وتقدير المشروع.

### 3.1.1. ملفات ووثائق أخرى

إضافة إلى خطة العمل التي تعتبر الملف الأساسي في نشاط رأس المال المخاطر، تبرز هناك أشكال أخرى من الملفات التي يستعملها أصحاب المؤسسات لعرض مشاريعهم على المخاطرين برأس المال، ويتعلق الأمر هنا بكل من الوثائق الآتي ذكرها :

#### 1.3.1.1. المذكرة العمياء

وهي تقديم في صفتين للمؤسسة، توزع بطريقة أوسع من خطة العمل، وتكون مستوحاة من ملخص هذه الأخيرة. فيقوم صاحب المؤسسة بتوزيعها على عدد كبير من المستثمرين باعتبارها ملخص لخطة العمل لا تظهر فيها المعلومات السرية<sup>1</sup>.

#### 2.3.1.1. العرض التسييري

وهو عبارة عن عرض سريع للمؤسسة وإستراتيجيتها، بحيث يكون له إستعمالين، فمن جهة يرسل مع خطة العمل من أجل تقديم مقاربة تسويقية وشاملة للمستثمر، ومن جهة أخرى، عرض المشروع على جمهور من المستثمرين، حين تقوم مجموعة من المؤسسات بعرض مشاريعها بالتتابع وتحصل كل منها على حوالي عشرة دقائق. أما المحتوى المعلوماتي للعرض التسييري فإنه أقل منه في خطة العمل وأكثر منه في المذكرة العمياء<sup>2</sup>.

وفي الأخير، تبقى خطة العمل أهم الملفات وأكثرها إستخداما في طلب تمويل رأس المال المخاطر، وهي كما شبهها برنارد يون ببندقية ذات طلقة واحدة، إما أن تصيب الهدف أو تخطئه، ووقت إعادة الشحن طويل ما يسمح بهروب الطريدة<sup>3</sup>. إذا لابد من إعدادها بعناية كبيرة، فعلى خطة العمل أن تكون بسيطة، واضحة، كاملة، دقيقة ومفصلة في كل مكوناتها، كما عليها أن تتصف بالمرونة التي تسمح ببعض التعديلات من وقت لآخر.

#### 2.1. معايير إتخاذ القرار

إن إعداد خطة العمل يكلف صاحب المؤسسة وفريقه من الوقت، والجهد والمال ما يجعله بمثابة إستثمار، وتعتبر خطة العمل إستثمارا جيدا، لأنها تشكل قاعدة للتفاوض مع المخاطر برأس المال. هذا الأخير يأخذ فكرة مبدئية عن المشروع بعد دراسته الأولية لخطة العمل وإخضاع مضمونها للمعايير الأساسية اللازمة لإتخاذ القرار، حيث تتحكم في إتخاذ القرار السياسة الإستثمارية

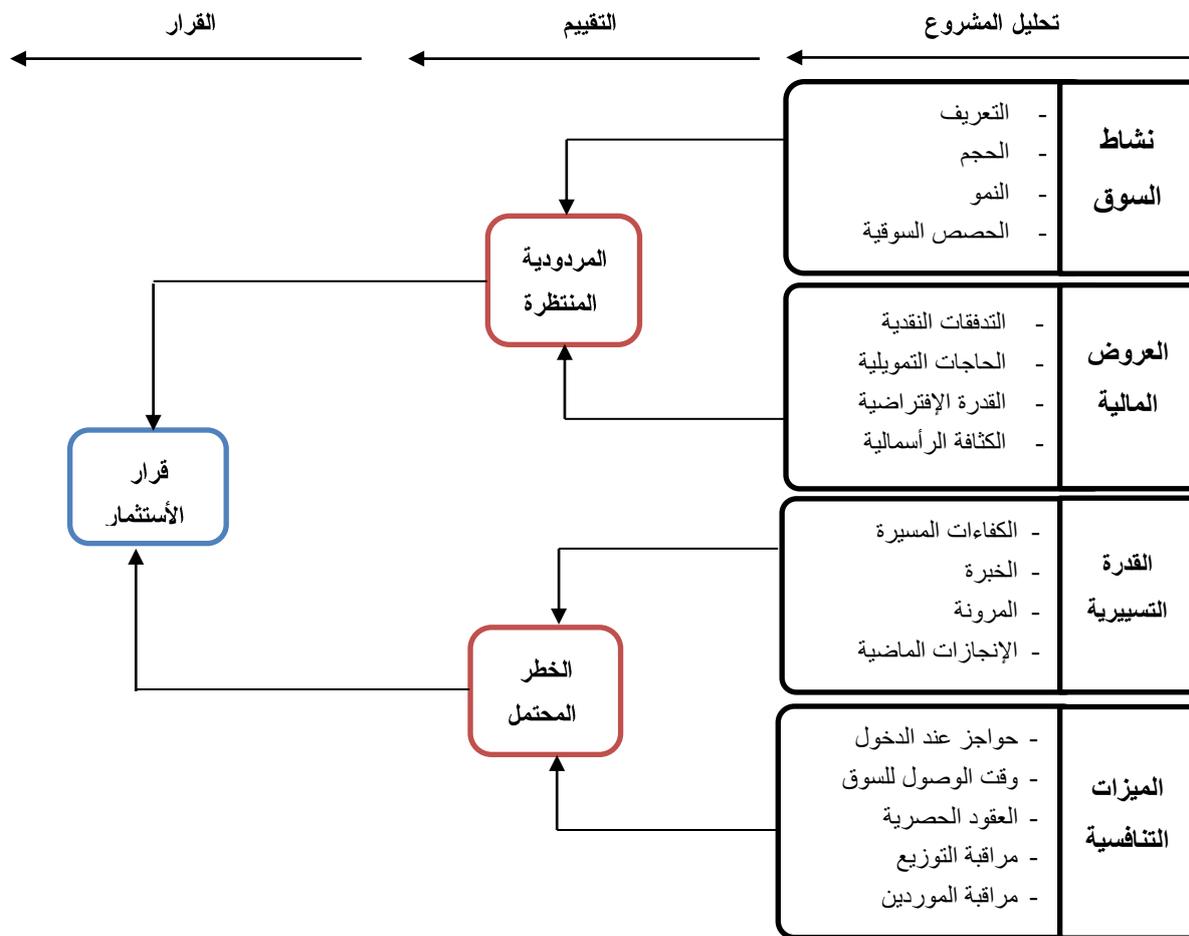
<sup>1</sup> - Gilles Mougnot, **Tout savoir sur le capital investissement : capital risque, capital développement**, LBO, Edition Gualino, Paris, 2007, PP 163-164.

<sup>2</sup> - **Ibid**, PP 164-165.

<sup>3</sup> - Bernard Yon, **Op.Cit.**, P 115.

المحددة من طرف مستثمري شركة رأس المال المخاطر كحجم المؤسسة، قطاع نشاطها وطور نموها، تطورات محفظة المساهمات في فترة القيام بتقييم المؤسسة، المدة النظرية للخروج من رأس مال المؤسسة. لكن الأمر المشترك بين كل شركات رأس المال المخاطر هو كون الإختيار يكون على أساس التحكيم الكلاسيكي بين الخطر والمردودية، أي البحث على مشروع ذو ربحية وإستعدادات عالية مقابل أخطار متحكم فيها. والشكل التوضيحي أدناه، يبين المعايير المعتمدة في عملية التحكيم، فنجد :

### الشكل رقم 2-3 : معايير المخاطرين برأس المال لتقييم مردودية وخطر المشروع



المصدر : Frédéric Mascré, Geoffroy Dubus, Jean-Sébastien Lantz, Yvan-Michel Ehkirch et Philippe Crochet, **Capital risque et valorisation de la recherche**, Edition AFIC, 2005, P 13

كما أن بيير باتيني قدم جملة من المعايير التي يعتمد عليها المخاطرون برأس المال لإتخاذ القرارات الإستثمارية، ففي مرحلة الإنشاء يتعلق الأمر بكل من<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> - Pierre Battini, **Op.Cit.**, PP 98-101.

### 1.2.1. التسيير

يعتبر العامل البشري أهم ما يركز عليه المخاطرون برأس المال، وهذا يعود للدور الكبير الذي يلعبه هذا العامل في نجاح أي مشروع. ويعتبر تقييم الكفاءات أصعب معيار حيث أن المخاطرون يرجعون غالباً أسباب الفشل إلى الأخطاء المرتكبة عند القيام بتقييم العنصر البشري.

### 2.2.1. الثنائي منتج / سوق

يهتم المخاطرون برأس المال بجودة المنتج، ميزته التنافسية والزيائن الذين يستهدفهم، كما يهتمون أيضاً بالسوق، حيث يجب أن لا يكون صغيراً جداً حتى يضمن ربحية المشروع ولا يكون كبيراً جداً حتى لا تكثر المنافسة، كما يجب أن ينمو بسرعة تقل عن سرعة نمو المؤسسة، وأن لا يحتوي على حواجز عند الدخول كما هو الحال بالنسبة للنشاطات التي تتطلب ممارستها الحصول على رخصة إدارية أو بالنسبة للمنتجات التي لديها براءة اختراع.

### 3.2.1. الجوانب المالية

هناك ثلاثة جوانب مالية رئيسية تساعد على إتخاذ القرار، تتمثل في مردودية المشروع في حد ذاته، معدل العائد الذي تريد أو تستطيع شركة رأس المال المخاطر تحقيقه وأخيراً المبلغ المستثمر، حيث يجب أن لا يتعدى إمكانياتها المالية.

وفي نهاية مرحلة التحليل أو الدراسة الأولية لخطّة العمل وإخضاع المعلومات التي تتضمنها للمعايير الأساسية لإتخاذ القرار، يحصل المخاطر برأس المال على فكرة أولية عن جودة المشروع، وبالتالي فإنه يقدم إجابة مبدئية لصاحب المؤسسة، إما لمواصلة باقي الخطوات التقييمية أو الإنسحاب لعدم إقتناعه بجودة المشروع.

### 2. مرحلة الدراسة المعمقة

بعد إجتياز مرحلة التحليل الأولي، والتي تشهد مقابلات وزيارات للمؤسسة المعنية، أصبحت لدى المخاطر برأس المال فكرة واضحة نوعاً ما عن المشروع المرشح، في حال قرر الذهاب بعيداً رفقة هذا المشروع، وبالتالي يمر إلى مرحلة جديدة الهدف منها هو إختبار بعض النقاط الحساسة بدقة أكثر، وهذا من خلال أعمال الفحص، التدقيق والمراجعة، وهي عملية مكلفة للمخاطرين، حيث تتراوح تكلفتها من 02% إلى 05% من مبلغ الإستثمار المعني، وبالتالي فإذا كان المخاطر برأس المال مضطراً للإستعانة بإستشارات لخبراء خارجيين ويتحمل كل هذه التكاليف، فذلك يعكس إهتمامه الفعلي بالمشروع المعني. في حين أن الإنتقال إلى هذه المرحلة يتم بعد إمضاء وثيقتين تعاقديتين، ويتعلق الأمر بكل من :

- إتفاق السرية، وهدفه هو ضمان حق صاحب المؤسسة في الحفاظ على سرية المعلومات التقنية، القانونية، المحاسبية والمالية التي يتمكن المخاطر برأس المال من الإطلاع عليها. هذا الإتفاق يعرض ويحدد قدر الإمكان كل المعلومات التي يعتبرها صاحب المؤسسة خاصة أو سرية.

- خطاب النية، يعتبر بمثابة حجر الأساس للبناء القانوني الذي سيثيد بين الطرفين. فبما أن الطرفين لا يزالان في فترة المحادثات فإن انسحاب أي طرف أمر وارد بحكم عدم إجبارية مواصلة المحادثات، وبالتالي فإن إمضاء هذه الوثيقة يجعل انسحاب أحد الطرفين أمرا أكثر صعوبة.

إن من أهم الدراسات والمراجعات التي تشهدها هذه المرحلة، يمكن تلخيصها فيما يلي<sup>1</sup>:

### 1.2. دراسة إستراتيجية

تهدف هذه الدراسة إلى المراجعة والتحقق من فرضيات النمو الخاصة بالقطاع ورقم الأعمال، الأمر الذي يعتبر صعبا في حالة القطاعات التكنولوجية، وهذا ما يفسر تخصص المخاطرين برأس المال في قطاعات معينة بهدف الحكم على فرص المشروع بشكل أفضل.

### 2.2. دراسة السوق

هذه الدراسة يمكن أن تتجزأ في إطار الدراسة السابقة أو منفصلة عنها، تتم على الزبائن الحاليين أو المحتملين بدراسة معايير إستهلاكهم، كما يتأكد المخاطر برأس المال من كون المنتج فريد من نوعه ويمتلك مؤهلات تقنية للنجاح مقارنة بمنتجات المنافسين. كما تتم الإستعانة بخبراء من القطاع من أجل التأكد من أن المنتج غير مقلد لمنتج آخر ولم يتم تقليده.

### 3.2. دراسة الصناعة

ويتعلق الأمر بمراجعة تكاليف إعداد المنتج، بناء مصنع جديد وكذا فاعلية السيرورة الصناعية المتبناة.

### 4.2. تقييم عقاري

إذا كانت الموجودات العقارية تمثل عنصرا هاما في أصول المؤسسة، يلجأ المخاطر برأس المال إلى خبراء في المجال لتقييمها، لكي يؤخذ في الحسبان القيمة الحقيقية لها.

### 5.2. مراجعة محاسبية

يستعين المخاطر برأس المال بمكتب مراجعة حسابات، حيث يقوم هذا الأخير بفحص الحسابات السنوية، الحسابات المؤقتة وتقديرات المردودية الاقتصادية للمؤسسة. ومن ثم يقدم مراجع

<sup>1</sup> - Gilles Mougenot, Op.Cit., PP 218-222.

الحسابات رأيه للمخاطر برأس المال الذي يقوم بمقارنته بالتقديرات المسجلة في خطة العمل المقدمة من طرف صاحب المؤسسة.

## 6.2. مراجعة قانونية وضريبية

يقوم محامي المخاطر برأس المال بمراجعة مختلف عقود المؤسسة إضافة إلى التأكد من الوضعية الضريبية، كما يقوم في حالة حيازة المؤسسة لبراءة إختراع، من التأكد من أنها فعلا من حق المؤسسة وأنها محمية على المستوى الوطني والدولي إن إقتضى الأمر.

## 7.2. مراجعة بيئية

تأكد المخاطر برأس المال من أن المشروع خصوصا إذا كان يقوم على التصنيع غير ملوث للبيئة، لأنه في الحالة العكسية سيحمله تكاليف إضافية كغرامات مالية تؤثر على ربحية المشروع.

## 8.2. مراجعة الإعلام الآلي

تلعب حظيرة الإعلام الآلي دورا محوريا في أداء المؤسسات، وبالتالي فإن المخاطر برأس المال يكلف الجهة المختصة بخدمات الإعلام الآلي لدراسة حالة عتاد الإعلام الآلي للمؤسسة، لكي يؤخذ في الحسبان تجديدها ضمن الإستثمارات المستقبلية إذا تطلب الأمر ذلك.

## 9.2. مراجعة الكفاءات

يكلف مكتب إستشارات الموارد البشرية بمراجعة تنظيم المؤسسة، والتأكد من التعريف الجيد والمتناسق للمناصب، كما يقوم أيضا بمقابلة أهم إطارات المشروع والتأكد من إمتلاكهم القدرات والكفاءات اللازمة لإنجاحه.

## 10.2. مراجعة التأمينات

يقوم مكتب متخصص في التأمينات من التحقق من وثائق التأمين، ويعتبر الأمر في غاية الأهمية لبعض النشاطات خاصة الصناعية التي تتطلب إتفاقات تأمينية مناسبة.

وفي نهاية هذه المرحلة وإطلاقا من المعلومات المتحصل عليها، تتشكل لدى المخاطر برأس المال فكرة أكثر وضوحا عن المشروع، وتكوين قاعدة صلبة في المفاوضات، كما أنها تؤثر في تحديد قيمة المؤسسة.

## 3. مرحلة التقييم المالي للمشروع

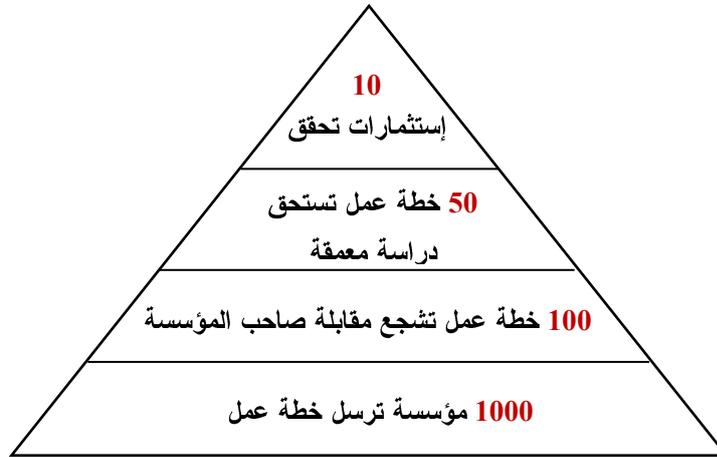
يعتبر التقييم المالي أهم إجراء تقييمي يقوم به المخاطر برأس المال، حيث يتعين عليه معرفة مردودية المشروع وإستعداداته المستقبلية للنمو وتحقيق قيم مضافة، وكذا معرفة قيمة المؤسسة

وبالتالي أحسن سعر يدفع لحياسة نسبة معينة من رأسمالها. ومن بين التقنيات المتبناة في هذا الصدد، والتي كانت محور إهتمام العديد من الإصدارات التي أجمعت على صعوبة الأمر عند تعلقه بحالة الإنشاء، نجد معدل العائد الداخلي، تقنيات مرتبطة بالذمة المالية، تقنية المضاعفات وكذا تقنيات حديثة أخرى منها تقييم العائد الاقتصادي وتقنيات قائمة على نظرية الخيارات.

وعلى هذا الأساس، تختلف الطريقة التي تحصل بها شركات رأس المال المخاطر على الفرص الإستثمارية، فبمجرد حصولها على ملفات الترشيح تقوم كما رأينا بتمريرها على عدة مراحل إنتقائية مختلفة الدقة، حيث تخضع أولا لتحليل أولي لرؤية ما إذا كانت المعطيات المتضمنة في خطة عملها تستجيب للمعايير الضرورية، فإذا تخطت هذه المرحلة تخضع لمرحلة الدراسة المعمقة والتي تعكس الإهتمام الفعلي للمخاطر برأس المال بالمشروع المعني، لتصل إلى مرحلة التقييم المالي التي تؤدي إلى وضوح الصورة وإتخاذ المستثمر لقراره النهائي.

في حين تظهر الأرقام أن عددا قليلا جدا من المشاريع المرشحة تحصل على قرار الموافقة، حيث أن العملية تخضع لمنطق هرم سيلفر (Silver)، الذي يبين أنه من بين 1000 ملف مرشح، 10 فقط تحصل على التمويل أي ما نسبته 01%.

#### الشكل رقم 2-4 : هرم سيلفر (Silver) للمرشحين



المصدر : Joël Bessis, Op.Cit., P 117

نفس الأمر أكدته دراسة نشرت سنة 1994، حيث أظهرت أن 50% من الملفات ترفض بعد القراءة الأولى، 35% بعد القراءة المعمقة، 10% بعد مرحلة العناية الوافية، 04% بعد الفشل في المفاوضات و 01% فقط تنجز<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - Gilles Mougenot, Op.Cit., P 223.

## المطلب الثاني : مرحلة التمويل

بعد التأكد من جودة وفرص نجاح المشروع المرشح للتمويل، وإنهاء المفاوضات بين الطرفين بنجاح وإتخاذ المستثمر للقرار الإستثماري، ينهي الطرفين المرحلة السابقة بما يسمى التركيب القانوني والمالي، والذي يعتبر أول خطوة رسمية لها بعد عملي أكثر، وهذا لإقامة وتجسيد الشراكة بين الطرفين.

حيث أن التمويل برأس المال المخاطر يقوم على مجموعة من العقود القانونية التي يهدف المخاطرون برأس المال من خلالها إلى حماية مساهماتهم، من مختلف المخاطر المحتملة التي تم الوقوف عليها أثناء الدراسة المعمقة، ومن جهة أخرى إلى وضع شروط وقواعد شراكة ناجحة وفعالة. هذه المقاربة القانونية تكتمل بإختيار الأدوات المالية التي تتشكل بواسطتها وتقوم عليها التركيبية المالية للمشروع، والتي تحدد طرق متابعة المخاطر برأس المال للمشروع وكذا طريقة الخروج المرتقبة منه.

إن التركيب القانوني والمالي يعتبر آخر الخطوات الإجرائية التي تسبق تجسيد عملية تمويل رأس المال المخاطر على أرض الواقع، حيث أنه وبعد إنتهاء كل الخطوات الإجرائية اللازمة، تحصل المؤسسة على التمويل اللازم لمشروعها، وتقوم شراكة بين صاحب أو أصحاب المشروع من جهة وشركة رأس المال المخاطر أو من يمثلها من جهة أخرى.

سنقوم هنا بعرض ووصف لمرحلة حياة الشراكة التي يعمل فيها الطرفين سويا وفقا للأسس والقواعد المسطرة في الإتفاقيات والعقود المبرمة بينهم، بهدف إرساء شراكة فعالة قصد إنجاح المشروع وتحقيق الأهداف المسطرة في خطة العمل. وتنقسم هذه المرحلة بدورها إلى المراحل الآتية:

### 1. مرحلة الإنشاء

في هذه المرحلة يتم توفير الغطاء التمويلي للمؤسسة في بدايتها أي عند إنطلاقها، وهي المرحلة التي تشهد أول دور تمويلي لرأس المال المخاطر، فتوفير الأموال الخاصة يمثل عادة العامل الأساسي الذي يمكن من مواجهة المصاريف الإعدادية، كمصاريف التأسيس، حيازة التجهيزات ومصاريف التشغيل، وبالمقابل فإن نقصها أو عدم إمكانية الحصول على الأموال الأجنبية كالقروض، يشكل عادة عامل ضعف للمشاريع الناشئة وسبب أساسي لإنذارها قبل عملية إنطلاقها. وينقسم هذا التمويل بدوره إلى قسمين هما :

### 1.1. رأس مال ما قبل الإنطلاق

يهدف رأس المال المخاطر هنا إلى التمويل المسبق لإنطلاق المؤسسة، حيث تقدم الأموال اللازمة لتغطية حاجات هذه المرحلة والمتمثلة عادة في تكاليف البحث والتطوير السابقة لإنطلاق النشاط الإنتاجي على نطاق تجاري، والمتضمنة تصميم المنتج، تقنية جديدة، إعداد نموذج أولي، إستصدار براءة الإختراع،... إلخ<sup>1</sup>. وبالتالي هنا التمويل يهدف إلى إثبات قابلية وإمكانية إنجاز وإنجاح فكرة المشروع المعدة في خطة العمل.

ففي هذا السياق، هناك عدة مؤسسات عالمية رأت النور بفضل هذا الشكل التمويلي، ولعل من أبرزها تلك المتواجدة في هضبة السيلكون بكاليفورنيا، وهي مؤسسات أطلقها مبتكرون في مستودعاتهم الخاصة، في البداية كانت ممولة من طرف الأقارب والأصدقاء، أو من طرف ممولين خواص يبحثون عن ميزات ضريبية كملائكة الأعمال، ثم أصبحت فيما بعد مجتمعات عالمية مدرجة بالبورصة وتحقق أرقام أعمال خيالية.

إذن الملاحظ أن رأس مال ما قبل الإنطلاق هو تمويل متضمن لمخاطر كبيرة ويتطلب وقت طويل لتحقيق عائدات، لهذا لا يحظى بإقبال كبير من طرف الممولين، إلا أولئك الذين يراهنون على الأفكار الجريئة ويتحملون مخاطر كبيرة على أمل الحصول على عائدات أكبر من تلك التي تحققها المشاريع غير المبتكرة أو من تلك المحققة عند الإستثمار في المراحل اللاحقة، ما يوجب تدخل شركات رأس المال المخاطر لتوفير التمويلات اللازمة لهذه المرحلة الحساسة من حياة المشاريع الإستثمارية.

### 2.1. رأس مال الإنطلاق

هو رأس المال للمرحلة الأساسية لتدخل رأس المال المخاطر، وهو يخصص لتمويل المؤسسات التي دخلت مرحلة الإنشاء، أو في بداية النشاط أي في السنوات الأولى من التواجد، حيث تكون المؤسسة عند هذه المرحلة قد أنهت تطوير منتجها، وتحتاج إلى أموال للبدء في تصنيعه وتغطية نفقات تسويقه، حيث لم تتمكن بعد من توليد أية مكاسب، وبالتالي يتفرع رأس مال الإنطلاق إلى مرحلتين، فنجد مرحلة الإنطلاق التي تغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية لحياة المشروع، ثم مرحلة التمويل التي تغطي نفقات البداية التجارية<sup>2</sup>، وفيها تشهد المؤسسة بيع الكميات الأولى من المنتج وبالتالي الحصول على أول التدفقات النقدية.

<sup>1</sup> - رويبة عبد السميع وحجازي إسماعيل، مرجع سبق ذكره، ص 08.

<sup>2</sup> - عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص 85.

كما تجدر الإشارة هنا، إلى أن العديد من المراجع تضم مرحلة ما قبل الإنطلاق ومرحلة الإنطلاق في مرحلة واحدة، ويمكن ضمهما تحت جناح شكل تمويلي واحد يعرف برأس مال الإنشاء. فنجد أن مرحلة الإنشاء تعتبر من أصعب المراحل التي تمر بها المؤسسة من الناحية التمويلية، لأنها تجمع كل المخاطر التي تعرفها أي مؤسسة جديدة، وذلك لتعلقها بمشروع يعمل في مستوى أدنى من المرحلة اللازمة للوصول إلى الإستغلال، ومن ثم فإنه لا يقدم أدنى ضمانات لمموليه، ولهذا السبب تكون حاجاتها التمويلية غير مقبولة لدى مؤسسات التمويل التقليدية، بحيث تمثل شركات رأس المال المخاطر المصادر المالية الوحيدة التي تقبل تمويل هذه المرحلة بالكامل<sup>1</sup>.

كما يعود سبب صعوبة هذه المرحلة إلى وجود المخاطر في حدها الأقصى، ورغم ذلك إلا أن شركات رأس المال المخاطر تقبل تمويل المؤسسة وتراهن على المستقبل لوجود إحتمال حياة المشروع، وحاجاته المالية حددت بشكل قريب من القابلية للتقدير، والمكافآت المنتظرة في الإستحقاق البعيد تتفاوت من رأي لآخر، وللحد من المخاطر يقوم المخاطر بالحرص على أن تكون المساهمات المالية الأولية التي توضع تحت تصرف المؤسسة ضعيفة نسبياً، وفي نفس الوقت يبذل مجهودات غير عادية للإعداد والتمهيد لنشأتها ومتابعة تطورها، وذلك حتى يضيف شيئاً إلى قيمتها الاقتصادية. إن توفير الدعم والتأييد اللازمين لدفع شركات رأس المال المخاطر إلى التخصص في تمويل مرحلة الإنشاء من شأنه خدمة الاقتصاد، نظراً لأهمية هذا الدور في رعاية المؤسسات الناشئة، وأن التخصص الدقيق لبعض شركات رأس المال المخاطر في مرحلة الإنشاء دون غيرها من المراحل، يمثل علاجاً نسبياً لإرتفاع مستوى مخاطر تلك المرحلة بالمقارنة بغيرها<sup>2</sup>.

## 2. مرحلة التنمية

عند بلوغ المؤسسة المرحلة الإنتاجية وتوليد الإيرادات، تأتي هذه المرحلة التمويلية لتقابل ضغوطاً مالية ترجع إلى إتساع وعمق حاجات المؤسسة المالية لتمويل النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه بين 05% إلى 10% سنوياً، كزيادة القدرات الإنتاجية أو زيادة رأس المال الجاري أو زيادة قدرات البيع أو تطوير منتجات جديدة أو إكتساب فرع جديد أو تنويع أسواق التصريف،... إلخ<sup>3</sup>. وتنقسم هذه المرحلة بدورها إلى قسمين كما يلي<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص ص 86-87.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص ص 87-88.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص ص 90-91.

<sup>4</sup> - Joël Bessis, Op.Cit., PP 23-26.

## 1.2. مرحلة التوسع

في هذه المرحلة نجد المؤسسة لا تزال عاجزة عن توفير التمويل ذاتيا، رغم أن المخاطر هنا تتميز بأنها ذات مستوى أقل، فتموها سريع وهي في حاجة إلى أموال للإستثمار والتدوير الذي يمكنها من الوصول إلى نقطة الإستغلال الكامل، وهنا تبقى شركات رأس المال المخاطر أكثر إستجابة وأقل صعوبة من طرق التمويل التقليدية الأخرى.

## 2.2. مرحلة التطور والنضج

إن المخاطر في هذه المرحلة تتجه إلى التناقص بطريقة واضحة إذ يتغير الوضع بطريقة كبيرة، وتكتسب المؤسسات القدرة على الإستدانة، حيث تضمن إمكانياتها الذاتية سداد أعباء القروض مما يبدأ معه تقلص وإنحصار الدور التمويلي لشركات رأس المال المخاطر، لتترك الساحة لوسائل التمويل التقليدية، وهذا يحدث للمؤسسات التي لديها معدل إيراد مرتفع وتطور متوقع، أما بالنسبة للمؤسسات التي تتطلب متابعتها تكلفة إدارية مرتفعة جدا وذات مخاطر مرتفعة نسبيا، فيبقى تمويلها مقرونا دائما بشركات رأس المال المخاطر.

أما المحصلة النهائية أن شركات رأس المال المخاطر تساهم بحصة معتبرة في توفير الغطاء التمويلي للمؤسسات خلال مرحلتها التطور والتوسع، والجدول الآتي يوضح وضعية رأس المال المخاطر بين مصادر التمويل المختلفة خلال مراحل النمو المتعاقبة للمشروع.

### الجدول رقم 2-2 : مراحل نمو المشروع ومصادر التمويل

مراحل النمو	الإتشاء	التوسع	التطور	النضج
التمويل الذاتي	-	غير كاف	نسبي	كافي
رأس المال المخاطر	قاصرة عليه بمفرده	جوهرى	هام	-
القروض	مستحيلة	صعبة	ممكنة	ممكنة بدرجة أكبر
درجة المخاطر	مرتفعة جدا	مرتفعة	قوية	أقل قوة
متابعة المشروعات	موجودة بدرجة أكبر	متواضعة نسبيا	ضعيفة	هامية لبيع المساهمات

المصدر : Joël Bessis, Op.Cit., P 26

## 3. مرحلة تحويل الملكية والتقويم

بعد عرض ووصف حياة الشراكة بين الطرفين، بدءا من إتخاذ القرار الإستثماري من طرف شركة رأس المال المخاطر إلى غاية مرحلة ما قبل إنتهاء هذه الشراكة، والتي تعتبر غير دائمة ولكنها مؤقتة وتنتهي بعد فترة معينة من الزمن، هاته الفترة تحدد بصفة تقديرية غير دقيقة، ويتم الإتفاق بين الطرفين أثناء المفاوضات التي تسبق التركيب القانوني والمالي.

### 1.3. مرحلة تحويل الملكية

يتمثل هذا التمويل في عملية تغيير الأغلبية المالكة لرأس مال المؤسسة التي تم تمويلها، مثل شراء المؤسسة من طرف العمال أو فريق جديد من الملاك كالشراء بواسطة مؤسسة أخرى،... إلخ، وما يلفت عادة الانتباه إصطدام رغبة تحويل الملكية لأي سبب من الأسباب السابقة، بنقص الإمكانيات المالية، وفي هذه المرحلة تتدخل شركات رأس المال المخاطر، ويتم عن طريق تكوين مؤسسة مالية قابضة تتولى الإشراف، ومنح هذه المؤسسة قروض للشركاء، وبعد سداد الإلتزامات المالية المتفق عليها تنتقل الملكية إلى الشركاء المستثمرين في المؤسسة المتفرعة<sup>1</sup>.

### 2.3. مرحلة التقويم

إن المؤسسات القائمة قد تمر بصعوبات خاصة ولكن لديها إمكانيات ذاتية للنهوض مرة أخرى والتغلب على هذه الصعوبات، لذا يخصص لها رأس مال التقويم للنهوض بها ماليا، فلا تجد أمامها سوى شركات رأس المال المخاطر لتأخذ بيدها حتى تعيد ترتيب أوضاعها وتستقر في السوق، ومنه تصبح قادرة على تحقيق المكاسب. والجدول الآتي يوضح أهم الأسباب الرئيسية التي قد تطرأ على المؤسسات القائمة<sup>2</sup>:

الجدول رقم 2-3 : الصعوبات التي تواجهها المؤسسات القائمة

المجموع	مشاكل تتعلق بظروف الطلب	مشكل نقص الإيرادات	مشكل الخزينة	مشاكل إدارية	مشكل نقص النشاط	نوع الصعوبات
100 %	7,50 %	17,50 %	18,60 %	23,10 %	33,30 %	درجة أهميتها (%)

المصدر : Patrick Atlan, **Reprendre une entreprise en difficulté**, Editions d'organisation, Paris, 1995, P 34

تجدر الإشارة هنا، إلى أن شركات رأس المال المخاطر تمد يد العون بطريقة ملحوظة إلى الصناعات القديمة التي تمر بصعوبات خاصة بغرض إنقاذها، وذلك من خلال إجراء إستثمارات مالية ضخمة تساعدها على تفادي المرحلة التي تمر بها، ومن بينها ضرورة تغيير الحجم بإدخال شريك صناعي من المؤسسات الصناعية الأخرى المستقرة، إذ يتطلب ذلك توفير موارد مالية مرتفعة للغاية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - Joël Bessis, **Op.Cit.**, P 26.

<sup>2</sup> - Pierre Battini, **Op.Cit.**, PP 25-26.

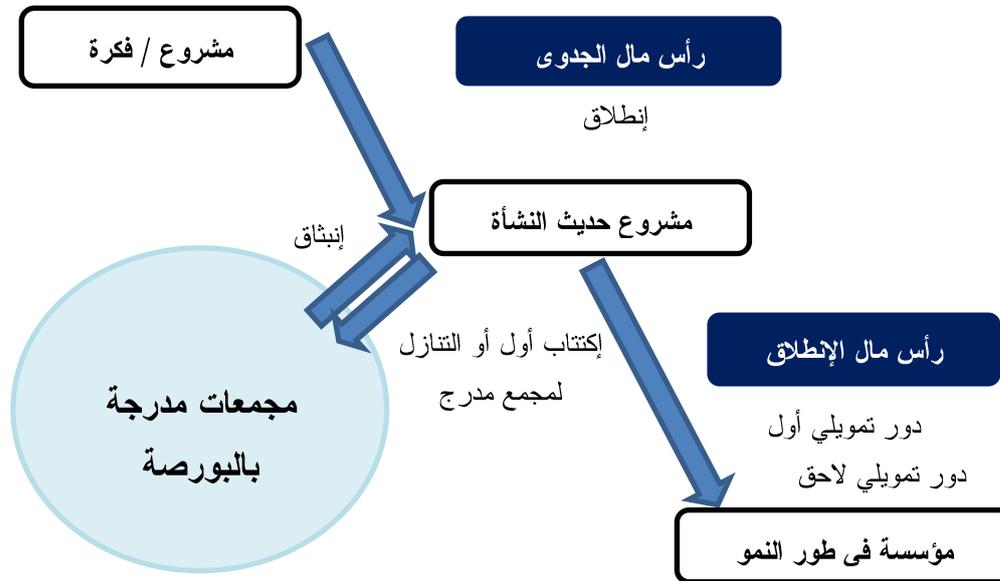
<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص ص 94-95.

وعليه فإن التمويل برأس المال المخاطر يقتضي أخذ المخاطرين لحصص في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات الممولة، ويرتبط طول مدة هذا التمويل بنمو المؤسسة وسرعة تطورها، فمن حيث مرحلة النمو فإن تمويل ما قبل الإنشاء مثلا يتطلب وقتا أكبر من تمويل المراحل اللاحقة حتى يبدأ الإستثمار في تحقيق عائدات، أما فيما يتعلق بسرعة تطور المؤسسة، فوحدها المؤسسات سريعة النمو تضاعف من قيمتها في وقت أقصر من المؤسسات العادية.

كما لا يكتفي المستثمرون برأس المال بتقديم المساهمات المالية فقط بل يتدخلون بطريقة نشيطة في تسيير المؤسسة، وتدخلهم هذا لا يكون بصفة دائمة وفي كل القرارات المتخذة، بل يكون من حين لآخر وفي القرارات التي توصف بالإستراتيجية سواء في إدارة الأعمال، التمويل أو التسويق<sup>1</sup>. بالإضافة إلى إتصالاتهم الغنية بعلاقاتهم التجارية الواسعة، سواء في قطاع عمل المؤسسة بإعتبارهم مستثمرين متخصصين في قطاعات معينة أو في مختلف القطاعات.

فالمؤسسات الممولة في الأغلب لا تمتلك ماض مالي ولا ضمانات كافية، لكنها بالمقابل تمتلك إستعدادات هائلة للنمو وتحقيق قيم مضافة، لذلك فإن المخاطرين برأس المال يبحثون عن قصة نجاح تمكنهم من مضاعفة المبالغ المستثمرة، لكنهم في نفس الوقت مهددون بفقدان كل أو جزء من هذه الأموال التي هم وكلاء عليها من طرف جهات أخرى بإعتبارهم في أغلب الأحيان وسطاء ماليين.

### الشكل رقم 2-5 : دورة حياة المؤسسة وتدخلات رأس المال المخاطر



المصدر : Dermaria Cyril, *Introduction au private equity : les bases du capital-investissement*, Edition Revue Banque, Paris, 2006, P 56

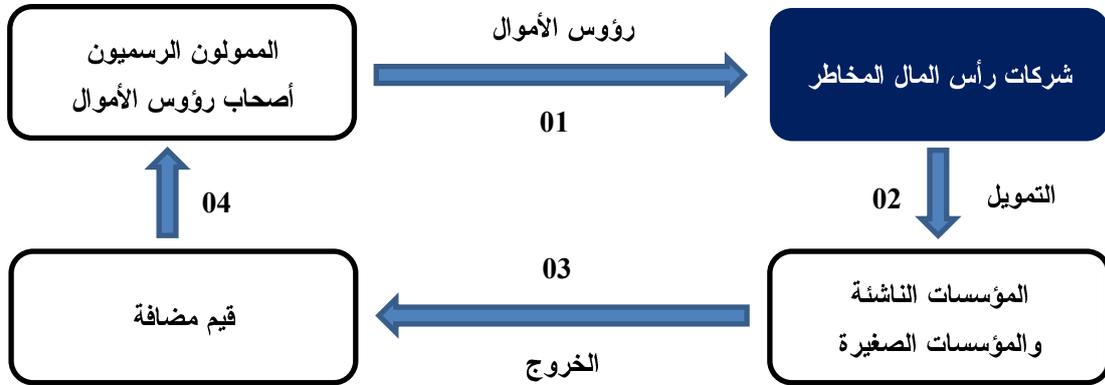
<sup>1</sup> - Gilles Mougenot, *Op.Cit.*, P 17.

### المطلب الثالث : مرحلة الخروج من التمويل

رأينا فيما سبق أن من خصائص رأس المال المخاطر أنه يشارك في تمويل المؤسسات في مرحلة نشأتها أو لتمويل مشروعات قائمة قد تكون مدرة لعوائد وذلك لتمويل التوسع في أنشطتها وتنميتها، حيث يهدف المخاطر برأس المال من وراء تمويل المؤسسات هو إسترجاع مساهماته في نهاية التدخل مع تحقيق أكبر قدر ممكن من فائض القيمة والذي يتم عند مرحلة الخروج، فهي مرحلة حتمية بعد إنتهاء مدة الشراكة المتفق عليها، والتي من خلالها يمكن للمخاطر من معرفة مردودية العملية والقيمة المضافة المحققة، إذ يمكن تحقيق خروج ناجح لشركة رأس المال المخاطر من رأس المال الاجتماعي للمؤسسة الممولة بعدة آليات وهذا حسب حالة المؤسسة الممولة وحسب رغبة الأطراف، إذ يختلف الأمر بين ما إذا تكبدت المؤسسة الممولة لخسارة أو حققت ربحاً.

والحقيقة أنه كلما وجدت الآليات المناسبة لخروج رأس المال المخاطر ونجاح صفقات الخروج، كلما زاد حجم المعروض منه ومن ثم أمكن تمويل أكبر عدد ممكن من المشروعات مستقبلاً، والعكس صحيح، إذ أنه كلما أصبح خروج رأس المال المخاطر صعباً كلما قل المعروض منه، وبالتالي إستحالة البدء في دورة جديدة لتمويل مشروعات جديدة، كما يبينه الشكل الآتي :

الشكل رقم 2-6 : دورة رأس المال المخاطر



المصدر : Pierre Battini, Op.Cit., P 73

حيث تمثل صفقة الخروج الناجحة عوائد فعلية للمخاطر وللمؤسسة الممولة على حد سواء، حيث يراها المخاطر أنها فترة تحول حقوق الملكية إلى سيولة، أما بالنسبة للطرف الثاني فهي مرحلة جني الثمار والإستحواذ على المؤسسة، ولذلك فإن الإستراتيجيات الخاصة بالخروج هامة.

لذا سنقوم هنا بالحديث عن عملية الخروج من رأس المال التي تعتبر آخر خطوة في سلسلة مراحل تمويل رأس المال المخاطر، لتتعرف على عوامل التحكم بها ومختلف الطرق المتاحة للمخاطر برأس المال لإنهاء العملية التمويلية والإنتقال إلى فرصة إستثمارية أخرى.

## 1. عوامل التحكم بمرحلة الخروج

تختلف طريقة خروج المخاطرين برأس المال من رأس المال الاجتماعي للمؤسسات الممولة وتتأثر غالبا بجملة من العوامل والمحددات، نذكر منها ما يلي<sup>1</sup>:

### 1.1. المحددات التعاقدية

نظرا لأهمية عملية الخروج من المشروع الذي تم تمويله وتجنبنا لأي نزاع بين شركة رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة حول الشخص المتنازل له وشروط الخروج، عادة ما يتم التحضير لهذه المرحلة منذ البداية خلال المفاوضات الأولى بين الطرفين، حيث يتم ضبط وتنظيم الأمور المتعلقة به في مختلف بنود الإتفاقية.

### 2.1. المحددات المالية

وهنا يتحكم عاملين إثنين في طريقة خروج المخاطر برأس المال، فنجد :

- خصائص المؤسسة الممولة وطبيعة أصولها، من حيث قطاع النشاط، أهمية أصولها،...إلخ؛
- فترة بقاء المخاطر برأس المال، والتي بدورها تخضع لعدة عوامل أخرى مثل، طور نمو المؤسسة الممولة، أوضاع وسيولة السوق المالي، وجود فرص الشراء،...إلخ.

### 3.1. المحددات البيئية

كما توجد محدّدات أخرى بيئية تتحكم في طريقة الخروج منها البيئة الاقتصادية والثقافة السائدة وكذا وضعية أسواق المال. فعادة ما تكون الحالة المثالية للخروج من المشروعات الممولة هي بيع المساهمة مع تحقيق قيمة مضافة، لكن الواقع قد يحمل عدة مفاجآت، فقد تباع المساهمة دون ربح أو خسارة، كما قد تباع بخسارة جزئية أو كلية بتصفية المؤسسة الممولة.

## 2. إستراتيجيات الخروج في حالة فشل المشروع الممول

بالرغم من أن تدخل شركة رأس المال المخاطر يتم بعد دراسة الجدوى إلا أنه قد يحدث فشل المشروع الممول مما يؤدي إلى إفلاسه، وعلى إعتبار أن شركة رأس المال المخاطر تمول المؤسسات عن طريق المساهمة أي أنها تتخذ صفة الشريك دون ضمان، خلافا لما هو عليه الحال في القروض البنكية التي تتم بضمان العائد والفائدة، وبذلك فهي تشترك في الربح والخسارة، فإذا تكبد المشروع الممول خسارة فإن المخاطر برأس المال يتحمل هذه الخسارة بحسب قيمة حصته أو وفقا

<sup>1</sup> - Eric Stephany, Op.Cit., P 178-179.

لما تم الإتفاق عليه مع المؤسسة الممولة، وإن تكبدت المؤسسة الممولة لخسارة وإعلان إفلاسها قد يضطر المخاطر برأس المال للإسحاب من المؤسسة الممولة قبل الأجل المتفق عليه.

وينتج عن ذلك فقدان شركة رأس المال المخاطر لمساهماتها في المؤسسة الممولة، وهذا الفقدان قد يكون كلياً أو جزئياً بحسب حجم الخسارة، وبعد سداد كل الديون حسب الأولوية يمكن لشركة رأس المال المخاطر إسترجاع ما تبقى من المساهمات. إلا أنه في حالة التأمين على الإستثمار الممول يمكن لشركة رأس المال المخاطر إسترجاع مساهماتها بطريقة غير مباشرة<sup>1</sup>.

وهنا نميز بين حالتين لفقدان المخاطر برأس المال لمساهماته في المؤسسة الممولة، فنجد :

### 1.2. حالة المؤسسات الحديثة النشأة

وهي تمثل تلك المؤسسات التي لم تنجح في عملية الإنطلاق، حيث تشير الإحصائيات أن مؤسسة واحدة من كل مؤسستين تندثر في الخمس سنوات الأولى التي تلي مرحلة إنشائها أي ما نسبته 50%، أما بالنسبة للمنشآت التكنولوجية فنسبة الفشل أعلى 70%.

### 2.2. حالة المؤسسات الموجودة أصلا

أما بالنسبة للمؤسسة التي تكون في مرحلة النمو الأولى، فإن نسبة فشلها ضعيفة وتتراوح في العادة بين 10% و 20%. لكن المخاطرين برأس المال يتميزون بإنقائية كبيرة ما يجعل معدلات فشلهم أقل من المعدلات المتعارف عليها في أي بلد، إضافة إلى أنهم يوفرون الإستشارة والتوجيه للمؤسسات التي يمولونها.

### 3. إستراتيجيات الخروج في حالة نجاح المشروع الممول

هنا يتم خروج شركة رأس المال المخاطر من رأس مال المؤسسات الممولة من خلال إحدى إستراتيجيات الخروج الممكنة الآتية :

#### 1.3. التنازل للمبادرين أو المساهمين

يمكن للمبادرين المؤسسين شراء مساهمة المخاطر برأس المال من أجل تقوية مساهماتهم، إذا كانوا يملكون القدرة المالية على شرائها بسعر السوق<sup>2</sup>. ومن المنطقي أن يقبل المبادر وفريقه المرافق من إطارات على شراء مساهمة المخاطر برأس المال، حتى يعززون حصتهم في رأس المال، ولعل ما يعطيهم الحق أكثر هو وجود بنود الأفضلية والأولوية ضمن عقد المساهمة تمكنهم من ذلك.

<sup>1</sup> - وزارة المالية لجمهورية مصر العربية، مرجع سبق ذكره، ص 20.

<sup>2</sup> - François Deniss Poitral, **Capital investissement**, Guide juridique et fiscal, LGDJ, 3<sup>ème</sup> édition, 2006, P 469.

حيث يمكنهم الإعتماد على تقنيات الإستئناف بالرفع المالي المختلفة التي توفر لهم التمويل اللازم وتمكنهم من تحقيق وفورات ضريبية، كما يمكن أيضا لإطارات المؤسسة شراء حصة المخاطر برأس المال عن طريق خطة خيارات الأسهم.

### 2.3. الشراء بتعويض رأس المال

يتعلق الأمر بشراء حصة المخاطر برأس المال وتعويضه إعتقادا على رأس مال المؤسسة الممولة دون اللجوء لمصادر أموال خارجية، وهذا من خلال إحدى العمليتين الآتيتين :

#### 1.2.3. إهلاك رأس المال

تعوض المؤسسة كل أو جزء من القيمة الإسمية للسهم عن طريق القيام بإقتطاع من الإحتياطيات، وبالتالي رأس مالها الاجتماعي يبقى دون تغيير، وهذه العملية نادرا ما يتم اللجوء إليها.

#### 2.2.3. تخفيض رأس المال

تخفيض رأس مال المؤسسة الممولة يمكن أن يشكل آلية للخروج، وهو سداد قيمة حصة المخاطر برأس المال نقدا وذلك بإلغاء أسهمه، وبالتالي تخفيض رأس المال الاجتماعي، فهذه العملية لا تخضع للضرائب بإعتبار أنها تعويض لمساهمة المخاطر ليس إلا. حيث تتم هذه العملية في حالة غياب خروج إتفاقي بين الطرفين، وإما يكون الشركاء في المؤسسة الممولة لا يملكون القدرة على شراء الحصة المتنازل عنها من قبل شركة رأس المال المخاطر، أو لا يرغبون في إدخال شركاء جدد عن المؤسسة، أو عدم وجود أي شخص يرغب في تملك هذه الحصص سواء كان من الشركاء أو الغير، فيقومون بتخفيض رأس المال من أجل تحقيق عملية خروج المخاطر برأس المال.

لكن تجدر الإشارة، أن الأمر يتعلق في هذه الحالة بعمليتين غير اقتصاديتين، بإعتبار أن المؤسسة تحتاج لموارد مالية لمواصلة ممارسة نشاطها، إلا إذا كان هناك توجه نحو تصفيتها.

### 3.3. الخروج المالي

يتم عن طريق بيع المخاطر برأس المال حصته لمساهمين ماليين آخرين، مثلا شركات أخرى لرأس المال المخاطر أو مؤسسات مالية أخرى<sup>1</sup>. هذا النمط للخروج يندرج ضمن منطق التمويل المرحلي على عدة أدوار، وأيضا ضمن منطق دورة تطور حياة شركات رأس المال المخاطر وتخصصها، حيث يمكن لشركة رأس المال المخاطر بعد أن أوصلت المؤسسة الممولة إلى مرحلة معينة من النمو، أن تفسح المجال لمؤسسة مالية أخرى متخصصة في تمويل المرحلة الجديدة من النمو، أو من شركة رأس المال المخاطر الجهوية لأخرى وطنية ذات قدرات مالية أكبر، ويكون ذلك

<sup>1</sup> - Ibid, P 85.

عادة في المؤسسات التي تنطوي على آفاق نمو عالية إلا أنها لاتزال مبتدئة لم تستطع بعد تكوين رأس مال خاص بإمكانه تطويرها، ما يتطلب إمكانيات وموارد مالية قد تفوق قدرات شركة رأس المال المخاطر الممولة الأولى، فتلجأ للبحث عن تمويل لمرحلة التطوير من طرف مؤسسة مالية أخرى. وهنا يمكن أن يتم تنظيم الخروج المالي وفقا لنموذجين هما :

- إما خارج السوق بين أشخاص يعرفون بعضهم بشكل جيد، ضمن شبكات إتصالات المخاطرين برأس المال؛

- وإما عن طريق هياكل وسيطة والتي يمكن لها الربط بين شركات رأس المال المخاطر التي ترغب في التنازل عن مساهماتها وتلك التي تبحث عن شراء مساهمات، وذلك بتقييد العروض والطلبات ضمن بنك المعلومات، وتتم العمليات بالتراضي بين الطرفين.

يتميز الخروج المالي بعدة نقاط إيجابية، حيث أنه يمكن المستثمرين من خروج كلي من رأس مال المؤسسات الممولة، ما يضمن سيولة مساهماتهم ويسمح لهم بإعادة إستثمار أموالهم في مشاريع أخرى، مما يجعل هذا الخروج يوافق سيرورة ومخطط عمل صناعة رأس المال المخاطر، كما يبقى هذا النمط أقل تكلفة، خاصة إذا ما قورن بطرق الخروج الأخرى كالإدراج بالبورصة مثلا. لكن يعاب على طريقة الخروج هذه بأنها لا تعطي الأوراق المالية المتنازل عنها قيمة معتبرة، حيث يفسره الغير بأن المخاطر برأس المال عاجز عن إيجاد نمط خروج آخر أكثر مردودية، ويجعل المشتري يأخذ في عين الإعتبار نسبة معينة لخطر عدم السيولة عند قيامه بتقييم الأوراق المالية المعنية، إلا أنه يبقى أقل أهمية مقارنة مع الخروج الصناعي، بسبب أن هذا الأخير ينطوي على أهمية إستراتيجية للمؤسسة الممولة<sup>1</sup>.

### 4.3. الخروج الصناعي أو الإندماج

يتم التنازل عن حصة المخاطر برأس المال وإندماجها في مؤسسة كبيرة أو مجمع صناعي، وهذا النمط للخروج يمكن المخاطر برأس المال من خروج كلي من رأس مال المؤسسة الممولة ويقيم المساهمة بشكل أفضل، حيث تضاف إلى القيمة المالية للأسهم قيمة إستراتيجية ترتبط بالتوافقات التجارية، التقنية والبشرية المتعلقة بنشاط المؤسسة<sup>2</sup>. كما تعد عمليات الإندماج الصناعي من أكثر إستراتيجيات الخروج الشائعة خاصة في الدول الصناعية<sup>3</sup>.

لكن عمليات الخروج الصناعية توصف بأنها صعبة التنظيم، حيث أن المستأنف الصناعي يرغب في أن تكون له وضعية الأغلبية حتى يتمكن من تسيير وإدارة المؤسسة، لكن حصة المخاطر

<sup>1</sup> - Ibid, P 468.

<sup>2</sup> - Eric Stephany, Op.Cit., P 180.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص 19.

برأس المال المعروضة للبيع لا تمثل في أغلب الأحيان إلا وضعية الأقلية، كما أن المبادر المؤسس صاحب المؤسسة لا يرغب في رؤية مؤسسة أخرى قد تكون منافسا له يأخذ مكانا له في مؤسسته.

كما يمكن للمستأنف الصناعي شراء حصص تمنحه وضعية الأغلبية، وذلك في حالات عديدة، فمثلا في الحالات التي تواجه فيها المؤسسة صعوبات إستراتيجية أو تمويلية، قد تتعلق الأولى بعدم تمكن المؤسسة من التوجه لسوق أجنبي اعتمادا على خبرتها المتواضعة وإتصالاتها المحدودة، أما الثانية فقد تتجسد في صعوبات يواجهها نمو المؤسسة وعدم تمكنها من الحصول على موارد مالية كافية. إضافة إلى أن الواقع أثبت أن العديد من المجمعات الكبرى في العالم أنشأت شركات رأس المال المخاطر لأهداف عديدة أهمها اليقظة التكنولوجية.

