

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة أبي بكر بلقايد – تلمسان –

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و العلوم التسيير

رسالة لنيل شهادة الدكتوراه

في العلوم الاقتصادية

تخصص : اقتصاد التنمية.

الموضوع:

فرص تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة برأس المال المخاطر

دراسة حالة: تونس، المغرب، و الجزائر.

تحت إشراف:

أ.د.بن بوزيان محمد

من إعداد الطالب:

سحنون سمير

**لجنة المناقشة:**

رئيسا	جامعة سيدي بلعباس	أ.د بورحلة علال
مشرفا	جامعة تلمسان	أ.د بن بوزيان محمد
ممتحنا	جامعة تلمسان	أ.د بوهنة علي
ممتحنا	جامعة تلمسان	الدكتور بن لدغم فتحي
ممتحنا	جامعة سيدي بلعباس	الدكتور بن سعيد محمد
ممتحنا	جامعة مستغانم	الدكتور رمضاني محمد

السنة الجامعية : 2012–2013

## إهداء

اهدي هذا العمل إلى:  
الوالدين الكريمين أطال الله في عمرهما.  
إلى زوجتي  
إلى أخواتي و جميع أفراد عائلتي  
إلى كافة الأهل و الأقارب  
إلى الأصدقاء و الأساتذة  
إلى كل طلبة العلم  
إلى هؤلاء جميعا اهدي حصاد جهدي و عملي.



## تشكرات

الحمد لله رب العالمين و سلام على أشرف المرسلين سيدنا محمد صلى الله عليه و  
أله و صحبه وسلم و بعد... .

أتوجه بخالص الشكر و التقدير و العرفان إلى الأستاذ الفاضل أ.د.بن بوزيان  
محمد على ما أسداه لي من نصح و توجيه و إرشاد خلال إعداد هذه الرسالة.  
كما أتوجه بخالص الشكر و التقدير إلى الأساتذة الأفاضل لتفضلهم بقبول مناقشة  
هذه الرسالة، ولهم مني جزيل الشكر و فائق التقدير و الاحترام.  
كما أتقدم بجزيل الشكر و الامتتان إلى كل من أمدني يد العون و المساعدة في  
إتمام هذه الرسالة و أخص بالذكر د. يحي برويقات عبد الكريم ، و د.أونان  
بومدين و أ. كازي ثاني محمد شكري، و السيد عبد الرزاق معلاش.

## الفهرس

1	.....مقدمة عامة
9	.....الفصل الأول: تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بين تأسيس النظري و تحديات المحيط
10	.....مقدمة
11	.....المبحث الأول: أهمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الاقتصاديات المعاصرة
12	.....المطلب الأول: الأسس النظرية لمفهوم المؤسسة الصغيرة
22	.....المطلب الثاني: دواعي الاهتمام بالمؤسسة الصغيرة و المتوسطة
29	.....المطلب الثالث: خصائص المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
34	.....المبحث الثاني: تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في النظرية المالية
34	.....المطلب الأول: مفهوم التمويل و خصائصه
49	.....المطلب الثاني: المقاربات المفسرة لتمويل المؤسسة الصغيرة و المتوسطة
58	.....المطلب الثالث: مقارنة نظرية المنظم في اتخاذ قرار التمويل
63	.....المبحث الثالث: دور المحيط الجديد في تمويل المؤسسة الصغيرة و المتوسطة
63	.....المطلب الأول: تباين حاجات المؤسسات الصغيرة و المتوسطة
68	.....المطلب الثاني: صعوبة تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الابتكارية
73	.....المطلب الثالث: دواعي توفير مصادر تمويل مستحدثة
76	.....خاتمة

77	الفصل الثاني: أسس و مناهج التمويل برأس المال المخاطر .....
78	مقدمة.....
79	<u>المبحث الأول</u> : حداثة التمويل برأس المال المخاطر .....
80	المطلب الأول: صعوبة تحديد المفهوم .....
97	المطلب الثاني: خصائص مهنة رأس المال المخاطر.....
102	المطلب الثالث: تمويل رأس المال المخاطر لمراحل حياة المؤسسة.....
113	<u>المبحث الثاني</u> : شركات رأس المال المخاطر المهام و الخصائص.....
113	المطلب الأول: مفهوم الوسطاء برأس المال المخاطر.....
121	المطلب الثاني: تصنيف شركات التمويل.....
128	<u>المبحث الثالث</u> : محددات انتقاء.....
128	المطلب الأول: دراسات الجدوى ومحددتها.....
134	المطلب الثاني: مخطط العمل مرجع قرار التمويل.....
146	خاتمة.....
147	الفصل الثالث: محددات تطور سوق رأس المال المخاطر في العالم.....
148	مقدمة.....
149	<u>المبحث الأول</u> : مكانة التمويل برأس المال المخاطر في الدول الصناعية.....
149	المطلب الأول: صناعة رأس المال المخاطر في الوم.....
165	المطلب الثاني: واقع المهنة في الاتحاد الأوروبي.....
180	<u>المبحث الثاني</u> : تجارب رأس المال المخاطر في الدول الناشئة.....
180	المطلب الأول: تجارب بحر الصين.....

183	المطلب الثاني: منطقة الشرق الأوسط.....
189	<u>المبحث الثالث</u> : محددات ديناميكية رأس المال المخاطر.....
190	المطلب الأول: المحددات المؤسسية والاقتصادية.....
199	المطلب الثاني: المحددات الثقافية و البيئية.....
202	المطلب الثالث: مقارنة ديناميكية المهنة من دورة التمويل.....
204	خاتمة.....
206	<u>الفصل الرابع</u> : متطلبات تطوير رأس المال المخاطر في تونس ، المغرب، و الجزائر.....
207	مقدمة.....
208	<u>المبحث الأول</u> : مكانة رأس المال المخاطر في الدول المغاربية.....
210	المطلب الأول: مكانة رأس المال المخاطر في تونس.....
214	المطلب الثاني: مكانة رأس المال المخاطر في المغرب الأقصى.....
223	المطلب الثالث: مكانة رأس المال المخاطر في الجزائر.....
229	المطلب الرابع: واقع رأس المال المخاطر في الدول المغاربية.....
235	<u>المبحث الثاني</u> : عقبات تطوير رأس المال المخاطر في المغرب العربي.....
235	المطلب الأول: تقييم وضعية رأس المال المخاطر.....
239	المطلب الثاني: عقبات البيئة الاستثمارية.....
244	المطلب الثالث: غياب تدفق الصفقات الابتكارية.....
249	<u>المبحث الثالث</u> : منهج تطوير سوق رأس المال المخاطر في الدول المغاربية.....
252	المطلب الأول: دواعي تطوير البيئة الاقتصادية و سوق المال.....
259	المطلب الثاني: رفع حجم و جودة الصفقات الاستثمارية.....
264	المطلب الثالث: تطوير تطبيقات التمويل الإسلامي التساهمي.....
269	خاتمة.....

271	.....	خاتمة عامة
275	.....	قائمة المراجع
285	.....	قائمة الأشكال و الجداول
288	.....	الملاحق

## المقدمة العامة:

تتم الاقتصاديات النامية و المتقدمة على حد سواء اهتماما كبيرا بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لم يسبق له مثيل منذ نهاية القرن الماضي وذلك لتجاوبها مع الأوضاع الاقتصادية سريعة التغير و مساهمتها المعتبرة في استحداث مناصب الشغل، و تزايد هذا الاهتمام بعد إدراك دورها في إحداث طفرات تكنولوجية متجددة، وأصبحت بمثابة القوة المحركة للإبداع والابتكار في مختلف الفروع الصناعية والخدمات القائمة على التكنولوجيات الحديثة.

جاء هذا المنظور الاستراتيجي القائم على الوحدات الصغيرة بعد أن هيمن خيار إنشاء المؤسسات الكبيرة في الفكر الاقتصادي لعدة عقود و اعتبرت نماذج التنمية أن الصناعات الكبرى توفر قاعدة صناعية متكاملة لتحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية. غير أن هذا الخيار تراجع بفعل التطورات الاقتصادية وانعكاساتها على اقتصاد العالمي الذي أدى إلى فرض منافسة شديدة على مراكز التصنيع الكبرى في العالم و انتقل الاهتمام من اقتصاديات وفورات الحجم الكبير إلى اقتصاديات التكنولوجيات المتقدمة في مصانع صغيرة و متعددة تنتشر في العالم و توفر منتجات و خدمات أكثر جودة و بأقل تكلفة<sup>1</sup>.

إن مواجهة تحديات العولمة و تحقيق نمو اقتصادي خلاق لا يبدو ممكنا بدون نسيج متكامل من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة قادرة على تحقيق أهداف اقتصادية و اجتماعية ولذلك تهتم الدول النامية بالصناعات الصغيرة و المتوسطة اهتماما كبيرا و ترى في هذا القطاع المنهج الكفيل للحد من تأثيرات العولمة على القطاع الإنتاجي المحلي، وفي هذا الإطار قدمت بلدان شرق آسيا أحسن نموذج لتطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ظل الانفتاح كونها استطاعت مبكرا تطوير صناعاتها المحلية و رفع من صادراتها الصناعية و اختراق أسواق جديدة في أنحاء مختلفة في العالم إلى جانب خلق فرص عمل لفئات مختلفة من المجتمع، و تنمية المناطق النائية والمعزولة، كما استطاعت مؤخرا تطوير تكنولوجيات الإعلام والاتصال و بعد أن كانت حكرًا للدول الصناعية من خلال وحدات صغيرة ابتكارية.

<sup>1</sup> زايري بلقاسم: تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة. ورقة مقدمة في المؤتمر الدولي حول التسيير الجيد للمؤسسات و الصناعات الصغيرة و المتوسطة. مركز البحث التطبيقي الاقتصادي، الجزائر العاصمة، 2003، ص 02.

اختارت الدول المغاربية المشاريع الكبيرة المنتمية للقطاع العام كإستراتيجية تنموية لتحقيق تنمية اقتصادية سريعة، غير أن هذا المنهج لم يحقق نتائج منشودة وبدأت منذ التسعينات ترسيخ قواعد اقتصاد السوق من خلال تنفيذ إصلاحات هيكلية عميقة مست عمق المنظومة القانونية، كما بدأت تهتم في الوقت نفسه بتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للحد من تفاقم البطالة بعد أن مست الفئة المتعلمة من الشباب وتسعى من خلالها إلى تخفيض فاتورة وارداتها الصناعية بما قد يخفف من الآثار السلبية المترتبة عن انفتاحها على العالم الخارجي.

غير أن سبل ومناهج تطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول المغاربية ما تزال مطروحة إلى يومنا هذا، حيث تشهد المؤسسات في مرحلة الانطلاق و التوسع عقبات عديدة و لاسيما عقبات حصولها على تمويل من مصادر مؤسساتية حيث تكاد تقتصر عروض التمويل فيها على الاستدانة من البنوك<sup>1</sup>.

في المقابل عرفت دول عديدة تحسن وضعية التمويل تجاه المؤسسات و الصناعات الصغيرة والمتوسطة، ولقيت نجاحا بفضل حزمة من مصادر التمويل بمبادئ و شروط متنوعة تستجيب لتطلعات المؤسسات الاقتصادية، وفي هذا الصدد استطاعت الدول الصناعية ابتكار طرق جديدة لتحسين وضعية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة خاصة فئة المؤسسات الابتكارية التي لها دور كبير في الإنتاج و التشغيل والمنافسة.

إن تحسين وضعية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول المغاربية بحاجة ماسة إلى ابتكار مصادر جديدة للتمويل بعيدة عن شروط الاستدانة، و ينبغي في هذا الصدد على أصحاب القرار الاستفادة من تجارب الدول الصناعية و الدول الناشئة في هذا المجال خاصة تطوير التمويل التساهمي بالأخطار المعروف في الأدبيات الاقتصادية برأس المال المخاطر و ذلك لتمويل مشروعات خطيرة تعجز البنوك التقليدية أن تلبية حاجتها التمويلية.

لقد أتاح هذا النموذج الحديث في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة الابتكارية فرصا جديدة للبنوك و المؤسسات المالية لتقديم خدمات مالية لقطاعات استثمارية قادرة على تحقيق

<sup>1</sup> Rachid MEDDEB ; La PME Maghrébine positionnement & stratégie ; colloque international sur « La PME face a la mondialisation » TUNIS ; Avril 2000 ; pp01,18.

مردودية مرتفعة يصعب تمويلها بالاستدانة، ولذلك تأسست صناديق استثمارية بالأخطار كقيلة بتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الابتكارية.

رغم محدودية إمكانيات المالية استطاعت مؤخرا البلدان الناشئة أن تطور وسائل جديدة في مجال الإعلام و الاتصال و تسويق الخدمات عبر الانترنت و ذلك بوجود شبكة عريضة من المصادر المؤسسية، حيث ساهم رأس المال المخاطر في إنشاء و تطوير مؤسسات صغيرة الحجم و تحويل أفكار مخبرية إلى منتجات تجارية.

إن تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المغربية برأس المال المخاطر قد يساهم في تطوير الأنشطة الإبداعية، كما يمكن أن يساهم في تمويل القدرات التصديرية للمؤسسات المحلية الخاصة، فتطوير هذا نمط المعاصر بحاجة إلى عرض تجارب الدول الصناعية و تحديد المتطلبات ومحاولة دراسة الشروط و المحددات، وعلى هذا الأساس يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما هي متطلبات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة برأس المال المخاطر في الدول

المغربية؟.

و ينبثق عن هذا التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي عقبات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة؟.
- ما معنى رأس المال المخاطر، و ما هي مبادئه؟.
- هل توجد اختلاف في مكانة التمويل التساهمي في الدول العالم، و ما هي الأسباب؟.
- ما هي العقبات التي تقف وراء نمو سوق رأس المال المخاطر في المغرب العربي، و ما هي طبيعتها؟. كيف يمكن تطوير مهنة رأس المال المخاطر في دول المغرب العربي؟.

و لمعالجة موضوع البحث تم صياغة الفرضيات التالية:

1/ — إن البيئة الاقتصادية و القانونية في الدول المغربية مواتية لتطوير سوق رأس المال المخاطر.

2/ — تعرف الدول المغربية تطبيقا واسع في التمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة برأس المال المخاطر.



## أهمية البحث:

تتبع أهمية هذا البحث، من أنه يسعى إلى محاولة إيجاد متطلبات تطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في البلدان المغاربية، خاصة القضايا المتعلقة بمصادر تمويل الأنشطة الإبداعية، كما نهدف ببحثنا هذا إلى ما يأتي:

- محاولة التعريف بتقنيات رأس المال المخاطر، و مبادئها و خصائصها.
- تهدف الدراسة لإبراز مكانة رأس المال المخاطر في الدول الصناعية و على رأسها الولايات المتحدة الأمريكية و بعض من تجارب دول الاتحاد الأوروبي و نسعى من خلالها استخلاص الدروس و بناء إستراتيجية تطوير رأس المال المخاطر في الدول المغاربية الثلاث.
- يعالج هذا البحث متطلبات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الابتكارية.
- لفت انتباه المسؤولين و الباحثين إلى موضوع تمويل برأس المال المخاطر و الذي يعد نمطا حديثا على المستوى الدولي.
- إثراء المكتبة الجامعية بدراسة علمية خاصة في ظل ندرة البحوث الأكاديمية حول الموضوع.

## أهداف البحث:

- نسعى من خلال هذا البحث تحقيق الأهداف التالية:
- محاولة التعريف برأس المال المخاطر.
- إبراز الإطار التاريخي و الفكري لتطور رأس المال المخاطر في ظل التحديات الاقتصادية الجديدة.
- إبراز أهم المراحل التي مرت بها المهنة في بعض الدول الصناعية بالخصوص تجربة الولايات المتحدة الأمريكية، تجربة فرنسا، و تجارب بعض البلدان الناشئة.
- إبراز مكانة المهنة في دول المغرب العربي ( تونس، المغرب، و الجزائر)، و دراسة مختلف العراقيل و محاولة إيجاد منهج كفيل بتطوير تمويل برأس المال المخاطر.
- تقديم مقترحات من شأنها النهوض بهذا النمط من التمويل في الدول المغاربية.

## الدراسات السابقة:

يعتبر موضوع التمويل برأس المال المخاطر من المواضيع التي لقيت اهتماما كبيرا من

لدى الباحثين في الدول المتقدمة، خاصة دول التي عرفت نجاحات كثيرة في هذا المجال كالولايات المتحدة الأمريكية ومعظم دول أوروبا الغربية، و دول جنوب شرق آسيا مؤخرا. بالرغم من أهمية الموضوع لاحظنا على المستوى الأكاديمي ندرة البحوث و الدراسات المنجزة حول الموضوع.

● ونستعرض أهم هذه الدراسات التي لها علاقة بموضوع بحثنا:

— الدراسة الأولى: هي دراسة (2003) <sup>1</sup> Emmanuelle DUBOGAGE وهي أطروحة لنيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، عاجلت هذه الدراسة المخاطر التي تتعرض لها شركات التمويل برأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات في مرحلة الانطلاق ذات التوجه التكنولوجي، و استعان الباحث بمقاربات نظرية المعلومات و نظرية الوكالة، و اقترح في نهاية بحثه مقارنة نظرية الخيارات المستقبلية كمنهج استباقي لاتخاذ قرار التمويل.

— الدراسة الثانية : و هي دراسة <sup>2</sup> (2003) AISSE Salah و هي رسالة مقدمة لنيل شهادة دراسات عليا في التدقيق المحاسبي، و عالج البحث المتطلبات الأساسية لتطوير مهنة رأس المال المخاطر في المغرب و خلصت الدراسة إلى أن تغير البيئة القانونية كان لها دور محوري في تطوير شركات تمويل برأس المال المخاطر. كما أشارت الدراسة إلى وجود ثغرات في القانون المنظم للمهنة و كذلك الامتيازات الممنوحة للممولين المؤسساتيين و أنه بات من الضروري تطوير قانون جديد منظم لمهنة رأس المال المخاطر و توفير بيئة ضريبية مواتية قادرة على تحفيز الممولين و المنظمين بشكل فعال.

<sup>1</sup> Emmanuelle DUBOGAGE ; Le capital risque un mode de financement dans un contexte d'incertitude ; thèse de doctorat paris 13 ; 2003

<sup>2</sup> Salah AISSE ; Le capital risque au Maroc : Contribution a l'élaboration d'un cadre juridique, fiscal, comptable et d'accompagnement ;Institut supérieure de commerce ; Casablanca ; 2003.

— الدراسة الثالثة: و هي دراسة <sup>1</sup> Florence EID (2006) التي اهتمت بدراسة واقع و متطلبات تطوير سوق رأس المال المخاطر في الدول الناشئة، حيث استخلصت تلك المتطلبات من خلال تعرضها لتجارب بعض البلدان الناشئة، كما حاولت تحديد نظرة الممولين المؤسساتيين تجاه منطقة MENA من خلال سير أراء 10 ممولين. و خلصت الدراسة إلى أن وضع دول منطقة MENA غير موالي و أن تطوير المهنة في منطقة العربية بحاجة إلى جهود كثيرة تعتمد على تحقيق تكامل بين ثنائية " المال و الكفاءات". بمعنى أنه لا يمكن أن يتطور سوق رأس المال المخاطر في هذه الدول دون اهتمام بالكفاءات.

— الدراسة الرابعة: هي دراسة <sup>2</sup> BENTHABET Safaa (2009) وهي أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير جامعة ران الفرنسية، و تطرقت الباحثة لأهم المحددات التي تحكم تمويل مراحل نمو المؤسسات خاصة التمويل الخاص بتحويل الملكية المؤسسين بالرفع المالي (LBO) و تتضمن هذه الدراسة محددات بيئية كثيرة جمعت بين المتغيرات الاقتصادية الكلية و البيئة المؤسسية ل 19 دولة أوروبية. كما ركزت الدراسة على إبراز دور و أهمية التمويل بالرفع المالي على نشاط المؤسسة الممولة و استنادا لدراسة المعطيات المالية و المحاسبية الدورية لعينة من المؤسسات الأوروبية توصلت الدراسة إلى أن المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر أكثر فعالية و تنافسية مقارنة مع المؤسسات التي تنتمي إلى نفس فرع النشاط و لها نفس الحجم المادي. نستخلص في عرض الدراسات السابقة و جود محددات بيئة تحكم نمو سوق رأس المال المخاطر خاصة المحددات المؤسسية التي تحكم العلاقة بين الفاعلين في المهنة، و هذا يساعدنا على دراسة العلاقة بين العوامل البيئية و قيام الوساطة برأس المال المخاطر. وتأتي هذه الدراسة كمحاولة تحديد أهم المتطلبات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول المغاربية و تحديد أهم العقبات التي تقف وراء نمو هذه الوساطة و محاولة بناء إستراتيجية تتيح تطوير تطبيقات رأس المال المخاطر.

<sup>1</sup> Florence EID ; Private equity as a growth engine : what is means for emerging market; business economics reviews ; USA 2006.

<sup>2</sup> Safaa BENTHABET ; Performance et Private Equity : une analyse approfondie des opérations de rachat avec effet de levier (LBO) ; Université de REINS ; France 2009.

## منهجية الدراسة:

تتمحور هذه الدراسة حول موضوع رأس المال المخاطر و دوره في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و محاولة بناء إستراتيجية تتيح تطبيقات آليات رأس المال المخاطر والعمل على تطويرها في الدول المغاربية و هي " تونس ، الجزائر، المغرب".

— تم الاعتماد على مراجعة الأدبيات و الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع تمويل المؤسسات الصغيرة المتوسطة و عرض مشاكل التمويل. و اهتمت الدراسة بعرض مختلف التجارب تمويل برأس المال المخاطر الذي تطورت في الو.م.أ.

كما تم الاعتماد على مختلف المنشورات و المستندات الحكومية و بعض تقارير الجمعيات المهنية و الجرائد الدورية المهمة بتمويل الابتكار، حيث تم الاهتمام في هذه المرحلة بتحديد متطلبات تطوير رأس المال المخاطر.

نحاول في هذه الدراسة اقتراح توصيات نراها ضرورية لتطوير تطبيقات رأس المال المخاطر في الجزائر و تونس و المغرب.

## تنظيم البحث:

واستنادا على أهداف الدراسة تم تقسيم البحث إلى أربع فصول نوجز فحواها

في العناصر التالية:

### الفصل الأول:

يتطرق الفصل إلى دراسة الأسس النظرية و الفكرية لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة باعتبارها قطاعا محوريا في الاقتصاديات المعاصرة ، بالإضافة إلى محاولة التعريف بها و إبراز حاجاتها لمصادر مستحدثة للتمويل في ظل البيئة الاقتصادية الجديدة.

### الفصل الثاني:

يتعرض الفصل الثاني إلى دراسة تمويل برأس المال المخاطر كمنهج يواكب التحولات البيئية، وذلك بالاعتماد على مراجعة الأدبيات حول الموضوع و سنقوم بدراسة مناهج و مراحل

التمويل التي توفرها المؤسسات المتخصصة، و سنحاول توضيح الاختلاف بين الاستدانة المصرفية و تمويل برأس المال المخاطر، و نختتم هذا الفصل بعرض موجز حول الطرق و المناهج المستخدمة في عملية انتقاء مخططات العمل.

### الفصل الثالث:

يهتم هذا الفصل بإبراز تطبيقات رأس المال المخاطر في الإطار الدولي من خلال عرض بعض التجارب دول العالم، و سنحاول استخلاص الدروس عن تطبيقاتها الناجحة، و إبرار أهم المحددات المؤسسية و الاقتصادية التي تحكم ديناميكية تمويل سواء من حيث الطلب أو من خلال دراسة محددات عرض التمويل.

### الفصل الرابع:

يتعرض هذا الفصل إلى دراسة أهم المحددات التي تحكم نمو سوق رأس المال المخاطر في دول المغرب العربي و سنعرض مختلف المعوقات التي تعترض تطوير هذه الوساطة المعاصرة، كما سنحاول تقديم إستراتيجية لتطوير سوق رأس المال المخاطر.

## الفصل الأول:

تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة  
بين التأسيس النظري و تحديات المحيط

## مقدمة:

تتم دول العالم اهتماما كبيرا بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ظل تزايد المنافسة العالمية، حيث تمتاز الوحدات الصناعية و الخدمائية بمرونة عالية مقارنة مع المؤسسات الكبرى وهذا ما ساعدها على مواجهة تقلبات أوضاع السوق، كما أنها وحدات قادرة على خلق قيم مضافة على المستوى القومي وتسهم بنسب معتبرة في خلق فرص العمل لفئات مختلفة في المجتمع.

أصبحت اقتصاديات الدول النامية أحوج ما تكون إلى تطوير مؤسسات صغيرة قادرة على الابتكار بعد دخولها الألفية الثالثة، و ذلك لمواجهة التحديات التي فرضها المحيط الجديد، فقد أصبحت هذه الكيانات الاقتصادية محور التنمية الاقتصادية المستدامة. سنحاول في هذا الفصل إبراز دور و أهمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و سنشير للأسس النظرية المتعلقة بها و نهتم بالإطار النظري الذي يعالج عمق إشكالية التمويل من مصادرها الخارجية، ثم نختتم هذا الفصل بعرض تحديات التمويل التي يفرضها المحيط الجديد و إبراز دواعي توفير مصادر مستحدثة.

## المبحث الأول: أهمية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الاقتصاديات المعاصرة.

أخذت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في بداية السبعينات من القرن الماضي دورا محوريا في اقتصاديات العالم الصناعي، فقد أشارت أبحاث و مقالات و مصادر مختلفة سواء كانت من وزارات دول العالم أو من جمعية البحوث المتخصصة ( AIRPME ) أو من منظمات دولية و إقليمية ( FMI ، BM،ILO،OCDE ) أن مساهمة المؤسسة الصغيرة و المتوسطة لا يقع على هامش معطيات الاقتصاد الكلي.

إن قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة يحقق قيم مضافة معتبرة و يوفر مناصب عمل لفئات مختلفة في الدول الصناعية، غير أن دراسات أخرى تشير إلى أن الظروف البيئية الاقتصادية في بعض البلدان النامية غير مناسبة لتطوير المؤسسات المصغرة و بالتالي تجد عراقيل عديدة تجعلها تساهم بقسط متواضع في خلق قيم مضافة من إجمالي الدخل القومي و توفر قدر متواضع من التشغيل الفعلي من مجمل العمالة الكلية<sup>1</sup>.

تشير دراسة مجلس التعاون و التنمية الاقتصادية (2008) OCDE إلى أن مكانة المؤسسات الصغيرة في الدول النامية مختلف عن العالم الصناعي، فهي بعيدة عن مسار الابتكار و التنافسية، لكن وجود هذه الوحدات يبدو أنه صمام أمان بما أنه يحقق على أرض الواقع فرص عمل للبطالين، مما قد يوفر السلم و الاستقرار الاجتماعي<sup>2</sup>.

ذكرت دراسات محلية مماثلة اهتمت بواقع و مكانة الصناعات الصغيرة و المتوسطة الوطنية صدرت من طرف مجلس الوطني الاقتصادي و الاجتماعي<sup>3</sup> CNES (2001) إلى أن البيئة القانونية و المؤسساتية طوال فترة النظام الموجه كان له أثر سلبي على نمو المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و القطاع الخاص، كما أن غالبية المؤسسات الصغيرة المتوسطة هي إلى مؤسسات عائلية و في الغالب تنشط بصفة غير رسمية.

<sup>1</sup> Sarah MARNIESSE & Christian MARRISSON ; La dynamique des micro entreprise dans les pays en développement de nouveaux enseignement ; Revue d'économie du développement n°4 2000 ; p05.

<sup>2</sup> OCDE : Renforcer la compétitivité des PME des pays en transition et les pays en développement ; OCDE document de travail n° 14 chapitre 02 ; 2008 ; pp 25,45.

<sup>3</sup> CNES : Pour une politique de développement de la PME ; Rapport Cnes ; 2001.p52.



كما تشير دراسة ميدانية أخرى أنجزت من طرف مركز الأبحاث في الاقتصاد التطبيقي والتنمية (2003)<sup>1</sup> CREAD أن أداء المنظومة التمويلية لا يسمح بتطوير مؤسسات القطاع الخاص، فقد أشار Ahmed BOUYACOUB (2003) انه بالرغم من الجهود المكثفة التي قامت بها الحكومة في بداية التسعينات ما تزال المؤسسات الصغيرة تواجه في فترة الإقلاع و التوسع عقبات التمويل بالاستدانة، و خلص سير الآراء الذي أنجز من طرف Khaled MENA(2003)<sup>2</sup> أن العلاقة بين المؤسسة الصغيرة مع بنوكها علاقة محدودة في مجال التمويل.

تشير Sylvie SAMMUT(1998)<sup>3</sup> في موضوع تمويل المؤسسات الصغيرة أن إستراتيجية تطوير هذا الصنف من المؤسسات يحتاج إلى تضافر الجهود بين المتعاملين الاقتصاديين و الحكومة. كما تؤكد دراسات عديدة أن المؤسسة الصغيرة لا يمكن أن تنمو بشكل سليم بدون وجود بيئة مؤسسية مواتية و ينبغي على الحكومات توفير دعم، من خلال تقديم إعفاءات ضريبية في فترة الإقلاع مثلا أو تنويع و تسهيل التمويل المؤسسي، بالإضافة إلى أهمية تدريب ملاك المؤسسات الصغيرة و تأهيلها، و ينبغي أيضا استكمال هذه المنظومة بتطوير البنية التحتية من أجل تحفيز صادرات المنتجات المحلية.

### المطلب الأول: الأسس النظرية لمفهوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تتم علوم اقتصاد المؤسسة بدراسة واقع وظروف وتحديات البيئة المؤسسية على المؤسسة، ويوفر هذا العلم في الوقت نفسه أسس و مناهج مختلفة للتعريف بالوحدات الاقتصادية.

1 Ahmed BOUYACOUB ; Les PME dynamise économique et territoriale ; Colloque international sur La PME ; CREAD ; Alger ; 2003 ; pp02 ; 05.

2 Khaled MENA ; Relation entre Banque et PME ; CREAD ;2003 ;p p02-17.

3 Sylvie SAMMUT ; Comment aider les petites entreprises jeunes ?; Revus française de gestion n°121 ; 1998.p26.

لذلك فإن وجود عوامل بيئية عديدة تحكم حجم و نشاط المؤسسة و تؤثر على مساراته المستقبلية تجعل تصنيفات المؤسسات يأخذ بعين الاعتبار محددات عديدة،<sup>1</sup> فقد نجد أن الفاصل بين المؤسسات قد يكون فاصلا ماديا يعبر عنه بالأرقام أو تصنيفات تستخدم محددات غير مادية تهتم غالبا بالهياكل التنظيمية، أو بالتكنولوجيات المستخدمة، أو بقدرات التنظيمية للملاك المسيرين، أو محددات أخرى كثيرة لا يعبر عنها بالأرقام تعرف في الأوساط العلمية بالمحددات النظرية.

## 1- تنوع معايير التعريف:

إن تعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بوجود محددات عديدة أمرا صعبا و معقدا، وسيواجه الباحث صعوبة كبيرة في تصنيف مؤسسات اقتصادية من نوع "أ" و مؤسسات اقتصادية أخرى من نوع "ب".

في المقابل فإن تعريف المؤسسة باستخدام معيار واحد سيبدو دائما تعريفا سطحيا و غير مجديا.

و إذا كان استخدام معيار تعريفي واحد يبدو غير كافي، فإن تصنيف المؤسسات بمحددات كثيرة كما أشرنا سابقا سنجد أيضا تعريفا غامضا و غير مجديا.

بعبارة أخرى فإن استخدام معيار تعريفي واحد سيكون غير كافي و يبدو تعريفا سطحيا، أما في حالة استخدام عدد كبير من المحددات سيكون تعريفا غامضا بالشكل الذي يجعل المؤسسات التي يشملها التعريف مؤسسات غير متجانسة بالرغم أنها تنشط في نفس الفرع و لها نفس الحجم المادي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> د. عثمان حسن عثمان: مفهوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و دورها في التنمية الاقتصادية، ورقة مقدمة في ملتقى دولي حول تمويل المشروعات و تطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر سنة

2003 ص 13

<sup>2</sup> P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY . L'Entreprenariat ; Edition Economica ;1996 ;p38

كما أن تعدد المعايير المستخدمة سيبين لنا اختلافات كبيرة بين المؤسسات التي لها نفس الحجم المادي و تنتمي إلى نفس النشاط. ولهذا السبب فإن مشكلة التعريف بمجتمع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة نجده أيضا في الاختيار العشوائي لمحددات التعريف.<sup>1</sup> من الصعب كذلك تقسيم المؤسسات باستخدام معيار مادي بشكل إنفرادي دون الأخذ بعين الاعتبار المعايير النوعية المكتملة، و ليس من المفيد أيضا أن نقوم بدراسة علمية بشكل شمولي يعالج موضوع البحث و التطوير في المؤسسة الصغيرة التي لا تهتم بهذه الوظيفة أو ليست معنية بها، فعلى سبيل المثال لا جدوى بدراسة محددات سلوك الملاك المسيرين في مؤسسات متوسطة ذات أسهم تملك مجلس إدارة، أو دراسة هيكل التمويل لمؤسسة حرفية قائمة لا حاجة لها للتمويل من مصادر خارجية، و بالتالي لا يمكن إلغاء نهائيا المحددات النظرية في التعريف.

أثارت قضية التعريف بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة جدلا كبيرا قرابة أربعين سنة من البحث و الدراسة. وبالرغم من انعقاد العديد من الملتقيات على مستوى الجامعات و على مستوى المنظمات الدولية، غير أن نتائج تلك البحوث لم تفلح في إيجاد تعريف موحد لهذا صنف من المؤسسات بدقة يرضي جميع الأطراف.