### 5.3. الخروج عبر البورصة

ويتم عن طريق إصدار المشروع أوراقا مالية جديدة في السوق يتم طرحها للإكتتاب العام وتداولها في بورصة الأوراق المالية، لتتحول المؤسسة من مؤسسة خاصة إلى مؤسسة مساهمة. إن خروج المخاطر برأس المال عن طريق البورصة، يعتبر من أرقى وأفضل إستراتيجيات الخروج لكلا الطرفين، وتدعى في الأوساط المالية بالطريق الملكي، فالمستثمرون المليون يتمكنون من الحصول على سيولة تسمح لهم بإعادة الإستثمار في مشاريع أخرى، وأيضا تحقيق قيمة مضافة معتبرة يكافئون بها مساهمي شركة رأس المال المخاطر، أما المؤسسة الممولة فيمكنها ضمان مواصلة نموها وحصولها على تمويلات جديدة، وأيضا صورة جديدة هي صورة المؤسسة المدرجة بالسوق المالي، مما يوسع علاقاتها مع الشركاء الاقتصاديين ويوطدها<sup>1</sup>.

لكن بالمقابل، تترتب عن العملية عدة قيود لعل أبرزها تتمثل في تكلفة العملية، وباعتبارها حدث هام وإستثنائي في حياة المؤسسة، يتعين على المؤسسة أيضا إجراء تغييرات جذرية في نظمها الداخلية سواء تعلق الأمر بنظام المعلومات كإسناد مهمة مراجعة حساباتها لمكتب مراجعة كبير، حتى تقدم معلومات ذات نوعية دوريا للسوق (الإفصاح المالي)، وكذا الجهاز التنظيمي والعلاقات الخارجية من خلال وضع سياسة إتصال خارجية، والإستعانة بنصائح هيئات خارجية (بنوك، مستشارين قانونيين وجبائيين،... إلخ)<sup>2</sup>.

هذا إلى جانب توظيف خبرة المخاطر برأس المال في حسن إختيار التوقيت المناسب للعملية، مما يساعد بإرسال إشارات للسوق بالأداء الجيد للمؤسسة، إذ هو يلعب دورا معلوماتيا هاما نظرا للمصداقية التي يتمتع بها في السوق المالي.

<sup>1</sup> - سامي عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص 28.

<sup>2</sup> - Gilles Mougenot, Op.Cit., P 125.

أما فيما يخص الأسواق المالية التي يمكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم إدراج أسهمها بها، فمن الطبيعي أنها ليست نفسها تلك التي تدرج بها أسهم المؤسسات الكبيرة، حيث يتعذر على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم إدراج أوراقها المالية بهذه الأسواق لعدم إمكانية إستيفائها لشروطها وقيودها، الأمر الذي دعا إلى ضرورة إنشاء أسواق متخصصة منظمة وغير منظمة، بشروط أقل تستجيب لخصائص هذا النوع من المؤسسات، تعمل بقواعد مختلفة عن ما هو موجود من أحكام وقواعد في الأسواق المالية التقليدية، حيث تتسم بالمرونة مقارنة بقواعد القيد المتعارف عليها.

لعل أبرز هذه الأسواق وأشهرها على الإطلاق سوق ناسدك (NASDAQ) الأمريكي لقيم النمو، الذي أنشئ سنة 1971 لإحتضان المؤسسات الناشئة التي بحكم صغر حجمها لا يمكن إدراجها ببورصة نيويورك، ليصبح بعد ذلك سوقا عالميا متخصصا في الأوراق المالية للمؤسسات التكنولوجية. أما على المستوى الأوروبي، فنجد ناسدك الأوروبي الذي أنشئ سنة 1994 ببروكسل والذي كان يسمى من قبل إزداك (EASDAQ)، ويتضح من تسميته أنه مستوحى من سوق ناسدك الأمريكي، وهو السوق المالي الأوروبي للمؤسسات المبتكرة سريعة النمو عالمية الإمتداد، متخصص أساسا في تمويل مؤسسات الصناعات الحديثة في مجال البرمجيات، أمن الإنترنت، الإتصالات، تكنولوجيا المعلومات، العتاد الطبي والتكنولوجيات الحيوية<sup>1</sup>.

بعد أن قمنا بعرض مختلف طرق الخروج الممكنة للمخاطرين برأس المال لإنهاء مساهماتهم في المؤسسات الممولة، نقوم هنا بتقديم بعض الأرقام التي تعكس تفضيلاتهم بين هاته الطرق. فحسب دراسة قام بها كل من سالوسترو ريدل (Salustro Reydel) و L'AGEFI سنة 1999، على 62 شركة لرأس المال المخاطر، كانت النتائج كما يلي<sup>2</sup>:

- 45% يفضلون الخروج الصناعي ؛
- 43% يفضلون الخروج عبر البورصة ؛
- 11% يفضلون الخروج المالي ؛
- 01% يفضلون طرق أخرى.

على عكس التمويلات الأخرى يقوم المخاطر برأس المال بمتابعة المؤسسات التي يمولها، وتختلف درجة المتابعة من عملية لأخرى ومن مخاطر برأس المال لآخر، وتتحكم في ذلك عوامل

<sup>1</sup> - Pierre Battini, **Op.Cit.**, P 203.

<sup>2</sup> - Gilles Mougenot, **Op.Cit.**, P 344.

عديدة، لكنه في كل الأحوال يبقى على إطلاع على أوضاع مساهماته بالإعتماد على تقارير توفرها دوريا لوحات قيادة ووثائق أخرى فعلية وتقديرية.

ومهما كانت درجة متابعة المخاطر برأس المال للمؤسسة الممولة، فإنه يعمل مع المسير جنبا إلى جنب لتحقيق الأهداف المسطرة في خطة العمل، لذا فإن طبيعة العلاقة بين الطرفين تلعب دورا هاما لإنجاح العملية التمويلية وتحقيق أهدافها، حيث تبدو علاقة التعاون المبنية على الثقة المتبادلة الوضع المثالي للعلاقة بين الطرفين التي قد تشهد في الحالة العكسية صراعات تضع إستمرار الشراكة ونجاح العملية التمويلية برمتها على المحك.

إن خروج المخاطر برأس المال من المؤسسة الممولة بعد فترة زمنية من دخوله أمر حتمي يحكمه منطق تعاقدى وآخر مالي، لذا فإن معالم عملية الخروج يتم الإتفاق عليها بين الطرفين منذ المفاوضات التي تسبق التركيب القانوني والمالي، وهنا يقوم المخاطر برأس المال بالمفاضلة بين مختلف طرق الخروج المتاحة له.

## خاتمة

يقوم نجاح المؤسسة في تحقيق أهدافها المالية وتفوقها في مجالها على نمط التمويل الذي تتبناه مهما كان نوع المؤسسة أو حجمها، وهنا تبين لنا أن رأس المال المخاطر هو البديل التمويلي للتخلص من مشكل التمويل وما يتبعه من إجراءات صارمة ومعقدة والضمانات التي أثقلت كاهل أصحاب المؤسسات خاصة الحديثة منها، كما أن مميزاته الخاصة سهلت له مهمة دعم هذه الأخيرة سواء من خلال الإستراتيجية التمويلية بتوفير الغطاء التمويلي لها أو بالإستراتيجية غير التمويلية بتقديم الدعم الفني والإداري الذي من شأنه أن يعمل على الحد من المخاطر التي تتعرض لها، ويؤكد ذلك الأهمية البالغة التي تحظى بها هذه الآلية التمويلية من قبل الباحثين والمتخصصين في الشؤون المالية.

لقد ظهر رأس المال المخاطر باعتباره أحد الآليات التمويلية إستجابة للإحتياجات التمويلية للمؤسسات خاصة ذات المحتوى التكنولوجي المعتبر، فهو يمثل صورة من صور الوساطة المالية القائمة على التمويل بالأموال الخاصة وشبه الخاصة، من خلال استثمار رؤوس الأموال بمخاطر مرتفعة مع توقع تحقيق عائد مرتفع وهذا خلال مختلف مراحل نمو المؤسسة، وهنا تبرز أهميته في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية وكذا الدور الفعال الذي يضطلع به في تمويل المؤسسات، أين يتخذ التمويل شكل المساهمة في رأس مال المؤسسة لفترة زمنية محددة، ومن ورائها تمويل الاقتصاد ككل، كما يقدم المساعدة والمرافقة الضرورية في إدارة المؤسسة المستفيدة لتعدد إبتكاراته وأفكاره المقترحة خاصة فيما يتعلق بالقرارات الإستراتيجية مما يحقق تطورها، وبعد تقديم الدعم المالي والفني ينسحب المخاطر برأس المال عن طريق بيع حصته في السوق كما هو منصوص عنه في مختلف الإتفاقيات والتشريعات، وهذا في التوقيت الملائم الذي يختاره والذي يصادف أوضاع اقتصادية ملائمة، كما أنه يختار طريقة الخروج الذي تلائم طبيعة المؤسسة والأهداف المسطرة، فبمجرد خروجه من رأس مال المؤسسة الممولة يكون المخاطر برأس المال قد ضمن سيولة العملية وحصد الأرباح المستهدفة، فيقوم بمكافئة مساهمي شركة رأس المال المخاطر، وبيحث عن مشاريع أخرى لتمويلها، وهكذا تبدأ دورة جديدة أخرى لرأس المال المخاطر.

وبعد تقديمنا في هذا الفصل مختلف المفاهيم النظرية لشركات رأس المال المخاطر كآلية تمويلية مستحدثة، نقوم خلال الفصل الموالي بتعميق الدراسة أكثر، وذلك بالوقوف على واقع هذه الآلية التمويلية في الجزائر ومكانتها في تفعيل الدور التمويلي للنظام المالي، وهذا من خلال ما تقدمه من حلول في توفير التمويل اللازم للمؤسسات ذات العجز المالي والتي لا يمكنها اللجوء إلى المؤسسات المالية القائمة الأخرى، هذا بالإضافة إلى إبراز العقبات التي تواجه التمويل برأس المال المخاطر وبالمقابل عوامل النجاح المستوحاة من تجارب الدول الرائدة في هذا المجال.

## مقدمة

لقد تميزت الوساطة المالية في الجزائر بالتركيز على الوساطة المصرفية التي تسيطر عليها شبكة البنوك العمومية بما يقارب 74%<sup>1</sup>، وهذا في ظل غياب وجود حقيقي للسوق المالية والمؤسسات المالية المتخصصة، مما تولد عن هذا الواقع محيط غير تنافسي. فعلى الرغم من فتح النشاط المالي والمصرفي أمام القطاع الخاص، حتى أن عدد البنوك والمؤسسات المالية بلغ تسع وعشرون مؤسسة<sup>2</sup>، إلا أن هذا الأخير ما يزال متوجسا بسبب الغموض السائد والإحتكار الذي حظيت به البنوك العمومية، وهذا ما تشير إليه التطورات الإئتمانية لسنة 2017، والتي تظهر إلى أن البنوك الخاصة توفر 13,2% من إجمالي القروض المقدمة<sup>3</sup>.

وفضلا عن ذلك، يتسم محيط المنافسة بأنه غير مستقر، فعلى الرغم من إبداء النية في الإصلاح، وهو ما تترجمه التعديلات المتتالية في النصوص القانونية والتصريحات المتعددة في المحافل الرسمية وغير الرسمية، ما يزال التغيير في الميدان متباطئا، وهو ما ترك موقف المستثمرين مترددا والثقة في تلك النية مهتزة.

وبالنظر إلى وضع السوق التمويلية في الجزائر، تجد الإستثمارات الحقيقية خاصة منها ذات المخاطر العالية، صعوبات كبرى للحصول على التمويل من هذه البنوك، ليس فحسب بسبب الضمانات التي تشترطها، ولكن أيضا بسبب تفادي هذه البنوك تمويل مثل هذه الأنشطة المخاطرة، إما بسبب طبيعة مواردها والتي معظمها قصير الأجل، أو بسبب مخاوف عدم استرجاع قروضها إن تعثر المشروع الممول، ولذلك كان لزاما تطوير بدائل تمويلية أخرى أساسها المخاطرة، على غرار بنوك الإستثمار وشركات رأس المال المخاطر.

ونظرا لمتطلبات السياق الاقتصادي والاجتماعي الجزائري والحلول المحتملة التي اقترحها رأس المال المخاطر، سنحاول التركيز في هذا الفصل على واقع رأس المال المخاطر في الجزائر، بحيث سنقف من خلال دراستنا على الأطر التنظيمية والضريبية ذات الصلة بهذا النوع من التمويل، ثم سنتطرق إلى مختلف شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر، ليتم بعدها الوقوف على عوامل تطوير هذه السوق في الجزائر في ظل الممارسة الدولية لهذا النوع من الصناعة.

1 - محمد لوكال، حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2016 وتوجهات سنة 2017، تدخل محافظ بنك الجزائر أمام المجلس الشعبي الوطني، الجزائر، 2018/02/12، ص 5 (شاهد يوم 2018/05/31، [www.bank-of-algeria.dz/pdf/discoursapn\\_02201](http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/discoursapn_02201)، 8.pdf).

2 - مقرر رقم 01-18 المتضمن نشر قائمة البنوك وقائمة المؤسسات المالية المعتمدة في الجزائر، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 04، 28 جانفي 2018، ص 27.

3 - نشرة الوضع الاقتصادي، التوجهات النقدية والمالية خلال السداسي الأول من سنة 2017، بنك الجزائر، ص 8 (شاهد يوم 2018/05/31، [www.bank-of-algeria.dz/pdf/tendancesmon%20C3%A9taires\\_22032018.pdf](http://www.bank-of-algeria.dz/pdf/tendancesmon%20C3%A9taires_22032018.pdf)).

## المبحث الأول : ممارسة التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر

إن التحولات الاقتصادية التي شهدتها مختلف دول العالم بما فيها الجزائر خلال العشريتين الأخيرتين كان لها آثارا مباشرة على سوق التمويل، فالتحول من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد أساسه المعرفة والذي تقوده مؤسسات عمادها البحث والتطوير، إستوجب إعادة هيكلة نظام التمويل القائم، من خلال دعم إنشاء وتنشيط مؤسسات تمويل متخصصة، فأدى هذا إلى بروز وإنتعاش آليات وأدوات تمويلية جديدة ترقى إلى مستوى المخاطرة التي ينطوي عليها الإستثمار في هذا المجال، وعلى رأسها آلية التمويل برأس المال المخاطر الذي عرفت بروزا وإنتعاشا معتبرا.

وفي هذا الإطار عمدت الجزائر جاهدة لتبني تنظيم مالي من شأنه تدعيم وتفعيل النشاط الاقتصادي للبلاد وتوفير أحسن الطرق لتحفيز الإستثمار، خاصة مع تنامي الإهتمام والدور المنوط بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لاسيما منها ذات المخاطر العالية في ظل التسارع التكنولوجي الحاصل، وذلك بوضع آليات لتنويع منافذ تمويلها بإستحداث هيئات تمويلية متخصصة وعلى رأسها شركات رأس المال المخاطر، كأسلوب لدعم إنشاء الشركات وإعادة النهوض بالشركات المتأزمة.

### المطلب الأول : المنظومة القانونية لرأس المال المخاطر في الجزائر

سنحاول فيما يلي الحديث عن المشهد التنظيمي والجبايي لصناعة رأس المال المخاطر في الجزائر، حيث إنطلقت هذه الصناعة دون إنتظار وضع السلطات الجزائرية لإطار قانوني خاص بها. لذا نرى أنه من الضروري تناول الإطار القانوني لهذه الصناعة على مرحلتين، تتمثل الأولى في مرحلة ما قبل إصدار القوانين الخاصة بها، أما الثانية فهي مرحلة ما بعد إصدار القوانين المتعلقة بها.

#### 1. الإطار التنظيمي لرأس المال المخاطر

مارست شركات رأس المال المخاطر في الجزائر نشاطها في ظل غياب قانون خاص يؤطرها حتى منتصف سنة 2006، لهذا ستناول الإطار التنظيمي على مرحلتين يفصل بينهما تاريخ إصدار القانون رقم 06-11 والمتعلق بنشاط شركات رأس المال الإستثماري.

##### 1.1. مرحلة ما قبل القانون 06-11

تميزت هذه المرحلة بغياب إطار تنظيمي يضبط صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر، حيث أن المشرع الجزائري لم يعتقد بضرورة وجود قانون خاص لممارسة هذه الصناعة، وذلك على عكس نظرائه الأجانب. وفي ظل هذه الظروف، كان لزاما على شركاتنا لرأس المال المخاطر أن تؤسس إما في شكل مؤسسات مالية على النحو المحدد في الأمر رقم 03-11 الصادر بتاريخ 26 أوت 2003 المتعلق بالنقد والقرض أو في شكل شركات مساهمة تخضع لقواعد القانون التجاري.

### 1.1.1. صيغة المؤسسة المالية

كانت شركات رأس المال المخاطر في الجزائر تمارس نشاطها ضمن ما يسمح به الأمر رقم 11-03، الذي يؤهل قانونيا المؤسسات المالية لممارسة كل وظائف البنك باستثناء تلقي الإيداع العام وإدارة وسائل الدفع أو إتاحتها للزبائن، لكن بالمقابل يمنحها إمكانية حيازة مساهمات في أي مشروع، وهذا حسب المادة 74 للأمر المذكور التي جاء نصها كما يلي : "يمكن للبنوك والمؤسسات المالية أن تأخذ مساهمات وتحوزها، ولا يجوز أن تتعدى هذه المساهمات بالنسبة للبنوك الحدود التي رسمها مجلس النقد والقرض"<sup>1</sup>. وفقا لهذه المادة يستخدم مجلس النقد والقرض سلطاته لوضع قيود تتعلق فقط بالبنوك، ما يترك للمؤسسات المالية الحرية الكاملة في استثمار أموالها الخاصة في شكل مساهمات.

إن صيغة المؤسسة المالية التي تمارس نشاطها تحت سلطة ووصاية بنك الجزائر، تمنح شركات رأس المال المخاطر في الجزائر بعض المصادقية وجو من الثقة، فيمكن هذا المستثمرون من الإكتتاب بسهولة أكبر في رأسمالها، لكن بالمقابل رغم تمتع هذه الصيغة بميزة الثقة، إلا أنها تعاني من عراقيل معتبرة تنشأ من صرامة عمل المؤسسات المالية، والتي تعرقل بشكل كبير نشاط شركات رأس المال المخاطر التي ستكون طوال الوقت خاضعة من جهة لجملة من القوانين التي تهدف لحماية المستثمرين، ومن جهة أخرى لمراقبة وتقارير مراجعي الحسابات من بنك الجزائر.

### 2.1.1. صيغة المؤسسة التجارية

قدم المشرع الجزائري صيغة بديلة يمكن بها إنشاء شركات رأس المال المخاطر، ويتعلق الأمر بشركة المساهمة التي تحكمها قواعد القانون التجاري، والتي تتبنى أخذ المساهمات كنشاط اجتماعي لها. حيث تبدو هذه الصيغة أكثر مرونة من شكل المؤسسة المالية، نظرا لعدم حاجة إنشاء شركة رأس المال المخاطر في هذه الحالة لترخيص من بنك الجزائر لممارسة نشاطها، بالإضافة إلى عدم خضوعها لقواعده الإحترازية ومراقبته، لكن هذه الصيغة تفقدها المصادقية وجو الثقة.

### 2.1. مرحلة ما بعد القانون 11-06

انتظرت صناعة رأس المال المخاطر إلى غاية منتصف سنة 2006 لتحتضى بإطار تنظيمي خاص بها، أي بعد حوالي 15 عاما من ظهور أول شركة لرأس المال المخاطر في الجزائر، الأمر الذي يمكن إعتبار أنه أتى متأخرا مقارنة بدول الجوار، حيث أن قانون شركات استثمار رأس المال المخاطر في تونس كان في 30 أكتوبر 1995، ليتم البدء الفعلي للعمل في هذا الإتجاه سنة 1998<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - الأمر رقم 11-03، المتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 52، 2003/08/27، ص 12.

<sup>2</sup> - Kamel Eddine Bouatouata, Le capital investissement, capital risque : USA - Europe - Tunisie - Maroc - Algérie, Enjeux et perspectives, Op.Cit., P 83.

عموما جاء القانون الأول لتحديد شروط نشاط شركات رأس المال المخاطر وكيفيات إنشائها وسيرها، في الجريدة الرسمية الصادرة بتاريخ 24 جوان 2006، والمتضمنة القانون رقم 11-06 الذي تمت صياغته في ستة فصول<sup>1</sup>. إن صدور هذا القانون جاء لتنويع المنظومة التمويلية وتطوير وساطة مالية كانت شبه غائبة على الساحة الوطنية، حيث تنص المادة الأولى منه إلى تحديد شروط ممارسة نشاط رأس المال المخاطر وكذا كيفيات إنشاء مؤسساته وسيرها، حيث تتطلب ممارسة هذا النشاط الحصول على رخصة مسبقة يسلمها الوزير المكلف بالمالية إستنادا لملف يقوم على مقاييس الكفاءة والإحترافية، بعد إستشارته لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبنك الجزائر.

تمارس شركات رأس المال المخاطر نشاطها في شكل شركة مساهمة لحساب الغير أو لحسابها الخاص، مستخدمة في ذلك الأموال الخاصة المتمثلة أساسا في رأس المال الذي تسدد 50% منه عند تاريخ التأسيس، الإحتياطات والأموال شبه الخاصة المتمثلة في الأموال الممنوحة من قبل الغير والدولة لإستثمارها إضافة إلى الهبات. حيث تقوم بالمساهمة في رأس مال المؤسسة الممولة بإقتناء إما أسهم عادية، شهادات إستثمارية، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حصص الشركاء، وبوجه عام جميع فئات القيم المنقولة الأخرى المماثلة للأموال الخاصة طبقا للتشريع والتنظيم المعمول بهما.

يضع القانون قواعد تتعلق بنسب المساهمات والإقتراض، حيث لا يجوز لشركة رأس المال المخاطر أن تخصص أكثر من 15% من رأسمالها وإحتياطياتها للمساهمة في مؤسسة واحدة، ولا يجوز لها إمتلاك أكثر من 49% من رأسمال مؤسسة واحدة، وهذا للسماح لعدد كبير من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للإستفادة من العمليات المقدمة من طرف هذه الشركات، كما لا يمكن أن تتم المساهمة إلا على أساس عقد المساهمين الذي يوضح على وجه الخصوص، مدة المساهمة في الإستثمار وشروط الإنسحاب، بالإضافة إلى أنه لا يجوز لها الإقتراض بما يفوق حدود 10% من أموالها الخاصة الصافية، ولا يمكنها إستعمال المبالغ المقترضة في عمليات الحصول على مساهمات.

أما فيما يخص مراقبة نشاط شركات رأس المال المخاطر فهي تخضع لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وفقا لما يخولها المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 لاسيما أحكام المواد من 58 إلى 60<sup>2</sup>. حيث ترفع لها تقريرا عن النشاط السداسي مرفقا بوضعية المحفظة، الوثائق المحاسبية والمالية لنهاية السنة المالية المعنية، تقارير محافظي الحسابات وأية وثيقة أخرى ضرورية لممارسة الرقابة.

<sup>1</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 42، المتعلق بشركة الرأسمال الإستثماري، مرجع سبق ذكره.

<sup>2</sup> - مرسوم تشريعي رقم 93-10، المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، 1993/05/23.

هذا القانون تناول الخطوط العريضة والعناصر العامة لنشاط شركات رأس المال المخاطر، أما التفاصيل فتركت للنصوص التنظيمية التي لم تنشر إلى غاية فيفري 2008، وقد تضمنت تحديد رأس المال الأدنى الذي قدر بمائة مليون دينار جزائري، حيث يمنع إمتلاك أكثر من 49% من رأس مال شركة رأس المال المخاطر من طرف أي شخص طبيعي ولزوجه وأصوله وفروعه معاً، أو من طرف شركة أو شركات من نفس المجموعة، وهذا بصفة مباشرة أو غير مباشرة<sup>1</sup>.

هذا بالإضافة إلى القرار الذي يحدد مقاييس الكفاءة والإحترافية لمسيري شركة رأس المال المخاطر المؤرخ في 27 ديسمبر 2008، فوفقاً لهذا القرار يجب أن يكون كل من رئيس مجلس الإدارة والمدير العام والإطارات المسؤولين حائزين على الشهادات الجامعية ويمتلكون خبرة مهنية لا تقل عن ثماني سنوات في أحد المجالات الآتية : البنوك، المالية، اقتصاد المؤسسات، التحليل المالي وتسيير المخاطر، أما أعضاء مجلس الإدارة فيشترط أن يكونوا حاصلين على الشهادات الجامعية ويمتلكون خبرة مهنية لا تقل عن خمس سنوات في المجال الاقتصادي أو المالي أو التجاري أو القانوني<sup>2</sup>.

## 2. الإطار الجبائي لرأس المال المخاطر

يلعب الإطار الجبائي الملائم دوراً هاماً من أجل تطور صناعة رأس المال المخاطر في أي بلد، الأمر الذي أخذته مختلف الدول بعين الإعتبار وعملت على إثرائه بإستمرار، لأن غياب مزايا ضريبية لا يدفع بالمستثمر إلى توظيف أمواله في هذه الصناعة التي تتسم عملياتها بمستوى عالي من المخاطرة وسيولة ضعيفة. إلا أن صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر ظلت ولفترة طويلة بعد ظهورها تمارس دون قوانين ولا تحفيزات جبائية، وكان عليها إنتظار قانون المالية لسنة 2005 ليأتي بالجديد. حيث تضمن هذا الأخير في المادة 10 منه، إعفاء شركات رأس المال المخاطر من الضريبة على أرباح الشركات لمدة تقدر بخمس سنوات إبتداءً من إنطلاق ممارسة نشاطها<sup>3</sup>. هذه النقطة تبناها القانون 06-11 في فصله السادس وكملة بنقاط أخرى تخص صناعة رأس المال المخاطر بصفة عامة، حيث نص هذا القانون على إستفادة مداخيل شركات رأس المال المخاطر المتأتية من أرباح، نواتج توظيف الأموال، نواتج وفائض قيمة التنازل عن الأسهم والحصص، من تخفيض بـ 05% عن معدل الضريبة على أرباح الشركات.

<sup>1</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 09، مرجع سبق ذكره.

<sup>2</sup> - القرار الوزاري المحدد لمقاييس الكفاءة والإحترافية لمسيري شركة الرأسمال الإستثماري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 05، 2009/01/21.

<sup>3</sup> - قانون رقم 04-21، المتضمن قانون المالية لسنة 2005، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 85، 2004/12/30.

وقد وضع المشرع شرطا للإستفادة من المزايا الجبائية المحددة في هذا القانون، يتمثل في تعهد شركة رأس المال المخاطر بعدم سحب المبالغ المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن خمس سنوات تحسب إبتداء من أول يناير من السنة الموالية لتاريخ الحصول على المساهمة.

### 3. تعريف شركات رأس المال المخاطر عند المشرع الجزائري

عرف المشرع الجزائري شركات رأس المال الإستثماري في المادة الثانية من الفصل الأول للقانون رقم 06-11، بأنها تلك الشركات التي تهدف للمشاركة في رأسمال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة<sup>1</sup>.

حيث ركز المشرع الجزائري في المادة الرابعة من نفس القانون على مراحل نمو المؤسسة موضوع التمويل، كما حدد كفاءات تدخل شركة رأس المال الإستثماري، والتي تكون كما يلي :

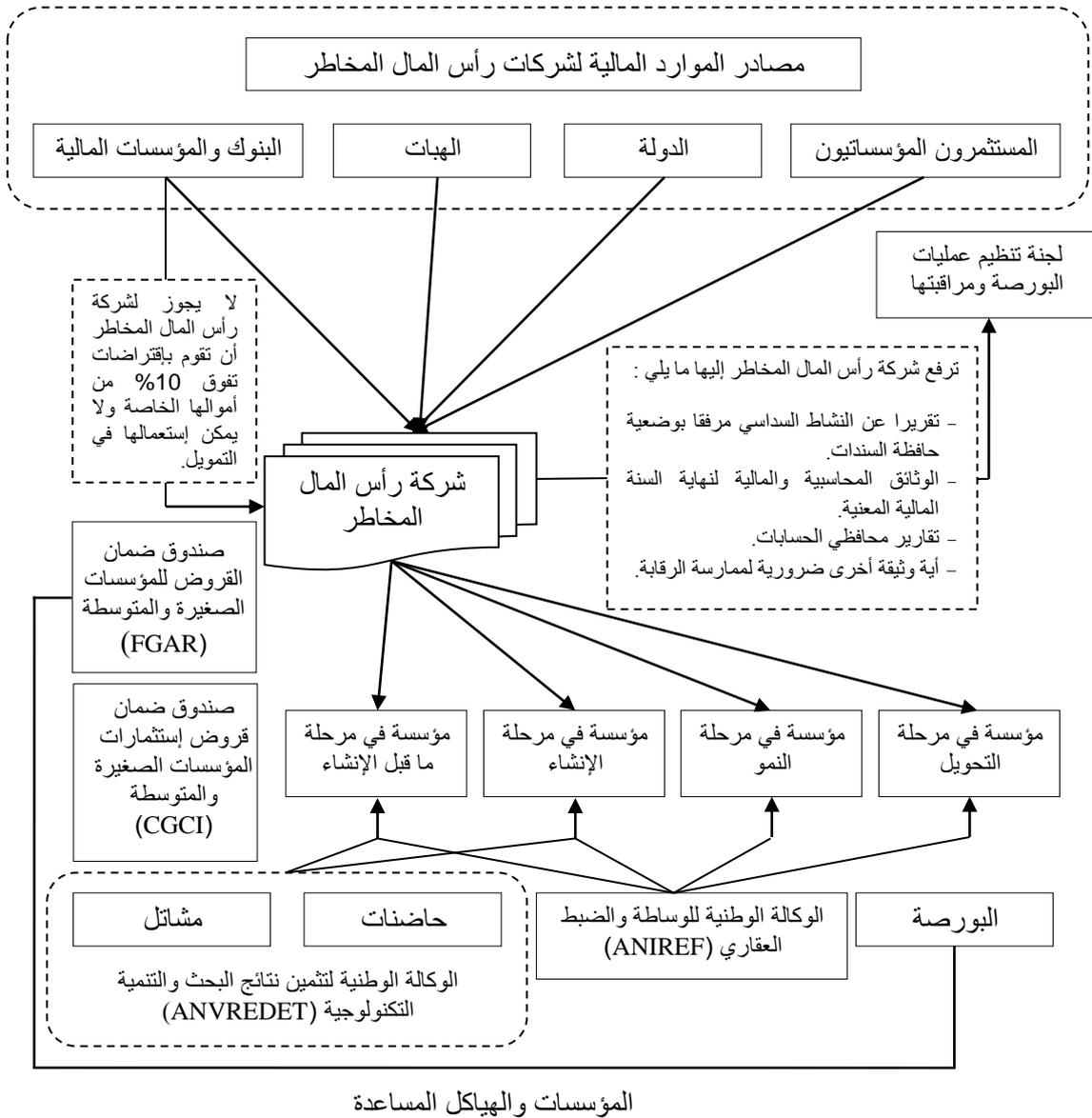
- رأس المال المخاطر، الموجه لتمويل المؤسسات في مرحلة ما قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء.
- رأس مال النمو، الموجه لتمويل تنمية طاقات المؤسسات بعد إنشائها.
- رأس مال التحويل، الذي يشمل رأس المال الموجه لتمويل إسترجاع المؤسسة من قبل مشتري داخلي أو خارجي.
- بالإضافة إلى عمليات إسترجاع مساهمات و/أو حصص يحوزها صاحب رأس مال إستثماري آخر.

يظهر من التعريف أن المشرع الجزائري قد إختصر عمليات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في المرحلتين الأوليتين من مراحل نمو المؤسسة، والمتمثلتين في مرحلة ما قبل الإنشاء المتعلقة بفترة الإنطلاق ومرحلة الإنشاء المتعلقة بفترة التأسيس، دون التركيز على المراحل الأخرى المتمثلة في النمو، النضج والتدهور، كما أن المشرع الجزائري لم يميز بين مراحل التمويل عن طريق رأس المال الإستثماري من حيث الضوابط والتحفيزات، لذا يمكن إعتبارها هي نفسها المطبقة على المؤسسات التي تكتفي بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

في حين تتدخل عدة هيئات وهياكل في تنظيم سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، وهذا حسب ما نص عليه القانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006، ومن ثم ما جاءت به المراسيم التنفيذية والقرارات الوزارية، والشكل الآتي يلخص أهم الجهات الفاعلة في هذه السوق فنجد:

<sup>1</sup> - الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 42، المتعلق بشركة الرأسمال الإستثماري، مرجع سبق ذكره.

## الشكل رقم 3-1 : التنظيم العام لسوق رأس المال المخاطر في الجزائر



**المصدر :** محمد شريف بن زواي، هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر : حالة الجزائر، مذكرة ماجستير بالمدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2011، ص 83.

من خلال الشكل نجد أن مصادر الموارد المالية في شركات رأس المال المخاطر بالجزائر تتكون من الأموال الخاصة والتي تضم رأس مال الشركة والإحتياطيات ومصدرها المستثمرون المؤسسيون، والأموال شبه الخاصة والتي تشمل الأموال العامة الممنوحة من قبل الدولة لإستثمارها في عمليات رأس المال المخاطر التي تهتم بالإستثمارات المنتجة للسلع والخدمات والمنجزة من قبل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلى جانب الهبات والأموال الممنوحة من قبل البنوك والمؤسسات المالية، حيث تقوم هذه الهيئات بالمساهمة في رأس مال شركات رأس المال المخاطر التي تعمل تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، طبقاً للتشريع والتنظيم المعمول بهما، لكي تقوم فيما بعد بإستثمار هذه الأموال عن طريق تمويل المشاريع في مختلف المراحل التي تم ذكرها أعلاه.

## المطلب الثاني : المنظومة المؤسسية لرأس المال المخاطر في الجزائر

رغم المخاطر التي تحيط بمجالات استثمار شركات رأس المال المخاطر بإعتبارها إستثمارات طويلة الأجل ينقصها معيار الأمان والإيرادية، فضلا عن تلك المخاطر التي تحيط بمهنة رأس المال المخاطر في الدول النامية بإعتبارها مهنة حديثة النشأة، إلا أنه قد تم هندسة سوق لعمليات رأس المال المخاطر في الجزائر، فأنشأت مجموعة من الشركات والصناديق الإستثمارية لهذا الغرض، من أجل تقديم الدعم الكافي لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تواجه مشكل محدودية التمويل من طرف البنوك التجارية، بالإضافة إلى إستقطاب مستثمرين أجانب برأس المال من أجل نفس الهدف.

### 1. شركات رأس المال المخاطر العمومية

وتضم عدد من شركات التمويل برأس المال المخاطر وصناديق الإستثمار النشطة في السوق الجزائرية التي أغلبها هي في مرحلة التأسيس، نورد أهمها فيما يلي :

#### 1.1. الشركة المالية للإستثمار والمساهمة والتوظيف<sup>1</sup>

حصلت هذه المؤسسة المالية العمومية على ترخيص لبداية نشاطها من طرف بنك الجزائر في 09 يناير 2001، بعد إتخاذ قرار إنشائها بمبادرة من طرف المجلس الوطني السابق لمساهمات الدولة (CPE<sup>2</sup> حاليا) في 06 أوت 1998، برأس مال يقدر بحوالي 05 ملايين دينار جزائري، ليرتفع سنة 2017 إلى 10 ملايين، حيث جاء إنشائها في إطار تطوير منتجات مالية جديدة أكثر فعالية وديناميكية لتواكب المستجدات الحاصلة، حيث وفرت هذه المؤسسة المالية بدائل تمويلية وعلى رأسها التمويل الإيجاري والتمويل برأس المال المخاطر إلى جانب تقديم المشورة والمساعدة للمؤسسات<sup>3</sup>.

إن من مهامها الرئيسية توفير التمويل للمشاريع بهدف تحديث وتطوير الجهاز الإنتاجي مع العمل على تكثيف النسيج الصناعي من خلال عمليات البيع والإندماج وتعزيز إنشاء وتطوير المؤسسات، إضافة إلى المشاركة في إستعادة المؤسسات العمومية، لذلك فهي تعد شركة تدعم التعافي الاقتصادي، هذا إلى جانب البحث عن شركاء فنيين وماليين لإستثمارات رأس المال المخاطر.

أما عن قطاع نشاطها فهي تتدخل من خلال صناديقها الخاصة أو مشاركتها في صناديق الإستثمار الولائية، في كل الأنشطة المتعلقة بإنتاج السلع والخدمات بإستثناء الأنشطة التجارية والزراعية، إلا أنها في الواقع لا تغطي كل الأنشطة بل إنحصر مجال عملها في قطاعات الصناعات التحويلية، المناجم، البناء والأشغال العمومية، وهي أنشطة تعتبر ذات مخاطرة ضعيفة.

<sup>1</sup> - SOFINANCE : La Société Financière d'Investissement, de participation et de placement.

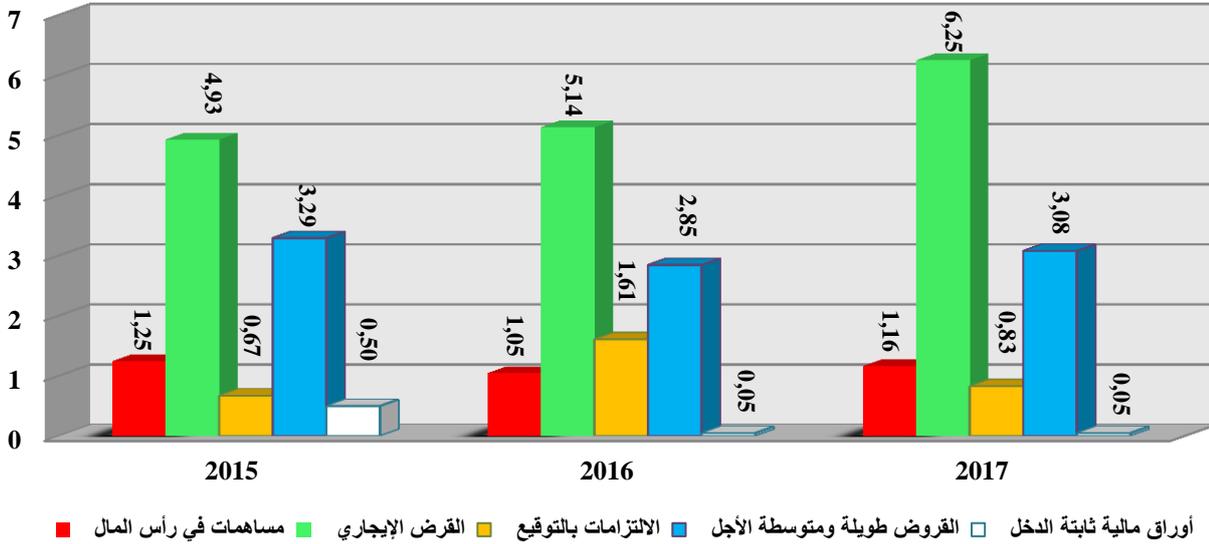
<sup>2</sup> - CPE : Le Conseil des Participations de l'Etat.

<sup>3</sup> - [www.sofinance.dz](http://www.sofinance.dz) (vu le 22/01/2019).

وفي هذا الصدد، تمكنت هذه الشركة من استثمار أكثر من مليار دينار، في مجال التمويل برأس المال المخاطر، خلال سنة 2017، كما يوضحه الشكل الآتي :

### الشكل رقم 2-3 : إستثمارات الشركة المالية للإستثمار والمساهمة والتوظيف

(الوحدة : مليار دينار جزائري)



**المصدر :** تم إعداده بناء على معطيات الشركة المالية للإستثمار والمساهمة والتوظيف من الموقع [www.sofinance.dz](http://www.sofinance.dz).

من خلال الشكل أعلاه، يظهر جليا أن التمويل عن طريق القرض الإيجاري والقروض طويلة ومتوسطة الأجل، هي الأنشطة الأكثر ممارسة من بين الأنشطة التمويلية التي تمارسها الشركة، وهذا ما تعبر عنه المبالغ المستثمرة فيها، ثم يليها نشاط أخذ المساهمات في رأس مال المشاريع الإستثمارية أي التمويل برأس المال المخاطر، إذ أنه يمثل في سنة 2017 ما نسبته 10% فقط من إجمالي المبالغ المستثمرة، وهو بذلك يعتبر نشاطا ثانويا.

وإذا أردنا الوقوف على أسباب هذا التباين الكبير في المبالغ بين التمويل الإيجاري والتمويل برأس المال المخاطر، نجد أن إجراءات التمويل بالقرض الإيجاري تكون عموما سهلة، ولا تتطلب الكثير من الوقت والدراسة للموافقة على الطلبات، لأن موضوعها هو تأجير معدات وآلات لمدة معينة مقابل أقساط سنوية، ينتهي العقد بتمليك موضوع القرض للمستأجر.

لكن الأمر ليس نفسه تماما بالنسبة للتمويل برأس المال المخاطر، لأن معالجة طلبات التمويل للمشاريع المعروضة تتطلب وقتا حتى يتم إنجاز دراسة تفصيلية لخطة عمل المشروع، والتأكد من المردودية المتوقعة تحقيقها، وكذا فرص الخروج المتاحة أمام الشركة خاصة في ظل غياب بورصة نشطة، كل هذه الإجراءات تتطلب زمنا ليس بالقصير للحصول على الموافقة على إنجاز المشروع.

## 2.1. الجزائر إستثمار<sup>1</sup>

الجزائر للإستثمار هي شركة رأس مال مخاطر، تأخذ شكل شركة مساهمة، تخضع في تسييرها للقانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركة رأس المال الإستثماري، حيث أنشأت بموجب قانون المالية لسنة 2009، وهذا بتاريخ 28 ديسمبر 2009، بمبادرة من بنكين عموميين هما بنك الفلاحة والتنمية الريفية والصندوق الوطني للتوفير والإحتياط بنسب 70% و30% على التوالي، بينما بدأت نشاطها الفعلي في 07 جويلية 2010، وهذا بعد إعتماها من طرف وزارة المالية في 11 ماي 2010 برأس مال اجتماعي يبلغ مليار دينار جزائري<sup>2</sup>.

إن من بين المهام الرئيسية لهذه الشركة توفير للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التابعة للقطاعين العام والخاص خلال جميع مراحل نموها منتج مالي لمعالجة العجز في أعلى جدول ميزانية المؤسسة (الأموال الخاصة)، وهذا من خلال الدخول في شراكة وذلك بمساهمة نقدية ذات أقلية وبصفة مؤقتة لتعزيز رأس مال المؤسسة المستهدفة، إلى جانب تقديمها المشورة والمساعدة الفنية في مجال خبراتها، كما تعمل على تشجيع ودعم المستثمرين لإنشاء مؤسسات جديدة خاصة التي تنشط في المجال التكنولوجي، بالإضافة للمشاركة في تنمية سوق البورصة وبرنامج تأهيل المؤسسات لتحسين هيكلها المالي وتمكينها من الحصول على الإئتمان المصرفي.

وفي المقابل، رغم حداثة إنشاء هذه الشركة على غرار شركات رأس المال المخاطر العمومية الأخرى، وموازة مع القرار الوزاري الذي ينص على إنشاء 48 صندوق إستثمار على مستوى كل ولاية، عهد إليها إدارة 12 صندوق إستثماري ولائي لحساب الخزينة العمومية، وهذا ما جعلها تتميز بنشاط وحركية أكبر عن طريق إستثماراتها بإستعمال أموال صناديق الإستثمار الولائية إلى جانب تدخلها في الصندوق الخاص الذي عهد إليها من قبل مساهميها، وهذا قصد تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي أنشئت من طرف مستثمرين شباب أو حاملي المشاريع التي تنشأ قيمة مضافة وتوفر مناصب شغل، وهذا في جميع المجالات خاصة الأنشطة المرتبطة بالتنمية المستدامة التابعة للقطاعات المتجددة، بإستثناء الأنشطة التي تمارس في مجال الإستيراد أو تلك الأنشطة التي إستفادت من دعم الدولة كالأنشطة المرتبطة بالزراعة والسكن.

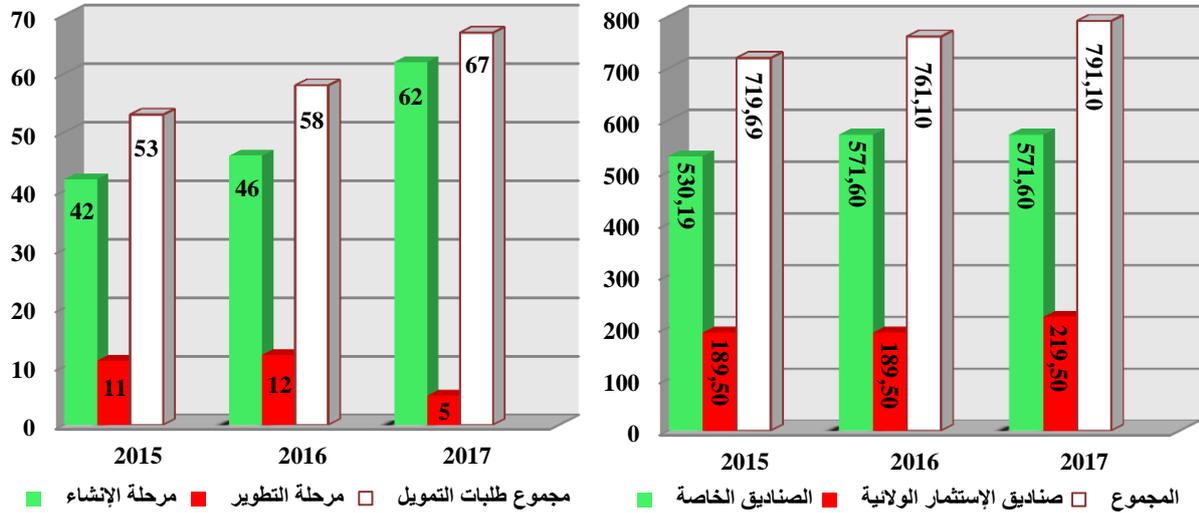
أما عن معايير إختيار المشاريع الإستثمارية الممولة من طرف هذه الشركة، نجد أنها تتمحور بصفة عامة حول جدوى المشروع، جودة خطة العمل، المهارات الفنية والإدارية للمقاولين، المساهمة في خلق فرص للعمل، هذا إلى جانب إهتمام المشروع بالتنمية المحلية الاقتصادية والاجتماعية.

<sup>1</sup> - El Djazair Istithmar.

<sup>2</sup> - [www.eldjazair-istithmar.dz](http://www.eldjazair-istithmar.dz) (vu le 23/01/2019).

وفي هذا الصدد، تمكنت هذه الشركة من استثمار أكثر من 790 مليون دينار في مجال التمويل برأس المال المخاطر خلال سنة 2017، مقابل 16 مساهمة منذ إنشائها، كما يوضحه الشكل الآتي :

الشكل رقم 3-3 : إستثمارات شركة الجزائر إستثمار (الوحدة : مليون دينار جزائري)  
الشكل رقم 4-3 : الفرص الإستثمارية المتاحة لشركة الجزائر إستثمار



المصدر : تم إعداده بناء على معطيات التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من الموقع [www.cosob.org](http://www.cosob.org).

من خلال الشكل رقم 3-3، يظهر لنا أن المبلغ الإجمالي للتمويل برأس المال المخاطر لهذه الشركة هو في تزايد من سنة إلى أخرى، حيث أنه ارتفع بقيمة 30 مليون دينار سنة 2017، كنتيجة عن الأنشطة التمويلية التي مارستها صناديق الإستثمار الولائية. وإذا أردنا الوقوف على أسباب هذا الإرتفاع، نجد أنه مرتبط بزيادة عدد الفرص الإستثمارية، وهذا ما يفسره العدد المتزايد لطلبات المقاولين خاصة أصحاب المشاريع الجديدة على هذا النوع من التمويل، حيث يظهر الشكل رقم 4-3 أن عدد الطلبات في عام 2017 يقدر بـ 67 طلب مقابل 58 طلب في عام 2015.

### 3.1.1 صناديق الإستثمار

وتضم نوعين من صناديق الإستثمار الناشطة في السوق الجزائرية، وهي :

#### 1.3.1.1 الصندوق الوطني للإستثمار<sup>1</sup>

قررت السلطات العمومية بموجب المادة 55 من الأمر المتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2009<sup>2</sup>، إنشاء الصندوق الوطني للإستثمار كمؤسسة مالية عمومية والمنبثق عن إعادة هيكلة البنك الجزائري للتنمية برأس مال قدره 150 مليار دينار، وهذا لغرض تعزيز وترقية أدوات جديدة لتدخل

<sup>1</sup> - FNI : le Fonds National d'Investissement.

<sup>2</sup> - الأمر رقم 01-09، المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2009، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 44، 2009/07/26.

الدولة في تمويل التنمية من خلال منح التمويل الإستثماري المستقر، وتندرج هذه المبادرة في إطار إستكمال عملية إصلاح القطاع المالي والمصرفي التي شرعت فيه الحكومة.

إن من بين خدمات الصندوق تلك الموجهة إلى تمويل الإستثمارات المتعلقة بإنشاء وتوسيع وتأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سواء في القطاعين العام أو الخاص إنطلاقاً من موارده الخاصة، وهذا على شكل مساهمات في رأس مالها بنسبة لا تفوق 34 % حسب الشروط المطابقة للقانون الأساسي للصندوق، وتقتصر هذه المساهمات على مدة معينة يتم الإتفاق عليها بين الطرفين.

فالمشاريع المعروضة من أجل التمويل على الصندوق يجب أن تندرج ضمن قطاعات النشاط ذات الصلة بتوجهاته الإستراتيجية، والتي تحقق أثر إيجابي ملموس على التنمية الاقتصادية، بالإضافة إلى أن لا يكون لها تأثير سلبي على البيئة، وهذا في أحد المجالات التي تمس الصناعة والمناولة الصناعية، البناء والأشغال العمومية، الإعلام والاتصالات والإبداع التكنولوجي، الفلاحة والصناعات الغذائية، النقل واللوجيستية، السياحة، الخدمات المالية والطاقات المتجددة<sup>1</sup>.

### 2.3.1. صناديق الإستثمار الولائية

وفقاً لأحكام المادة 100 من الأمر المتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2009، أنشأت الحكومة 48 صندوق إستثمار يخص جميع الولايات تعمل لحساب الدولة<sup>2</sup>، حيث أوكلت إدارتها بموجب الإتفاقات الموقعة مع وزارة المالية إلى ثلاثة شركات رأس المال المخاطر وفرعين لبنكين، وهذا للقيام بتعبئة شبكاتها وإستخدام تجربتها لإنشاء المؤسسات الناشئة ومرافقتها في مراحل تطورها الأولى، كما هو موضح في الجدول أدناه :

#### الجدول رقم 3-1 : الهيئات المالية المسيرة لصناديق الإستثمار الولائية

صناديق الإستثمار الولائية	الهيئة المسيرة
الجزائر، عنابة، بسكرة، قسنطينة، خنشلة، تلمسان، سوق أهراس، الوادي، جيجل، النعامة، قالمة، المدية	شركة الجزائر إستثمار
البيضاء، سطيف، سيدي بلعباس، سكيكدة، تيبازة، تيزي وزو، الجلفة، أدرار، عين تموشنت، مستغانم، تبسة، الأغواط	الشركة المالية للإستثمار والمساهمة والتوظيف
باتنة، بجاية، البليدة، وهران، أم البواقي، تيارت، عين الدفلى، ميلة	الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة
بشار، بومرداس، البويرة، ورقلة، معسكر، تمنراست، تندوف، إليزي	فرع البنك الوطني الجزائري
برج بوعريريج، الشلف، غرداية، المسيلة، سعيدة، غليزان، تيسمسيلت، الطارف	فرع البنك الخارجي الجزائري

**المصدر :** من إعداد الباحث بالإعتماد على معطيات الموقع [www.andi.dz](http://www.andi.dz).

<sup>1</sup> - [www.fni.dz](http://www.fni.dz) (vu le 24/01/2019).

<sup>2</sup> - نفس المرجع السابق.

أما تمويل هذه الصناديق فيتم عن طريق الوقف الدوري لمليار في حساب تخصيص خاص لخزينة الدولة، كما تم تحديد الحد الأقصى للتدخل، بالمساهمة بنسبة 49% في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع وضع حد أعلاه 50 مليون دينار ماعدا الإستثناءات التي تسمح بها وزارة المالية، حيث لا يجب أن تتجاوز المساهمة 05% من الموارد المالية المخصصة للصندوق.

إن من مهام هذه الصناديق الولائية توفير التمويل للمشاريع المنجزة من طرف أصحابها بالمساهمة في رأس مال مؤسساتهم الصغيرة والمتوسطة التي هي إما في طور الإنجاز أو في مرحلة التنمية، شرط أن يكون شكلها القانوني من نوع شركة ذات أسهم (SPA) أو شركة ذات مسؤولية محدودة (SARL)، إلى جانب تسهيل وصول هذه المؤسسات ذات رأس المال الضئيل إلى الائتمان المصرفي من خلال تحسين هياكلها التمويلية بهدف ضمان إستمراريتها والمحافظة على موظفيها. كما أن المشاريع المعروضة من أجل التمويل على الصندوق يجب أن يكون من إهتماماتها المشاركة في التنمية الاقتصادية المحلية إلى جانب مساهمتها في توفير مناصب الشغل والحفاظ على البيئة<sup>1</sup>.

فقد كشف وزير المالية عبد الرحمن راوية خلال اجتماع الحكومة بالولاية يوم 28 نوفمبر 2018، عن الإستخدام المتدني لهذه الصناديق، فقد تم إستخدام 4,9 مليار دينار فقط حتى سبتمبر 2018 من إجمالي القدرة التمويلية لهذه الصناديق والتي تبلغ 48 مليار دينار، وهذا لتمويل 80 مشروع إنتاجي في 29 ولاية في جميع أنحاء الوطن.