في هذا الصدد يشير (P.A.JULIEN&M.MARCHESNAY(1987) أن تعريف المؤسسة الصغيرة و المتوسطة غامض و السبب في ذلك هو وجود معايير عديدة لتعريف بها، حيث يمكن استخدام معايير عددية يعبر عنها بالأرقام و معايير نظرية أخرى تبين خصوصيات المؤسسة بدقة و المحيط الذي تنشط فيه، فالمعيار المادي يهدف غالبا للفصل بين الفئات المدروسة، بينما تقدم المعايير النظرية (الكيفية) اختلافات عميقة بين المؤسسات، فالمحددات النوعية للمؤسسة لا تفصل بين المؤسسة الصغيرة و المؤسسة الكبيرة لأنها لا تراعي الحجم المادي للمؤسسة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Robert WITTERWULGHE ; La PME une entreprise humaine ; Edition Boeck Université ;1999 ; p16

<sup>2</sup> JULIEN, P- A et MARCHESNAY, M. , La petite entreprise, Edition Vuibert ;1987 ; .p33.

يرى كذلك (1999) Robert WITTERWULGHE أن تنوع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة يجعل تعريفها غامضا و غير دقيق، و يلتمس ثلاثة مستويات نظرية نجدها في مؤسسات صغيرة لها نفس الحجم المادي و هي كالتالي<sup>1</sup>:

- على مستوى السوق و المنتج: نجد أن المؤسسة التي تعمل في السوق المحلي تختلف عن المؤسسات المتخصصة التي تعمل في الأسواق الدولية.
- على مستوى الحجم: يوجد تنوع و عدم تجانس المؤسسات التي تنتمي لنفس الفرع و نفس النشاط.
- على مستوى الطبيعة الإدارية: نجد أنواع متعددة في الفئة المدروسة، نذكر منها المؤسسات الفردية، و شركات التضامن، و شركات ذات المسؤولية المحدودة، و شركات المساهمة...إلخ.

كما ساهمت الفوارق بين الدول في المناهج الاقتصادية المتبعة و البيئة القانونية السائدة و درجة التطور الاقتصادي في جعل أي مبادرة لتعريف بالمؤسسة الصغيرة و المتوسطة غير ممكن في إطار دولي.

حاول أكاديميين أمثال M MARCHESNAY و Robert WITTERWULGHE لإيجاد تعريف موحد يستند إلى معايير بسيطة، غير أن هذه المحاولات اقتصرت على الفصل المادي بين فئة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و فئة المؤسسات الكبرى<sup>2</sup>. أقر في هذا الصدد (1987) M. MARCHESNAY أن محاولات التعريف بمجتمع المؤسسات صغيرة و متوسطة غامض و يصعب إيجاد تعريف موحد<sup>3</sup>.

يجد الباحثون في مؤسسات الصغيرة و المتوسطة صعوبة إضافية على ما سبق ، فالوحدات الصغيرة الحجم قادرة على تغيير مكوناتها عبر الزمن إذا ما تغيرت الظروف البيئية المحيطة و الإمكانيات المتاحة و نمو الأسواق التي تنشط فيها<sup>4</sup>. كما أن محاولة التعريف بها في نطاق دولي سيكون بلا شك غير كافي في الأوساط العلمية و لذلك لأن المؤسسات الصغيرة

<sup>1</sup> Robert WITTERWULGHE ; Op.Cit ; P18.

<sup>2</sup> Olivier TORRES : vingt-cinq ans de recherche sur la PME ; IN TORRE PME-de nouvelles Approches , Ed ECONOMICA ; 1998 ; pp20-21.

<sup>3</sup> JULIEN, P- A et MARCHESNAY, M.. La petite entreprise ;Op.Cit ;p33.

<sup>4</sup> Robert WITTERWULGHE : Op.Cit. P18.

الحجم في الدول الصناعية لها خصائص كمية و تقنية و تنظيمية مغايرة مقارنة مع مؤسسات دول العالم النامي.<sup>1</sup>

## 1-2- المعايير الكمية:

تعتمد الأدبيات الاقتصادية كثيرا على معايير الفصل المادي لتعريف بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ويتم غالبا تصنيفها باستخدام حجم العمالة أو الحصيلة السنوية لنشاط المؤسسة.<sup>2</sup> نلاحظ وجود تعاريف كمية عديدة نتيجة وفرة المعطيات في الواقع الملموس، حيث تتوفر هذه المعلومات في وكالات الإحصاء فيمكن جمع المعلومات من مديريات العمل، كما يمكن حصر رقم الأعمال السنوي للمؤسسات من خلال معطيات مديريات الضرائب أو من وكالات البنوك،<sup>3</sup> ولكن تبقى معايير التعريف العددي أكثر المعايير استخدما في تحديد فئة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عن دولها من المؤسسات الكبرى، كما أن تحديد مفهوم المؤسسات استنادا للمعايير الكمية كعدد العمال يبدو دائما طريقة غير معقدة و سهلة نسبيا.

يمثل تصنيف (Brotch & Heimins)<sup>4</sup> من أهم التصنيفات الشهيرة معيار عدد العمالة و هو كالأتي:

- من 1 الى 10 عمال ..... مؤسسات عائلية و حرفية.
- من 10 الى 49 عمال.....مؤسسات صغيرة.
- من 49 الى 99 عمال..... مؤسسات متوسطة.
- أكثر من 100 عامل ..... مؤسسة كبيرة.

تعتمد تايلاند على معيار كمي مغاير ألا و هي الأصول الثابتة، فقد اعتبرت الحكومة تايلندي هذا تصنيف أكثر ناجعة بغرض تطوير الوحدات الصغيرة حيث تقوم بتعديل الدعم من

<sup>1</sup> Olivier TORRES; Op.Cit. P36.

<sup>2</sup> Yves ULLMO; L'importance du marché des PME/PMI pour les Banques; Revue banque ; 1991 ;p88

<sup>3</sup> Olivier TORRES : Op.Cit. P38

<sup>4</sup> منظمة العمل الدولية ورقة عمل ILO : التنمية الاقتصادية عن طريق تطوير المؤسسات و الصناعات الصغيرة و المتوسطة، ص 25.

خلال تعديل التعريف، ومن اجل تحقيق هذا الهدف تستخدم قيمة الأصول المالية كمعيار وحيد للتعريف بالمؤسسة الصغيرة و المتوسطة كما هو موضح في الجدول الأتي.

جدول رقم (1-1): المنشآت الصغيرة في تايلاند

قيمة الأصول الثابتة		القطاع
مشروع صغيرة	مشروع متوسط	
أقل من 125 ألف دولار	أقل من 500 ألف دولار	الصناعة
أقل من 125 ألف دولار	أقل من 500 ألف دولار	الخدمات
أقل من 125 ألف دولار	أقل من 250 ألف دولار	تجارة الجملة
أقل من 75 ألف دولار	أقل من 150 ألف دولار	تجارة التجزئة

مصدر: منظمة العمل الدولية: مرجع سبق ذكره، ص 20.

بالرغم من ايجابيات التعريف يبقى هذا التصنيف محدود للغاية في البلدان النامية حيث يسود فيها القطاع غير الرسمي.

إن معيار العمالة هو أكثر المعايير الكمية استخداما، لكنه يبقى معيارا شموليا قد يجمع بين المؤسسات من 1 عمال إلى حدود 500 عامل مثلا، مما لا يعكس الاختلافات الذاتية للأنشطة الاقتصادية حيث لا يمكن تمييز بين فروع النشاط ما هو صناعي PMI وما هو غير صناعي فلا يمكن حصر بين النشاطات أخرى غير المنتجة كالفروع التجارية و الخدمات. و لذلك سنجد أن تحديد المفهوم بالفصل المادي يبدو أيضا معقدا بما أن الفئة قد تتضمن كل من: " مؤسسات تقليدية، الورش ، التجار و الخدمات، و يتسع هذا الفئة أيضا لتضم مؤسسات صغيرة الحجم تستعمل تقنيات معاصرة في الإنتاج، كما يتضمن التعريف وحدات متواضعة الأحجام في أسواق جد محدودة ، أو مقاولين في الباطن، أو وحدات تنتج للتصدير المباشر".<sup>1</sup> إن هذا التقسيم العددي ( باستخدام عدد العمال، رأس المال...) يضع الباحث بين جدار الفصل بين المؤسسات الاقتصادية فقط أي أنه يفصل بين مؤسسة كبيرة أو

<sup>1</sup> زايري بلقاسم: تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول التسيير الجيد للمؤسسات و الصناعات الصغيرة و المتوسطة ، مركز البحث التطبيقي اقتصادي الجزائر العاصمة ، 2003، ص03.

متوسطة أو صغيرة<sup>1</sup>، كما أن أي تغيير في عدد العاملين سينقل المؤسسة من فئة لأخرى و يغض هذا التصني ف النظر على الجانب النوعي المتمثل في التكوين ومهارات المنظم و إمكانات الكامنة للموارد البشرية أو في تحديد حجم السوق.

### — المعايير النظرية (النوعية):

إن دراسة المؤسسة الصغيرة و المتوسطة باستخدام معايير نظرية نراه أكثر أهمية في الدراسات العلمية فالمحددات النظرية تهم كثيرا بالبيئة الداخلية للمؤسسة و نذكر منها نوع التسيير، والهيكل التنظيمي في المؤسسة، طبيعة و نوع الإنتاج، والتكنولوجيا المستخدمة و مدى اهتمام المؤسسة بوظيفة البحث و التطوير. وتهم المحددات النوعية كذلك بالمحيط الخارجي للمؤسسة و نذكر منها محددات حجم السوق ، التمويل الخارجي، الإمداد، و مسار البناء الاستراتيجي للمؤسسة. على هذا الأساس، تمتاز المحددات النظرية بالدقة في تحديد معالم المؤسسات كما قد تقدم بعض المحددات النظرية الواقع المعاش في المؤسسة و عقباها مع المحيط، مثل تصنيف المؤسسات حسب الكوادر البشرية (الشهادات ، الخبرة)، أو تاريخ نشأة المؤسسة، والطابع سوسيو ثقافي لصاحب المشروع (المنظم\*)، ودرجة مشاركة المالك في الإدارة، أو مصادر التمويل قبل و بعد التأسيس المؤسسة.

بالرغم من أهمية المعايير النظرية، فإن محاولات تعريف للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة باستخدام محددات النظرية محدودة في الأدبيات الاقتصادية، و نجد أن البروفيسور الانكليزي J.E. Bolton أشهر من قدم محاولة في هذا الإطار، إذ قام الباحث بدراسة عريضة مست المؤسسات الصغيرة و قدم في نهاية بحثه دراسة أكاديمية تدرس تطور الوحدات الصغيرة في المملكة المتحدة.

و اعتبر J.E. Bolton (1971) هذه الفئة من المؤسسات تتمتع بخصوصيات متشابهة يمكن اعتماد عليها في التعريف و هي كالتالي:<sup>2</sup>

- يتم تسيير المؤسسة بواسطة مالكها بصفة شخصية.
- تملك هذه المؤسسات حصة ضئيلة في السوق.

<sup>1</sup> JULIEN, P- A ET MARCHESNAY , M. , La petite entreprise ;Op.Cit ;p18.

<sup>2</sup> Robert WTTERWULGHE ; Op.Cit ; P18.

\* مقصود بالمنظم ، هو المالك المسير للمؤسسة.

■ استقلالية المؤسسة.

## 2- تعريف الدول المغاربية للمؤسسة الصغيرة و المتوسطة:

تعتمد حكومات الدول العالم لتعريف بالمؤسسة الصغيرة و المتوسطة غالبا على معايير مادية لإبراز مكانتها في الاقتصاد القومي و عرض إحصائي لإسهاماتها الفعلية في خلق فرص عمل جديدة. غير أن هذه التعاريف لا تقدم صورة واضحة عن خصوصياتها و إنما تستخدم فقط من طرف الحكومات لتقديم المزايا و التسهيلات.

توجد محاولات تعريف موحدة بين البلدان من أجل تعزيز مكانتها على مستوى قاري، و يعكس ذلك أبعاد إستراتيجية خاصة بالسياسات الموجهة للقطاع. ويقدم الاتحاد الأوروبي أحسن مثال لمحاولة توحيد تعريف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الأوروبية رغم تباين البيئة الاقتصادية والاجتماعية لدول الأعضاء.

فقد عرّف الاتحاد الأوروبي في ابريل 1996 رسميا المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، على أنها كل مؤسسة و باختلاف طبيعتها الإدارية تضم أقل من 250 عامل، ولا يزيد رقم أعمالها على 40 مليون إيكو، و بشرط أن تكون مستقلة نسبيا<sup>1</sup>.

بينما عرفت هيئة الأمريكية (ACT) The Small Business. التابعة للولايات المتحدة الأمريكية أن المؤسسة الصغيرة هي كل الوحدات الاقتصادية التي تشغل أقل من 500 عامل و تنشط بصورة مستقلة.

وضعت الجزائر تعريف رسميا للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة منذ 12 سنوات فقط، و لا توجد محاولات التعريف عبر تاريخ الجزائر المستقلة، إلا محاولة واحدة قدمتها هيئة تنمية الصناعات المحلية في سنة 1986 حيث عرفت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الوطنية، ضمن المعايير والمبادئ التالية:<sup>2</sup>

- مؤسسة مستقلة قانونيا.
- تشغل أقل من 500 عامل.

<sup>1</sup> Robert WITTERWULGHE ; Op.Cit ; P15.

<sup>2</sup> يخلف عثمان (1995)، دور و مكانة الصناعات الصغيرة و المتوسطة في التنمية الاقتصادية (حالة الجزائر)، رسالة ماجستير منشورة، تحت إشراف عباس بلقاسم ص 29.



- تحقق رقم أعمال سنوي لا يتعدى 15 مليون دينار جزائري.
- لها أشكال قانونية مختلفة، كالتعاونيات، مؤسسات مختلطة، و مؤسسات تنتمي للقطاع الخاص.

إن ضرورة تحديد الفئة المستهدفة جاء ضمن البرامج و التسهيلات الحكومية الداعمة للقطاع. فقد بدأ هذا اهتمام رسميا بعد تأسيس الوزارة المكلفة بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

ويعرف المشرع الجزائري في المرسوم التوجيهي المؤرخ في ديسمبر 2001 في المادة الرابعة أن المؤسسة الصغيرة و المتوسطة تضم كل مؤسسة اقتصادية تشغل من 1 إلى 250 عامل، و لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 2 مليار دج أو حصيلتها السنوية تقل عن 500 مليون دج، و هي مستقلة في حدود 25%.

ونرى أن هذا التعريف مماثل من حيث المبدأ مع تعريف الاتحاد الأوروبي و هو لا يعكس بضرورة الواقع السوسيو — اقتصادي للجزائر.

نبين تفاصيل التعريف الرسمي من خلال الجدول التالي:

جدول رقم(1-2):تعريف المؤسسة الصغيرة و المتوسطة الوطنية

المعايير المؤسسة	العمالة الموظفة	رقم الأعمال السنوي(مليون دج)	الحصيلة السنوية (مليون دج)	درجة الاستقلالية
المؤسسة المصغرة	1 إلى 9	20	10	25%
المؤسسة الصغيرة	10 إلى 49	200	100	25%
المؤسسة المتوسطة	50 إلى 250	200 إلى 2000	500	25%

المصدر: إعداد الطالب بناء على القانون التوجيهي الخاص بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة المادة الرابعة ، ص 08، 09.

تعرف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في تونس حسب ماجاء في المرسوم المؤرخ في سنة 1999 المتمم لصندوق الترقية الصناعية FORPODI. أنها مؤسسات تنشط في القطاع الصناعي و القطاع الاولي التي لا تقل استثمارتها 3 ملايين دينار تونسي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> P.ADAIR & F. FHIMA ; Accès du crédit et promotion des PME en Tunisie ; ERUDITE ; U.PARIS 12 ; p06

يعرف القانون التوجيهي للمؤسسات الصغيرة في المغرب أنها وحدات اقتصادية تقل عن 200 عامل و لا يتجاوز رقم اعمالها 50 مليون درهم<sup>1</sup>.

بالرغم من صعوبات حصر قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في هذه الدول المغاربية الرئيسية (الجزائر، تونس، المغرب) بشكل دقيق فقد أشارت تقارير صادرة من منظمة العمل الدولي أن إجمالي المؤسسات الصغيرة و المتوسطة سنة 2006<sup>2</sup> في دول الثلاث يقارب 2 مليون مؤسسة تتوزع على أكثر من 1 مؤسسة في المغرب الأقصى، أما الباقي المؤسسات تتوزع بين تونس التي تضم 430000 مؤسسة حسب تعريف رسمي و 520000 في الجزائر.

جدول رقم (1-3): بنية القطاع الصناعي في المغرب العربي، حسب معيار العمالة في سنة 2001.

الدول	نسبة العمالة في قطاع الصناعات الصغيرة و المتوسطة			
	أقل من 10	10 إلى 49	50 إلى 199	أكثر من 200
الجزائر	92	6.3	0.7	0.6
تونس	36.4	37.4	23	2.8
المغرب	36	38	18	2

مصدر: د رياض بن جليلي، مصدر سبق ذكره ص 06.

من خلال عرضنا المختصر لمجموعة تعاريف المؤسسة الصغيرة و المتوسطة سواء أكانت نظرية أو رسمية يظهر بوضوح الغموض الذي ما يزال موجود في محددات تعريفها. أهم من ذلك، إن تعريف بهذه الفئة من المؤسسات يعتبر ضرورة لوضع برامج وسياسات داعمة لها و تأمين قدرتها التنافسية حسب ظروف كل دولة، و يجب أن تكون مختلف السياسات التي تضعها الدول تصبوا لتحقيق أهداف واضحة.

<sup>1</sup> أنس الحسناوي: التمويل الإسلامي كبديل المشروعات الصغيرة و المتوسطة، ورقة مقدمة في مؤتمر الدولي حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، 25-28 ماي، سطيف، الجزائر، 2003 ص 569.

<sup>2</sup> د محمد بن جليلي: تنافسية المنشآت الصغيرة و المتوسطة، الخصائص و التحديات، معهد العربي للتخطيط، جسر التنمية، كويت ماي 2010، ص 05.

كخلاصة القول بالرغم من اختلاف هذه التعاريف، وكمحاولة منا لتقديم تعريف بمؤسسة صغيرة و متوسطة نرى أن PME- PMI هي:

"وحدات اقتصادية تمارس نشاطاتها بصورة مستقل من خلال شخصية طبيعية أو معنوية، صغيرة الحجم المادي، وينخفض فيها عدد العاملين في فترة الانطلاق".

### المطلب الثاني: دواعي الاهتمام بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

عرف الاقتصاد العالمي في نهاية القرن الماضي تحولات غير مسبوقه تزامن هذا مع تطورت العلاقات الاقتصادية و الإقليمية بين الدول، فكان لهذا الواقع تداعيات خطيرة على المؤسسات الاقتصادية المحلية في البلدان الناشئة. وتعمل الحكومات على تكثيف الجهود لتطوير منظومة مؤسسية تستهدف الوحدات الاقتصادية صغيرة الحجم من أجل تفادي تحول اقتصادها إلى مجرد سوق تجارية لتوزيع سلع و خدمات الاقتصادية المتطورة. و تحاول حكومات الدول النامية جاهدة إلى دفع الآثار السلبية للمنافسة الدولية على اقتصادياتها و محاولة إيجاد ميزة تنافسية<sup>1</sup>. كما وضعت دول العالم النامي و الدول المتحولة من الاقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق قواعد حديثة في ظل الانفتاح بغية تحقيق الإنعاش الاقتصادي.

إن إستراتيجية تطوير المؤسسات صغيرة الحجم نابع من قناعات معاصرة بدأت تتبلور تدريجيا في العالم الصناعي، و أكتمل هذا الاهتمام بعد مرور أزمات الطاقة الذي عرفها العالم الصناعي في السبعينيات من القرن الماضي.<sup>2</sup>

يرى (1996) M. MARCHESNAY أن تغيرات البيئية الاقتصادية في إطار العولمة دفعت دول العالم المصنع لتكثيف الجهود للنهوض بقطاع الصناعات الصغيرة<sup>3</sup>.

يشير خبراء صندوق النقد الدولي أن على الدول المتحولة أن تعمل على تطوير هذا القطاع من خلال برامج إصلاحية متكاملة لحد من العقبات.

<sup>1</sup> OCDE ; Innovation et performance économique ; Chapitre 03 document n° 14 ; 2008 ; OCDE ; pp 81- 112.

<sup>2</sup>Xavier GREFFE : Les PME créent-elle des emplois ? ; Edition ECONOMICA ;1994 ; p05 .

<sup>3</sup> P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY ; L'Entrepreneuriat ; pp31- 32.

إن تحديات المحيط الجديد خلق جوا من الاهتمام المتزايد بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة فلا نجد اختلاف الرؤى بين خبراء المنظمات الدولية، والحكومات ، والاقتصاديين على أن الوحدات الصغيرة الديناميكية هي محرك التنمية المستدامة في الاقتصاد الجديد.

## 1- التحولات الاقتصادية و الإقليمية:

أصبحت المؤسسات صغيرة الحجم في مطلع السبعينات البديل الأقوى للدول المتقدمة رغم أن فكرة أن المؤسسات الكبرى هي محور التنمية دام لمدة طويلة في الفكر الاقتصادي، غير أن تسارع الأحداث و تغير المعطيات منذ أربع عقود تقريبا قد فرض تحديات كبيرة على المؤسسات الاقتصادية كبيرة الأحجام.

إن أبحاث جميع المنظمات الدولية خلصت إلى نفس النتائج، فهي تشير أن الانفتاح خلق تحديات صعبة للمؤسسات الاقتصادية وخلصت الأبحاث أن المؤسسة الصغيرة استطاعت الاستقرار في أنشطتها الإنتاجية و الخدمائية مقارنة مع المؤسسات الكبرى التي عانت كثيرا من جراء الانفتاح حيث وجدت صعوبة كبيرة في السوق الدولي.<sup>1</sup>

تشير توصيات خلصت إليها دراسة أكاديمية صدرت من الجمعية البحوث الدولية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة (2004) AIRPME أنه في ظل هذا المحيط الجديد تقوم المؤسسات الكبرى على بناء إستراتيجية تطوير الوحدات الصغيرة ذات التكنولوجيا المتقدمة تابعة لها أو مقاولة في الباطن تنتشر في مواقع جغرافية عديدة من أجل الحد من الآثار السلبية للانفتاح والظفر بأسواق جديدة.<sup>2</sup>

أما بالنسبة لدول العالم النامي فالأمر أكثر صعوبة والظروف البيئية المؤسساتية تبقى عموما غير مواتية من منظور صندوق النقد الدولي، وبالرغم من تنفيذ عدة إصلاحات في هذا الجانب، يشير تقرير البنك العالمي (2008) FMI أن الأوضاع الاقتصادية لهذه البلدان مازالت سيئة و لا ترتقي لتطوير استثماراتها المحلية كما أنها مازالت تفتقر لمتطلبات جلب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

<sup>1</sup> G . ROLLAND ; les PME Atout ET Handicap ; Revue problèmes économique ; n°. 2.168 Mars ; 1990 ; p 26.

<sup>2</sup> زايري بلقاسم: مرجع سبق ذكره ، ص02.

لقد قدم البنك العالمي وصفة عريضة في بداية التسعينات لدول أوروبا الشرقية و منطقة العربية MENA في إطار إعادة جدولة الديون تمحورت حول ضرورة الإصلاح الشامل للمنظومة الاقتصادية و قيام حكومات بتعديل هيكل عميق لنموذج التنمية. و يؤسس هذا المسار مرحلة حرجة تجعل هذه الاقتصاديات تتجه إلى اقتصاد السوق من خلال تدمير مرحلي للحواجز الجمركية.

كما أدركت الدول المتحولة على وجه خاص أنها على أبواب تحديات خطيرة في المستقبل القريب نتيجة تعاظم مخاطر رفع الحواجز التشريعية و الجمركية و أتباع سياسة الانفتاح الاقتصادي<sup>1</sup>، حيث ركزت دول العالم النامي على تجسيد مخططات غير مسبقة لبناء نسيج اقتصادي قادر على المنافسة.

أما على الصعيد المؤسسي تقوم الدول المتحولة بتأهيل المحيط المؤسسي الذي يلغي المعوقات الرئيسية لتطور مؤسسات القطاع الخاص سواء من المستثمرين المحليين أو الأجانب، كما تعمل حكوماتها على إيجاد حلول تتعلق بقضايا تمويل المؤسسة الصغيرة في فترة الانطلاق<sup>2</sup>. لهذا ، فإن التوجهات الحالية لتطوير الوحدات الصغيرة في الدول النامية هو كنتيجة لهذه القناعات السابقة التي أشرنا إليها، كما أن المؤسسة الصغيرة و المتوسطة قادرة بفضل مرونتها أن تواكب المنافسة الدولية.

قدمت في هذا الصدد دول شرق آسيا تجربة رائدة في هذا المجال حيث يرى كل من P.RUSIN & G. DUCHENE (2002) أن اعتماد ماليزي، تايوان، الصين على وحدات صناعية صغيرة أحدث طفرة محسوسة وحققت تكامل صناعي في شتى المجالات الحيوية. و الدروس المستفادة أن تجربة تايوان، سنغافورة، وماليزيا وغيرها من دول أن الوحدات الصغيرة الدينامكية غير قادرة على الاستمرار والإبداع بدون بيئة مؤسسية مواتية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> د نصيب رجم و فاطمة الزهراء شايب: المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ظل العولمة ، ورقة مقدمة في ملتقى دولي حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف الجزائر 2004 ص72.

<sup>2</sup> صالح الصالحي: أساليب تنمية المشروعات الصغيرة و المتوسطة في الاقتصاد الجزائري ، السجل العلمي لندوة ، المشروعات الصغيرة و المتوسطة في الوطن العربي \_ الإشكاليات و أفاق التنمية ، القاهرة ، يناير ، 2004 ، ص 169.

<sup>3</sup> Philippe RUSIN & Gérard DUCHENE ; Micro entreprise et mutation de l'emploi dans les pays en transition ; Revue économique ; n° 03 ; 2002 ; pp26- 53.

نرى أن حكومات دول العالم النامي و دول العالم المتقدم على حد سواء تسعى باستمرار في تحسين منظومتها المؤسسية التي تدعم هذا القطاع الحيوي لضمان ديناميكية في نسيجها الإنتاجي و رفع فرص التوظيف للوصول إلى حدود دنيا للبطالة الطبيعية.

## 2- مكانة دولية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

عرف نسيج المؤسسات أقل حجما زيادة كبيرة في نهاية القرن الماضي فقد وصل نسبة المؤسسات التي يشملها التعريف في بعض الدول إلى حدود تتعدى نسبة 80% من المؤسسات و قد تصل في الدول الصناعية للحدود 98% من إجمالي المؤسسات كما هو الحال في اليابان<sup>1</sup>. أما إسهاماتها الفعلية في خلق فرص عمل و الثروة نوجزه في الجدول الموالي.

جدول (1-4) دور المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الاقتصاديات الصناعية

الدولة	نسبة العمالة الموظفة من إجمالي العمالة %	مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي %
الولايات المتحدة	53.7%	48.0%
ألمانيا	65.7%	34.9%
المملكة المتحدة	67.2%	30.0%
فرنسا	69.0%	61.8%
إيطاليا	49.0%	40.5%
اليابان	73.8%	57.1%

Source : CNES Rapport 2001 ; Op. Cit ; P 28

يشير (P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY(2000) أن الزيادة المطردة لنسيج المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في اقتصاد دول العالم يعود لمتغيرات اقتصادية دولية و محلية وكذلك لبروز متطلبات جديدة نوجزها في العناصر التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> CNES (2001) ;Op.Cit ;22.

<sup>2</sup> P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY ; L'Entrepreneuriat ; Op.Cit ; p31.

1. ساهم انخفاض معروضات العمل في القطاع الحكومي إلى دفع عدد كبير من الأفراد ذوي الخبرة و الشباب العاطل عن العمل و خريجي الجامعات إلى المبادرة في العمل الحر و تأسيس مؤسسات مصغرة توفر لهم عمل ذاتي و مناصب لأفراد العائلة.
2. إن ارتفاع طلب الأفراد على المخرجات الحديثة و المبتكرة خاصة الخدمات الجديدة برزت بعد تطور تكنولوجيا الإعلام والاتصال وانتشار التجارة الالكترونية، وبالتالي بروز خدمات لم تعرف من قبل.
3. ارتفاع فرص الاستثمار في قطاع الخدمات دفع عددا هائلا من الأفراد لتطوير خدمات المستهلكين عبر الانترنت و خدمات حديثة لفائدة المؤسسات.
4. في إطار دعم العمل الحر و المقاولاتية توفر العديد من الدول هياكل تعمل على دعم و تطوير استثمارات في المؤسسات الفردية، وأسست فضاءات لمساعدات البطالين و صغار المنظمين من خلال وكالة الدعم في المناطق الحضرية أو مساعدة خاصة في المناطق الريفية المعزولة، أو من خلال توفير مساعدات مالية لفائدة المؤسسة الصغيرة كالقروض المصغرة، و تسهيلات تمويلية مؤسساتية مخصصة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الإنتاجية.

### 3 – أهمية الاقتصادية و الاجتماعية:

همشت المؤسسات الصغيرة المتوسطة بعد الحرب العالمية الثانية بحجة عدم استجابتها لمتطلبات التطوير و اعتبرها كتاب تلك الحقبة أنها نموذج مبسط للمؤسسة الكبيرة، و منهم من وصفها بأنها حالة مؤقتة للمؤسسة فقط وهي مرحلة من مراحل تطور المؤسسة أو بعبارة أخرى مؤسسة صغيرة ما هي إلى مؤسسة كبيرة في مرحلة طفولتها.

غير أن فترة السبعينات من القرن الماضي غيرت الفكر الاقتصادي حول ربط حجم المؤسسة بالفعالية، وأخذت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تدريجيا دورا هاما في تطوير الاقتصاديات العالم، و يرى<sup>1</sup> Gille Guiheux(1998) أن المؤسسات الصغيرة تؤدي قاطرة التنمية في ظل

<sup>1</sup>Gille GUIHEUX ;PME-PMI a Taiwan : quelle leçon Tirer ; Revue Innovations ; n°08 ;1998 ; pp52, 53.

الانفتاح و تسوق الدول لآفاق اقتصادية واجتماعية واعدة من خلال ما توفره من مناصب العمل و إسهاماتها المعتبرة في تحقيق مستويات عالية من الدخل القومي. أكثر من هذا، فقد أشارت (2006) P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY أن لها أدوار أخرى تؤديه الوحدات في توفير منتجات مبتكرة حديثا بشكل الذي يناسب تطلعات المستهلكين المحليين و الدوليين.<sup>1</sup>

سنحاول تلخيص بعض الايجابيات التي نراها أساسية في النقاط التالية:

- سهولة تأسيس المؤسسة الصغيرة مقارنة بالمؤسسات الكبرى.
- تركز هذه المؤسسات بصفة عامة على فردية التسيير و من ثم إستراتيجية غير رسمية في إتخاذ القرارات مما يجعلها أكثر مرونة و ديناميكية لمواجهة المحيط.
- تمتاز الوحدات الصغيرة الحجم بالديناميكية و سرعة الأداء في الأسواق الحرة سريعة التقلب.<sup>2</sup>
- بالرغم من صغر حجمها المادي تحقق فئة من مؤسسات ابتكارات جديدة تعكس القدرات و الكفاءات المحلية في مجالات مختلفة.
- تساهم فئة من المؤسسات الصغيرة ذات الطابع الحرفي في تقديم سلع و خدمات بأثمان مناسبة للسكان المناطق النائية و أصحاب الدخول المحدودة.
- تعمل المؤسسات الصغيرة على استحداث مناصب عمل لجميع فئات المجتمع، وتشير دراسات منظمة العمل الدولية أهميتها في خلف فرص العمل. كما تطرقت أبحاث مماثلة في دول الصناعية أن فرص التوظيف الصناعي في مؤسسات الصغيرة أكبر بكثير من فرص التوظيف في قطاع المؤسسات الكبرى حيث أن مساهمة المؤسسة الصغيرة و المتوسطة وصل في بعض البلدان الأوروبية إلى مستوى 80 % من مجمل المناصب المستحدثة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY . L'Entrepreneuriat. .Op.Cit. p51

<sup>2</sup> MARCHESNAY.M ; la PME une gestion spécifique ?. Revue problème économique ; 1994 ; n°05 pp 10-12.

<sup>3</sup> Laurence CRALL ; Micro entreprise : un tremplin pour l'emploi ; Revue Industries ; 2001 ; p22.



- أشارت أبحاث (1994) Xavier GREFFE<sup>1</sup> مماثلة أقيمت سنة 1979 أن قطاع المؤسسات صغيرة الحجم ساهم بفاعلية في استحداث مناصب عمل في بيئة سيئة سادت أوروبا الغربية جراء الأزمات البترولية المتعاقبة في سنة 1971 وفي سنة 1979.

#### 4- دورها في تحقيق التكامل الصناعي:

تعرف المقولة الباطنية الصناعية أنها شكل من أشكال التكامل الصناعي، حيث تمثل الصناعات الصغيرة و المتوسطة حلقة وصل بينها و بين مختلف المؤسسات الكبرى من خلال عقود توريد أو من خلال تقديم مؤسسات صغيرة لخدمات معينة أو تصميم خاصة لفائدة مؤسسات اقتصادية كبرى.

كما جاء عقود المقولة الباطنية الصناعية كمطلب استراتيجي في البيئة الصناعية الجديدة التي تقوم على تركيز المؤسسات الكبرى على نشاطات محددة و هناك حاجة لتكامل المؤسسات الصناعية بينها ودمج مخرجاتها في مؤسسات أخرى كبرى و نجد هذه النماذج للمقولة كثيرا في صناعة السيارات.

إن تكامل الصناعي بين مؤسسات باختلاف أحجامها سيعمل في تحسين روابط هيكل الإنتاج الصناعي للمؤسسات، و سيرفع من جودة المنتجات الصناعية، حيث تساهم هذه العقود أولا، في تخفيض تكاليف الإنتاج للمؤسسات الكبرى عن طريق التركيز، كما أن ضرورة الحفاظ على عقود المقولة جراء المنافسة تدفع المقاولون في الباطن على توفير منتجات أحسن جودة و بأقل تكلفة ممكنة للحفاظ على حصتها في السوق.

تأخذ المقولة الباطنية أشكال عديدة و نميز بين ثلاثة أنواع من خلال طبيعة المنتج أو الخدمات المقدمة للمؤسسة المستفيدة<sup>2</sup>.