## 2. شركات رأس المال المخاطر المختلطة

وتضم عدد من شركات التمويل برأس المال المخاطر وصناديق الإستثمار النشطة في السوق الجزائرية، نورد أهمها فيما يلي :

### 1.2. الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة<sup>2</sup>

يندرج إنشاء هذه الشركة المالية ضمن فكرة دعم تنمية الإستثمار في الجزائر مع دراسة إمكانية تأسيس شركات جزائرية أوروبية تعمل في هذا الإطار، حيث تعد أول شركة رأس مال مخاطر في الجزائر، ففي تاريخ 30 جوان 1991، تم عقد بروتوكول إتفاق والذي من خلاله تم تأسيس هذه الشركة برأس مال يقدر بحوالي 159 مليون دينار جزائري، وهذا بعد حصولها على الترخيص من مجلس النقد والقرض، ليرتفع سنة 2017 إلى 1,2 مليار<sup>3</sup>، غير أن بداية النشاط الفعلي لها كان في سنة 1995. وهي تتكون من بنكين وطنيين بنسبة مساهمة تقدر بـ 60%، وهما بنك التنمية

<sup>1</sup> - www.andi.dz (vu le 07/02/2019).

<sup>2</sup> - FINALEP : Financière Algéro-Européenne de Participation.

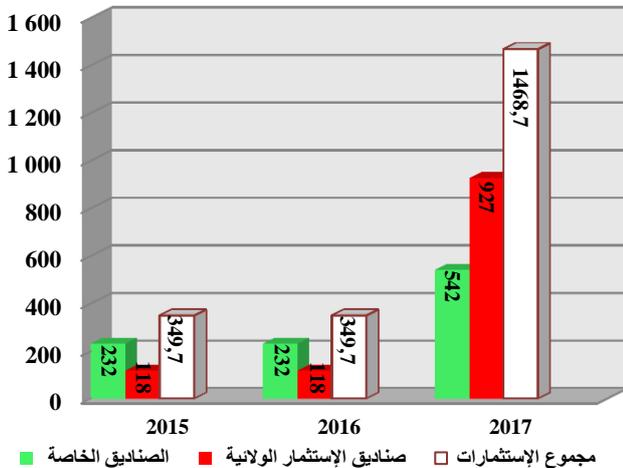
<sup>3</sup> - www.cosob.org (vu le 25/02/2019).

المحلية (BDL) والقرض الشعبي الجزائري (CPA)، إلى جانب شريكين أجنبيين وهما الصندوق الفرنسي للتنمية (CFD) والذي يدعى حاليا بالوكالة الفرنسية للتنمية (AFD) وكذا البنك الأوروبي للإستثمار (BEI)، هذا الأخير الذي انسحب بعد ذلك ليخلفه في حصته البنكيين الوطنيين، بنك التنمية المحلية والقرض الشعبي الجزائري. حيث جاء إنشائها بعد صدور قانون النقد والقرض 90-10، على أمل تطوير وساطة مالية تواكب الإصلاحات الاقتصادية والمالية، والعمل على توفير التمويل التساهمي للقطاع الإنتاجي وكذا دعم المشاريع التي تجمع بين شركاء جزائريين وأوروبيين، مع إعطاء الأولوية للمشاريع التي لها الأثر على التطور الاقتصادي والاجتماعي كإنشاء مناصب العمل وتصدير السلع والخدمات التي تولد العملة الأجنبية.

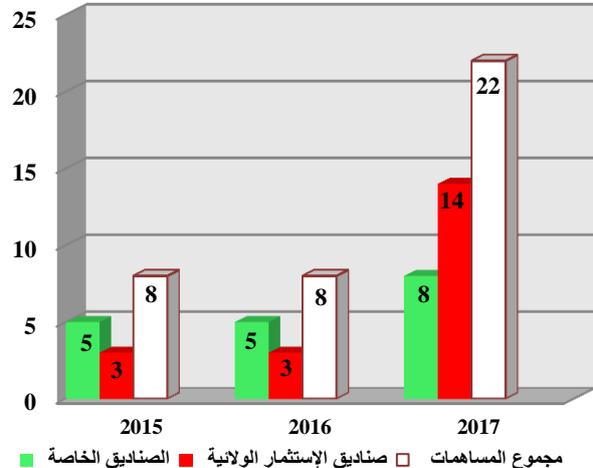
إن من بين المهام الرئيسية لهذه الشركة هو السماح بإرساء وتثبيت آلية التمويل برأس المال المخاطر في المشهد المالي الجزائري، إلى جانب وضع الأدوات والإجراءات الخاصة بعملها مع العمل على تكوين نواة للإشراف قادرة على إستيعاب ونشر تقنيات هذه الآلية التمويلية، بالإضافة إلى حرصها على توفير منتج مالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لسد الثغرات في أعلى الميزانية، وكذا تشجيع المقاولين على إنشاء مؤسساتهم الجديدة والمساهمة في تنشيط السوق المالي.

أما عن قطاع نشاطها فهي تتدخل من خلال صناديقها الخاصة أو مشاركتها في صناديق الإستثمار الولائية، في كل الأنشطة المتعلقة بالصناعات الدوائية والتحويلية والغذائية وكذا الطاقة والبناء والأشغال العمومية، حيث أن معظم إستثماراتها تتركز في قطاع الصناعة، وهي أنشطة تعتبر أقل مخاطرة. وفي هذا الصدد، تمكنت هذه الشركة من إستثمار أكثر من 1,4 مليار دينار في مجال التمويل برأس المال المخاطر خلال سنة 2017، مقابل 22 مساهمة، كما يوضحه الشكلين الآتيين :

الشكل رقم 3-6: إستثمارات الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (الوحدة : مليون دينار جزائري)



الشكل رقم 3-5: عدد مساهمات الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة



**المصدر :** تم إعداده بناء على معطيات التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها من الموقع [www.cosob.org](http://www.cosob.org).

يظهر لنا الشكل رقم 3-5 أن المبلغ الإجمالي للتمويل برأس المال المخاطر لهذه الشركة هو في تزايد بعد فترة من الثبات، حيث أنه تضاعف أربع (04) مرات مقارنة بالسنوات السابقة، وهذا كنتيجة عن الأنشطة التمويلية التي مارستها من خلال صناديقها الخاصة وصناديق الإستثمار الولاية. وإذا أردنا الوقوف على أسباب هذا الإرتفاع، نجد أنه مرتبط بسبب التحسن الكبير في معدل دورانها والراحة المالية الناجمة عن زيادة رأس مالها، الذي إنتقل من 159 مليون إلى 1,2 مليار دينار.

## 2.2. الشركة الجزائرية السعودية للإستثمار<sup>1</sup>

أنشأت هذه الشركة بموجب الإتفاقية الموقعة في 14 أفريل 2004 بين الجزائر والمملكة العربية السعودية بغرض الترويج للإستثمار في الجزائر والمملكة العربية السعودية، وتعد أول شركة متخصصة في رأس المال المخاطر، حيث يقدر رأس مالها بـ 8 مليار دينار جزائري، لكل حكومة مساهمة تقدر بـ 4 مليار دج، وقد باشرت الشركة نشاطها الفعلي في الجزائر سنة 2008.

تهدف هذه الشركة إلى تمويل الإستثمار في جميع المجالات من خلال التمويل برأس المال المخاطر، وعلى وجه الخصوص قطاع الصناعة والبناء والسياحة والزراعة، وهذا عن طريق إقامة مشاريع أو المساهمة في مشاريع قائمة أو إقتناء حصص في شركات، فضلا عن نشاطات أخرى كالإيجار المالي ومنح القروض الإستثمارية للمشاريع المساهم فيها<sup>2</sup>.

## 2.3. صندوق رأس المال المخاطر للبنك الخارجي الجزائري والشركة الفرنسية سيبركس

تم إطلاق هذا الصندوق بالشراكة بين الشركة الفرنسية سيبركس (SPIREX) المختصة في مجال الأسهم والهندسة المالية مع البنك الخارجي الجزائري (BEA)، موجه لتوفير التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى جانب مرافقة مسيرتها، حيث جاء إنشائه في إطار سياسة الحكومة التي فرضت على البنوك إنشاء فروع خاصة برأس المال المخاطر لدعم تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويقدر رأس مال الصندوق بـ 50 مليون أورو والذي باشر عمله سنة 2010<sup>3</sup>.

## 3. شركات رأس المال المخاطر الأجنبية

وتضم عدد من شركات التمويل برأس المال المخاطر وصناديق الإستثمار النشطة في السوق الجزائرية، نورد أهمها فيما يلي :

<sup>1</sup> - ASICOM : Société Algéro-Saoudienne d'Investissement.

<sup>2</sup> - [www.asicom.dz](http://www.asicom.dz) (vu le 25/02/2019).

<sup>3</sup> - إبراهيم مزبود، نحو تفعيل طرق التمويل غير التقليدية في الجزائر : التمويل برأس المال المخاطر، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى العلمي حول "أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر بين 1990-2010"، مجلة الاقتصاد الجديد، مجلد رقم 10، 2014، ص 104.

### 1.3. شركة أفريك انفست (AfricInvest)

تم تأسيس هذه الشركة في عام 1994 وهي جزء من المجمع انتيغرا مجموعة (Integra Group)، فهي شركة خدمات إستثمارية ومالية كما أنها نشطة في مجال صناعة رأس المال المخاطر في العديد من القطاعات ذات النمو المرتفع، حيث قدمت مساهمة فعالة في التنمية الاقتصادية للبلدان التي غطتها من خلال إنشاء شركات مبتكرة، وإعادة هيكلة وتطوير العديد منها<sup>1</sup>.

يقع مقرها في تونس ويتم تسيرها عن طريق المجموعة المالية توني أنفست (Tuninvest Finance Group) والتي لها عدة فروع أحدها في الجزائر، حيث أن محفظتها تضم العديد من المشاريع التي يتم تمويلها من طرف الصندوق المغربي للحصص الخاصة (MPEF)، كما أنها ساهمت في رأس مال عدد من المؤسسات الجزائرية، نذكر منها شركة العصير NCA-Rouiba وشركة التغليف Général Emballage وكذا شركة التأجير Maghreb leasing Algérie، إلى جانب شركة SNAX صاحب العلامة التجارية مهبول (Mahboul)، بالإضافة إلى شركة صودينكو (SODINCO) التي تبيع منتجات العلامة التجارية لشركة هايير (HAIER)<sup>2</sup>.

### 2.3. شركة الترقية والمساهمة من أجل التعاون الاقتصادي<sup>3</sup>

تأسست هذه الشركة سنة 1977 من طرف الوكالة الفرنسية للتنمية (AFD) بهدف تمويل وتعزيز القطاع الخاص، المتمثل في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا المؤسسات المالية، وهي عبارة عن مؤسسة مالية متخصصة في المساعدة على التطوير والمرافقة، بحيث تمثل بالنسبة للسلطات العمومية الفرنسية محور وقوام الشراكة والتعاون الثنائي، وتتمثل مهمتها في إعطاء الأفضلية للإستثمارات الأجنبية في الدول النامية وتطويرها لصالح التنمية.

فوجد أنها دعمت المبادرة التونسية في الجزائر، وهذا من خلال مساهمتها في رأس مال الشركة المغربية للتأجير الجزائر (MLA)، والتي تم إنشائها سنة 2006 بمبادرة من طرف شركة التأجير التونسية (Tunisie Leasing)، وهذا بغرض تطوير أنشطة تمويل هذه الشركة، بالإضافة إلى مساعدتها على تلبية متطلبات رأس المال التنظيمي الجديد المفروض من طرف البنك المركزي. هذا المشروع الذي جاء ليعزز تطوير القطاع المالي في شمال إفريقيا ليصبح أكثر تكاملا، ويساعد على تعزيز نسيج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المحلية التي تجد في الإستثمار حل تمويلي لها<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - www.africinvest.com (vu le 26/02/2019).

<sup>2</sup> - Abadi Mohamed et Mairif Asma, **Le capital investissement : Une voie de financement alternatif**, Revue d'études économiques contemporaines, Université de Bordj Bou Arréridj, N° 01/2016, P 12.

<sup>3</sup> - **PROPARCO** : Promotion et Participation pour la Coopération économique.

<sup>4</sup> - www.proparco.fr (vu le 02/03/2019).

### 3.3. الصندوق المغربي للاستثمار في الأسهم الخاصة<sup>1</sup>

تم إنشاء هذا الصندوق بالشراكة بين الوكالة الفرنسية للتطوير (AFD)، وكالة التنمية الهولندية (FMO)، صندوق التنمية البلجيكي (BIO)، الشركة البلجيكية للاستثمار في الدول النامية وشركة الترقية والمساهمة من أجل التعاون الاقتصادي (PROPARCO) وبعض الشركات المالية الأجنبية الأخرى، حيث يتم تسييره عن طريق المجموعة المالية توني أنفست (Tuninvest Finance Group)، وله عدة فروع في كل من تونس، الجزائر، المغرب وليبيا.

يهدف هذا الصندوق إلى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم ذات الصعوبات المالية، كما يتولى تمويل إنشاء وإعادة بعث المؤسسات، كما يسعى إلى الإستثمار في الأموال الخاصة للمؤسسات الخاصة ومرافقتها وتطويرها، كما يقوم بتدعيم برنامج الخوصصة في منطقة شمال إفريقيا، بالإضافة إلى دوره كوسيط بين المؤسسات الممولة عن طريقه ومصادر التمويل الأخرى.

إنطلق نشاطه الفعلي في الجزائر سنة 2001، عن طريق شركة أفريك أنفست (AfricInvest)، برأس مال يقدر بـ 5 مليار دج، وهو ينشط في العديد من القطاعات التي من المحتمل أن تكون لها نتائج واعدة كالصناعات الصيدلانية والاتصالات والتكنولوجيا والصناعات الكيماوية والبتر وكمايوية والبلاستيكية والخدمات المالية... إلخ<sup>2</sup>.

وبالتالي فإن العرض من رأس المال المخاطر في الجزائر يبقى رمزيا منذ أربع وعشرون (24) سنة من الإنطلاق الفعلي لأول شركة متخصصة في التمويل برأس المال المخاطر، وهذا بالرغم من جهود الحكومة في هذا المجال إلا أن هذا التمويل لم يلقى إقبالا واسعا من مستثمري القطاع الخاص، وظلت هذه التجربة متواضعة من حيث عدد الشركات الناشطة في السوق الجزائرية، فقد عرفت منظومة التمويل إنشاء عدد من شركات رأس المال المخاطر في شكل شركات وصناديق، البعض منها عبارة عن مبادرات حكومية لإنشاء مؤسسات مالية غير تقليدية توفر تمويلات بديلة للإستدانة، والبعض الآخر تم إنشائها ضمن إتفاقيات شراكة مع أطراف أجنبية، هذا إلى جانب عدد من شركات رأس المال المخاطر الأجنبية الناشطة في الجزائر، الهادفة إلى تعزيز نسيج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكن تطبيقاتها لا تزال في المرحلة الجنينية مقارنة بمثيلاتها في دول الجوار، وذلك بسبب العديد من القيود التي تشكل عقبة أمام تطورها وإنتشارها<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - MPEF : Maghreb Private Equity Fund.

<sup>2</sup> - بريش عبد القادر وعابد نصيرة، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الإستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد رقم 14، العدد 19، 2018، ص 219.

<sup>3</sup> - Abadi Mohamed et Mairif Asma, **Op.Cit.**, PP 08-14.

أما من ناحية تأسيس هذه الشركات والصناديق فنلاحظ عدم وجود تنوع في مصادر مواردها المالية، والتي يهيمن عليها القطاع العام من خلال فروع المؤسسات البنكية والمالية دون مشاركة الفئات الفاعلة الأخرى، وهذا يعني أن الفرق العاملة فيها ليسوا محترفين في مجال التمويل برأس المال المخاطر بقدر ما هم متشبعين بثقافة إحترازية في إدارة المخاطر وفق الممارسات المصرفية، ولذلك سيبقى تدخل رأس المال المخاطر في الجزائر محدود.

كما أنه من الصعب تقييم صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر لأن المبالغ المستثمرة تعتبر هامشية وغير متوفرة بصفة دورية، حيث تظهر التقارير السنوية للشركة المالية للإستثمار والمساهمة والتوظيف (SOFINANCE)، أن نشاط التمويل التساهمي لا يتعدى 10% من إجمالي التمويلات الفعلية منذ بداية نشاطها، وهو بذلك يعتبر نشاطا ثانويا، وهذا بالرغم من المبادرات المتواضعة في إنشاء مؤسسات مالية تقدم تمويلات غير تقليدية، إلا أن التمويل برأس المال المخاطر يبقى هامشيا حتى لا نقول معدوم وبعيد كل البعد عن ما تقدمه شركات التمويل برأس المال المخاطر المعاصرة، كما إقتصرت المساهمة في رأس المال على مؤسسات اقتصادية عمومية أو مختلطة تنشط في قطاعات ليست إبتكارية وذات مخاطرة ضعيفة.

وعليه، فبالرغم من وجود المنظومة المؤسسية للتمويل برأس المال المخاطر والإطار القانوني الذي يحكمها، تظل المبالغ المالية المستثمرة من خلال هذه الآلية ضعيفة للغاية أو غير مهمة، وهنا نطرح العديد من التساؤلات التي يمكن أن تفسر هذا القصور، والتي تتمحور أساسا في العوامل الاقتصادية والمالية والهيكلية والثقافية التي تقف عقبة أمام إنتشار هذا النوع من التمويل في الجزائر.

## المطلب الثالث : عقبات تطوير التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر

بالرغم من إهتمام الحكومة الجزائرية بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبعث روح المقاولاتية، وتأسيس منظومة قانونية تواكب حاجة القطاع الخاص وتأسيس مختلف الهيئات الداعمة وفتح فرص الإستثمار للأجانب الراغبين في الإستثمار، على غرار إنشاء وتنظيم سوق التمويل برأس المال المخاطر، إلا أن المتتبع لنشاط الشركات العاملة فيه، يتضح له جليا أن آلية التمويل هذه لا تزال بعيدة عن الهدف من إنشائها، وذلك راجع لوجود عدة عقبات ذات تأثير سلبي تحول دون قيامها بالدور الموكل إليها في دعم الإستثمار عامة والإبتكار بشكل خاص، نختصر أهمها في النقاط الآتية :

### 1. عقبات متصلة بالبيئة الإستثمارية

إن عقبات تطور رأس المال المخاطر في الدول النامية عامة والجزائر خاصة متشابهة، والإختلاف القائم بينها هو في حدة المعوقات وطبيعتها وأسبابها، كما أنه توجد محددات كثيرة تميز الجزائر منها درجة الإنفتاح الاقتصادي وهيكل الصادرات والأنظمة القانونية وطبيعة النظام المالي.

حيث خلص تقرير المجلس الوطني الاقتصادي والاجتماعي<sup>1</sup>، إلى أنه من بين الخصائص التي تميز البيئة المالية في الجزائر هي عدم وجود ثقافة التمويل بالمشاركة في إدارة المشاريع طويلة الأجل، كما أشارت أبحاث مماثلة<sup>2</sup>، إلى أن الجانب الثقافي يعتبر من معوقات تطوير سوق رأس المال المخاطر في منطقة المغرب العربي وبالتالي هناك عوامل مشتركة حول ثقافة التمويل في المنطقة.

#### 1.1. مؤشر مناخ الأعمال

لقد نشأة وساطة رأس المال المخاطر في الجزائر في مرحلة إتسمت بموجة من الإصلاحات الهيكلية، إذ تم تنفيذ إصلاحات عميقة مست الهيكلة الاقتصادي وغيرت الحكومة الكثير من القوانين والتشريعات التي تحدد إطار النشاط الإستثماري والنشاط المالي، غير أن الاقتصاد الجزائري لم يستطع تغيير الذهنيات التي تحكم العلاقات الاقتصادية بين مختلف الأطراف الفاعلة.

فقد صنف البنك الدولي في تقريره السنوي لسنة 2018 حول مؤشر مناخ الأعمال<sup>3</sup>، الجزائر في المرتبة 166 من ضمن 190 دولة، وبهذا عرفت تراجعا في مركزها مقارنة بسنة 2017

<sup>1</sup> - Conseil National Economique et Social, **Rapport sur la Conjoncture Economique et Sociale du Premier Semestre 2004**, Publication du CNES, Alger, 25<sup>ème</sup> Session Plénière, Décembre 2004, P 57 (vu le 15/09/2018, [www.cnes.dz/cnes/wp-content/uploads/Rapport-sur-la-conjoncture-2004.pdf](http://www.cnes.dz/cnes/wp-content/uploads/Rapport-sur-la-conjoncture-2004.pdf)).

<sup>2</sup> - Abdessatar ATI et Ibtissem GANNOUN, **Le capital-risque et le financement des PME en tunisie : réalités et perspectives**, Revue tunisienne d'économie, Tunisie, N°12, 2004, PP 01-39 (vu le 15/09/2018, [www.researchgate.net/publication/324068732\\_LE\\_CAPITAL-RISQUE\\_ET\\_LE\\_FINANCEMENT\\_DES\\_PME\\_EN\\_TUNISIE\\_REALITES\\_ET\\_PERSPECTIVES](http://www.researchgate.net/publication/324068732_LE_CAPITAL-RISQUE_ET_LE_FINANCEMENT_DES_PME_EN_TUNISIE_REALITES_ET_PERSPECTIVES)).

<sup>3</sup> - **Doing Business**, Rapport de la Banque Mondial 2018 (vu le 15/09/2018, <http://français.doingbusiness.org/>).

أين كانت تحتل المرتبة 156، متخلفة بشكل كبير عن المغرب الذي جاء في المركز 69، وهي أفضل نتيجة في المنطقة المغاربية، تليه تونس في المرتبة 88، وهذا رغم الجهود المتواصلة التي تبذلها العديد من القطاعات لتنفيذ الإجراءات المخطط لها من قبل خارطة الطريق التي حددتها السلطات العامة والمكرسة لتحسين بيئة الأعمال، لكن وجود عقبات ذات طابع سلوكي وإداري مثل البيروقراطية والفساد الإداري أدى إلى عرقلة المسار التنموي والإصلاحات التي تم مباشرتها.

حيث يعرف هذا المؤشر بصرامته العلمية من حيث التدقيق في الإطار التنظيمي للمقاولات الصغيرة والمتوسطة، فهو يرتبط بمجموعة من العوامل المتعلقة بالنشاط الاقتصادي، وخصوصا تقييم الظروف التي يمكن أن تمارس فيها أنشطتها إلى جانب إجراءات الحصول على التمويل.

وعلى اعتبار أن رأس المال المخاطر جاء لتمويل المراحل التي تتسم بمخاطر عالية كمرحلة الإنطلاق، يتبين من خلال هذا التقرير أن مناخ الأعمال في الجزائر لا يزال يعاني من تعقيدات كبرى في مجال إحداث المقاولات وكذا مسألة التمويل، فحسب التقرير فإن الجزائر تحتل المرتبة 145 فيما يخص إنشاء المقاولات، متمركزة بذلك في مرتبة متخلفة قياسا بالمغرب وتونس، اللذين يحتلان المرتبة 35 و 100. أما في مجال حصول المؤسسات على التمويل وتحديد الولوج إلى القروض، نجدها في المرتبة 177، بينما نالت المغرب وتونس المركز 105 متقدمين بشكل كبير على الجزائر. أما بالنسبة لسهولة البدء في نشاط تجاري، فالجدول يظهر أهم المعايير المحددة وهي كالآتي :

### الجدول رقم 2-3 : سهولة البدء في نشاط تجاري للفترة الممتدة من 2011 إلى 2018

المغرب		تونس		الجزائر		المؤشر
2018	2011	2018	2011	2018	2011	
35	82	100	48	145	150	المرتبة في إنشاء المؤسسات
4	6	9	10	12	14	عدد الإجراءات
9	12	11	11	20	24	عدد الأيام
8,0	15,8	4,6	5,0	11,1	12,9	تكلفة تسجيل الأعمال التجارية (نسبة من دخل الفرد)

المصدر : Doing Business, Rapport de la Banque Mondiale, 2011 et 2018.

من خلال الجدول يمكن ملاحظة أن الجزائر أقل تميزا بالنسبة لغالبية الإجراءات المتعلقة بالمقاولاتية، كما لم تشهد تحسنا كبيرا مقارنة بسنة 2011 وهو ما يفسر بطء الإصلاحات الاقتصادية في الجزائر، حيث يتمثل المؤشر الرئيسي في عدد الإجراءات الإدارية لتسجيل مؤسسة جديدة، حيث أنه في الجزائر تستغرق 12 إجراء، هذا الرقم هو أكبر من تونس وثلاثة أضعاف ما يحدث في المغرب، أما بالنسبة لمعالجة الإجراءات من قبل الهيئات المختصة في الجزائر تدوم 20 يوما، في حين تونس تستغرق هذه العملية مدة 11 يوما، أما في المغرب 09 أيام فقط كافية.

## 2.1. المقومات الاقتصادية

تحتل الجزائر منطقة إستراتيجية في العالم، وعليه سنحاول أن نبين بعض نقاط القوى التي تزرع بها. حيث ذكر رواد النظرية التجارية في اقتصاد تسوده المنافسة أن مصدر الثروة للأمم يأتي من نشاط التجارة الدولية، وفي إطار اقتصاد السوق فإن القدرات التصديرية أصبحت ضمن متطلبات الاقتصاد الجديد المبني على الإنفتاح للخارج ويبين الجدول الآتي الإمكانيات التصديرية للجزائر.

### الجدول رقم 3-3 : هيكل الصادرات الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2017

التعيين	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
الطاقة والتشحيم	97,33%	97,19%	97,13%	96,90%	95,89%	94,32%	93,99%	94,54%
التغذية	0,55%	0,48%	0,44%	0,62%	0,51%	0,68%	1,09%	1,00%
المواد الخام	0,16%	0,22%	0,23%	0,17%	0,17%	0,31%	0,28%	0,21%
نصف المواد	1,85%	2,04%	2,12%	2,24%	3,37%	4,61%	4,40%	3,98%
سلع المعدات الفلاحية	0,002%	-	0,001%	-	0,003%	0,003%	-	0,001%
سلع المعدات الصناعية	0,05%	0,05%	0,04%	0,04%	0,03%	0,05%	0,18%	0,21%
سلع الإستهلاك الغير غذائية	0,05%	0,02%	0,03%	0,03%	0,02%	0,03%	0,06%	0,06%

المصدر : Centre National sur l'Information Statistiques des Douanes (CNIS), (vu le 15/09/2018, [www.andi.dz/index.php/fr/statistique/bilan-du-commerce-exterieur](http://www.andi.dz/index.php/fr/statistique/bilan-du-commerce-exterieur)).

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن الجزائر لا تملك قدرات تصديرية كبيرة خارج المحروقات، والتي تمثل أساس صادراتها إلى الخارج بنسبة 94,54% من الإجمالي العام للصادرات خلال سنة 2017، وهذا بالرغم من رهانات مختلف الحكومات المتتالية والتي أجمعت على ضرورة النهوض بالإنتاج الوطني وتنويع الموارد المالية للبلاد، بالتركيز على سياسات اقتصادية تعتمد على النهوض بالصادرات خارج المحروقات لتقليص التبعية النفطية. وجاءت الأرقام الرسمية للجمارك لتؤكد هذا الفشل، بعد أن إستقرت الصادرات خارج المحروقات عند مستويات ضعيفة منذ عدة سنوات.

## 3.1. ضعف سوق الأوراق المالية

أشرنا سابقا أن سوق الأوراق المالية تعتبر من بين المحاور الأساسية لتطوير تطبيقات رأس المال المخاطر، فقد تكون مصدر لتزويد شركات رأس المال المخاطر بالموارد المالية، كما تمثل أحد الطرق الناجعة في مرحلة الخروج من الإستثمارات، غير أن هذه السوق ضعيفة في الجزائر ومحدود في أدائها من حيث فعاليتها في إستقطاب الإستثمارات المحلية والأجنبية<sup>1</sup>، والجدول الآتي يبين ذلك :

<sup>1</sup> - سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية : دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر بيسكرة، 2014-2015، ص 95.

## الجدول رقم 3-4 : أداء أسواق الأوراق المالية العربية لسنة 2017

الدول	الجزائر	تونس	البحرين	المغرب	الكويت	دبي	أبوظبي	السعودية
عدد المؤسسات المسجلة	05	81	43	74	216	65	67	188
إجمالي القيمة السوقية (مليون دولار)	84,6	8 854,3	21 603	67 098,2	92 577,6	107 289	124 529	451 150

المصدر: صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، نشرة فصلية، العدد 92، الربع الأول 2018 (شاهد يوم 2018/09/16 [www.amf.org.ae/ar/amdbqrtm](http://www.amf.org.ae/ar/amdbqrtm)).

نلاحظ من خلال الجدول، أن بورصة الجزائر التي تم إنشاؤها سنة 1997 هي أصغر بورصة في منطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا بإجمالي قيمة سوقية لا يتعدى 85 مليون دولار، أي أقل من 0,05% من الناتج الداخلي الخام للبلاد لسنة 2017، من خلال 05 مؤسسات مدرجة فيها، وهو رقم ضئيل إذا ما قارناه مع دول الجوار. فمنذ فترة طويلة تتشابه سوق البورصة في الجزائر مع اقتصاد البلاد، من حيث كثرة القيود التنظيمية وضعف القدرات التنافسية وتراجع الأداء بالنسبة للإمكانيات الاقتصادية، حيث تأتي الجزائر في ذيل الترتيب العالمي لمقياس التمويل من خلال سوق الأسهم الذي يندرج في إطار تقرير التنافسية العالمي الصادر عن المنتدى الاقتصادي العالمي لعام 2017<sup>1</sup>، حيث تحتل الجزائر المرتبة 113 من أصل 137 دولة، نظرا للضعف والغياب شبه التام للبورصة الجزائرية في تمويل أنشطة الاقتصاد الوطني والتي لا تزال مرتبطة في عملية التمويل بالقطاع المصرفي، وهذا رغم إنشاء سوق ثانية لإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. كما أن التفاوت الملاحظ في أداء أسواق الأوراق المالية العربية يرجع لعدة أسباب، نذكر منها إختلاف ظروف نشأتها وكذا الوعي الإستثماري الذي توفره مؤسسات هذه الدول، بالإضافة إلى دور مقومات البيئة التمويلية والاقتصادية في تفعيل الدور التنموي لهذه الأسواق.

## 4.1. غياب الثقافة المالية والاقتصادية

إن تأخر شركات رأس المال المخاطر في الدول النامية بصفة عامة وفي الجزائر بصفة خاصة، يرجع لغياب الثقافة المالية والاقتصادية وعدم القدرة على تكييف المؤسسات المالية وخاصة المتخصصة منها مع البيئة المالية الجديدة، فالذهنية السائدة حاليا في الجزائر لا تعكس المستوى المنتظر من شركات رأس المال المخاطر، والتي كان من المنتظر أن تتسم بروح المغامرة في المشاريع الجديدة ذات التكنولوجيا المتقدمة والعالية المخاطر<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - World Economic Forum, **The global competitiveness report 2017 et 2018**, P 45 (vu le 25/10/2018, [www.weforum.org/reports](http://www.weforum.org/reports)).

<sup>2</sup> - سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة : مع الإشارة لحالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي بأم البواقي، 2013-2014، ص 279.

## 2. عقبات متصلة بالبيئة المقاولاتية

إنطلاقاً من الرهانات الاقتصادية والاجتماعية التي يمكن أن تحققها الدول من خلال دعم وتشجيع المقاولاتية، تحاول السلطات العمومية في معظم دول العالم العمل على تشجيع المقاولاتية وهذا للوصول إلى بروز مجتمع مقاولاتي. ففي سياق اقتصادي جديد يتميز بحرية الأسواق والعمولة، تزايدت معدلات البطالة ومعدلات الفشل للمؤسسات الجديدة، ما دفع بالسلطات العمومية والمتعاملين الاقتصاديين للتدخل أكثر في نشر ثقافة المقاولاتية وتشجيع إنشاء المؤسسات والاستجابة لمختلف حاجات المقاولين المحتملين، عبر عملية المرافقة والدعم المالي والفني منذ بداية العملية المقاولاتية.

### 1.2. غياب تدفق الصفقات الابتكارية

إن قرارات الإستثمار برأس المال المخاطر لدى الممولين المحليين والأجانب تأخذ بعين الإعتبار الجوانب المؤسسية والتنظيمية في البلدان المستهدفة، غير أنهم يهتمون أيضاً بمحددات أساسية أخرى، وعلى رأسها الفرص الإستثمارية والطاقات الكامنة للمؤسسات القائمة. حيث تشير الأبحاث الصادرة عن صندوق النقد العربي<sup>1</sup>، أن جذب المستثمرين في البلدان العربية ومنها الجزائر، قائم على عدة محددات أهمها حجم السوق والفرص الإستثمارية الحالية والمستقبلية، حيث يقوم المستثمرون قبل الإقدام على الإستثمار بإجراء مقارنات دولية للمقومات الاقتصادية والمالية للدول المستهدفة بغية تقدير كل المخاطر، بالإستعانة بجملة من المؤشرات<sup>2</sup>، المتعلقة بالإستقرار الاقتصادي الكلي، درجة الإنفتاح التجاري، الحرية الاقتصادية وكذا النتائج التي تعرضها الجهات المتخصصة.

إن إرتفاع حجم تمويلات رأس المال المخاطر قد يتوقف على عامل العرض، حيث أن النشاط التمويلي للصناديق الإستثمارية يتحدد بعد إنتهاء الدورة وتحصيل العوائد، غير أنه توجد دراسات أكاديمية إهتمت بمحددات ديناميكية رأس المال المخاطر، وخلصت إلى أن عامل الطلب والمتمثل في الابتكارات الناجحة، والتي يقودها صاحب المشروع، ساهم في تطوير المهنة في أكبر الدول الصناعية بإختلاف اقتصادياتها، وهذا ما يخلق ديناميكية بفعل نتائجها على المدى المتوسط والبعيد. كما أكدت الدراسة أن الوجود القوي لرأس المال المخاطر في البلدان المتقدمة ذات التكنولوجيا العالية، يدل على وجود صلة وثيقة بين نشاطه وبين الإنفاق على البحث والتطوير<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - محمد إسماعيل وجمال قاسم حسن، محددات الإستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية، صندوق النقد العربي، 2017، ص ص 20-21.

<sup>2</sup> - مثل المؤشر الثلاثي المركب لقياس ثروة الأمم للاقتصاديات الناهضة، والذي يصدره مركز الشؤون المالية الذي أسسته مجموعة جريدة الأحداث العالمية الأمريكية عام 1996، وهذا لغرض قياس مدى قدرتها على تحقيق التنمية المتوازنة وكذا توفير بيئة إستثمارية مستقرة وجذابة.

<sup>3</sup> - Malika Lounes, **les principaux déterminants de la dynamique du capitat-risque**, Thèse de doctorat pour l'obtention du grade de Docteur en sciences économiques, Université Paris-Est Créteil Val de Marne, France, 2012, PP 146-150 (vu le 16/09/2018, <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00804566/document>).

فقد إحتلت الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2016 المركز الأول في مجال الإنفاق على البحث والتطوير بإنفاقها ما يقدر بـ 464,3 مليار دولار وهو ما يمثل 41 % من إجمالي ما تنفقه دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية<sup>1</sup>، في حين تشير بعض التقارير أن وظيفة البحث والتطوير في الدول العربية بما فيها الجزائر محدودة جدا، ولا تتعدى نفقاتها 1 % من الناتج المحلي الإجمالي<sup>2</sup>، وهذا رغم ما تمتلكه من إمكانيات، لذا ستبقى الجزائر دولة غير إبتكارية وستعاني من التبعية التكنولوجية.

## 2.2. غياب ثقافة المقاولاتية

حققت الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية نجاحات وإنجازات معتبرة ساهمت في تطوير اقتصادياتها وتحقيق نهضتها العلمية بفضل الإنسان المبدع، كما يشهد العالم اليوم تحول دول نامية نحو مسار مماثل، حيث طورت نسبيا وضعها السابق بفعل التطور الفكري والثقافي لأفراد المجتمع بشكل عام وتطور حس المقاولاتية لبناء جيل جديد قادر على الإبداع. حيث ركزت عمليات دعم المقاولاتية في الجزائر على مجموعة من الهيئات المختصة التي تسعى بالأساس إلى توفير التمويل اللازم والتشجيع من خلال الحوافز الضريبية وشبه الضريبية لخلق المؤسسات الجديدة.

إن لثقافة المجتمع دور في جمع الإيداع وتشجيع الإستثمار، فغياب الذهنية الصالحة لها تأثير على حظوظ التنمية فيه، وفي نفس السياق، يرى بعض الكتاب أن التطور الثقافي هو منطلق التنمية، فرؤية فرانسوا بيرو (François Perroux) للتنمية من هذا الجانب واضحة، فيعرفها بأنها مزيج من التغيرات الذهنية والاجتماعية التي تجعل من المجتمع قادرا على رفع إنتاجه الحقيقي الشامل بشكل تراكمي ودائم<sup>3</sup>.

إن غياب الثقافة المقاولاتية في الجزائر لها أسباب تاريخية تعكس فشل المنهج الاقتصادي السابق، وكذا أسس موضوعية تعمل على عرقلة سير الوساطة المتخصصة، نوجز أهمها فيما يلي<sup>4</sup>:

- لإعتبرات دينية فيما يخص قضية الفائدة البنكية والتي تعتبر محرمة في الدول الإسلامية، فإن توظيف الأموال في البنوك أو الحصول على قروض بالفوائد يكون ضمن الربا المحرمة شرعا، وهذا يؤثر على قدرة البنوك على جلب إيداعات في المدى المتوسط والبعيد؛

<sup>1</sup> - Données de l'OCDE (vu le 16/09/2018, <https://data.oecd.org/fr/rd/depenses-interieures-brutes-de-r-d.htm#indicator-chart>).

<sup>2</sup> - نوزاد عبد الرحمن الهيتي وحسيب عبد الله الشمري، البحث العلمي في العالم العربي الواقع الراهن والتحديات، جامعة المثنى، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والاقتصادية، العراق، المجلد 07، العدد 02، 2017، ص 68 (شاهد يوم 2018/09/18، [www.iasj.net/iasj?func=issueTOC&isId=7985&uiLanguage=ar](http://www.iasj.net/iasj?func=issueTOC&isId=7985&uiLanguage=ar)).

<sup>3</sup> - بسعود حليلة، إشكالية التنمية الاقتصادية في إفريقيا : بين القانون الدولي للتنمية وفعالية التعاون الدولي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في القانون العام، جامعة الجزائر 1 بن يوسف بن خدة، 2016-2017، ص 08.

<sup>4</sup> - سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر، دراسة حالة تونس، المغرب والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد بتلمسان، 2012-2013، ص ص 247-248.

- لإعتبرات تراثية فكرية وعقائدية لا يملك أفراد المجتمع ثقافة التأمين على الحياة، وهذا يؤثر على قدرة شركات التأمين على جلب مصادر التمويل طويلة الأجل مما يضعف مكانتها؛
- تسود في المجتمع ثقافة الإستهلاك والربح السريع في الاقتصاد غير الرسمي، بدل من الإستثمار في المشاريع الإنتاجية متوسطة وطويلة الأجل؛
- تدني المستوى التعليمي، مما يؤدي إلى ندرة الكفاءات بالرغم من كثرة حاملي الشهادات؛
- تتشكل أغلبية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في شكل مؤسسات عائلية، تهتم أساسا بالإستمرار في نشاطها مع رفضها فتح رأسمالها للأجانب.

### 3.2. غياب المعلومات حول الفرص الإستثمارية<sup>1</sup>

يحتاج تقدم نشاط رأس المال المخاطر لوضوح الرؤية بالنسبة لمستقبل المؤسسات الممولة، خاصة منها المؤسسات التكنولوجية العالية المخاطر، والتي لا يمكن أن تزدهر وتنمو في جو تغيب فيه المعلومات الاقتصادية الأساسية، كما أنه من بين شروط تطوير الفرص الإستثمارية تفعيل التعاون بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع المؤسسات الكبرى من أجل تحقيق التكامل القطاعي فيما بينها في صورة نسيج متكامل، ضمن عقود التعاون التكنولوجي وروابط المقاولات من الباطن.

وفي هذا الإطار، تعرف الجزائر قصور في فرص الإستثمار لفروع جديدة نتيجة غياب المعلومات في أسواقها المحلية والأسواق العالمية، فوجود أي مؤسسة في هذه الظروف سيؤثر سلبا على قدرتها في إتخاذ القرارات السليمة، مما يؤثر على نمو مشاريعها وفرصها في تطوير أسواقها.

### 4.2. غياب الوعي المالي لدى المقاولين

إن جهل أغلب المقاولين الجزائريين بتقنيات التمويل الحديثة وبالإمكانيات المرتبطة بتقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بصفة خاصة والتحفيزات التي تقدمها الحكومة، من تسهيلات في الحصول على العقار الصناعي وتوفير ضمانات للقروض والتمويلات الممنوحة، بالإضافة إلى الهياكل التي تعمل على توجيه وتكوين المقاولين، يعد من أهم العقبات التي أخرت إنتشار وتوسع نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر، الأمر الذي جعل إمكانية الإستفادة من تلك المزايا محصورة في عدد قليل من المقاولين<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص ص 248-249.

<sup>2</sup> - براق محمد وبن زواي محمد الشريف، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، ورقة بحثية مقدمة في المنتدى الوطني حول " إستراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر "، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، يومي 18 و19 أفريل 2012، ص ص 12-13.

### 3. عقبات متصلة بالبيئة التمويلية

أدى التغير الذي حدث في البيئة المالية والإستثمارية إلى اللجوء إلى إستخدام مخرجات الهندسة المالية، من خلال البحث عن أدوات إبتكارية مالية جديدة كآلية التمويل برأس المال المخاطر، والتي جاءت لتقديم حلول لمشاكل التمويل والتقليل من المخاطر مع تمتعها بالعائد الأكبر، ولضمان نجاح ذلك يتوجب ضرورة فهم الواقع المالي المحيط بهذه الصناعة والتحكم بالعوامل التي تتدخل في العملية التمويلية.

#### 1.3. ضعف الموارد المالية المخاطرة

من أهم العقبات التي تواجه نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر عدم كفاية مواردها المالية التي تسمح لها بمضاعفة وتفعيل تدخلاتها كمثيلاتها في جميع دول العالم، فعادة ما تكون بحاجة لموارد مالية ضخمة لتخصصها في تمويل المشاريع المبتكرة ذات التكنولوجيا العالية.

أما بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر التي تمارس نشاطها في الجزائر، تنحصر مواردها المالية في الغالب فقط في أموالها الخاصة، كما أنها غير مهياة وغير مستعدة لإستقبال موارد مالية كافية لتمويل مختلف المشاريع، في حين أن الشركات الأجنبية العاملة في نفس المجال تحوز إضافة إلى أموالها الخاصة على دعم مالي حكومي وكذا خطوط تمويلية معتبرة من طرف القطاع الخاص<sup>1</sup>.

كما أن الجزائر تملك قدرات مالية متواضعة إذ إستثنينا تلك السنوات حتى ما قبل سنة 2014، والتي عرفت فيها الخزينة العمومية وفرة مالية بعد إرتفاع أسعار البترول في أسواق النفط العالمية، حيث لا يمكن لها اليوم أن تقدم الدعم والمساندة لمؤسساتها بالحجم المطلوب وفي الوقت المناسب<sup>2</sup>.

وإنطلاقاً من التقارير السنوية للتنافسية العالمية الصادرة عن المنتدى الإقتصادي العالمي، والتي تقوم بتقييم قدرة الدول على تقديم الإزدهار لمواطنيها، وهذا اعتماداً على قدرتها على الإستفادة من مصادرها المتاحة، يبين الجدول أدناه مستوى وفرة معروضات التمويل برأس المال المخاطر :

#### الجدول رقم 3-5 : تموقع بعض الدول العربية في حجم معروضات رأس المال المخاطر

الترتيب الدولي	تونس	المغرب	مصر	الجزائر	الأردن	السعودية	البحرين	الكويت	عمان	الإمارات	قطر
سنة 2015	68	49	103	108	23	27	18	69	21	4	1
سنة 2018	91	81	74	62	32	29	24	20	19	9	8

المصدر : World Economic Forum, The global competitiveness report 2015 et 2018.

<sup>1</sup> - سماح طلحي، مرجع سبق ذكره، ص 278.

<sup>2</sup> - مريم شطبي محمد، إنعكاسات انخفاض أسعار النفط على الاقتصاد الجزائري، مداخلة مقدمة في إطار أشغال الندوة الوطنية حول "أزمة أسواق الطاقة وتداعياتها على الاقتصاد الجزائري قراءة في تطورات أسواق الطاقة"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية بقسنطينة، 2015/05/14، ص 09.

من خلال معطيات الجدول أعلاه، نلاحظ تحسن الترتيب الدولي للجزائر بالنسبة لحجم العرض من رأس المال المخاطر، حيث إنتقلت من المرتبة 108 من أصل 144 دولة سنة 2015 إلى المرتبة 62 من أصل 140 دولة سنة 2018، وهذا إنما يدل على الأهمية التي توليها الجزائر للتمويلات غير التقليدية من أجل تنويع مصادر التمويل للمشاريع الإستثمارية.

### 2.3. غياب التنسيق بين شركات رأس المال المخاطر والهيكل المساعدة لها

يؤكد المسؤولون عن عملية إنتقاء المشاريع وتقييمها بشركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر، أن أغلب المقاولين الذين يطلبون التمويل يجهلون تماما كيفية عرض مشاريعهم في ظل غياب ثقافة المقابلة لدى المستثمرين الجزائريين، وهذا نتيجة عدم حصولهم على التوجيه اللازم الذي من المفترض أن تقدمه الهياكل المساعدة من حاضنات للأعمال ومشاتل للمؤسسات<sup>1</sup>. فحسب تقرير التنافسية العالمي لسنة 2018، تحتل الجزائر المرتبة 121 من بين 140 دولة في مجال التعاون بين أصحاب المصلحة المتعددين<sup>2</sup>.

### 3.3. غياب قاعدة قوية للزبائن المحتملين

عادة ما تبحث شركات رأس المال المخاطر عن قاعدة زبائن تكون واسعة وقوية في نفس الوقت، حيث أن هذه الشركات لا تحبذ الإستثمار في مجموعة من المشاريع بل تطمح إلى تنويع محافظتها بما يضمن لها التسيير الجيد للمخاطر، كما أنها لا تقوم بالإستثمار في المشاريع المتميزة والمبتكرة فحسب، بل أيضا تقوم بتمويل المشاريع التي تنسم بتنافسية كبيرة والتي تتوفر على قدرات نمو مستقبلية عالية. لكن الجزائر تعيش حقيقة مفادها وجود فجوة واسعة جدا بين واقع التكنولوجيا والإبتكار، ومما هو مسلم به لدى الجميع إنعدام سياسة واضحة المعالم للبحث والتطوير سواءا على المستوى الكلي أو الجزئي، الأمر الذي يؤدي إلى غياب الإستثمارات النوعية التي تحبذ شركات رأس المال المخاطر دعمها وتمويلها في السوق الجزائرية<sup>3</sup>. فحسب تقرير التنافسية العالمي لسنة 2018، تحتل الجزائر المرتبة 98 في مجال الإنفاق على البحث والتطوير، أما من حيث القدرة على الإبتكار فتحتل المرتبة 106 من بين 140 دولة<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - براق محمد وبن زواي محمد الشريف، مرجع سبق ذكره، ص 12.

<sup>2</sup> - World Economic Forum, *The global competitiveness report 2018*, P 61.

<sup>3</sup> - سماح طلحي، مرجع سبق ذكره، ص 279.

<sup>4</sup> - World Economic Forum, *The global competitiveness report 2018*, P 61.

### 4.3. ضعف تقنيات الخروج من الإستثمار

يرتكز الإستثمار في الأسواق الناشئة على عدة محددات، من أهمها الإستقرار القانوني والاقتصادي ومن ثم وجود فرص مستقبلية للخروج من الإستثمارات الممولة<sup>1</sup>. فعادة ما يقوم أصحاب شركات رأس المال المخاطر بالخروج من الإستثمار إما عن طريق تسجيل الشركة في سوق الأوراق المالية وإما من خلال بيع حصتهم إلى مستثمر تجاري أو عن طريق شراء الإدارة الحالية لحصص المساهمين، وعادة ما نجد أن الممولون المخاطرون لا يرغبون في علاقة دائمة أو إرتباط كبير مع الشركة الممولة بل يطمحون إلى بيع حقوق ملكيتهم في المستقبل للدخول في دورة تمويلية أخرى، وإلى أن يتم ذلك يمكن لصاحب شركة رأس المال المخاطر أن يحقق بعض العوائد من خلال ربح أسهمه في الشركة الممولة.

وبغياب سوق الأوراق المالية الفعالة في الجزائر والتي تعتبر أفضل وسيلة لبيع مساهمات شركات رأس المال المخاطر، فإنه لا يوفر لهم إستراتيجيات وخيارات فعالة للتنازل عن مشاركتهم، ولا يبقى أمامهم سوى الخروج أو التنازل عن الإستثمار بنفس الفوائد التي يجنيها المقاولون من الإستثمار الصناعي، الأمر الذي يجسد إشكالا حقيقيا وكبيرا في عمل هذه الشركات في الجزائر، خاصة وأن نجاح مرحلة الخروج تعد من أهم مراحل التمويل عن طريق هذه الآلية، لأنها تسمح بتصفية المشاركات من خلال إعادة بيعها بعائد أكبر، الأمر الذي يسمح بإعادة إستثمار الأرباح المحققة في تمويل مشاريع أخرى<sup>2</sup>.

إنطلاقا مما سبق، تعرف تجربة الجزائر في مجال التمويل برأس المال المخاطر نموا متواضعا ومحدودا نظرا لعدم نضجها وعدم وضوحها بعد، وذلك نتيجة لتعدد العقبات المرتبطة بالجوانب المؤسسية والمالية، التي يعاني منها هذا النوع من المؤسسات المالية المتخصصة والتي تحد من دوره في تحقق التنمية الاقتصادية المنشودة، الأمر الذي يستدعي تفاعل محددات كثيرة لنموه ويتطلب جهود كثيرة لتحسين البيئة الإستثمارية والمؤسسية، إلى جانب بذل المزيد من الجهود لتذليل كل هذه العقبات، حتى يقوم بالدور المنوط به في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

<sup>1</sup> - سحنون سمير ومحمد لزرق، عقبات تطوير التمويل التساهمي برأس المال المخاطر في الدول المغاربية، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 05، العدد 01، 2014، ص 150.

<sup>2</sup> - سماح طلحي، مرجع سبق ذكره، ص ص 278-279.

## المبحث الثاني : تطوير سوق رأس المال المخاطر في الجزائر في ظل الممارسة الدولية

منذ نهاية الحرب العالمية الثانية عرفت الدول المتقدمة تطورا محسوسا في شبكة تمويل المؤسسات الاقتصادية والخدماتية، حيث تتنافس البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة على تقديم تمويلات بأقل شروط سواء كان ذلك بالإستدانة أو بآليات تمويلية أخرى تؤدي نفس الدور، كما تبنت هذه الدول آلية التمويل برأس المال المخاطر في مجال تمويل المشاريع التي تتميز بمخاطرة عالية، فبدأ التمويل برأس المال المخاطر يتسع ويتطور في الولايات المتحدة الأمريكية وإنتشر بعد ذلك تدريجيا في مختلف أنحاء دول العالم، حيث بدأ رحلته الأولى في بداية السبعينات في القارة الأوروبية، وهو حاليا يتطور باستمرار في اقتصاديات الدول الناشئة والنامية.

فبعد إطلاعنا على أهم العقبات التي تواجه التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، سنتطرق هنا إلى عرض مختصر لبعض التجارب الناجحة في بعض دول العالم منها التجربة الأمريكية والتجربة الإماراتية، فالأولى لإعتبارها نموذجا يحتذى به حيث تعتبر أول من طور هذه الصناعة في شكلها الحديث، أما الثانية فإستطاعت أن تطور هذه الصناعة وتعطيها الصبغة الإسلامية لتحتل المراتب الأولى عربيا في دعم هذه النوع من التمويل غير التقليدي، كما سنحاول من خلال عرض هذه التجارب إستخلاص عوامل النجاح المرتبطة بهذه الآلية التمويلية.

### المطلب الأول : مكانة التمويل برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

جاءت دراسة التجربة الأمريكية في مجال التمويل برأس المال المخاطر لإعتبارها النموذج الأمثل وكونها أهم التجارب العالمية في هذا المجال، وهذا بغية الوصول إلى تصور عام لمتطلبات البيئة الملائمة لنجاح آلية التمويل برأس المال المخاطر. كما أن معرفة كيفية تطور هذا النوع من التمويل وأسباب نجاحه تعد عملية مهمة، حيث أدركت الحكومات على مستوى العالم أهميته في تنشيط روح المبادرة التجارية خصوصا المؤسسات التي تعتمد على التقنيات التكنولوجية، كما يساعد على النمو الاقتصادي من خلال إستحداث مؤسسات منتجة جديدة إلى جانب إحداث فرص للعمل.

حيث يعود ظهور رأس المال المخاطر الأمريكي بمفهومه الحديث كما رأينا في القسم النظري، إلى وجود إرادة حكومية حرصت على إستمرارية التفوق الاقتصادي والعسكري بعد الحرب العالمية الثانية، إلى جانب السلوك الإبداعي لعدة مبتكرين مثل تجربة الضابط الفرنسي المتقاعد Georges Doriot<sup>1</sup>. ومنذ ذلك التاريخ تعمل الحكومات المتعاقبة على دعم وتطوير التقنيات الحديثة للتفوق على منافسيها، كما قدمت الدعم لتأسيس وتطوير شركاتها العاملة في مجال التمويل برأس المال المخاطر.

<sup>1</sup> - Kamel Eddine Bouatouata, **Le capital investissement enjeux & perspectives**, Edition grand Alger livres, 2005, PP 70-71.