تنفيذ الأشغال: يعنى تنفيذ ضمن شروط مسبقة الأعمال و الدراسات للمؤسسات أخرى كالبناء و التصميم

<sup>1</sup> Xavier GREFFE : Op.Cit. p05.

<sup>2</sup> يخلف عثمان: مصدر سبق ذكره، ص26.

الإنتاج: إن المقاولات الباطنية الإنتاجية هي أكثر صفقات انتشارا في الدول الصناعية حيث توفر المؤسسة الصناعية الصغيرة قطاع غيار، معدات، مكونات، آلات خاصة و غيرها من منتجات بمواصفات معلومة يشترطها المستفيد ( مؤسسات كبرى) من الصفقة.

الخدمات: تقوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بأعمال عديدة من الخدمات لصالح مختلف المؤسسات، كالدراسات الفنية، البحث و التطوير، و يتميز هذا النوع من المقاوله بالتنوع و تعدد في الآونة الأخيرة جراء تطور البرمجيات (logiciels) و صناعات الكومبيوتر وهي اليوم أهم مظاهر المقاوله الباطنية الحديثة.

إن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عنصرا أساسيا في توفير التكامل الصناعي، بما أنها تتخصص في المهام والنشاط، كما نجدها في معظم الفروع الاقتصادية، وبالتالي تعمل المقاوله الباطنية على إتمام نشاط غالبية المؤسسات الكبرى.

تعتبر المؤسسات الصغيرة و المتوسطة وحدات محورية في التنمية الصناعية لدول العالم في عصر العولمة لأنها ميدان لتجارب كل التحديدات و التكييفات الحديثة في كل المجالات التكنولوجية (Champ d'expérimentation industrielle)، و بالتالي مصدرا للتحديد الدائم للصناعة و الخدمات الحديثة<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: خصائص المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

تحتاج معظم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في حالة الانطلاق و التوسع لمصادر مالية ضئيلة نسبيا. ومن الواضح أنها لا تحتاج لدراسات معمقة و مكلفة و تجهيزات ضخمة نسبيا في مرحلة الانطلاق. وأثبتت دراسات في هذا الصدد أن تكلفة العامل في المؤسسات صغيرة الحجم هي أقل بكثير عن المؤسسات الكبرى.

كما ان المؤسسات الصغيرة تتمتع بمرونة كبيرة في توقعها في السوق الذي تسوده حالات عدم التأكد. كما أصبح السوق يتغير يوميا بشكل مفاجئ نتيجة الانفتاح.

<sup>1</sup> زايري بلقاسم: مرجع سبق ذكره ، ص02.

إن عامل المرونة جعلها قادرة على تعديل نشاطاتها التجارية دون الحاجة للامكانيات المالية المعتبرة. وسنحاول إبراز أهم الخصائص التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ثلاثة محاور أساسية.

## 1 – محدودة الملكية و استقلالية القرار.

تعتبر المشروعات الصغيرة و المتوسطة حافزا اساسيا للافراد الذين يملكون الرغبة في إنشاء مشاريع خاصة بهم و من تم فإن حرية تأسيس مؤسسة فردية هي وسيلة اشباع الحاجات و طموحات مختلفة سواء كانوا أسر، أو أصدقاء أو أقرباء. كما تتيح فرص لتنفيذ أفكار، وابتكارات في شتى المجالات<sup>1</sup>.

إن ملكية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة قد تتحدد بالبيئة الاقتصادية السائدة و أعراف و ثقافة المجتمع. و يرى (2000) O.Gélinier شيوع المؤسسات الفردية و مؤسسات ملك للعائلة لتفادي النزاعات حيث تمثل أكثر نسبة عن سائر أشكال القانونية أخرى للمؤسسة<sup>2</sup>. يشير F. JANSSEN (1998) أنه توجد علاقة وطيدة بين حياة المؤسسة و حياة مالكيها، ولذلك نجد أن معظم هذه المؤسسات المرتبطة بمؤسس، و غالبا ما تختفي حين تقاعد صاحبها أو في حالة وفاته<sup>3</sup>.

كما أن الطبيعة القانونية للمؤسسات تستند إلى تشريعات الخاصة بكل دولة. و نادرا ما تملك المؤسسات الصغيرة هيكل تنظيمي معقدا أو شبيه بالهيكل تنظيمي في المؤسسات الكبرى و هناك اختلاف رؤى حول هذا الموضوع حيث نجد الأصحاب أطروحة أن مؤسسات الصغيرة و المتوسطة هي وحدات خاصة Spécifiques تختلف عن باقي المؤسسات، أما تيار التباين la Diversité يشير أن مجال المؤسسات الصغيرة و المتوسطة نجد فيه مؤسسات غير نموذجية أو غير معتادة (PME Dénaturée)، حيث أن الأوضاع

<sup>1</sup> د عبد الرحمن يسرى احمد: تنمية الصناعات الصغيرة و مشكلات تمويلها دار الجامعة للنشر و التوزيع إسكندرية، مصر العربية سنة الإصدار 1996 ص 20.

<sup>2</sup> O .Gélinier ; La réussite des entreprises familiales ; Edition maxima ; 2000 ; p16.

<sup>3</sup> F. JANSSEN : L'influence de l'interprétation du dirigeant et de son entreprise sur l'endettement des PME et sur la relation avec les banques ; AIREPME 1998 ; p 12 .

الاقتصادية الجديدة و استراتيجيات التحالف خلقت هذا نوع من المؤسسات وهي تملك صفة غير معتادة شبيهة بالمؤسسات الكبرى.<sup>1</sup> كما تنشط هذه الفئة من المؤسسات بعد أن تحسنت متطلبات دخول البورصة في الدول الصناعية بفعل الإدارة الحكيمة للفاعلين فيها وتداول أسهم المؤسسات المتوسطة في بورصة أوراق المالية رغم صغر حجمها نسبيا في سوق آقتصر في وقت قريب على تمويل المؤسسات الاقتصادية الكبرى.

عموما يتمتع معظم أصحاب المؤسسة الصغيرة بالاستقلالية في السيطرة على كل صغيرة أو كبيرة في أمور التسيير الروتيني و معظم القرارات الإستراتيجية. كما أن الهيكل التنظيمي للمؤسسة الصغيرة غالبا ما يكون بسيطا ولا يتميز بالتعقيد في حالة نمو أسواقها، و بالتالي فإن اتصالات صاحب المؤسسة مع العمال تتميز بالسرعة و المرونة في أغلب الظروف.

## 2- مرونة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

تمتاز أغلبية المؤسسات الصغيرة و المتوسطة بالمرونة، ويرى (1999) B.BARANQUE أن المؤسسة الصغيرة لها قدرة كبيرة على تغيير و تعديل نشاطاتها التجارية سواء في حالة الرواج أو في حالة كساد السوق، و ترتفع وتيرة المرونة في المؤسسات أقل حجما حيث يكون بمقدور مالكيها اتخاذ قرارات بشكل سريع و استباقي.<sup>2</sup>

إن المؤسسة الصغيرة تعمل على تكييف نشاطاتها من خلال معطيات السوق المتوفرة. فقد تعتمد هاته المؤسسات غالبا على تكنولوجيات بسيطة و رأس المال منخفض في فترة الانطلاق. إن هذا الوضع يساعدها أكثر على تعديل نشاطاتها، و يؤمن لها الصمود في الأسواق الضيقة. يرى الباحثون أن طبيعة ملكية مؤسسة عاملا حاسما في مرونتها، و يتحكم في مسار نشاط المؤسسة المالك المسير أو عدد محدود من الشركاء حيث يتحملون المسؤولية الكاملة في اتخاذ القرارات الروتينية و الإستراتيجية سواء كانت إدارية أو مالية.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> Olivier TORRES ;pour une approche contingente de la spécificité de la PME ; Revue Internationale des PME ;1994. p 42.

<sup>2</sup> B. BARANQUE : Flexibilité financière des PME. Banque de France ,CNRS ; 1999 p08.

<sup>3</sup> OCDE : Les déterminants de la compétitivité des PME ; Revue problèmes économique janvier 1994 ; pp 13-19 .

ترى GUILHON (1998) أن قابلية التحكم *contrôlabilité* تعكس هذه المرونة في المؤسسة. و تشير أيضا أن الإمكانيات التنظيمية و الإدارية للمنظمين تقدم صورة واضحة لمسار المؤسسة الاستراتيجي.

من هذا المنطلق طرحت GUILHON (1998) مختلف الإستراتيجيات الممكنة في المؤسسات الصغيرة بعد إجراء بحث ميداني ضم مئات من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة أقل من 500 عامل في أنحاء أوروبا و خلص البحث انه يوجد تباين بين مؤسسات العينة وصنفتها الباحثة في العناصر التالية:<sup>1</sup>

— قابلية التحكم الهيكلي: *Contrôlabilité Organique* : تعتبر قابلية التحكم الهيكلي إستراتيجية واضحة في المؤسسة الصغيرة فالملاك المديرون يديرون أعمالهم بعد دراسة كل التحديات الممكنة. ونجد أن هذا الصنف من المؤسسات تملك نظام معلومات فعال كما تملك المؤسسات من هذا الصنف عمالة مؤهلة، و يترقب الملاك باستمرار التغيرات في السوق و تأثيرها على نشاط المؤسسة.

— قابلية التحكم المتأقلم *contrôlabilité adaptative*: قابلية تحكم المتأقلم يعكس إمكانية محدودة للمؤسسة سواء تعلق الأمر بالإمكانيات المادية أو قصور الموارد البشرية. و يقتصر قرار المالك المسير في ظل هذه الظروف على استمرارية النشاط، أو بعبارة أخرى إتباع منهج متأقلم مع الأوضاع للحفاظ على حصة السوق بدون الدخول في تعديلات هيكلية أو تنظيمية عميقة ولذلك تبقى معظم قرارات المؤسسة تصبوا للبقاء في السوق.

— قابلية التحكم الواسع *contrôlabilité Elargie* : تلجأ المؤسسة إلى توسيع علاقاتها مع المؤسسات الأخرى دون فقدان ملاك المؤسسة استقلالية قرارات بشكل نهائي. و هدف التحالفات هو تطوير نشاط المؤسسة وفتح آفاق للأسواق أخرى واعدة كما قد يكون تطوير السوق لهذه الفئة على حساب استقلالية المالك المسير.

<sup>1</sup> Alice GUILHON : Vers une nouvelle définition de la PME a partir du concept de *contrôlabilité* in O.TORRES. Op.Cit.p56.

إن هذا الوضع نجده في الفروع التي تشهد منافسة شديدة أو تشهد ركود في الطلب ، حيث يلجأ صاحب المؤسسة لتمويل الإنهاض عن طريق رأس المال المخاطرة مثلا ، أو اندماج مع مؤسسات صغيرة أخرى.

— قابلية التحكم غير النموذجي *contrôlabilité figée* : تفتقر فئة من مؤسسة لنظرة إستراتيجية واضحة كما أنها تنشط في أسواق جد ضيقة لأنها غير راغبة في تطوير النشاط أو أن عملية التوسع يراها الملاك المليونون أنها تؤدي حتما لفقدان قابلية التحكم في نشاط المؤسسة أو أن عملية تطوير نشاط المؤسسة ستحتاج إلى موارد مالية و بشرية يعجز صاحب المؤسسة أن يوفرها.

### 3- استخدام الخامات و المعارف المحلية:

إن نشاط المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في المناطق الريفية يفتح آمال لفئات قاطنة في المناطق الريفية وهذا أمر له فوائد كثير للحد من نزوح الأرياف إلى المدن، كما أن تطوير المؤسسات الصغيرة في المناطق النائية سيعمل على استخدام خامات مهمة و يقدم تقنيات مبتكرة خاصة بالمنطقة و قابلية تطويرها على نطاق محلي و دولي. كما تتيح هذه استثمارات فرص أوفر للشباب العاطل عن العمل والأقارب و الأصدقاء و النساء دون إلزامهم على حصول على مؤهلات علمية أو بشهادات رسمية و على هذا فقد يستفيد كل المقيمين بالمنطقة الجغرافية المعزولة.

إن أغلبية المؤسسات الصغيرة تهتم بالمستهلك المحلي فهي موجودة بأحجام صغيرة في البلدان الصناعية، لأنها وحدات إنتاجية تهتم بالمستهلكين ذوي الحاجات غير النمطية (خارج عن نطاق الإنتاج الكبير) و سلع بعيدة عن معايير الجودة تلبى طلب المستهلكين ذوي الدخل المنخفض.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> محمد عبد الحميد : المشروعات الصغيرة و المتوسطة و مواجهة التحديات التمويلية. ندوة دولية حول واقع و مشكلات المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و سبل دعمها و تنميتها ، جامعة الرياض. المملكة السعودية 2001، ص12.

في نفس السياق، تهتم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الكثير من الدول الصناعية بدراسة حاجات المستهلكين في دول أخرى لتطوير صادراتها و نجد في دول شرق آسيا مؤسسة صغيرة الحجم تقدم مواد و تجهيزات و خدمات للمؤسسات الصغيرة أخرى داخلها و خارج الحدود. كما تستخدم المؤسسات الصناعية الصغيرة خامات و معارف محلية تؤهلها لإبرام صفقات المقاوله الباطنية مع المؤسسات الكبرى.<sup>1</sup>

### المبحث الثاني: تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في النظرية المالية.

يعتبر موضوع تمويل المؤسسات الصغيرة من أبرز الموضوعات نقاشا في المحافل الدولية، فقد ربط الباحثون أمثال B.BARANQUE(2001) و J.LECHMAN(2000) أن إمكانية تطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة يحتاج بالضرورة لمنظومة تمويل متطورة.

قدمت عدة دراسات لصندوق النقد الدولي نفس الرؤى حول قضايا التمويل المؤسسات الناشئة وترى تقارير هذه البحوث إلى ضروري تطوير دول العالم النامي مؤسساته المالية وبنوكه التجارية، و أن تقوم الحكومات بإصلاحات عميقة لمنظومتها المصرفية من أجل خلق تنافسية بين المؤسسات المالية و رفع من عروضها للتمويل، ولهذا السبب يأخذ موضوع التمويل الشق الأكبر في مجال تطوير و تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول النامية و الدول المتحولة.

### المطلب الأول: مفهوم التمويل وخصائصه.

يعتبر التمويل وقودا للتنمية الاقتصادية و الاجتماعية فقد آحتل هذا الموضوع أهمية كبرى في الدراسات الاقتصادية خاصة على مستوى قطاع الأعمال، فنحصى عدة دراسات في هذا الصدد اهتمت بقضايا تمويل المؤسسات الصغيرة من مصادر مؤسساتية وركزت البحوث على إشكالية التمويل بالاستدانة.

<sup>1</sup> P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY ; L'Entrepreneuriat ; Op.Cit ; p51

## 1- مفهوم التمويل.

توجد عدة مفاهيم للتمويل ومنها ما هو تعريف شامل، حيث يعرف انه عملية تدبير الأموال والموارد المالية لقيام بنشاط اقتصادي، أو بعبارة أخرى هو نقل القدرة التمويلية من أصحاب الفائض للأصحاب العجز و تخصيصها للأغراض التنموية، فالتمويل من هذا المنظور هو نشاط قائم على تدبير الأموال من أصحاب الفائض سواء كانوا أفراد، مؤسسات مالية، أو دول ثم توجيه هذا الفائض لأصحاب العجز فهم يفتقرون إلى رؤوس الأموال لأغراض الإنتاج، الاستغلال، أو الاستهلاك. ويعرف لغويا و اقتصاديا كالتالي:

— لغويا : لغويا هو تدبير الأموال أو إنفاق المال، أما مصطلح **Financement** حسب القاموس الفرنسي ضيق لأنه يعني توفير الإمكانيات المالية الضرورية لتسيير و تطوير المشروع.

— اقتصاديا: إن التمويل على مستوى المؤسسة يعرف أنه البحث عن مصادر مالية بتكلفة مناسبة تضمن للمؤسسة تحقيق استمرار نشاطاتها أو من أجل أغراض التوسع والتطوير.<sup>1</sup> كما نجد لمفهوم التمويل إطار ضيقا يتعلق بسياسة المالية في المؤسسة، و يعرف أنه الطريقة المناسبة للحصول على الأموال و تقييمها قصد الوصول إلى مزيج أفضل بينها. ويعرف أيضا أنه الاحتياجات المالية للمؤسسة كما و نوعا يعكس طموحات (أهداف إستراتيجية) للمؤسسة و توقعاتها المستقبلية.<sup>2</sup>

كما يعرف التمويل في مفهوم آخر انه عملية توفير موارد مالية و تخصيصها في المؤسسة لأغراض الاستغلال و التطوير (النشأة و التنمية ) إما أن تكون مصادر من خارج المؤسسة أو أموال ذاتية تستخدم لبناء طاقات إنتاجية.

تشير أبحاث أكاديمية معاصرة إلى الدور الذي تؤديه مصادر التمويل في دفع عجلة التنمية و نهوض بقطاع الأعمال بصفة عامة، والصناعات الصغيرة و المتوسطة بصفة خاص. ولاشك

<sup>1</sup>B. BARANQUE : Op.Cit .p08

<sup>2</sup> هيثم محمد الزغبى: الإدارة المالية و تحليل المالي .دار الفكر الحديث، عمان الأردن الطبعة الأولى، 2000 ص 77



أن موضوع التمويل هو أقدم المواضيع في الدراسات الاقتصادية و يتجدد باستمرار مع تطورات البيئية سوسيو اقتصادية للبلدان.

قد كان التمويل محل دراسة اقتصاديين المدرسة التقليدية و المدرسة الكيترية وهناك إجماع نظري على وجود علاقة بين تطور النظام المالي و النمو الاقتصادي، فقد أشار Hicks(1969) Schumpeter(1934) أن ثمة علاقة قوية بين ارتفاع القروض و النمو الاقتصادي في تمويل النهضة الصناعية، بينما يرى Robinson(1952) على خلاف هذا الارتباط الآلي بين نمو الأنظمة المالية و الأنظمة الاقتصادية أن النمو الاقتصادي هو الذي يطور النظام التمويلي<sup>1</sup>.

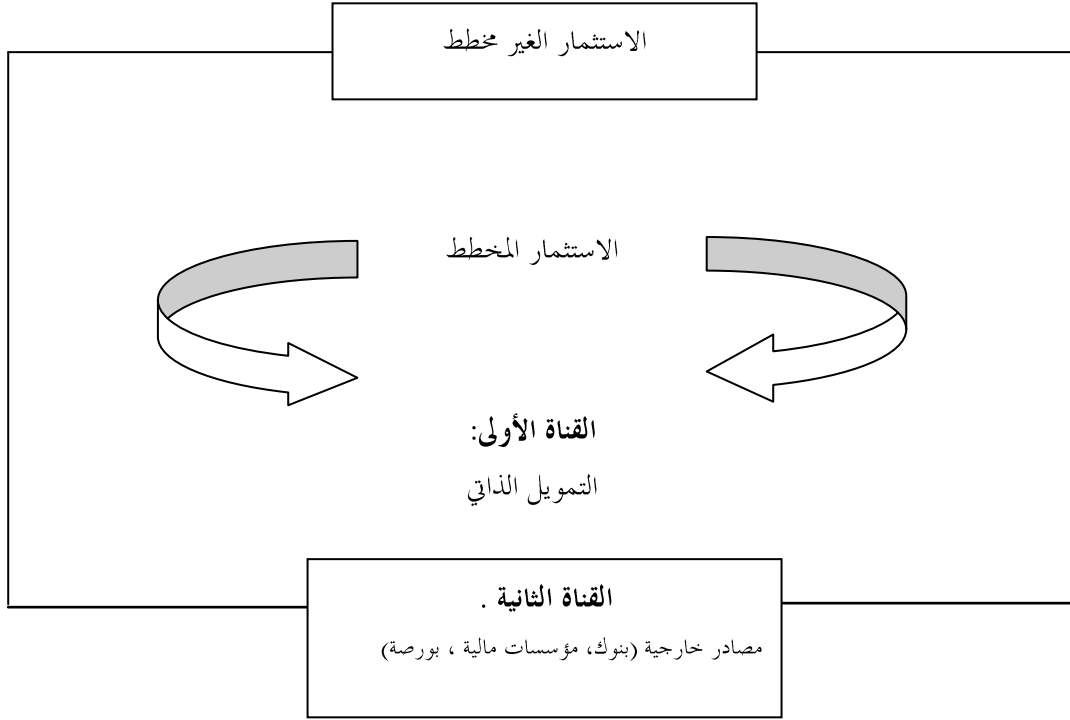
## 2- مصادر التمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:

اختلفت مفاهيم و تصنيفات تمويل حسب مدة التمويل و مصدر التدفق. و تلجأ المؤسسة لمصادر خارجية بعد استنفاد طاقتها الداخلية للتمويل (ضعف الموارد الذاتية) أو في حالة حدوث ضيق المالي لتطوير منتجاتها. و في الغالب تلجأ المؤسسة الصغيرة القائمة لقنوات التمويل الخارجي لتمويل الخطط الإستراتيجية (تمويل غير المخطط)، وهذا تمويل يتم بوجود وسطاء سواء كانوا مؤسسات بنكية أو مؤسسات مالية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> د. وليد عبد مولاة: دور القطاع التمويلي في التنمية، معهد العربي للتخطيط، جسر التنمية الكويت 2007 ص05

<sup>2</sup> B.BARANQUE.; B.BELLETANTE N. LAVRATTO: Diversité économique et mode de Financement des PME ; Edition L'ARMATTA N ; 2001 ; p 36.

الشكل رقم (1-1): قنوات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المتاحة.



Source : B.Baranque.; N. Lavratto B.Belletante Op.Cit.p 118;.

إن التمويل الداخلي هو كل الأموال التي تم استثمار أصلها من نواتج العمليات التجارية، أي أنها رؤوس أموال جديدة (القيم المضافة السنوية) يعاد آستخدامها في المؤسسة لتمويل عمليات التوسع. و الهدف وراء ذلك هو بناء طاقات إنتاجية جديدة. وتسمى هذه المصادر بالأموال الذاتية أو برأس المال الخاص في حوزة المشروع. إن الولوج للمصادر الخارجية لتمويل الاستثمارات في المؤسسة الصغيرة أكثر صعوبة من منظور صاحب المؤسسة لأن هذا المسار التمويلي يتطلب شروط و مبادئ خاصة، وتلجأ المؤسسات الصغيرة لمصادر خارجية بعد نفاذ أموالها الذاتية فقط أو بهدف توسيع نشاطاتها.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> B.BARANQUE & N. LAVRATTO & B.BELLETANTE ; Op.Cit ; P 98.

كما أن صعوبات التمويل من مصادر المؤسساتية و على رأسها الاستدانة يتم وفق أساليب و صيغ تعاقدية تختلف من دولة إلى أخرى سواء لإنشاء المشروعات أو لتشغيلها.<sup>1</sup>

## 2-1- مصادر التمويل الذاتي:

إن الحاجة لمصادر التمويل يختلف من مؤسسة إلى مؤسسة أخرى، كما أن أنماط التمويل المعروضة مختلفة من حيث التكلفة و لشروط الحصول عليها من الممولين المؤسساتيين. وسنبين في هذا الجزء أولاً المصادر الداخلية لتمويل وهي الأموال المملوكة للمؤسسة و الأرباح غير الموزعة، و نتطرق للمصادر الخارجية لتمويل سواء كانت رسمية أو غير رسمية.

يعرف التمويل الذاتي من عدة جوانب:<sup>2</sup>

1- التمويل الذاتي هو تمثيل الثروة التي بحوزة المؤسسة.

2- هو تحقيق الاستثمارات بفضل الموارد الداخلية للمؤسسة والتي عادة ما تكون الأرباح المحققة.

3- التمويل الذاتي هو إعادة استثمار الفائض المالي كله أو بعضه في أعمال المؤسسة، وبذلك تتفادى هذه الأخيرة زيادة رأس مالها سواء من أصحابها أو من الغير، وهذا لأغراض التوسع في المؤسسة وما يترتب عن ذلك من مشاكل ومصاريف تثقل نشاط المؤسسة.

**تمويل ذاتي خاص بالمحافظة على مستوى النشاط:** وهو عبارة عن التمويل الذاتي الذي هدفه المحافظة على الطاقة الإنتاجية للمؤسسة، حيث أن المؤسسة تخصص أموالها لتحقيق الأهداف المسطرة ويتكون عموماً من الأرباح و الاهتلاكات.

**التمويل الخاص بالتوسع:** في بعض الأحيان نجد أن التمويل الذاتي يفوق الانخفاض الذي يحدث في عناصر الأصول، وفي هذه الحالة تلجأ المؤسسة إلى استعمال ذلك الفائض في شراء استثمارات جديدة أو زيادة مخزونها أو حتى زيادة رأس مالها، ومنه فإن هذا النوع من التمويل

<sup>1</sup> هيثم محمد الزغبى، مرجع سبق ذكره ص 18.

<sup>2</sup> د عبد الرحمن يسرى أحمد: مصدر سبق ذكره، ص 35.

الذاتي يسمى بالتمويل الذاتي الخاص بالتوسع، والذي يتشكل من الأرباح بعد اقتطاع الضريبة والتوزيع الأرباح.

يعتبر (1999) Robert Wtterwulge أن التمويل الذاتي مصدرا رئيسيا للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة فقد يوفر مزايا غير مادية للملاك المسيرين و من بينها عامل الاستقلالية. إن المؤسسة ذات القدرات الكبيرة لتمويل مخططاتها يجب أن يكون مركزها المالي في حالة جيدة، وبذلك يساعدها في حصول على تمويل من المصادر الخارجية. فالتمويل الذاتي مصدر مناسب للمؤسسة الصغيرة بما أنه يتعد عن كل الإجراءات و الشروط و مبادئ المطلوبة للحصول على مصادر تمويل خارجية.

بالرغم من مزايا التي يوفرها التمويل الذاتي إلا أنه تمويل محدود و يتحدد من خلال حجم نشاط المؤسسة و نواتج عملياتها الاستغلالية (الأرباح). فتجهيز المشروعات الاستثمارية بالمعدات و الأصول الرأسمالية سواء عند إنشاء المشروع أو عند إحلال و تحديد معداته و تجهيزاته يمثل تحديا كبيرا أمام المؤسسة، إذ يلزم لهذا المشروع الأموال اللازمة لتغطية تكاليفه سواء من رأس المال المدفوعة عند بداية المشروع أو عن طريق الاقتراض، مع تقديم ضمانات السداد اللازمة أو من الاحتياطات و مخصصاته المالية.

إن تمويل الذاتي للمشروعات الصغيرة و المتوسطة له مفهوم أوسع من التعريف المحاسبي المشار إليه أعلاه بما أن المصدر قد لا يقتصر على الأرباح غير الموزعة فحسب و إنما على مختلف العوائد الذي يحصل عليها المالك المسير و عوائد ثرواته الخاصة بهدف تحقيق طموحاته الشخصية. كما يتجنب تكاليف خاصة قد تؤثر سلبيا على نشاط و استقلالية المؤسسة.<sup>1</sup>

يضيف الباحث Robert Wtterwulge إلى أن الملاك المسيرين يعتمدون في ظل وجود فرص الاستثمار على المصادر الذاتية دون لجوء للمصادر خارجية وهذا قد يعكس رغبتهم في ضمان استقلالية المشروع لضمان حرية كاملة في اتخاذ قرارات المؤسسة.

<sup>1</sup> Robert WTTTERWULGHE ; Op.Cit; P118.

## 2-2- مصادر تمويل من أفراد العائلة و الأصدقاء:

يلجأ الأفراد دائما إلى عون عائلي أو من اقرب الأصدقاء من أجل تغطية مصاريف التأسيس أو مصاريف التشغيل إذا عجز صاحب المشروع من توفير كل المستحقات المالية للإقلاع أو يطمح في توسيع المشروع، أو افتقاره للمبادئ و المتطلبات معمول بها في البنوك. إن نمط تمويل العائلي مختلف باختلاف مبدأ التمويل، حيث قد تكون هبة مالية من الأب مثلا أو قرض حسن من العائلة و الأصدقاء (بدون فوائد و ضمانات عينية) أو قروض يتحمل صاحب المشروع فوائد رمزية منخفضة نسبيا على فوائد المصارف التجارية.<sup>1</sup> كما أن التمويل العائلي مختلف من حيث الشروط، فقد يأخذ هذا تمويل منحى آخر، بحيث يكون نمط تساهمي بين أفراد العائلة و يحصل جميع المساهمين على عوائد متفق عليها في إطار المؤسسة العائلية.<sup>2</sup>

إن هذا النموذج للتمويل غالبا ما نجده شائعا في الدول النامية عند النشأة و في حالة التوسع. ويؤثر المحيط العائلي و سمعة طالب التمويل على قدرته للوصول لهذا نوع من التحويلات المالية العائلية. كما أن الكثير من المقبلين على الاستثمار في المشروعات المصغرة ينحدرون من أسر فقيرة و من المرجح أن يكون أهلهم و أصدقائهم ينتمون لنفس الطبقة و لا يكفي ما يقدمونه من أموال للمشروع.<sup>3</sup>

## 2-3- تمويل من مصادر غير الرسمية:

يعتبر التمويل غير مؤسسي أهم مصدر تمويل المؤسسات المصغرة في الدول النامية على وجه خاص.

<sup>1</sup> عبد الرحمان يسرى أحمد : مرجع سبق ذكره .ص38

<sup>2</sup> Didier van CAILLE ; La PME et l'entreprise familiale ; Institut de recherche sur la PME ; Université de Leige ; 1999 ; pp28,52.

<sup>3</sup> د عبد المنعم محمد الطيب : تمويل و تطوير المشروعات الصغيرة و المتوسطة في ظل الآليات الجديدة لتحرير التجارة -التجربة السودانية- ورقة مقدمة في مؤتمر دولي حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية. سطيف، الجزائر، 2004، ص 145.

— مفهوم سوق غير الرسمي للتمويل: يستخدم مصطلح غير الرسمي في الفكر

الاقتصادي لمختلف النشاطات خارج إطار القانون التي تحدده الدولة. وبمعنى آخر أنها عمليات عينية لا تسجل لدى الهيئات الحكومية، و لا تتوفر عليها بيانات تدرج في الحسابات الناتج القومي.<sup>1</sup>

و من خلال المفهوم الشامل للاقتصاد غير الرسمي يعرف التمويل غير رسمي ( غير مؤسسي) " انه قنوات نقل القدرة التمويلية خارج الإطار العام للأنظمة القانونية المتعارف بناء على قواعد عرفية متعارف عليها بين الأفراد وبين المؤسسات الاقتصادية".<sup>2</sup> كما يعرف تمويل غير الرسمي أنه "نشاط تمويلي بالصيغ والمبادئ المتعددة لها أبعاد ثقافية، مؤسساتية و اقتصادية". إن قيام التمويل غير رسمي له أسباب و مبررات متنوعة وتذكر أبحاث في هذا الصدد أن شيوع هذا نوع من التمويل لبعض الدول النامية و المتحولة هو غياب المحيط التمويلي المؤسسي المواتي. كما أن الأنظمة المؤسسية في تلك البلدان يغيب فيها هياكل داعمة للتمويل. فقد تبين في فترة الإصلاحات العميقة أن وضع الاقتصادي و الاجتماعي في دول المغرب العربي أدى إلى اتساع التمويل من مصادر غير مؤسسية سواء كان للمؤسسات المسجلة رسمية أو من طرف مؤسسات غير رسمية لا تملك سجلات تجارية. خلصت دراسات مماثلة أنه ثمة محددات مؤسساتية و اقتصادية أدت إلى بروز و انتشار هذا نوع من الوساطة و أبرز ما يمكن قوله أن افتقار الشباب البطل للإمكانيات المالية و محدودية توفير مبادئ تمويل المؤسسي عامل أساسي في اتساع قنوات غير الرسمية للتمويل.<sup>3</sup> وبالتالي فإن تمويل من مصادر غير الرسمية حتمي بما أنه المصدر الوحيد والنهائي الممكن في غياب مصادر أخرى لتمويل المشاريع الفردية. و نوجز أهم الصيغ تمويل غير الرسمي في العناصر التالية:

<sup>1</sup> C.BOUNOUA : développement de la petite et micro entreprise et Gouvernance colloque international sur la PME ; CREAD ; Alger 2003.

<sup>2</sup> د عبد المنعم محمد الطيب: مرجع سبق ذكره ص 146.

<sup>3</sup> Y. HAMED : Le Financement des Micro Entreprise ; Revue Gratice ; Université Paris 12 ; 2001 ; p05.

### — مصادر من الموردين و الزبائن: Financement inter entreprise

يعتمد معظم التجار و أصحاب الحرف في المؤسسات المصغرة على مصدر ثاني يكمل مصدر الذاتي ألا و هو الائتمان التجاري غير الرسمي و هو في الواقع حصول التجار والحرفيين على تمويل قصير المدى من دفعات الزبائن أو في فترات سماح الموردون دون وجود عقود رسمية و أعباء مالية. و يلتزم الطرفين في أداء الخدمات والمستحقات في الزمن المحدد المتفق عليه. و أخذ هذا نمط من التمويل التجاري مكانة كبيرة بين التجار و الحرفيين و ساهم بفعالية في نشأة واستمرار الكثير من الحرف التقليدية في البلدان النامية التي يستحيل فيها أن يحصل هؤلاء على مصادر تمويل مؤسسية.

### — اقتراض من سوق غير رسمي: Marché informelle des crédit

إن اقتراض من سوق غير الرسمي عملية شائعة في البلدان النامية في ظل غياب بدائل التمويل المؤسسية لصغار المنظمين أحد أسباب اللجوء لهذه المصادر. ويعمل هذا السوق خارج نطاق القانون والتشريعات، إذ يعرف (C.SUMATA 1993)<sup>1</sup> على أنه نشاط أفراد يملكون قدرة تمويلية و يقدمون قروض بفوائد مرتفعة عن ما تطلبه البنوك التجارية.

في غياب الثقة بين طرفين التبادل يتم تسليم رؤوس الأموال إلا إذا توفرت شروط يحددها الممول الغير الرسمي مثل تحرير عقد رسمي عند الموثق (اعتراف بالدين) أو ضمانات عينية كطلب الحلي الزوجة مقابل تسليم القرض.