## 1. واقع رأس المال المخاطر الأمريكي

إن الإهتمام الأمريكي المبكر في مجال الابتكارات الجديدة، دفع الحكومة لتقديم مشاركات مباشرة في هذه السوق لدعمها، أين تكون أوجه عدم اليقين كبيرة لدرجة أن شركات رأس المال المخاطر قد لا تستثمر في المجالات عالية المخاطر، حيث رصدت الخزينة الفدرالية إعانات مادية وفنية معتبرة لدعم المؤسسات الصغيرة الابتكارية ضمن برنامج دعم الابتكار (SBIR)<sup>1</sup>، كما تؤدي الدولة دور غير مباشر تمثل في تقديم تحفيزات ضريبية للمشاريع الممولة بواسطة الإستثمار المخاطر، حيث يمكن رد التوسعات الكبيرة في إستثمارات رأس المال المخاطر نهاية السبعينات إلى تخفيض الحد الأقصى لمعدل الضريبة على الأرباح من 49,5% إلى 28% في عام 1978، ثم إلى 20% في عام 1981، وهذا ما دفع إلى إنشاء العديد من الصناديق الجديدة لرأس المال المخاطر<sup>2</sup>.

حيث شهدت الصناعة الأمريكية لرأس المال المخاطر منذ ظهورها عدة تقلبات كانت نتيجة لمختلف الأزمات الاقتصادية والمالية التي عرفها الاقتصاد الأمريكي، والتي كان لها الفضل في مراجعة الوضع الاقتصادي والمؤسسي للنهوض بهذه الآلية التمويلية لتحتل مركزها الحالي، كما عرفت هذه الصناعة بالمقابل ترسانة من القوانين التي وضعت لتذليل كل عقبات البيئة الإستثمارية.

### 1.1 تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي

هناك حدثان هامان أثرا في حجم إستثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي وهما على التوالي:

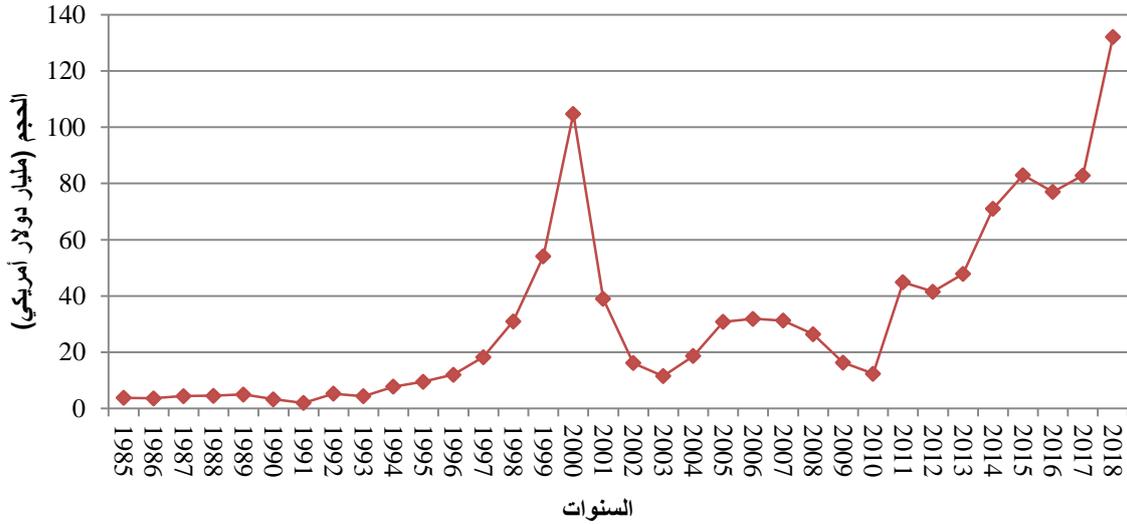
- فقاعة أسهم قطاع تقنية المعلومات، وهي عبارة عن إرتفاعات كبيرة وبشكل مبالغ فيه في سوق أسهم شركات تقنية المعلومات والمدرج معظمها في السوق المالي ناسداك، خلال الفترة من عام 1995 إلى عام 2000، نتيجة أعمال المضاربة وإنتشار شبكة الإنترنت في أنحاء العالم، بالإضافة لإنخفاض سعر الفائدة في عامي 1998 و1999. وقد إزدهر نشاط رأس المال المخاطر الأمريكي خلال هذه الفترة التي يمكن إعتبارها فترة الطفرة، إلا أن إنفجار هذه الفقاعة والذي وقع شهر مارس عام 2000 كان له أثر سلبي على نشاط رأس المال المخاطر وإستمر تأثيره السلبي حتى عام 2003؛
- الأزمة الاقتصادية العالمية التي حدثت منتصف عام 2008، والتي أثرت سلبا على نشاط رأس المال المخاطر الأمريكي، حيث يتجنب المستثمرون المخاطرون عادة الإستثمار في رأس المال المخاطر وقت الأزمات.

والشكل الآتي يوضح تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي، كما يلي :

<sup>1</sup> - SBIR : Small Business Innovation Research Program.

<sup>2</sup> - Dilek Çetindamar, **The growth of venture capital : A cross-cultural comparison**, Edition Westport, London, 2003, P 121.

### الشكل رقم 3-7 : تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة من عام 1985 إلى 2018



المصدر : National Venture Capital Association, **Yearbook 2011**, P 11 et **Venture Monitor 1Q 2019**, P 4, USA, PitchBook (vu le 01/05/2019, www.nvca.org).

يتبين من خلال المبالغ السنوية لحجم إستثمارات رأس المال المخاطر التي صدرت عن الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر تعدد فترات الركود التي مست الصناعة الأمريكية لرأس المال المخاطر، وهذا يساهم في إعطاء نظرة على تأثير الأزمات والتعديلات المؤسسية<sup>1</sup>.

إن الشكل أعلاه يترجم مستويات النمو الكبيرة والقياسية التي عرفها عرض رأس المال المخاطر منذ بداية التسعينيات، حيث عرفت المبالغ المستثمرة وتيرة قوية بداية من سنة 1991 حيث إرتفعت المبالغ من 1,91 مليار دولار إلى أكثر من 104,76 مليار دولار خلال سنة 2000، والنتيجة عن التطور الكبير لوسائل الإعلام والإتصال، وكذا الولوج إلى عالم التجارة الإلكترونية من خلال الإستفادة من خدمات الشبكة العنكبوتية "الأنترنت"، ما أدى إلى إندفاع عدة ممولين برأس المال المخاطر إلى إنشاء العديد من الصناديق الإستثمارية لتمويل مجالات الإبتكار في قطاع الإعلام والإتصال ومحاولة جني أرباح معتبرة في فترات إستثمارية وجيزة، أين غابت فيها قواعد الحيطة والحذر بشكل شبه كامل، وبفعل حماس المستثمرين بلغت المبالغ المستثمرة هذه المستويات المرتفعة<sup>2</sup>. وبالمقابل أدى هذا الوضع إلى إرتفاع القيمة السوقية لأسهم شركات الأعمال والمجالات المتعلقة بها إرتفاعا كبيرا، وشهد السوق المالي ناسداك دخولا غير مسبوق من مؤسسات الأنترنت الحديثة عديمة الفعالية والتي عرفت بمؤسسات الدوت كوم، الأمر الذي أدى إلى تشكل فقاعة

<sup>1</sup> - بدأت التحولات المؤسسية سنة 1971 بعد صدور مرسوم فيدرالي يتضمن إنشاء سوق جديد للأوراق المالية يدعى NASDAQ.

<sup>2</sup> - تقرير الأمم المتحدة للجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرب آسيا، رأس المال المخاطر، تكنولوجيا الإتصال والإعلام (الاسكو) .E/ESCWA/ICTD/2007/12.2006

إفتراضية، أين إرتفعت القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات إرتفاعا كبيرا في حين أن عدد قليل منها قام بتحقيق أرباح حقيقية، مما أدى إلى إنخفاض أسعار الأسهم بشكل كبير، وفشل الآلاف من المؤسسات الصغيرة الإبتكارية، حيث بلغ حجم إستثمارات رأس المال المخاطر سنة 2001 حوالي 38,96 مليار دولار، وبذلك غير إنفجار الفقاعة مسار هذه الصناعة في الألفية الثالثة.

كما نلاحظ أنه بعد تعافي الصناعة الأمريكية لرأس المال المخاطر من أزمة الدوت كوم، عرفت هذه الصناعة إعادة هيكلة عميقة وبدأت تسجل مستويات معينة من النمو، حيث أصبح الممولون يهتمون أكثر بالمشروعات الناضجة مقارنة بما سبق، وهذا بعد فشل الآلاف من المؤسسات الصغيرة الإبتكارية وإستمرار عدد قليل منها في تقديم خدمات عبر الأنترنت<sup>1</sup>.

لكن نشاط رأس المال المخاطر شهد إنخفاضا كبيرا نتيجة الأزمة المالية لعام 2008، ليس فقط من حيث الأموال المستثمرة بل حتى عدد المشاريع الممولة، حيث بلغ حجم الإستثمارات عام 2007 حوالي 31,21 مليار دولار لينخفض عام 2010 إلى حوالي 12,31 مليار دولار.

كما تمكن رأس المال المخاطر الأمريكي من الإقلاع مجددا بالعديد من الإستثمارات المتميزة بالمخاطرة العالية والتي تنتمي لفروع تجديدية تستخدم تكنولوجيات حديثة، فإبتداء من عام 2011 إستطاعت هذه الآلية التمويلية تجاوز آثار الأزمة المالية لعام 2008 والعودة لتسجيل نمو قياسي غير مسبوق في حجم الإستثمارات، حيث تمكنت من تجاوز عتبة 132 مليار دولار عام 2018، والتي تعتبر سنة تاريخية لصناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، وهذا راجع لإتباع 1047 شركة رأس المال المخاطر تدير 1884 صندوق تنشط في السوق الأمريكية لإستراتيجيات جديدة في إستثماراتها خلال السنوات الخمس إلى الست الماضية، أين إتجهت الصناعة نحو إنشاء صناديق أكبر وإستثمارات أكبر ومخارج أكبر، مما أدى إلى تطور عدد الشركات الممولة بتطور حجم المبالغ المستثمرة، حيث بعدما بلغ عددها 3709 مؤسسة عام 2015، إرتفع عام 2018 ليلبلغ 8383 مؤسسة أي بنسبة نمو قاربت 126%، وتركزت هذه الشركات في ولاية كاليفورنيا أين بلغ عددها 2869 مؤسسة أي ما يعادل نسبة 34,22%، وهذا راجع لما توفره منطقة وادي السيليكون من مميزات لهاته الصناعة، والتي تعد أكبر تجمع في العالم للإختراعات والتطوير التقني<sup>2</sup>.

وفي الأخير، إن التمويل برأس المال المخاطر الأمريكي ساهم في إقلاع إستثمارات شديدة الخطورة تنتمي لفروع تجديدية ومؤسسات مصغرة تستخدم تكنولوجيا عالية، حيث واصل قطاع البرمجيات الحصول على النصيب الأكبر من إستثمارات رأس المال المخاطر في عام 2018 مع

<sup>1</sup> - A. Myward and D. Boucard-Planel, **La nouvelle donne du capital risque aux USA : entre changement et crise économique**, Mission pour la science et de la technologie, France, 2010, P 05.

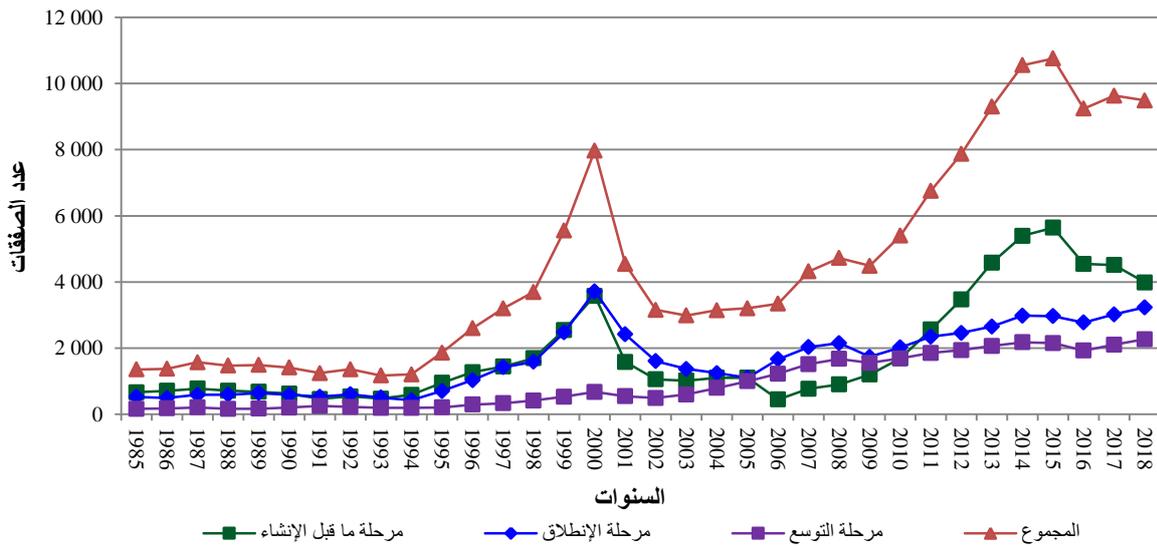
<sup>2</sup> - National Venture Capital Association, **Yearbook 2016**, P 12 et **Yearbook 2019**, P 27, USA, PitchBook.

إستثمار أكثر من 45,91 مليار دولار أي ما نسبته 34,8%، يليه قطاع التكنولوجيا الحيوية بنسبة 13,4%، وبهذا نسجل إستمرار تقدم صناعة البرمجيات على الصناعات الأخرى خلال الفترة الممتدة من عام 1985 إلى عام 2018، أما باقي التمويلات أستخدمت لتمويل مؤسسات ناشطة في مجال الرعاية الصحية، الخدمات التجارية، تكنولوجيا المعلومات، الطاقة والإتصال على الترتيب<sup>1</sup>.

## 2.1. تطور عدد صفقات رأس المال المخاطر الأمريكي

لقد سجلت مرحلة تمويل الفكرة أي مرحلة ما قبل الإنشاء 3986 صفقة تمويل لرأس المال المخاطر في عام 2018، وبهذا حققت النصيب الأكبر مقارنة بمرحلة الإنطلاق والتي سجلت 3235 صفقة خلال نفس السنة، بالرغم من أن هذين المرحلتين كان شبه متعادلين من حيث عدد صفقات خلال الفترة الممتدة من عام 1985 إلى عام 2000، كما يوضحه الشكل الآتي :

الشكل رقم 3-8 : تطور عدد صفقات رأس المال المخاطر الأمريكي حسب أهم مراحل عمر المشروع خلال الفترة الممتدة من عام 1985 إلى 2018



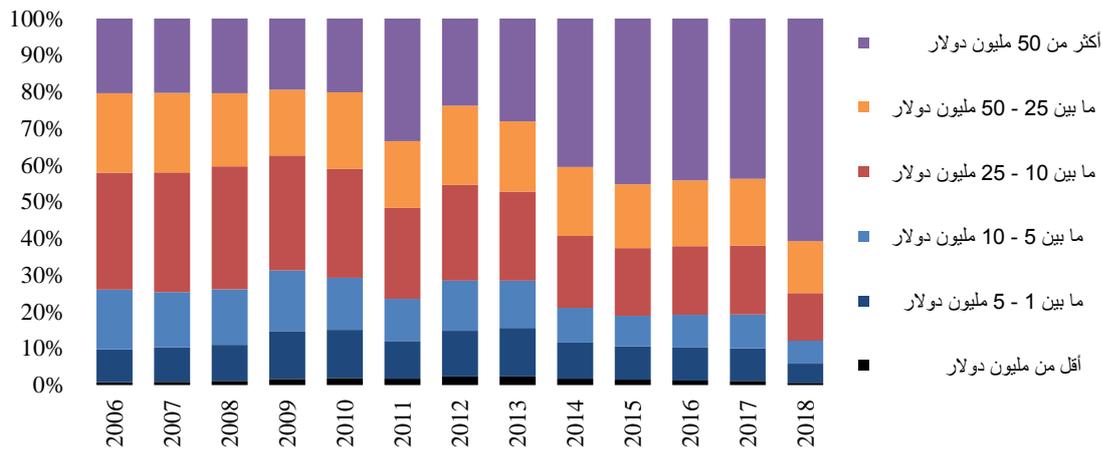
المصدر : National Venture Capital Association, Yearbook 2011, P 28 et Venture Monitor 1Q 2019, P 4, USA, PitchBook

لكن بعد أزمة الدوت كوم لعام 2000 والأزمة المالية لعام 2008 بدأ إنخفاض عدد صفقات تمويل مرحلة الفكرة وازدادت الصفقات الموجهة لتمويل مرحلة التوسع حيث أصبح الممولون يهتمون أكثر بالمشروعات الناضجة بعد فشل الآلاف من المؤسسات الصغيرة الإبتكارية، وبالمقابل إحتفظت مرحلة الإنطلاق بالصدارة في عدد الصفقات حتى عام 2010.

<sup>1</sup> - National Venture Capital Association, Venture Monitor 1Q 2019, USA, PitchBook, P 19 et A. Myward and D. Boucard-Planel, Op.Cit., P 56.

وإبتداء من عام 2011 ذكرنا أن هذه الصناعة عرفت إعادة هيكلة عميقة وبدأت تسجل مستويات نمو معتبرة غير مسبوقة في عدد صفقات التمويل برأس المال المخاطر، وبالتالي استطاعت هذه الآلية التمويلية تجاوز آثار الأزميتين لتسجل في عام 2015 رقما قياسيا في عدد الصفقات الإجمالي حيث وصل إلى 10758 صفقة مقارنة بعام 2011 أين سجلت 6758 صفقة أي بنسبة نمو قاربت 59%، وركزت حول تمويل مرحلة الفكرة أين بلغت أوجها بما يقارب 5397 صفقة أي ما يعادل نسبة 51%، وبالرغم من ذلك، لم يتعدى حجم الإستثمار في عام 2015 المستوى الذي شهده عام 2000 حيث لم يتجاوز عتبة 82 مليار دولار. بينما إنخفض عدد الصفقات بين عامي 2015 و2018، ومن بين العوامل التي ساهمت في هذا التراجع هو تركيز المستثمرون برأس المال المخاطر على الصفقات الكبيرة التي تفوق مبالغها 50 مليون دولار، وهذا ما يبينه الشكل الآتي :

### الشكل رقم 3-9 : تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي حسب حجم الصفقة خلال الفترة الممتدة من عام 2006 إلى 2018



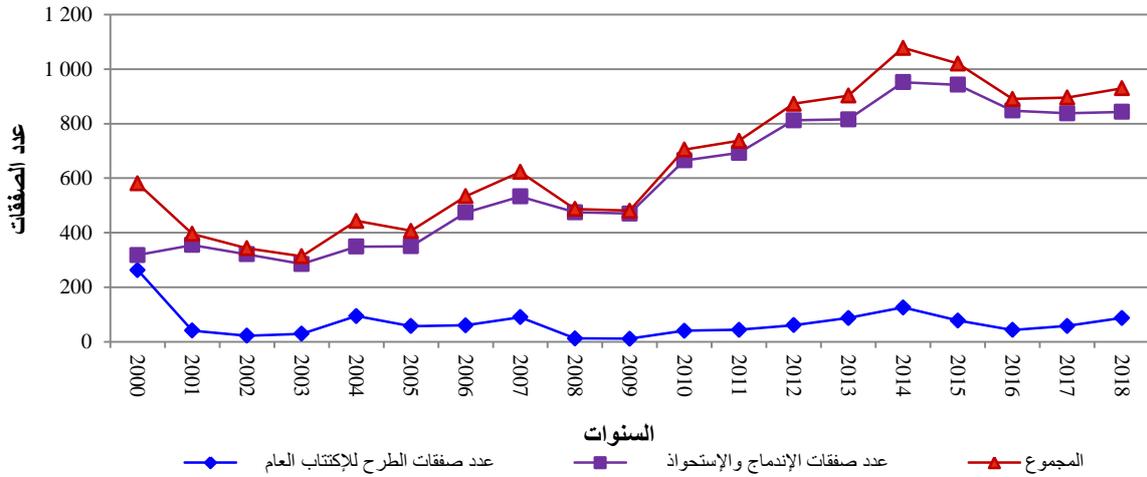
المصدر : National Venture Capital Association, **Venture Monitor 1Q 2019**, USA, PitchBook, P 5

### 3.1 آليات خروج رأس المال المخاطر الأمريكي

بالنسبة لآليات خروج المخاطر برأس المال من المشاريع الممولة، تعد طريقة طرح المشروع للإكتتاب العام<sup>1</sup> وطريقة الإندماج والإستحواذ هما الطريقتان الأكثر شيوعا في الو.م.أ، فقد بلغ عدد المشاريع الممولة برأس المال المخاطر والتي تم طرحها للإكتتاب العام في عام 2018 حوالي 87 مشروعا، في حين شهد عام 2000 أكبر عدد من عمليات الطرح للإكتتاب العام، حيث بلغت حوالي 263 عملية، ويرجع السبب في ذلك إلى فقاعة أسهم قطاع تقنية المعلومات التي تمت الإشارة إليها آنفا. كما شهد عام 2015 أكبر عدد من عمليات الإندماج والإستحواذ للشركات الممولة برأس المال المخاطر في تاريخ الو.م.أ، حيث بلغت حوالي 952 عملية.

<sup>1</sup> - IPO : Initial Public Offering.

### الشكل رقم 3-10 : عدد صفقات الخروج من رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة الممتدة من عام 2000 إلى 2018



المصدر : National Venture Capital Association, Yearbook 2011, PP 50-52 et Venture Monitor 1Q 2019, P30, USA, PitchBook.

من خلال المقارنة بين بيانات الشكل رقم 3-8 والشكل رقم 3-10، نجد أن هناك فجوة بين عدد صفقات تمويل رأس المال المخاطر وعدد عمليات الخروج من هذه الصفقات، وهذا يدل على أن النجاح ليس من نصيب كل مشروع تم تمويله عن طريق رأس المال المخاطر، ففي نهاية الأمر هو استثمار أساسه المشاركة في المشروع قد ينتهي بالنجاح أو بالفشل.

## 2. عوامل نجاح الصناعة الأمريكية لرأس المال المخاطر

إستطاع رأس المال المخاطر الأمريكي أن يتطور ويحتل الصدارة العالمية، وهذا بفضل عدة عوامل ساعدته على الإستمرارية والنمو وكذا رسم وتحديد ملامحه الحالية، من أهم هذه العوامل نجد:

### 1.2. وجود سياسة حكومية داعمة

لعبت الحكومة الأمريكية عدة أدوار فاعلة بشكل مباشر أو غير مباشر من أجل تطوير صناعة رأس المال المخاطر، ولعل من أبرزها تلك البرامج الحكومية والقوانين المختلفة التي تهدف إلى تهيئة الإطار المناسب للإبداع والإبتكار من جهة وتمويله من جهة أخرى، نوجز بعضها فيما يلي<sup>1</sup>:

- برنامج مؤسسات الإستثمار في المنشآت الصغيرة (SBIC)، تم إطلاقه عام 1958 من طرف الكونغرس الأمريكي من أجل تشجيع الإستثمار في المؤسسات الصغيرة، وهو عبارة عن مؤسسات استثمار بالأموال الخاصة والقروض مع تقديم الخبرات في المجال التسييري، والذي كان موجه لتمويل لمرحلة الإنطلاق التي كانت لا تجتذب الكثير من المستثمرين؛

<sup>1</sup> - بو عبد الله هيبية وحسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، دورية دولية علمية محكمة ومفهرسة تصدر عن جامعة البليدة، دار التل للطباعة، المجلد 06، العدد 01/2015، ص 161.

- قانون باي-دول (Bayh-Dole)، تم إعداده من طرف الكونغرس الأمريكي عام 1980، والذي يعطى للجامعات والمنشآت الصغيرة حق التصرف والإستغلال التجاري لحقوق الملكية الفكرية لإبتكاراتها، وهذا بمثابة تشجيع للجامعات على المساهمة في نشاطات البحث ونقل التكنولوجيا؛

- برنامج أبحاث إبتكار المنشآت الصغيرة (SBIR)، تم إطلاقه عام 1982 بهدف دعم الإبتكار في المنشآت الصغيرة بواسطة المساعدات المقدمة من طرف وكالات البحث الفدرالية الكبيرة خاصة في مجالات الدفاع، الصحة والطاقة، لدعم هاته المنشآت من أجل تحقيق نتائج إيجابية؛

- برنامج تحويل تكنولوجيا المنشآت الصغيرة (STTR)، تم إطلاقه عام 1992 بهدف توجيه البحث والتطوير الذي يمارس في الجامعات والمختبرات الحكومية نحو التسويق.

## 2.2. توافر الموارد المالية المخاطرة ومكانة السوق المالية

يرجع نجاح الصناعة الأمريكية لرأس المال المخاطر نتيجة فهم الواقع المالي المحيط بهذه السوق والتحكم بالعوامل المتدخلة في العملية التمويلية، فتأثير البيئة المالية يظهر من خلال ما توفره من أدوات للتحكم بالمخاطر ووضع الآليات الملائمة لضمان عوائد أكبر، وهنا نذكر بعض هذه العوامل فنجد :

### 1.2.2. دور الممولين غير الرسميين (ملائكة الأعمال)

وهم عبارة عن موظفين متقاعدين شغلوا سابقا مناصب في مؤسسات كبيرة، يقومون بإستثمار أموالهم الشخصية لتمويل المؤسسات الناشئة التي تعمل في المجالات التي يكون لديهم فيها الخبرة والكفاءة. ويختلف نشاط هؤلاء عن نشاط المستثمرين من جانب الأهل والأصدقاء فهم يملكون رؤية واضحة حول المشروع وأبعاده والمخاطر المحتملة، لذا نجدهم يقدمون دورا بارزا في مجال التمويل برأس المال المخاطر ونشاطهم في الو.م.أ يعتبر الأوسع في العالم، حيث يقدمون الأموال للمبدعين والمبتكرين خاصة في القطاعات الصناعية والخدماتية، أين تركز مساهمتهم على مرحلة الإنطلاق<sup>1</sup>.

### 2.2.2. دور السوق المالي ناسداك<sup>2</sup>

لا يشكل تراكم المدخرات الكبيرة وهيكل الحوافز أهمية كبيرة لدى المخاطر برأس المال إذا لم تكن هناك آليات خروج مناسبة من الإستثمارات الممولة، ولأسواق الأوراق المالية دور حاسم في تطوير هذه الصناعة بتوفيرها فرص الخروج المناسبة من خلال إنشاء أسواق خاصة ومجزأة، حيث تظهر العديد من الدراسات أن تطورها في الو.م.أ جاء موازيا لتطور أسواق الأوراق المالية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - خليفة وفاء، صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية .. النموذج المثالي، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، مجلة علمية سنوية دولية محكمة متخصصة تصدر عن مخبر الصناعات التقليدية لجامعة الجزائر 3، المجلد 05، العدد 02/2016، ص 430.

<sup>2</sup> - NASDAQ : National Association of Securities Deals Automated Quotations.

<sup>3</sup> - Dilek Çetindamar, *Op.Cit.*, PP 121-122.

إن نشأة السوق المالي ناسداك عام 1971 بمدينة نيويورك يعتبر تحول حاسم في تاريخ تطور الصناعة الأمريكية لرأس المال المخاطر، فنشاط هذا السوق يقدم فرص جديدة ومربحة للمخاطرين برأس المال، حيث يتيح لشركات رأس المال المخاطر المشاركة في إنشاء مؤسسات جديدة بصورة أكثر فعالية بإعتبار أن إنسحاب الممولين من المؤسسات الممولة عن طريق تقييدها في السوق المالي من أهم وأفضل طرق الخروج الناجحة، هذا بالإضافة إلى دوره كمحرك للنشاط الاقتصادي.

ويعتبر السوق المالي ناسداك بورصة إلكترونية تعمل على أساس الشاشات الإلكترونية، وهي متخصصة في أسهم المؤسسات التكنولوجية ذات الحجم الصغير والمتوسط التي لا تستوفي شروط الدخول إلى البورصات الكبيرة مثل بورصة نيويورك، وحسب معطيات عام 2018 يقدر عدد المؤسسات المدرجة فيه بـ 3438 مؤسسة، وهو أكثر من عدد المؤسسات المدرجة ببورصة نيويورك والمقدر عددها بـ 3143 مؤسسة<sup>1</sup>، كما أن متوسط عدد الأسهم المباعة بها يوميا أعلى من أي بورصة أخرى ما يجعلها المؤشر الرئيسي للسوق التكنولوجي الأمريكي.

### 3.2. توفير مناخ مناسب للأعمال

هناك عدة عوامل ساهمت في إرساء المناخ الملائم للأعمال بالو.م.أ، مما سمح بتطوير الصناعة الأمريكية لرأس المال المخاطر حتى تدفع عجلة الشركات العاملة فيها للقيام بالدور المنوط بها في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نذكر من بينها ما يلي :

#### 1.3.2. ديناميكية السوق التكنولوجي

يتميز السوق التكنولوجي الأمريكي بتسابق حاد من أجل الإستجابة للطلب الكبير على المنتجات التكنولوجية، حيث يغطي 50% من إجمالي السوق العالمي، ويرجع الفضل في ذلك لسعي المؤسسات الكبيرة للحفاظ على حصصها السوقية ووضعها الريادي، من خلال القيام بإستثمارات كبيرة في مجال البحث والتطوير من أجل إبتكار منتجات فائقة التكنولوجيا لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>2</sup>.

#### 2.3.2. دور منطقة وادي السيليكون

لطالما لعبت منطقة وادي السيليكون (Silicon Valley) الواقعة في الجزء الجنوبي لولاية كاليفورنيا على الساحل الغربي للو.م.أ دورا هاما ومحوريا في عملية تطور الصناعة الأمريكية لرأس المال المخاطر، وقد عرفت هذه المنطقة منذ الخمسينيات تحولا غير مسبوق في إستحداث نشاط غير مألوف، حيث تم في عام 1955 إنشاء أول مختبر علمي وهو مختبر شوكلي (Shockley) الذي كان

<sup>1</sup> - [www.nasdaq.com/screening/companies-by-industry.aspx?exchange=NASDAQ](http://www.nasdaq.com/screening/companies-by-industry.aspx?exchange=NASDAQ) (vu le 28/11/2018).

<sup>2</sup> - سايب الزيتوني، رأس المال المخاطر كآلية مستحدثة في تمويل المؤسسات الناشئة والوروس المستفاد منها : حالة الجزائر والولايات المتحدة، مجلة البحوث والدراسات العلمية، مجلة علمية سنوية محكمة تصدرها جامعة يحي فارس بالمدينة، المجلد 12، العدد 02/2019، ص 383.

وراء ظهور مؤسسة Fairchild Semi-conductor والتي إنبتقت منها مؤسسة إنتل (Intel) التي تعتبر من أشهر المؤسسات العالمية. وقد أصبحت هذه المنطقة تعرف بمحطة الإبتكار والإبداع في العالم، حيث يأتيها العلماء والمبدعون من كل أنحاء العالم لتأسيس مؤسسات صغيرة إبتكارية خاصة في مجال الإعلام والإتصال، ومن أهم هذه المؤسسات التي أصبحت تحتل الصدارة نجد ميكروسفت (Microsoft)، أبل (Appel) ووقل (Google).

وتستفيد منطقة وادي السيليكون من نظام إيكولوجي مبتكر وتعاوني قائم في إطار شبكة تتوفر فيها أهم العناصر التي من شأنها تسهيل إنتقال المعلومة في كل الإتجاهات، مما يوفر المحيط الملائم لتطوير صناعة رأس المال المخاطر، وتتمثل أهم هذه العناصر فيما يلي<sup>1</sup>:

- القرب من الجامعات ومراكز البحث التابعة للقطاع العام والخاص، مما يعني أن المهارات التي تحتاجها المؤسسات في مجال التكنولوجيا موجودة وهو ضمان للكفاءة والأداء بالمنطقة؛
- إحتضان المنطقة نسبة مهمة من شركات رأس المال المخاطر والتي تم إنشائها من طرف مهندسون ومسيريون وليس من طرف ماليون كما هو سائد في مناطق أخرى؛
- وجود كثافة كبيرة من المستثمرين في مختلف المجالات خاصة الصناعات العالية التقنية، مما عزز نقل المعرفة والتدفق المستمر للأفكار الجديدة، وكذا التعاون نحو الأهداف المشتركة مع الحفاظ على بيئة تنافسية مواتية للإبتكار؛
- توفر خبراء متخصصين يساندون إنشاء ونمو المشاريع الناشئة، وهذا ما يعمل على تقليل تكاليف إنطلاقها، وكذا الوصل بين هذه المشاريع وشركات التمويل برأس المال المخاطر.

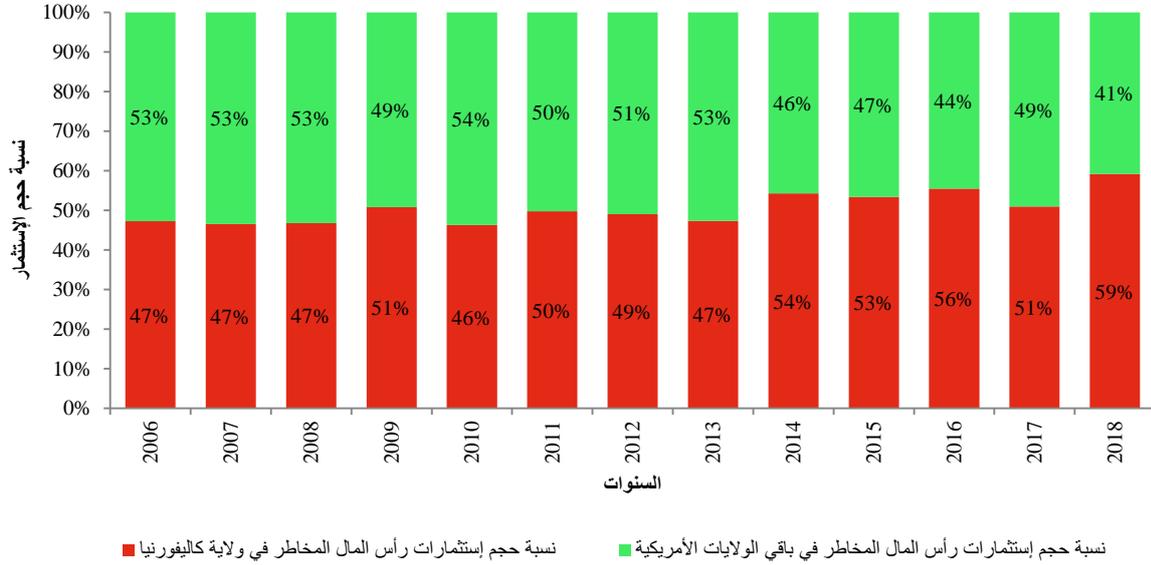
وهذا ما تؤكدته آخر الإحصائيات حول تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر بمنطقة وادي السيليكون، فبعدما بلغ 13,80 مليار دولار عام 2006 إرتفع ليبلغ أقصى حد له عام 2018 بمبلغ قدره 78,15 مليار دولار، أي بإرتفاع قارب ستة أضعاف المبلغ المستثمر عام 2006.

أما من خلال الشكل أدناه، يتضح لنا أن ولاية كاليفورنيا حققت عام 2018 بفضل منطقة وادي السيليكون أكبر نسبة حجم إستثمارات لرأس المال المخاطر الأمريكي مقارنة بباقي الولايات الأمريكية، حيث أنها إستثمرت لوحدها ما يفوق 59% من إجمالي إستثمارات هذه الصناعة، وهذا إنما يدل على مكانة هذه المنطقة التي ألهمت العديد من الأقطاب التكنولوجية في العالم، ونجحت العديد منها إلى حد ما في إنشاء صناعات مبتكرة، نذكر منها على سبيل المثال صوفيا-انتيبوليس (Sophia-Antipolis) في مدينة نيس الفرنسية، مجموعة باريس-ساكلاي (Paris-Saclay) في جنوب باريس، تلال السيليكون (Silicon-Hills) في ولاية تكساس، واحة السيليكون بإمارة دبي، تكنوبارك

<sup>1</sup> - خليفة وفاء، مرجع سبق ذكره، ص ص 428-429.

(Technopark) في مدينة الدار البيضاء المغربية، قطب الغزالة لتكنولوجيات الاتصال بتونس والحظيرة التكنولوجية لسيدى عبد الله بالجزائر.

### الشكل رقم 3-11 : نسبة حجم إستثمارات رأس المال المخاطر في ولاية كاليفورنيا مقابل باقي الولايات الأمريكية خلال الفترة الممتدة من عام 2006 إلى 2018



المصدر : National Venture Capital Association, **Venture Monitor 1Q 2019**, P 18, USA, PitchBook

إنطلاقاً مما سبق، يمكننا القول أنه بالرغم من الأزمات الاقتصادية والمالية استطاعت الـو.م.أ أن توفر بيئة اقتصادية ومؤسسية مثالية لصناعة رأس المال المخاطر حتى تتطور في ثلاثة أبعاد مهمة، تشمل حجم الصناعة وتنوعها والكفاءة فيها، وهذا نتيجة عمل متكامل ساهمت فيه عدة أطراف وعوامل منها تدخل الحكومة الأمريكية عن طريق القوانين والبرامج المختلفة من جهة، وتوفير المناخ المالي والاقتصادي الملائم من جهة أخرى، وهي كلها عوامل إيجابية عملت على توفير المحيط المناسب لتطور هذه الصناعة، حيث احتلت الـو.م.أ حسب مؤشر الابتكار العالمي لعام 2018 المركز الأول في العديد من المؤشرات المهمة، من بينها نفقات شركات البحث والتطوير العالمية، نوعية الجامعات، الإنفاق على برامج الكمبيوتر، تصدير الخدمات الإبداعية وصفقات رأس المال المخاطر<sup>1</sup>.

### 3. أهمية شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

ساهم رأس المال المخاطر في تحقيق النمو الاقتصادي في الـو.م.أ، حيث أنه دعم الكثير من الابتكارات في هذا البلد خاصة في مجال التكنولوجيا العالية، حيث تظهر بيانات عام 2016 إلى أن

<sup>1</sup> -Soumitra Dutta, Bruno Lanvin and Sacha Wunsch-Vincent, **Global innovation index 2018 : Energizing the World with Innovation**, World Intellectual Property Organisation, Suisse, 11<sup>th</sup> édition, P 338 (vu le 11/06/2019, [www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo\\_pub\\_gii\\_2018.pdf](http://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_gii_2018.pdf)).

45% من جميع الصفقات كانت في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والبرمجيات والأنترنيت أو الهاتف المحمول . كما قد تجلت الأهمية الاقتصادية لرأس المال المخاطر في مساعدة الكثير من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على تحقيق معدلات نمو ليصبح العديد منها اليوم كبيرة وبل من أهم مركبات النسيج الصناعي والتكنولوجي فيها اليوم مثل شركة ميكروسفت (Microsoft)، آبل (Apple)، إنتل (Intel)، إي باي (eBay)، صن مايكروسيستمز (Sun Microsystems)، أمازون (Amazon) وغيرها من المؤسسات التي أعتبرت بمثابة كيانات اقتصادية أحدثت ثورة صناعية وتكنولوجية جديدة، والتي باتت اليوم تمثل أهم أعمدة الاقتصاد الأمريكي<sup>1</sup>.

### الجدول رقم 3-6 : عدد المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر في عدة دول من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال الفترة الممتدة من عام 2010 إلى 2016

الدولة	2010	2016	الدولة	2010	2016
اليونان	2	0	سويسرا	87	77
لوكسمبورغ	7	2	إيطاليا	77	83
سلوفينيا	1	2	النرويج	131	88
جمهورية التشيك	3	9	فنلندا	159	164
استونيا	15	13	هولندا	169	204
لاتفيا	4	23	أستراليا	176	226
جمهورية سلوفاكيا	11	27	المملكة المتحدة	383	257
أيرلندا	57	35	السويد	329	262
النمسا	65	38	إسبانيا	258	432
البرتغال	44	45	كندا	344	435
بولندا	12	46	فرنسا	452	621
الدنمارك	74	64	ألمانيا	991	663
بلجيكا	49	66	كوريا	382	902
هنغاريا	11	73	الولايات المتحدة الأمريكية	4311	6009

المصدر : OCDE, *Panorama de l'entrepreneuriat 2017*, Paris, 2018, P 130, (vu le 17/07/2019, [http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur\\_aag-2017-fr](http://dx.doi.org/10.1787/entrepreneur_aag-2017-fr))

<sup>1</sup> - بوحرب حكيم، دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الاقتصاد الجديد، مجلة علمية سداسية محكمة تصدر عن مخبر الاقتصاد الرقمي في الجزائر بجامعة خميس مليانة الجزائر، المجلد 05، العدد 02/2014، ص 185.

تشير البيانات في الجدول أعلاه مدى إهتمام الو.م.أ بهذا النوع من التمويل، حيث تطور عدد المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر ليلغ عددها 6009 مؤسسة عام 2016، بعدما بلغت عام 2010 ما يقارب 4311 مؤسسة، وهذا راجع لما قدمته الحكومة الأمريكية كما رأينا سابقا من صور الدعم لهذه الصناعة لتسهيل مهمتها في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وحسب الكتاب فين ، ليانغ وبرأوس (Fenn, Liang and Prowse) فإن الدقة في التعامل التي ميزت المستثمرين المساهمين في شركات رأس المال المخاطر الأمريكية ساهمت في تحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرفها، لأن أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة الأمريكيين هم مستثمرين ناشطين بدوام كامل مع شركائهم الماليين خاصة في تقديم المشورة، وهذا راجع لأنهم يميلون الى المتابعة الدقيقة للتطورات السوقية والتكنولوجية في مجال خبرتهم، من أجل ضمان إستمرار نجاح أنشطتهم الإستثمارية وإتخاذ قرارات إستثمارية سليمة<sup>1</sup>.

وما زاد من نجاح التجربة الأمريكية كذلك هو إعتداد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على خطط إستثمارية مرتكزة على الإبتكارات، وقدرة شركات رأس المال المخاطر على التوافق مع هذه الإستراتيجيات الاستثمارية، ففي دراسة لمانجو بوري (Manju Puri) وتوماس هيلمان (Thomas Hellmann) التي تناولت التفاعل بين أسواق المنتجات والاستراتيجيات التمويلية بالتركيز على رأس المال المخاطر، حيث قاما بدراسة عينة تتكون من 173 مؤسسة صغيرة ومتوسطة حديثة النشأة في منطقة وادي السيليكون بولاية كاليفورنيا بالو.م.أ تم اختيارها بشكل مستقل عن التمويل، والتي توصلت إلى أن ملائمة المصدر التمويلي تعتمد على الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة، كما أن إختيار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتمويل يؤثر على قدرتها على تأمين وضمأن مكانتها في القطاع الذي تنشط فيه، كما أكدت نفس الدراسة على أن التمويل برأس المال المخاطر يمكن أن يكون له تأثير على مسار النمو في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حديثة النشأة، وعلى وجه الخصوص على موقع منتجاتها في السوق<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>-George W. Fenn, Nellie Liang and Stephen Prowse, **The Economics of the Private Equity Market**, Staff Studies from Board of Governors of the Federal Reserve System, N°168, Washington, December 1995, P 02 (vu le 23/06/2019, [www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss168.pdf](http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss168.pdf)).

<sup>2</sup>-Thomas Hellmann and Manju Puri, **The Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital**, The Review of Financial Studies, Vol. 13, N° 04, 2000, P 981 (vu le 23/06/2019, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.890.93&rep=rep1&type=pdf>).

## المطلب الثاني : مكانة التمويل برأس المال المخاطر في الإمارات العربية المتحدة

عملت الإمارات العربية المتحدة على تنويع اقتصادها لتفادي الإعتماد على الريع النفطي كمصدر وحيد للدخل في تمويل سياساتها التنموية، الأمر الذي دفعها إلى تبني إستراتيجيات بديلة ترمي إلى ترقية الكفاءة الإستخدامية للعوائد الريعية وتوجيهها نحو تنويع بنية الاقتصاد بالإعتماد على تعزيز تنمية روح المبادرة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لزيادة قدرتها على مواجهة التحديات الراهنة والمستقبلية، مع مراعاة مستجدات الاقتصاد العالمي المبني على المعرفة والإبتكار وقيوده الخارجية وإستشراف الآفاق المستقبلية.

حيث تمكنت دولة الإمارات بفعل حوكمة مواردها وإختيار أفضل البدائل التمويلية لإستغلالها، على غرار صناديق رأس المال المخاطر، من تحقيق مؤشرات إيجابية في قطاعات حيوية كالإستثمار في اقتصاد المعرفة، بإعتباره من القطاعات التي تمتاز بفرص كبيرة للنجاح، وذلك ضمن رؤية شاملة لهذه الأخيرة تتناسب والقدرات الاقتصادية والديموغرافية. كل هذه المعطيات جعلت التجربة الإماراتية في مجال التمويل برأس المال المخاطر من التجارب الجديرة بالإهتمام والدراسة لما حققته من إنجازات كبيرة، ولإعتبارها النموذج العربي الأمثل في هذا المجال.

### 1. واقع رأس المال المخاطر الإماراتي

يعتبر رأس المال المخاطر في دولة الإمارات وسيلة بارزة ومبتكرة في عالم الإستثمار المعاصر لتمويل المشروعات الريادية والأعمال المبنية على أفكار إبداعية، وتوفر عوامل النجاح لها ولاسيما في مراحل تأسيسها وإنطلاقها، الأمر الذي ينعكس إيجابا بلا شك على دعم مسيرة التنمية نحو تعزيز مفاهيم الإبتكار والمعرفة في البيئة الاقتصادية للدولة، ويسهم في تحقيق الهدف الحكومي الذي تضمنته مؤشرات الأجندة الوطنية، والمتمثل برفع مكانتها لتكون ضمن أفضل عشرة دول في العالم في مجال الإبتكار بحلول عام 2021<sup>1</sup>.

وقد عملت دولة الإمارات على وضع قانون متعلق بالإستثمار المخاطر في عام 2017<sup>2</sup>، وذلك لإقرار الضوابط والإلتزامات المتعلقة برأس المال المخاطر، من أجل توسيع آفاق وفرص تمويل المشاريع القائمة على الإبتكار وتعزيز عوامل التمكين في دولة الإمارات ودعم مكانتها في تصنيف مؤشر الإبتكار الدولي، وهذا في إطار المساعي الرامية إلى تحقيق رؤية الدولة بإرساء دعائم اقتصاد

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، (شاهد يوم 2019/07/01، [www.sca.gov.ae/Arabic/awareness/Pages/Articles/Article201701.aspx](http://www.sca.gov.ae/Arabic/awareness/Pages/Articles/Article201701.aspx)).

<sup>2</sup> - القرار الإداري (رقم 3/رت) بشأن ضوابط صندوق رأس المال المخاطر، الإمارات العربية المتحدة، المؤرخ في 2017/01/05، (شاهد يوم 2019/07/01، [www.sca.gov.ae/mservices/api/regulations/GetARRegulationByIdAsPdf/134](http://www.sca.gov.ae/mservices/api/regulations/GetARRegulationByIdAsPdf/134)).

تنافسي متنوع مبني على المعرفة والإبتكار بقيادة كفاءات وطنية متمكنة، كما يهدف النظام إلى تسهيل عمل المبتكرين وتحفيز جذب رؤوس الأموال المخاطرة إليها، وبشكل إحدى الأدوات الرئيسية المشجعة على الإستثمار في المشروعات القائمة على الأفكار الجديدة والمبتكرة.

يعد رأس المال المخاطر شريان حياة لدعم نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة في المجال التكنولوجي، وإضافة إلى فوائده لبيئة الأعمال فإنه يحقق عوائد كبيرة للمستثمرين، مثل ما هو الحال في الأسواق الرائدة في هذا المجال.

### 1.1. تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر الإماراتي

إستحوذت رياح التغيير التي تجتاح بلدان مثل دولة الإمارات على إهتمام العالم، حيث أطلقت الحكومات المتعاقبة خططا وطنية تحويلية تتبنى الرقمنة، مما يدل على الإمكانيات المذهلة لها كمركز نمو تعتمد على التكنولوجيا، ومن أجل دعم هذا التوجه من جهة والحاجة الملحة لإستدامة الأعمال القائمة من جهة أخرى كان يقابله النمو التدريجي لشركات التمويل برأس المال المخاطر، والتي يمكن القول إنها واحدة من أكثر الطرق فعالية لإنعاش بيئة بدء التشغيل.

فقد حققت إستثمارات رأس المال المخاطر في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا مكاسب كبيرة، حيث سجلت صناعة رأس المال المخاطر 175 إستثمارا بقيمة 127 مليون دولار وارتفعت لتبلغ 172 مليون دولار في عام 2016، نتيجة توفر عدد من المعاملات الهامة للمؤسسات المدعومة برأس المال المخاطر.

فهناك دلائل واضحة على تسارع رأس المال المخاطر والإستثمار في مرحلة مبكرة في المنطقة، مما رفعت النجاحات البارزة في رأس المال المخاطر الإقليمي مثل سوق دوت كوم و كريم من مكانة الصناعة وزاد عدد الإستثمارات التي تم الإفصاح عنها بنسبة 44% إلى 175.

كما شهدت دولة الإمارات أعلى مستويات نشاط التمويل برأس المال المخاطر في المنطقة، حيث تبرز كأحد المراكز الرئيسية في هذا النشاط، كما نجد أن الشركات القائمة على التكنولوجيا تشكل المحور الرئيسي لمستثمري رأس المال المخاطر، وهذا الإتجاه يتماشى مع السنوات السابقة ويتم التأكيد عليه بشكل أكبر عند النظر إلى أن إستثمارات القطاعات الأخرى غالبا ما تحتوي على عنصر تكنولوجي مهم.

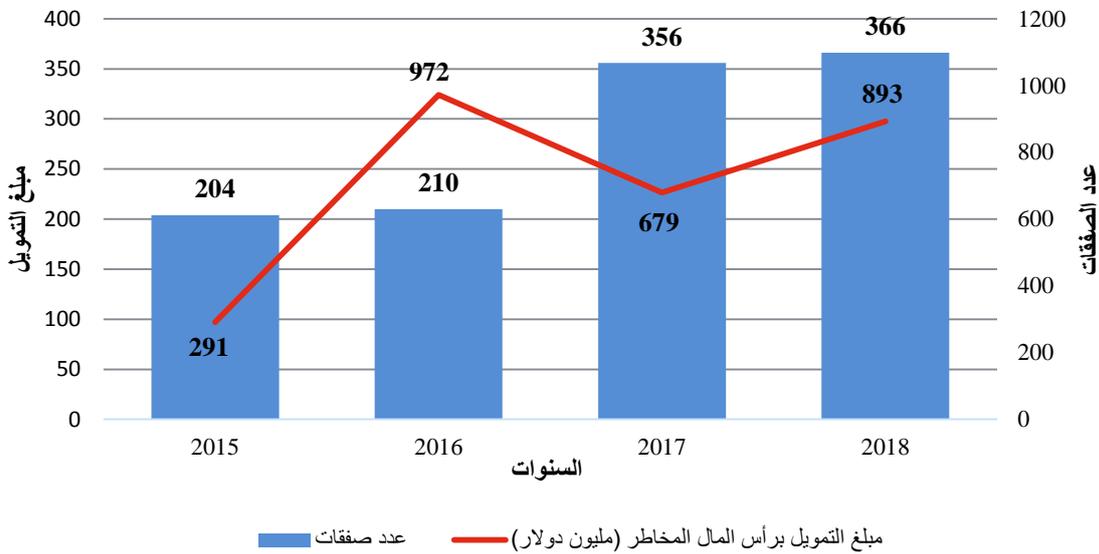
### 2.1. تطور عدد صفقات رأس المال المخاطر الإماراتي

تبين معطيات عام 2018 تسجيل عام قياسي لمنظومة تمويل المؤسسات الناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، حيث تم عقد أكبر عدد من الصفقات قدر بـ 366 صفقة لتمويل هذا

النوع من الشركات، أي بزيادة تصل إلى 03% عن عام 2017، أين إستحوذت دولة الإمارات على 30% من إجمالي عدد الصفقات، كما شهد إجمالي المبالغ المستثمرة زيادة ليصل إلى 893 مليون دولار، أي بنسبة إرتفاع تقدر بـ 31% مقارنة بعام 2017<sup>1</sup>.

كما تشير معطيات منصة البيانات الرائدة في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للمستثمرين ورواد الأعمال والشركات (MAGNiTT)، إلى أن أكبر 10 صفقات أعلن عنها في المنطقة عام 2018 تمثل 65% من إجمالي حجم إستثمار رأس المال المخاطر، فازت دولة الإمارات بحصة الأسد منها حيث تم إبرام 07 صفقات في مؤسسات ناشئة مقرها الإمارات.

### الشكل رقم 3-12 : تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر وعدد الصفقات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا خلال الفترة الممتدة من عام 2015 إلى 2018



**المصدر :** MAGNiTT, MENA Venture Investment Summary, MENA's most comprehensive data platform for investors entrepreneurs and corporates, 2018, P 02 (vu le 03/07/2019, [https://admin.magnitt.com/sites/default/files/Magnitt\\_Report'18\(1\).pdf](https://admin.magnitt.com/sites/default/files/Magnitt_Report'18(1).pdf))

إن الشكل أعلاه يترجم مستويات النمو الكبيرة والقياسية التي عرفها عرض رأس المال المخاطر في عام 2018 مقارنة بعام 2015، حيث عرفت المبالغ المستثمرة وتيرة قوية بنسبة نمو تقدر بـ 306,9%، وبالمقابل تطور عدد الصفقات بنسبة 179,4%، والنتيجة عن التشجيع القوي من الحكومات لدعم الابتكار، مع زيادة مهمة في جودة وسرعة نمو المؤسسات الناشئة في المنطقة.