يمكن القول أن السوق غير الرسمي للتمويل متنوع في الصيغ و الشروط إلا أنه يمتاز بعض الخصائص متشابهة في أنحاء دول العالم الثالث وهي كالتالي:<sup>2</sup>

1. ارتفاع معدلات الفائدة في السوق غير الرسمي نسبيا عن القروض المصرفية.

2. يعرض سوق غير رسمي في غالب تمويلات قصيرة المدى.

<sup>1</sup> C.SUMATA : Les circuit financiers extra- bancaires et l'entrepreneuriat au ZAIRE ; AUPELF-UREF ;Paris 2003 ; pp432.433.

<sup>2</sup> عبد الرحمان يسرى أحمد : مرجع سبق ذكره .ص.42.

3. اختلاف حجم وصيغ تمويل حسب الظروف الاقتصادية السائدة، كما تتطلب عملية تمويل شروط قاسية في حالة غياب الثقة بين الطرفين.
4. ارتباط هام بين صيغ التمويل بالمحددات الاقتصادية و الاجتماعية.

### د) تمويل من جمعيات التناوب و الادخار<sup>1</sup>: Tontine a fond de solidarité

تعتبر جمعيات التناوب و الادخار من أهم مصادر تمويل العائلات في إفريقيا جنوب الصحراء، و تتكون هذه الجمعيات من الأفراد في شكل مجموعات صغيرة يكلفون أحدهم لرئاسة المجموعة. و بصفة دورية يتحصل أحد الأعضاء على مبلغ معين من ادخار جميع الأعضاء، أي أن المبالغ التي دفعت في الجمعية من كل عضو يتسلمها مرة واحدة في فترة زمنية محددة بما يؤمن له ما يحتاجه من المستلزمات. ولذلك فالمقرضون في الجمعية هم أنفسهم المدخرون و يقتصر دور رئيس الجمعية على أداء الأعضاء للدفعات حسب الاتفاق.

عرف هذا النمط من جمعيات التناوب و الادخار توسع غير مسبوق في دول جنوب الصحراء وتعمل بعض حكومات البلدان النامية على تشجيع هذا النوع من الجمعيات لما لها من فوائد من المنظور الاقتصادي و الاجتماعي وإسهامها في تمويل عدد كبيرة من المؤسسات المصغرة و لاسيما تخفيف ظاهرة الفقر التي تعاني منها هذه المجتمعات.

### 3- الاستدانة البنكية و إشكالية تماثل المعلومات:

تحظى المصارف التجارية بمكانة عريضة دوليا في تمويل قطاع الأعمال حيث يعتبر البنك التجاري الوسيط المؤسسي الأول في تمويل نشاط المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في أنحاء العالم سواء في مرحلة التأسيس أو في مرحلة التوسع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> T.HAPI ; Les Tontines et promotion de l'entreprise en Afrique ; Ouvrage collective ; B, PONSON ; L'esprit d'entreprise dans le mode francophone ; AUPELF.pp383-395.

<sup>2</sup> Robert WITTERWULGHE ; Op.Cit ;p142.



### 3-1- مفهوم القرض الاستثماري ومبادئه

تشير الأدبيات الاقتصادية أن البنوك التجارية و المؤسسات المالية هم بمثابة وسطاء بين أصحاب المدخرات و الودائع و مستخدمى هذه الأموال (أصحاب العجز). و تعرف الاستدانة المصرفية (القروض المصرفية) " بأنها تلك الخدمات المقدمة للعملاء و التي بمقتضاها يتم تزويد الأفراد و المؤسسات في المجتمع بالأموال اللازمة، على أن يتعهد المدين بسداد تلك الأموال و فوائدها و تدعم هذه العملية بضمانات تكفل للبنك استرداد أمواله في حالة توقف العميل عن السداد".<sup>1</sup>

فممارسة البنك لهذا النشاط يتمثل في توفير أموال للفئة العاجزة عن التمويل و يولد هذا النشاط مخاطر كبيرة على البنك و على حقوق المدعين. ولهذا فإن البنك يحرص على ضمان حق في استرجاع أموال المدعين (أصحاب الفائض) لأن البنك له التزامات تجاه المودعين. لذلك، فإن البنك يشترط ضمان و كفالة مقابل توفير التمويل للمخلف المؤسسات بما فيها ذلك المؤسسات الناشئة و مؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي لا تملك ما تقدمه كضمان لتغطية الأخطار.

بالرغم من صعوبات تمويل المؤسسات الاقتصادية في الوقت الراهن مع صدور اتفاقيات احترازية، Ball I & II تبقى القروض المصرفية الشكل التقليدي الأكثر استخدام دوليا، كما أن درجة الاعتماد المؤسسة القائمة على هذا مصدر كبيرة.

تقوم الاستدانة بصفة عامة على مجموعة من المحددات نشير إليها في العناصر التالية:<sup>2</sup>

- **مبلغ القرض:** يهتم البنك التجاري قبل منح القرض التأكد من كفاية مبلغ القرض للغرض الذي يطلبه العميل فهي تفضل أن يكون مبلغ القرض المطلوب من أي عميل كافيا لمواجهة احتياجاته حتى لا تفاجئ. بمزيد من الطلبات للاقتراض. كما تدرس البنوك حجم هذا القرض و موجودات المؤسسة.

<sup>1</sup> هيثم محمد الزغبي ، مرجع سبق ذكره، ص 85.

<sup>2</sup> يوسف قريش، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية غير منشورة ، السنة الجامعية 2004/2005 الجزائر. ص 32.

- **مدة القرض:** إنه بحكم تركيبة مواد البنوك التجارية فإنها تقوم عموما بمنح قروض قصيرة الأجل، ولكن هذا لا يعني أنها في بعض الأحيان وفي حالات قليلة جدا تقوم بمنح قروض متوسطة وطويلة الأجل.

- **مصادر الوفاء:** يركز البنك المقرض دائما قبل الموافقة على منح القروض، على التأكد من وجود مصدر وفاء كما أشرنا سابقا، و يقوم المقرض بدراسة قدرة المؤسسة على تحقيق نتائج في نهاية الدورة التجارية.

### 3-2- إشكالية صحة المعلومات في منح القروض المصرفية: Asymétrie informationnel

تعود جذور إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى نظرية تماثل المعلومات التي تقر أن غياب المعلومات حول المشروع لاتخاذ القرار أو عدم تطابقها أو عدم صحتها تؤدي إلى رفض البنوك تمويل هذا الصنف من المؤسسات خصوصا في مرحلة الانطلاق. و ليس من مصلحة صاحب القرار أن يجازف في تمويل مشروعات لا تملك نشاط مسبق، كما أن صاحب المشروع هو أفضل في معرفة مقومات وعوامل نجاح المشروع، غير أن الممول لا يملك تلك المعلومات التي تكون مستندا رئيسيا للرفض أو قبول التمويل.

تقوم البنوك التجارية بنشاط منح القروض التجارية من ودائع الأفراد لديها وهي بذلك تقوم بإقراض أموال لا تملكها، وعليه يجب أن تحافظ عليها لأنها تعتبر أمانة، فهي تبدي عناية خاصة عند اتخاذ قراراتها بمنح القروض، حيث تأخذ البنوك كل العوامل في الحساب عند إقراض مؤسسات صغيرة و ليس من مصلحة البنك الموافقة على تمويل المؤسسة إلا بعد تحليل ملفها المالي و دراسة جدوى مشروع *Faisabilité*، كما تستند إلى الظروف الاقتصادية المحيطة و وضعية قطاع نشاط المؤسسة.<sup>1</sup>

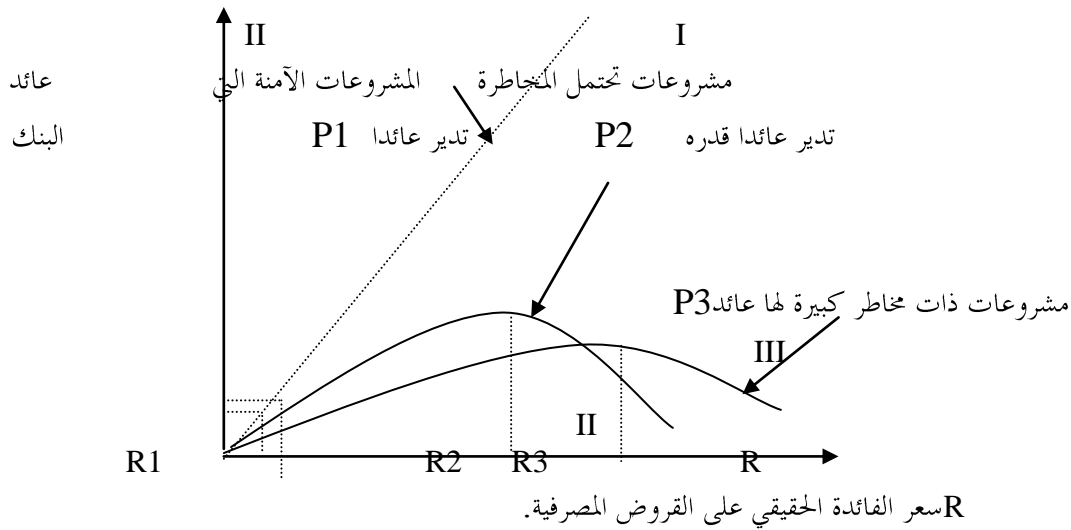
إن عنصر الثقة في تعامل البنوك التجارية مع الزبائن بصفة عامة هي محصلة مؤشرات حقيقية ومنظورة تستند إلى معطيات مالية و ملفات محاسبية مقدمة من طرف طالب التمويل بإضافة إلى معرفة المؤسسة عند البنك و معلومات موثقة عن مركزها المالي.

<sup>1</sup> Y. LACHAB : Les mesures d'appuis au financement de la PME, Colloque nationale sur la PME & Banque ; BLIDA ;2003 ; p05.

إن التفسير النظري لهذا وضع جاء كخلاصة بحث كل من STIGLITZ & A.WEISS قائلة أن عدم تناظر المعلومات *Asymétrie Informationnel* يعقد نشاط البنك و يصبح تحليل ناجح في تمويل أي المؤسسة ذات نشاط غير مؤكد مبني على أساس افتراضي في ظل غياب المعلومات مستقبلية حول فعالية و جدوى المشروع<sup>1</sup>.

كما أثبتت الدراسات أن نقص المعلومات توقع البنك التجاري التقليدي في إشكالية أخرى لا تقل خطورة عن إشكالية صحة المعلومات ألا وهي الاختيار السيئ و اتخاذ قرار معاكس *Sélection Adverse* ويكون البنك غير قادر على تمييز بين نوعين من المقرضين سواء كان جيد أو سيئ، حيث قد يكون المقرض غير جدي في طرح جدوى المشروع لكنه يقبل بدفع فائدة مرتفعة، بينما قد يفتقر المقرض الجيد لضمانات و لا يقبل التمويل إلى بسعر فائدة اقل لثقتة العالية بالمشروع و إمكانية نجاحه بصورة جيدة وتؤدي إلى ما يسمى بالمخاطرة الأخلاقية<sup>2</sup> كما يبينه الشكل الموالي.

شكل(1-2): نموذج مبسط لأثر سعر الفائدة على اختيار المشروعات.



<sup>1</sup> STIGLITZ & A.WEISS : Credit Rationing in markets with imperfect information 1981 in R. WINTERNLICHE; Op.Cit; P138

<sup>2</sup> MONDHER Chérif : Asymétrie d'information & Financements des PME ; Revue d'économie financier n ° 57 ; 1999 ; p169.

تمنح البنوك القروض بعد التأكد من قدرة المقترض على التسديد من مصادر معلومة لديها في فترة القرض. ولذلك تتطلب عملية التمويل ضمانات كاحتياط عدم التسديد، و لا تقبل البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في الاستدانة قروضا بموجب الضمانات المقدمة من المقترض وإنما يكون لذلك لتفادي مخاطر عدم التسديد.

إن قبول تمويل يقوم على الدراسة التحليلية لكل جوانب نشاط المقترض والضمانات لا تكون دائما كافية لتغطية المخاطر وذلك لصعوبة التنبؤ بأوضاع المؤسسة في المستقبل ومراعاة جميع المتغيرات والمخاطر المتعلقة بمنح القرض<sup>1</sup>.

تسعى المؤسسة دوما للاقتراض من المصدر الذي يطلب ضمانات معقولة لا تمس بمركز المؤسسة. بما أن بعض الضمانات تكون بمثابة حاجز أو قيد أمام المؤسسة لا يمكنها من الاستثمار بالشكل الأمثل ومن بين الأشكال الضمانات ما يلي<sup>2</sup>:

#### — الضمانات شخصية:

تعرف الضمانات الشخصية هي كل الالتزامات من الغير تجاه الدائن في حالة ما إذا كان المدين لا يفي بالتزاماته كذلك يمكن أن تكون الضمانات الشخصية متمثلة في سمعة العميل أو مدى إمكانية تسديده للقروض من أمواله الخاصة والضمان الشخصي يعمل فقط في حالة وجود تعاملات سابقة عديدة مع الجهة المقدمة للقرض.

#### — الضمانات العينية:

الضمانات العينية عبارة عن ضمانات ملموسة سواء كانت منقولا أو عقارا مرهونا فإنه يعتبر ضمانا حقيقيا يقبله البنك مقابل تقديم قرض معين مع العلم أن عملية الرهن تخول لصاحبها مصادرة محل الرهن أو بيعه في حالة عدم تسديد الدين في وقته المحدد.

<sup>1</sup> N. LEVRATO ; Le poids de l'asymétries informationnelle et l'aléa moralité dans la relations entre banque et PME ; UMR ; N°42 CNRS 1998 p2.

<sup>2</sup> سمير محمد أحمد: معوقات التمويل من وجهة المصرفية: ندوة واقع و مشكلات المشروعات الصغيرة و المتوسطة و سبل دعمها و تنميتها، غرفة التجارية الصناعية ، الرياض ، المملكة العربية السعودية سنة 2001 ص ، 07 .

كما لا تمثل الضمانات حسب Josée saint PIERRE (2001)<sup>1</sup> الأمن التام ضد المخاطر المختلفة في تصفية الأصول أو التصفية القانونية لمؤسسة ما ويمكن أن تلغى الضمانات التي اعتمد عليها البنك عن طريق أطراف أولية وعليه وجب على البنك أن يأخذ بعين الاعتبار الأطراف الأخرى من خلال معرفة مديني المؤسسة أو المؤسسات المدينة وترتيبهم حسب الأولوية وكذا معرفة الدائنين الأولين، عددهم، إمكانية زيادتهم وميدان زيادتهم سواء في ميدان الأصول الثابتة أو الأصول المتداولة.

يمكن الإشارة إلى محدودية قروض البنوك التجارية في تقديم قروض استثمارية لفائدة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من جوانبها الموضوعية ، بعدة عوامل منها ذكره مدير البنك الأهلي المصري (البنك المركزي) د. سمير محمد أحمد:<sup>2</sup>

- عدم انتظام السجلات المحاسبية.
- عدم قدرة المؤسسات على توفير الضمانات وهذه الضمانات تعتبر من أهم متطلبات الحصول على القروض الاستثمارية من البنوك التجارية.
- عدم توفر السجل الائتماني و القدرة على إعداده.
- غياب دراسات جدوى سليمة وواقعية.
- نقص البيانات اللازمة للمؤسسات القائمة.

#### 4- التمويل عن طريق السوق المالي.

يمكن أن تكون المؤسسة الصغيرة و المتوسطة بحاجة إلى أموال من أجل توسيع نشاطها أو إقامة استثمارات جديدة، هذه الاستخدامات غالبا ما تتطلب أموال كثيرة ولمدة طويلة نسبيا، وبالتالي فمصادرها الذاتية عادة ما تكون غير كافية لتلبية متطلباتها الاستثمارية وهذا ما يدفعها إلى اللجوء إلى مصادر خارجية طویل الأجل.

<sup>1</sup> Josée saint PIERRE : Le crédit bancaire aux PME « les banque discriminent – elle selon la Taille au selon le risque » ; AIRPME CANADA ; 2000 ; p 05.

<sup>2</sup> سمير محمد أحمد: مرجع سبق ذكره ،ص 08.

تعتبر البورصة من بين المصادر التي نالت اهتمام الدول الصناعية و منذ 1970 قامت بفتح أسواق خاصة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة بغرض توفير مصادر لفئة مؤسسات متوسطة الأحجام و تقليل من العقبات المؤسسية التي يفرضها سوق المال.

إن سوق المال يجمع بين المدخرات من الجمهور (أفراد و مؤسسات) ويتم تعبئتها في شكل استثمار عن طريق شراء المتعاملين و قطاع العائلات أوراق مالية قابلة للتداول.

تمثل الأسهم العادية أكثر الأوراق المالية شيوعا في بورصة و تداولها في أسواق رأس المال و تعطي صاحبها جملة من الحقوق، و تقوم شركات المساهمة بإصدار هذه الأسهم التي يكون لها نفس القيمة الاسمية و نفس الحقوق.

لا يمكن للمؤسسة الصغيرة أن تطرح أسهم في السوق للزيادة موارد لها أو تطرح سندات عندما يكون حجمها مادي صغير نسبيا<sup>1</sup>. ولهذا السبب لا يسمح للمؤسسات أن تقوم بإصدار أسهم أو سندات للزيادة موارد لها إلى في حالة بلوغها عتبة معينة كمؤشر أمان ومنها كذلك:<sup>2</sup>

- ظروف العرض و الطلب للسوق المالي (تقلبات العرض و الطلب).
- توقعات المحللين الماليين لمستقبل أوضاع الشركة.
- المركز المالي و المستقبلي للشركة.
- مدى توزيع الشركة للأرباح في السنة.

### المطلب الثاني: المقاربات المفسرة لتمويل المؤسسة الصغيرة و المتوسطة:

تملك المؤسسة الاقتصادية نظريا بدائل متنوعة من حيث الكم و من حيث الكيف من أجل تمويل نشاطاتها الاستغلالية و نشاطاتها الاستثمارية، و عليه فإن المؤسسات مطالبة دوما لاختيار مصادر التمويل اقل تكلفة و اقل مخاطرة في المنظور النظري و تقوم حجج المفاضلة بين مصادر تمويل على تحقيق المزيج الأمثل و ترشيد السياسة المالية للمؤسسة. إلا أن إشكالية مفاضلة بين مصادر التمويل لفئة المؤسسة الصغيرة و المتوسطة تختلف من حيث المبدأ و من حيث الظروف لأن وضع مختلف و لا يمكن مقارنة مؤسسة صغيرة في مرحلة

<sup>1</sup> Robert WITTERWULGHE ; Op.Cit .p143.

<sup>2</sup> B.BARANQUE.; N. LAVRATTO ; B.BELLETANT ; Op.Cit ; P55.

الانطلاق مع باقي المؤسسات الأخرى (المؤسسات الكبرى) التي تتمتع مبدئياً بقدرات على توفير شروط ومتطلبات تعامل مع المصارف، التي أشرنا إليها سابقاً، كمعلومات تتعلق بنشاط المؤسسة، المركز المالي، والإمكانات المادية (الضمان)، كما أن ملف الاستثمار لا بد أن يكون مجدي يعكس سياسة مالية واضحة نسبياً في الآفاق.

أما خيارات وبدائل أمام المؤسسة الصغيرة و المتوسطة تكون محصورة جداً و إن لم نقل معدومة لغياب أدنى الشروط و المبادئ خصوصاً في مرحلة الانطلاق.<sup>1</sup>

رغم ذلك إن ظروف التمويل الخارجي وشروطه عامل حاسم قبل عملية التمويل لكنه ليس الوحيد في منظور الباحثين، بما أن الأمر يتوقف على مجموعة من المتغيرات سواء كانت ذاتية تعكس النظرة إستراتيجية لمالكها أو أبعاد مالية ترتبط بمدى قدرة مؤسسة على تحقيق قيم مضافة في سنوات السداد.

تعالج النظرية المالية إشكالية هيكل التمويل في المؤسسة الاقتصادية دون الأخذ بعين الاعتبار حجم و طبيعة المؤسسة ونخص بالذكر أن جل الدراسات التي أقيمت في هذا الصدد يخلص مصادر التمويل تنطوي على إثبات أو نفي العلاقة الموجودة بين هيكل المالي للمؤسسة و تكلفة التمويل وأثارها على مردود المؤسسة.

## 1- الهيكل المالي للمؤسسة:

يعرف الهيكل المالي أنه الصورة أو البنية التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصول المؤسسة، وتختلف تكلفة كل نمط من أنماط التمويل و العامل المؤثر بالنسبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة فقد اقتضت النظرية المالية على تعظيم قيمة المؤسسة من خلال جملة من التساؤلات أهمها هل يوجد هيكل مالي أمثل؟. وكيف يمكن للمؤسسة أن تحسن اختيار المورد المالي المناسب الذي يحقق أقل قدر من المخاطرة و التكلفة؟. وسنحاول أن نوجز هذه الأعمال فيما يلي.

## 1-1- منظور التحليل الكلاسيكي:

يعتقد الكلاسيكيون أنه يوجد هيكل مالي أمثل و برهانهم في ذلك هو أن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاستدانة كما أن مخاطر التمويل من الأموال الخاصة أعلى من

<sup>1</sup> J . LACHMAN : Financer l'innovation des PME ; Op.Cit ;P06.

مخاطرة الاقتراض. ويرى رواد هذه المدرسة أن وجود الضريبة سيعمل على تخفيض تكلفة الاقتراض باعتبار أن هناك تخفيض للوعاء الضريبي لحساب الضريبة على الأرباح.<sup>1</sup> على هذا الأساس تعد الأموال الخاصة عالية التكلفة و لا يمكن إدراج تكلفة الأموال الخاصة في المصاريف المالية لكون أن هذا المصدر يحتسب بعد حساب النتيجة، و بالتالي إن استغلال الأموال الخاصة في دورة الاستثمار يكلف المؤسسة، بينما تعد الديون مورد مالي منخفض التكلفة من خلال الوفورات الضريبية.

## 1-2- مقاربات المدرسة الحديثة:

شهدت النظرية المالية منحى جديد من خلال أبحاث MODIGLIANI et MILLER (1956) التي تعارضت على ما قدمته المدرسة الكلاسيكية حيث يعتبر الباحثان أنه ليس هناك هيكل مالي أمثل في ظل وجود سوق مالي في حالة منافسة تامة (الفرضية الأساسية). كما أن تكلفة رأس المال و قيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي.

جدول رقم(1-5): المنظور الكلاسيكي و الحديث حول هيكل مالي أمثل للمؤسسة

النتيجة	المنظور	
يوجد هيكل مالي أمثل يجعل تكلفة رأس المال أدى ما يمكن، و بالتالي يعمل على تعظيم قيمة المؤسسة	الكلاسيكي	
لا يوجد هيكل مالي أمثل	غياب الجباية	منظور
— قيمة المؤسسة التي تعتمد الاستدانة تفوق قيمة المؤسسة التي لا تعتمد على الاستدانة. — لا يوجد حد أدنى لتكلفة رأس المال، لكن يمكن وضع حد أدنى للاستدانة.	وجود الجباية	

Source: B. Mulkay ; la hiérarchie de financement des PME ; Revue économie développement ; 1995 ; p23.

وقد واجهة تحليل " MODIGLIANI et MILLER " انتقادات في تحليلهما لهيكل المالي خصوصا في تعلق بمجانبة الأسواق و افتراض عدم وجود ضرائب.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Nejet BOUSSA : Dénaturation de la PME & Apport de la théorie financière moderne ; Université de paris X ; 2000 ; p 02.

<sup>2</sup> يوسف قريش، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، أطروحة دكتوراه ، مرجع سبق ذكره ص 30.



وهذا وضع فتح المجال لأبحاث أخرى تقوم على قاعدة نظرية المعلومات أي عدم تماثل المعلومات *Asymétrie Informationnel* الذي تتصف بها الأسواق و عدم توفرها لكافة المستثمرين و هذا تحليل له تأثير قوي على هيكل رأس المال المؤسسة.

عموما إن المعلومات وصحتها هي متغير الأساسي في تحديد طبيعة مصادر التمويل وبالتالي مكونات المزيح التمويلي و في دراسة أقامها *J.HICKS, S.C.MYERS (1984)* يعتبران أن المساهمين الجدد يفسرون زيادة رأس المال المؤسسة عن طريق بيع أسهم جديدة وضع غير ملائم. ويعكس هذا الوضع أيضا أن الشركة لها مستقبلا غير جيد<sup>1</sup>.

لكن في المقابل يبقى هاجس صحة المعلومات إشكالية في حد ذاتها و على هذا الأساس فإن توجه الجديد للنظرية الإشارة *THEORIE DE SIGNALE* يبدو حلا لمشكلة صحة المعلومات و يركز على أهمية إصدار المديرين في المؤسسة على إشارات خاصة وفعالة لا يمكن للمؤسسات الضعيفة أن تقلدها و تكون إشارات عبارة عن قرارات مالية تعكس صورة عن هيكل مالي أو سياسة توزيع الأرباح.

فيما يتعلق بالمؤسسات الصغيرة فالوضع يختلف لأن الأمر لا يتعلق فقط بتفضيلات المالك المسير وإنما إمكانية وصولها إلى أسواق الاستدانة و أسواق المال، و محدودية لدى المؤسسة الصغيرة على رفع من شكوك البنوك نتيجة ارتفاع مخاطر الإفلاس و بعبارة أخرى يمكن أن تعاني المؤسسة صغيرة من جدار وصول إلى تمويل المؤسسي<sup>2</sup>.

كنتيجة لهذا التحليل يمكن استخلاص أن كل مؤسسة صغيرة و متوسطة ذات خصوصية ترتبط بتحديد قدراتها على استدانة أو الرفع من رأسمالها، و يتوقف ذلك على نشاط المؤسسة و أحجام أسواقها. كما أن المؤسسة الصغيرة عموما لا تحصل على تمويل خارجي بسهولة بما أنها لا تملك إستراتيجية مالية واضحة.

يشير *S.C MYERS (1987)* أن تمويل الخارجي يبقى دائما مصدرا ثانيا للمؤسسة « *SECOND BEST* » فالمؤسسة التي تولد الأرباح معتبرة تلجأ إلى اقتراض بشكل أقل مهما كانت العوامل الأخرى، أما المشاريع الناشئة يبدو أنها غير قادرة على انطلاق و استمرار بدون مصادر خارجية، كما أن الفئة العريضة من المؤسسات الصغيرة تكفي بمصادر

<sup>1</sup> B.MULKAY ; Op.Cit ; p23.

<sup>2</sup>B.BARANQUE.; N. LAVRATTO ; B.BELLETANT ; Op.Cit ;P68.

الذاتية طالما لا تناسب مصادر الخارجية حاجتها التمويلية أو غير ملزمة بمتطلبات التحديث والتقدم التكنولوجي<sup>1</sup>.

إن أسلوب التمويل بالاستدانة هو أسلوب المفضل حسب منظور الكتاب للتمويل الاستثمارات الغير المخططة و يستبعد كل من MYERS& MAJITUS (1984) اتجاه صغار المنظمين إلى فتح رأسمال مؤسساتهم عن طريق إصدار أسهم، فإن ذلك سيخفض من قيمة المؤسسة و من مصلحة المساهمين القدامى استعمال تمويل آخر قبل دخول في البورصة، و حجة الثانية أن فتح رأس المال له أثر سلبي على الثروة و استقلالية المنظمين أي أن لجوء مؤسسة صغيرة لفتح رأسمالها يبقى الخيار الوحيد لها في ظل غياب السبل و هو ممكن إلا في حالات الشاذة التي تتعلق بإمكانية بقاء و استمرار المؤسسة<sup>2</sup>.

## 2- نظرية التمويل السلمي. THEORIE DE FINANCEMENT HIERARCHIQUE.

لقد وضعت نظرية تمويل التسلسلي (السلمي) أسس محورية في اختيار نمط التمويل استنادا إلى تكلفة وتعظيم قيمة المؤسسة رغم اختلاف التحاليل بين مؤيد ومعارض لفكرة الهيكل المالي الأمثل. غير أن هذه المقارنة لا تنسجم مع المؤسسة الصغيرة حسب رؤية باحثين كثر أمثال (2001) B.Baranque ; B.Belletant ; N.Lavratto ولا يمكن اعتماد على المقاربة في تفسير الهيكل المالي للمؤسسة الصغيرة و لا يمكن أيضا افتراض أن المؤسسة الصغيرة قادرة على اختيار أنماط التمويل، و هناك حالات متشابهة تجعل البنوك ترفض التمويل هذه الفئة نظرا لتعاضد مخاطر الإفلاس.

غير أن نظرية أفضلية مصادر التمويل قد تأسس العلاقة الموجود بين أنماط التمويل و ارتباطه بقرار الاستثمار. واستندا إلى المبادئ النظرية نجد أن المؤسسات التي تولد أرباحا معتبرة تلجأ إلى استدانة أقل من غيرها من المؤسسات و ذلك مهما كان العوامل الأخرى<sup>3</sup>

<sup>1</sup> B.BARANQUE ; Op.Cit ; P 12.

<sup>2</sup> B.BARANQUE.; N. LAVRATTO ; B.BELLETANT ; Op.Cit ;P72

<sup>3</sup> د يوسف قريشي و إلياس بن ساسي : خصائص و محددات التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، ورقة مقدمة في ملتقى دولي:متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية بشلف يومي 17 و 18 أفريل 2006.الجزائر، ص 435.

( خاصة القدرة على الاستدانة). كما يتقارب هذه النظرية كثير مع وضع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي تعتمد بشكل أساسي على مصادرها الذاتية.

إن منطلقات نظرية الأفضلية أنماط التمويل ترى أن المؤسسة تستخدم مصادر التمويل تتماشى بأفضليتها، حيث أن المؤسسة التي تملك السيولة ( الأموال الخاصة ) أو تملك القدرة على الاستدانة بدون مخاطرة بإمكانها تقبل الفرص الاستثمارية المتاحة.

1. توصلت النظرية أن المؤسسة أكثر كفاءة تقتصر اقل من غيرها لان نسبة التمويل الذاتي مرتفعة و المؤسسة التي تستدين تفتقر إلى المصادر التمويل الذاتي.

2. الديون من البنوك هي أول مصدر خارجي حسب أفضلية مصادر التمويل.

ساهمت النظرية في تفسير اختيارات المؤسسة لمصادر التمويل، بحيث يمثل التمويل الذاتي أول مصدر للمؤسسة و يتم في حالات ضعف تراكم هذا الأخير إلى البحث عن أنماط خارجية مصادر أخرى بأقل تكلفة ممكنة للاستمرار نشاطاتها.

رغم المزايا و الحجج التي قدمتها النظرية الحديثة في تحليل أهمية كل المصادر التمويل استنادا إلى التكاليف يرى ( B.Baranque(1999 أن المقاربة النظرية لا يمكن أن تفسر وحدها هيكل المالي لكل المؤسسة الصغيرة و المتوسطة بما أن.

— مصادر التمويل في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لا يمكن أن تؤخذ بعين الاعتبار تكاليف التمويل وهو التفسير أقرب لصحة في تمويل المؤسسات الكبرى كما أن المؤسسة الصغيرة غير قادرة على توفر مبادئ تمويل بالاستدانة.

— غياب إستراتيجية مالية واضحة ولا يمكن الجزم في فئة المؤسسات الصغيرة لكثرة المحددات أخرى التي تؤثر على قرار التمويل ( منها أهداف المالك المسير، غياب المعلومات حول السوق، عامل استقلالية المالك المسير ).

— ليس لنظرية التمويل التسلسلي قدرة تفسيرية لكل المؤسسات خصوصا الاستدانة من البنوك التجارية، فترتيب الموارد المالية لا تتوقف على عامل التكلفة إذا ما قدمت المؤسسة ملفا غير مقنعا لحصول على تمويل من البنوك. و من هذا المنطلق لا يمكن أن نفسر اختيار أنماط التمويل في المؤسسة الصغيرة أنه قائم على أساس التكلفة وحدها فقد يكون قائم على محددات نوعية للمؤسسة.

### 3- نموذج دورة حياة المؤسسة. LE Modèle de Cycle de Vie

لقد اعتمدت الكثير من الدراسات على نظرية دورة حياة المؤسسة كسبب أساسي في استخدام مصادر التمويل الخارجي و من بينها فتح رأس المال، و بلا شك تعد هذه المقاربة من أهم النظريات التي تفسر هيكل رأس المال للمؤسسات الصغيرة الابتكارية و حاجتها لمصادر التمويل تناسب مرحلة تطورها عبر الزمن.

إن نمو المؤسسة يأتي في شكل مراحل يبدأ من المصنع الصغير ، ثم المصنع المتوسط والكبير ، حتى إلى مرحلة المؤسسة الكبرى، مما قد يساهم في تغير هيكلها المالي خصوصا أن المؤسسة النشطة ( سريعة النمو) تكون بحاجة إلى تمويل خارجي من اجل تمويل نموها<sup>1</sup>، و في هذا الشأن تملك المؤسسة خيارات متنوعة تقع بين تخفيض معادلات النمو أو استخدام قاعدة عريضة و متنوعة لكافة المصادر التمويلية و من بينها الاقتراض البنكي أو دخول إلى أسواق المال ، أو اللجوء إلى شركاء.

يعتبر نموذج دورة حياة المؤسسة أنه انتقال المؤسسة إلى مستويات نمو يتطلب مصادر إضافية تناسب طبيعة المرحلة و حجم أسواق التي تنشط فيها أو تسعى للوصول إليها مستقبلا. و مراحل نمو المؤسسة يكون بالشكل الآتي:<sup>2</sup>

نشأة و انطلاق : تحتاج المؤسسات الصغيرة إلى تمويل طويل الأجل لشراء معدات و تجهيزات لبدء النشاط كإجراء أصول ثابتة " أراضي، مباني، تجهيزات " و كنتيجة لغياب المبادئ المعمول بها في البنوك كالضمانات و السجلات المالية للمؤسسة، فإن الوضع يجعلها تقتصر على الموارد الذاتية و تمويل الأصدقاء و الأقارب بدون شروط مسبقة أو تلجأ لجهات متخصصة كالمساعدات الحكومية و القروض الميسرة.

التوسع: في حالة نجاح المؤسسة الصغيرة في الانطلاق و تحقيقها مردودية و تأمل في رفع من حصتها في سوق ستكون عرضة لضيق مالي، و تجبرها متطلبات التوسع في النشاط

<sup>1</sup> Jean LACHMANN: Financer l'innovation des PME ; édition ECONOMICA ; 1996 ; p 12

<sup>2</sup> J. saint PIERRE ; Op.Cit ; p19.

و متطلبات الأسواق على استخدام مصادر مالية جديدة لتنفيذ مشاريعها التوسعية، و زيادة قدرتها الإنتاجية.

النضج: إن الحاجة المستمرة لتكيف مع المحيط يجعل الفئة الديناميكية من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تلجأ كثير لمصادر خارجية خصوصا في ظروف مواجهة التقدم التكنولوجي و نفقات البحث و التنمية، فلهذا الفئة من المؤسسات للقروض البنكية غير مجدي بما أنه لا يناسب خططها الإستراتيجية بفعل متطلبات المنافسة و سرعة المعاملات، ولذلك ينبغي على المؤسسة أن تستخدم مصادر أخرى أكثر فعالية فقد تلجأ إلى أساليب تمويل متطورة كدارسة إمكانية حصول على الشركاء، أو الاندماج، أو رأس المال المخاطر أو حصول على مصادر بحجم كاف من خلال دخول البورصة.

#### 4- نظرية تكاليف الوكالة و التمويل: Théorie des coût d'agence

يرى كل من CHARREAUX (1984)<sup>1</sup> و BELLETANTE (1995)<sup>2</sup> أن مقارنة نظرية الوكالة تقدم تفسيراً في تحديد هيكل تمويل المؤسسة.

ويعتبر كلهما أن نظرية الوكالة تقدم صورة واضحة عن أنماط التمويل المتاحة و أنماط التنظيم للقرارات في المؤسسة. و بعبارة أخرى أن سلطة القرار تؤثر على القرارات التمويلية. و تفسر نظرية الوكالة انه يوجد تضارب المصالح بين المتدخلين في المؤسسة.

و تعود جذور نظرية الوكالة إلى خلاصة بحوث قام بها MECKLING & JENSEN (1976) أنه توجد علاقة الوكالة بين فاعلين في المؤسسة و عرفت أنها "العقد بين شخص أو مجموعة من الأشخاص مع خدمات شخص آخر (الوكيل) يقوم بمهام معينة للفائدة شركة و يكون لديه تفويض في قرارات المؤسسة و مصيرها المستقبلي".

و هي علاقة تقوم على فرضيتين سلوكيتين و هما:

- يسعى كل المعنيين في قرار المؤسسة بتعظيم دالة المنفعة الخاصة لكل واحد منهم.
- قدرة المتدخلين على استطلاع و تؤثر علاقة الوكالة على القيمة المستقبلية لذمهم.

<sup>1</sup> CARREAUX .G ; Le Dilemme des PME , ouvrir son capital ou s'endetter ; Revue française de gestion ; février ;1984 ; p 55.

<sup>2</sup> BELLETANTE. B & N. LEVRATTO : Finance et PME ; quel champs pour quels enjeux ?; Revue internationale des PME ; p19.

■ حدوث نزاعات و سيناريوهات غير مرغوب فيها تتسبب في ظهور تكاليف إضافية غير متوقعة ومنها تكاليف المراقبة، تكاليف ظرفية، تكاليف التأمين، تكاليف الإفلاس. حصلت نظرية الوكالة حيزا كبير في تفسير المعاصر لاختيارات المساهمين أنماط تمويل و فهم عمق إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة. إن قصور حجم المؤسسة الصغيرة أولا و اعتمادها الشديد للمصادر الذاتية، يفسر على أن سلوك تفضيلي من قبل المسير يهدف إلى تفادي مخاطر النزاع التي قد تولده تكاليف الوكالة. و على هذا الأساس يرفض المالك المسير اللجوء إلى أشخاص أو مؤسسات للاستدانة ( الممولون) أو تمويل تساهمي من مؤسسات مالية. و لذلك فإن معظم المؤسسات يتمركز رأسمالها على يد المالك المسير و عدد محدود من الشركاء.

غير أن المقاربة النظرية مع أنماط التمويل المتاحة تجعل المديونية المصدر الأمثل عندما تكون تكاليف الوكالة في حدودها الدنيا و مشكلة أكثر أهمية هي عدم تناظر المعلومات و المخاطر المعنوية، و هذا ما يفسر تردد المقرضين فيما يتعلق بقروض الاستثمار إلى جانب صعوبات إحلال الأصول.

خلص دراسة قام بها<sup>1</sup> Robert wtterwulghe في بلجيكا أن الاستدانة من المؤسسات المالية و البنوك أفضل مصادر التمويل بوجود ضمانات لأنها تخفض احتمال حصول النزاع المحتمل حدوثه في تمويل المؤسسة الصغيرة و تقلل القروض البنكية من تكاليف الوكالة إلا في حالة حدوث إفلاس. و بالتالي تلجأ المؤسسة الصغيرة التي تملك الضمانات إلى مصادر خارجية بسهولة بما أن تكاليف الوكالة في المستوى الأدنى كما أنها تحافظ على الاستقلالية المالية و الإدارية للمساهمين القدامى.

تبقى تكاليف الوكالة هي سيناريوهات محتملة الوقوع، وقد لا تمثل الأداة الأحسن في تفسير الهيكل المالي حسب<sup>2</sup> COLOT et MICHEL(1996) فنظرية الوكالة تعطي إلى حد ما تفسير هام للخصوصية المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة لكن توجد مؤسسات تلجأ لمساهمين جدد في تمويل انطلاق المشروع و توسع رغم وجود لديها قدرة على الاستدانة.

<sup>1</sup>R WTTTERWULGHE ;Op.Cit ; P129 .

<sup>2</sup> COLOT. V & P.A. MICHEL ; Vers une théorie financière adaptée aux PME ; réflexion sur une science en genèse ; Revue internationale des PME ; P 152 .

### المطلب الثالث: مقارنة نظرية المنظم في اتخاذ قرار التمويل.

يشهد العصر الحديث تطورا مذهلا في مختلف العلوم التقنية ذلك بفضل العديد من المنظمين المبدعين الذين جسدوا أفكارهم إلى منتجات تجارية معاصرة، حيث أصبح مفهوم التنمية يرتبط بالقدرات البشرية أكثر من العوامل المادية. كما تأسس فرع هام في الدراسات الاقتصادية و علوم التسيير تعالج الفكر البشري في تحقيق التنمية المستدامة في وحدات اقتصادية صغيرة الحجم و سمي في أوساط الأكاديمية بتيار المنظم الحديث Entrepreneuriat. يعالج الباحثون سلوك مدراء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وآثارها على مسيرة المؤسسة في المجال السوسيو – اقتصادي من خلال البحث على مدى تأثير صفات و طموحات المنظمين في عملية اتخاذ قرارا ت التي تخص المؤسسة و تمس بشكل مباشر اختيار مصادر التمويل لغايات استثمارية. ولذلك ظهرت الكثير من الدراسات حاولت أن تبين تلك العلاقة الموجود بين قرارات المنظم وملاحظه الشخصية و طموحاته المستقبلية. وقبل أن نتطرق إلى الأبحاث التي قدمت في هذا المجال سنقوم أولا بتعرف هذه الشخصية في الفكر الاقتصادي.

#### 1- تعريف المنظم:

يعرف المنظم في فكر الرأسمالي أنه الدافع لحركة الاستثمار و التنمية، ولا تتحقق التنمية إلا بوجود نشاطات متعلقة بعمليات الاستثمار و الابتكار. و أهم من عرف المنظم نجد<sup>1</sup>:  
Contittion : عرف الاقتصادي الكلاسيكي المنظم انه الشخص الذي يتخذ القرارات بوجود احتمال عدم اليقين و المخاطرة في المستقبل باعتباره أنه ذلك الشخص الذي يقوم بشراء سلعة أو خدمة بأسعار مؤكدة ثم يبيعها بأسعار غير مؤكدة.  
بينما عرفه J.B.Say أنه العمود الفقري للاقتصاد و حجر الزاوية لقيام التبادل الدولي كما أنه الشخصية القادرة على جمع بين عوامل الإنتاج ليعرضها في شكلها النهائي كمنتجات تامة. و مهامه لا تنطوي في تجسيد و مراقبة الإنتاج أو التوزيع، و إنما يسعى أيضا في البحث عن مصادر التمويل لتحقيق المردودية .

<sup>1</sup> Mark CASSON : L'entrepreneur ; Edition Economica ; Paris France ;1994 ; p66.

أما J.Shempeter فقد أسس لنظرة حديثة للمنظم حيث وضعه في خانة جديدة ألا وهي الإبداع و الابتكار، واعتبار المنظم أنه ذلك الشخص القادر على ابتكار إنتاج جديد في السوق أو أنه يقدم خدمة حديثة للمستهلكين.

إن تعريف "شومبتر" للمنظم هو قفزة نوعية في تحديد المفهوم شخصية المنظم لأنه ربط سلوك وطموحات الشخصية بأنه مغامر ( أو المقامر) الذي يقوم بنشاط إنتاجي في محيط يمتاز بعدم اليقين. كما يعتقد أنه الشخص القادر على استغلال فرص السوق أو ذلك الفرد الحامل لأفكار إبداعية في محيط اقتصادي يمتاز بدرجات عالية من المخاطرة. وتمثل حالة عدم اليقين الظروف المثالية لهؤلاء المنظمين لأنه محيط يسمح لهم في إيجاد فرص أكبر لاقترام أسواق محلية ودولية.<sup>1</sup>

## 2- صفات المنظمين:

يعتقد Marchesnay أن مالك المؤسسة الصغيرة و المتوسط يتحلى بثلاثة صفات شخصية أساسية "Aspiration sco-eco" و هي كالتالي:<sup>2</sup>

- البحث عن ديمومة (استمرارية) المشروع. Pérennité.
- البحث عن استقلالية المالية و حرية اتخاذ القرار. Indépendance.
- البحث المستمر على تحقيق معدلات عالية من النمو. Croissance.

### — الديمومة و استمرارية: pérennité

يهدف بها صاحب المؤسسة الصغيرة إلى تعمير و استمرارية للأجيال اللاحقة و هذا نجده في محاولة الآباء لتسليم المؤسسة لأحد الأفراد أو للعائلة لضمان عيشها المستقبلي (هدف المؤسسة العائلية) و تفسر هذه الصفة اعتماد على تمويل الذاتي و مصادر العائلة.

### — الاستقلالية: Indépendance

هو عدم خضوع المنظم إلى أي طرف (شركاء، بنوك، مؤسسات تمويل متخصصة، ...، وغيرها) ويعتبر عامل استقلالية المؤشر الرئيسي في تحديد سلوك تمويلي للمؤسسة الصغيرة

<sup>1</sup> Bruno VINCENT ; PME-PMI le métier de dirigeant et son rôle d'agent de changement ; Edition ECONOMICA ; 1998 ; p26.

<sup>2</sup>P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY ; L'Entrepreneuriat ; Op.Cit. p31- 32.



و المتوسطة و تفسر اعتمادها الشديد و النهائي على مواردها الذاتية. حيث يتفادى مالك المسير من التبعية و الرضوخ لمتطلبات الأخر. و يرفض نمو مؤسسة حتى تتوفر فرص حقيقية خارجية للسوق و إمكانية جيدة للاقتراض.

— النمو: *croissance*

إن الخلفية الأساسية التي تدفع في الغالب المنظمين إلى استثمار أموالهم هي دافع الانجاز و السلطة و يترجم بالبحث المتواصل على تطوير النشاط و المبيعات و هذا مهما كان نمط هذا التطوير (متنوع أو متخصص) ، مهما كان نوع التمويل (تمويل ذاتي ، قروض ، من خلال شراكة) و هذا النوع من السلوك قد يؤدي إلى مواجهة عراقيل خارجية و فقدان استقلالية القرار، و يفتقد المؤسسون التحكم في المؤسسة.

### 3 — طموحات المنظمين و التمويل:

و استنادا لمحددات الثلاث التي تعكس رغبات المنظمين و عملية اتخاذ القرار يصنف MARCHESNAY نوعان من المنظمين حسب ترتب الأهداف<sup>1</sup>.

— المنظمين: (استمرار ، الاستقلالية و النمو) *Entrepreneur PIC*

يسعى هذا النوع من المنظمين للتكوين رأسمال من النتائج المالية للمؤسسة لفائدة العائلة و يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة. فالمنطلق المالي لهذا الأخير هو أنه من غير الممكن للمؤسسة أن تتجه نحو الاستدانة من البنوك أو مصادر أخرى في حالات خاصة تهدد وجود المؤسسة. بينما ترتبط قضية النمو على قدرته على استثمار المداخيل المحصل من خلال نشاط المؤسسة.

— المنظمين: (النمو، استقلالية و الاستمرار) *Entrepreneur CAP*

يعكس هذا النوع من المنظمين صفة الشخص المغامر الذي يحاول دائما إلى انتهاز فرص السوق (أسواق جديدة، فرص التمويل، محيط مؤسسي ملائم) بهدف القيام بمشاريع مربحة حسب منظوره الخاص. و نجد أن هذا الصنف من المنظمين يتطلعون دوما إلى تحقيق معدلات

<sup>1</sup> P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY ; L'Entrepreneuriat ; Op.Cit ; p41.

عالية من النمو، خاصة في النشاطات الديناميكية حديثة شديدة التقلب، ويتصف هؤلاء المنظمين بصفة الانفتاح على المحيط و سعي إلى إيجاد مختلف مصادر التمويل المتاحة بما فيها المصادر المستحدثة كتمويل برأس المال المخاطر.

وللبحث أكثر في قضايا التمويل ركز كتاب على دراسة قرارات التمويل من منظور إنساني كحقيقية تقدم شرحا عن الحالات الخاصة عجزت عن تفسيرها المقاربات النظرية السابقة. و أهتم بعض الكتاب في تحليل السلوك المالي من خلال دالة المنفعة المنظم و سمها Osteryoung

بدالة المنفعة المستثمر  $Fonction d'utilité d'investissement$

وضع Osteryoung نموذج المنفعة لتفسير قرارات النمو و استقرار في المؤسسة الصغيرة و المتوسطة باعتبار أن المؤسسة الصغيرة قد تملك إمكانية على الاستدانة و توسيع نطاق أسواقها رغم ذلك تستقر في مستوى محدود، و أعتبر أن المنفعة هي أحسن تفسير لسلوك المؤسسة بحيث أقترح نموذج يحتوي على عنصرين مختلفين تضم الأولى محددات مالية رمز لها ب " F " و مجموعة الثانية فهي محددات غير مالية و شخصية رمز لها ب " N " و استخلص أن كثافة العاملين في دالة المنفعة هي التي تحد طبيعة النمو و بالتالي اللجوء إلى الاستدانة أو رفع رأس المال  $U=U(F.N)$ .

ونلخص مختلف المقاربات النظرية التي اهتمت بتمويل المؤسسة الصغيرة في الجدول

التالي:

جدول رقم(1-6): مقاربات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

نتائج الاختبار	الكتاب	المقاربة النظرية
<ul style="list-style-type: none"> <li>— افتقار المعلومات بين المنظمين و الممولين.</li> <li>— ارتفاع درجة عدم التأكد.</li> <li>— تعاضم مخاطر الإفلاس.</li> </ul>	R.Danset & Salais (1995) p.paranque(2001) N.Levrrato(2001)	نظرية المعلومات
<ul style="list-style-type: none"> <li>— ارتباط قرار التمويل بقرار الاستثمار.</li> <li>— المؤسسة التي تملك قدرات على تمويل الذاتي تقتصر أقل.</li> <li>— تفضيل الاستدانة على فتح رأس المال</li> </ul>	Williasson(1988) Norton(1991)	نظرية تمويل التسلسلي
<ul style="list-style-type: none"> <li>— تضارب المصالح بين الممولين و الملاك المسيرين.</li> </ul>	Charreaux(1984) Paranque(2001)	نظرية الوكالة.
<ul style="list-style-type: none"> <li>— مؤسسة النشطة بحاجة إلى التمويل الخارجي.</li> <li>— زيادة وتيرة النمو و تجديد تؤثر على حجم التمويل المطلوب.</li> </ul>	Ang(1991) Lechman(1999)	نموذج دورة حياة المؤسسة
<ul style="list-style-type: none"> <li>— ارتباط قرارات التمويل مع رؤى المنظم.</li> <li>— استقلالية القرار هو عامل حاسم في اختيار أنماط التمويل.</li> </ul>	Robert wtterwulghe(1999) P.A. Julien & M.Marchesnay (1996)	نظرية المنظم

مصدر: من إعداد الطالب بناء على نتائج البحوث.

## المبحث الثالث: دور المحيط الجديد في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:

إن فعالية قطاع المؤسسات و الصناعات الصغيرة و المتوسطة في بلد ما يتوقف على قدرة هذه الأخيرة على المنافسة و الاستمرار في السوق المحلي و السوق الدولي، ولذلك تحتاج المؤسسة لمقومات بشرية و مادية لمواكبة تحديات المحيط. ولاشك أن قلة الموارد المالية و الأدوات المالية الاستثمارية يعرض القطاعات الحيوية شديدة المنافسة لخطورة الفشل و الإفلاس. قبل التعرض إلى محددات المحيط و تأثيرها على خيارات المؤسسة، نشير أن المحيط لا يؤثر بنفس الشكل على نشاط المؤسسة و على مسارها التمويلي و عليه نحاول التركيز على أبعاد تمويل المختلفة التي يحددها المحيط.

### المطلب الأول: تباين الحاجات المالية لمجتمع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

إن التنوع الموجود في مجتمع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة جعل هذا القطاع يحتاج لمصادر تمويلية متنوعة تتماشى و طبيعة كل المؤسسة، و فرع نشاطها، و حجم أسواقها التي تنشط فيها و قدراتها البشرية، و طموحات ملاك المسيرين المستقبلية<sup>1</sup>. و لذلك اختلفت احتياجات التمويل من مؤسسة إلى أخرى و يمكن أن نصنف المؤسسات حسب حاجاتها التمويلية إلى ثلاثة مجموعات رئيسية منها مؤسسات اقل حاجة للتمويل وهي المؤسسات التقليدية و الحرفية. و مؤسسات محدودة الأسواق تلجأ غالباً للتمويل نشاطاتها الاستغلالية و استثمارية بشكل دوري من مصادر تقليدية، و أخيراً مؤسسات بحاجة إلى أساليب حديثة و مرنة للتمويل ألا و هي المؤسسات ذات المسار الديناميكي و المؤسسات الابتكارية القادرة على توليد قيم مضافة عالية نسبياً.

<sup>1</sup> ESCWA, SMEs, stratégies, Policies and Support Institution, 2005 ; p07

## 1— المؤسسات التقليدية و الحرفية:

يتكون مجتمع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من عدد هام من الوحدات المصغرة التي تنتمي إلى نشاط حرفي يصعب أحيانا تحديد أبعادها، و تنتمي الورش الصناعية و الأعمال المتزلية و مؤسسات الخدمات الجوارية لفئة نشاط التقليد ي و الحرفي بصرف النظر على تلك الوحدات الغير رسمية.

يملك مؤسس هذه النشاطات مهارات حرفية اكتسبها من الأب أو من تكوين حرفي محدود. و تساهم هذه الأنشطة في تقديم خدمات محدودة و بكميات متواضعة دون مراعاة معايير الجودة، كما تقتصر في تمويل عمليات الاستغلال و التوسع على موارد ذاتية و موارد العائلة و الأصدقاء.

وتندرج هذه المؤسسات ضمن الوحدات القادرة على فتح فرص العمل الذاتي و العائلي و لذلك تقتصر طموحاتها على استمرارية النشاط باحتياجات مالية غير مؤسسية. كما تفتقر هذه المؤسسات لمبدأ و الشروط البنوك التجارية و تحصل في ظروف مواتية على دعم مالي حكومي ضمن سياسات هادفة للتطوير و ترقية العمل الحر.

## 2 — المؤسسات الصغيرة ذات الأسواق المحدودة:

نعرف المؤسسات ذات الأسواق المحدودة هي تلك الصناعات الصغيرة التي تتمركز في أسواق محدودة لا تتعدى الإطار المحلي، و توفر منتجات في أسواق قريبة جغرافيا، حيث تسعى للتمركز فيه بهدف تحقيق أرباح مناسبة.

تتميز هذه الفئة من المؤسسات و الصناعات الصغيرة ببساطة هيكلها التنظيمي التي مقارنة مع المؤسسات الأكبر حجما ولهذا السبب تكتسي مرونة عالية و سرعة كبيرة في اتخاذ قرارات الضرورية كما اشرنا إليه سابقا.

أما في ما يتعلق بالتمويل تلجأ هذا المؤسسات إلى مصادرها الذاتية و احتياطاتها و أرباحها غير الموزعة كما تتوجه في حالة ندرة تلك المصادر إلى المؤسسات المصرفية في طلب القروض للتجديد المعدات و التجهيزات أو أحيانا في تمويل العمليات التجارية. و لا شك أن قدرات المالك المسير و المعلومات المموسة للمؤسسة (قادرة على توفرها كسجلات المالية

و الضريبة) تساعد المصارف على التعامل معها، كما تؤمن البدائل المالية في حالة توفرها مستلزما الاستثمار من خلال آليات جديدة كالتأجير التمويلي لاقتناء معدات مرحلة الإنشاء والتوسع. و من بين ابتكارات التمويلية في هذا المجال نجد<sup>1</sup>:

## 2-1- نظام القرض التنقيطي:

إن الحاجة الماسة لتحسين الخدمات البنكية تجاه طالبي التمويل الاستهلاكي في الولايات المتحدة الأمريكية سواء تعلق الأمر بتقييم درجة الخطورة وتجاوز عدم تماثل المعلومات أو من حيث خفض تكلفة دراسة ملفات الطلب، دفع صناع القرار في البنوك الأمريكية إلى ابتكار صيغة جديدة انتشرت في معظم بنوك بلدان العالم الصناعي لما توفره هذه التقنية من معلومات تسمح بالتنبؤ باحتمال عدم قدرة الزبون على دفع مستحقاته ، و هي تقوم على أسس نوجزها في العناصر التالية:

— دراسة العينة التي ينتمي إليها الزبون باستخدام مجموعة من المعلومات لزبائن قدامى بهدف التنبؤ باحتمال عدم الوفاء بالتزامات.

— تصنيف الزبائن على شكل فئات متجانسة الخصائص للبحث على قدرة الزبون على الوفاء بالدين تجاه البنك.

و عرف القرض التنقيطي تطورا معتبرا في الآونة الأخيرة بعد أن توسعت معالجة ملفات الاقتراض باستخدام منظومة معلوماتية سابقة بين البنوك و وكالات متخصصة مهمة بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا ساهم في تحسن أنظمة معالج ة ملفات طلب التمويل على نطاق واسع وفي وقت قياسي.

رغم هذا فيبقى نظام القرض التنقيطي لا يخلو هو أيضا من مشاكل و عيوب نوجزها فيما يلي:

- اعتماد على معلومات سابقة يترتب عليه مخاطرة في محيط اقتصادي تتغير فيه المعطيات الاقتصادية باستمرار و لا يمكن استخدامه للاستثمارات الحديثة المبتكرة.

<sup>1</sup>أ.د. على همال : حول بعض الأساليب الابتكارية في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، ورقة مقدمة في ملتقى دولي حول تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، سطيف، الجزائر 2003 ص 805.

- المعلومات السابقة عديمة الفعالية لكثرة الدورات الاقتصادية وعدم القدرة على التنبؤ بها كما هو الحال بالأزمات المالية المتكررة.
- إهمال هذه الآلية في دراسة الملفات فئات هامة التي يصعب جمع المعلومات الخاصة بها بما أنها لا تحمل خصائص المجموعات الإحصائية.
- لا تأخذ هذه آلية معظم المؤسسات الناشئة الابتكارية.

## 2-2- تقاسم المخاطر مع طرف ثالث:

إن انعدام الضمانات يمثل اكبر عائق تواجهه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عندما تتقدم إلى البنوك التجارية لطلب القروض ، و حتى تتجاوز البنوك هذه المشكلة تلجأ المؤسسات و البنوك بمساهمة مؤسسات مالية و شركات التأمين على ضمن جزء من القرض لخفض الخسائر المحتملة.

في هذا الإطار قامت الدول بتخصيص صناديق حكومية تعمل على سد الفجوة بين البنوك و المؤسسات الصغيرة الفاقدة للضمانات المطلوبة، كما أسست المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في بعض الدول صناديق خاصة بها.

إن برامج ضمان الاقتراض يهدف أيضا لرفع الثقة بين طرفي التعامل و يقوم الطرف الثالث كحلقة وصل بين البنك و حامل المشروع، ويرتكز هذا الطرف على التكفل كلياً أو جزئياً بمستحقات القرض فتقوم مثلاً مؤسسة SOFARI الفرنسية بضمان كل التمويلات العمليات الاستغلالية و الاستثمارات المادية بنسب تصل إلى 50% أمام الجهات الممولة<sup>1</sup>، و تهتم صناديق أخرى بضمان قروض متوسطة و طويل الأجل و تتحمل كامل الأقساط المتعثرة و تدفع للبنك، و في حالة إعلان الإفلاس يقدم الطرف الثالث كل الأقساط الواجب دفعها من طرف العميل حسب العقود كما يتحمل صاحب المؤسسة تقديم باقي النسب المطلوبة.

إن مثل هذه الأطراف لها اثر على تسهيل تعامل البنوك مع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و نوجز الآثار الايجابية فيما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Jean LACHMANN : Financer l'innovation des PME ; Op.Cit ;P63.

<sup>2</sup> ملخص تنفيذي: السياسات المبدئية للمشاريع الصغيرة و المتوسطة في مصر ، وزارة الصناعة و التجارة ، مصر ، سنة 1998 ص29.

- تسهيل وصول المؤسسات المصغرة لاستدانة من البنوك.
- توفير أسس واضحة و منظمة للاقتراض.
- تجنب خسائر للبنوك و المؤسسات على حد سواء.
- ضمان سرعة و كفاءة قرارات الائتمان.

## 2-3- التأجير التمويلي<sup>1</sup>:

يعتبر هذا النوع من التمويل حديث النشأة و منطلق وجود هذا النوع من القروض هو تخفيف من حدة الأعباء المؤسسة و تكاليف القروض استثمارية و يعرف تأجير تمويلي أنه تسليم عقار أو معدات لفترة زمنية محددة مقابل دفع أجيح أقساط، و يدعى أيضا بالقرض الإيجار البيعي في حالة استثمارات المؤسسات الناشئة Leasing هو تقوم هذه التقنية على توفير تجهيزات للمؤسسة في نشأة بدون أعباء في استثمار و يكون عقد طويل الأجل يحسب انطلاقا من اقتطاعات الإهلاك.

## 3- المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الابتكارية:

ساهمت ثورة المعاصرة في مجالات التكنولوجيا و تطور الهائل في الإعلام و الاتصال و الصناعة الحربية على نشأة مؤسسات صغيرة حجم قادرة على توفير منتجات و خدمات ذات جودة عالية تستجيب للتطلعات المستهلكين في الأسواق المحلية و الدولية. و لهذا استطاعت مؤسسات صغيرة الحجم الحصول على عقود المقاوله الباطنية مع شركات كبرى ( مؤسسات متعددة الجنسيات).

يتحكم مؤسسي هذه الفئة حديثة من المؤسسات بتقنيات جديدة في الإنتاج و التسويق كما أن مؤسسات تمتاز بكثافة رأس المال البشري على الموجودات الملموسة، و لهذا السبب يتعذر عليها الحصول على موارد مؤسسية تقليدية خصوصا الاستدانة البنكية.

<sup>1</sup> قطاف ليلي و بوسعدة سعيدة : الائتمان الإيجاري كطريقة حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة — حالة الجزائر— ورقة مقدمة في ملتقى الدولي حول متطلبات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، سطيف الجزائر، 2003، ص451.



إن إستراتيجية هذه المؤسسات تختلف عن سابقتها من المؤسسات صغيرة و المتوسطة حيث يمتلك مؤسسي المشروع على مهارات و دراية كافية بنشاط المؤسسة ومعلومات حول بدائل الموجودة في السوق.

### المطلب الثاني: صعوبة تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الابتكارية.

إن التحديات التي تواجه المؤسسات الاقتصادية جعل بعض من الدول العالم تقوم باستحداث أدوات مالية جديدة التي من شأنها أن تلعب دورا حيويا في تجميع المدخرات و إتاحة الفرص أكبر للمستثمرين الجدد، سواء كان ذلك من خلال تطوير مصادر تقليدية و ترقية سياسات متعلقة بشروط التمويل، أو ابتكار مصادر مالية مغايرة في الأسس و المبادئ و ترعي خصوصيات المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

#### **1- مشكلة تمويل البحث و التطوير.**

يرمي البحث العلمي للوصول إلى المبادئ العامة للمعارف الجديدة، كما يهدف للوصول إلى حلول جديدة خاصة بتطوير منتجات أو أساليب معاصرة في العمليات الإنتاجية، ولا تقتصر مخرجات البحث العلمي في مجالات الإنتاج على تطوير تقنيات جديدة ومنتجات أفضل لزبائن فحسب بل تتجاوز ذلك إلى زيادة الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج الأخرى<sup>1</sup>.

ساهم الاتجاه الحديث للتحرير الاقتصادي و انفتاح اقتصاديا ت العالمية بعضها على بعض في ارتفاع وتيرة التسابق لتطوير تقنيات و أساليب جديدة للإنتاج للمحافظة على الحصة في الأسواق العالمية، و أضحت ميزانيات وحدات البحث و التطوير في يومنا هذا ميزانيات مفتوحة من أجل المحافظة على الميزات النسبية في مجالات الإنتاج السلعي و الخدمي المختلفة، و تكريس الريادة في بعض هذه المجالات بالنسبة للدول الصناعية المتقدمة.

<sup>1</sup>اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغرب آسيا: قدرة المشروعات الصناعية الصغيرة و المتوسطة على الابتكار في بلدان منطقة غرب آسيا، عدد2/2002 نيويورك ، الأمم المتحدة.

يعني ابتكار دخول منتجات و خدمات جديدة في السوق لأول مرة ، ويتعدى هذا المفهوم إلى استعمال أساليب حديثة تعمل على زيادة المنتج أو تحسين طرق الإنتاج أو توسيع قنوات التوزيع<sup>1</sup>. وبذلك يعد ابتكار تقنية جديدة قد تكون بسيطة أو معقدة تبتكر من طرف مؤسسة أو مخبر لفائدة مؤسسات إنتاجية وخدماتية لتعزيز قدرتها التنافسية.

✓ الابتكار السلعي :

يعتبر الابتكار السلعي في المؤسسة الصغيرة بابتكار سلع أو خدمات جديدة في السوق بل مفهوم الابتكار السلعي هو يعني أيضا تحديث سلع إنتاجية موجودة في السوق دون تغييرها كلياً بل يمس تغيير في الشكل المادة الداخلة في تكوين السلعة ، أو إضافة مواد جديدة... الخ بالتالي يوجد عدد هائل من طرق الابتكار في المؤسسة الإنتاجية.

✓ ابتكار المواصفات :

إن ابتكار المواصفات هي من التقنيات الحديثة و التكنولوجيا الحديثة تعد من أهم ابتكارات الخدمات حديثة هي وسائل الإنتاج، المواد الأولية أو محصلة بينهما و تهدف المؤسسة من خلال هذا ابتكار الحصول على الأرباح بأقل تكاليف ممكنة و ترفع قدرتها التنافسية.

### ✓ الابتكار التنظيمي:

دفعت المنافسة الدولية إلى بحث مؤسسات صغيرة الأحجام طرق تنظيمية المؤسسات لخفض التكاليف، و يعمل ابتكار التنظيم على تطوير الأنظمة الإدارية في المؤسسة و تحسين العلاقات بين فاعلين في المؤسسة و توجيه الأمل للموارد البشرية ضمن مواصفات أنظمة إدارة الجودة الشاملة.

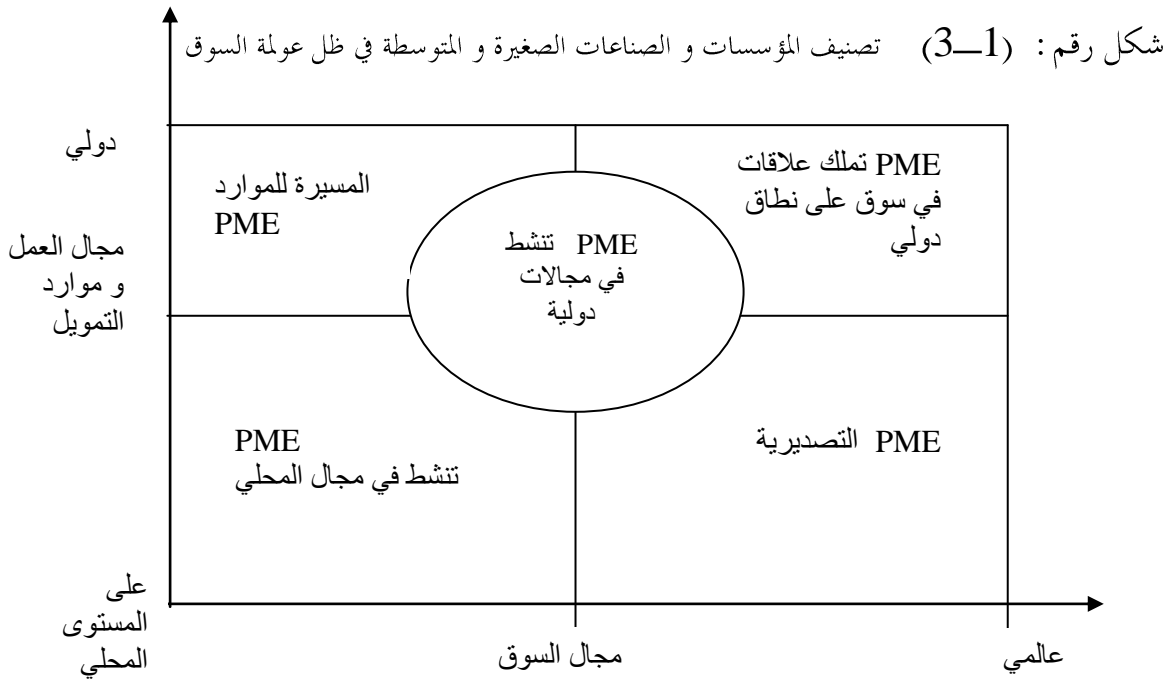
## 2- تمويل المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لترقية صادراتها.