## 2. عوامل نجاح الصناعة الإماراتية لرأس المال المخاطر

إستطاع رأس المال المخاطر الإماراتي أن يتطور ويحتل صدارة الدول العربية، وهذا بفضل عدة عوامل ساعدته على الإستمرارية والنمو وكذا رسم وتحديد ملامحه الحالية، من أهمها نجد :

<sup>1</sup> - MAGNiTT, Op.Cit., P 01.

## 1.2. وجود سياسة حكومية داعمة

تؤكد توقعات المراقبين أن جملة القوانين والمحفزات والمبادرات التي تم طرحها من قبل الحكومة على المستوى المحلي والإتحادي إنعكست إيجاباً على جاذبية دولة الإمارات بالنسبة لرواد الأعمال والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث إتخذت الحكومة خطوات ثابتة لتخفيف عملية تأسيس شركة، ففي عام 2010 ألغت الحد الأدنى لمتطلبات رأس المال لبدء الأعمال التجارية وتبسيط مستندات التسجيل، كما تم تسهيل إجراءات الموافقة على الإستثمارات الأجنبية ومنح المستثمرين إمتياز التقدم لشركاتهم عبر الإنترنت ومتابعة حالة الطلب عبر الهاتف. علاوة على ذلك، تلعب غرفة تجارة وصناعة دبي دوراً فعالاً في تعزيز بيئة الأعمال وترويج دبي كمركز تجاري دولي. في حين أن العديد من سياسات دولة الإمارات تشجع الإستثمارات الأجنبية، إلا أن الإطار المتساوي للإستثمار لا يزال يفضل المواطنين على المستثمرين الأجانب، وقد تجلّى ذلك بوضوح في الملكية الأجنبية المقيدة للأسهم والأراضي، وكذلك متطلبات الرعاية والوكالة والتوزيع التي تنطبق على الشركات الأجنبية المنشأة خارج المناطق الحرة<sup>1</sup>.

## 2.2. توافر الموارد المالية المخاطرة ومكانة السوق المالية

يرجع نجاح الصناعة الإماراتية لرأس المال المخاطر نتيجة فهم الواقع المالي المحيط بهذه السوق والتحكم بالعوامل التي تتدخل في العملية التمويلية، فتأثير البيئة المالية يظهر من خلال ما توفره من أدوات للتقليل والتحكم بالمخاطر من جهة ووضع الآليات الملائمة لضمان عوائد أكبر من جهة أخرى، وهنا نذكر بعض هذه العوامل فنجد :

### 1.2.2. دور المؤسسات الكبرى

ذكر تقرير لمختبر ومضة للأبحاث (WRL) وإكسبو 2020 (Expo) حول التعاون بين المؤسسات الكبرى والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في منطقة الشرق الأوسط<sup>2</sup>، بعض الأرقام الهامة عن دور المؤسسات الكبرى الإقليمية في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فمنذ عام 2011 إنطلق 11 صندوق رأس مال مخاطر من مؤسسات كبرى في المنطقة لتعزيز الإستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتفاعل معها، منها صندوق ام بي سي المخاطر (MBC Ventures) وشركة التميمي للاستثمار (Al-Tamimi Investments) في دولة الإمارات، كما يضيف التقرير أن

<sup>1</sup> - Iman Seoudi and Salma Mahmoud, **Public policy for venture capital : a comparative study of Emirates, Saudi Arabia and Egypt**, Review of Business & Finance Studies, Vol. 07, N° 01, 2016, P 23 (vu le 01/07/2019, [www.theibfr2.com/RePEc/ibf/rbfstu/rbfs-v7n1-2016/RBFS-V7N1-2016-2.pdf](http://www.theibfr2.com/RePEc/ibf/rbfstu/rbfs-v7n1-2016/RBFS-V7N1-2016-2.pdf)).

<sup>2</sup> - Habib Haddad, Elias Boustani and Teeb Assaf, **Collaborative entrepreneurship : The state of corporate-startup engagement in MENA**, EXPO 2020 & WAMDA, May 2016, P 56 (vu le 02/07/2019, <https://wamda-prod.s3.amazonaws.com/resource-url/7112987ceb006a9.pdf>).

صناديق رأس المال المخاطر التابعة للمؤسسات الكبرى تسعى إلى إستثمارات إستراتيجية طويلة الأجل في المؤسسات التي تمولها، مما يقدم مصدرا تمويليا أكثر مرونة.

وبالمقابل تستفيد صناديق رأس المال المخاطر التابعة لهذه المؤسسات من الشراكات التي تقيمها مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتجعلها تتمتع بميزة تنافسية، بالإضافة إلى أن هذه الأخيرة بدورها تساعد المؤسسات الكبرى على تقليص تكاليف البحث والتطوير، وذلك بالوقوف على الابتكارات المتعددة التي توفرها والسعي إلى التكنولوجيات التغييرية، وبالمقابل فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تعمل مع هذه الصناديق ستكون قادرة على إختبار أفكارها بشكل صحيح والحصول على الأدوات المناسبة، بالإضافة إلى إستفادتها من شبكة واسعة من العملاء المحتملين، بحسب الشركة العالمية لخدمات التدقيق والضرائب والخدمات الإستشارية (KPMG)<sup>1</sup>.

فعند النظر إلى صناديق رأس المال المخاطر التابعة لمؤسسات كبرى إقليمية أو عالمية، يلاحظ أنها جميعا ترتبط بأسماء كبيرة مثل فوغل وميكروسفت وأنتل، وتفسير ذلك هو أن صناديق رأس المال المخاطر التابعة للمؤسسات الكبرى أصبحت أداة ضرورية لها تحت الضغط الذي يحتم عليها مواكبة الابتكار بوتيرة أسرع، وهذه الأداة تفتح الباب أمامها على تكنولوجيات جديدة، وتوفر طريقة جديدة للوصول إلى أفكار غير مألوفة أو لتعزيز الطلب على منتجاتها<sup>2</sup>.

## 2.2.2. وجهة المستثمرين

تحتضن دولة الإمارات منذ عام 2013 وإلى غاية عام 2018، 76 مستثمرا في الشركات الرقمية الناشئة إقليميا وهذا من إجمالي 242 مستثمرا في منطقة الشرق الأوسط، أي ما يشكل 31% من إجمالي المستثمرين خلال هذه الفترة، لتصدر بذلك دول المنطقة، ويتوزع المستثمرون في دولة الإمارات ضمن 06 فئات رئيسية، ويتخصص 22 مستثمرا منهم في فئة التمويل برأس المال المخاطر<sup>3</sup>.

إستقطبت دولة الإمارات 62% من النشاط الإستثماري في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا من حيث القيمة في عام 2016، وهي تعتبر السوق الأكثر جاذبية في المنطقة على المدى القصير بسبب إستقرارها وتوافر الأصول الكبيرة وذات الجودة. كما دفع الغموض في أسواق دول مجلس التعاون الخليجي وغيرها من الأحداث الجيوسياسية الإقليمية المستثمرين في رأس المال

<sup>1</sup> - Jerzy Kalinowski, **Should startups pursue corporate venture capital funding?**, KPMG, 2016, (vu le 02/07/2019, <https://home.kpmg/xx/en/home/insights/2016/05/should-startups-pursue-corporate-venture-capital-funding.html>).

<sup>2</sup> - Vibha Gaba, **Why Do So Many Corporate VCs Die Young?**, INSEAD Associate Professor of Entrepreneurship, 2017, (vu le 02/07/2019, <https://knowledge.insead.edu/entrepreneurship/why-do-so-many-corporate-vcs-die-young-5951>).

<sup>3</sup> - هيئة الأوراق المالية والسلع، **التقرير السنوي 2018**، الإمارات العربية المتحدة، ص 44 (شاهد يوم 2019/07/01، [www.sca.gov.ae/Arabic/Opedata/SiteAssets/Pages/AnnualReports/Annual%20reportweb.pdf](http://www.sca.gov.ae/Arabic/Opedata/SiteAssets/Pages/AnnualReports/Annual%20reportweb.pdf)).

المخاطر نحو الإستثمار في دولة الإمارات وإعتماد نهج الإنتظار والترقب مع الدول الأخرى، حيث تم تركيز نشاطهم على وجه الخصوص على الخدمات المقدمة للمستهلكين وقطاعي الصحة والتعليم، أين عرف هذا النوع من التمويل إرتفاع كبير على مدى العامين الماضيين<sup>1</sup>.

### 3.2. توفر مناخ مناسب للأعمال

هناك عدة عوامل ساهمت في إرساء المناخ الملائم للأعمال بدولة الإمارات، مما سمح بتطوير الصناعة الإماراتية لرأس المال المخاطر حتى تدفع عجلة الشركات العاملة فيها للقيام بالدور المنوط بها في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نذكر من بينها ما يلي :

#### 1.3.2. الريادة على مستوى الاقتصاد الرقمي

تصدرت دولة الإمارات منذ عام 2013 وإلى غاية عام 2018 مشهد ريادة الأعمال التقنية والإستثمار في المؤسسات الرقمية الناشئة على مستوى منطقة الشرق الأوسط، حيث حلت في المرتبة الأولى إقليميا مسجلة أكبر عدد من المستثمرين والصفقات، وإستقطبت أضخم الإستثمارات من حيث القيمة، وذلك ضمن تقرير "حالة الإستثمارات الرقمية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا 2018-2013"، الصادر عن مؤسسة محمد بن راشد لتنمية المشاريع الصغيرة والمتوسطة.

فقد سجلت 45 صفقة إستثمارية، بما يعادل 17.6% من إجمالي عدد الصفقات في المنطقة، بقيمة 459 مليون دولار، أي ما يشكل 68% من إجمالي قيمة الإستثمارات إقليميا، فيما بلغ إجمالي قيمة الصفقات الإستثمارية الرقمية التي إستقطبتها خلال السنوات الست الماضية 2,07 مليار دولار، أي ما يشكل 69% من إجمالي الإستثمارات الرقمية في المنطقة بين عامي 2013 و2018.

كما بلغ إجمالي عدد الصفقات الإستثمارية الرقمية في دولة الإمارات في الفترة ما بين عامي 2013 و2018 حوالي 348 صفقة لتحل بذلك المرتبة الأولى إقليميا، مستحوذة بذلك على 30.9% من إجمالي عدد الصفقات التي شهدتها دول المنطقة خلال السنوات الست الماضية.

وفي ظل إحتضان دبي للنسبة الأكبر من الشركات الرقمية الناشئة والمستثمرين المتخصصين في القطاع، تؤكد نتائج التقرير مكانتها كأكبر حاضنة رقمية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.

#### 2.3.2. دور مدينة دبي كبيئة مثالية للإستثمارات الرقمية

تعكس نتائج تقرير "حالة الإستثمارات الرقمية في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا 2018-2013" مكانة منطقة دبي كبيئة مثالية لإستثمارات الثورة الصناعية الرابعة ونمو الشركات

<sup>1</sup> -Paul Dickson, **The asset management review**, The Law Reviews, 7<sup>ème</sup> édition, United Kingdom, 2018, P 401 (vu le 29/06/2019, [https://thelawreviews.co.uk/digital\\_assets/d960656c-2996-4acc-a0afc16751260963/Asset-Management---7th-Edition.pdf](https://thelawreviews.co.uk/digital_assets/d960656c-2996-4acc-a0afc16751260963/Asset-Management---7th-Edition.pdf)).

الإبتكارية المرتبطة بها، ويأتي ذلك ترجمة للإنجازات التي حققتها هذه المنطقة في سبيل تطوير البيئة الملائمة لريادة الأعمال التقنية ودعم نمو الإستثمار في الاقتصاد الرقمي، إلى جانب إطلاق مشاريع ريادية وإبتكارية تواكب تغيرات نماذج الأعمال الحديثة، حيث تتواصل مسيرة الإرتقاء بالمقومات الجاذبة لرواد الأعمال من مختلف أنحاء العالم وتحفيز تأسيس الشركات الناشئة ودعم توسع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف القطاعات، وفي مقدمتها الخدمات الرقمية والتقنية.

حيث كانت مدينة دبي قد لفتت أنظار مجتمع الأعمال والمال في العالم مطلع عام 2019 مع الإعلان عن أكبر صفقة إستحواذ في المنطقة، المتمثلة بشراء الشركة الأمريكية اوبر تكنولوجي (Uber Technologies) المختصة في خدمات النقل الذكية للشركة الإماراتية كارام (Careem) المتخصصة في النقل التشاركي، والتي إنطلقت من دبي، مشيراً إلى أن هذه الصفقة تعطي مؤشرات قوية على الآفاق المباشرة لريادة الأعمال في دولة الإمارات خلال الفترة المقبلة.

يمكن القول إن دولة الإمارات هي مركز صناعة رأس المال المخاطر في منطقة الشرق الأوسط وبالتحديد مدينة دبي كمركز للمعاملات والخدمات المالية والإبتكار، وهذا نتيجة الإصلاحات الاقتصادية والقانونية والضريبية التي باشرت في هذا المجال، إلى جانب عوامل أخرى تمثلت في قوة اقتصادها وتمتعها بالإستقرار بالإضافة إلى النمو المتوقع في البلاد، مما أدى إلى قيام مؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال<sup>1</sup> بترقية الإمارات إلى مصاف الأسواق الناشئة في منتصف عام 2014، حيث نجد أن العديد من الشركات العالمية أنشأت مراكزها الإقليمية في دولة الإمارات<sup>2</sup>.

### 3. أهمية شركات رأس المال المخاطر الإماراتية في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعتبر دولة الإمارات منطقة جذابة بالنسبة لأصحاب المشاريع الناشئة، كما أنها تجذب المستثمرين الأجانب وتحول تركيزهم إلى شركاتها الناشئة والواعدة، جاء هذا بعد إدراكها أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي محرك النمو لأنها يمكن أن توفر المزيد من فرص العمل، حيث أن هناك العديد من الشركات الناشئة التي تلقت تمويلاً من رؤوس الأموال المخاطرة وقد وصلت إلى قمة النجاح، ومن أمثلة المشاريع المبتكرة التي بدأت برأس مال مخاطر الموقع الإلكتروني «سوق.كوم» الأكثر شعبية للبيع بالتجزئة في الشرق الأوسط، والذي يشكل أحدث قصة نجاح في المنطقة، حيث إستحوذت عليه مؤخراً شركة أمازون، وتعتبر تجربة هذا الموقع فريدة ومهمة، فبداية هي تشكل نقلة نوعية لريادة الأعمال والمشاريع التقنية العربية، على الرغم من وجود عدة قصص أخرى، فقد تركت هذه التجربة بصمتها ضمن أحد أكبر الإستحواذات في المنطقة.

<sup>1</sup> - MSCI : Morgan Stanley Capital International.

<sup>2</sup> - Ibid, P 394.

كما أن عام 2017 شهد ولادة شركة «نون.كوم» بإستثمار بلغ مليار دولار، والتي تعتبر الآن المنافس الأكبر لموقع «سوق.كوم»، إلى جانب شركة «فيتشر» أيضا المتخصصة بخدمات الشحن عبر الهاتف المحمول، والتي إنطلقت في دبي في عام 2015، وتعتبر من أنجح الشركات الناشئة في المنطقة، بالإضافة إلى منصات أخرى على الإنترنت في هذا المجال.

وبالتالي تشكل هذه الشركات إلهاما لرواد الأعمال وخصوصا بعد تحقيقها للنجاح الكبير بسبب إعتقاد التكنولوجيا الحديثة كأساس لها، وبذلك تفتح الباب أمام أصحاب الأفكار الإبداعية إلى البحث عن تمويل لأفكارهم لتحويلها إلى واقع، وهنا تتدخل شركات رأس المال المخاطر والتي بدورها تبحث عن مشاريع مبتكرة وأفكار إبداعية لخوض غمار المخاطرة فيها، إذ تشير كثير من الدراسات إلى أن أكثر من 90% من الشركات الناشئة تفشل خلال السنوات الثلاث الأولى من تشغيلها لأن مفاهيمها تفتقر إلى الأفكار المبتكرة لخوض المنافسات في صناعاتها. كما تشير معطيات منصة البيانات الرائدة في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا للمستثمرين ورواد الأعمال والشركات (MAGNiTT) إلى أن الشركات الناشئة في مجال التجارة الإلكترونية واللوجستيك تكتسب حصة في المنطقة حيث توجد منافع وكفاءات فورية يمكن تحقيقها في هذا المجال.

كما لا شك أن اقتصاد دولة الإمارات اقتصاد حيوي أثبت نجاعته وصلابته، حيث أصبح اقتصادها قائما على المؤسسات وهذه إحدى خصائص الاقتصاديات العالمية، فكل المؤشرات العالمية تدل على أنه يحقق نموا جيدا، كما أنه اقتصاد تنافسي قائم على المعرفة، فقد تخلص من الإعتقاد على مداخيل قطاع النفط الذي أصبحت حصته لاتتجاوز نسبة 30% من الدخل القومي<sup>1</sup>.

إنطلاقا مما سبق، يمكننا القول أن آلية التمويل برأس المال المخاطر في دولة الإمارات توفر تمويلا للمشاريع الناشئة، وتستقطب مستثمرين من داخل الدولة وخارجها للإستثمار في المشاريع القائمة والمشاريع ذات الأفكار المبتكرة، وبذلك فهي تشكل نقلة نوعية من أجل تعزيز تنافسية المشروعات الصغيرة والمتوسطة وريادة الأعمال الوطنية خصوصا في المجالات المرتبطة بالمعرفة والإبتكار والتكنولوجيا المتقدمة، وتزويدها بعوامل الإستدامة ومقومات النمو، نظرا لما يمثله رأس المال المخاطر في عالم الإستثمار المعاصر من أداة مبتكرة لتمويل المشروعات الريادية والأعمال المبنية على أفكار إبداعية وتوفير عوامل النجاح لها.

<sup>1</sup> - الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، شوهذ يوم 2019/07/01،

[www.sca.gov.ae/Arabic/awareness/Pages/Articles/Article201701.aspx](http://www.sca.gov.ae/Arabic/awareness/Pages/Articles/Article201701.aspx).

### المطلب الثالث : مقومات تطوير سوق رأس المال المخاطر في الجزائر

رأينا من خلال التجارب الرائدة التي تم التطرق لدراستها، أن نمو سوق رأس المال المخاطر يحدث بتفاعل محددات كثيرة، وتطويره لا يقتصر على إنشاء مؤسسات مالية تشبه المؤسسات المتخصصة في الدول الصناعية أو تشجيع البنوك والمؤسسات الاقتصادية على تقديم عروض التمويل التساهمي، فتطوير هذا السوق بحاجة إلى جهود كثيرة في مجال البيئة المؤسسية والاقتصادية وتوفير جميع قوى الابتكار. لذا سنحاول من خلال هذا المطلب إبراز أهم مقومات تطوير سوق رأس المال المخاطر في الجزائر اعتمادا على ما يمكن تطبيقه من تجارب هذه الدول.

#### 1. دواعي تطوير البيئة الاقتصادية والمالية

يمكن تطوير وساطة متخصصة بوجود بيئة اقتصادية ومالية ملائمة، ولاشك أن تحقيق النتائج الملموسة في هذا الصدد بحاجة إلى توفير وتحديث القوانين المنظمة للنشاط التمويلي والإستثماري على حد سواء، وتسهيل نشاط المنظمين من جهة والممولين في جهة أخرى.

#### 1.1. إعادة تهيئة الإطار القانوني والتنظيمي

إن تشجيع وتطوير نشاط التمويل برأس المال المخاطر يلزم الدولة على تشكيل بيئة ومناخ تشريعي ملائم، ولتحقيق هذا الهدف لابد أن تتميز المنظومة القانونية بالبساطة والبعد عن التعقيد التي تعرقل مسيرة إنشاء المشروعات وتطورها، وأن يسعى هذا الإطار التنظيمي إلى تحقيق مزيد من الأمان في نشاط شركات رأس المال المخاطر، حتى يطمئن المستثمر نسبيا إليها، وتشهد الأسواق المالية مجموعة من القواعد الفنية والمالية التي تخضع لها تلك الشركات بغرض تحقيق الأمان النسبي في إستثماراتها المختلفة، فقد تفرض بعض الدول رقابة محدودة على إدارة صناديق الإستثمار لضمان السير الحسن لها، كأن يخضع برنامج أنشطة مؤسسة إدارة الإستثمار في المخاطر لقواعد معينة منضبطة، كما قد تضع الدول حدا أقصى لإستثمار الصندوق في المؤسسة الواحدة، بحيث تعمل على تنويع المخاطر من خلال تكوين محفظة أوراق مالية تحوي سلة متنوعة من أوراق هذه الشركات حتى تحمي الحقوق وتفادي التجاوزات بين أطراف التعامل<sup>1</sup>.

في هذا الصدد، فإن بناء منظومة فعالة يعتبر ضرورة حتمية وركن أساسي في تطوير نشاط رأس المال المخاطر، وينبغي على الجزائر السير نحو تطوير القوانين المنظمة لهذا النشاط، حيث أن القانون 2006-11 غير كافي لتطويره ويبدو أنه شمولي ولا يقدم إطارا واضحا، وينبغي على المشرع الجزائري إجراء دراسة عميقة للتجارب الدولية الرائدة لإكتساب معارف كافية حول تمويل

<sup>1</sup> - عبد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص ص 136-137.

شركات رأس المال المخاطر، والتدقيق في المنظومة القانونية والتنظيمية للدول الغير صناعية التي إستطاعت أن تحقق تقدما نسبيا في تطبيقات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتمويل الإبتكار، وهذا لتفادي الثغرات الموجودة فيها والحرص على أن تكون الإقتراحات تعكس البيئة المعاشة.

وبالمقابل، يمكن للدولة إستخدام أساليب مبتكرة لتشجيع تمويل المؤسسات المستهدفة من خلال هذا النوع من المؤسسات المالية المتخصصة، نذكر أهمها فيما يلي :

- وضع إمتيازات إضافية مشروطة لإنشاء صناديق رأس المال المخاطر المحلية أو الأجنبية، وهذا من خلال توفير الدعم المالي المباشر لتمويل هذه الصناديق الإستثمارية الغير حكومية، وتحفيز المؤسسات المصرفية الحكومية والبنوك الخاصة لدخول هذه المهنة مما سيساهم في فتح قنوات جديدة للتمويل برأس المال المخاطر على مستوى كافة ولايات الوطن، خاصة وأن الجزائر تشهد تأخرا كبيرا في إتساع عدد الممولين من خلال هذه الآلية منذ الإنطلاق الفعلي لها عام 1995؛

- إعطاء عناية خاصة للمحيط الضريبي بإعتباره أحد المكونات الأساسية والجوهرية التي تحكم تطور شركات رأس المال المخاطر، لهذا نجد أن الدول التي تولي عناية خاصة لهذه الشركات تحرص على تمييزها بمعاملة ضريبية خاصة لعلها بكون حجم المخاطر التي تصادفها، وكذلك لأهمية الدور الحيوي الذي تقوم به في دفع الصناعة وخدمة الاقتصاد ككل<sup>1</sup>؛

- ضمان التمويل المقدم إلى المشروعات الممولة من خلال صناديق مشتركة قد تساهم الدولة بجزء معتبر لتحمل جزء من مخاطر إفلاس المؤسسات الممولة، وبالتالي تقدم تأميننا لشركات رأس المال المخاطر التي تقوم بتمويل تلك المشروعات وذلك لتشجيعها، ومن أمثلة صناديق الضمان العامة للتمويل المقدم من طرف شركات رأس المال المخاطر، نذكر الصناديق الأمريكية (SBA) التي تضمن ما يوازي 75% من تمويلات شركات رأس المال المخاطر والصناديق الألمانية (KfW) التي تضمن نحو 90%، وهي ذات النسبة التي تضمنها أيضا الصناديق الكندية<sup>2</sup>.

## 2.1. تنشيط سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالبورصة

إن فكرة تقسيم السوق المالي أصبح أمرا ضروريا من أجل تعبئة رؤوس الأموال وتوجيهها للإستثمارات في المؤسسات الاقتصادية المختلفة الأحجام، كما سيساهم في إنعاش وتشجيع سوق التمويل برأس المال المخاطر لأنه يمثل المخرج المفضل للمستثمرين المؤسستين، وهذا تفاديا لتجميد الأصول المستثمرة في المشاريع الممولة. فقد إستطاعت العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

<sup>1</sup> - عيد الله إبراهيم، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسية بن بوعلي بالشلف، 17-18 أبريل 2006، ص 308.

<sup>2</sup> - عيد الباسط وفا، مرجع سبق ذكره، ص ص 140-141.

دخول البورصة بعد تأسيس سوق منظم من الدرجة الثانية يخضع لشروط أقل تعقيدا، ويشترط هذا السوق على المؤسسات أن تكون قادرة على تحقيق النمو في المستقبل.

في هذا الإطار، يحتاج تطوير التمويل برأس المال المخاطر إلى إعادة هيكلة السوق المالي ليفتح المجال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة للدخول إلى البورصة كمصدر إضافي مما يعالج الإختلال في النظام التمويلي في الجزائر، وتأتي هذه الفكرة لتعالج إشكالية غياب قنوات الخروج من إستثمارات الممولين برأس المال المخاطر عن طريق الإكتتاب الأولي في السوق المالي.

### 3.1. إعداد كفاءات متخصصة في التمويل برأس المال المخاطر

إن نشاط شركات التمويل برأس المال المخاطر هو نشاط محفوف بالمخاطر لا يمكن أن يستمر دون وجود كفاءات فنية وتقنية تملك معرفة في مجال الصناعة المستهدفة والتكنولوجيات الحديثة ومتطلبات تطويرها في المستقبل، وهذا يعني أن إتخاذ قرار التمويل يتطلب تكثيف الجهود بين الفاعلين في هذه الصناعة التي لا تحتاج فقط لأعوان ماليين مختصين في تحليل الموازنات والهندسة المالية وتدقيق المعلومات، بل تحتاج أيضا إلى معارف أخرى لإستكمال مهارات فريق الإدارة.

إن تحدي الصناعة الجزائرية لرأس المال المخاطر ليس حجم والمبالغ المخصصة في تمويل المؤسسات، بقدر ما أصبح قضية نقص كفاءات متخصصة في هذا المجال، فإيجاد الكفاءات المالية لا يمثل صعوبة كبيرة بقدر صعوبة إيجاد كفاءات فنية وتقنية، بما أن نشاط هؤلاء حيوي يتمثل في قراءة المخطط ومتابعة المشروع وتحسين جودته.

### 2. دواعي تطوير البيئة الإستثمارية

إن تطوير رأس المال المخاطر في الجزائر لا يعتمد على حجم معروضات رأس المال من الممولين المحليين والأجانب فحسب، فقد تبين من خلال تجارب الدول الناشئة أن إرتفاع الطلب على المصادر المالية هو حجر الزاوية لتطوير عروض رأس المال، بحيث أن تدفق الصفقات كان عاملا حاسما في جلب أنظار المستثمرين من الداخل والخارج في دول كالهند وتايوان والصين.

### 1.2. دور المؤسسات الصناعية الكبرى

تساهم المؤسسات الصناعية الكبرى في البلدان المتطورة بقوة في دعم نشاط رأس المال المخاطر، سواء بالإشتراك في شركات رأس المال المخاطر القائمة أو الإضطلاع بمفردها بمهمة إنشاء مؤسسات تخصص لهذا الغرض، مثل مؤسسة انوفا كوم (Innovacom) التي أنشأتها فرانس تليكوم (France Télécom) عام 1988 والتي تقوم بتمويل كل ما يتعلق بمرحلة إنشاء وتطوير تكنولوجيا المعلومات، ومؤسسة اليكتروبار (ElectroPar) التي قام بإنشائها مجمع الكهرباء بفرنسا

(Électricité de France) عام 1995، والتي تعمل على تمويل مجال الإلكترونيات والكهرباء<sup>1</sup>، أما في عام 2010 تم إنشاء مؤسسة استر كابيتال (Aster Capital) من قبل مؤسستي أليستوم (Alstom) وشنايدر إلكترونيك (Schneider Electric)، والتي تمول المؤسسات المبتكرة في مجال الطاقة والبيئة. وفي عام 2011 نجد مؤسسة إيكوموبيليتي للمخاطرة (Ecomobilité Ventures) التي أنشأتها كل من قبل المؤسسات SNCF، PSA، Total و Orange، والتي تمول مجال إيجاد حلول لقابلية الحركة<sup>2</sup>.

## 2.2. دور المؤسسات البحثية والتعليمية

أدت هذه المؤسسات دورا في تطوير نشاط التمويل برأس المال المخاطر وأهمية لا يمكن تجاوزها بأي حال من الأحوال، سواء في نسبة نجاح المشروعات المنبثقة من الدراسة البحثية أو في مجال إنشاء فرص العمل، وسر نجاح هذه المشروعات يكمن في قدرتها على خلق مشاركة فعالة مع مؤسسات وشركاء مختلفين بعضهم ماليين والآخرين تقنيين من مراكز الأبحاث العلمية، إلى جانب هذا كله تقوم المراكز البحثية بتصميم برامج تطويرية معينة ثم تتعهد وتمول المشروعات الحديثة التي تتخصص فيها وإن كانت إمكانياتها محدودة، ومن أمثلة ذلك جامعة بيبير وماري كوري (Pierre et Marie Curie) وجامعة صوروبون (Sorbonne) ومراكز بحوث بفرنسا والتي أنشأت عام 2014 شركة رأس المال المخاطر صندوق البذور الرباعي (Fonds d'Amorçage Quadrivium) برأس مال قدره 35,5 مليون أورو، شاركت فيها مؤسسات معروفة مثل Natixis، Bpifrance، وFNA via le FNA وذلك لتمويل المشروعات الجديدة المنبثقة من بحوث الجامعة<sup>3</sup>.

كذلك تلعب المؤسسات التعليمية وعلى رأسها الجامعات دورا محل اعتبار في تطوير نشاط رأس المال المخاطر وذلك بإمداده بالطاقات البشرية المتخصصة في هذا المجال، إذ أن شركات رأس المال المخاطر لا تكتفي بإمداد المشروعات بالتمويل اللازم، وإنما تمد لها يد العون وتتابعها في كافة المجالات الإستراتيجية والفنية وتلك المتابعة تتطلب تكوين كفاءات متخصصة للعمل في هذا المجال<sup>4</sup>.

## 3.2. دور الجمعيات المهنية

يهدف إنشاء الجمعيات المهنية لصناعة رأس المال المخاطر للقيام بدور تنظيمي ورقابي هام يساهم في تطوير هذه الصناعة، كما تقوم بتهيئة المحيط الملائم لممارسة المهنة، إضافة إلى إصدارها للأدلة التوجيهية التعريفية وتقديم الإحصائيات التي تتعلق بهذه الصناعة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - المرجع السابق، ص ص 151-152.

<sup>2</sup> - Christine Lejoux, **Innovacom coupe le cordon avec France Télécom**, Journal de la Tribune, France, 2012.

<sup>3</sup> - Christine Lejoux, **Les universités françaises s'initient au capital-risque**, Journal de la Tribune, France, 2016.

<sup>4</sup> - Pierre Battini, **Op-Cit**, P 55.

<sup>5</sup> - محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري بقسنطينة، 2009، ص 94.

ونظرا للأهمية الكبيرة التي يكتسبها الدور الذي تقوم به الجمعيات المهنية في تطوير مهنة رأس المال المخاطر، فقد تم تأسيس العديد من الجمعيات التي تنشط على المستويين الوطني والإقليمي لدعم نمو هذه الصناعة، وهذا ما يبرزه الجدول الآتي :

### الجدول رقم 3-7 : بعض الجمعيات المهنية لرأس المال المخاطر

سنة التأسيس	منطقة النشاط	الجمعية
1973	الولايات المتحدة الأمريكية	الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر (NVCA)
1974	كندا	الجمعية الكندية لرأس المال المخاطر (CVCA)
1983	أوروبا	الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر والحصص الخاصة (EVCA)
1983	المملكة المتحدة	الجمعية البريطانية لرأس المال المخاطر (BVCA)
1984	فرنسا	الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال (AFIC)
1986	بلجيكا	الجمعية البلجيكية لرأس المال المخاطر والحصص الخاصة (BVA)
2002	الصين	الجمعية الصينية لرأس المال المخاطر (CVCA)
2004	تونس	الجمعية التونسية للمستثمرين برأس المال (ATIC)
2005	دول التعاون الخليجي	الجمعية الخليجية لرأس المال الجريء (GVCA)

المصدر : نفس المرجع والصفحة سابقا.

### 3. دواعي تطوير تطبيقات التمويل الإسلامي التشاركي

تعتبر تقنية التمويل برأس المال المخاطر أقرب إلى الفكر الإسلامي لأنها رأس مال يشارك في الربح والخسارة وليس قرضا يحصل على سعر فائدة ثابت محدد مسبقا، والتي يمكن إتخاذها كإستراتيجية ايجابية للتعاون بين المؤسسات المالية الإسلامية لدفع عجلة التنمية الاقتصادية والاجتماعية في البلدان الإسلامية بما يتفق وأهداف الشريعة الإسلامية الغراء.

#### 1.3 مبادئ التمويل في الاقتصاد الإسلامي

إن ما يميز البنوك الإسلامية في مجال الأعمال المصرفية تحديدا هو إستبدال علاقة القرض بعلاقة المشاركة وعلاقة الفائدة بعلاقة الربح، وهذه المبادئ هي نفسها مبادئ التمويل برأس المال المخاطر، غير أنه تكاد تكون عقود البنوك الإسلامية تقتصر على عقود المرابحة بالرغم أن المبادئ في النهج الإسلامي جوهرها الغنم بالغرم ومبادئ تفصيلية أخرى نوجزها في العناصر الآتية<sup>1</sup>:

- إن المبدأ العام في الاقتصاد الإسلامي هو الإشتراك في الربح والخسارة وهذا من الناحية الفقهية، غير أن هذا المبدأ يقرر بالتحوط وإدارة المخاطر من أجل الحفاظ على أمانات المودعين؛
- عدم اللجوء لمصادر أخرى غير مشروعة ضمن عقود التمويل المشروعة مهما تعددت الأطراف في عملية المشاركة، المضاربة وغيرها من العقود؛

<sup>1</sup> - سحنون سمير، مرجع سبق ذكره، ص 265.

- الإلتزام بالتعامل الأخلاقي ووجود موازنة الحقوق والواجبات بين أصحاب العقد وتحديد أعباء الإستثمار ومسؤولية كل طرف وتخصص نتائج الإستثمار بعقود عادلة وموضوعية.

### 2.3. مقارنة نظام المشاركة الإسلامي برأس المال المخاطر

يختلف التمويل برأس المال المخاطر عن التمويل بنظام المشاركة إلا أنهما يتفقان في بعض الأمور، وسنقوم هنا بإبراز كل منها على حدى، من خلال النقاط الآتية :

#### 1.2.3. أوجه تشابه رأس المال المخاطر مع نظام المشاركة

يتفق رأس المال المخاطر مع نظام المشاركة في الخصائص الآتية<sup>1</sup>:

- يقوم رأس المال المخاطر على مبدأ التشارك في الربح والخسارة مع المؤسسات الممولة، رغم أن شركات رأس المال المخاطر المعاصرة ربما تستخدم أشكال أخرى لإستثمار أموالها بخلاف الملكية مثل الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم عادية ومنها السندات التي هي نوع من الديون؛

- يتوجه رأس المال المخاطر بالتعريف والتطبيق نحو تمويل المشروعات الصغيرة وذات الأفكار الإبداعية والتمويل في المراحل الحرجة مثل بذرة رأس المال والتمويل الإنعاشي، وهذا يؤدي كما أثبتت التجربة إلى نتيجتين هامتين الأولى القوة الاقتصادية للمجتمع، والنتيجة الأخرى ألا تكون الأموال قاصرة على فئة قليلة من الأفراد وإنما تتاح الفرصة لأكبر قدر ممكن؛

- إن أصحاب رأس المال المخاطر سواء كانوا أفراد أو شركات أو صناديق فإنهم يشترطون المشاركة في الإدارة وفي العمل حرصا منهم على مساعدة ومراقبة الشركاء الذين حصلوا على التمويل، لتفادي مجازفات أخلاقية من طرف الشركاء كإساءة إستخدام الأموال لصالحهم على حساب أصحاب رأس المال المخاطر، فهذه الخاصية تجعل رأس المال المخاطر أقرب إلى صيغ نظام المشاركة.

بالإضافة إلى هذا توجد رابطة ثنائية قوية بين التمويل برأس المال المخاطر والتمويل بنظام المشاركة فكليهما يقبل تحمل المخاطرة أملا في التعويض المستقبلي لهذا الإستثمار بفائض قيمة ذو معدل مرتفع في المستقبل.

#### 2.2.3. أوجه إختلاف رأس المال المخاطر مع نظام المشاركة

على الرغم من وجود علاقة وطيدة بين نظام رأس المال المخاطر ونظام المشاركة إلا أن كل منهما ينفرد بخصائص تميزه عن الآخر، فالتمويل برأس المال المخاطر يتميز عن نظام المشاركة

<sup>1</sup> - محمد عبده محمد مصطفى، رأس المال المخاطر إستراتيجية مقترحة للتعاون بين المصارف الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، بدون سنة النشر، ص ص 1611-1612.

بتقديمه لقروض بفوائد في حالات خاصة ونادرة، حيث لا يوجد في بنوده ما يمنع مثل هذه المعاملات كما يشارك في شبه رأس المال كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم، بينما لا يوجد لها مكان في التمويل في ظل نظام المشاركة، وفي المقابل يتسع نظام التمويل بالمشاركة وتتعدد وتنوع صيغته بما يغطي سائر جوانب إحتياجات الأفراد والمؤسسات والحكومات، فتشمل عقود المضاربة والمشاركة لأمر الشراء والسلم والإجارة والمرابحة وغيرها، كما أن صيغته تشمل الإستثمارات طويلة ومتوسطة وقصيرة المدى بينما يقتصر التمويل برأس المال المخاطر على الإستثمارات في المدى المتوسط أو الطويل فقط، بالإضافة إلى تميز نظام التمويل بالمشاركة بتحقيق العدالة الاجتماعية وحسن التوزيع والتوازن بين قوة رأس المال وجهد الإنسان، كما أن صيغته متغيرة تبعاً للحاجة في حدود إطار الشريعة الإسلامية<sup>1</sup>.

### 3.3. تهيئة الإطار الإسلامي للتمويل برأس المال المخاطر

رغم التطورات التي عرفتها الصناعة المالية الإسلامية إلا أنها لم تواكب تلك التطورات التي عرفها رأس المال المخاطر، وذلك يبرز من خلال النماذج الرائدة لتطبيق هذا التمويل في الدول وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية أين يعد رجال الأعمال وصناديق المعاشات وشركات التأمين من أبرز المستثمرين في التمويل برأس المال المخاطر الأمريكي.

أمام هذه الوضعية أصبحت حاجة الاقتصاد الإسلامي للإستفادة من فوائد تطبيقات رأس المال المخاطر الإسلامي أمراً ملحاً، وذلك للإسهامات الكبيرة لهذه الآلية التمويلية في دعم تطوير اقتصاديات الكثير من الدول وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، بالإضافة إلى إمكانية تطبيق رأس المال المخاطر في التمويل الإسلامي وخاصة فيما يتعلق بأسلوبي المضاربة والمشاركة، مما يزيد من كفاءة التمويل بهاتين الصيغتين والتمويل الإسلامي بصفة عامة<sup>2</sup>.

وفي الأخير، يمكن لهذا السوق أن ينمو في الجزائر إذا كان هناك قبول عند المالكين لفتح رأس المال وقبول البنوك الإسلامية تخصيص نسب أكبر من التمويل التشاركي وتوفير كفاءات مختصة في هذا المجال، وبمعنى آخر ينبغي أن تتضمن المشاركة بالأموال ضوابط محكمة يجب أن تحترمها البنوك الإسلامية والمؤسسات المستفيدة من التمويل من أجل رفع فرص نجاح المشاريع، وهذا يساعد البنوك على جلب القدر الكافي من المدخرات مما يزيد من رفع معروضات رأس المال التشاركي.

<sup>1</sup> - بحوصي مجدوب وعريس عمار ويدروج نضال، رأس المال الجري الإسلامي : نموذج للتوفيق بين التمويل برأس المال الجري والتمويل التشاركي الإسلامي، مجلة اقتصاديات المال والأعمال، العدد 2018/08، ص 456.

<sup>2</sup> - المرجع السابق، ص ص 457-458.

## خاتمة

لقد تبين لنا من خلال هذا الفصل أن ظهور شركات رأس المال المخاطر في الجزائر يعد حديث النشأة أي بعد صدور قانون النقد والقرض سنة 1991، مقارنة بالتجارب الدولية في اعتماد هذه الآلية التمويلية، وهذا ما سمح بإنشاء مؤسسات مالية خاصة، كما أن الإنطلاق الرسمي للمهنة جاء بمساهمة أوروبية ضمن اتفاقيات التعاون الأوروبي المتوسطي المبرمة بين دول حوض البحر المتوسط، إلا أن ممارسات هذه الوساطة عرفت نموا متواضعا ومحدودا لم ترقى إلى مستوى تطلعات كل من القائمين على البلاد والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الطالبة للتمويل وحتى الشركات العاملة في هذا المجال، ويرجع ذلك إلى عدة عقبات من بينها قلة حجم رؤوس الأموال المستثمرة في هذا النشاط التمويلي، وهذا رغم التحفيزات المقدمة من طرف الدولة لهذا القطاع كالتحفيزات الضريبية، إلا أن تدخلات هذا القطاع في مجال التمويل والدعم الفني بقي ضعيفا، بالنظر لقلّة الإيرادات المحققة من طرفه، ضف إلى ذلك أن هذه الشركات تركز على تمويل الابتكار والإختراع التكنولوجي وتمويل الأفكار الجديدة، إلا أن الجزائر وكغيرها من الدول النامية تعتبر دول ناقلة للتكنولوجيا لا منشأة لها وهو ما أدى إلى تقييد دور شركات رأس المال المخاطر.

قدمت لنا تجربة أهم دول صناعية متمثلة في الولايات المتحدة الأمريكية وتجربة إحدى الدول الناشئة متمثلة في الإمارات العربية المتحدة، دروسا كثيرة حول متطلبات نمو نشاط التمويل برأس المال المخاطر، وتبين لنا أن رواج رأس المال المخاطر جاء أيضا لاهتمام هذه الدول المبكر بالابتكار، وسعيها الحثيث لإيجاد حلول لتمويل المعارف الحديثة، كما تبين لنا من خلالها أن ارتفاع معروضات التمويل جاء بفضل جهود الحكومات الرامية نحو تحسين البيئة المؤسسية واهتماماتها بقطاعات التكنولوجيات الحديثة.

في هذا الصدد، لازالت الجزائر تسعى لتهيئة الظروف الملائمة من أجل تحقيق النتائج المرجوة من نشاط التمويل برأس المال المخاطر، حيث تقع مسؤولية تفعيل وتطوير آلية التمويل برأس المال المخاطر على عاتق عدة متدخلين، فالدولة لها دور هام في دفع هذا النشاط وذلك من خلال توفير المزايا الضريبية والحوافز المختلفة وتهيئة المناخ الملائم لإنشاء وتوسيع وإحتضان الشركات الراحية لمثل هذا النوع من التمويل، كما أن المسؤولية تتصل أيضا بدور المؤسسات المالية والبحثية والصناعية في تدعيم شركاتها، إلى جانب هذا كله فإن إستراتيجية الإستثمار المتبعة من طرف شركات رأس المال المخاطر في ممارسة نشاطاتها هي الأخرى تلعب دور مهم في تطويرها واستمراريتها. من هذا المنطلق قمنا في الفصل الموالي بدراسة ميدانية لعينة من المؤسسات الناشئة في الجزائر لمعرفة ميولاتهم حول الطلب على التمويل وموقفهم من التمويل برأس المال المخاطر.

## مقدمة

تعتبر آلية التمويل برأس المال المخاطر تقنية حديثة تستهدف تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا ترغب المؤسسات المالية القائمة كالبنوك في تمويلها، نظرا للمخاطر العالية التي تتوافر عليها ونقص إمكانياتها، وتشهد هذه الآلية في وقتنا الحاضر إنتشارا واسعا في العديد من دول العالم، وهذا لما لها من مزايا في رفع معدلات النمو من خلال إنشاء المشاريع ذات العوائد المرتفعة. والجزائر مثل باقي الدول الأخرى قامت بتبني هذه الآلية التمويلية، وتسعى لتطويرها والتعريف بها وسط المقاولين المبدعين، لاسيما في مجال تزويد أصحاب المشاريع الجديدة بالتمويل اللازم لتحويل أفكارهم النظرية إلى واقع ملموس، فهو يعتبر بمثابة قناة إضافية لإطلاق المشاريع وتشجيع الإستثمار الخاص على غرار القنوات الأخرى.

وعلى الرغم من المبادرات الحكومية المتعددة التي تدل على الإهتمام المتزايد للدولة بآلية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، إلا أن نشاط التمويل بهذه الآلية لا يزال ضعيفا وغير منظم مقارنة بحجم وإمكانيات الاقتصاد الوطني، كما أنه لا يرقى للأغراض الفعلية التي أنشئت من أجلها هذه الآلية التمويلية، ويرجع ذلك إلى جملة من العقبات التي تحد من نمو وتطور صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر، والتي تم التطرق لأهمها خلال الفصل الثالث.

وقد حد القصور الواضح في تطور نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر من إمكانية قيامنا بإجراء تحليل إحصائي معمق للصفقات التي تجري في مثل هذا السوق كما هو الحال في الدول المتقدمة، وبدلا من ذلك قمنا بإجراء دراسة ميدانية باستخدام طريقة الإستبيان لجمع البيانات اللازمة للدراسة، وهذا لاستطلاع آراء عينة من أصحاب المشاريع والمؤسسات الباحثة عن التمويل لمحاولة تحديد مدى انتشار إستعمال آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، هذا إلى جانب معرفة أهم أسباب عدم التعامل بها، وكذا السبل الممكنة لتفعيل هذه الصناعة في الجزائر، وهذا لمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للنهوض وأخذ مكانتها الصحيحة في الاقتصاد.

وعلى هذا الأساس، سوف يتم تقسيم هذا الفصل إلى مبحثين، حيث نقوم من خلال المبحث الأول بالحديث عن منهجية جمع بيانات الدراسة أين سيتم التطرق لعملية تحضير الإستبيان المستخدم في جمع بيانات الدراسة، مع الوقوف على كيفية تحري صدق وثبات إستبيان الدراسة، أما المبحث الثاني فيتناول تحليل البيانات من خلال عرض خصائص عينة الدراسة ومن ثم المعالجة الإحصائية للبيانات التي تم جمعها من أفراد عينة الدراسة وتحليلها وتفسيرها، وهذا باستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS)، على اعتبار أنه من أهم البرامج المستعملة من قبل الباحثين اليوم لتحليل البيانات الإحصائية، وذلك بغية الوصول لاختبار فرضيات الدراسة الموضوعية.

### المبحث الأول : منهجية جمع بيانات الدراسة

تعتبر مرحلة جمع البيانات أصعب مراحل البحث العلمي، وأحد منابع صعوبة المرحلة هو إختيار أو تصميم أداة جمع بيانات مناسبة لهدف ومجتمع الدراسة، حيث يهتم الباحثون في مجالات عدة بالحصول على بيانات دقيقة، وفي سبيل الحصول على تلك البيانات يستخدمون عدة أدوات مثل الملاحظة والمقابلة والإستبيان وغيرها، وبطبيعة الحال، هناك إختلاف بين هذه الأدوات من دراسة إلى أخرى ومن مجتمع وعينة إلى أخرى، سواء من ناحية طريقة القيام بها أو من ناحية مدى دقة وكمية المعلومات التي يتم جمعها، فما يصلح كأداة لدراسة ظاهرة محددة في مؤسسة ما قد لا يصلح لدراسة ظاهرة أخرى في نفس المؤسسة، وبالتالي قد تعطي نتائج غير دقيقة أو غير مفيدة للدراسة.

إن البيانات التي يجمعها الباحثون في الدراسات الميدانية تعتبر كمادة أولية خام لبحوثهم تتوقف عليها نتائجها، كما أن مدى تطابق النتائج مع الواقع مرتبط بمدى جودة هذه البيانات التي يتم جمعها، فالبيانات في الدراسة الميدانية كالمادة الأولية لإنتاج سلعة معينة حيث تتوقف جودة المنتج على جودة هذه المواد الأولية، وتعتمد مدى مصداقية وجودة البيانات على الأدوات المستعملة في ذلك.

ومهما كانت أداة جمع البيانات فإنه يجب أن تتوفر فيها خصائص الصدق والثبات والموضوعية التي توفر الثقة اللازمة بقدرتها على جمع البيانات لإختبار فرضيات الدراسة، وهنا تم الإعتماد في الدراسة الميدانية على أحد تقنيات البحث وجمع البيانات المستخدمة في العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير والمتمثلة في الإستبيان، وذلك لأنه يمكن من خلالها جمع البيانات لأكثر عدد من المؤسسات الممثلة للعينة التي سيتم دراستها، حيث أن إستخدام المقابلة الشخصية يحتاج إلى الكثير من الوقت والموارد للحصول على البيانات اللازمة للدراسة.

### المطلب الأول : تحضير الإستبيان المستعمل في جمع البيانات

يعد الإستبيان من أدوات البحث العلمي الأكثر إنتشاراً، حيث إزداد إستعماله في البحوث العلمية على مدى العقود الماضية بإعتباره من أدوات البحث الأكثر إستخداماً، حتى أصبح الأداة الأولى التي تجمع بها المعلومات، والتي يمكن على ضوءها إختبار فرضيات الدراسة.

فالإستبيان شأنه شأن كل أدوات البحث العلمي، ذو طبيعة متماسكة، تترابط فيه المقدمات بالنتائج، يبدأ بتحديد الباحث لمشكلة الدراسة بناء على تصورات نظرية، ووضع تصميم منهجي دقيق لكافة الخطوات التي يشتمل عليها البحث، بداية من وضع الفرضيات والتساؤلات، مروراً بجمع البيانات وتحليلها وإنتهاءاً بالحصول على النتائج التي تصب في نفس الإطار النظري الذي تم الإنطلاق منه، وكل مرحلة يجب أن تصمم بعناية كبيرة لأن النتيجة النهائية تعتمد على مدى ترابط كل مراحلها.

## 1. أسلوب الدراسة

إن من أنسب أساليب ومناهج البحث العلمي لهذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وهذا يتطلب الحصول على البيانات اللازمة والكافية عن واقع تمويل المؤسسات الجزائرية وخاصة منها الصغيرة والمتوسطة، وهذا من أجل التعرف على ميولاتهم التمويلية والآثار الناجمة عن إقتصار التعامل بالأساليب التقليدية ومعرفة مدى إطلاعهم على آلية التمويل برأس المال المخاطر، وإستعراض خصائص هذه الآلية التمويلية القائمة على مبدأ المشاركة، وللتعرف على مدى مساهمتها في سد جزء من الفجوة التمويلية الناتجة عن عزوف المؤسسات المالية القائمة عن التدخل لتغطية الطلب على التمويل في المراحل التي تتميز بدرجة عالية من المخاطرة، وكذا الوصول إلى فهم أفضل وأدق لهذه الآلية التمويلية من أجل وضع تصور للإجراءات المستقبلية المناسبة للنهوض بهذا الجانب، تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة من المستثمرين المتعاملين في السوق الجزائرية.

## 2. تصميم الدراسة

تصميم الدراسة هو مجموعة من الإجراءات المستخدمة في جمع المتغيرات المحددة في مشكلة الدراسة. حيث سيتم هنا تحديد إطار مجتمع وعينة الدراسة، بالإضافة إلى تصميم أداة القياس والمتمثلة في الإستبيان بالشكل الذي يتلائم مع طبيعة الظاهرة المدروسة وظروف وجودها.

### 1.2. مجتمع الدراسة

بعد القيام بمراجعة المعلومات والبيانات الأولية المتمثلة في الكتب والأبحاث المنشورة في الدوريات المتخصصة والمقالات العلمية والإحصائيات والمواقع الإلكترونية، والتي تم الإستعانة بها للمساهمة في إثراء موضوع الدراسة المتعلق بآلية التمويل برأس المال المخاطر، نظرا لأهميته كمتدخل في العملية التمويلية لسد الفجوة المالية الناتجة عن عزوف المؤسسات المالية القائمة عن تمويل بعض المراحل التي تتميز بدرجة عالية من المخاطرة، تم اللجوء إلى دراسة مفصلة لتجارب بعض الدول الرائدة في هذا المجال بهدف الكشف عن عوامل النجاح لهذه الآلية والوصول إلى تعميمات تنطبق على الواقع الجزائري.

ونظرا لعدم إمكانية تغطية كافة جوانب الدراسة من خلال المعلومات والبيانات الأولية، فقد تم الإستعانة ببيانات الدراسة الميدانية لسد هذا النقص ودعم النتائج المتوصل إليها خاصة فيما تعلق بأهم أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر وكذا أهم الحلول المقترحة لتفعيلها، حيث تم المسح الميداني لعينة من المستثمرين المتعاملين الناشطين في السوق الجزائرية.

يتكون مجتمع الدراسة من مؤسسات مصغرة وصغيرة ومتوسطة تنتمي لولاية الجزائر خلال سنة 2018-2019، حيث بلغ عدد المؤسسات بولاية الجزائر خلال السداسي الأول من سنة 2018 حوالي 69721 مؤسسة صغيرة ومتوسطة<sup>1</sup>.

## 2.2. عينة الدراسة

من الأشياء التي تساعد في قوة البحث والدراسة هو إقتراب خصائص العينة من خصائص المجتمع الأصلي، مما يجعلها ممثلة له، لذا ينصح كثير من الباحثين على التوسع في عينة الدراسة وإختيارها بطريقة عشوائية ودقيقة لأن ذلك يقلل من حدوث خطأ في العينة، علما بأنه لا يوجد إتفاق بين الباحثين في وضع نسبة محددة لإختيار عينة الدراسة.