بعدها أبرمت الكثير من دول العالم اتفاقيات رفع الحواجز الجمركية بينها في إطار تحرير التجارة الدولية، ساعد هذا الوضع الجديد إلى اقتحام المؤسسات الصغيرة الأحجام في الأسواق العالمية و بذلك استطاعت مؤسسات صغيرة الحجم تسويق منتجاتها عبر الحدود.

<sup>1</sup> R WTTTERWULGHE ;Op.Cit ;P49.

تشير إحدى الدراسات مست الدول الصناعية أن الصناعات الصغيرة و المتوسطة على وجه الخصوص ساهمت بنسب تتراوح بين 25% و 35% من حجم الصادرات للدول المصنعة و قد وصل معدل صادرات القطاع في هذه البلدان سنة 2006 السنوي لحوالي 26% من إجمالي الصادرات. و تحتل إيطاليا المرتبة الأولى بـ 53% و تليها الدنمارك و سويسرا ب 46% و 40% على التوالي و 26% لفرنسا<sup>1</sup>.

يصنف P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY<sup>2</sup> المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و علاقتها مع المحيط الجديد إلى أربع مجموعات رئيسية من خلال مجال الموارد و الأسواق و نوع أخرى غير نموذجي من المؤسسات تنشط في كل الأسواق و المجالات من خلال الشكل الموالي:



Source : P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY ; L'Entrepreneuriat ; Op.Cit ;p88.

<sup>1</sup> Jean LACHMANN ; Financer l'innovation des PME ;Op.Cit ;p 15.

<sup>2</sup> P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY ; L'Entrepreneuriat ; Op.Cit. p12.

كما بلغت مساهمة الصناعات الصغيرة و المتوسطة في صادرات الدول الآسيوية إلى معادلات قياسية ، حيث بلغت 60% من حجم الصادرات الصناعية بالنسبة للصين، و 56% بالنسبة لتايوان ، و 40% في كوريا الجنوبية<sup>1</sup>.

أما في باقي دول العالم النامي تقتصر أنشطة المؤسسات و الصناعات الصغيرة و المتوسطة على الأسواق محلية محدود الفرص، كما لا تجد مؤسسات الدول النامية محيط ملائم يتيح لها فرص نقل إنتاجها عبر الحدود.

يبقى التمويل من ابرز ما تواجه المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في تصدير المنتجات ولاسيما الإقراض المصرفي و في غياب بدائل تمويلية مؤسسية المتاحة يتعذر على أي مؤسسة تخطي عقبات التصدير.

كما تفتقر البلدان النامية لهياكل قاعدية لتصدير المنتجات هذا من جهة ومن جهة أخرى تفتقر جل المؤسسات للمهارات الإدارية و الفنية من أجل تطوير قدرات تصديرية في سوق حديث لا يعرف حدود سياسية و لا جمركية.

توجد نظريا ثلاثة قنوات للوصول إلى الأسواق الدولية<sup>2</sup>:

- التصدير المباشر.
- التصدير غير المباشر الذي يمر عبر الوسطاء، كمراكز التجارة و شركات متخصصة في التصدير
- الاندماج المادي بوجود مؤسسات كبرى حيث يقومون بتجميع المكونات من الباطن لغرض التصدير.

يشير الباحثون في مجال التجارة الدولية أن نشاط التصدير للمشروعات الصغيرة يتطلب مقومات مؤسسية و مالية معتبرة، ولا يمكن أن تكفي المصادر التقليدية للتمويل في تمويل قدرات التصديرية في ظل عولمة الأسواق.

و مما لا شك فيه أن تطور القدرات التصديرية لدى المؤسسات الصغيرة للدول النامية يتطلب مقومات مالية جديدة قادرة على توفير احتياجات تمويلية بآليات و شروط مناسب حتى تتمكن استمرار و تحقق ميزة نسبية في السوق العالمي.

<sup>1</sup> P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY ; Op.Cit, p 35.

<sup>2</sup> زايري بلقاسم : مصدر سبق ذكره ، ص07.

### 3 – التمويل من أجل تثمين براءة الاختراع.

يتوقف بقاء مؤسسة إنتاجية في اقتصاد السوق و بدرجة كبيرة على وظيفة البحث والتطوير باعتبارها وظيفة ضرورية للوفاء بمتطلبات التوسع في سوق شديد المنافسة و لهذا الغرض يخصص الملاك المسيرون موارد مالية معتبرة من اجل تمويل هذه الوظيفة و إدراج وظيفة البحث والتطوير ضمن متطلبات تطوير المنتج.

كنتيجة لذلك فإن معظم المؤسسات تلجأ للمصادر الخارجية للتمويل التجديد و البحث والتطوير حتى تضمن المؤسسة استمرارية نشاطاته التجارية، وإمكانية توفير منتجات تنافسية.

بالرغم من حيوية الوظيفة في استمرارية النشاطات التجارية و في رفع قدرات التنافسية للمؤسسات إلا أن تمويلها يبقى العائق الأساسي و لاسيما أن البنوك ترفض تمويل المؤسسات عاجزة عن توفير متطلبات الأساسية كمرکز المالي و الضمانات العينية<sup>1</sup>.

على هذا الأساس تحتاج عملية تمويل وظيفة البحث و التطوير تقنيات مالية مبتكرة تقدم خدماتها على أساس المردودية المتوقعة و تقبل في ذات الوقت المخاطرة.

للإشارة فقط تساهم مؤسسات الاقتصادية و دفاعية في تمويل وظيفة البحث والتطوير للمؤسسات صغيرة الحجم و نجد أهمها:

— المؤسسة العسكرية: أن المؤسسة العسكرية ليست على هامش ما يحدث من تقدم تكنولوجي بل أنها توفر في الدول الصناعية تمويلا من اجل تطوير قدراتها الدفاعية، كما أن التفوق العسكري يتطلب حاجة مستمرة في تطوير و تحسين التجهيزات العسكرية. و على هذا الأساس تقوم مؤسسات العسكرية في تمويل مخابر البحث التي لها علاقة في تطوير الأنظمة الدفاعية و كل مؤسسات المستقلة المقاوله في الباطن للتطوير أنظمتها العسكرية.

و تجدر الإشارة أيضا أن معظم الأبحاث المتعلقة بتكنولوجية الإعلام و الاتصال قامت بالتعاون المالي مع مؤسسة الدفاع و مازلت مدعومة من قبله.

— المؤسسات الكبرى: تعمل المؤسسات الكبرى بتمويل النشاط الإبداعي للمؤسسات الصغيرة الحجم في إطار التعاون المشترك بهدف اكتساب المعارف و تحسين

<sup>1</sup> Jean LACHMANN : financer l'innovation des PME ;Op.Cit :p 25

مكونات المخرجات الصناعية ( كصناعة السيارات، و أجهزة منزلية للقطاع العائلي...).

على هذا الأساس تحسن المؤسسات الكبرى الروابط الإستراتيجية بينها و بين مقاولين في الباطن بتقديم إعانات مالية أو مساهمة في رأس مالها كما تساهم في الكثير من الأحيان في توفير رأس المال للأصحاب المواهب في الصناعات الجديدة مستقلة لتكريس التفوق التكنولوجي وبناء سياسة استثمارية هادفة لتعزيز قدرتها التنافسية.

— براءة الاختراع: إن نظام براءة الاختراع يطرح مشكلة خطيرة للمصنعين الصغار، فالمؤسسات الكبيرة على خلاف المؤسسات الصغيرة استفادت في السنوات الأخيرة من أعداد متزايدة من براءات الاختراع، التي منحت لها سواء من قبل الموظفين فيها أو من قبل أشخاص غرباء عنها، أما أصحاب المؤسسات الصغيرة فإنهم يفتقرون في معظم الحالات إلى الأموال الضرورية لتحسيد ابتكاراتهم ونقلها إلى مرحلة الإنتاج والتوزيع، ويصبح أسهل عليهم بيعها إلى المؤسسات الكبيرة و يواجه صاحب الابتكار صعوبة منع التعدي على حقوق هذه البراءة بسبب ارتفاع تكاليف النزاعات.

### المطلب الثالث: دواعي توفير مصادر تمويل مستحدثة.

ساهمت ثورة المعاصرة في مجالات التكنولوجيا و تطور الهائل في الإعلام و الاتصال و الصناعة الحربية على نشأة المؤسسات الصغيرة الحجم قادرة على توفير منتجات و خدمات ذات جودة عالية تستجيب لتطلعات المستهلكين عبر العالم، واستطاعت المؤسسات الصغيرة الحجم إبرام صفقات عقود المقاوله الباطنية مع شركات كبرى. و بفعل هذا النشاط تحتاج دوريا لمصادر مالية معتبرة لتطوير مبيعاتها. إن مبادئ مصادر تمويل بالاستدانة تؤكد أنها مصادر لا يمكن أن تقدم حلول لمجابهة مشكلة تمويل المؤسسات الصغيرة الديناميكية، فتبين أن تمويل مرحلة البحث و التطوير، و الانطلاق و غيرها من المراحل الحرجة للمؤسسات محدودة الملكية يصعب للبنوك التجارية اتخاذ قرار تمويلها و نفسر أهمية لجوء إلى مصادر مالية مستحدثة وأهمها رأس المال المخاطر إلى العقبات التالية:

تملك المؤسسات الصغيرة الابتكارية تقنيات جديدة في الإنتاج و التسويق كما أنها تمتاز بكثافة رأس المال البشري على الموجودات الملموسة، وبالتالي يتعذر في هذه الظروف أن تحصل على رؤوس أموال من البنوك التي تقدم تمويل بالاستدانة بشروط و مبادئ احترازية

أهمها الضمانات العينية. و لا يمكن للمؤسسات المصرفية التقليدية أن تقدم حلول لمعالجة مشكلة تمويل مؤسسات الصغيرة الديناميكية خاصة تمويل مرحلة البحث و التطوير، و مرحلة الانطلاق أو غيرها من المراحل الحرجة للمؤسسات محدودة الملكية و يستحيل اتخاذ قرار تمويلها دون وجود ضمانات كافية.

— لا يملك المؤسسون من خريجي الجامعات على أدنى رأس المال مملوك و لا يملكون غالبا حصة أولية للمشروع، كما أن الضمانات المطلوبة للحصول على الاستدانة ليس بإمكان مؤسس المشروع أن يوفرها في مرحلة الانطلاق، أما في حالة وجودها فقد تكون غير كافية للتغطية حجم و مدة القروض.

— إن وضع المؤسسات الصغيرة و الناشئة ذات نشاط إبداعي تجاه تمويل بالاستدانة صعب للغاية بما أنهم غير قادرين على الوفاء بمتطلبات أساسية للاستدانة البنكية كما أن رأس المال هؤلاء هي أفكار كامنة (أفكار، اختراعات، تعديل على منتج...)، و ليس بإمكانهم توفير رأس المال المادي. و في حالات متقدمة (حالات الإقلاع) من المشروع فإن معظم مخرجات المؤسسات الابتكارية هي عبارة عن تقنية جديدة في الإنتاج أو في تصميم معاصر للآلات أو ابتكار محركات جديد، أو خدمات تستخدم تكنولوجيا حديثة. و ليس بإمكان استخدامها كوعاء لضمانات حصول على قرض مستقبلي لتمويل مراحل متقدمة.

— في غياب شروط الاستدانة فمن الصعب للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الحصول على تمويل خارجي من سوق المالي عن طريق إصدار أسهم، و لاشك أن القواعد و المتطلبات القانونية المطلوبة أكثر صعوبة لأنها مؤسسات متواضعة الحجم و لا تملك حجم أدنى لرقم الأعمال المطلوب.

— في حالة وجود أمل في دخول البورصة، فإن إقبال مستثمرين البورصة والجمهور على أسهم مؤسسة صغيرة ضعيف، فمصلحة في شراء أسهم مؤسسات مسعرة هو تحقيق أرباح في أقرب الآجال، وفي الغالب غالبا لا تملك مؤسسة صغيرة الحجم أفاق مستقبلية و ربحية مرتفعة في مرحلة النمو. و لذلك تجد صعوبة في بيع أسهمها لأنها كيانات تفتقر للسيولة و ليس باستطاعتها توزيع أرباح إلى بعد مدة زمنية لا تخدم طموحات المستثمرين في

البورصة. ونرى أن السوق المالي في هذه المراحل ليس بجل أمثل و هو أكثر صعوبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة على متطلبات الاستدانة المصرفية.

— إن التقنيات تمويل التساهمي المعروفة بمصطلح رأس المال المخاطر أو رأس المال

الاستثماري هي المصدر الكفيل لتفعيل رغبة الفئة الديناميكية لقطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و يوفر تمويلات مناسبة لتمويل المراحل الحرجة للمؤسسات الابتكارية بما أنه يختلف في شروط تمويل بالاستدانة و قواعد مطلوبة لتمويل بحقوق الملكية (البورصة).

وساهمت هذه الوساطة حديثا في تطوير مؤسسات اقتصادية في مجالات كثيرة و يؤخذ عناية معتبرة في الدول الصناعية و الدول الناشئة.

يتطلب المحيط الجديد وجود منظومة تمويل مرنة ومستقرة، مرن بحيث يتكيف وجميع الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، ومستقر بحيث يوفر للمؤسسات رؤوس الأموال من حيث الكم و الكيف . ولاشك أن النظام التمويلي في الدول النامية يرتكز بصفة أساسية على البنوك التجارية و في الغالب بنوك عمومية . كما أن صيغ وآليات التمويل التي تقدمها البنوك التقليدية الحالية أضحت غير كافية عن تلبية الاحتياجات التمويلية للمستثمرين بالحجم المناسب والتكاليف و الشروط، ولهذا فلأمر يستدعي ضرورة وجود بدائل تتلاءم مع خصائص تلك المشروعات وتتيح لمجتمع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المزيج التمويلي المتنوع الذي يمكن لأصحاب المشروعات من المفاضلة بين مختلف المصادر.



## الخلاصة.

منذ قرابة ثلاثة عقود تهتم الدول المتحولة من اقتصاد الموجه إلى اقتصاد السوق بتطوير إطار مؤسسي يهدف إلى ترقية المؤسسات الاقتصادية بمختلف أحجامها، و تسعى الحكومات في هذا الإطار إلى بناء بيئة اقتصادية جذابة لتطوير المقاولاتية.

تبين لنا من خلال هذا الفصل أن تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تحكمه متغيرات كثيرة يصعب جزم بتأثيرها على المسار التمويلي للمؤسسة كالمحددات الذاتية و الشخصية للمنظمين و توجد محددات أخرى تتأثر بالبيئة الاقتصادية و المالية المحيطة و منها وفرة مصادر التمويل و شروط اللجوء إليها، و في هذا الصدد توصلنا إلى مجموعة من النتائج نوجزها في يلي:

— تشير الدراسات الميدانية التي أقيمت في دول مختلفة أن صعوبات التمويل المؤسسة الصغيرة بالاستدانة من البنوك التجارية ناتجة عن ارتفاع درجة خطورتها وفقدانها لمبادئ الاحترازية الأساسية المعمول بها لاتخاذ قرار التمويل أي أنها لا تملك نظام معلوماتي يمكن من خلاله التقييم الموضوعي لقدراتها المختلفة.

— أشارت معظم المقاربات النظرية أن للمؤسسة اختيار ما بين التمويل بالاستدانة أو من خلال فتح رأس المال أو كلاهما، لكن هذين المصدرين يختلفان في المبادئ و السمات و مساوئه على ملاك المؤسسة.

— تقدم المقاربات النظرية رؤى مختلفة حول تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة كما تبقى نظرية المعلومات و نظرية الوكالة و نظرية نمو المؤسسة و نظرية رؤى المنظم أهم المقاربات التي يمكن الاستناد إليها في تفسير خيارات المؤسسة الصغيرة و المتوسطة ، ولعل تحديات المحيط الجديد تقدم أيضا تفسرا مكملا للمقاربات النظرية.

— إن أغلب الوحدات الاقتصادية الابتكارية غير قادرة على توفير متطلبات القواعد الاحترازية التي تعتمد عليها البنوك. كما أن الشروط والمبادئ المعمول بها في الأسواق المالية لا يمكن للمؤسسات صغيرة الحجم أن توفر الحد الأدنى المطلوب نتيجة ضعف إمكاناتها المادية و البشرية كحد أدنى لإصدار أسهم في البورصة.

الفصل الثاني:  
أسس و مناهج التمويل  
برأس المال المخاطر.

## مقدمة:

أثارت إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مرحلة الإقلاع بالاستدانة نقاشا واسعا بين الباحثين وصناع القرار حول السبل و المناهج الممكنة، في ظل غياب بدائل حديثة للتمويل بالشروط الميسرة.

بفعل فقدان المؤسسات الصغيرة التي تنشط في فروع التكنولوجيات الحديثة للقواعد الاحترازية تطور رأس المال المخاطر ملئ فراغ عروض التمويل التقليدي. ويتمحور نشاط التمويل التساهمي على سد الفجوة بين حاجة لتمويل المؤسسات الحديثة و أهمية تجسيد أفكار المبدعين في الواقع الملموس.

سنحاول في هذا الفصل التعريف برأس المال المخاطر، ثم نذكر خصوصيات هذا النمط الحديث من التمويل و سنتطرق في المبحث الثاني إلى عرض مهام شركات التمويل برأس المال المخاطر و نذكر خصائصها و نختتم هذا الفصل بعرض مختصر لمراحل الانتقاء في شركات التمويل و محدداتها.

## المبحث الأول: حداثة التمويل برأس المال المخاطر.

أدت العولمة إلى ارتفاع المنافسة بين المؤسسات الاقتصادية و جعلت فرص نجاح المؤسسات الصغيرة يكاد أن يكون معدوما، فقد جعلت الظروف البيئية الجديدة تمويل المشروعات الابتكارية عن طريق الاستدانة أمرا معقدا و ليس من مصلحة البنوك أن تجازف في تمويل مشروعات حديثة النشأة تتعاطم فيها مخاطر الإفلاس.<sup>1</sup>

لذلك بات أمر تمويل النشاطات الابتكارية من خلال الوساطة التقليدية غير مقبول في ظل تعاطم القواعد الاحترازية (بال 1، وبال 2، وبال 3) ولذلك قام الفعالين في الاقتصاد سواء أكانوا حكومات، منظمين، ومؤسسات مالية إلى إيجاد صيغ جديدة أو تطوير مصادر موجودة قد تعمل على توفير آليات مؤسسية تواكب حاجة التمويل للمشروعات الابتكارية.<sup>2</sup>

يشير (1996) JEAN LACHMAN أن غالبية البنوك ترى في المشروعات الصغيرة رؤية تشاؤمية وتعتبرها مزيج الموت، لأنها تفتقد لأهم الشروط والمبادئ الخاصة بالاستدانة.<sup>3</sup>

يرى (2008) Cyril DEMARIA أن صعوبة توفير المنظمين لشروط الاستدانة وانخفاض قدرة البنوك على الاستجابة لكل طلبات المتعاملين الاقتصاديين ساهم أيضا في تطور مهنة رأس المال المخاطر في العالم الصناعي، فقد شهد النشاط التمويلي في البنوك التقليدية تراجعاً محسوساً في حشد الموارد المالية لفئة المبتكرين، و شهدت قطاعات صناعية وفئة عريضة من الصناعات الصغيرة و المتوسطة عزوفاً كبيراً من جهة البنوك.

يشير (2006) Emmanuelle DOBOCAGE أن تطور رأس المال المخاطر جاء استثنائياً في العالم لأنه مصدر جديد يواكب التطورات التكنولوجية و حاجة للابتكار، و خص بالذكر الصناعات الجديدة مثل النانو تكنولوجيا و تكنولوجيات الإعلام و الاتصال والصناعة الصيدلانية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> J. LECHMANN : le capital risque au cœur du financement de l'innovation Revue problèmes économique n°2658 ;p 3

<sup>2</sup> Cyril DEMARIA ; Introduction au Private Equity ; les base du capital- investissement Edition Revue Banque ; 2°Edition ; Paris 2008.p17.

<sup>3</sup> J. LECHMANN : financer l'innovation ; Op.Cit ; p07

<sup>4</sup> Emmanuelle DOBOCAGE ; le capital-risque ; édition la découverte ;2006 ; p11.

## المطلب الأول: صعوبة تحديد المفهوم.

يشير مفهوم رأس المال المخاطر بعض الغموض نتيجة حداثة هذا الاصطلاح حيث بدأ يتبلور منذ قرابة عقدين أو ثلاثة عقود، كما أن مضمون هذا المصطلح يتضمن أنماط تمويل عديدة تبدأ من تمويل الفكرة المبتكرة، ثم تمويل فترة الانطلاق، و يستمر إلى تمويل خطط التوسع في أسواق جديدة، كما يوفر رأس المال المخاطر أيضا رؤوس الأموال لتحويل ملكية المؤسسة برغبة الملاك المؤسسون.

على هذا الأساس، فقد نجد عددا كبيرا من المصطلحات تعبر عن المهنة أو بعض من

تقنياتها

فرأس المال الاستثماري كمفهوم شامل " هو نشاط تمويلي لمؤسسات مالية، أو أفراد طبيعيون برأس المال خاص أو شبه خاص في مؤسسات اقتصادية غير مسعرة في البورصة".

غير أن هذا التعريف أثار جدلا واسعا بين الأوساط العلمية فهو لا يقدم صورة حقيقية عن هاته الوساطة و لا يبين فارق التمويل بحقوق الملكية و التمويل برأس المال المخاطر. فرأس المال المخاطر هي وساطة جديدة، تعمل على توفر صيغ كثيرة تلبي حاجة المؤسسات الاقتصادية سواء كان ذلك في مرحلة الانطلاق، أو تطمح في تنمية أسواقها، كما توفر تمويلات خاصة لمؤسسات على حافة الإفلاس. ويقوم رأس المال المخاطر على توفير مبلغ معين من التمويل للمؤسسات الراغبة في نقل ملكية المؤسسين إلى ملاك جدد. ولهذا السبب تثير هذه الوساطة جدلا كبيرا بين الأوساط المالية في تحديد دقيق وواحد لهذا المفهوم. كما أن رواج تقنيات رأس المال المخاطر في الدول الصناعية و اتساعها المستمر في الدول الناشئة مؤخرا لم تساعد الباحثين على إيجاد مصطلح دقيق و موحد.

في هذا الصدد، يشير (1992) J. LECHMANN<sup>1</sup> أن التباين بين المصطلحات و المفاهيم التي تعبر عن المهنة تعود أساسا للاختلاف القائم بين الدول العالم فيما يخص درجة التطور الاقتصادي و البيئة المالية و الإطار الثقافي و الأعراف السائد في المجتمعات.

<sup>1</sup> JEAN LACHMAN ; Le seed capital ; une nouvelle forme de capital risque ; Edition Ecomomica ; 1992 ;p 06.

من خلال إطلاعنا على الأدبيات الاقتصادية، وجدنا أن رأس المال المخاطر يختلف كثيرا بين دول العالم فقد يكون هذا الأمر سببا إضافيا لتنوع المصطلحات التي تعرف بها المهنة. فقد تعبر المصطلحات المستخدمة عن تقنية من تقنيات التمويل، كما قد تعبر بشكل شمولي لكل صيغ تمويل في المهنة، و نذكر بعض هذه المصطلحات المستخدمة وهي:

- رأس المال المخاطر capital risque و المعروف برأس المال المجازف venture capital
- رأس المال الاستثماري capital investissement.
- تمويل الابتكار financement de l'innovation.
- تمويل الانطلاق seed capital.
- تمويل التنمية capital développement. وغيرها من المصطلحات.

يرى الكتاب أمثال Cyril DEMARIA(2008) و Emmanuelle DOBOCAGE(2006) أن مصطلح رأس المال المخاطر ( كمفهوم ضيق) يعبر على تمويل القطاعات الابتكارية حديثة النشأة " start-up " ، وبالتالي فهم يميزون بين تمويل مرحلة الانطلاق عن غيرها من تمويلات المراحل المتقدمة. ويخصصون مصطلح التمويل الاستثماري للتعبير عن كل التقنيات المستخدمة في المهنة.

## 1- تباين بين مصطلح رأس المال المخاطر و مصطلح رأس المال الاستثماري:

سبق و أن أشرنا أنه توجد عبارات وألفاظ كثيرة في الأدبيات الاقتصادية تتعلق بمفهوم التمويل برأس المال المخاطر، غير أن تمويل برأس المال الاستثماري و تمويل برأس المال المخاطر أكثر المصطلحات المستخدمة على الصعيد الدولي capital risque ; capital investissement ; و في الغالب تستخدم هذه العبارات للفصل بين مناهج التمويل المختلفة في المهنة.<sup>1</sup> وبعبارة أخرى فإن مصطلح رأس المال الاستثماري capital investissement يعبر على جميع تقنيات التمويل التساهمي تكون فيها المؤسسة في مرحلة متقدمة.

بينما يشير مصطلح رأس المال المخاطر (أو رأس المال المغامر) capital risque كمفهوم ضيق إلى تلك التمويلات التي تتعلق بالمؤسسات الابتكارية قبل مرحلة التأسيس أو تكون

<sup>1</sup> Emmanuelle DUBOGAGE ; Le capital risque un mode de financement dans un contexte d'incertitude ; thèse de doctorat ; paris 13 ; 2003 ; p18.

مشروعات عالية المخاطر حديثة النشأة و يواجه الممول درجة عالية من حالات عدم التأكد.

إذن تستخدم عبارة رأس المال المخاطر فقط للتعبير على تمويل مرحلة ما قبل وبعد الانطلاق وهي مرحلة تكون فيها درجة عدم التأكد في أعلى مستوى. و ما تبقى من أنماط تمويل مراحل النمو و التنمية فهو تمويل استثماري تساهمي و يستخدم للتعبير عنها أيضا المصطلح الإنجليزي Private Equity أو بمعنى دقيق تمويل بحقوق الملكية الخاصة.

إلا أن السواد الأعظم من الكتاب والخبراء و على رأسهم Pierre BATTIN<sup>1</sup> يستخدم مصطلح رأس المال المخاطر بشكل شمولي و يعتبر أن كل تقنيات التمويل في المهنة ليس بها أي تغطية للمخاطرة.

كما نجد شيوع استخدام مصطلح " رأس المال المخاطر " في الأدبيات الاقتصادية و من معظم الجمعيات المهنية و مختلف المنظمات الإقليمية و الدولية المهتمة بتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و نذكر منها الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر EVCA، و الجمعية الأمريكية لرأس المال المغامر NVCA، تستخدم جميعها مصطلح رأس المال المخاطر بصفة شاملة و صريحة.

على هذا الأساس، سنستخدم في هذا البحث مصطلحا واحدا ونهائيا ألا هو " رأس المال المخاطر " بشكل شمولي.

إن عبارة رأس المال المخاطر مكونة من كلمة رأس المال و يضاف إليها كلمة مخاطرة بصفة صريحة أو ضمنية، والمقصود بالمخاطرة هو المقامرة أو المغامرة و هي أقرب إلى مفهوم حالة عدم التأكد في المستقبل و تتعدد سيناريوهات غير مؤكدة الوقوع في المستقبل.

و لذلك فإن المصطلحين يعبران على ما يلي:

<sup>1</sup> Pierre BATTINI ; Capital risque mode d'emploi ; Op.Cit.p12

— رأس المال: يعتبر رأس المال المحرك الأساسي لأي مشروع أو نشاط استثماري، ويرى د. صحراوي مقلاتي (2009)<sup>1</sup>، " أن رأس المال هو مصطلح اقتصادي مقصود منه توظيف الأموال و المواد والأدوات اللازمة لإنشاء نشاط اقتصادي بهدف استهلاكي أو تجاري وقد يكون الهدف من المشروع الربح أو الإعلام."

### — المخاطرة:

تعني كلمة مخاطرة لغويا إمكانية تكبد أذى، تلف، أو ضرر، أو خطر. ويشير المفهوم الاقتصادي بوضوح أنها خسارة محتملة الوقوع.

أما المنظور القياسي فالمخاطرة هي حدوث ظرف معاكس عن النتيجة المرغوب فيها و احتمال حدوث هذا الظرف يكون جبريا من صفر (عدم الحدوث) إلى الكل (الحدوث).

### — درجة عدم التأكد:

إن مفهوم عدم التأكد هو عدم القدرة على الجزم أو التنبؤ بالظروف المستقبلية في غياب كم كافي من المعلومات المؤكدة عن آفاق السوق، و يشعر في هذه الحالة صاحب القرار (الممول) انه يحتاج إلى معلومات إضافية من أجل تقدير كل السيناريوها ت الممكنة (التقديرات الممكنة). وبالتالي فإن وضع الممول هو حالة شك بما قد يحدث أو لا يحدث في المستقبل، أو بعبارة أخرى عدم اليقين بشأن موقف معين مستقبلا قابل للحدوث أو عدم قابل الحدوث.<sup>2</sup> بينما يشير مصطلح رأس المال المخاطر الذي يضم تمويلات الفترات المتقدمة لأخطار أخرى إضافية قد تحدث في المؤسسات القائمة و من بين هذه المخاطر نذكر منا مخاطر التشغيل و المخاطر المالية.

### — خطر التشغيل:

يتأثر خطر التشغيل باختلاف النشاط الذي تمارسه المؤسسة و بالظروف الاقتصادية السائدة، و في حالة حدوث كساد أو ظرف غير مرغوب فيه ستحتاج المؤسسة إلى رأس المال إضافي

<sup>1</sup> د صحراوي مقلاتي : التمويل برأس المال المخاطر من المنظور الإسلامي ، ورقة مقدمة في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول في 31 ماي — 03 جوان 2009 الإمارات العربية المتحدة ص22.

<sup>2</sup> طارق عبد العال : إدارة المخاطر، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، سنة 2003 ، ص16.



لمواجهة تحديات المحيط. وكما تدهورت أوضاع سترتفع تكاليف التشغيل. وفي حالة عدم انتظام النشاط المؤسسة سيؤثر هذا الوضع مباشرة في قدرتها على تحقيق الأرباح.

## — الخطر المالي:

إن الخطر المالي هو اعتماد المؤسسة على التمويل من مصادر خارجية مثل زيادة قروض استغلال تفوق طاقتها فيؤدي هذا الوضع إلى زيادة أعباء خدمة الديون التجارية، وقد تتعرض المؤسسة للفشل في تطوير منتجاتها، وفي حالة حدوث كساد للسوق فقد يواجه الممول برأس المال المخاطر زيادة استثنائية للمال في المؤسسة، و في حالة عجزها عن تطوير منتجاتها ستواجه الفشل المحتوم بما يهدد مصالح المالكين و المساهمين.

## 2— محاولات التعريف برأس المال المخاطر.

تباينت مفاهيم تقنية التمويل برأس المال المخاطر في الأدبيات الاقتصادية، كما تعددت مصطلحات المهنة بين الدول، و يعتبر ( 1986 ) Gille COPIN<sup>1</sup> انه من صعب تعريف المهنة من زاوية واحدة إذ يرى أن التعريف يقوم على ثلاثة اتجاهات رئيسية، حيث يعد الاتجاه الأول اتجاه ضيق ومحدود، أما الثاني فهو تعريف واسع يمس تقنيات تمويل المهنة، و اقترح الكاتب تعريفا يراه تعريفا وسطيا يجمع بين الاتجاه الأول والاتجاه الثاني.

- التعريف الضيق: إن التمويل برأس المال المخاطر هو قبول شركة مالية متخصصة في تمويل مؤسسات تكنولوجية بالمساهمة في رأس مالها الخاص، وتهدف هذه الوساطة للحصول على قيم مضافة مقبولة في الآجال المتوسطة.
- التعريف الواسع: إن تقنيات رأس المال المخاطر تعمل على تقوية الهيكل المالي للمؤسسات برأس المال الخاص، ويخفض أعباءها المالية لكثرة الاستدانة من الوسطاء التقليديون.

<sup>1</sup> Gille COPIN ; Le capital-risque en France , un mode ou une institution ; Revue du financier , juillet 1986 ; p 14.

- التعريف الوسيطى : أن رأس المال المخاطر هو حقن رؤوس أموال خاصة في مؤسسات إنتاجية وخدماتية تمتلك إمكانية تحقيق نجاحات في الأفق سواء في مرحلة الانطلاق أو في مرحلة التوسع.

إن صعوبة توحيد مفهوم " رأس المال المخاطر " عديدة من منظور المهنيين فقد يراها البعض منهم أنها وساطة حديثة و معقدة بما أنها تتضمن طرقا وأساليب عملية مختلفة وبذل و تضحية و عطاء من طرف الممول، كما تعرف أنها مهنة حديثة تقوم على ضخ الأموال الخاصة أو شبه الخاصة بدون الضمانات و قيود المموسة تذكر، و لذلك سيتحمل الممول خطورة كبيرة في حالة " وفاة المساهمة "، و في حالة حدوث سيناريو غير مرغوب ستضيع أموال المساهمة و جهود الممول.<sup>1</sup>

يرها بعض الباحثون أمثال (Emmanuelle DUBOCAGE 2003) أن رأس المال المخاطر أكثر من مهنة و يصفها بأنها صناعة متكاملة Industrie du capital risque بما أنها تقوم على مجموعة من تقنيات التمويل تستوجب طاقما فنيا متمكنا يملك الكفاءة اللازمة في اتخاذ قرار التمويل، كما تقدم مؤسسات إدارة المحافظ معلومات دورية لفائدة المستثمرين المؤسسيين من خلال مجلس الإدارة، حيث تقوم هذه الشركات أيضا بدراسة كل الطلايبات المقبولة و تحديد فرص النجاح و رصد كل الأخطار المحيط بالمشروع قبل الإبرام النهائي للصفقة.

كما يقوم الممولون ببدل جهود تجاه المؤسسات الممولة في حالة حدوث ظروف استثنائية أو في حالة كساد السوق، فقد يقدم الممول معلومات و توصيات و آراء لتفادي ركود المبيعات، و في الحالات العادية تعمل المؤسسات الممولة على بناء شبكة من المتعاملين بغرض تطوير مخرجات المؤسسة و رفع رقم أعمالها.

فإذا كان رأس المال المخاطر نوعا من الوساطة الحديثة و المعقدة إلا أنها وساطة تملك بعض المبادئ تختلف تماما عن الوساطة التقليدية، و نوجز هذه المبادئ في العناصر التالية:

- المردودية المرتفعة نسبيا: أقل عائد واجب للمشروع أن يحققها خصوصا المشاريع الخطرة و المشاريع الابتكارية.

<sup>1</sup> Gilles MOUGENOT ; Tout savoir sur le capital investissement ; Gualino Edition ; paris ; 2007 ; p58.

● فعالية الطاقم الإداري. يهتم القائمون على رأس المال المخاطر بالكفاءات البشرية عند دراسة منح التمويل، و يتم التركيز على الإمكانيات الشخصية للمالك المسير.

● ينبغي للممول أن يدرس احتمال نجاح الشراكة و آليات الخروج الممكنة من هذه الشراكة. حيث يقوم الممول بدراسة كل السيناريوهات الممكنة من خلال مجموعة من المعطيات يقدمها العميل ويتم من خلال شبكة المتعاملين تقدير التدفقات المحتملة ومعدل العائد الداخلي، كما يهتم الممول بدراسة صفقات الخروج الممكنة.

على ضوء مراجعتنا للأدبيات الاقتصادية و التقارير الصادرة من الجمعيات المهنية والإقليمية ومختلف التقارير الدولية سنحاول عرض بعض التعاريف لرأس المال المخاطر.

عرفت جمعية المهنية لرأس المال المخاطر EVCA أنه " كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في المؤسسات تتميز باحتمال نمو لكنها تمتاز بدرجة خطورة مرتفعة، أملا في الحصول على فائض القيمة في المستقبل."

يشير Pierre BATTINI<sup>1</sup> أن عقد تمويل برأس المال المخاطر يشبه عقد الزواج، إذ يرى أن رأس المال المخاطر عقدا مؤقتا ينتهي بنجاحات أو فشل، ويرى أن المهنة تشبه "عقد الزواج مع الوعد بالطلاق".

تشير العبارة إلى دلالات التالية:

- المقصود بعقد الزواج هي مساهمة في رأس المال المؤسسة وتقاسم الأرباح و الخسارة، كما تشير أيضا إلى مسؤولية الممول تجاه المؤسسة عند الحاجة.
- أما مدلول بالوعد بالطلاق هو أن المشاركة في رأس المال منتهية وقد تتحد مسبقا في العقد المبرم بين الطرفين.

يعرف (2003) Emmanuelle DUBOCAGE<sup>2</sup> " أن رأس المال المخاطر نشاط ممولون متخصصون يوفرون رأس المال لمدة معلومة، وذلك بأمل الحصول على مردود عالي نسبيا من خلال نتائج سنوية أو من خلال بيع حصص المساهمة في بورصة الأوراق المالية."

<sup>1</sup> Pierre BATTINI ; Il a exercé pratiquement tout les métier lies au capital risque dans plusieurs établissement connues et renommés tel que SOFINNOVA, ELCTRNOVA, La casse des dépôt , il a également crée l'enseignement du capital risque a PARIS Dauphine et la Sorbonne ( PANTHEON) .

<sup>2</sup> EMMANUELLE DUBOGAGE ; le capital risque un mode de financement dans un contexte d'incertitude ; Op.Cit ; p28.

بينما يعرف (2003) Eric STEPHANY<sup>1</sup> تمويل برأس المال المخاطر " أنه ذلك النمط التمويلي المعاصر الذي يتماشى مع متطلبات نمو المؤسسات الاقتصادية سواء كانت المؤسسة في مرحلة الانطلاق، أو في مرحلة تطوير منتجاتها". و يرى الباحث أن المهنة تركز على مبادئ رئيسية نوجزها في العناصر التالية:

- ضرورة أن تكون المردودية المتوقعة مرتفعة نسبيا في الآجال المتوسطة.
- ضرورة وجود فريق في المؤسسة له قدرات تقنية و كفاءات إدارية مقبولة.
- وجود احتمال نجاح الاستثمار.
- توفر صفقات خروج مقبولة من منظور الممول.

يعرف (2004) M. BEMLONECHE " أن رأس المال المخاطر هو نشاط ممولين يتخصصون في توفير رأس المال لمدة معلومة لفائدة مؤسسات اقتصادية بعد دراسة قراراته<sup>1</sup> والتنبؤ بأوضاعها المستقبلية، بأمل الحصول على مردود عالي نسبيا في حالة نجاح الاستثمار أو في حالة بيع حصص المساهمة في بورصة الأوراق المالية."<sup>2</sup> وتنشط المهنة حسب المبادئ التالية:

- تمويل تساهمي مؤقت للمؤسسات القائمة أو في مرحلة التأسيس.
- مدة الاستثمار في المؤسسة تتراوح بين 3 و 5 سنوات على أن تكون المؤسسة غير مسعرة في بورصة الأوراق المالية.
- يحصل الممول على أرباح بعد توليد قيم المضافة بالنسب متفق عليها مسبقا، كما قد يكون استرداد الأموال و الأرباح يتم بعد بيع حصص المشاركة في السوق المالي أو بعد بيعها لشركات كبرى مستحوذة.

يرى د. أنس الحسناوي (2003)<sup>3</sup> " أن رأس المال المخاطر هي نوع من المغامرة بين المالك المسير و صاحب رأس المال (الممول) و يهدف كلاهما للحصول على أرباح مستقبلية".

<sup>1</sup> ERIC STEPHANY ; la relation capital risque & PME fondement et pratiques ; de Boeck ; 2003 ; p17.

<sup>2</sup> Marc BEMLONECHE ; Le Capital-Risque ; Edition banque ; 2004 ; p33.

<sup>3</sup> د. أنس الحسناوي : تمويل التشاركي و تطبيقاته على المشاريع الصغيرة و المتوسطة في المغرب، ورقة مقدمة في ملتقى دولي حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية في 27/26/25 ماي ، سطيف الجزائر 2003.ص133

نجد أن بعض المفاهيم تعالج العلاقة الموجودة بين المالك المسير و الممول، فمن بين الكتاب الذين عرفوا رأس المال المخاطر في هذا الاتجاه نجد كل من:

R. WITTERWULGUE ; F.JENSSEN ; S MERTINS (1994)<sup>1</sup> ويعتبرون أن

تقنية التمويل برأس المال المخاطر هي فتح رأس المال المؤسسة للممولين المتخصصين بصفة مشاركين في المشروع بحيث أنهم يوفروا إلى جانب التمويل دعماً إستراتيجياً و فعالاً، كما أن هذا الوساطة تجعل المالك المسير يفقد الاستقلالية الكاملة على قرارات المؤسسة. أما H.AZOLAY<sup>2</sup> (2001) و الآخرون يعرفون تقنية من باب الإدارة المالية ويعتبرون أن تمويل برأس المال المخاطر هو التغيير الجذري في الهيكل المالي والإداري سواء كانت مؤسسة فردية أو مؤسسة عائلية لما يتدخل طرف جديد يتولى توفير رؤوس الأموال. كما يؤثر وجوده على قرارات الإستراتيجية ( Hand one ) للمؤسسة من أجل حصول على أقصى مردود مستقبلي في المدى الطويل.

سنحاول أن نجمل التعاريف السابقة في مفهوم شامل كما يلي:

— رأس المال المخاطر هو مهنة مستحدثة توفر جزءاً من رأس المال لمؤسسات اقتصادية طموحة بصفة مؤقتة في أي مرحلة من مراحل حياتها، و يبذل الممول جهوداً فنية لفائدة المؤسسة ويطمح من خلال مشاركته الفعالة في تحقيق مردود مقبول في الآجال الطويلة. أو بعبارة أخرى:

— " رأس المال المخاطر هو تمويل تساهمي في مدى زمني، يحصل الممول على مردود مستقبلي في حالة نجاح المشروع و جزء من سلطة القرار".

### 3- الأساس التاريخي لمهنة رأس المال المخاطر.

برز التمويل التساهمي لتطوير ابتكارات جديدة بعد الحرب العالمية الثانية، ولكن بعض أنماط التمويل في المهنة وجدت منذ القرون الأولى في المجتمعات القديمة، حيث قام الأثرياء في الفترات السابقة بالمخاطرة بجزء من ثرواتهم المالية في تمويل المغامرين.

<sup>1</sup> R. WITTERWULGUE & F.JENSSEN & S MERTINS ; Le financement de croissance des Entreprise Belges par le recours au capital risqué ;UCL, 1994; p26.

<sup>2</sup> H.AZOLAY ; De l'entreprise traditionnelle a la start-up; Edition d'organisation ; 2001; p33.

فمن حيث المبدأ نجد أن بروز وتطور مهنة رأس المال المخاطر في شكله المعاصر جاء نتيجة موجة كبيرة في مجال الابتكار شهدت الدول الصناعية بداية النصف الثاني من القرن العشرين وإقبال عدد كبير من الوسطاء المؤسساتيين في دخول مجال الاقتصاد التمويل التساهمي أو تمويل بحقوق الملكية Economie des fond propres، حيث قاموا بفتح مؤسسات ملحقة توفر تقنيات جديدة، وهذا المنحى ساهم كثيرا في نمو و ازدهار رأس المال المخاطر في السنوات الأخيرة.<sup>1</sup>

وبذلك فإن نشاط الممولون الجدد برأس المال المخاطر لم يكن هدفهم الأول دعم وتمويل المشروعات فيها مخاطر إضافية و إنما جاء كإستراتيجية جديدة للبنوك و المؤسسات المالية لتنوع محافظها المالية وتقديم خدمات تمويلية حديثة مبتكرة مكملة للاستدانة التقليديّة ومن تم تحقيق أرباح إضافية معتبرة.<sup>2</sup>

## 2-1- نشأة رأس المال المخاطر:

إن تقنية تمويل بالمشاركة ليس وليدة العصر، فالتمويل التساهمي هو أسلوب وجد بين الأفراد و شاع آستخدامها بين العائلات الغنية في الكثير من المشاريع في القرون الأولى.

في هذا الصدد، يؤرخ معظم كتاب الدول الصناعية أمثال (2000) Pierre BATTINI ، و(2007) Gilles MOUGENOT أن بروز مهنة رأس المال المخاطر في شكلها البدائي بدأ مع مشروع العالم الرياضي في الهندسة Milet Tales وذلك بعد أن تطلبت فكرة بناء مصنع الزيوت بتقنية جديدة إلى أموال معتبرة لم يكن قادرا على توفيرها، فقام بترويج الفكرة بين أثرياء المنطقة بقوله أن الفكرة ستولد أرباح معتبرة.

حصل الرياضي على رؤوس أموال من ممولين شخصيين (رجال أثرياء) في شكل مساهمة لبناء و تشغيل مصنع الزيوت مقابل تقاسم نواتج المصنع. و بعد مرور فترة وجيزة حصل

<sup>1</sup> Emmanuelle DOBOCAGE ; Le capital-risque ;Op.Cit ;p 52.

<sup>2</sup> Emmanuelle DOBOCAGE & Dorothee RIVAUD-DANSET ; L'organisation des échange sur le marché du capital-risque; Revue d'économie industrielle; n° 101 ; 2002 ;p 32

كل من " Tales " و شركائه آنذاك على أرباح طائلة و احتكروا سوق الزيوت في المنطقة.

استخدام المسلون أيضا في عصر النهضة أساليب قريبة من تقنية رأس المال المخاطر مبنية على " غرم بالغرم " استندا إلى شريعة الإسلام المحرمة للتعامل بالربا و الفوائد المسبقة<sup>1</sup>. واعتمد "كريسوف كولومبوس" في القرن 15 عشر على تجهيز المؤن و العدة في رحلاته على رأس مال رجال أثرياء للحصول على المعادن النفيسة من خارج أوروبا.

عرفت شركات تمويل رسمية بهذه التقنية OCR رواجها إلى مؤخرا بعد أن وجدت إطارا قانونيا مواتيا، فقد كان النمط التساهمي الأولي هو ذا طابع غير مؤسسي (غير رسمي) ويدعى في الأدبيات الاقتصادية برأس المال الملائكي Angel capital أو رأس المال الصديق capital amical و اقتصر نشاط هؤلاء الممولون غير الرسميون على فروع محدودة و مناطق جغرافية ضيقة و ميزت عقودها المبرمة مبدأ الدراية و الثقة المتبادلة.

تطور هذه الوساطة بشكلها المؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية بعد نهاية حرب العالمية الثانية و يعرف وجودها حاليا بنشاط شركات تمويل برأس المال المخاطر OCR<sup>2</sup>.

إن نشأة تقنية التمويل برأس المال المخاطر في التاريخ المعاصر Venture Capital تنسب إلى الممول الفرنسي أصل Doriot<sup>3</sup> الذي أنشأ في الولايات المتحدة الأمريكية أول مؤسسة رسمية متخصصة تعرف بمؤسسة "ARD" في التمويل برأس المال الخاص لمشروعات إلكترونية قائمة على صناعة صفائح الكمبيوتر.

نشأت مؤسسات مالية من هذا القبيل للاستجابة إلى احتياجات المشروعات التي تعمل في القطاعات التكنولوجية، كقطاع الاتصال والإعلام Tic، البرمجيات logiciels، والانترنت Internet.

<sup>1</sup> د صحراوي مقلاتي : مرجع سبق ذكره، ص24.

<sup>2</sup> OCR : Organise du Capital Risque

<sup>3</sup> GEOGUE DORIOT ( 24 septembre 1899 PARIS \_ 2 juin 1987 BOSTON) est professeur en management et investisseur pionnier du capital risque modère ; diplômée de L'HARVARD, il est a la sixième place dans le classement universelle du monde des entrepreneur.

أما في أوروبا، فقد عرف تطور هذه التقنية بطء شديد في فترة السبعينات<sup>1</sup> لكن الوضع لم يدم طويلا، إذ شهدت المهنة قفزة قوية في بداية التسعينات وهو التوقيت التي لقيت فيه صناديق الاستثمار بالأخطار عناية كبيرة من لدن الحكومات حيث وفرت حكومات الدول الأوروبية حوافز معتبرة لنشأة صناديق الاستثمار بصفة خاصة و سياسات مالية هادفة إلى تطوير الصناعات الصغيرة و الابتكارات التكنولوجية بصفة عامة. كما ساهمت الجمعية المهنية الأمريكية التي تأسست في الـ 1983 على تطوير مهنة في العديد من الدول الصناعية حيث وفرت شبكة الجمعيات معلومات عديدة ساهمت في التعريف بالمهنة و عرض أخطارها ونجاحاتها المذهلة وأهميتها في الاقتصاد الجديد، وبفعل الإشهار انتقلت مبالغ رأس المال المخاطر في أوروبا من 3.5 مليار إيكو إلى 13 مليار إيكو في ظرف 5 سنوات. يشير Constantin ZOPOUNIDIS(1990)<sup>2</sup> أن تطور عدد شركات رأس المال المخاطر جاء كرد فعل الممولين لموجة من الاحتياجات التمويل المؤسسية لفائدة المؤسسات الصغيرة ذات طابع خاص (ابتكارية) وأشار أن التمويلات المحققة مست كثيرا من المؤسسات تعمل في صناعة دقائق الكمبيوتر و مؤسسات أخرى تعمل في التكنولوجيا الحديثة للإعلام والاتصال.

و لذلك عرفت أوروبا الغربية قفزة تكنولوجية جراء هذه الوساطة، ففي نهاية الثمانينات حيث بلغت حجم المساهمات في مؤسسات الممولة 29 مليار دولار في 1987 بعد أن كانت تقارب 2.5 مليار فقط في سنة 1977.<sup>3</sup>

### 3-2- المستفيد من رأس المال المخاطر.

يعتقد Gilles MOUGENOT<sup>4</sup> (2007) أن تقنيات التمويل برأس المال المخاطر تتلاءم مع احتياجات المؤسسات الصغيرة و المتوسطة دون أن يحدد طبيعة المؤسسات، و أشرت أن لا

<sup>1</sup> PIERRE BATTINI ; Capital risque mode d'emploi ; Op.Cit ; p08.

<sup>2</sup> Constantin ZOPOUNIDIS ; La Gestion du capital risque ; Edition ECONOMICA ; 1990 ; p14.

<sup>3</sup> EVCA ; Rapport annuel ; EVCA 2000.

<sup>4</sup> GILLES MONGENOT ; Tout savoir sur le capital investissement, Gualino Edition ; paris 2007 ; p58.



تكون المؤسسات راعبة في تمويل بهذه التقنية مسعرة في البورصة الأوراق المالية، و يضيف الباحث أن التمويل برأس المال المخاطر يحقق للأفراد الذين يودون إنشاء مؤسسات أو يسعون إلى تطوير أفكار مخبريه شريطة أن تكون ذو جدوى اقتصادية وقادرة على تحقق أرباح مستقبلية.

و ينشط الوسطاء المتخصصون في تمويل فئة عريضة من المبتكرين و الباحثين، و منظمين لهم طموحات المستقبلية ونذكر منهم<sup>1</sup>:

- أفراد طبيعون يملون أفكارا جديدة مبتكرة أو آليات جديدة من أجل تطوير مخرجاتها في السوق.
  - أفراد ( منظمين) يملكون خبرة في إحدى الصناعات و هم يتحكمون نسبيا في التقنيات الحديثة لفرع النشاط و بإمكانهم رفع التحديات.
  - مؤسسات في مرحلة البدرة *stade de création* و يبحث مؤسسوها على مصادر تمويل أو شراكة فعالة في مشاريعهم الابتكارية.
  - مؤسسات قائمة منذ شهر، أسبوع ، سنة، أو بعض السنوات (*post création*) و تحتاج إلى رؤوس أموال خارجية و هذا في فترة ما قبل توليد الأرباح.
  - مالك مسيرون يؤمنون أن الشراكة مع مختصين فرصة من أجل رفع التحديات و تنفيذ الخطط المستقبلية واعدة.
  - المؤسسات الصغيرة و المتوسطة راعبة في دخول سوق الأوراق المالية.
- على هذا الأساس، فإن الممولون يوجهون رؤوس أموالهم لنوعين من الفئات:

النوع الأول: الاستثمار في مشروعات جديدة أو أفكار حديثة، أو براءات الاختراع يمكن أن تستخدم لسد حاجة المستهلكين، أو مؤسسات كبرى بأقل التكاليف و لها ربحية معتبرة نسبيا. و يقوم عمل الممول على توفير حجم معين من التمويل مع صاحب الفكرة.

النوع الثاني: تمويل مؤسسات صغيرة و متوسطة قائمة تريد أن تقدم منتوجا مميذا أو توفر خدمة حديثة و لها مستقبل استثماري جيد، غير أن وضعها المالي لا يسمح لها بتعبئة الأموال

<sup>1</sup> Pierre BATTINI ; capital risque mode d'emploi ; Op.cit ;p08.

الذاتية أو لا يمكنها حصول على التمويل خارجي، و تود أن تطور مخرجاتها من خلال رفع رأسمالها بشكل ظريفي و فعال بناء على أهداف وطموحات المؤسسة المستقبلية.

تتمتع مهنة تمويل برأس المال المخاطر بخصائص تختلف جذريا عن الاستدانة المصرفية.

وسنحاول أن نبين خصوصيات المهنة في العناصر التالية:

1. أن مساهمة الممول في مشاريع استثمارية غير مؤكدة النجاح، وليس بإمكانه أن يضمن استرداد الأموال في المستقبل.
2. تختلف مساهمة الشركاء في المؤسسة عن مشاركة الممول بعد تأسيس المؤسسة، بما أن مساهمة برأس المال المخاطر ذات سقف زمني وينتهي يوم خروج الممول من رأس المال فقد تتراوح مدة الشراكة بين 3 إلى 7 سنوات حسب الحالات و الدول، بينما مساهمة الشركاء هي مساهمة دائمة و ليس للشريك نية في الخروج من المؤسسة.
3. إن التمويل في مهنة رأس المال المخاطر يركز على مخطط الأعمال، وهو عبارة عن ملف يحتوي على مجموعة من المعلومات تلمس محاور مختلفة في المؤسسة، كمضمون الفكرة، وخبرة المنظم، ومختلف التقديرات المالية وغيرها من المعلومات حول المنتج. و من الضروري أن تمويل أي مؤسسة يتطلب دراسة مخطط عمل من أجل دراسة وتقدير ميزانيتها وتحديد كل سيناريوهات الممكنة، كما يهدف المخطط أيضا لدراسة صفقات الخروج اللاحقة حسب نظرة صاحبه في الآجال المتوسطة.
4. إن نشاط المهنة يختلف كثيرا على التمويل بالاستدانة قبل وبعد عملية تمويل إذ لا يقتصر على استثمار رؤوس الأموال فالممول يوفر مساعدات فنية للمؤسسة عند حاجة.
5. تتطلب المهنة مجالس إدارية و لجان متخصصة ذات إمكانيات فنية معتبرة في مجال التمويل، التدقيق، والمتابعة، و تقوم شركات إدارة المحافظ بدراسة عروض المشاريع و أخطار محيطتها بما كما تقوم في الوقت نفسه بمتابعة المشاريع الممولة.
6. إن عملية التدقيق سيناريوهات الممكنة يتم غالبا بمساعدة شبكة متنوعة من المتعاملين سواء كانوا مهندسين في التكنولوجيات الحديثة، خبراء، مؤسسات اقتصادية حصلت

- على التمويل من قبل، وهذا من أجل دراسة ملفات التمويل و اتخاذ قرار بشكل سليم وموضوعي.
7. إن استرداد رؤوس الأموال "Cash out" مرحلة صعبة بما أن صفقات الخروج غير مضمونة و غير مؤكدة عند إبرام العقد، فتوجد مشكلة خروج الممول في حالة تعذر قنوات مرغوبة فيها أو تعثر خروج الممول بصفقة متفق عليها مسبقا<sup>1</sup>.
8. يحصل ممول على عوائد من الأرباح المحققة في العمليات التجارية الفعلية أو بعد نجاح عملية بيع حصص المساهمة في السوق المالي.<sup>2</sup> أما في حالة فشل المشروع أو حدوث سيناريو غير مرغوب فيه فيتحمل الطرفين سويا الخسارة.
9. تتأثر فترة التخارج بين طرفي التعامل Désinvestissement كثيرا بالأوضاع الآنية المحيطة، كحجم نجاح المؤسسة، أو وضعية أسواق المال في حالة اكتتاب أولي في البورصة، رواج المنتج، و منافسة البدائل. و تذكر عدة دراسات أن صفقات الخروج الناجحة من خلال البيع للمؤسسات الكبرى تمثل أكبر نسبة، كما أن صفقات دمج مع مؤسسات أخرى أكثر رواجاً من غيرها من حالة الخروج المتبقية. فخروج الممول من خلال الاكتتاب العام في البورصة الأوراق المالية IPO يصنف أنه أحسن صفقات الخروج في عالم المال و الأعمال في الو.م.أ، حيث أن اكتتاب مؤسسة في سوق تكنولوجيات المعاصرة NASDAQ يكون غالباً دليلاً على نجاح الصفقة.
10. تعد فترة استرداد رؤوس الأموال المستثمرة في المؤسسة فترة صعبة و حرجة<sup>3</sup>، فعملية الخروج ودرجة نجاحها تتوقف كثيراً مع نتائج المؤسسة الفعلية. و يحتسب عائد الممول على أساس الربحية المحققة في العمليات التجارية أو بعد مرحلة بيع حصص المؤسسة في السوق المالي.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Emmanuelle DUBOGAGE ;(thèse) ; Op.Cit ; p 211.

<sup>2</sup> Cyril DEMARIA ;Op. Cit ; p58.

<sup>3</sup> Pierre BATTINI ; Capital risque mode d'emploi ; Op.Cit .p25.

<sup>4</sup> M.CHERIF & Stéphane DUBREUILLE ;Création de valeur et capital investissement ; Edition collection syntaxe ; 2005 ;p 194.

11. يتحمل أصحاب العقد في حالة فشل المشروع كل الخسارة، وتدعي في أوساط الممولين بحالة وفاة المساهمة.

12. يتم تحديد حجم المشاركة بعد دورة المفاوضات، وتوجد عوامل مختلفة تؤثر على حجم المساهمة، و نذكر منها الإطار القانوني، التكنولوجيا المستخدمة في المشروع، مرحلة التمويل، رغبة الملاك المؤسسين، و تعديلات ظرفية بعد مشاورات الممول مع المنظم وغيرها من المحددات البيئية الأخرى.

13. يتبين لنا أن مبدأ المهنة أساسي في صفقات التمويل التساهمي هو أن لا يلتزم أي طرف لطرف الآخر بكفالة و ضمان مادي فيما يتعلق باسترداد رؤوس الأموال مستقبلا و تشير العقود إلى تعاون الملاك المؤسسون مع خبراء الممول لإنجاح الصفقة.<sup>1</sup>

#### 4- عوامل نجاح وتطور رأس المال المخاطر:

تشير كل من (2003) V. PAOLI-GAGIN & V.DE LALANDE أن التطورات التي يعرفها العالم في مختلف مجالات الحياة ساهمت في بروز مصادر جديدة قادرة على تجسيد طموحات منظمين بما أنهم ليس بإمكانهم تقديم ملفات موضوعية للبنوك التجارية<sup>2</sup>.  
نبين مكانة الدولية لرأس المال المخاطر في العالم من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (2-1): حجم المبالغ تمويل مرحلة الإقلاع برأس المال المخاطر في الدول العالم 2006

الترتيب	الدولة	المبالغ المستثمرة (بمليارات دولارات)
1	الولايات المتحدة الأمريكية	59.20
2	المملكة المتحدة	15.86
3	اليابان	7.19
4	فرنسا	4.98
5	إيطاليا	3.56

<sup>1</sup> Cyril DEMARIA ;Op. Cit. p58.

<sup>2</sup> V. PAOLI-GAGIN & V.DE LALANDE ; le capital –risque , acteurs, pratiques, outils ; Gualino Edition 2<sup>e</sup>édition ; 2003 ; p51

2.92	استراليا	6
2.91	ألمانيا	7
2.84	كوريا الجنوبية	8
1.67	الصين	9
1.57	اسبانيا	10
1.28	هولندا	11
1.19	سويد	12
1.00	كندا	13
0.86	الهند	14
0.82	إفريقيا الجنوبية	15

Source : Indicateur Chausson Finance ; capital risque en France ; 2006 ; p02.

عرفت المؤسسات الاقتصادية المدعومة برأس المال المخاطر رواجاً كبيراً في تطوير مخرجاتها في أسواق المحلية و أسواق دولية و حصلت المؤسسات في ميدان تكنولوجيا الإعلام و الاتصال على 60% من حجم رأس المال المخاطر الدولي. و احتلت صناعة البرمجيات على ما يقارب 20% من إجمالي تمويلات و 17% الباقية مست القطاعات الابتكارية الأخرى. إن حصص القطاعين المشار أعلاه تصل إلى 80% من إجمالي التمويل للأسباب التالية:

1. الحاجة المتزايدة لسكان المعمورة في جميع مجالات الحياة لمنتجات متعلقة بالإعلام

والاتصال أهمها الهواتف النقالة، الحاسوب، و الانترنت.

2. تطور صناعة البرمجيات و تحقيقها ربحية كبيرة في السنوات الأخيرة، وهذا ساهم في

إقبال الممولين و الشركات المتخصصة في تمويلها بأدنى الشروط.

تبين من خلال الدراسات الميدانية التي قامت بها NVCA أن وجود الممولين برأس المال المخاطر في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة حققت نتائج جيدة مقارنة مع مؤسسات مماثلة في الحجم و النشاط، وأظهرت الدراسة أقيمت في الولايات المتحدة الأمريكية ضمت حوالي 500 مؤسسة صغيرة و متوسطة باستخدام محددات نشاط المؤسسة، النمو، والإنتاجية فروقات ملموسة على مستوى النشاط و خلص البحث أن المؤسسات التي حصلت على تمويل برأس المال المخاطر أكثر فعالية من باقي المؤسسات الممولة ذاتياً.

جدول رقم (2-2): أهمية رأس المال المخاطر على نشاط المشروعات.

محددات الكفاءة أوجه المقارنة	المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر ب%	المؤسسات الممولة بتمويل الذاتي ب%
فتح مناصب العمل	25%	3% -
نفقات البحث و التطور بالنسبة للعامة	67%	33%
معدل الاستثمارات السنوية	35%	9%
معدل الإنتاجية السنوي	12%	5%

المصدر: عبد الباسط وفا: مؤسسات رأس المال المخاطر في تدعيم المشروعات الناشئة ، دار النهضة 2001 ص48.  
رغم أزمة "دوت كوم" شهدت الولايات المتحدة الأمريكية في ظرف سنة واحدة عوائد كبيرة وصلت إلى 1.6 تريليون دولار أمريكي، أما في ما يخص التوظيف فقد وفرت هذه المؤسسات الديناميكية 2 مليون منصب عمل على كافة التراب الأمريكي بين 2003 و 2004. تأخذ الوساطة المتخصصة في الو.م.أ وتيرة متزايدة في السنوات الأخيرة و تؤكد الإحصاءات الصادرة من الجمعية رأس المال المخاطر أن ثلث نمو اقتصاد الأمريكي سنويا ناتج عن نشاط المؤسسات الديناميكية غالبا ما تكون مدعومة بتقنيات رأس المال المخاطر. تشير أحد تقارير منظمة CREEN PAN لأهمية تمويل مؤسسات المبتكرة على ناتج الوطني إذ تذكر الأرقام أن الاقتصاد الأمريكي عرف أكبر درجة نمو في تاريخه المعاصر و لمدة عدة سنوات متتالية بفعل نجاح و رواج مؤسسات ديناميكية صغيرة الحجم في مجال تكنولوجيا الإعلام و الاتصال<sup>1</sup>. وتم فتح ما يقارب 630 ألف منصب عمل في أنحاء مختلفة في أوروبا الغربية في فترة زمنية لا تتعدى سنتين من 2002 إلى سُداسي الأول من 2003<sup>2</sup>.

### المطلب الثاني: خصائص مهنة رأس المال المخاطر.

من خلال استعراضنا لمفهوم رأس المال المخاطر يتبين لنا أن وساطة حديثة لها ميزات و خصائص مختلفة.

<sup>1</sup> NVCA ; Private Equity Performance In Q03in 2006 ; National Venture Capitaltion Q03; 2006.p12.

<sup>2</sup> NVCA : Venture Impact 2004 ; Venture Capital Benefits to the US Economie ; National Venture Capital; 2004; p05.

## 1- مبادئ تمويل برأس المال المخاطر:

يعتبر رأس المال المخاطر حصة مشاركة المستثمرين و الملاك المسيرين في مؤسسات غير مسعرة بالبورصة، حيث تقوم المفاوضات بين طرفين على آفاق تطوير المشروع بما قد يحقق المردود المطلوب.

تحدد نسب الملكية بين طرفي في جولات التفاوض الأولية. غير أن نسب المشاركة بين طرفين تمثل أكبر تحدى في نجاح المفاوضات إذ يرى المختصون و الخبراء أن حصص مساهمة الممول من بين المعوقات في محدودية مهنة رأس المال المخاطر في التمويل الإجمالي للمؤسسات صغيرة في مرحلة الانطلاق.

إن الممول في أي مشروع يستمر في تمويله دون أن يضمن استرداد رأس المال و عوائد حتى وصول الصفقة إلى مرحلة الخروج.

إذا كان الشرط الأساسي لقبول التمويل هو أن تكون المؤسسة قادرة على تحقيق مردود مقبول في المستقبل إلا أن قبول التمويل يأخذ اعتبارات أخرى، فيمكن أن يرفض ممول مشاركة في رأس المال المؤسسة إلا إذا توفرت آلية خروج مقبولة.

يعمل رأس المال المخاطر على تمويل تأسيس مشروع صغير أو متوسط أو في تمويل مؤسسات قائمة لها مشوار حافل وفرص تطوير متنوع ، كما يعمل وسطاء برأس المال المخاطر على إعادة هيكلة المؤسسات المتعثرة، و رغم اختلاف الظروف فإن أساس العمليات التمويل تقوم على إمكانية تحقيق عوائد عالية في المدى المتوسط و المدى الطويل.

## 2- محددات نشاط رأس المال المخاطر:

يشير Gilles MOUGENOT(2007) أن القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها في مجال رأس المال المخاطر لا تأخذ بالدرجة الأولى قدرة المشروع على إعطاء تدفقات مالية عالية فحسب، وإنما تتوقف على قدرة فريق العمل على اختيار الفرص الاستثمارية عبر المراحل المختلفة للمشروع، وعلى هذا أساس لا جدوى في تمويل مؤسسات قادرة على توليد عائدات عالية في حالة غياب الخبرة اللازمة.

تمر دراسة طلبيات التمويل عبر مراحل ويتم من خلالها تشخيص نقاط القوى و نقاط الضعف في المؤسسة و يحاول الممول في الوقت نفسه فهم حوافز صاحب المشروع عبر مقابلة مباشرة و مناقشة مخطط العمل.

أما الدراسة المالية للمشروع فهي تقوم على دراسة جدوى و محددات موضوعية للاستثمار من طرف خبراء ماليين و يقتصر عمل فريق آخر في تدقيق طموحات المالك المليون في أرض الواقع و ملامحه الشخصية و قدراته الإدارية.

وبالتالي فإن المرحلة الأولى في جلسة المفاوضات، تهدف إلى بناء جملة من التقديرات يتمكن من خلالها الممول و بحكم خبرته تصور سيناريوهات مستقبلية من اجل تغيير سير الأحداث في الحالات الشاذة و بالتالي دراسة إمكانية تحضير جملة من القرارات الإستراتيجية.

و في بعض الحالات يعمل الممولون على تشخيص إستراتيجي للمؤسسة من خلال بناء مخطط عمل جديد معدل بغرض إبعاد المشاكل المحتملة في الأفق، و لإلغاء مختلف المعوقات الممكنة بعد عملية التمويل، فكل هذا التحوط من طرف الممول يأتي من أجل بناء مجموع من الترتيبات المستقبلية في حالة قبول التمويل.