تم إختيار عينة عشوائية بسيطة من المستثمرين المتعاملين الناشطين في السوق الجزائرية وقد تم التركيز على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث وزع الإستبيان على هؤلاء المستثمرين خلال مرحلتين، المرحلة الأولى إمتدت من 20 ديسمبر 2018 إلى 26 ديسمبر 2018، في معرض الإنتاج الوطني في طبعته السابعة والعشرون (27) الذي تم إقامته بقصر المعارض بالصنوبر البحري-الجزائر، بمشاركة 430 مؤسسة جزائرية تمثل كافة قطاعات الاقتصاد الوطني، تحت شعار "إنجاح التصدير من أجل نمو اقتصادي مستديم"، وهذا ما يترجم دعم السلطات العمومية وإرادتها المتزايدة وإلتزامها بتشجيع المؤسسات الوطنية العمومية والخاصة لجعلها محركا للتنمية والنمو الاقتصادي، من خلال دعم وتممين القدرات الموجودة لترقية الصادرات عبر تجنيد مختلف الفاعلين الاقتصاديين للتواجد في الأسواق الدولية. أما المرحلة الثانية فقد إمتدت من 08 أوت 2019 إلى 15 أوت 2019، وهذا بمشاركة الإستبيان مع المؤسسات المستهدفة عبر البريد الإلكتروني وكذا على مستوى حظيرة التكنولوجيا لسيدي عبد الله-الجزائر، بإعتباره مركز مولد للمبادرات في مجال الإبتكار وريادة الأعمال المتعلقة بتكنولوجيات الإعلام والإتصال.

بلغ العدد الكلي لإستمارات الإستبيان الموزعة على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة بولاية الجزائر 325 إستمارة، أي بنسبة  $1 = 69721/325$  % من مجتمع الدراسة، وقد أسترجع منها 170 إستمارة، من بينها 55 إستمارة ملغاة، وبذلك يكون عدد الإستمارات الصالحة 115 إستمارة.

بعد الإنتهاء من مراجعة إستمارات الإستبيان، قمنا بترميز البيانات لتسهيل عملية إدخالها في برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية<sup>2</sup>، والشروع في تنفيذ عمليات التحليل المطلوبة.

<sup>1</sup> - Ministère de l'industrie et des Mines, **Bulletin d'information statistique de la PME**, N°33, novembre 2018, P 37.

<sup>2</sup> - **SPSS** : Statistical Package for the Social Sciences.

### 3.2. تصميم أداة القياس

يتكون إستبيان الدراسة من محاور رئيسية وأخرى ثانوية، وهي مقسمة كما يلي :

#### 1.3.2. المتغيرات التابعة في الدراسة

وهي تقابل أسئلة المحورين الثاني والثالث في الإستبيان، وهي تتعلق بتمويل المشاريع الإستثمارية، حيث تم تقسيمها إلى محورين، المحور الأول يهتم بالطلب على التمويل عموما عند أصحاب هذه المشاريع، وهذا من أجل معرفة تفضيلاتهم من حيث خصائص جهة التمويل المرغوب في التعامل معها، أما المحور الثاني فهو يهتم بإبراز أهم العوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

#### 2.3.2. المتغيرات المستقلة في الدراسة

وهي تقابل أسئلة المحورين الرابع والخامس في الإستبيان، وهي تتعلق بالطلب على التمويل برأس المال المخاطر عند أصحاب المشاريع الإستثمارية، حيث تم تقسيمها إلى محورين، المحور الأول يهتم بتقديم أسباب عدم التعامل بالآلية التمويل برأس المال المخاطر، أما المحور الثاني فهو يهتم بإعطاء أهم سبل تفعيل هذه الآلية التمويلية في الجزائر لتقوم بالدور المنوط بها في دفع عجلة التنمية.

### 3. مقاييس تحليل البيانات

رأينا سابقا أن عملية جمع البيانات من أهم الخطوات التي يقوم بها الباحث لدراسة ظاهرة معينة وتعد أولى المراحل الإبتدائية من خطوات إعداد البحوث، حيث يقوم الباحث فيها بجمع البيانات المتعلقة ببحته. وهنا تم إعتداد الإستبيان كأداة كونها الأكثر إستخداما في البحوث العلمية وتعتبر وسيلة لجمع البيانات من خلال إحتوائها على مجموعة من الأسئلة. كما تم الإعتداد في تصميم هذا الإستبيان على مقياس ليكرت الخماسي (Likert scale). حيث يطلب من المستجوب أن يحدد درجة موافقته أو رفضه على خيارات محددة، وقد تم ترميز هذا المقياس كما يلي :

#### الجدول رقم 4-1 : مقياس ليكرت الخماسي للإجابة على خيارات الإستبيان

التصنيف	لا أتفق تماما	لا أتفق	محايد	أتفق	أتفق تماما
الدرجة	1	2	3	4	5

المصدر : من إعداد الباحث إعتقادا على الدراسة الميدانية.

وبالتالي كلما إقتربنا من درجة (5) إزدادت شدة الموافقة على العبارة، في حين تزداد شدة المعارضة كلما إقتربنا من درجة (1)، أما الإقترب من درجة (3) فإن ذلك يكون في الإتجاه المحايد.

أفرغت بيانات الإستبيان بواسطة برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) الإصدار 23، ومن ثم أجريت التحليلات الإحصائية المختلفة على هذه البيانات، وفيما يلي مجموعة من المقاييس الإحصائية المستخدمة، وهي كالآتي :

- إختبار التجزئة النصفية؛
- معامل إرتباط بيرسون، لقياس صدق فقرات إستبيان الدراسة؛
- إختبار معامل ألفا كرونباخ (Alpha Cronbach's)، لقياس ثبات فقرات إستبيان الدراسة؛
- التوزيعات التكرارية والنسب المئوية، للتعرف على خصائص عينة الدراسة وتحديد مدى إستجابة أفرادها إتجاه العبارات التي يتضمنها الإستبيان؛
- المتوسط الحسابي (Mean)، وذلك لمعرفة مدى إرتفاع أو إنخفاض إستجابات أفراد عينة الدراسة عن كل عبارة من عبارات متغيرات الدراسة الأساسية، مع العلم أنه يفيد في ترتيب العبارات حسب أعلى متوسط حسابي؛
- المتوسط الحسابي المرجح، للتعرف على إستجابة العينة حول كل محور وترتيب المحاور الرئيسية من حيث إستجابة أفراد عينة الدراسة؛
- الإنحراف المعياري، للتعرف على مدى إنحراف إستجابة أفراد عينة الدراسة لكل عبارة من عبارات المحاور الرئيسية ولكل محور من المحاور الرئيسية عن متوسطها الحسابي؛
- إختبار "كاي مربع" ( $X^2$ ) لحسن المطابقة : يعتبر من الإختبارات اللابارمترية الأكثر إستخداما لسهولته وفائدته العملية وباعتبار وجود عينة واحدة لكل محور وخمسة مستويات إسمية للقياس درجة الموافقة فإن الإختبار المناسب هو إختبار ( $X^2$ ) لحسن المطابقة<sup>1</sup>. كما يستخدم هذا الأسلوب الإحصائي عند إستعمال مقياس ليكرت (أو غيره) لتوضيح ما إذا كان هناك تجانس أو تماثل أو تساوي في آراء أفراد العينة حول الأسئلة المختلفة لكل محور من محاور الدراسة؛
- إختبار "T"، للتعرف على إذا كان المتوسط الحسابي للعبارة أو المتوسط الحسابي المرجح لكل محور يفوق القيمة (5) بشكل معنوي، لبيان الفروق ذات الدلالة الإحصائية (والتي تكون عند مستوى دلالة 0,05 فأقل)، في آراء أفراد عينة الدراسة حول المحاور الرئيسية للإستبيان؛
- إختبار "F" أو تحليل التباين الأحادي ويرمز له إختصارا بأنوفا (ANOVA)، لتبيان الفروق ذات الدلالة الإحصائية والتي تكون عند مستوى دلالة 0,05 فأقل؛
- تحليل الإنحدار الخطي المتعدد : ويعطي شكل العلاقة الخطية بين أكثر من متغيرين أحدهما هو المتغير التابع، ومن خلال برنامج SPSS سوف نتحصل على قيمة معامل الإنحدار والدلالة

<sup>1</sup> - عبد الكريم بوحفص، الأساليب الإحصائية وتطبيقها يدويا وباستخدام برنامج SPSS، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص 166.

الإحصائية، فإذا كانت قيمة الدلالة أصغر من 0,05 هذا يعني وجود علاقة بين المتغيرات، أما إذا كانت أكبر من 0,05 فهذا يعني العكس؛

- درجة الموافقة لوحدة القياس على سلم ليكرت الخماسي والتي تم تحديدها وفق المقياس الآتي :

درجة الموافقة = (الحد الأعلى للبدل - الحد الأدنى للبدل) / عدد مستويات القياس

$$0,80 = 5 / (1-5) = \text{درجة الموافقة}$$

ومنه يقسم مستوى القياس إلى خمسة مستويات، الخطوة بمقدار 0,80 للمستوى، كما هو مبين في الشكل أدناه :

الجدول رقم 4-2 : مستويات القياس لأسئلة الإستبيان حسب مقياس ليكرت الخماسي

المستويات	المجال	درجة الموافقة	مقياس ليكرت الخماسي
لا أتفق تماما	1,80 – 1,00	0,80	1
لا أتفق	2,60 – 1,81	0,79	2
محايد	3,40 – 2,61	0,79	3
أتفق	4,20 – 3,41	0,79	4
أتفق تماما	5,00 – 4,21	0,79	5

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على المقياس أعلاه.

## المطلب الثاني : صدق إستبيان الدراسة

يعد الصدق في التحليل الإحصائي من أهم الأمور التي تساعد الباحث على التأكد من صحة النتائج التي توصل إليها من خلال قيامه بالتحليل. حيث يرتبط الصدق بالأدوات التي يتم إستخدامها بالبحث العلمي، ومدى القدرة الكبيرة لهذه الأدوات على قياس المعاني والمعلومات التي يتم الحصول عليها من خلال الدراسة.

### 1. إختبار صدق أداة الدراسة

بعد الإنتهاء من إعداد أداة الدراسة المتمثلة في الإستبيان وتصميمها في صورتها المبدئية، وقبل الشروع في توزيعها على أفراد عينة الدراسة، وحتى تصل إلى شكلها النهائي الذي سيتم إعتماده وإستخدامه كأداة لجمع بيانات هذه الدراسة، قام الباحث من أجل ذلك بإختبار أداة الدراسة حتى تتوافر فيها دلالات صدق مقبولة، أي التأكد من أنها ستقيس ما صممت من أجله، وشمولها لكل متغيرات الدراسة التي يجب أن تخضع للتحليل، ووضوح عباراتها حتى تكون مفهومة لكل من سيجيب عليها، وقد تم إختبار صدق الإستبيان بأستخدام طريقتين كما يلي :

### 2. صدق المحكمين

يعتمد على منطقية محتويات الإستبيان ومدى إرتباطها بموضوع الدراسة، وهو يمثل الشكل العام للإستبيان أو مظهره الخارجي أي الصدق الظاهري، من حيث مفرداته وموضوعيته ووضوحه. حيث قام الباحث بإعداد إستبيان الدراسة إستنادا إلى ما توصلت إليه الدراسات السابقة والمراجع النظرية في مجال التمويل برأس المال المخاطر، ومن ثم عرض الإستبيان في صورته الأولية للتحكيم أولا على الأستاذ المشرف في الدراسة، بالإضافة إلى عرضه على مجموعة من الأساتذة الأكاديميين<sup>1</sup>، ومن لهم الخبرة في مجال العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير وأساليب الإحصاء، من أجل الإسترشاد بأرائهم حول المحاور والعبارات التي تضمنها الإستبيان والتي تتعلق بالتوجهات التمويلية للمستثمرين المتعاملين الناشطين في السوق الجزائرية، والتعرف على ميولاتهم فيما يخص الطلب على التمويل بصفة عامة ورأيهم في التعامل بأحد منتجات الهندسة المالية المتمثل في التمويل برأس المال المخاطر بدلا من الإقتصار على التعامل بالأساليب التمويلية القائمة.

وبناء على التوجيهات والملاحظات الموضوعية والشكلية المقدمة من طرف المحكمين قام الباحث بإجراء التعديلات اللازمة التي إتفق عليها رأي المحكمين، حيث تم إستبعاد بعض العبارات التي تم التأكد من عدم أهميتها في عملية التحليل والقياس، وإعادة صياغة عبارات أخرى، حتى

<sup>1</sup> - أنظر الملحق رقم 02، قائمة بأسماء محكمي إستبيان الدراسة.

أصبحت إستمارة الإستبيان بصورتها النهائية كما هي موضحة في الملحق رقم (03)، بحيث أصبح بإمكان الباحث توزيع الإستبيان على أفراد عينة الدراسة وهم المؤسسات المصغرة والصغيرة والمتوسطة العاملة في السوق الجزائرية.

### 3. صدق الإتساق الداخلي

يقصد بصدق الإتساق الداخلي مدى إتساق كل عبارة من عبارات الإستبيان مع المحور الذي تنتمي إليه هذه العبارة، وقد تم التحقق من صدق الإتساق الداخلي من خلال إيجاد معامل الارتباط الخطي بيرسون بين كل عبارة من عبارات الإستبيان والدرجة الكلية للمحور الذي تنتمي إليه هذه العبارة، وقد كانت النتائج إيجابية بشكل كبير، حيث دلت معاملات الارتباط المختلفة على أن هناك إتساقا داخليا للعبارات مع المحاور التي تنتمي إليها، والجداول الآتية تظهر معاملات الارتباط المختلفة لكل عبارة مع المحور الذي تنتمي إليه.

الجدول رقم 4-3 : معاملات ارتباط بيرسون بين عبارات المحور الأول المتعلق بالطلب على التمويل عامة عند أصحاب المشاريع الإستثمارية

م	العبارات	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
1	تعتبر القيود المالية من أهم العقبات التي تواجهها المشاريع الإستثمارية	0,425	0,000
2	تحتاج إلى ممول يقدم الدعم المالي إلى جانب الدعم الفني والإداري	0,244	0,008
3	تفضل إعتقاد الممول على الجدوى الاقتصادية للمشروع	0,333	0,000
4	تحتاج إلى مصدر تمويلي مناسب لكافة مراحل المشروع	0,363	0,000
5	تحتاج إلى مصدر تمويلي يتوافق مع صيغ التمويل الإسلامي	0,720	0,000
6	يعتبر دور البنوك في تمويل المشاريع الجديدة غير كافي	0,567	0,000
7	تحتاج المشروعات الصغيرة والمتوسطة لدعم وتمويل القطاع الخاص	0,607	0,000
8	تقترح العديد من الدراسات إنشاء شركات لرأس المال المخاطر لمواجهة مشكل دعم وتمويل المشاريع الجديدة	0,713	0,000

**المصدر :** من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS، أين مستوى الدلالة الإحصائية حُسيب عند  $\alpha = 0,01$ .

يتبين من الجدول أعلاه أن كافة معاملات ارتباط بيرسون بين كل عبارة من عبارات المحور الأول والبالغة ثمانية (9) عبارات والدرجة الكلية للمحور معنوية إحصائيا عند مستوى الدلالة الإحصائية (0,01) وهذا يشير إلى الإتساق الداخلي الكبير لعبارات المحور الأول.

**الجدول رقم 4-4 : معاملات ارتباط بيرسون بين عبارات المحور الثاني المتعلق بالعوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة**

م	العبارات	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
1	ضعف القدرة الائتمانية لهذه المشروعات	0,556	0,000
2	عدم وجود ثقافة الإقتراض	0,825	0,000
3	ضعف القدرة على تقديم البيانات المالية المطلوبة	0,847	0,000
4	عدم القدرة على إعداد دراسات جدوى اقتصادية سليمة وموضوعية	0,793	0,000
5	إنخفاض العائد الذي تحققه المؤسسات المالية المقرضة	0,820	0,000
6	ارتفاع درجة المخاطرة	0,576	0,000
7	عدم دقة المعلومات المتوفرة عند هذه المشروعات	0,785	0,000
8	نقص الخبرة في إدارة المشاريع	0,801	0,000
9	ارتفاع تكاليف إدارة القرض	0,811	0,000

**المصدر :** من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS، أين مستوى الدلالة الإحصائية حُسيب عند  $\alpha = 0,01$ .

يتبين من الجدول أعلاه أن كافة معاملات ارتباط بيرسون بين كل عبارة من عبارات المحور الثاني والبالغة تسعة (9) عبارات والدرجة الكلية للمحور معنوية إحصائيا عند مستوى الدلالة الإحصائية (0,01) وهذا يشير إلى الإتساق الداخلي الكبير لعبارات المحور الثاني.

**الجدول رقم 4-5 : معاملات ارتباط بيرسون بين عبارات المحور الثالث المتعلق بأسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر**

م	العبارات	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
1	غياب الوعي المالي بشأن آلية التمويل برأس المال المخاطر	0,319	0,001
2	نقص الخبرة عند المقاولين حول كيفية عرض مشاريعهم	0,587	0,000
3	نقص الثقافة المقاولاتية لدى أصحاب المشاريع	0,440	0,000
4	دخولها كشريك	0,528	0,000
5	قلة عدد مؤسسات رأس المال المخاطر	0,381	0,000
6	عدم توفر بيانات عن نشاط رأس المال المخاطر	0,513	0,000
7	ضعف الموارد المالية المخاطرة وعدم كفايتها	0,684	0,000
8	ندرة الخبرات المؤهلة لإدارة المشاريع ذات المخاطر العالية	0,704	0,000
9	محدودية آليات الخروج من الإستثمارات الممولة	0,519	0,000

**المصدر :** من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS، أين مستوى الدلالة الإحصائية حُسيب عند  $\alpha = 0,01$ .

يتبين من الجدول أعلاه أن كافة معاملات ارتباط بيرسون بين كل عبارة من عبارات المحور الثالث والبالغة تسعة (9) عبارات والدرجة الكلية للمحور معنوية إحصائيا عند مستوى الدلالة الإحصائية (0,01) وهذا يشير إلى الإتساق الداخلي الكبير لعبارات المحور الثالث.

**الجدول رقم 4-6 : معاملات ارتباط بيرسون بين عبارات المحور الرابع المتعلق بأهم سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر**

م	العبارات	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
1	الترويج والدعاية لرأس المال المخاطر والإمكانيات المرتبطة به	0,507	0,000
2	الإهتمام أكثر بالبحث والتطوير	0,365	0,000
3	نشر الثقافة المقاولاتية وحس المجازفة بتفعيل دور الهياكل المساعدة	0,343	0,000
4	نشر ثقافة المشاركة	0,579	0,000
5	تحفيز مساهمة القطاع الخاص لإنشاء صناديق رأس المال المخاطر	0,441	0,000
6	إنشاء هيئة متخصصة في رأس المال المخاطر تعمل على توفير قاعدة بيانات عن نشاطه	0,385	0,000
7	قيام الشركات الكبرى بإنشاء صناديق رأس المال المخاطر وإسناد مهمة إدارتها إلى شركات متخصصة في هذا المجال	0,572	0,000
8	تكوين خبراء إستشاريين في الإستثمارات ذات المخاطرة المرتفعة	0,449	0,000
9	تنشيط بورصة الأوراق المالية	0,348	0,000

**المصدر :** من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS، أين مستوى الدلالة الإحصائية حُسيب عند  $\alpha = 0,01$ .

يتبين من الجدول أعلاه أن كافة معاملات ارتباط بيرسون بين كل عبارة من عبارات المحور الرابع وبالبالغة تسعة (9) عبارات والدرجة الكلية للمحور معنوية إحصائيا عند مستوى الدلالة الإحصائية (0,01) وهذا يشير إلى الإتساق الداخلي الكبير لعبارات المحور الرابع.

بالإضافة إلى ما سبق، فقد تم حساب معامل ارتباط بيرسون بين درجة كل محور من محاور الإستبيان والدرجة الكلية للإستبيان، وذلك كما هو مبين في الجدول الآتي :

**الجدول رقم 4-7 : معاملات ارتباط بيرسون لمحاور الإستبيان مع الدرجة الكلية للإستبيان**

محور	عنوان المحور	معامل ارتباط بيرسون	مستوى الدلالة الإحصائية sig
1	الطلب على التمويل عامة عند أصحاب المشاريع الإستثمارية	0,403	0,000
2	العوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة	0,843	0,000
3	أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	0,788	0,000
4	أهم سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	0,552	0,000

**المصدر :** من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS، أين مستوى الدلالة الإحصائية حُسيب عند  $\alpha = 0,01$ .

يتبين من الجدول أعلاه أن جميع معاملات الارتباط في جميع محاور الإستبيان دالة إحصائيا وبدرجة قوية عند مستوى دلالة إحصائية (0,01).

مما يعني أن درجات أفراد العينة في كل محور من محاور الإستبيان ترتبط ارتباطا دالا إحصائيا بدرجاتهم الكلية في الإستبيان، وهذا يشير إلى تحقق صدق الإتساق الداخلي لإستبيان الدراسة وبشكل قوي.

### المطلب الثالث : ثبات إستبيان الدراسة

يعد الثبات في التحليل الإحصائي من أهم الأمور التي تساعد الباحث بعد التأكد من صحة النتائج التي توصل إليها من خلال قيامه بإختبار صدق الأداة المستعملة في الدراسة، للوصول إلى إمكانية تعميم النتائج على مجتمع الدراسة أو عدم إمكانية تعميمها.

#### 1. إختبار ثبات أداة الدراسة

يقصد بثبات الإستبيان أن يعطي هذا الإستبيان نفس النتيجة فيما لو تم إعادة توزيعه لأكثر من مرة، أو بعبارة أخرى أن ثبات الإستبيان يعني الإستقرار في نتائجه وعدم تغيرها بشكل كبير فيما لو تم إعادة توزيعه على أفراد العينة عدة مرات خلال فترات زمنية معينة. وقد تحقق الباحث من ثبات إستبيان الدراسة من خلال طريقتي التجزئة النصفية ومعامل ألفا كرونباخ، وذلك كما يلي :

#### 2. طريقة التجزئة النصفية

تعتمد طريقة التجزئة النصفية على تجزئة عبارات كل محور من محاور الإستبيان إلى نصفين، ومن ثم إيجاد معامل الارتباط بين نصفي الإختبار بطريقة بيرسون، وبعد ذلك يتم تصحيح معامل الارتباط بواسطة إحدى المعادلتين، إما حسب معادلة سبيرمان براون (Brown Spearman)، وهذه المعادلة هي :

$$R = \frac{2r}{r + 1}$$

بحيث : - R : معامل الثبات.

- r : معامل إرتباط بيرسون.

وإما حسب معادلة جثمان للتجزئة النصفية (Guttman split-half)، والمتمثلة في :

$$R = 2 \left( 1 - \frac{\sigma_1^2 + \sigma_2^2}{\sigma^2} \right)$$

بحيث : - R : معامل الثبات.

-  $\sigma_1$  : تباين المجموعة الأولى من المحور.

-  $\sigma_2$  : تباين المجموعة الثانية من المحور.

-  $\sigma$  : تباين المحور ككل.

إستخدام معادلة جثمان للتجزئة النصفية لا تتطلب أن يكون التباين فيها متساوي للنصفين كما لا تتطلب أن يكون معامل ثبات ألفا كرونباخ متساوي للنصفين.

وقد كانت النتائج كما يلي :

**الجدول رقم 4-8 : معاملات ارتباط بيرسون والثبات لكل محور من محاور الإستبيان وكذلك للإستبيان ككل**

م	محاور الإستبيان	عدد الأسئلة	معامل ارتباط بيرسون	معامل الثبات	مستوى الدلالة sig
1	الإستبيان ككل	35	0,863	0,917	0,000
2	الطلب على التمويل عامة عند أصحاب المشاريع الإستثمارية	8	0,571	0,727	0,000
3	العوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة	9	0,972	0,966	0,000
4	أسباب عدم التعامل بالآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	9	0,720	0,830	0,000
5	أهم سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	9	0,471	0,642	0,000

**المصدر :** من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS، أين مستوى الدلالة الإحصائية حُسب عند  $\alpha = 0,01$ .

يظهر الجدول أعلاه أن معامل ثبات الإستبيان بلغ 0,917، أي بنسبة مئوية تقدر بـ 91,7% وهي تمثل درجة اعتمادية الإستبيان حسب هذا المعامل والتي تعتبر نسبة جيدة لإعتماد نتائج الدراسة، أما قيمة المعامل فهي مرتفعة ودالة إحصائيا عند مستوى دلالة  $\alpha = 0,01$ ، أما معاملات الارتباط والثبات للمحاور مرتفعة ومعنوية إحصائيا وهذا يؤكد ثبات الإستبيان وصلاحيته للإستخدام.

### 3. طريقة معامل ألفا كرونباخ

تم حساب معاملات ألفا كرونباخ للإستبيان ككل ولكل محور من محاوره، وذلك كما يلي :

#### الجدول رقم 4-9 : معامل ألفا كرونباخ لكل محور من محاور الإستبيان وكذلك للإستبيان ككل

م	محاور الإستبيان	عدد الأسئلة	معامل ثبات الفاكرونباخ
1	الإستبيان ككل	35	0,829
2	الطلب على التمويل عامة عند أصحاب المشاريع الإستثمارية	8	0,560
3	العوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة	9	0,896
4	أسباب عدم التعامل بالآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	9	0,674
5	أهم سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	9	0,494

**المصدر :** من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS.

يتبين من الجدول أعلاه أن معامل ألفا كرونباخ للإستبيان ككل بلغ 0,829، وهي قيمة مرتفعة وجيدة من الناحية الإحصائية في مثل هذه الدراسات، كذلك فإن قيم معاملات ألفا كرونباخ في جميع المحاور جيدة من الناحية الإحصائية في مثل هذه الدراسات وتتمتع بدرجة من الثبات.

وبذلك يكون الباحث قد تأكد من صدق وثبات إستبيان الدراسة المتعلق بميولات المستثمرين المتعاملين في السوق الجزائرية نحو التمويل بأحد منتجات الهندسة المالية والمتمثل في رأس المال المخاطر، مما يجعله على ثقة تامة بصحة الإستبيان وصلاحيته لتحليل النتائج والإجابة على أسئلة الدراسة وإختبار فرضياتها.

## المبحث الثاني : تحليل البيانات وإختبار الفرضيات

بعد التحقق من صدق وثبات الإستهيبان، سيتم في هذا المبحث التطرق للمعالجة الإحصائية والوصفية للبيانات لدراسة الفروق الإحصائية بين نتائج كل محور من محاور الدراسة، وهذا بإستخدام عدة مقاييس إحصائية، أهمها التكرارات، النسب المئوية، المتوسط الحسابي، الإنحراف المعياري، قيمة وإحتمال كاي مربع ( $X^2$ ) ودرجة الموافقة، بالإضافة إلى إختبار فرضيات الدراسة.

### المطلب الأول : خصائص عينة الدراسة

هنا سيتم التعرف في هذا المطلب على الصفات العامة لعينة الدراسة وتحديد إستجابتها إتجاه العبارات التي تضمنها إستهيبان الدراسة، من خلال حساب التكرارات وما يقابلها من نسب مئوية.

#### 1. بيانات عامة عن طبيعة مؤسسات العينة

الجدول رقم 4-10 : توزيع عينة الدراسة حسب طبيعة المؤسسات

النسب %	التكرار	التعيين	
29,6	34	مؤسسة الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة <sup>1</sup>	الشكل القانوني للمؤسسة
13,9	16	شركة تضامن <sup>2</sup>	
39,1	45	شركة ذات المسؤولية المحدودة <sup>3</sup>	
17,4	20	شركة المساهمة <sup>4</sup>	
24,3	28	مصغرة (من 1-9 عمال)	نوع المؤسسة
42,6	49	صغيرة (من 10-49 عامل)	
33,0	38	متوسطة (من 50-250 عامل)	
11,3	13	أقل من سنة	عمر المؤسسة
29,6	34	من 1-5 سنوات	
32,2	37	من 5-10 سنوات	
27,0	31	أكثر من 10 سنوات	
88,7	102	خاص	القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة
11,3	13	عمومي	
13,0	15	التكنولوجيات	ميدان نشاط المؤسسة
18,3	21	الخدمات	
15,7	18	التجارة	
45,2	52	الصناعة	
7,8	9	قطاعات أخرى	

المصدر : من إعداد الباحث إعتقادا على نتائج SPSS.

<sup>1</sup> - EURL : Entreprise Unipersonnelle à Responsabilité Limitée.

<sup>2</sup> - SNC : Société en Nom Collectif.

<sup>3</sup> - SARL : Societe A Responsabilité Limitée.

<sup>4</sup> - SPA : Société par action.

يلاحظ من الجدول أعلاه أن أعلى نسبة من عينة الدراسة هم المؤسسات ذات الشكل القانوني كشركة ذات المسؤولية المحدودة (SARL) ومؤسسة الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة (EURL) البالغ عددها 79 مؤسسة من إجمالي عدد مؤسسات العينة أي ما نسبته 68,7 %، بينما المؤسسات ذات الأشكال القانونية الأخرى (SPA و SNC) تمثل ما نسبته 31,3 %.

كما يتضح من خلال معطيات العينة المدروسة أن نوع المؤسسات الأكثر إستجابة هم المؤسسات الصغيرة بنسبة 42,6 %، تليها المؤسسات المتوسطة بنسبة 33 % ثم المؤسسات المصغرة بنسبة 24,3 %، وهذا إنما يدل على أن نسبة المؤسسات المصغرة والصغيرة هي أكثر المؤسسات الناشطة في الجزائر.

أما فيما يخص عمر المؤسسات المستجيبة للإستبيان، نجد أن أعلى نسبة لمؤسسات العينة هي تلك التي يتراوح عمرها ضمن المجال من 1-10 سنوات وهذا بنسبة إجمالية تقدر بـ 61,7 %، تليها المؤسسات ذات أكثر من 10 سنوات بنسبة 27 % ثم المؤسسات المصغرة التي يقل عمرها عن سنة واحدة بنسبة 11,3 %، وهذا إنما يدل على أن نسبة المؤسسات الناشطة في الجزائر هي حديثة النشأة.

وبالمقابل يظهر لنا من خلال وصف عينة الدراسة، أن النسبة الأكبر لمؤسسات العينة هي تلك التي تنشط في القطاع الخاص حيث بلغ عددها 102 مؤسسة أي ما نسبته 88,7 %، وهذا عدد يفوق بكثير عدد المؤسسات التي تنشط في القطاع العام والتي يبلغ عددها 13 مؤسسة فقط، وهنا نخلص إلى أن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر هي مؤسسات تنتمي للقطاع الخاص.

كما يبين لنا الجدول توزيع مؤسسات عينة الدراسة حسب ميدان النشاط، والملاحظ أن أكبر عدد من المؤسسات هي تلك تنشط في قطاع الصناعة بما نسبته 45,2 %، تليها تلك الناشطة في كل من الخدمات، التجارة والتكنولوجيات بنسب متقاربة على التوالي 18,3 %، 15,7 % و 13 %، وفي الأخير نجد المؤسسات التابعة لقطاعات أخرى كالأشغال العمومية والطاقة وهذا بما نسبته 7,8 %.

## 2. بيانات عامة عن إنشاء مؤسسات العينة

### الجدول رقم 4-11 : توزيع عينة الدراسة حسب إنشاء المؤسسات

النسب %	التكرار	التعيين	
65,2	75	في إطار خاص	الإطار الذي تم فيه إنشاء المؤسسة
12,2	14	في إطار عمومي	
22,6	26	في إطار وكالات ترقية ودعم الإستثمارات	

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS.

أما بالنسبة لتوزيع مؤسسات عينة الدراسة حسب معيار الإطار الذي تم فيه إنشائها، يلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن المؤسسات التي تم إنشائها في إطار خاص أي بتمويل ذاتي يقدر عددها بـ 75 مؤسسة وهو يقابل ما نسبته 65,2 %، تليها المؤسسات التي تم إنشائها في إطار مختلف وكالات ترقية ودعم الإستثمارات مثل ANDI و ANSEJ وغيرها، وهذا بما نسبته 22,6 %، وفي الأخير نجد المؤسسات التي تم إنشائها في إطار عمومي بنسبة 12,2 %.

### 3. بيانات عامة عن تمويل مؤسسات العينة

#### الجدول رقم 4-12 : توزيع عينة الدراسة حسب تمويل المؤسسات

النسب %	التكرار	التعيين	
43,5	50	التمويل الذاتي	
23,5	27	القروض البنكية	
28,7	33	إعانات الدولة	
4,3	5	القرض الإيجاري	
0	0	بورصة الأوراق المالية	
21,7	25	نعم	تمويل مرحلة ما قبل الإنطلاق
78,3	90	لا	
68,7	79	نعم	تمويل مرحلة الإنطلاق
31,3	36	لا	
86,1	99	نعم	تمويل مرحلة التوسع والتطور
13,9	16	لا	
2,6	3	نعم	تمويل مرحلة تحويل الملكية
97,4	112	لا	
16,5	19	نعم	تمويل مرحلة التقويم
83,5	96	لا	
27,8	32	نعم	توافق على فتح رأس مال مؤسستك
72,2	83	لا	
7,0	8	نعم	تؤيد وجود جهة مختصة واحدة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
93,0	107	لا	

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS.

يوضح الجدول أعلاه أنه فيما يخص توزيع العينة وفق أهم مصدر تمويلي تم اللجوء إليه من طرف المؤسسة خلال مسيرة نشاطها، نجد أن أهم مصدر تمويلي يتمثل في التمويل الذاتي أين نجد أن 50 مؤسسة من عينة الدراسة قد قامت باللجوء إليه، أي ما نسبته 43,5 %، يليها التمويل من خلال إعانات الدولة ثم القروض البنكية ثم القرض الإيجاري بما نسبته على التوالي 28,7 %، 23,5 % و 4,3 %، في حين أن النسبة كانت صفرية فيما يتعلق باللجوء للتمويل عن طريق بورصة الأوراق المالية.

في حين أن نتائج توزيع مؤسسات العينة حسب المراحل الحرجة التي تستدعي منها اللجوء إلى التمويل الخارجي، فكانت تشير إلى أن أهم هذه المراحل تتمثل في تمويل مرحلة التوسع والتطور بنسبة 86,1 % ثم تمويل مرحلة الإنطلاق بنسبة 68,7 %، أما إستجابة مؤسسات عينة الدراسة بالنسبة للمراحل الأخرى والمتمثلة في تمويل مرحلة ما قبل الإنطلاق ومرحلة تحويل الملكية ومرحلة التقويم فقد كانت ضعيفة بما نسبته على التوالي 21,7 %، 2,6 % و 16,5 %.

كما يظهر لنا وصف عينة الدراسة، أن النسبة الأكبر من مؤسسات العينة لا توافق على فتح رأس مالها الاجتماعي حيث بلغ عددها 83 مؤسسة أي ما نسبته 72,2 %، وبالمقابل عدد المؤسسات التي توافق على فتح رأس مالها يبلغ عددها 32 مؤسسة أي ما نسبته 27,8 %، وهنا راجع إلى طبيعة أغلبية مؤسسات العينة التي تنتمي إلى القطاع الخاص الذي يعتمد أساسا في تمويله على التمويل الذاتي.

أما عن إستجابة مؤسسات العينة حول فكرة وجود جهة مختصة واحدة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نجد أن الأغلبية لا يؤيدون هذه الفكرة بما نسبته 93 %، أما الفئة التي تؤيد هذه الفكرة يمثلون الأقلية بنسبة لا تتعدى 7 %، وهذا لأن أغلبية مؤسسات العينة ترى أن دعم وتمويل هذا النوع من المؤسسات هو مهمة كل الجهات.

## المطلب الثاني : المعالجة الإحصائية للبيانات

تحليل نتائج كل محور من محاور الدراسة باستخدام الأساليب الإحصائية كانت كما يلي :

## 1. تحليل نتائج المحور الأول

هنا سيتم تحليل نتائج المحور الأول المتعلق بالطلب على التمويل عامة عند أصحاب المشاريع الإستثمارية، بالوقوف على أهم الجوانب والخصائص التي يتم التركيز عليها من طرف مؤسسات عينة الدراسة عند طلب التمويل عموما، وهذا من خلال دراسة مدى إستجابتهم للعبارات المكونة لهذا المحور ومن ثم ترتيب الأهمية النسبية لكل عبارة، أين كانت النتائج كما يوضحه الجدول الآتي :

الجدول رقم 4-13 : إستجابة عينة الدراسة وترتيب أهمية عبارات المحور الأول المتعلق بالطلب على التمويل عامة عند أصحاب المشاريع الإستثمارية

العبارات	الترتيب	النسبة المئوية	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	كاي مربع ( $X^2$ )	احتمال sig ( $X^2$ )	الترتيب	درجة الموافقة
لا أتفق تماما تعتبر القيود المالية من أهم العقبات التي تواجهها المشاريع الإستثمارية	لا أتفق تماما	-	4,31	0,83	33,72	0,000	1	أتفق تماما
	لا أتفق	9						
	محايد	-						
	أتفق	52						
لا أتفق تماما تحتاج إلى ممول يقدم الدعم المالي إلى جانب الدعم الفني والإداري	لا أتفق تماما	3	3,90	1,09	71,91	0,000	4	أتفق
	لا أتفق	16						
	محايد	8						
	أتفق	51						
لا أتفق تماما تفضل اعتماد الممول على الجدوى الاقتصادية للمشروع	لا أتفق تماما	-	4,20	0,92	57,77	0,000	2	أتفق
	لا أتفق	11						
	محايد	6						
	أتفق	47						
لا أتفق تماما تحتاج إلى مصدر تمويلي مناسب لكافة مراحل المشروع	لا أتفق تماما	-	4,10	0,78	87,19	0,000	3	أتفق
	لا أتفق	8						
	محايد	6						
	أتفق	68						
لا أتفق تماما تحتاج إلى مصدر تمويلي يتوافق مع صيغ التمويل الإسلامي	لا أتفق تماما	1	3,77	0,96	94,00	0,000	6	أتفق
	لا أتفق	17						
	محايد	12						
	أتفق	62						
لا أتفق تماما يعتبر دور البنوك في تمويل المشاريع الجديدة غير كافي	لا أتفق تماما	-	3,83	0,84	105,49	0,000	5	أتفق
	لا أتفق	15						
	محايد	7						
	أتفق	76						
أتفق تماما	17							

يتبع الجدول رقم 4-13 ...

درجة الموافقة	الترتيب	احتمال sig(X <sup>2</sup> )	كاي مربع (X <sup>2</sup> )	الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	النسبة المئوية	التكرار	العبارات
أتفق	8	0,000	117,52	0,88	3,64	-	-	لا أتفق تماما
						19,1	22	لا أتفق
						5,2	6	محايد
						67,8	78	أتفق
أتفق	7	0,000	89,83	1,04	3,74	7,8	9	أتفق تماما
						4,3	5	لا أتفق تماما
						11,3	13	لا أتفق
						10,4	12	محايد
أتفق						53,9	62	أتفق
						20	23	أتفق تماما
أتفق					3,94	المتوسط الحسابي المرجح		

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن عبارات المحور الأول تم ترتيبها بشكل تنازلي، وذلك بناء على متوسط درجة الموافقة على هذه العبارات، كما نجد أن مؤسسات عينة الدراسة يميلون إلى الموافقة بدرجة "أتفق" على جميع العبارات المكونة لهذا المحور، أما ترتيبها حسب الأهمية فنجد :

- جاءت العبارة الخاصة بـ " إعتبار القيود المالية من أهم العقبات التي تواجهها المشاريع الإستثمارية " في الترتيب الأول من حيث أهميتها، وذلك من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، حيث بلغ متوسط حسابها 4,31 وانحراف معيارها 0,83 وبدرجة إستجابة كبيرة "أتفق تماما"، وكانت نسبة الذين أعطوا درجة الموافقة لهذه العبارة معتبرة بـ (45,2% + 47% = 92,2%) من مجموع أفراد العينة، دلالة على أهمية القيود المالية بالنسبة لمؤسسات العينة مقارنة بالقيود الأخرى (التنظيمية، الإدارية، القانونية، البشرية،...الخ).

- جاءت العبارة " تفضيل إعتداد الممول على الجدوى الاقتصادية للمشروع " في الترتيب الثاني من حيث أهميتها من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، حيث بلغ متوسطها الحسابي 4,20 وانحرافها المعياري 0,92 وبدرجة إستجابة جيدة "أتفق"، وكانت نسبة المؤسسات الذين أعطوا درجة الموافقة لهذه العبارة بـ (40,9% + 44,3% = 85,2%) من مجموع أفراد عينة الدراسة، بمعنى تفضيل مؤسسات عينة الدراسة أن يهتم الممولون أكثر بالجدوى الاقتصادية للمشروع عوضا عن الضمانات التي تعني إهتمام الممول فقط بضمان إسترجاع القرض المقدم.

- جاءت العبارة الخاصة بـ "حاجة المشروعات الصغيرة والمتوسطة لدعم وتمويل القطاع الخاص" في الترتيب الأخير من حيث أهميتها عند الطلب على التمويل عموما عند أصحاب المشاريع

الإستثمارية، وذلك من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، حيث بلغ متوسط حسابها 3,64 وإنحراف معيارها 0,88 وبدرجة إستجابة جيدة "أنتفق"، وكانت نسبة الذين أعطوا درجة الموافقة لهذه العبارة معتبرة بـ (45,2% + 47% = 92,2%) من مجموع أفراد العينة، دلالة على الدور الواجب على القطاع الخاص القيام به إتجاه هذه المشروعات إلى جانب القطاع العام.

- نلاحظ من خلال إختبار كاي مربع ( $X^2$ ) أن إحصائية  $X^2$  دالة إحصائيا، إذا كان  $\text{sig}(X^2) \leq 0,05$  لكل العبارات، وبالتالي إستجابة مؤسسات العينة حول أنواع الطلب على التمويل هي إستجابة أفراد المجتمع لأن  $\text{sig}(X^2)$  كل عبارات المحور الأول أقل من 0,05.

- نلاحظ أن المتوسط الحسابي المرجح للمحور الأول يقدر بـ 3,94 أي الموافقة بدرجة "أنتفق"، وبالتالي فإن هناك إهتمام معتبر لعينة الدراسة بأنواع الطلب على التمويل، كما نستنتج أن المؤسسات يبحثون عن مصدر تمويلي جديد غير تقليدي يتوافق مع شريعتنا الإسلامية، يعتمد على الجدوى الاقتصادية للمشروع ويناسب كافة مراحل حياة المشروع، إضافة إلى تقديمه الدعم الفني والإداري إلى جانب الدعم المالي، مع ضرورة دفع القطاع الخاص للولوج في قاطرة دعم وتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

## 2. تحليل نتائج المحور الثاني

هنا سيتم تحليل نتائج المحور الثاني المتعلق بالعوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، حيث سيتم الوقوف على أهم العقبات التي واجهت مؤسسات عينة الدراسة عند طلب التمويل، وهذا من خلال دراسة مدى إستجابتهم للعبارات المكونة لهذا المحور ومن ثم ترتيب الأهمية النسبية لكل عبارة، أين كانت النتائج كما هو موضح في الجدول الآتي :

الجدول رقم 4-14 : إستجابة عينة الدراسة وترتيب أهمية عبارات المحور الثاني المتعلق بالعوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

العبارات	لا	لا	محايد	أنتفق	أنتفق تماما	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	كاي مربع ( $X^2$ )	إحتمال $\text{sig}(X^2)$	النتيجة	درجة الموافقة
ضعف القدرة الإئتمانية لهذه المشروعات	4	3,5	8	7	16	13,9	48,7	27	31	أنتفق تماما	أنتفق
	4	3,5	8	7	16	13,9	48,7	27	31	أنتفق تماما	أنتفق
	4	3,5	8	7	16	13,9	48,7	27	31	أنتفق تماما	أنتفق
	4	3,5	8	7	16	13,9	48,7	27	31	أنتفق تماما	أنتفق
	4	3,5	8	7	16	13,9	48,7	27	31	أنتفق تماما	أنتفق
عدم وجود ثقافة الإقتراض	4	3,5	8	7	16	13,9	48,7	27	31	أنتفق تماما	أنتفق
	4	3,5	8	7	16	13,9	48,7	27	31	أنتفق تماما	أنتفق
	4	3,5	8	7	16	13,9	48,7	27	31	أنتفق تماما	أنتفق
	4	3,5	8	7	16	13,9	48,7	27	31	أنتفق تماما	أنتفق
	4	3,5	8	7	16	13,9	48,7	27	31	أنتفق تماما	أنتفق

يتبع الجدول رقم 14-4 ...

العبارة	التكرار	النسبة المئوية	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	كاي مربع (X <sup>2</sup> )	احتمال sig(X <sup>2</sup> )	الترتيب	درجة الموافقة
ضعف القدرة على تقديم البيانات المالية المطلوبة	لا أتفق تماما	-	4,03	1,15	45,59	0,000	6	أتفق
	لا أتفق	23						
	محايد	4						
	أتفق	34						
عدم القدرة على إعداد دراسات جدوى اقتصادية سليمة وموضوعية	لا أتفق تماما	-	4,43	0,70	84,13	0,000	3	أتفق تماما
	لا أتفق	2						
	محايد	8						
	أتفق	44						
إنخفاض العائد الذي تحققه المؤسسات المالية المقرضة	لا أتفق تماما	-	4,56	0,68	114,74	0,000	1	أتفق تماما
	لا أتفق	2						
	محايد	6						
	أتفق	33						
ارتفاع درجة المخاطرة	لا أتفق تماما	1,7	4,05	0,89	99,57	0,000	5	أتفق
	لا أتفق	10						
	محايد	-						
	أتفق	71						
عدم دقة المعلومات المتوفرة عند هذه المشروعات	لا أتفق تماما	-	4,32	0,82	68,83	0,000	4	أتفق تماما
	لا أتفق	6						
	محايد	8						
	أتفق	44						
نقص الخبرة في إدارة المشاريع	لا أتفق تماما	-	4,49	0,80	105,00	0,000	2	أتفق تماما
	لا أتفق	6						
	محايد	4						
	أتفق	33						
ارتفاع تكاليف إدارة القرض	لا أتفق تماما	3,5	3,97	1,26	77,04	0,000	7	أتفق
	لا أتفق	18						
	محايد	14						
	أتفق	20						
أتفق	59	51,3						
المتوسط الحسابي المرجح								4,17

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن مؤسسات عينة الدراسة يميلون إلى الموافقة بدرجة "أتفق" على جميع العبارات المكونة لهذا المحور، أما ترتيبها حسب الأهمية فنجد :

- جاءت العبارة الخاصة بـ " إنخفاض العائد الذي تحققه المؤسسات المالية المقرضة " في الترتيب الأول من حيث أهم العقبات التي تحد من الحصول على التمويل، وذلك من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، حيث بلغ متوسط حسابها 4,56 وإنحراف معيارها 0,68 وبدرجة إستجابة كبيرة "أتفق تماما"، وكانت نسبة الذين أعطوا درجة الموافقة لهذه العبارة معتبرة بـ (28,7% + 64,3 = 93%) من مجموع أفراد العينة، دلالة على أن أهم العوامل التي تعيق الحصول على التمويل من طرف المشروعات الصغيرة والمتوسطة هو إنخفاض العائد المنتظر من طرف الجهات الممولة.
- جاءت عبارة " نقص الخبرة في إدارة المشاريع " في الترتيب الثاني من حيث أهميتها من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، حيث بلغ متوسطها الحسابي 4,49 وإنحرافها المعياري 0,80 وبدرجة إستجابة كبيرة "أتفق تماما"، وكانت نسبة المؤسسات الذين أعطوا درجة الموافقة لهذه العبارة معتبرة بـ (28,7% + 62,6 = 91,3%) من مجموع أفراد عينة الدراسة، بمعنى أن نقص الخبرة في مجال إدارة المشاريع يؤدي إلى عزوف الجهات الممولة عن تمويل هذه المشروعات لإرتفاع درجة المخاطرة والإفلاس.
- جاءت العبارة الخاصة بـ " عدم وجود ثقافة الإقتراض " في الترتيب الأخير من حيث أهم العوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وذلك من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، حيث بلغ متوسط حسابها 3,83 وإنحراف معيارها 1,35 وإستجابة بدرجة "أتفق"، وكانت نسبة الذين أعطوا درجة الموافقة لهذه العبارة متوسطة بـ (17,4% + 48,7 = 66,1%) من مجموع أفراد العينة، دلالة على إعتقاد فئة كبيرة من المشروعات على التمويل الذاتي.
- من خلال إختبار كاي مربع ( $X^2$ ) نلاحظ أن  $\text{sig}(X^2)$  لكل عبارات المحور الثاني أقل من 0,05، وبالتالي إستجابة مؤسسات العينة حول العوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة هي إستجابة أفراد المجتمع.
- نلاحظ أن المتوسط الحسابي المرجح للمحور الثاني يقدر بـ 4,17 أي الموافقة بدرجة "أتفق"، وبالتالي فإن هناك إتفاق معتبر لعينة الدراسة حول العوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، كما نستنتج أن هذه العوامل منها ما يمس المؤسسات الطالبة للتمويل بشكل مباشر كنقص الخبرة في إدارة المشاريع، ضعف القدرة على تقديم البيانات المالية المطلوبة، ضعف القدرة الإئتمانية لهذه المشروعات وإرتفاع درجة المخاطرة، أو بشكل غير مباشر كإنخفاض العائد الذي تحققه المؤسسات المالية المقرضة وعدم القدرة على إعداد دراسات جدوى اقتصادية سليمة وموضوعية.

### 3. تحليل نتائج المحور الثالث

هنا سيتم تحليل نتائج المحور الثالث المتعلق بأسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، حيث سيتم الوقوف على أهم الأسباب من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، وهذا من خلال دراسة مدى إستجابتهم للعبارات المكونة لهذا المحور ومن ثم ترتيب الأهمية النسبية لكل عبارة، أين كانت النتائج كما هو موضح في الجدول الآتي :

**الجدول رقم 4-15 : إستجابة عينة الدراسة وترتيب أهمية عبارات المحور الثالث المتعلق بأسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر**

العبارات	الرد	النسبة المئوية	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	كاي مربع ( $\chi^2$ )	احتمال sig( $\chi^2$ )	الترتيب	درجة الموافقة
غياب الوعي المالي بشأن آلية التمويل برأس المال المخاطر	لا أتفق تماما	-	4,54	0,57	51,88	0,000	1	أتفق تماما
	لا أتفق	-						
	محايد	3,5						
	أتفق	45						
نقص الخبرة عند المقاولين حول كيفية عرض مشاريعهم	لا أتفق تماما	-	4,37	0,69	79,26	0,000	4	أتفق تماما
	لا أتفق	1,7						
	محايد	7						
	أتفق	51						
نقص الثقافة المقاولاتية لدى أصحاب المشاريع	لا أتفق تماما	-	4,24	0,72	61,59	0,000	6	أتفق تماما
	لا أتفق	0,9						
	محايد	13,9						
	أتفق	52						
دخولها كشريك	لا أتفق تماما	-	4,38	0,56	49,06	0,000	3	أتفق تماما
	لا أتفق	-						
	محايد	3,5						
	أتفق	63						
قلة عدد مؤسسات رأس المال المخاطر	لا أتفق تماما	-	4,29	0,57	48,64	0,000	5	أتفق تماما
	لا أتفق	-						
	محايد	6,1						
	أتفق	68						
عدم توفر بيانات عن نشاط رأس المال المخاطر	لا أتفق تماما	-	4,48	0,57	46,77	0,000	2	أتفق تماما
	لا أتفق	-						
	محايد	3,5						
	أتفق	52						
ضعف الموارد المالية المخاطرة وعدم كفايتها	لا أتفق تماما	-	3,77	1,00	41,07	0,000	9	أتفق
	لا أتفق	18,3						
	محايد	9,6						
	أتفق	57						
	أتفق تماما	22,6						

يتبع الجدول رقم 4-15 ...

العبارة	التكرار	النسبة المئوية	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	كاي مربع (X <sup>2</sup> )	احتمال sig(X <sup>2</sup> )	الترتيب	درجة الموافقة
ندرة الخبرات المؤهلة لإدارة المشاريع ذات المخاطر العالية	لا أتفق تماما	-	-	-	-	-	-	-
	لا أتفق	9	7,8	0,86	46,50	0,000	8	أتفق
	محايد	17	14,8					
	أتفق	57	49,6					
محدودية آليات الخروج من الإستثمارات الممولة	لا أتفق تماما	-	-	-	-	-	-	-
	لا أتفق	-	-	0,55	65,34	0,000	7	أتفق
	محايد	10	8,7					
	أتفق	78	67,8					
أتفق تماما	27	23,5						
المتوسط الحسابي المرجح			4,24					أتفق تماما

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن مؤسسات عينة الدراسة يميلون إلى الموافقة بدرجة "أتفق تماما" على جميع العبارات المكونة لهذا المحور، أما ترتيبها حسب الأهمية فنجد :

- جاءت العبارة الخاصة بـ " غياب الوعي المالي بشأن آلية التمويل برأس المال المخاطر " في الترتيب الأول من حيث أهم أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، وذلك من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، حيث بلغ متوسط حسابها 4,54 وانحراف معيارها 0,57 وبدرجة إستجابة كبيرة "أتفق تماما"، وكانت نسبة الذين أعطوا درجة الموافقة لهذه العبارة معتبرة بـ (39,1% + 57,4% = 96,5%) من مجموع أفراد العينة، دلالة على أن غياب الوعي بشأن هذه الآلية التمويلية هو من أهم الأسباب التي أدت إلى عدم لجوء المشروعات الصغيرة والمتوسطة إليها.

- جاءت عبارة " عدم توفر بيانات عن نشاط رأس المال المخاطر " في الترتيب الثاني من حيث أهميتها من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، حيث بلغ متوسطها الحسابي 4,48 وانحرافها المعياري 0,57 وبدرجة إستجابة كبيرة "أتفق تماما"، وكانت نسبة المؤسسات الذين أعطوا درجة الموافقة لهذه العبارة معتبرة بـ (45,2% + 51,3% = 96,5%) من مجموع أفراد عينة الدراسة، بمعنى أن عدم توفر بيانات عن نشاط شركات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر يعتبر ثاني أهم أسباب عدم التعامل بهذه الآلية من طرف المؤسسات الطالبة للتمويل.

- جاءت العبارة الخاصة بـ " ضعف الموارد المالية المخاطرة وعدم كفايتها " في الترتيب الأخير من حيث أهم أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، وذلك من

وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، حيث بلغ متوسط حسابها 3,77 وإنحراف معيارها 1,00 وإستجابة بدرجة "أتفق"، وكانت نسبة الذين أعطوا درجة الموافقة لهذه العبارة متوسطة بـ (49,6) % + 22,6 % = 72,2 % من مجموع أفراد العينة، دلالة على نظرهم بأن ضعف الموارد المالية المخاطرة مرتبط بعوامل أخرى.

- من خلال إختبار كاي مربع ( $X^2$ ) نلاحظ أن  $\text{sig}(X^2)$  لكل عبارات المحور الثالث أقل من 0,05، وبالتالي إستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر هي إستجابة أفراد المجتمع.

- نلاحظ أن المتوسط الحسابي المرجح للمحور الثالث يقدر بـ 4,24 أي الموافقة بدرجة "أتفق تماما"، وبالتالي فإن هناك إتفاق كبير لعينة الدراسة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر.

#### 4. تحليل نتائج المحور الرابع

هنا سيتم تحليل نتائج المحور الرابع المتعلق بأهم سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، حيث سيتم الوقوف على أهم السبل من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، وهذا من خلال دراسة مدى إستجابتهم للعبارات المكونة لهذا المحور ومن ثم ترتيب الأهمية النسبية لكل عبارة، أين كانت النتائج كما هو موضح في الجدول الآتي :

الجدول رقم 4-16 : إستجابة عينة الدراسة وترتيب أهمية عبارات المحور الرابع المتعلق بأهم سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر

العبارات	التكرار	النسبة المئوية	المتوسط الحسابي	الإنحراف المعياري	كاي مربع ( $X^2$ )	احتمال $\text{sig}(X^2)$	الترتيب	درجة الموافقة
الترويج والدعاية لرأس المال المخاطر والإمتيازات المرتبطة به	لا أتفق تماما	-	4,50	0,57	48,33	0,000	1	أتفق تماما
	لا أتفق	-						
	محايد	4						
	أتفق	49						
	62	53,9						
الإهتمام أكثر بالبحث والتطوير	لا أتفق تماما	-	4,34	0,61	38,21	0,000	2	أتفق تماما
	لا أتفق	-						
	محايد	8						
	أتفق	60						
	47	40,9						
نشر الثقافة المقاولاتية وحس المجازفة بتفعيل دور الهياكل المساعدة	لا أتفق تماما	-	4,17	0,62	100,20	0,000	5	أتفق
	لا أتفق	1						
	محايد	11						
	أتفق	71						
	32	27,8						

يتبع الجدول رقم 4-16 ...

العبارة	التكرار	النسبة المئوية	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	كاي مربع (X <sup>2</sup> )	احتمال sig(X <sup>2</sup> )	الترتيب	درجة الموافقة
نشر ثقافة المشاركة	لا أتفق تماما	-	4,15	0,82	79,33	0,000	6	أتفق
	لا أتفق	9						
	محايد	4						
	أتفق	63						
	أتفق تماما	39						
تحفيز مساهمة القطاع الخاص لإنشاء صناديق رأس المال المخاطر	لا أتفق تماما	-	4,31	0,57	49,06	0,000	4	أتفق تماما
	لا أتفق	-						
	محايد	6						
	أتفق	67						
	أتفق تماما	42						
إنشاء هيئة متخصصة في رأس المال المخاطر تعمل على توفير قاعدة بيانات عن نشاطه	لا أتفق تماما	-	4,32	0,54	57,10	0,000	3	أتفق تماما
	لا أتفق	-						
	محايد	4						
	أتفق	70						
	أتفق تماما	41						
قيام الشركات الكبرى بإنشاء صناديق رأس المال المخاطر وإسناد مهمة إدارتها إلى شركات متخصصة في هذا المجال	لا أتفق تماما	-	4,10	0,71	95,33	0,000	7	أتفق
	لا أتفق	5						
	محايد	9						
	أتفق	71						
	أتفق تماما	30						
تكوين خبراء إستشاريين في الإستثمارات ذات المخاطرة المرتفعة	لا أتفق تماما	-	4,10	0,80	89,42	0,000	8	أتفق
	لا أتفق	9						
	محايد	4						
	أتفق	68						
	أتفق تماما	34						
تنشيط بورصة الأوراق المالية	لا أتفق تماما	-	3,99	0,66	105,21	0,000	9	أتفق
	لا أتفق	3						
	محايد	16						
	أتفق	75						
	أتفق تماما	21						
أتفق تماما			4,22					

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن مؤسسات عينة الدراسة يميلون إلى الموافقة بدرجة "أتفق" على جميع العبارات المكونة لهذا المحور، أما ترتيبها حسب الأهمية فنجد :

- جاءت العبارة الخاصة بـ " الترويج والدعاية لرأس المال المخاطر والإمميزات المرتبطة به " في الترتيب الأول من حيث أهم سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، وذلك من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، حيث بلغ متوسط حسابها 4,50 وإنحراف معيارها 0,57 وبدرجة إستجابة كبيرة "أتفق تماما"، وكانت نسبة الذين أعطوا درجة الموافقة لهذه العبارة

معتبرة بـ (42,6% + 53,9% = 96,5%) من مجموع أفراد العينة، دلالة على إعتبار أن الوعي المالي بشأن هذه الآلية التمويلية هو من أهم سبل تفعيلها في أوساط المشروعات الصغيرة والمتوسطة حتى تستفيد من الدعم المختلف الذي توفره.

- جاءت عبارة " الإهتمام أكثر بالبحث والتطوير " في الترتيب الثاني من حيث أهميتها من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، حيث بلغ متوسطها الحسابي 4,34 وإنحرافها المعياري 0,61 وبدرجة إستجابة كبيرة "أتفق تماما"، وكانت نسبة المؤسسات الذين أعطوا درجة الموافقة لهذه العبارة معتبرة بـ (52,2% + 40,9% = 93%) من مجموع أفراد عينة الدراسة، بمعنى أن الإهتمام بعنصر البحث والتطوير في الجزائر يعتبر ثاني أهم سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر بعد عنصر الترويج والدعاية لرأس المال المخاطر والإمتيازات المرتبطة به.
- جاءت العبارة الخاصة بـ " تنشيط بورصة الأوراق المالية " في الترتيب الأخير من حيث أهم سبل التفعيل لهذه الآلية، وذلك من وجهة نظر مؤسسات عينة الدراسة، حيث بلغ متوسط حسابها 3,99 وإنحراف معيارها 0,66 وإستجابة بدرجة "أتفق"، وكانت نسبة الذين أعطوا درجة الموافقة لهذه العبارة معتبرة بـ (65,2% + 18,3% = 83,5%) من مجموع أفراد العينة، دلالة على إرتباطها بأخر مرحلة في العملية التمويلية وهي مرحلة الخروج من المشاريع الممولة.
- من خلال إختبار كاي مربع ( $X^2$ ) نلاحظ أن  $\text{sig}(X^2)$  لكل عبارات المحور الثالث أقل من 0,05، وبالتالي إستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر هي إستجابة أفراد المجتمع.
- نلاحظ أن المتوسط الحسابي المرجح للمحور الرابع يقدر بـ 4,22 أي الموافقة بدرجة "أتفق تماما"، وبالتالي فإن هناك إتفاق كبير لعينة الدراسة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر.

### المطلب الثالث : إختبار فرضيات الدراسة

تم صياغة جملة من الفرضيات في بداية هذه الدراسة، وخلال هذا المطلب سيتم إختبارها بهدف الوصول لنتائج هذا البحث، عن طريق إجراء تحليل وإختبار الفرضيات الموضوعية بإستخدام جملة من المقاييس الإحصائية، المتمثلة في التكرارات، المتوسطات الحسابية، الإنحراف المعياري، إختبار Levens، إختبار T وإختبار Anova.

يتمحور الإختبار أساسا حول مدى تأثير أهم المتغيرات الداخلية أو الوسيطة (نوع المؤسسة، قطاع المؤسسة، نشاط المؤسسة وإنشاء المؤسسة) على إستجابة عينة الدراسة حول كل من محددات الطلب على التمويل عامة والطلب على التمويل برأس المال المخاطر بالخصوص، إضافة إلى إختبار تأثير محددات الطلب على التمويل برأس المال المخاطر على تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

#### 1. إختبار الفرضية الأولى للدراسة

هنا الفرضية المطروحة تنص على أن " هناك استجابة لمؤسسات عينة الدراسة حول محددات الطلب على التمويل عامة والتي تنسب للمتغيرات الوسيطة ".

إنطلاقا من هذه الفرضية يمكن إشتقاق فرضيات فرعية تتمثل في :

- " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة التي تنسب إلى نوع المؤسسة ".
- " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة التي تنسب إلى قطاع المؤسسة ".
- " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة التي تنسب إلى نشاط المؤسسة ".
- " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة التي تنسب إلى إنشاء المؤسسة ".

ومن أجل إثبات صحة هذه الفرضيات أو رفضها سنقوم بالتحليل بإستخدام جملة من المقاييس الإحصائية.

الجدول رقم 4-17 : الدالات الإحصائية لإختبار المتغيرات المتعلقة بالفرضية الأولى

المحور	البيان	التعيين	التكرار	المتوسط الحسابي	الإحزاف المعياري	إختبار Levens	مستوى الدلالة الإحصائية Sig	إختبار T أو Anova	مستوى الدلالة الإحصائية Sig
محددات الطلب على التمويل عامة عند أصحاب المشاريع الإستثمارية	نوع المؤسسة	مصغرة	28	3,97	0,50	3,982	0,021	2,560	0,082
		صغيرة	49	4,02	0,39				
		متوسطة	38	3,80	0,49				
	قطاع المؤسسة	خاص	102	3,92	0,44	0,715	0,400	-0,939 (*)	0,350
		عمومي	13	4,05	0,56				
	نشاط المؤسسة	التكنولوجيات	15	3,88	0,57	3,192	0,016	2,174	0,077
		الخدمات	21	4,07	0,35				
		التجارة	18	3,99	0,55				
		الصناعة	52	3,95	0,43				
		قطاعات أخرى	9	3,56	0,31				
	إنشاء المؤسسة	في إطار خاص	75	3,94	0,45	0,186	0,830	0,888	0,414
		في إطار عمومي	14	4,06	0,54				
في إطار وكالات ترقية ودعم الإستثمارات		26	3,86	0,43					

(\*) : تم حسابها باستخدام إختبار T.

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS.

### 1.1. الفرضية الفرعية الأولى :

من خلال الجدول أعلاه، نستنتج أن إستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة في المؤسسات الصغيرة أحسن منها في المؤسسات المصغرة والمتوسطة لأن المتوسط الحسابي للمؤسسات الصغيرة المقدر بـ 4,02 أكبر مقارنة بالمتوسط الحسابي لكل من المؤسسات الأخرى، وبالمقابل نجد أن مؤسسات العينة لها نفس التمرکز لأن إنحزافها المعياري متقارب.

وإستنادا إلى إختبار Levens يلاحظ أن التباين غير متجانس لأن  $\text{sig}(f) = 0,021$  وهي أقل من 0,05، وبالتالي سوف يتم التأكيد باستخدام إختبارات بعيدية.

فمن خلال الإحصائية F في تحليل التباين الأحادي Anova، يلاحظ أن إستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة لا تنسب إلى نوع المؤسسة، لأن  $\text{sig}(f) = 0,082$  وهي أكبر من 0,05.

وبالتالي نرفض الفرضية الفرعية الأولى " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة التي تنسب إلى نوع المؤسسة ".

**2.1. الفرضية الفرعية الثانية :**

من خلال الجدول أعلاه، نستنتج أن إستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة في المؤسسات العمومية أحسن منها في المؤسسات الخاصة لأن المتوسط الحسابي للمؤسسات العمومية المقدر بـ 4,05 أكبر مقارنة بالمتوسط الحسابي للمؤسسات الخاصة، وبالمقابل نجد أن مؤسسات العينة لها نفس التمرکز لأن إنحرافها المعياري متقارب.

وإستنادا إلى إختبار Levens يلاحظ أن التباين متجانس لأن  $\text{sig}(f) = 0,400$  وهي أكبر من 0,05، وبالتالي سوف يتم إستخدام إختبارات بعدية.

فمن خلال إختبار T نلاحظ أن إستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة لا تنسب إلى القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، لأن  $\text{sig}(f) = 0,350 > 0,05$ . وبالتالي نرفض الفرضية الفرعية الثانية " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة التي تنسب إلى قطاع المؤسسة ".

**3.1. الفرضية الفرعية الثالثة :**

من خلال الجدول أعلاه، نستنتج أن إستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة في المؤسسات التي تنشط بقطاع الخدمات أحسن منها في المؤسسات التي تنشط في القطاعات الأخرى لأن المتوسط الحسابي للمؤسسات الناشطة في قطاع الخدمات المقدر بـ 4,07 أكبر مقارنة بالمتوسط الحسابي للمؤسسات الناشطة في باقي القطاعات، لكن بالمقابل نجد أن مؤسسات العينة لها نفس التمرکز لأن إنحرافها المعياري متقارب.

وإستنادا إلى إختبار Levens يلاحظ أن التباين غير متجانس لأن  $\text{sig}(f) = 0,016$  وهي أقل من 0,05، وبالتالي سوف نتأكد بإستخدام إختبارات بعدية.

فمن خلال الإحصائية F في تحليل التباين الأحادي Anova، يلاحظ أن إستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة لا تنسب إلى ميدان نشاط المؤسسة، لأن  $\text{sig}(f) = 0,077 > 0,05$ .

وبالتالي نرفض الفرضية الفرعية الثالثة " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة التي تنسب إلى نشاط المؤسسة ".

**4.1. الفرضية الفرعية الرابعة :**

من خلال الجدول أعلاه، نستنتج أن إستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة في المؤسسات التي تم إنشائها في إطار عمومي أحسن منها في المؤسسات التي تم

إنشائها في إطار خاص أو عبر مختلف وكالات ترقية ودعم الإستثمارات لأن المتوسط الحسابي للمؤسسات المنشأة في إطار عمومي المقدر بـ 4,06 أكبر مقارنة بالمتوسط الحسابي لباقي المؤسسات الأخرى، لكن بالمقابل نجد أن مؤسسات العينة لها نفس التمرکز لأن إنحرافها المعياري متقارب.

وإستنادا إلى إختبار Levens يلاحظ أن التباين متجانس لأن  $\text{sig}(f) = 0,830$  وهي أكبر من 0,05، وبالتالي سوف يتم إستخدام إختبارات بعدية.

فمن خلال الإحصائية F في تحليل التباين الأحادي Anova، يلاحظ أن إستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة لا تنسب إلى الإطار الذي تم فيه إنشاء المؤسسة، لأن  $\text{sig}(f) = 0,414 > 0,05$ .

وبالتالي نرفض الفرضية الفرعية الرابعة " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول محددات الطلب على التمويل عامة التي تنسب إلى إنشاء المؤسسة ".

إنطلاقا مما سبق، نرفض الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على أن " هناك استجابة لمؤسسات عينة الدراسة حول محددات الطلب على التمويل عامة والتي تنسب للمتغيرات الوسيطة"، وبالتالي ليس هناك استجابة ذات دلالة إحصائية.

## 2. إختبار الفرضية الثانية للدراسة

هنا الفرضية المطروحة تنص على أن " هناك استجابة لمؤسسات عينة الدراسة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر والتي تنسب إلى المتغيرات الوسيطة ".

إنطلاقا من هذه الفرضية يمكن إشتقاق فرضيات فرعية تتمثل في :

- " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى نوع المؤسسة ".
- " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى قطاع المؤسسة ".
- " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى نشاط المؤسسة ".
- " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى إنشاء المؤسسة ".

ومن أجل إثبات صحة هذه الفرضيات أو رفضها سنقوم بالتحليل الآتي :

## الجدول رقم 4-18 : الدالات الإحصائية لإختبار المتغيرات المتعلقة بالفرضية الثانية

المحور	البيان	التعيين	التكرار	المتوسط الحسابي	الإحرف المعياري	إختبار Levens	الدلالة الإحصائية Sig	إختبار T أو Anova	الدلالة الإحصائية Sig
أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	نوع المؤسسة	مصغرة	28	4,54	0,32	0,655	0,521	15,368	0,000
		صغيرة	49	4,14	0,33				
		متوسطة	38	4,15	0,33				
	قطاع المؤسسة	خاص	102	4,26	0,37	2,425	0,122	1,110 (*)	0,269
		عمومي	13	4,14	0,28				
	نشاط المؤسسة	التكنولوجيات	15	4,61	0,16	3,014	0,021	7,200	0,000
		الخدمات	21	4,05	0,40				
		التجارة	18	4,15	0,35				
		الصناعة	52	4,27	0,33				
		قطاعات أخرى	9	4,11	0,32				
	إنشاء المؤسسة	في إطار خاص	75	4,28	0,37	0,403	0,669	1,520	0,223
		في إطار عمومي	14	4,21	0,33				
		في إطار وكالات ترقية ودعم الإستثمارات	26	4,14	0,36				

(\*) : تم حسابها باستخدام إختبار T.

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS.

## 1.2. الفرضية الفرعية الأولى :

من خلال الجدول أعلاه، نستنتج أن إستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في المؤسسات المصغرة أحسن منها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لأن المتوسط الحسابي للمؤسسات المصغرة المقدر بـ 4,54 أكبر مقارنة بالمتوسط الحسابي لكل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبالمقابل نجد أن مؤسسات العينة لها نفس التمرکز لأن إنحرفها المعياري متقارب جدا.

وإستنادا إلى إختبار Levens يلاحظ أن التباين متجانس لأن  $\text{sig}(f) = 0,521$  وهي أكبر من 0,05، وبالتالي سوف يتم استخدام إختبارات بعدية.

فمن خلال الإحصائية F في تحليل التباين الأحادي Anova، يلاحظ أن إستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر تنسب إلى نوع المؤسسة، لأن  $\text{sig}(f) = 0,000 < 0,05$ .

وبالتالي نقبل الفرضية الفرعية الأولى " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى نوع المؤسسة ".

**2.2. الفرضية الفرعية الثانية :**

من خلال الجدول أعلاه، نستنتج أن إستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في المؤسسات الخاصة أحسن منها في المؤسسات العمومية لأن المتوسط الحسابي للمؤسسات الخاصة المقدر بـ 4,26 أكبر مقارنة بالمتوسط الحسابي للمؤسسات العمومية، وبالمقابل نجد أن مؤسسات العينة لها نفس التمرکز لأن إنحرافها المعياري متقارب.

وإستنادا إلى إختبار Levens يلاحظ أن التباين متجانس لأن  $\text{sig}(f) = 0,122$  وهي أكبر من 0,05، وبالتالي سوف يتم إستخدام إختبارات بعدية.

فمن خلال إختبار T نلاحظ أن إستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر لا تنسب إلى القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، لأن  $\text{sig}(f) = 0,269 > 0,05$ . وبالتالي نرفض الفرضية الفرعية الثانية " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى قطاع المؤسسة ".

**3.2. الفرضية الفرعية الثالثة :**

من خلال الجدول أعلاه، نستنتج أن إستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في المؤسسات التي تنشط بقطاع التكنولوجيات أحسن منها في المؤسسات التي تنشط في القطاعات الأخرى لأن المتوسط الحسابي للمؤسسات الناشطة في قطاع التكنولوجيات المقدر بـ 4,61 أكبر مقارنة بالمتوسط الحسابي للمؤسسات الناشطة في باقي القطاعات، لكن بالمقابل نجد أن مؤسسات العينة لها نفس التمرکز لأن إنحرافها المعياري متقارب.

وإستنادا إلى إختبار Levens يلاحظ أن التباين غير متجانس لأن  $\text{sig}(f) = 0,021$  وهي أقل من 0,05، وبالتالي سوف نتأكد بإستخدام إختبارات بعدية.

فمن خلال الإحصائية F في تحليل التباين الأحادي Anova، يلاحظ أن إستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر تنسب إلى ميدان نشاط المؤسسة، لأن  $\text{sig}(f) = 0,000 < 0,05$ .

وبالتالي نقبل الفرضية الفرعية الثالثة " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى نشاط المؤسسة ".

**4.4. الفرضية الفرعية الرابعة :**

نستنتج من الجدول أعلاه أن إستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في المؤسسات التي تم إنشائها في إطار خاص أحسن منها في المؤسسات التي

تم إنشائها في إطار عمومي أو عبر مختلف وكالات ترقية ودعم الإستثمارات لأن المتوسط الحسابي للمؤسسات المنشأة في إطار خاص المقدر بـ 4,28 أكبر مقارنة بالمتوسط الحسابي لباقي المؤسسات الأخرى، لكن بالمقابل نجد أن مؤسسات العينة لها نفس التمرکز لأن إنحرافها المعياري متقارب.

وإستنادا إلى إختبار Levens يلاحظ أن التباين متجانس لأن  $\text{sig}(f) = 0,669$  وهي أكبر من 0,05، وبالتالي سوف يتم إستخدام إختبارات بعدية.

فمن خلال الإحصائية F في تحليل التباين الأحادي Anova، يلاحظ أن إستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر لا تنسب إلى الإطار الذي تم فيه إنشاء المؤسسة، لأن  $\text{sig}(f) = 0,223 > 0,05$ .

إذن نرفض الفرضية الفرعية الرابعة " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى إنشاء المؤسسة ".

إنطلاقا مما سبق، نرفض الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على أن " هناك استجابة لمؤسسات عينة الدراسة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر والتي تنسب إلى المتغيرات الوسيطة "، وبالتالي ليس هناك استجابة ذات دلالة إحصائية.

### 3. إختبار الفرضية الثالثة للدراسة

هنا الفرضية المطروحة تنص على أن " هناك استجابة لمؤسسات عينة الدراسة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر والتي تنسب إلى المتغيرات الوسيطة ".

إنطلاقا من هذه الفرضية يمكن إشتقاق فرضيات فرعية تتمثل في :

- " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى نوع المؤسسة ".
- " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى قطاع المؤسسة ".
- " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى نشاط المؤسسة ".
- " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى إنشاء المؤسسة ".

ومن أجل إثبات صحة هذه الفرضيات أو رفضها سنقوم بالتحليل الآتي :

## الجدول رقم 4-19 : الدالات الإحصائية لإختبار المتغيرات المتعلقة بالفرضية الثالثة

المحور	البيان	التعيين	التكرار	المتوسط الحسابي	الإحراف المعياري	إختبار Levens	مستوى الدلالة الإحصائية Sig	إختبار T أو Anova	مستوى الدلالة الإحصائية Sig
سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر	نوع المؤسسة	مصغرة	28	4,44	0,30	0,370	0,692	14,515	0,000
		صغيرة	49	4,11	0,25				
		متوسطة	38	4,20	0,25				
	قطاع المؤسسة	خاص	102	4,24	0,30	0,573	0,451	1,540 (*)	0,126
		عمومي	13	4,10	0,25				
	نشاط المؤسسة	التكنولوجيات	15	4,51	0,28	0,461	0,764	6,094	0,000
		الخدمات	21	4,11	0,31				
		التجارة	18	4,10	0,29				
		الصناعة	52	4,23	0,24				
		قطاعات أخرى	9	4,20	0,27				
	إنشاء المؤسسة	في إطار خاص	75	4,25	0,30	0,005	0,995	1,375	0,257
		في إطار عمومي	14	4,15	0,28				
في إطار وكالات ترقية ودعم الإستثمارات		26	4,16	0,28					

(\*) : تم حسابها باستخدام إختبار T.

المصدر : من إعداد الباحث اعتمادا على نتائج SPSS.

## 1.3. الفرضية الفرعية الأولى :

نستنتج من الجدول أعلاه أن إستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في المؤسسات المصغرة أحسن منها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لأن المتوسط الحسابي للمؤسسات المصغرة المقدر بـ 4,44 أكبر مقارنة بالمتوسط الحسابي لكل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما نجد أن مؤسسات العينة لها نفس التمرکز لأن إنحرافها المعياري متقارب.

وإستنادا إلى إختبار Levens يلاحظ أن التباين متجانس لأن  $\text{sig}(f) = 0,692$  وهي أكبر من 0,05، وبالتالي سوف يتم إستخدام إختبارات بعدية.

فمن خلال الإحصائية F في تحليل التباين الأحادي Anova، يلاحظ أن إستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر تنسب إلى نوع المؤسسة، لأن  $\text{sig}(f) = 0,000 < 0,05$ .

وبالتالي نقبل الفرضية الفرعية الأولى "هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى نوع المؤسسة".

**2.3. الفرضية الفرعية الثانية :**

من خلال الجدول أعلاه، نستنتج أن إستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في المؤسسات الخاصة أحسن منها في المؤسسات العمومية لأن المتوسط الحسابي للمؤسسات الخاصة المقدر بـ 4,24 أكبر مقارنة بالمتوسط الحسابي للمؤسسات العمومية، وبالمقابل نجد أن مؤسسات العينة لها نفس التمرکز لأن إنحرافها المعياري متقارب.

وإستنادا إلى إختبار Levens يلاحظ أن التباين متجانس لأن  $\text{sig}(f) = 0,451$  وهي أكبر من 0,05، وبالتالي سوف يتم إستخدام إختبارات بعدية.

فمن خلال إختبار T نلاحظ أن إستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر لا تنسب إلى القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة، لأن  $\text{sig}(f) = 0,126 > 0,05$ . وبالتالي نرفض الفرضية الفرعية الثانية " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى قطاع المؤسسة".

**3.3. الفرضية الفرعية الثالثة :**

من خلال الجدول أعلاه، نستنتج أن إستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في المؤسسات التي تنشط بقطاع التكنولوجيات أحسن منها في المؤسسات التي تنشط في القطاعات الأخرى لأن المتوسط الحسابي للمؤسسات الناشطة في قطاع التكنولوجيات المقدر بـ 4,51 أكبر مقارنة بالمتوسط الحسابي للمؤسسات الناشطة في باقي القطاعات، لكن بالمقابل نجد أن مؤسسات العينة لها نفس التمرکز لأن إنحرافها المعياري متقارب.

وإستنادا إلى إختبار Levens يلاحظ أن التباين متجانس لأن  $\text{sig}(f) = 0,764$  وهي أكبر من 0,05، وبالتالي سوف يتم إستخدام إختبارات بعدية.

فمن خلال الإحصائية F في تحليل التباين الأحادي Anova، يلاحظ أن إستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر تنسب إلى ميدان نشاط المؤسسة، لأن  $\text{sig}(f) = 0,000 < 0,05$ .

وبالتالي نقبل الفرضية الفرعية الثالثة " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى نشاط المؤسسة".

**4.3. الفرضية الفرعية الرابعة :**

من خلال الجدول أعلاه، نستنتج أن إستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في المؤسسات التي تم إنشائها في إطار خاص أحسن منها في المؤسسات التي

تم إنشائها في إطار عمومي أو عبر مختلف وكالات ترقية ودعم الإستثمارات لأن المتوسط الحسابي للمؤسسات المنشأة في إطار خاص المقدر بـ 4,25 أكبر مقارنة بالمتوسط الحسابي لباقي المؤسسات الأخرى، لكن بالمقابل نجد أن مؤسسات العينة لها نفس التمرکز لأن إنحرافها المعياري متقارب.

وإستنادا إلى إختبار Levens يلاحظ أن التباين متجانس لأن  $\text{sig}(f) = 0,995$  وهي أكبر من 0,05، وبالتالي سوف يتم إستخدام إختبارات بعدية.

فمن خلال الإحصائية F في تحليل التباين الأحادي Anova، يلاحظ أن إستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر لا تنسب إلى الإطار الذي تم فيه إنشاء المؤسسة، لأن  $\text{sig}(f) = 0,257 > 0,05$ .

وبالتالي نرفض الفرضية الفرعية الرابعة " هناك فروق ذات دلالة إحصائية لإستجابة مؤسسات العينة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر التي تنسب إلى إنشاء المؤسسة ".  
إنطلاقا مما سبق، نرفض الفرضية الرئيسية الثالثة التي تنص على أن " هناك استجابة لمؤسسات عينة الدراسة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر والتي تنسب إلى المتغيرات الوسيطة "، وبالتالي ليس هناك استجابة ذات دلالة إحصائية.

#### 4. إختبار الفرضية الرابعة للدراسة

هنا الفرضية المطروحة تنص على أن " هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لأسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر وسبل تفعيلها على عقبات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ".

ومن أجل إثبات صحة هذه الفرضية أو رفضها سنقوم بصياغة معادلة الإنحدار الخطي بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع كما يلي :

$$Y = a + bX1 + cX2$$

حيث يمثل - Y : عقبات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ؛

- X1 : أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر ؛

- X2 : سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر.

وبعد معالجة البيانات بإستخدام برنامج الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS)، تم التوصل إلى معادلة الإنحدار لنموذج الدراسة كما يلي :

$$Y = 1,451 + 1,536 X1 - 0,899 X2$$

نستنتج من هذا النموذج أهم النتائج الآتية :

- معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع يساوي  $R = 0,548$ ، وهو يدل على وجود ارتباط يفوق المتوسط.
  - معامل التحديد يساوي  $R^2 = 0,300$  من التباين في المتغير التابع، بمعنى أن المتغيرات المدرجة في النموذج تفسر عقبات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة بنسبة 30 %، أما النسبة المتبقية ترجع إلى عوامل أخرى خارج هذا النموذج.
  - إنطلاقا من معامل Beta للنموذج نجد أن المتغير المستقل المتعلق بأسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر له تأثير جوهري على المتغير التابع المتعلق بعقبات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة بنسبة 76,8 %، في حين أن المتغير المستقل المتعلق بسبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر له تأثير ضعيف على المتغير التابع بنسبة 36,2 %.
  - هناك تأثير طردي معنوي إحصائي لأسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر ( $X1$ ) على عقبات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ( $Y$ )، وهذا ما يفسره احتمال الإحصائية  $T$ ،  $\text{sig}(t) = 0,000$  وهو أقل من 0,05، بمعنى كلما تغيرت أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر تغيرت عقبات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في نفس الإتجاه.
  - هناك تأثير عكسي معنوي إحصائي لسبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر ( $X2$ ) على عقبات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ( $Y$ )، وهذا ما يفسره احتمال الإحصائية  $T$ ،  $\text{sig}(t) = 0,003$  وهو أقل من 0,05، بمعنى كلما تغيرت سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر تغيرت عقبات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الإتجاه المعاكس.
  - إختبار  $F$  يظهر أن  $\text{sig}(f) = 0,000$  وهو أقل من 0,05، وبالتالي هذا يدل على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وأن نموذج الإنحدار السابق جيد.
- إنطلاقا مما سبق، نقبل الفرضية الرئيسية الرابعة التي تنص على أن " هناك تأثير ذو دلالة إحصائية ضعيف لأسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر وسبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر على عقبات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ".

## خاتمة

إن الهدف من إجراء هذه الدراسة الميدانية هو التعرف من خلال إستطلاع وجهة نظر أصحاب المشاريع والمؤسسات الباحثة عن التمويل، بخصوص مدى تقبلهم للتعامل بإحدى منتجات الهندسة المالية تحقيقا لميزة تنوع المصادر التمويلية، وهذا باللجوء لآلية التمويل برأس المال المخاطر، مع محاولة تحديد وترتيب أسباب عدم التعامل بها، وكذا السبل الكفيلة بتفعيل هذه الآلية التمويلية في السوق الجزائرية.

ومن أجل الحصول على البيانات اللازمة لهذه الدراسة، تم اللجوء إلى عرض استمارة إستبيان على عينة عشوائية للدراسة من ولاية الجزائر، حيث تم التحقق من صدق وثبات أداة الدراسة، وهذا للتأكد من ملائمة العبارات المستخدمة في الإستبيان لتحقيق أهداف الدراسة من جهة، وللحصول على نتائج متطابقة إذا تكرر استخدام أداة جمع البيانات أكثر من مرة في جمع نفس البيانات أو في قياس نفس الظاهرة. وبعد الإنتهاء من عملية جمع بيانات الدراسة الميدانية، تم ترميز البيانات واعتماد برنامج حزمة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية « SPSS » في عملية التحليل.

ولقد توصلت الدراسة إلى أن أصحاب المشاريع يتفقون على ضرورة اللجوء إلى آليات تمويلية غير تقليدية أساسها الدعم الفني والإداري من خلال تبادل الخبرات في مجال الأعمال إلى جانب الدعم المالي، ومنطلقها الإعتماد على الجدوى الاقتصادية للمشاريع المراد تمويلها، وامتدادها يكون مناسب لكافة مراحل المشروع، ومحركيها ينتمون إلى القطاعين العام والخاص، حيث يجب أن يساهم القطاع الخاص في دعم وتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، كما أنهم يتفقون على ضرورة إيجاد صيغ تمويلية تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

وبالمقابل كانت هناك استجابة معتبرة من أفراد عينة الدراسة حول إنشاء شركات لرأس المال المخاطر قصد تحفيز وتشجيع المقاولين لمواجهة مشكل دعم وتمويل المشاريع الجديدة، خاصة منها تلك التي تتميز بأفكار إبتكارية مع مستوى مخاطرة عالية، وهذا في ظل الدور الهامشي الذي تقوم به البنوك في تمويل هذه المشاريع والذي يعتبر غير كافي لربطها بخطط التنمية.

## الخاتمة العامة

تناولت هذه الدراسة موضوع واقع آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، والتي يتضح من خلالها أن رأس المال المخاطر يعتبر أهم تقنية بديلة مستحدثة تتناسب وطبيعة المرحلة التي تمتاز بالتغيرات التكنولوجية السريعة والمنافسة الشرسة، فالتمويل التقليدي أضحي غير قادر على تلبية حاجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بسبب قلة الضمانات خاصة في مرحلة الإنشاء، لذا فعلى المؤسسات المالية والشركات الكبرى وخاصة الجزائرية منها، أن تتكيف مع هذا الوضع الجديد، فعلى سبيل المثال لا الحصر، غيرت بعض البنوك الأمريكية من أساليب تمويلها التقليدية وأصبحت تفضل المشاركة بدلا من منح القروض، كما تحول مجال اهتمامها من دراسة الضمانات إلى دراسة الجدوى للمشروع، ومن الموظف الجالس على المكتب إلى موظف السوق كما يقال. ذلك لأن رأس المال المخاطر لا يقتصر دوره في توفير الموارد المالية اللازمة للتوسع والنمو، بل يتعداه في بعض الأحيان إلى الدعم الفني والإداري وتوجيه القرارات الاستراتيجية للمؤسسة الممولة وذلك بما يحقق الأهداف المسطرة.

في هذا الصدد، فإن للدولة دور هام هي الأخرى في منح هذا النوع من التمويل الدفع القوي وذلك من خلال تهيئة المناخ الملائم لإنشاء وتوسيع واحتضان الشركات الراحية لمثل هذا النوع من التمويل.

وبالرغم من النتائج الإيجابية التي حققها رأس المال المخاطر في بعض البلدان المتطورة والناشئة بسبب الظروف المواتية التي تم توفيرها من طرف هذه الدول، إلا أنه وفي الجزائر كما هو الشأن بالنسبة لكافة البلدان النامية تقريبا لم يحقق النتائج المرجوة بالرغم من انسجامه الكبير مع عاداتنا وتقاليدنا ومعتقداتنا الدينية، وذلك لكون الجزائر بلدا ناقلا لا منشأ للتكنولوجيا وهو ما ساهم وبشكل كبير في تقييد دوره، باعتباره ممولا للأفكار والإبداع والابتكار التكنولوجي.

لقد تمت هذه الدراسة على ثلاث مراحل، تمثلت المرحلة الأولى في الدراسة النظرية حول المستجدات المالية في تمويل المؤسسات في ظل الابتكارات المالية الحديثة، ثم التركيز على الإطار المفاهيمي لمؤسسات رأس المال المخاطر كآلية تمويلية مستحدثة، أما المرحلة الثانية فكانت حول ممارسة التمويل عبر مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر وأهم العقبات التي تواجهها، مع التطرق لدراسة أهم التجارب الرائدة في هذا النوع من التمويل، ومن ثم الوقوف على أهم عوامل نجاح هذه الصناعة، أما المرحلة الثالثة فكانت عبارة عن دراسة ميدانية قوامها الإستقصاء من خلال استبيان موجه لعينة من المجتمع تمس المقاولين ومدراء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا من أجل التعرف على العوامل التي تؤثر في الطلب على التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، مع استخلاص أهم العقبات التي تواجه هذا النوع من التمويل في الجزائر وسبل تفعيله، وتوصلنا من خلال محاور هذه الدراسة إلى

مجموعة من النتائج الأساسية، التي تقدم إجابات عن الأسئلة المطروحة كما تتيح التحقق من الفرضيات الموضوعية، ويمكن عرض هذه النتائج من خلال النقاط الآتية :

### 1. نتائج الدراسة النظرية :

من خلال الدراسة النظرية التي قمنا بها، تم التوصل إلى النتائج الآتية :

- عرف رأس المال المخاطر الإنطلاقة الفعلية في الجزائر عام 1991 مع إنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، لكنه تميز بالركود في مراحله الأولى وهذا راجع لغياب الإطار القانوني لها النشاط التمويلي، والتي تمكن مثل هذا النشاط من تفعيل دوره التمويلي، ومع صدور قانون 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006، المتعلق بكيفية إنشاء رأس المال الإستثماري، تم إرساء معالم الإطار القانوني الخاص بمزاولة هذا النشاط في الجزائر.

- يعتبر رأس مال المخاطر الأداة التمويلية الأنسب بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا راجع لكونه يسمح لها بالحصول على موارد مالية على شكل مساهمة في رأس المال زيادة على كونه يقدم خدمات إضافية كالاستشارات والنصح والإرشادات الضرورية لحسن تسيير وإدارة المؤسسة التي يستثمر فيها، لكن في الجزائر لم يرق بعد إلى المستوى المطلوب، نظرا للعدد المحدود من الشركات الناشطة في هذا المجال، كما أن بعض الشركات العاملة في هذا النشاط تفضل اليوم ممارسة التمويل بالقرض الإيجاري عوضا عن التمويل برأس المال المخاطر وهذا نظرا للعائد الناتج عن هذه العملية.

- إن دعم السلطات العمومية لنشاط رأس المال المخاطر زيادة على كونه يدخل في محاولة إيجابية في الترشيح بطريقة عقلانية للأموال العمومية، يمكن للسلطات العمومية أيضا من بناء قطاع المؤسسات المتوسطة والصغيرة على أسس سليمة، مع تكريس الشفافية في التسيير وفق المعايير الأساسية للحكم الراشد للمؤسسة، وبما يعرف عالميا بحوكمة المؤسسات.

- إن تطوير رأس المال المخاطر في الجزائر ضروري لأنه يسمح بالولوج في عملية تمويل المشاريع ذات التكنولوجيا العالية، والتي يعتبر تمويلها صعب الإدراك من طرف التمويل التقليدي.

- إن تطوير رأس المال المخاطر في الجزائر لا يقتصر على زيادة حجم معروضات رأس المال من الممولين المحليين والمستثمرين الأجانب، وإنما على ارتفاع تدفق الصفقات والذي هو حجر الزاوية لتطوير عروض رأس المال المخاطر.

- رغم ندرة المعطيات حول نفقات البحث والتطوير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نرى أن سوق رأس المال المخاطر في الجزائر يفتقر بشكل أساسي إلى البنية التحتية الكفيلة برفع حجم الابتكارات، حيث يجب إعادة النظر في القوى التي تخدم الابتكار وتصحيح نظرة الحكومة لدور الجامعة في الاقتصاد، فتطوير سوق رأس المال المخاطر لا يقتصر على تحفيز المؤسسات المالية في تقديم

عروض تمويل تشاركي، فالأمر أكبر من هذا المنظور، فتطوير هذا السوق بحاجة إلى جهود كثيرة من طرف الحكومة والفاعلين في الاقتصاد في مجال تأهيل البيئة المؤسساتية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي وبناء قوى الابتكار في الحاضنات الجامعية والمجمعات الصناعية.

- يتمثل أهم عائق أمام تطور رأس المال المخاطر في الجزائر في شخصية المقاولين الجزائريين الذي يسعون لتحقيق الأرباح السريعة، في ظل مناخ استثماري غير مشجع، وهذا ما ينشأ تضارب في المصالح بين طرفي العملية التمويلية. هذا إلى جانب طبيعة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي يغلب عليها الطابع العائلي، وعدم قبولها فتح رأس مالها لأطراف خارجية.

- تتميز معظم شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر بحذرهما الشديد حول مخاطر الإستثمارات، وهذا ما أدى إلى عدم عقد شركات استثمار مهمة.

## 2. نتائج الدراسة الميدانية :

خلال الدراسة الميدانية التي قمنا بها، تم اختبار الفرضيات الموضوعية، أين كانت النتائج كما يلي:

- تم رفض الفرضية الرئيسية الأولى التي تنص على أن " هناك استجابة لمؤسسات عينة الدراسة حول محددات الطلب على التمويل عامة والتي تنسب للمتغيرات الوسيطة (نوع المؤسسة، قطاع المؤسسة، نشاط المؤسسة وإنشاء المؤسسة) "، وبالتالي ليس هناك استجابة ذات دلالة إحصائية.

- تم رفض الفرضية الرئيسية الثانية التي تنص على أن " هناك استجابة لمؤسسات عينة الدراسة حول أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر والتي تنسب إلى المتغيرات الوسيطة "، وبالتالي ليس هناك استجابة ذات دلالة إحصائية.

- تم رفض الفرضية الرئيسية الثالثة التي تنص على أن " هناك استجابة لمؤسسات عينة الدراسة حول سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر والتي تنسب إلى المتغيرات الوسيطة "، وبالتالي ليس هناك استجابة ذات دلالة إحصائية.

- تم قبول الفرضية الرئيسية الرابعة التي تنص على أن " هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لأسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر وسبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر على عقبات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة "، أين تم اختبار هذه الفرضية من خلال صياغة معادلة الإنحدار لنموذج الدراسة كما يلي :

$$Y = 1,451 + 1,536 X1 - 0,899 X2$$

إن قبول هذه الفرضية راجع لأن معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة المتمثلة في أسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر مع سبل تفعيلها والمتغير التابع المتمثل في عقبات تمويل

المشروعات الصغيرة والمتوسطة يساوي  $R = 0,548$ ، وهو يدل على وجود ارتباط يفوق المتوسط. وبالمقابل وجدنا أن معامل التحديد يساوي  $R^2 = 0,300$  من التباين في المتغير التابع، بمعنى أن المتغيرات المدرجة في النموذج تفسر عقبات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة بنسبة 30 %، أما النسبة المتبقية ترجع إلى عوامل أخرى خارج هذا النموذج، قد تكون ذاتية تتعلق بصاحب المشروع.

من خلال تحليل نتائج اختبار الفرضيات الموضوعية، يمكن استخلاص النقاط الآتية :

- يتفق أصحاب المشاريع على ضرورة اللجوء إلى آليات تمويلية غير تقليدية أساسها الدعم الفني والإداري من خلال تبادل الخبرات إلى جانب الدعم المالي، ومنطلقها الإعتماد على الجدوى الاقتصادية للمشاريع المراد تمويلها، وامتدادها يكون مناسب لكافة مراحل المشروع، ومحركها ينتمون إلى القطاعين العام والخاص، حيث يجب أن يساهم القطاع الخاص في دعم وتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة، كما أنهم يتفقون على ضرورة إيجاد صيغ تمويلية تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية.

- هناك استجابة معتبرة لأصحاب المشاريع حول إنشاء شركات لرأس المال المخاطر قصد تحفيز وتشجيع المقاولين لمواجهة مشكل دعم وتمويل المشاريع الجديدة، خاصة منها تلك التي تتميز بأفكار ابتكارية مع مستوى مخاطرة عالية، وهذا في ظل الدور الهامشي الذي تقوم به البنوك في تمويل هذه المشاريع والذي يعتبر غير كافي لربطها بخطة التنمية.

- تعود أسباب عدم تعامل أصحاب المشاريع بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر إلى عدة عقبات أهمها بالترتيب، غياب الوعي المالي بشأن هذه الآلية التمويلية، عدم توفر بيانات عن نشاط الشركات العاملة في هذا المجال، دخولها كشريك، نقص الخبرة عند المقاولين حول كيفية عرض مشاريعهم، قلة عدد مؤسسات رأس المال المخاطر، نقص الثقافة المقاولاتية لدى أصحاب المشاريع، محدودية آليات الخروج من الاستثمارات الممولة، ندرة الخبرات المؤهلة لإدارة المشاريع ذات المخاطر العالية، بالإضافة إلى ضعف الموارد المالية المخاطرة وعدم كفايتها.

- يعتمد تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر حسب اعتقاد أصحاب المشاريع على عدة عوامل أهمها بالترتيب، الترويج والدعاية لرأس المال المخاطر والامتيازات المرتبطة به، الإهتمام أكثر بالبحث والتطوير، إنشاء هيئة متخصصة في رأس المال المخاطر تعمل على توفير قاعدة بيانات عن نشاطه، تحفيز مساهمة القطاع الخاص لإنشاء صناديق رأس المال المخاطر، نشر الثقافة المقاولاتية وحس المجازفة بتفعيل دور الهياكل المساعدة، نشر ثقافة المشاركة، قيام الشركات الكبرى بإنشاء صناديق رأس المال المخاطر وإسناد مهمة إدارتها إلى شركات متخصصة في هذا المجال، تكوين خبراء استشاريين في الاستثمارات ذات المخاطرة المرتفعة، إضافة إلى تنشيط بورصة الأوراق المالية.

إنطلاقاً مما سبق، وبعد دراستنا لهذا النشاط التمويلي، فإن الإجابة عن التساؤل الرئيسي المطروح، حول واقع سوق التمويل برأس المال المخاطر كآلية تمويل مستحدثة وكذا محددات تفعيل هذه السوق في الجزائر، هو أن رأس المال المخاطر هو بمثابة البديل التمويلي الأمثل الموجه لحل المشاكل التمويلية التي تواجهها المشروعات الصغيرة والمتوسطة خاصة المبتكرة منها، الأمر الذي أثبتته دراسة التجارب الرائدة في هذا المجال، والتي تشير كلها بأن رأس المال المخاطر وسيلة تمويلية واعدة، تمكن من تطوير شبكة من المنشآت الصناعية، التجارية والخدماتية الفاعلة والقادرة على البقاء. كما أن التمويل برأس المال المخاطر عبارة عن استثمار حقيقي من دون أثر الرفع المالي، ولا يتنافى مع المبادئ العامة للشريعة الإسلامية، بل هو مستنبط من أحد الأشكال التمويلية الإسلامية المتمثل في التمويل بالمشاركة، لذا فلا يتوقع أن تكون له آثار سلبية كما هو الحال بالنسبة للتمويلات الربوية. وبالتالي نقبل الفرضية الرئيسية لهذه الدراسة.

### 3. التوصيات :

- وانطلاقاً من نتائج الدراسة النظرية والميدانية، يمكن تقديم مجموعة من التوصيات التي من المحتمل أن تعزز صناعة رأس المال المخاطر وتشجع تنمية البيئة المناسبة لنموه، كما يلي :
- النهوض بآلية التمويل برأس المال المخاطر، والتي تعتبر مثالا نموذجيا في توفير فرص العمل وتعظيم الثروات ؛
  - تشجيع القطاع الخاص المحلي والأجنبي على الولوج لهذا القطاع من خلال إنشاء شركات رأس المال المخاطر وعدم اقتصرها على القطاع العام، مع تمكين الأشخاص الطبيعيين من ممارسة نشاط التمويل برأس المال المخاطر ؛
  - ضرورة تفعيل شركات رأس المال المخاطر حتى تقوم بالدور المنوط بها، خاصة في ميدان تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا التفعيل يمر عبر جملة من طرق الدعم التي يجب أن تتوفر لإيجاد الجو المناسب والملائم لتطويرها، آخذين بعين الاعتبار تجارب الدول السبّاقة في هذا المجال ؛
  - الإسراع في بلورة وإنشاء بنوك معطيات وطنية موحدة من قبل الهيئات المختصة، والتي من شأنها القضاء على تعدد واختلاف المعلومات الاقتصادية، حيث تسمح بإعطاء وضعية ذات مصداقية وشفافية عن مناخ الأعمال في الجزائر ؛
  - تكثيف الإتصال بين شركات رأس المال المخاطر والمستثمرين عن طريق اللجوء لمختلف وسائل الإعلام من نشاطات تعريفية وندوات إعلامية وملتقيات تحسيسية، قصد التواصل الدائم بين مختلف الفاعلين والوقوف على المستجدات الحاصلة في الاقتصاد الجزائري ومتطلبات التكيف معها ؛

- مواصلة هياكل الدولة دعمها لشركات رأس المال المخاطر بتوفير رؤوس الأموال المخاطرة اللازمة وتحيين القوانين المنظمة لها قصد تحسين الصورة والقدرة المالية لهذه الشركات أمام المستثمرين وإظهار صلابتها المالية، وهذا من أجل تحقيق الأهداف الاقتصادية المسطرة للدولة والشركات ؛
- تنشيط سوق الأوراق المالية لأن الركود الذي تشهده بورصة الجزائر منذ إنشائها سيؤثر سلبا على نشاط شركات رأس المال المخاطر، ويصعب من مهمة خروج الشركات المساهمة من رأس مال المؤسسات المستفيدة، وهذا رغم إنشاء سوق لإدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في البورصة ؛
- وضع محفزات جبائية للمستثمرين والمدخرين من أجل استقطاب إدخار العائلات وتوجيهه لتمويل احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يستدعي الأمر هنا وضع الآليات الضرورية لتنوع أدوات جمع المدخرات وأدوات تخصيصها من أجل تحقيق هذا المسعى ؛
- تكوين الكفاءات البشرية المتخصصة في مختلف الميادين المالية، التسييرية، الاقتصادية والقانونية هو أمر ضروري لمتابعة المشروعات الممولة وتخطي تحديات المحيط، ونرى أن توفر شبكة من الخبراء والمتخصصين في التقنيات الحديثة والمهندسين والأساتذة الجامعيين من بين المتطلبات الأساسية لتطوير سوق رأس المال المخاطر ؛
- تثمين الابتكارات ونتائج البحث العلمي عن طريق وكالات متخصصة وإنشاء أقطاب وحدائق تكنولوجية تضمن رفع حجم الصفقات في مجال التكنولوجيات الحديثة.

لعل هذه العوامل هي الأهم من بين العناصر الضرورية لاستكمال متغيرات معادلة نجاح رأس المال المخاطر في الجزائر، والتي أثبتت في مختلف البلدان أنها ركن وعنصر أساسي في نموذج التنمية المستدامة والنمو. إن نجاح التمويل برأس المال المخاطر في مناطق عديدة من العالم، يعطي أملا كبيرا لتكرار التجربة في الجزائر، لكن قد يكون المناخ الإستثماري العام في الجزائر أحد أهم العقبات التي يجب العمل على إعادة توضيبيه وتحسينه، حتى يتسنى تهيئة الأرضية الملائمة لنمو صناعة رأس المال المخاطر بصفة خاصة والعملية الإستثمارية بصفة عامة.

#### 4. آفاق الدراسة

على ضوء هذه الدراسة وبهدف توسيع نطاقها لما تكتسي من أهمية بالغة، وذلك لحاجة الجامعات ومراكز البحث المتخصصة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والهيئات والإدارات المتكفلة بهذا القطاع، يجب العمل على تعميق الإهتمام وتثمين الجهود في هذا المجال. فمن بين العناوين التي نقترحها لتكون مواضيع لدراسات مستقبلية، نذكر منها ما يلي :

- تشجيع القطاع الخاص على إنشاء شركات رأس المال المخاطر.
- دراسة إمكانية فتح حاضنات للمؤسسات الإبتكارية في كبرى الجامعات الوطنية.
- تسيير مخاطر التمويل التساهمي في المشروعات الناشئة.

## قائمة المراجع

## أولاً : القرآن الكريم

- (1) سورة البقرة، الآيات : 275-280.
- (2) سورة آل عمران، الآية : 130.

## ثانياً : الكتب

## I. الكتب باللغة العربية

- (1) الترمذي، محمد بن عيسى بن سورة، الجامع الصحيح، دار الحديث، القاهرة، الجزء 3، 892.
- (2) أبي زكريا يحيى بن شرف النووي، صحيح مسلم، دار الخير، القاهرة، الجزء 4.
- (3) ايناس ظافر الراميني وآخرون، المؤسسات المالية المحلية والدولية، دار المسيرة، عمان، الطبعة 01، 2009.
- (4) توماس ماير، جيمس إسدوستيري وروبرت زدالير، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، النقود والبنوك والإقتصاد، دار المريخ للنشر، القاهرة، 2002.
- (5) حسين بن هاني، إقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي، عمان، 2000.
- (6) حمزة محمود الزبيدي، إدارة المصارف، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الطبعة 01، 2000.
- (7) سامي خليل، إقتصاديات النقود والبنوك، دار النهضة العربية، القاهرة، 2002.
- (8) سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، الهيئة العامة للرقابة المالية، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، مصر، 2010.
- (9) سعيد عبد العزيز عثمان، دراسة جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق، جامعة الإسكندرية، مصر، 1996.
- (10) سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة الإشعاع الفنية، مصر، الطبعة 01، 1997.
- (11) سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدوتها، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة 01، 2005.
- (12) سيد الهوارى، الإدارة المالية الإستثمار والتمويل طويل الأجل، دار الجيل للطباعة، عمان، 1985.
- (13) سيد الهوارى، مدخل إلى الإدارة المالية، مكتبة عين شمس، مصر، الطبعة 14، 1996.
- (14) شاكرا القزويني، محاضرات في إقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الطبعة 01، 1992.
- (15) طارق عبد العال حماد، التطورات العالمية وإنعكاساتها على أعمال البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، الجزء 01، 2003.
- (16) طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر : أفراد، إدارات، شركات وبنوك، عين شمس، الدار الجامعية، مصر، 2007.
- (17) عاطف حسن النقلي، صناديق الإستثمار : الواقع والتجربة المصرية، دار القانون للنشر والتوزيع، مصر، 1997.
- (18) عاطف وليم أندرواس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورة التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي للنشر، الإسكندرية، 2007.
- (19) عبد الله الطاهر وموفق علي خليل، النقود والمؤسسات المالية، مركز يزيد للنشر، عمان، الطبعة 02، 2004.
- (20) عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001.

- (21) عبد السلام ناشد محمود، إدارة أخطار المشروعات الصناعية والتجارية والأصول العلمية، دار الثقافة العربية، القاهرة، الطبعة 01، 1989.
- (22) عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية : بنوك، شركات التأمين، صناديق الإستثمار، بورصات، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 1997.
- (23) عبد الغفار حنفي، إدارة المصارف : السياسات المصرفية - تحليل القوائم المالية - الجوانب التنظيمية - البنوك الإسلامية والتجارية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
- (24) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة : مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.
- (25) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية المعاصرة، الدار الجامعية، مصر، 1979.
- (26) عبد الكريم بوحفص، الأساليب الإحصائية وتطبيقها يدويا وباستخدام برنامج SPSS، الجزء الثاني، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013.
- (27) عبد المنعم السيد علي ونزار سعد الدين العيسي، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 01، 2004.
- (28) عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 01، 2008.
- (29) عصران جلال عصران، الإستثمار والتمويل وإستراتيجيات تسعير الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2012.
- (30) عيد أحمد أبو بكر ووليد إسماعيل السيفو، إدارة الخطر والتأمين، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- (31) غازي عناية، تمويل التنمية الاقتصادية بالتضخم المالي، دار الجيل، بيروت، 1991.
- (32) فريد راغب النجار، التمويل المعاصر، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
- (33) فلاح حسين الحسيني ومؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك : مدخل كمي وإستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة 01، 2000.
- (34) محمد إسماعيل وجمال قاسم حسن، محددات الإستثمار الأجنبي المباشر في الدول العربية، صندوق النقد العربي، 2017.
- (35) محمد بن علي بن محمد بن عبد الله الشوكاني، فتح القدير، دار الكلم الطيب، بيروت، الجزء 01، 1994.
- (36) محمد صالح الحناوي وعبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية : البورصة والبنوك التجارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- (37) محمد علي سميران ومحمد ركان الدغمي، الآثار الاقتصادية للزكاة، ملخص، كلية الدراسات الفقهيّة والقانونية، جامعة آل البيت، المفرق، الأردن، سنة النشر مجهولة.
- (38) محمد فوزي أبو السعود، مقدمة في الإقتصاد الكلي، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- (39) محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، الطبعة 01، 2011.
- (40) محمد يونس وعبد النعيم مبارك، مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- (41) محمود محمد الداغر، الأسواق المالية : مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة 01، 2005.

- 42) نادية أبو فخرة، محمود صبح وشامل الحموي، الأسواق والمؤسسات المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2005.
- 43) ناصر دادي عدون، إقتصاد المؤسسة، دار المحمدية، الجزائر، الطبعة 01، 1998.
- 44) يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الإقتصادية : التحليل المالي في المؤسسات : التوازن المالي – وسائل التمويل – معايير الإختيار والمفاضلة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2012.

## II. الكتب باللغة الفرنسية

- 1) Alain Borderie, Financer les PME autrement : le capital- investissement, des fonds propres pour les entrepreneurs, Edition Maxima, Paris, 1998.
- 2) Alain Gauvin, La nouvelle gestion du risque financier, Edition L.G.D.J, Paris, 2000.
- 3) Arnd Plagge, Public policy for venture capital : a comparison of the United States and Germany, Edition Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, Germany, 2006.
- 4) Aurélie Boubel et Fabrice Pansard, Les Investisseurs Institutionnels, la découverte, France, 2004.
- 5) Benhalima Ammour, Pratique des techniques bancaires, Edition Dahlab, Alger, 1997.
- 6) Bernard Barthélemy et Philippe Courrèges, Gestion des risques : méthode d'optimisation globale, 2<sup>ème</sup> édition augmentée, Edition d'organisation, Paris, 2000-2004.
- 7) Bernard Yon, Innovation et capital-risque : le cas des biotechnologies, Edition Organisation, Paris, 1992.
- 8) Bruno Cavalier, Evaluation et financement des entreprises : Application à l'activité de capital risque, Edition Sciences Economiques – Travaux et recherches Pantheon Assas (Paris II), LGDJ, Paris, 1998.
- 9) Cyril Dermaria, Introduction au private equity : les bases du capital-investissement, Edition Revue Banque, Paris, 2006.
- 10) David T. Llewellyn, Luisa Anderloni and Reinhard H. Schmidt, Financial innovation in retail and corporate banking, Edward Elgar Publishing, USA, 2009.
- 11) Dilek Çetindamar, The growth of venture capital : A cross-cultural comparison, Edition Westport, London, 2003.
- 12) Emmanuelle Dubocage et Dorothee Rivaud-Danset, Le Capital-risque, Edition la Découverte, Paris, 2006.
- 13) Eric Stephany, La relation capital risque et PME : fondements et pratiques, Edition de boeck, Bruxelles, 2003.
- 14) Franklin Allen and Glenn Yago, Financing the future : Market-based innovations for Growth, Series on Financial innovation, New Jersey, Wharton School Publishing, Milken Institute, 2010.

- 15) Frédéric Mascré, Geoffroy Dubus, Jean-Sébastien Lantz, Yvan-Michel Ehkirch et Philippe Crochet, Capital risque et valorisation de la recherche, Edition AFIC, 2005.
- 16) François Denis Poitrinal, Capital investissement, Guide juridique et fiscal, LGDJ, 3<sup>ème</sup> édition, 2006.
- 17) Georges Depallens et Jean-Pierre Jobard, Gestion financière de l'entreprise, Sirey, 11<sup>ème</sup> édition, 1996.
- 18) Gérard Rouyer et Alain Choinel, La Banque et l'entreprise : Techniques actuelles de financement, Revue Banque, 1996.
- 19) Gilles Mougenot, Tout savoir sur le capital investissement : capital risque, capital développement, LBO, Edition Gualino, Paris, 2007.
- 20) Habib Haddad, Elias Boustani and Teeb Assaf, Collaborative entrepreneurship : The state of corporate-startup engagement in MENA, EXPO 2020 & WAMDA, May 2016.
- 21) Hanspeter Bader, Private Equity als Anlagekategorie : Theorie, Praxis und Portfolio-management für institutionelle Investoren Diss, Stuttgart, Germany, 1996
- 22) Jean Lachmann, Capital-risque et Capital-investissement, Edition Economica, Paris, 1999.
- 23) Jean Lachmann, Le seed Capital : Une nouvelle forme de capital-risque, Edition Economica, Paris, 1992.
- 24) Joël Bessis, Capital risque et financement des entreprises, Edition Economica, Paris, 1988.
- 25) John F. Marshall, Dictionary of financial engineering, Wiley series in financial engineering, John Wiley & Sons, USA, 2000.
- 26) John G. Gurley and Edward. S. Shaw, Money in a theory of finance, The Brookings Institution, Washington, DC.: The Brookings Institution, 1960.
- 27) José M. Fanelli and Rohinton Medhora, Financial Reform in Developing Countries, IDRC, International Development Research Centre, Canada, 1998.
- 28) Kamel Eddine Bouatouata, Le capital investissement, capital risque : USA-Europe-Tunisie-Maroc-Algérie, Enjeux et perspectives, Edition Grand Alger Livres, Alger, 2005.
- 29) Kamel Eddine Bouatouata, Le capital investissement enjeux & perspectives, Edition grand Alger livres, 2005.
- 30) Luc Bernet Rollande, Principes de technique bancaire, Dunod, France, 26<sup>ème</sup> édition, 2012.
- 31) Maik Kleinschmidt, Venture Capital, Corporate Governance and Firm Value, Deutscher Universitäts-Verlag | GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden, Germany 2007.

- 32) Mair Fereres et Gérard Rivière, L'introduction en bourse, Edition d'Organisation, France, 1999.
- 33) Mansoor Durrani and Grahame Boocock, Venture Capital, Islamic Finance and SMEs, Palgrave Macmillan, Great Britain, 2006.
- 34) Marc Bertoneche et Lister Vickery, Le Capital-risque, Universitaires de France, Collection Que sais-je?, Paris, 1987.
- 35) Myward A. et D. Boucard-Planel, La nouvelle donne du capital risque aux USA : entre changement et crise économique, Mission pour la science et de la technologie, France, 2010.
- 36) Patrick Atlan, Reprendre une entreprise en difficulté, Editions d'organisation, Paris, 1995.
- 37) Paul Dickson, The asset management review, The Law Reviews, 7<sup>ème</sup> édition, United Kingdom, 2018.
- 38) Pierre Battini, Capital Risque : Mode d'emploi, Edition Organisation, Paris, 3<sup>ème</sup> édition, 2001.
- 39) Pierre Conso et Farouk Hémici, Gestion financière de l'entreprise, Dunod, France, 11<sup>ème</sup> édition, 2005.
- 40) Robert Ferrandier et Vincent Koen, Marché de capitaux et techniques financières, Economica, Paris, 4<sup>ème</sup> édition, 1997.
- 41) Soumitra Dutta, Bruno Lanvin and Sacha Wunsch-Vincent, Global innovation index 2018 : Energizing the World with Innovation, World Intellectual Property Organisation, Suisse, 11<sup>th</sup> édition.

### ثالثا : الملتقيات والمجلات المتخصصة

#### I- الملتقيات والمجلات المتخصصة باللغة العربية

##### 1.I. الملتقيات

- (1) إبراهيم مزبود، نحو تفعيل طرق التمويل غير التقليدية في الجزائر : التمويل برأس المال المخاطر، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى العلمي حول " أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر بين 1990-2010"، مجلة الإقتصاد الجديد، مجلد رقم 10، 2014.
- (2) رابح خوني ورقية حساني، آفاق تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، الندوة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ودورها في الاقتصاديات المغاربية، جامعة سطيف، 25-28 ماي 2003.
- (3) رحيم حسين، التجديد التكنولوجي كمدخل إستراتيجي لدعم القدرة التنافسية للمؤسسات الجزائرية : حالة الصناعات والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الدولي حول تنافسية المؤسسات الإقتصادية وتحولات المحيط، جامعة محمد خيضر ببسكرة، 29-30 أكتوبر 2002.

- (4) روية 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 أبريل 2006.
- (5) صالح صالحي وعبد الحليم غربي، دور المنتجات المالية الإسلامية في تحقيق الإستقرار الإقتصادي، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الثاني بخميس مليانة حول الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية : النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً، المركز الجامعي بخميس مليانة، أيام 05-06 ماي 2009.
- (6) عبد الله إبراهيم، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، 17-18 أبريل 2006.
- (7) عبد العزيز بن محمد التميمي، الأساليب العلمية لتحليل المخاطر الصناعية، الإجتماع العاشر للحماية المدنية، جامعة الملك سعود، كلية الهندسة، المملكة العربية السعودية، 2008.
- (8) فؤاد محمد محسن، المصارف الإسلامية الواقع والتطلعات، المؤتمر الأول للمصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في سوريا تحت شعار آفاق الصيرفة الإسلامية، دمشق، 13-14 مارس 2006.
- (9) محمد عبده محمد مصطفى، رأس المال المخاطر إستراتيجية مقترحة للتعاون بين المصارف الإسلامية، ورقة بحثية مقدمة في المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر، كلية الشريعة والقانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة، بدون سنة النشر.
- (10) مريم شطيبي محمود، إنعكاسات انخفاض أسعار النفط على الإقتصاد الجزائري، مداخلة مقدمة في إطار أشغال الندوة الوطنية حول "أزمة أسواق الطاقة وتداعياتها على الإقتصاد الجزائري قراءة في تطورات أسواق الطاقة"، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية بقسنطينة، 14/05/2015.
- (11) موسى بن منصور، الابتكار المالي في المؤسسات المالية الإسلامية بين الأصالة والتقليد، مداخلة مقدمة في المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية : بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية وجامعة فرحات عباس بسطيف، يومي 05-06 ماي 2014.

## I. 2. المجالات

- (1) تقرير الأمم المتحدة للجنة الإقتصادية والإجتماعية لغرب آسيا، رأس المال المخاطر، تكنولوجيا الإتصال والإعلام (الاسكو) E/ESCWA/ICTD/2007/12.2006.
- (2) حوصلة حول التطورات النقدية والمالية لسنة 2016 وتوجهات سنة 2017، تدخل محافظ بنك الجزائر محمد لوكال أمام المجلس الشعبي الوطني، الجزائر، 12 فيفري 2018.
- (3) صندوق النقد العربي، أداء أسواق الأوراق المالية العربية، نشرة فصلية، العدد 92، الربع الأول 2018.
- (4) صندوق النقد الدولي، دليل الإحصاءات النقدية والمالية، واشنطن، 2000.
- (5) نشرة الوضع الإقتصادي، التوجهات النقدية والمالية خلال السداسي الأول من سنة 2017، بنك الجزائر.
- (6) هيئة الأوراق المالية والسلع، التقرير السنوي 2018، الإمارات العربية المتحدة.
- (7) وزارة المالية جمهورية مصر العربية، تطبيق تجربة رأسمال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مصر، 2004.

## 3. I. المقالات

- 1) بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر : دراسة حالة شركة SOFINANCE، العدد 05/2007، مجلة الباحث، دورية أكاديمية محكمة سنوية تصدر عن كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح بورقلة.
- 2) بريش عبد القادر وعابد نصيرة، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الإستثماري في الجزائر، مجلة إقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد رقم 14، العدد 2018/19.
- 3) بحوصي مجدوب وعريس عمار ويدروج نضال، رأس المال الجري الإسلامي : نموذج للتوفيق بين التمويل برأس المال الجري والتمويل التشاركي الإسلامي، مجلة إقتصاديات المال والأعمال، العدد 2018/08.
- 4) بوحرب حكيم، دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الإبتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة : دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الإقتصاد الجديد، مجلة علمية سداسية محكمة تصدر عن مخبر الإقتصاد الرقمي في الجزائر بجامعة خميس مليانة الجزائر، المجلد 05، العدد 2014/02.
- 5) بوعبد الله هيبية وحسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر : تجربة الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مجلة الإقتصاد والتنمية البشرية، دورية دولية علمية محكمة ومفهرسة تصدر عن جامعة البليدة، دار التل للطباعة، المجلد 06، العدد 2015/01.
- 6) خليفة وفاء، صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية..النموذج المثالي، مجلة دراسات في الإقتصاد والتجارة والمالية، مجلة علمية سنوية دولية محكمة متخصصة تصدر عن مخبر الصناعات التقليدية لجامعة الجزائر 3، المجلد 05، العدد 2016/02.
- 7) سامي بن إبراهيم السويلم، التحوط في التمويل الإسلامي، بنك التنمية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، نشر مكتبة الملك فهد الوطنية، المملكة العربية السعودية، الطبعة 01، 2008.
- 8) سامي بن إبراهيم السويلم، صناعة الهندسة المالية : نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للإستثمار، بيت المشورة للتدريب، الكويت، أبريل 2004.
- 9) سايب الزيتوني، رأس المال المخاطر كآلية مستحدثة في تمويل المؤسسات الناشئة والدروس المستفادة منها : حالة الجزائر والولايات المتحدة، مجلة البحوث والدراسات العلمية، مجلة علمية سنوية محكمة تصدرها جامعة يحي فارس بالمدينة، المجلد 12، العدد 2019/02.
- 10) سمير سحنون ومحمد لزرق، عقبات تطوير التمويل التساهمي برأس المال المخاطر في الدول المغاربية، مجلة دفاتر إقتصادية، المجلد 05، العدد 2014/01.
- 11) عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز : الإقتصاد الإسلامي، المملكة العربية السعودية، المجلد 20، العدد 2007/02.
- 12) محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، كلية العلوم الإقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري بقسنطينة، 2009.
- 13) نوزاد عبد الرحمن الهيتي وحسيب عبد الله الشمري، البحث العلمي في العالم العربي الواقع الراهن والتحديات، جامعة المثنى، مجلة المثنى للعلوم الإدارية والإقتصادية، العراق، المجلد 07، العدد 2017/02.

**-II الملتقيات والمجلات المتخصصة باللغة الفرنسية****1.II. المجلات**

- 1) Anne Drif, Capital-risque : pourquoi l'Europe résiste mieux que les Etats-Unis, Journal Les Echos.fr.
- 2) Conseil National Economique et Social, Rapport sur la Conjoncture Economique et Sociale du Premier Semestre 2004, Publication du CNES, Alger, 25<sup>ème</sup> Session Plénière, Décembre 2004.
- 3) Centre National sur l'Information Statistiques des Douanes (CNIS), Bilan du commerce extérieur.
- 4) Christine Lejoux, Innovacom coupe le cordon avec France Télécom, Journal de la Tribune, France, 20/04/2012.
- 5) Christine Lejoux, Les universités françaises s'initient au capital-risque, Journal de la Tribune, France, 03/05/2016.
- 6) Doing Business, Rapport de la Banque Mondial 2011 et 2018.
- 7) Jerzy Kalinowski, Should startups pursue corporate venture capital funding?, KPMG, Poland, 2016.
- 8) Ministère de l'industrie et des Mines, Bulletin d'information statistique de la PME, N°33, novembre 2018.
- 9) National Venture Capital Association, Yearbook 2011, 2016 et 2019, USA, PitchBook.
- 10) National Venture Capital Association, Venture Monitor 1Q 2019, USA, PitchBook.
- 11) OCDE, Panorama de l'entrepreneuriat 2017, Paris, 2018.
- 12) Rapport d'activité 2016, Association Française des Investisseurs pour la Croissance, Organisme professionnel totalement indépendant, regroupant la quasi-totalité des structures de capital-investissement en France.
- 13) World Economic Forum, The global competitiveness report 2015, 2017 et 2018.

**2.II. المقالات**

- 1) Abadi Mohamed et Mairif Asma, Le capital investissement : Une voie de financement alternatif, Revue d'études économiques contemporaines, Université de Bordj Bou Arréridj, N°01/2016.
- 2) Abdessatar ATI et Ibtissem GANNOUN, Le capital-risque et le financement des PME en tunisie : réalités et perspectives, Revue tunisienne d'économie, Tunisie, N°12/2004.
- 3) David H. Hsu and Martin Kenney, Organizing Venture Capital : The Rise and Demise of American Research & Development Corporation 1946-1973, Working Paper, 2004.
- 4) Dominique Piotet, Portrait de l'alchimiste du capital risque, L'atelier BNP PARIBAS Group.

- 5) Edouard-François de Lencquesaing, Une dynamique soutenue par Finance Innovation, variance-innovation, N°33/2008.
  - 6) Faruk Ülgen, La dynamique de financement de l'innovation, Edition de Boeck Supérieur, Innovations 2007/1, N°25.
  - 7) Franklin Allen, The changing nature of debt and equity : A financial perspective, Federal Reserve Bank of Boston, Conference Series, USA, Vol. 33, 1989.
  - 8) Frédérique Savignac, Quel mode de financement pour les jeunes entreprises innovantes : Financement interne, prêt bancaire, ou capital-risque ?, Edition Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.), Revue économique Vol. 58, N°04/2007.
  - 9) George W. Fenn, Nellie Liang and Stephen Prowse, The Economics of the Private Equity Market, Staff Studies from Board of Governors of the Federal Reserve System, N°168, Washington, December 1995.
  - 10) Gertrud Schrieder and Franz Heidhues, Reaching the Poor through Financial Innovations, Quarterly Journal of International Agriculture, Germany, Vol. 34, N°02/1995.
  - 11) Hoda Ahmed Ibraheem, Mechanisms of financial engineering as new alternatives, International Refereed Research Journal, Saudi Arabia, Vol. 04, N°03/2013.
  - 12) Iman Seoudi and Salma Mahmoud, Public policy for venture capital : a comparative study of Emirates, Saudi Arabia and Egypt, Review of Business & Finance Studies, Vol. 07, N°01/2016.
  - 13) John D.Finnerty, Financial Engineering in Corporate Finance : An Overview, Financial Management, Vol. 17, N°04/1988.
  - 14) John. G. Gurley and Edward. S. Shaw, Financial Aspects of Economic Development, The American Economic Review, Vol. 45, N°04/1955.
  - 15) John. G. Gurley and Edward. S. Shaw, Financial intermediaries and the Saving-Investment Process, The Journal of Finance, The Journal of The American Finance Association, Vol. 11, N°02/1956.
  - 16) Merton Howard Miller, Financial innovation : The last twenty years and the next, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 21, issue 4, December 1986.
  - 17) Olivier Harmant, Capital-risque : un bon cru 2015 pour les entreprises européennes, FRENCHWEB.FR, le magazine de l'innovation.
  - 18) Peter Ferdinand Drucker, The discipline of innovation, Harvard Business Review, November-December 1998.
  - 19) Peter Tufano, Financial innovation, Working paper, Harvard Business School, Handbook of the Economics of Finance, North Holland, 2003.
-

- 20) Raymond W. Goldsmith, Capital Formation and Economic Growth, Universities National Bureau Committee for Economic Research, Princeton University Press, États-Unis, 1955.
- 21) Robert Carhart Merton, Financial innovation and the management and regulation of financial institutions, Journal of Banking & Finance, USA, Vol. 19, Issue 3-4, 1995.
- 22) Sami Al Suwailem, Financial engineering : An islamic perspective, Sinergi, Vol. 09, N°01/2007.
- 23) Scott Frame W. and Lawrence J. White, Empirical Studies of Financial Innovation : Lots of Talk, Little Action?, Journal of Economic Literature, American Economic Association, Vol. 42, N°01/2004.
- 24) Scott P. Mason, Robert C. Merton, André F. Perold and Peter Tufano, Cases in Financial Engineering : Applied Studies of Financial Innovation, The Journal of Finance, American Economic Association, Vol. 50, N°05/1995.
- 25) Thomas Hellmann and Manju Puri, The Interaction between Product Market and Financing Strategy : The Role of Venture Capital, The Review of Financial Studies, Vol. 13, N°04/2000.
- 26) Venture Capital 2016, Etude de «Upfront VC Analysis 2016», réalisée par Upfront, une société de capital risque américaine, publiée en 02/02/2016.
- 27) Vibha Gaba, Why Do So Many Corporate VCs Die Young?, INSEAD Associate Professor of Entrepreneurship, 2017.
- 28) Yuan K. Chou and Martin S. Chin, Financial innovations and technological innovations as twin engines of economic growth, University of Melbourne, Australia, 2004.
- 29) Yves Ullmo, Intermédiation, intermédiaires financiers et marché, Revue d'économie financière, Vol. 89, N°03/2007.

#### رابعاً : القوانين والأوامر

- 1) قانون رقم 21-04 المتضمن قانون المالية لسنة 2005، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 85، 30 ديسمبر 2004.
- 2) القانون رقم 11-06 المتعلق بشركة الرأسمال الإستثماري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 42، 25 جوان 2006.
- 3) الأمر رقم 11-03 المتعلق بالنقد والقرض، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 52، 27 أوت 2003.
- 4) الأمر رقم 01-09 المتضمن قانون المالية التكميلي لسنة 2009، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 44، 26 يوليو 2009.
- 5) مرسوم تشريعي رقم 10-93 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 34، 23 ماي 1993.

- (6) المرسوم التنفيذي رقم 190/2000، المتضمن تحديد صلاحيات وزارة المؤسسات والصناعات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 42، 11 جويلية 2000.
- (7) المرسوم التنفيذي رقم 56-08 المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة الرأسمال الإستثماري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 09، 24 فيفري 2008.
- (8) القرار الوزاري المحدد لمقاييس الكفاءة والإحترافية لمسيرى شركة الرأسمال الإستثماري، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 05، 21 جانفي 2009.
- (9) القرار الإداري رقم (3 /ر.ت)، بشأن ضوابط صندوق رأس المال المخاطر، الإمارات العربية المتحدة، 05 جانفي 2017.
- (10) مقرر رقم 01-18 المتضمن نشر قائمة البنوك وقائمة المؤسسات المالية المعتمدة في الجزائر، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 04، 28 جانفي 2018.

### خامسا : الرسائل والأطروحات

#### I- الرسائل والأطروحات باللغة العربية

- (1) بسعود حليلة، إشكالية التنمية الإقتصادية في إفريقيا : بين القانون الدولي للتنمية وفعالية التعاون الدولي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في القانون العام، جامعة الجزائر 1 بن يوسف بن خدة، 2016-2017.
- (2) سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر، دراسة حالة تونس، المغرب والجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في علوم الإقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد بتلمسان، 2012-2013.
- (3) سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة : مع الإشارة لحالة الجزائر، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي بأم البواقي، 2013-2014.
- (4) سميحة بن محياوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية : دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر ببيسكرة، 2014-2015.
- (5) محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية، معهد العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، جويلية 1999.
- (6) محمد شريف بن زواي، هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر : حالة الجزائر، مذكرة ماجستير بالمدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2011.

#### II- الرسائل والأطروحات باللغة الفرنسية

- 1) Malika Lounes, les principaux déterminants de la dynamique du capitat-risque, Thèse de doctorat pour l'obtention du grade de Docteur en sciences économiques, Université Paris-Est, Créteil Val de Marne, France, 2012.

#### سادسا : المواقع الإلكترونية

- (1) الموقع شركة Africinvest [www.africinvest.com](http://www.africinvest.com)
- (2) موقع الوكالة الوطنية لتطوير الإستثمار [www.andi.dz](http://www.andi.dz)

- 3) [www.asicom.dz](http://www.asicom.dz) موقع الشركة الجزائرية السعودية للإستثمار
- 4) [www.cosob.org](http://www.cosob.org) موقع لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها
- 5) [data.oecd.org/fr](http://data.oecd.org/fr) قاعدة بيانات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية
- 6) [www.eldjazair-istithmar.dz](http://www.eldjazair-istithmar.dz) موقع شركة الجزائر إستثمار
- 7) [www.fni.dz](http://www.fni.dz) موقع الصندوق الوطني للإستثمار
- 8) [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com) موقع سوق الأوراق المالية NASDAQ
- 9) [www.proparco.fr](http://www.proparco.fr) موقع شركة الترقية والمساهمة من أجل التعاون الإقتصادي
- 10) [www.sca.gov.ae](http://www.sca.gov.ae) موقع هيئة الأوراق المالية والسلع بالإمارات العربية المتحدة
- 11) [www.sofinance.dz](http://www.sofinance.dz) موقع الشركة المالية للإستثمار والمساهمة والتوظيف
- 12) [www.iseqs.com](http://www.iseqs.com) الموقع العالمي للإقتصاد الإسلامي
- 13) <https://admin.magnitt.com> قاعدة بيانات للمستثمرين ورواد الأعمال والشركات في الشرق الأوسط وشمال إفريقيا

## الملحق رقم : 01

## عنوان الملحق : أنواع الابتكارات المالية في مجال تمويل الأعمال والمؤسسات

الأشكال التنظيمية	الأنشطة والعمليات	المنتجات والخدمات
- فتحت أول كلية إدارة الأعمال، في فيرونا (1284)	- إختراع القيد المزدوج في مسك الدفاتر (1494)	- عقود التسليم في المستقبل (1200)
- تأسست بورصة نيويورك (1792)	- أول نشر لنظرية Miller و Modigliani (1958)	- أول إصدار للأسهم الممتازة (1836)
- قانون نابليون الذي يعزز مفهوم الشراكة المحدودة في أوروبا (1807)	- عرض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM (1964)	- ظهور الأسواق الحديثة ذات الإنتاجية - العائد - العالية (1974)
- تأسست بورصة شيكاغو التجارية (1898)	- عرض نموذج التمويل Monte Carlo (1964)	- مؤشر الأسهم الآجلة المتداولة في S&P500 (1982)
- جامعة هارفارد تقدم أول برنامج ماجستير في إدارة الأعمال في العالم (1908)	- وضع فرضية كفاءة الأسواق (1965)	- مؤشر الأسهم الآجلة المتداولة في FTSE100 (1984)
- أول إتحاد إنتماني (1909)	- صيغة Black-Scholes لتسعير الخيارات (1973)	- ظهور الصناديق المتداولة في البورصة (1989)
- إنشاء صندوق النقد الدولي IMF (1944)	- صياغة مصطلح الأسواق الناشئة من طرف Antoine Van Agtmael (1981)	- ظهور أول صناديق الإستثمار الحديثة Massachusetts Investment Trust (1924)
- تأسيس مجموعة البنك الدولي (1945)		- أول خدمة مطابقة آلية دولية لأسعار صرف العملات الأجنبية (1990)
- ظهور صناعة رأس المال المخاطر (1946)		- إدخال الخدمات البنكية عبر الأنترنت (1995)
- أصول صناديق التحوط الحديثة (1965)		- إختراع عقود مبادلة التعثر على السداد الحديثة CDS (1997)
- تأسست ناسداك، سوق الأسهم الإلكترونية الأولى في العالم (1971)		- إدراج سندات الخريفة المرتبطة بالتضخم (1997)
- أصبح بنك غرامين بينغلاديش مؤسسة مالية رسمية (1983)		- الإعلان عن عقود الشراء المسبقة (2005)
- إنشاء أول بنك للتخفيف في الأراضي الرطبة (1993)		- أول توريق للتمويل الأصغر Blue Orchard (2006)
- إنطلاق أول صندوق للتفاوض بالبورصة ETF (1993)		- إصدار أول السندات المانحة للبحث والتطوير في مجال اللقاحات (2006)
- شكلت أول صناديق التكنولوجيا النظيفة (2004)		- الإيجار لشراء الرهون العقارية (2007)
		- إصدار الأوراق المالية المرتبطة بالزلال في أمريكا الوسطى (2008)
		- إدخال إلى السوق من طرف البنك الدولي - السندات الخضراء (2009)

**Source :** Franklin Allen and Glenn Yago, **Financing the future : Market-based innovations for Growth**, Series on Financial innovation, New Jersey, Wharton School Publishing, Milken Institute, 2010, P 57.

## الملحق رقم : 02

## عنوان الملحق : قائمة الأساتذة المحكمين

البريد الإلكتروني	الجامعة	الدرجة العلمية	الأساتذة المحكمين
dr.baek70@gmail.com	المدرسة العليا للتجارة بالقلبية	أستاذ	(1) بريش عبد القادر
khal_benamor@yahoo.fr	جامعة محمد بوقرة - بومرداس	أستاذ	(2) بن عمر خالد
khalid_trust@yahoo.com	جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل	أستاذ محاضر (أ)	(3) خالد ليتيم
Mehia0711@hotmail.fr	جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل	أستاذ محاضر (ب)	(4) محي الدين سمير

## الملحق رقم : 03

عنوان الملحق : إستمارة الإستبيان

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المدرسة العليا للتجارة - القليعة

## إستبيان

إستمارة رقم :

التاريخ :

السلام عليكم ورحمة الله وبركاته ... وبعد،

في إطار التحضير لأطروحة دكتوراه في المالية تم إعداد هذا الإستبيان، حيث يسعى الباحث من خلاله للتعرف على واقع آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، ويهدف إستكمال الدراسة الميدانية التي هي أحد متطلبات إستكمال البحث، يضع الباحث بين أيديكم هذا الإستبيان، ونرجوا من سيادتكم تقديم لنا يد العون من خلال الإجابة الدقيقة والموضوعية على كافة الأسئلة الواردة فيه، وذلك بوضع علامة (x) في الخانة التي تتفق مع رأيكم.

إن تعاونكم معنا سيؤدي بلا شك إلى تقديم إضافة لموضوع البحث كونكم أهل خبرة وإختصاص، كما هو دعم للبحث العلمي في الجزائر، مع العلم بأن هذه المعلومات ستستخدم فقط لإثراء البحث العلمي.

نشكر لكم مقدما جهودكم وحسن تعاونكم.

الباحث

## شرح المصطلحات

- رأس المال المخاطر : هو نمط تمويلي متميز، يوفر الأموال اللازمة للمشاريع التي تتسم بمخاطرة عالية والتي لديها إمكانيات نمو عالية، مع إرفاقها بالدعم الفني والتسييري، وذلك على أمل الحصول على عائد مرتفع، خلال الفترة التي سيستثمر فيها المخاطر برأس المال.
- المشاركة : حيث يقوم المشارك بتمويل نسبة من المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله، بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح والخسائر، لكن بالمقابل يحق له الإشتراك في القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع وإدارته بما يحقق إستمرارية المؤسسة وتطورها.
- ثقافة المقاولاتية : هي مجمل المهارات والمعلومات المكتسبة من فرد أو مجموعة من الأفراد ومحاولة إستغلالها، وذلك بتطبيقها في الإستثمار في رؤوس الأموال وهذا بإيجاد أفكار مبتكرة جديدة في مجمل القطاعات الموجودة، إضافة إلى وجود هيكل تسييري وتنظيمي، وهي تتضمن التصرفات، التحفيز، ردود الأفعال، التخطيط، إتخاذ القرارات، التنظيم والمراقبة.

## المحور الأول : أسئلة عامة عن المؤسسة

- (3) ما هو الشكل القانوني للمؤسسة ؟
- مؤسسة الشخص الوحيد ذات المسؤولية المحدودة EURL
- شركة تضامن SNC
- شركة ذات مسؤولية محدودة SARL
- شركة ذات الأسهم SPA
- (4) ما هو نوع المؤسسة ؟
- مصغرة (من 1-9 عمال)
- صغيرة (من 10-49 عامل)
- متوسطة (من 50-250 عامل)
- (5) ما هو عمر المؤسسة ؟
- أقل من سنة
- من 1-5 سنوات
- من 5-10 سنوات
- أكثر من 10 سنوات
- (6) ما هو القطاع الذي تنتمي إليه المؤسسة ؟
- خاص
- عمومي
- (7) ما هو ميدان نشاط المؤسسة ؟
- التكنولوجيات
- الخدمات
- التجارة
- الصناعة
- قطاعات أخرى .....
- (1) في أي إطار تم إنشاء المؤسسة ؟
- في إطار خاص
- في إطار عمومي
- في إطار وكالات ترقية ودعم الإستثمارات
- (2) ما هو أهم مصدر تمويلي للمؤسسة ؟
- التمويل الذاتي
- القروض البنكية
- إعانات الدولة
- القرض الإيجاري
- بورصة الأوراق المالية
- (7) ما هي المراحل الحرجة التي تستدعي التمويل الخارجي ؟
- تمويل مرحلة ما قبل الإنطلاق
- تمويل مرحلة الإنطلاق
- تمويل مرحلة التوسع والتطور
- تمويل مرحلة تحويل الملكية
- تمويل مرحلة التقويم
- (8) هل توافق على فتح رأس مال مؤسستك ؟
- نعم
- لا
- (9) هل تؤيد وجود جهة مختصة واحدة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؟
- نعم
- لا

## المحور الثاني : أسئلة متعلقة بطلب التمويل عامة عند أصحاب المشاريع الإستثمارية

البيان	لا أتفق تماما	لا أتفق	محايد	أتفق	أتفق تماما
1. تعتبر القيود المالية من أهم العقبات التي تواجهها المشاريع الإستثمارية					
2. تحتاج إلى ممول يقدم الدعم المالي إلى جانب الدعم الفني والإداري					
3. تفضل إعتقاد الممول على الجدوى الإقتصادية للمشروع					
4. تحتاج إلى مصدر تمويلي مناسب لكافة مراحل المشروع					
5. تحتاج إلى مصدر تمويلي يتوافق مع صيغ التمويل الإسلامي					
6. يعتبر دور البنوك في تمويل المشاريع الجديدة غير كافي					
7. تحتاج المشروعات الصغيرة والمتوسطة لدعم وتمويل القطاع الخاص					
8. تقترح العديد من الدراسات إنشاء شركات لرأس المال المخاطر لمواجهة مشكل دعم وتمويل المشاريع الجديدة					

## المحور الثالث : أسئلة متعلقة بالعوامل التي تعيق تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة

البيان	لا أتفق تماما	لا أتفق	محايد	أتفق	أتفق تماما
1. ضعف القدرة الإئتمانية لهذه المشروعات					
2. عدم وجود ثقافة الإقتراض					
3. ضعف القدرة على تقديم البيانات المالية المطلوبة					
4. عدم القدرة على إعداد دراسات جدوى إقتصادية سليمة وموضوعية					
5. إنخفاض العائد الذي تحققه المؤسسات المالية المقرضة					
6. إرتفاع درجة المخاطرة					
7. عدم دقة المعلومات المتوفرة عند هذه المشروعات					
8. نقص الخبرة في إدارة المشاريع					
9. إرتفاع تكاليف إدارة القرض					

## المحور الرابع : أسئلة متعلقة بأسباب عدم التعامل بآلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر

البيان	لا أتفق تماما	لا أتفق	محايد	أتفق	أتفق تماما
1. غياب الوعي المالي بشأن آلية التمويل برأس المال المخاطر					
2. نقص الخبرة عند المقاولين حول كيفية عرض مشاريعهم					
3. نقص الثقافة المقاولاتية لدى أصحاب المشاريع					
4. دخولها كشرريك					
5. قلة عدد مؤسسات رأس المال المخاطر					
6. عدم توفر بيانات عن نشاط رأس المال المخاطر					
7. ضعف الموارد المالية المخاطرة وعدم كفايتها					
8. ندرة الخبرات المؤهلة لإدارة المشاريع ذات المخاطر العالية					
9. محدودية آليات الخروج من الإستثمارات الممولة					

## المحور الخامس : أسئلة متعلقة بأهم سبل تفعيل آلية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر

البيان	لا أتفق تماما	لا أتفق	محايد	أتفق	أتفق تماما
1. الترويج والدعاية لرأس المال المخاطر والإمتميازات المرتبطة به					
2. الإهتمام أكثر بالبحث والتطوير					
3. نشر الثقافة المقاولاتية وحس المجازفة بتفعيل دور الهياكل المساعدة					
4. نشر ثقافة المشاركة					
5. تحفيز مساهمة القطاع الخاص لإنشاء صناديق رأس المال المخاطر					
6. إنشاء هيئة متخصصة في رأس المال المخاطر تعمل على توفير قاعدة بيانات عن نشاطه					
7. قيام الشركات الكبرى بإنشاء صناديق رأس المال المخاطر وإسناد مهمة إدارتها إلى شركات متخصصة في هذا المجال					
8. تكوين خبراء إستشاريين في الإستثمارات ذات المخاطرة المرتفعة					
9. تنشيط بورصة الأوراق المالية					



## الملحق رقم : 04

عنوان الملحق : نتائج الإستهبان بإستخدام برنامج الحزمة الإحصائية  
للعلوم الإجتماعية (SPSS)

FREQUENCIES VARIABLES=Y5 Y6 Y7 Y8 Y9 Y10 Y11 Y12 Y13 Y14 Y15 Y16 Y17		
X10 X11 X12 X13 X14 X15 X16 X17 X18 X19 X20 X21 X22		
/STATISTICS=STDDEV MEAN		
/ORDER=ANALYSIS.		
<b>Fréquences</b>		
<b>Remarques</b>		
Sortie obtenue	06-OCT-2019 10:15:27	
Commentaires		
Entrée	Données	C:\Users\lyes\Desktop\Questionnaire_PME.sav
	Jeu de données actif	Jeu_de_données1
	Filtre	<sans>
	Pondération	<sans>
	Fichier scindé	<sans>
	N de lignes dans le fichier de travail	115
Gestion des valeurs manquantes	Définition de la valeur manquante	Les valeurs manquantes définies par l'utilisateur sont traitées comme étant manquantes.
	Observations utilisées	Les statistiques sont basées sur toutes les observations comportant des données valides.
Syntaxe	FREQUENCIES VARIABLES=Y5 Y6 Y7 Y8 Y9 Y10 Y11 Y12 Y13 Y14 Y15 Y16 Y17 Y18 Y19 Y20 Y21 X5 X6 X7 X8 X9 X10 X11 X12 X13 X14 X15 X16 X17 X18 X19 X20 X21 X22 /STATISTICS=STDDEV MEAN /ORDER=ANALYSIS.	
Ressources	Temps de processeur	00:00:00,11
	Temps écoulé	00:00:00,30

## Statistiques

		Y5	Y6	Y7	Y8	Y9	Y10
N	Valide	115	115	115	115	115	115
	Manquant	0	0	0	0	0	0
Moyenne		4,31	3,90	4,20	4,10	3,77	3,83
Ecart type		,83	1,09	,92	,78	,96	,84

		Y11	Y12	Y13	Y14	Y15	Y16
N	Valide	115	115	115	115	115	115
	Manquant	0	0	0	0	0	0
Moyenne		3,64	3,74	3,89	3,83	4,03	4,43
Ecart type		,88	1,04	1,00	1,35	1,15	,70

		Y17	Y18	Y19	Y20	Y21	X5
N	Valide	115	115	115	115	115	115
	Manquant	0	0	0	0	0	0
Moyenne		4,56	4,05	4,32	4,49	3,97	4,54
Ecart type		,68	,89	,82	,80	1,26	,57

		X6	X7	X8	X9	X10	X11
N	Valide	115	115	115	115	115	115
	Manquant	0	0	0	0	0	0
Moyenne		4,37	4,24	4,38	4,29	4,48	3,77
Ecart type		,69	,72	,56	,57	,57	1,00

		X12	X13	X14	X15	X16	X17
N	Valide	115	115	115	115	115	115
	Manquant	0	0	0	0	0	0
Moyenne		3,97	4,15	4,50	4,34	4,17	4,15
Ecart type		,86	,55	,57	,61	,62	,82

		X18	X19	X20	X21	X22
N	Valide	115	115	115	115	115
	Manquant	0	0	0	0	0
Moyenne		4,31	4,32	4,10	4,10	3,99
Ecart type		,57	,54	,71	,80	,66

## Table de fréquences

Y5					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	9	7,8	7,8	7,8
	أتفق	52	45,2	45,2	53,0
	أتفق تماما	54	47,0	47,0	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

Y6					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق تماما	3	2,6	2,6	2,6
	لا أتفق	16	13,9	13,9	16,5
	محايد	8	7,0	7,0	23,5
	أتفق	51	44,3	44,3	67,8
	أتفق تماما	37	32,2	32,2	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

Y7					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	11	9,6	9,6	9,6
	محايد	6	5,2	5,2	14,8
	أتفق	47	40,9	40,9	55,7
	أتفق تماما	51	44,3	44,3	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

Y8					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	8	7,0	7,0	7,0
	محايد	6	5,2	5,2	12,2
	أتفق	68	59,1	59,1	71,3
	أتفق تماما	33	28,7	28,7	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

Y9					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق تماما	1	,9	,9	,9
	لا أتفق	17	14,8	14,8	15,7
	محايد	12	10,4	10,4	26,1
	أتفق	62	53,9	53,9	80,0
	أتفق تماما	23	20,0	20,0	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

Y10					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	15	13,0	13,0	13,0
	محايد	7	6,1	6,1	19,1
	أتفق	76	66,1	66,1	85,2
	أتفق تماما	17	14,8	14,8	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

Y11					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	22	19,1	19,1	19,1
	محايد	6	5,2	5,2	24,3
	أتفق	78	67,8	67,8	92,2
	أتفق تماما	9	7,8	7,8	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

Y12					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق تماما	5	4,3	4,3	4,3
	لا أتفق	13	11,3	11,3	15,7
	محايد	12	10,4	10,4	26,1
	أتفق	62	53,9	53,9	80,0
	أتفق تماما	23	20,0	20,0	100,0
Total		115	100,0	100,0	

Y13					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق تماما	4	3,5	3,5	3,5
	لا أتفق	8	7,0	7,0	10,4
	محايد	16	13,9	13,9	24,3
	أتفق	56	48,7	48,7	73,0
	أتفق تماما	31	27,0	27,0	100,0
Total		115	100,0	100,0	

Y14					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق تماما	4	3,5	3,5	3,5
	لا أتفق	28	24,3	24,3	27,8
	محايد	7	6,1	6,1	33,9
	أتفق	20	17,4	17,4	51,3
	أتفق تماما	56	48,7	48,7	100,0
Total		115	100,0	100,0	

Y15					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	23	20,0	20,0	20,0
	محايد	4	3,5	3,5	23,5
	أتفق	34	29,6	29,6	53,0
	أتفق تماما	54	47,0	47,0	100,0
	Total		115	100,0	100,0

Y16					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	2	1,7	1,7	1,7
	محايد	8	7,0	7,0	8,7
	أتفق	44	38,3	38,3	47,0
	أتفق تماما	61	53,0	53,0	100,0
	Total		115	100,0	100,0

Y17					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	2	1,7	1,7	1,7
	محايد	6	5,2	5,2	7,0
	أتفق	33	28,7	28,7	35,7
	أتفق تماما	74	64,3	64,3	100,0
	Total		115	100,0	100,0

Y18					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق تماما	2	1,7	1,7	1,7
	لا أتفق	10	8,7	8,7	10,4
	أتفق	71	61,7	61,7	72,2
	أتفق تماما	32	27,8	27,8	100,0
	Total		115	100,0	100,0

Y19					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	6	5,2	5,2	5,2
	محايد	8	7,0	7,0	12,2
	أتفق	44	38,3	38,3	50,4
	أتفق تماماً	57	49,6	49,6	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

Y20					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	6	5,2	5,2	5,2
	محايد	4	3,5	3,5	8,7
	أتفق	33	28,7	28,7	37,4
	أتفق تماماً	72	62,6	62,6	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

Y21					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق تماماً	4	3,5	3,5	3,5
	لا أتفق	18	15,7	15,7	19,1
	محايد	14	12,2	12,2	31,3
	أتفق	20	17,4	17,4	48,7
	أتفق تماماً	59	51,3	51,3	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X5					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	محايد	4	3,5	3,5	3,5
	أتفق	45	39,1	39,1	42,6
	أتفق تماماً	66	57,4	57,4	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X6					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	2	1,7	1,7	1,7
	محايد	8	7,0	7,0	8,7
	أتفق	51	44,3	44,3	53,0
	أتفق تماماً	54	47,0	47,0	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X7					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	1	,9	,9	,9
	محايد	16	13,9	13,9	14,8
	أتفق	52	45,2	45,2	60,0
	أتفق تماماً	46	40,0	40,0	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X8					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	محايد	4	3,5	3,5	3,5
	أتفق	63	54,8	54,8	58,3
	أتفق تماماً	48	41,7	41,7	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X9					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	محايد	7	6,1	6,1	6,1
	أتفق	68	59,1	59,1	65,2
	أتفق تماما	40	34,8	34,8	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X10					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	محايد	4	3,5	3,5	3,5
	أتفق	52	45,2	45,2	48,7
	أتفق تماما	59	51,3	51,3	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X11					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	21	18,3	18,3	18,3
	محايد	11	9,6	9,6	27,8
	أتفق	57	49,6	49,6	77,4
	أتفق تماما	26	22,6	22,6	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X12					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	9	7,8	7,8	7,8
	محايد	17	14,8	14,8	22,6
	أتفق	57	49,6	49,6	72,2
	أتفق تماما	32	27,8	27,8	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X13					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	محايد	10	8,7	8,7	8,7
	أتفق	78	67,8	67,8	76,5
	أتفق تماما	27	23,5	23,5	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X14					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	محايد	4	3,5	3,5	3,5
	أتفق	49	42,6	42,6	46,1
	أتفق تماما	62	53,9	53,9	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X15					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	محايد	8	7,0	7,0	7,0
	أتفق	60	52,2	52,2	59,1
	أتفق تماما	47	40,9	40,9	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X16					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	1	,9	,9	,9
	محايد	11	9,6	9,6	10,4
	أتفق	71	61,7	61,7	72,2
	أتفق تماما	32	27,8	27,8	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X17					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	9	7,8	7,8	7,8
	محايد	4	3,5	3,5	11,3
	أتفق	63	54,8	54,8	66,1
	أتفق تماما	39	33,9	33,9	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X18					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	محايد	6	5,2	5,2	5,2
	أتفق	67	58,3	58,3	63,5
	أتفق تماما	42	36,5	36,5	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X19					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	محايد	4	3,5	3,5	3,5
	أتفق	70	60,9	60,9	64,3
	أتفق تماما	41	35,7	35,7	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X20					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	5	4,3	4,3	4,3
	محايد	9	7,8	7,8	12,2
	أتفق	71	61,7	61,7	73,9
	أتفق تماما	30	26,1	26,1	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X21					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	9	7,8	7,8	7,8
	محايد	4	3,5	3,5	11,3
	أتفق	68	59,1	59,1	70,4
	أتفق تماما	34	29,6	29,6	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

X22					
		Fréquence	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide	لا أتفق	3	2,6	2,6	2,6
	محايد	16	13,9	13,9	16,5
	أتفق	75	65,2	65,2	81,7
	أتفق تماما	21	18,3	18,3	100,0
	Total	115	100,0	100,0	

CORRELATIONS		
/VARIABLES=T y1 y2 x1 x2		
/PRINT=TWOTAIL NOSIG		
/MISSING=PAIRWISE.		
<b>Corrélations</b>		
<b>Remarques</b>		
Sortie obtenue		06-OCT-2019 09:42:19
Commentaires		
Entrée	Données	C:\Users\lyes\Desktop\Questionnaire_PME.sav
	Jeu de données actif	Jeu_de_données1
	Filtre	<sans>
	Pondération	<sans>
	Fichier scindé	<sans>
	N de lignes dans le fichier de travail	115
Gestion des valeurs manquantes	Définition de la valeur manquante	Les valeurs manquantes définies par l'utilisateur sont traitées comme étant manquantes.
	Observations utilisées	Les statistiques associées à chaque paire de variables sont basées sur l'ensemble des observations contenant des données valides pour cette paire.
Syntaxe		CORRELATIONS /VARIABLES=T y1 y2 x1 x2 /PRINT=TWOTAIL NOSIG /MISSING=PAIRWISE.
Ressources	Temps de processeur	00:00:00,02
	Temps écoulé	00:00:00,04

## Corrélations

		T	y1	y2	x1	x2
T	Corrélation de Pearson	1	,403**	,843**	,788**	,552**
	Sig. (bilatérale)		,000	,000	,000	,000
	N	115	115	115	115	115
y1	Corrélation de Pearson	,403**	1	,149	,049	-,129
	Sig. (bilatérale)	,000		,112	,605	,171
	N	115	115	115	115	115
y2	Corrélation de Pearson	,843**	,149	1	,494**	,219*
	Sig. (bilatérale)	,000	,112		,000	,019
	N	115	115	115	115	115
x1	Corrélation de Pearson	,788**	,049	,494**	1	,757**
	Sig. (bilatérale)	,000	,605	,000		,000
	N	115	115	115	115	115
x2	Corrélation de Pearson	,552**	-,129	,219*	,757**	1
	Sig. (bilatérale)	,000	,171	,019	,000	
	N	115	115	115	115	115

\*\* . La corrélation est significative au niveau 0,01 (bilatéral).

\* . La corrélation est significative au niveau 0,05 (bilatéral).

RELIABILITY		
/VARIABLES=Y5 Y7 Y9 Y11 Y13 Y15 Y17 Y19 Y21 X6 X8 X10 X12 X14 X16		
Y16 Y18 Y20 X5 X7 X9 X11 X13 X15 X17 X19 X21		
/SCALE('ALL VARIABLES') ALL		
/MODEL=SPLIT		
/STATISTICS=SCALE HOTELLING.		
<b>Fiabilité</b>		
<b>Remarques</b>		
Sortie obtenue		06-OCT-2019 09:51:17
Commentaires		
Entrée	Données	C:\Users\lyes\Desktop\Questionnaire_PME.sav
	Jeu de données actif	Jeu_de_données1
	Filtre	<sans>
	Pondération	<sans>
	Fichier scindé	<sans>
	N de lignes dans le fichier de travail	115
	Entrée de la matrice	
Gestion des valeurs manquantes	Définition de la valeur manquante	Les valeurs manquantes définies par l'utilisateur sont traitées comme étant manquantes.
	Observations utilisées	Les statistiques reposent sur l'ensemble des observations dotées de données valides pour toutes les variables dans la procédure.
Syntaxe		RELIABILITY /VARIABLES=Y5 Y7 Y9 Y11 Y13 Y15 Y17 Y19 Y21 X6 X8 X10 X12 X14 X16 X18 X20 X22 Y6 Y8 Y10 Y12 Y14 Y16 Y18 Y20 X5 X7 X9 X11 X13 X15 X17 X19 X21 /SCALE('ALL VARIABLES') ALL /MODEL=SPLIT /STATISTICS=SCALE HOTELLING.
Ressources	Temps de processeur	00:00:00,00
	Temps écoulé	00:00:00,02

**Echelle : ALL VARIABLES****Récapitulatif de traitement des observations**

		N	%
Observations	Valide	115	100,0
	Exclu <sup>a</sup>	0	0,0
	Total	115	100,0

a. Suppression par liste basée sur toutes les variables de la procédure.

**Statistiques de fiabilité**

Alpha de Cronbach	Partie 1	Valeur	,733
		Nombre d'éléments	18 <sup>a</sup>
	Partie 2	Valeur	,598
		Nombre d'éléments	17 <sup>b</sup>
Nombre total d'éléments			35
Corrélation entre les sous-échelles			,863
Coefficient de Spearman-Brown	Longueur égale		,926
	Longueur inégale		,926
Coefficient de Guttman			,917

a. Les éléments sont : Y5 Y7 Y9 Y11 Y13 Y15 Y17 Y19 Y21 X6 X8 X10 X12 X14 X16 X18 X20 X22

b. Les éléments sont : Y6 Y8 Y10 Y12 Y14 Y16 Y18 Y20 X5 X7 X9 X11 X13 X15 X17 X19 X21

**Statistiques d'échelle**

	Moyenne	Variance	Ecart type	Nombre d'éléments
Partie 1	74,97	39,289	6,268	18 <sup>a</sup>
Partie 2	70,25	26,945	5,191	17 <sup>b</sup>
Deux parties	145,23	122,369	11,062	35

a. Les éléments sont : Y5 Y7 Y9 Y11 Y13 Y15 Y17 Y19 Y21 X6 X8 X10 X12 X14 X16 X18 X20 X22

b. Les éléments sont : Y6 Y8 Y10 Y12 Y14 Y16 Y18 Y20 X5 X7 X9 X11 X13 X15 X17 X19 X21

**Test T-carré de Hotelling**

T-carré de Hotelling	F	ddl1	ddl2	Sig
900,219	18,813	34	81	,000