على هذا الأساس يبقى على عاتق أصحاب المؤسسات المسؤولية في اتخاذ جملة من القرارات في مؤسسة و عمل الخبراء و ومتابعة فنية لشركات التمويل هو في واقع الأمر محدود ، وليس لهم مصلحة في تدخل في شؤون المؤسسة في الظروف العادية، و يقوم عمل أعضاء مجلس الإدارة و المستشارين بتصور العقبات المستقبلية و تقديم المشورة الفنية و المالية عند الضرورة غالباً في المجالات التالية:

- استشارات في التنظيم و بنية الموارد البشرية.
- استشارات في التسويق.
- استشارات مالية و إدارية.
- استشارات قانونية و جنائية.
- استشارات خاصة (كالتكوين، التحفيز الأفراد، المنح...).



### 3- الاختلافات بين مهنة رأس المال المخاطر و الاستدانة.

إن وظيفة مؤسسات رأس المال المخاطر و البنوك التجارية ما هي إلى وظيفة مشتركة في الاقتصاد القومي و توجد غاية واحدة لوجودهما ألا وهي أداء الوساطة المالية بين أصحاب الفائض و أصحاب العجز، إذ يقوم كلاهما بجمع رؤوس أموال من أصحاب الوفرة المالية و الجمهور، و يستثمرون جزءا كبيرا منها في مشروعات اقتصادية سواء عن طريق الاستدانة في البنوك التجارية أو من خلال مساهمة مالية مؤقتة تمنحها شركات مالية متخصصة برأس المال المخاطر.

إن الوسطاء الماليون يتشابهون في طبيعة المهام على المستوى الكلي غير أن مبادئ كل مهنة و أهدافها المستقبلية تختلف في العمق، ولذلك سنحاول إبراز مجموعة من الاختلافات التي نراها أساسية من خلال في جدول التالي:

جدول رقم (2-3): اختلافات الجوهرية بين رأس مال المخاطر و البنوك التجارية

الخصائص الرئيسية	رأس مال المخاطر	قروض البنوك التجارية
1/ طبيعة التمويل	— أموال المساهمة	— قروض الاستثمار.
2/ العوائد	— غير محدد (القيم المضافة،	— عقود مبرمة (الفائدة).
3/ فترة التمويل	(IPO)	— محدد في عقد التمويل.
4/ تدخل في نشاط المؤسسة	— غير محدد	— محدود أو معدوم.
5/ كفاءات الوسطاء	— دائم و فعال.	— كفاءات مالية.
6/ المخاطرة في التمويل	— كفاءات عديدة.	— مرفوضة
	— مقبولة نسبيا.	

Source : Marc BEMLONECHE ; Op.Cit ; p33.

ويتبين من خلال الجدول السابق أن بنود الاختلاف شاسعة و لا يمكن تقريب الاستدانة من البنوك بتمويل برأس المال المخاطر، و بالمقارنة نجد اختلافات عديدة بين تمويل المصارف التجارية بالاستدانة و تقنية رأس المال المخاطر قبل عملية التمويل و بعدها.

- تستمر أموال الغير في مؤسسات اقتصادية عن طريق الاستدانة أو عن طريق رأس المال المخاطر، فطموح البنك هو استرداد الأموال و الفوائد بدون مخاطرة أموال

- الغير. أما طموح الممول برأس المال المخاطر هو تحقيق أرباح معتبرة مع احتمال تعرض الكثير من المشاريع الممولة للفشل.
- يتوقف نشاط شركات رأس المال المخاطر التمويل على أموال خاصة يوفرها مستثمرون ومؤسسات مالية ومصرفية راغبة في تنويع محفظتها المالية.
- إن الهدف العام في البنوك التجارية حين منحها رؤوس الأموال لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو تجنب خسارة 1% من مجمل التمويلات الموجهة للقطاع، بينما تسعى شركات رأس مال المخاطر إلى تحقيق مردود قد يصل إلى 30% من الأموال الخاصة المستثمرة في المؤسسات<sup>1</sup>.
- يساعد رأس المال المخاطر على تمويل مؤسسات بدون تكاليف و شروط مسبقة ( كالفوائد و الضمانات) و في نفس الوقت تتيح دعما فعالا على المستوى الإداري والتقني.
- تحصل البنوك في نشاطاتها التمويلية على عائد ثابتة من فوائد قروض دون أي مساهمة فعلية في نشاط المؤسسة. كما أن مستوى المراقبة المعمول بها في البنوك محدود أو معدوم في فترة العقد.
- إن ما يهم البنوك هو استرداد الديون والفوائد، فالبنك هو صاحب الدين و ليس صاحب الملكية و بالتالي لا يهتم بأداء المؤسسة و لا بجوانب التسيير. ففي حالة الإفلاس و التصفية القضائية سيحصل البنك على مستحقاته كاملة قبل الملاك المؤسسون من خلال الضمانات. بينما يهتم الممول بفعالية المؤسسة و يحرص على كفاءتها في السوق، فتعثر المؤسسة أو إفلاسها سيكون له أثر مباشر على الأموال الموضوعة تحت تصرفها و من غير الممكن أن يسترجع الممول أمواله قضائيا لأن عقود رأس المال المخاطر لا تحتوي في الغالب على بنود استرجاع أموال المساهمة في حالة فشل المشروع.
- رأس المال المخاطر هو شراكة فعلية بين طرف العقد عكس الاستدانة المصرفية.

<sup>1</sup> Marc BEMLONECHE ;Op.Cit ; p34.

- إن رأس المال المخاطر هو مساهم فعال HAND ONE يستخدم إمكانيته و خبرته المالية و غير مالية لرفع من فرص نجاح الصفقات، و عليه يعتبر مستشارا إستراتيجيا للمؤسسة.

### المطلب الثالث: تمويل رأس المال المخاطر لمراحل حياة المؤسسة.

تحتاج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمصادر تمويل تتماشى مع دورة حياتها، فكلما انتقل مشروع من مرحلة إلى أخرى تغيرت حاجته التمويلية. و لهذا الغرض يقوم المشاركون برأس المال المخاطر على دراسة المشروع و يوفر التمويل للمؤسسة المالية سواء تعلق الأمر بإنشاء المشروع، أو النمو والتنمية، أو تحويل الملكية.

#### جدول رقم (2-4) دورة حياة المنتجات و تمويل برأس مال المخاطر.

عوامل المنافسة	البرنامج المخطط	تمويل	البرنامج الدورة
الإبداع	البحث و تطوير	Seed capital	ما قبل الانطلاق
اختراق الأسواق	تمويل عمليات التجارية	Capital démarrage	الانطلاق
اقتصاديات السلم	الإنتاج و التنميط	Capital croissance	النمو
السوق	تسويق الدولي	Capital développement	التنمية و النضج
المرونة	التخلي على المنتج	Capital recouvrement	التدهور (مرحلة الإنهاض)

Source : T. LIVETT ; comment tirer parti du cycle de vie d'un produit ?.1986.

### 1\_ مرحلة النشأة و الانطلاق.

إن مرحلة النشأة و الانطلاق CAPITAL CREATION هي أخطر مراحل تمويل المؤسسات الابتكارية. و لذلك يقوم الممول بوضع جملة من القرارات الاحترازية و تدقيق

المخاطر المرتبطة بالمشروع في ضوء العوائد المتوقعة من الاستثمار ثم يتم ضخ رؤوس أموال<sup>1</sup>.  
أموال<sup>1</sup>.

فإذا كانت العوائد مترقبة أعلى من الخسارة المحتملة، تكون المخاطرة مبررة و في ظل هذا السيناري يتخذ أصحاب رأس المال المخاطر قرار الاستثمار النهائي. كما يضعون تحت تصرف مالك المسير رؤوس أموال دون أي ضمان بأمل إنجاح الفكرة و تحقيق الأرباح المنشودة<sup>2</sup>.

في المرحلة الأولى من حياة المشروع يتم تمويل مختلف البحوث بهدف تنمية وتطوير و دراسة التقنيات المتاحة استنادا لأوضاع السوق.

ولحين إتمام المرحلة التمهيديّة يتم توفير التمويل بداية العمليات التجارية حيث يتم تمويل نشاط المؤسسة الإنتاجي.

يقوم الممول بدراسة مجموعة من المعايير لاقتناء المشاريع المؤهلة. و أهم ما نجد في هذا التقييم<sup>3</sup>:

- المردود المتوقع.
- اليقظة التكنولوجية.
- الخبرة و التخصص، كفاءة فريق الإدارة.
- سوق المستهدف و الآفاق المستقبلية.
- فرص الخروج أو فرص بيع المؤسسة.

يمكن التمييز بين نوعان من التمويل البذري، وبعبارة أخرى تأخذ هذه المرحلة طابقيين مختلفين: فالطابق الأول هو تمويل ما قبل الانطلاق، أما الطابق الثاني فهو تمويل يخصص لمرحلة تمويل الانطلاق و تمويل عمليات الإنتاج، وتدعى هذه المرحلة أيضا بمرحلة تمويل الإقلاع.

1-1 — تمويل ما قبل الانطلاق (Seed Capital) capital d' amorçage :

<sup>1</sup> JEAN LACHMAN ; le seed capital ; Une nouvelle forme de capital risque ; Op.Cit ; p 06.

<sup>2</sup> Mondher CHERIF et Stéphane DUBREUIL : Op.Cit ; p154.

<sup>3</sup> ERIC STEPHANY ;Op.Cit ; p28.

إن تمويل ما قبل الانطلاق هو تمويل دراسات و تصاميم المنتج النمطي prototype، و مهام الممول برأس المال المخاطر في هذه الفترة هو دعم لوجيستي لدراسات المؤسسة. كما يدعم الاستثمارات غير المادية أخرى كتقديم الإعانات الفنية و التقنية . و يتفق الممولون أن مرحلة التمويل ما قبل الانطلاق أخطر مراحل التمويل في هذه المهنة، فقد تنتهي هذه المرحلة بسيناريو هين.<sup>1</sup>

يتمثل الاحتمال الأول في حدوث السيناريو المرغوب فيه أي فشل فكرة المشروع و تؤكد أطراف العقد من عدم قابلية تنفيذه من الناحية التقنية أو التسويقية. فقد يستمر الممول في حالات نادرة تنفيذ المشروع إما في تمويل مشروع جديد ( التعديل) أو البحث عن فكرة جديدة.

أما السيناريو الثاني، فهو وضع مرغوب فيه و يحصل تقدم في جدوى الفكرة ويستمر الممول في عملية تخصيص الأموال للمراحل المتقدمة.

## 1-2- تمويل مرحلة الانطلاق « start-up » Capital Démarrage

يقصد بمرحلة الانطلاق هي مرحلة بداية النشاط التجاري للمؤسسة كما أن مرحلة استكمال البنية الأساسية لهياكل المؤسسة حيث يقوم الممول بضخ رؤوس أموال لتمويل تكاليف بدء المشروع.<sup>2</sup>

و تبقى هذه المرحلة من أخطر المراحل كسابقتها لأنها مرحلة لا تستوفي شروط تمويل مؤسسي سواء من البنوك أو من خلال طرح أسهم للاكتتاب العام في البورصة. فقد يواجه الممول تحديات صعبة لا يمكن قياسها.

إن أبرز تحديات المؤسسة في مرحلة الانطلاق هو تقدير حجم الطلب من الزبائن المحليين أو زبائن دوليين، و دراسة مخاطر بروز منتجات أو خدمات بديلة منافسة قبل فترة الانطلاق، أو تغير أوضاع الأسواق الآنية، أو توفر معلومات توحى بتغير أوضاع بيئية في آجال القربى لا تخدم مصالح المشروع.

<sup>1</sup> JEAN LACHMAN ; Le seed capital une nouvelle forme du capital risque ; Op.Cit ;p34.

<sup>2</sup> د.بريش السعيد: رأس المال مخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مجلة العلوم الاقتصادية. 2006، ص 05.

كما تؤثر هذه المتغيرات على عملية اتخاذ قرار الممولين، ففي حالة قبول التمويل يقوم المساهم برأس المال بدراسة دورية و مستمرة للاستراتيجيات المناسبة لمواجهة تحديات الانطلاق.

## 2- مراحل التوسع و التنمية. Capital développement.

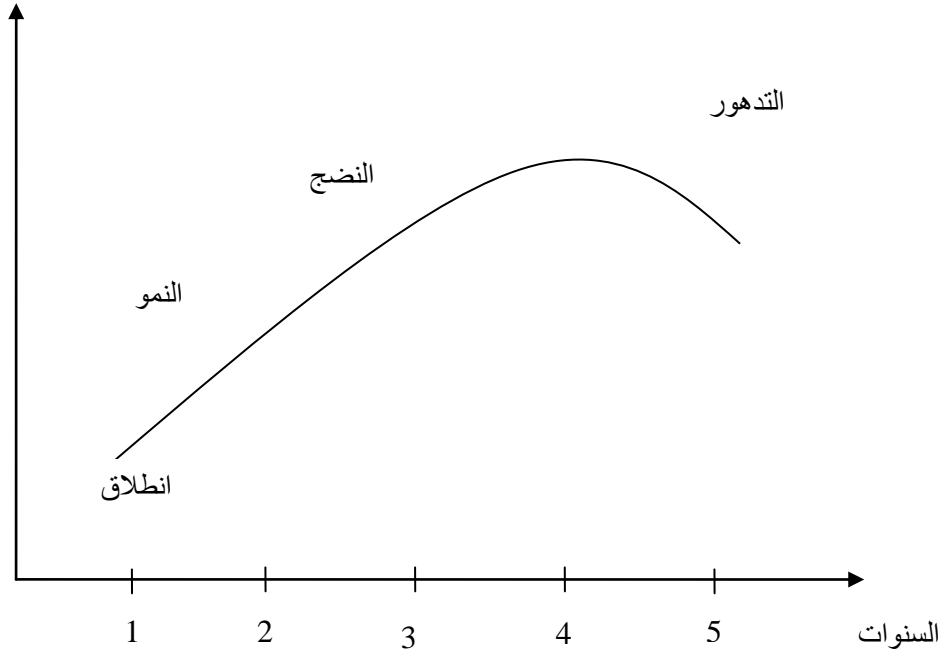
تحتاج المؤسسات الإنتاجية لمصادر تمويل معتبرة من أجل تطوير أعمال جديدة بعد نجاح عملية التأسيس و الانطلاق و بعد تحقيق جملة من النجاحات السوقية، و رفع ذروة المبيعات تستخدم المؤسسة رؤوس أموال خارجية لتجسيد هذا الطموح. و تتدخل شركات تمويل برأس المال المخاطر لتنفيذ خطط العمل الجديدة بمشاركة مالية تصل إلى حدود 40% من رأس المال المؤسسة، و يبقى غرض هذا العقد هو تسويق المخرجات (المنتج أو خدمة) في نطاق أوسع أو بغرض تطوير المنتج لتحقيق عوائد معتبرة في الآجال القريبة.

### 2-1- مرحلة تمويل عمليات النمو:

يتدخل رأس المال المخاطر في هذه المرحلة لتمويل نشاط توسع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة القائمة و يشترط الممولون أن تكون عملية التوسع تولد أرباح إضافية للمشروع و تؤمن عملية التوسع استمرار المؤسسة في السوق في المدى الطويل.<sup>1</sup> و يقوم ممولون بتدبير التمويل اللازم للتوسع في المشروع من الناحية التسويقية من أجل تطوير حجم المبيعات و زيادة نمو الإيرادات.

الشكل رقم (2-1): دورة حياة المنتج

<sup>1</sup> Constantin .ZOPONDIS ; Op.Cit ; P112.



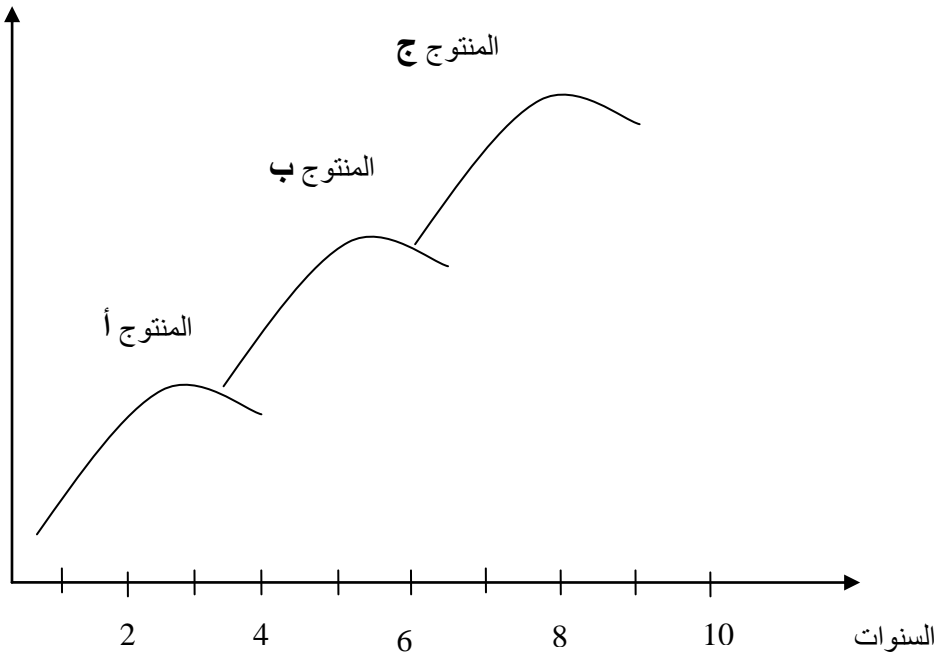
Source : Pierre BATTINI ; capital risque mode d'emploi ; Op. Cit. p 73

في أحسن الظروف يمكن أن تستمر المؤسسة في تطوير أسواقها لرفع من فرص طرح الأسهم في الاكتتاب العام فقد يأخذ ممولون على عاتقهم توفير موارد مالية إضافية تسمح للوصول إلى أعلى ذروة في حجم المبيعات، و تدعى هذه المرحلة أيضا بمرحلة "تمويل العبور" .

## 2-2- رأس المال التنموية:

تحتاج المؤسسات القائمة في المجالات الحيوية لمصادر إضافية من اجل وضع خطط إنتاج جديدة أو تجديد منتجات قائمة تتطلب التحديث، أي أن تمويل هذه المرحلة يكون غرضه مواصلة نمو أسواق المؤسسة أو بهدف تنمية منتجاتها، و يوضح الشكل الموالي إستراتيجية المؤسسة على المدى الطويل.

شكل رقم (2-2): دورة تجديد المنتج



Source : Pierre BATTINI ; Capital risque mode d'emploi ; Op.Cit ; p 73.

ينبغي على مؤسسة مضطرة أن تقوم بنشاطات البحث و التطوير بصورة مكثفة. ومن أجل بلوغ هذا الهدف تتدخل مؤسسات التمويل المتخصصة في توفير جزء معتبر من رؤوس الأموال.

وتتطلب عملية تنمية مرافقة طوال المرحلة حيث تكون مؤسسات مجبرة على بحث و توظيف مدراء محترفين و تنفيذ مواصفات أنظمة إدارة الجودة الشاملة TQM .

يرى كثير من المختصين في هذا المجال أن صناديق التمويل تقبل تمويل مرحلة نمو وتنمية أكثر من مرحلة الإنشاء الأولية لأنها مرحلة اقل خطورة، فالمؤسسة قائمة قادرة على تمويل رأس المال العامل و قدرة على تسديد التزاماتها تجاه الموردون.

### 3- تمويل فترات تحويل الملكية و الحالات الخاصة.

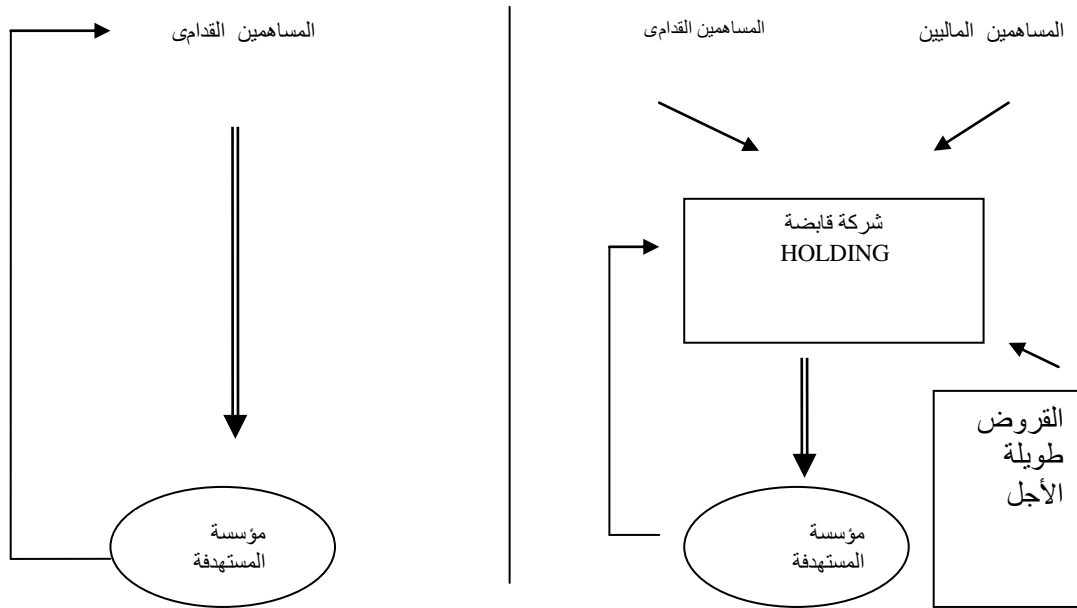
تعتبر مرحلة التمويل المتقدمة أحد مجالات التمويل في مهنة رأس المال المخاطر و نجد حالتين وهما:

### 3-1- رأس المال تحويل الملكية: (LBO) capital transmission



يستخدم هذا النمط من التمويل عندما يرغب المؤسسين تحويل مشروع إلى شركة قابضة مالية أي يتم تحويل ملكية المؤسسة لمجموعة جديدة من الملاك. وتتدخل رأس المال المخاطر في مرحلة التحويل في حالة إذا ما فضل الورثة عدم استمرار في نشاط مؤسسة مثلا و يتم ذلك عبر تكوين شركة مالية قابضة تمنح قروضا لشركاء جدد. وبعد سداد الالتزامات المالية تنتقل ملكية للشركاء في شركة متفرعة.

شكل رقم (2-3) : تحويل الملكية بالرفع المالي



**Source:** fabien PROVOST ; Entrepreneurs; quel Private Equity pour vous accompagner?. Edition revue banque ; année ; 2009. p 114.

### 3-2 — تمويل مرحلة إعادة الهيكلة: (مرحلة الإنهاض).

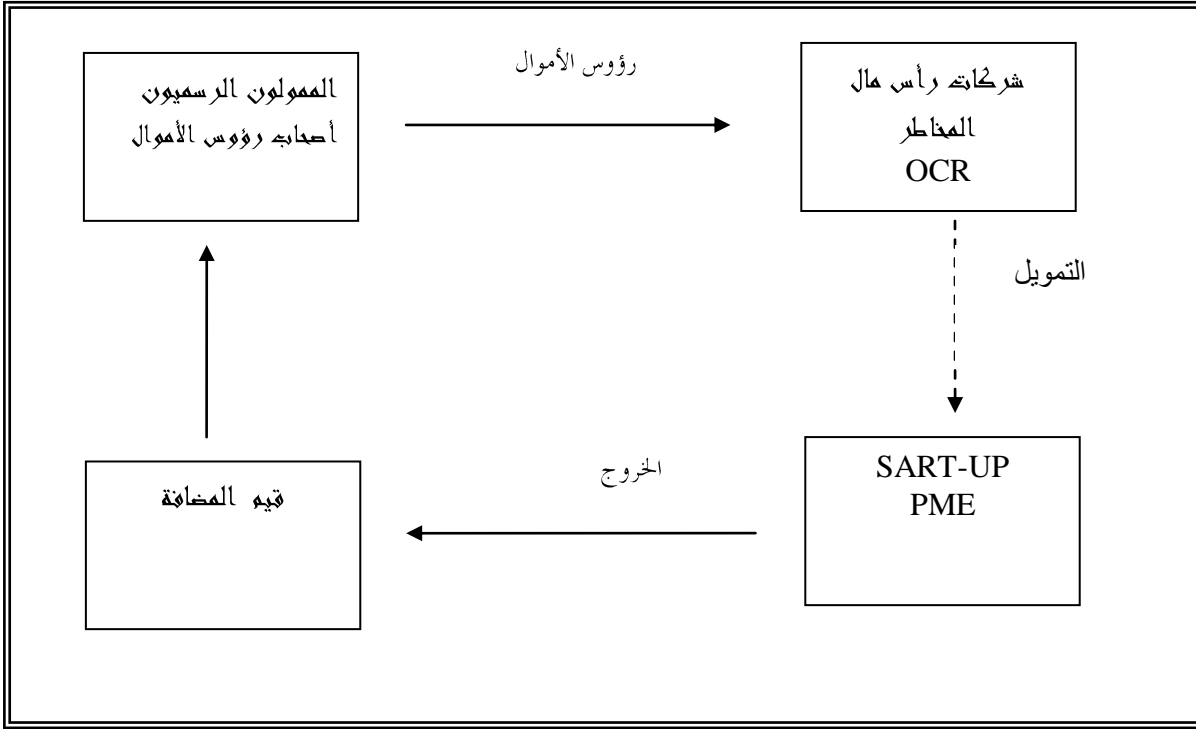
تعتبر مرحلة الإنهاض من بين المراحل الحرجة و الخطرة عن سابقاتها والعمل المطلوب من الممول هو إعادة هيكلة نشاط المؤسسة وقيام بتجديد عمليات الإنتاج أو تجديد يمس الهيكل و التنظيم، التكنولوجيا، والتسويق. ومن دون شك تكون عملية الإنهاض خطيرة و تحتاج العملية لمصادر مالية كبيرة.

إن تدخل رأس المال المخاطر في هذه المرحلة يتطلب مجموعة من الخبراء من أجل تقديم حلول مناسبة للمالك المسيرين، ويتم أيضا إعادة هيكلة المشروع و توظيف مهارات جديدة يتحكمون في التكنولوجيات الحديثة بما يناسب ظروف المؤسسة.

#### 4- آليات الخروج من رأس مال المؤسسات .

تعد المشاركة المؤقتة في رأس المال المؤسسة في مرحلة النشأة أو التوسع من أهم خصائص رأس المال المخاطر. و قد يخطط الممول برأس المال المخاطر للخروج من المشروع بعد أن يحقق العائد المنشود، غير أن النجاح الفعلي للممول يعتمد كثيرا على فترة التخارج و مدى نجاحها، حيث تمثل هذه المرحلة نهاية الصفقة و استرداد أصل المالي الذي استخدم في التمويل سابقا و جني الأرباح الإضافية بعد التخلي عن حصة المساهمة. إن تمويل مشروعات جديدة يعتمد كثيرا على صفقات الخروج الناجحة، فمن الضروري أن تغدي صفقات الخروج مبالغ الصندوق ويتم إعادتها في حلقة جديدة، وإذا حقق الممول صفقات خروج ناجحة كثيرة سيزيد حجم معروضات رأس المال المخاطر للدورات القادمة. و بالتالي تعمل صفقات الخروج على رفع حصص تمويل برأس المال المخاطر مستقبلا، و هذا يعمل على تمويل مؤسسات صغيرة و متوسطة و مشروعات ابتكارية كثيرة في دورات التمويل القادمة كما يبينه الشكل الموالي.

شكل رقم (2-4): دورة رأس المال المخاطر



Source : Pierre BATTINI ; Op. Cit ; p 73.

و تأخذ صفة الخروج الناجحة عوائد فعلية للممول و المالك المسير على حد سواء، حيث يراها الممول أنها فترة تحول حقوق ملكية إلى سيولة "Cash out" أما بالنسبة للملاك فهي مرحلة جني الثمار والاستحواذ على المؤسسة.

إن محددات سيناريوهات الخروج المختلفة تتأثر غالباً بعوامل بيئية نذكر منها:

- البيئة الاقتصادية.
- الثقافة السائدة.
- وضعية أسواق المال.

تتعدد صفقات الخروج بين الممولين و الملاك، فقد تكون صفقة الخروج عبارة عن بيع للملاك المؤسسين (بيع داخلي خاص) ، أو بيع الممول لأسهم المؤسسة للمؤسسات الكبرى وتدعى ( الخروج الصناعي) أو دمجها مع مؤسسات أخرى، أو تسعير المؤسسة في البورصة بعد الاكتتاب الأولي العام في البورصة الأوراق المالية كما هو الشأن للمؤسسات العالية التكنولوجية في السوق المتخصص NASDAQ.

عند تنفيذ الصفقات تتوزع الأرباح المتحصل عليها مباشرة بين طرفين عقد التمويل بناء على ما هو المنصوص في العقد.

و نضيف إمكانيات الخروج رأس المال المخاطر من المؤسسة على ما يلي:

#### 4-1\_ الاكتتاب العام في بورصة الأوراق المالية: « IPO » Initial Public Offering

يعتبر الاكتتاب العام في السوق المالي أنها عملية طرح أسهم جديدة في السوق و تداولها في بورصة الأوراق المالية و تتحول المؤسسة من شركة خاصة على شركة مساهمة عامة.

فالغرض من الاكتتاب العام في البورصة هو زيادة رأس المال إذا كان طرح لأسهم جديدة للبيع، أو بغرض التخارج إذا ما طرحت أسهم مملوكة للمساهمين القائمين.

إن تقييد المؤسسة الممولة برأس المال المخاطر في بورصة الأوراق المالية من أهم أساليب

الخروج الناجحة حيث تعتبر من ارقى وأفضل مناهج الخروج وتدعى في الأوساط المالية

بطريق الملكي " VOIE ROYALE " حيث يحصل المستثمر على أصل رأس المال و العائد في صورة أوراق مقيدة في البورصة.

إن عملية خروج الممولين من رأس المال المؤسسة ميسورة نسبيا في كثير من الدول الصناعية

وهذا راجع لقدرة المؤسسات المتوسطة دخول البورصات المنظمة مثل بورصات الدرجة

الثانية و الثالثة و في هذه الأسواق تطرح المؤسسات الصغيرة و المتوسطة أوراقها المالية دون قيود صارمة.

كما نجد بورصات مخصصة للمؤسسات الابتكارية في الدول الصناعية تعمل بقواعد مختلفة

عن ما هو موجود من أحكام و قواعد في أسواق المال التقليدية، حيث تتسم قواعد القيد في البورصات الخاصة بالمرونة مقارنة بقواعد القيد المتعارف عليها.

غير أن تقييد المؤسسة في بورصة الأوراق مالية تبقى عمليا صعبة المنال بما أنها تتطلب

مقومات مادية معتبرة و تحتاج أيضا لتغيرات جذرية في نظم المؤسسة الداخلية سواء تعلق

الأمر بنظام المعلومات، الجهاز التنظيمي، و العلاقات الخارجية. كما تحتاج المؤسسة في هذه

المرحلة لمشاورات مع شبكتها التي تضم خبراء خارجيين، البنوك، مصالح الضرائب، الممولين المؤسساتيين و الإداريين لهم تجارب وخبرة مهنية<sup>1</sup>... الخ. توجد عدة متطلبات مسبقة من أجل الوصول لمرحلة الاكتتاب العام للمرة الأولى و بلا شك أن أهم المحددات هو حجم المؤسسة السوقي، و من المسلمات أن تكون المؤسسة تملك جميع المتطلبات القانونية للطرح في السوق المالي.

#### 4\_2\_ الاندماج ، و التحالفات الإستراتيجية: sorties organisées de gré a gré

يقوم الممول في حالة أخرى التخلي على حصصه من المؤسسة عن طريق اندماج المؤسسة بمؤسسة أخرى وقد يأخذ المستثمر برأس المال المخاطر أصل رأس المال بالإضافة لحصته من الأرباح بصورة أسهم في الشركة الداخلة.

أما التحالفات الإستراتيجية فهي استحواذ مؤسسة أكبر على المشروع، ففي حالة ابتكار جديد أو توفر منتجات مميزة في السوق أو حصول مشروع على براءة الاختراع تسارع المؤسسات الكبرى في شراء مؤسسة صغيرة الحجم لأن ذلك سيعمل على زيادة القدرات التسويقية و المعرفية.

وتوجد حالات تحالف مؤسسة ناشئة مع شركة ناشئة أخرى في نفس المجال، بحيث يتمكن من بناء مؤسسة واحدة تملك المزيد من الموارد و مزيدا من القدرات. فقد يكون الغرض من هذه التحالفات الإستراتيجية هو جلب انتباه الشركات الأكثر نموا و أكبر المستثمرين.

#### 4\_3\_ البيع الداخلي أو الخاص: Management buy-in ou buy-out MBI/MBO

إن المقصود بالبيع الداخلي أو الخاص هو قيام الممول بصفقات خروج خاصة يستفيد منها العاملين في المؤسسة أو تخصص لأفراد ومؤسسات دون الإشهار بالبيع، وتمثل هذه الصفقات إصدار المشروع أوراقا ماليا غير موجهة لطرح في اكتتاب عام، ويكون الطرح موجه ويخصص لفئة من المستثمرين من خلال الطرح الخاص "PRIVATE PLACEMENT"

<sup>1</sup> Gilles MOUGENOT ; Op.Cit ;p125.

## المبحث الثاني: شركات رأس المال المخاطر: المهام و الخصائص.

تعتبر شركات التمويل برأس المال المخاطر وسطاء جدد يوفرون التمويل التساهمي للمؤسسات الاقتصادية في كل مراحل حياتها، و يمتازون أنهم أكثر احترافية عن الوسطاء التقليديون.

وسنحاول في هذا المبحث تعريف بالوساطة المعاصرة ، ونبين مصدر رؤوس أموالها و عرض موجز لاستراتيجياتها في تمويل المؤسسات المبتكرة والخطرة.

### المطلب الأول: مفهوم الوسطاء برأس المال المخاطر.

نعرف شركات رأس المال المخاطر أنها نشاط وسيط مالي تتولى إدارة رؤوس الأموال لصندوق أو عدة صناديق لفترة معلومة<sup>1</sup>، وبعبارة أخرى تعمل شركات التمويل برأس المال المخاطر على إدارة صناديق الاستثمار بالأخطار لصالحها أو لصالح الغير. و على هذا الأساس فقد تعمل بصفة مؤسسة مستقلة أو مؤسسة ملحقة لصندوق ملكية نشأة برغبة مؤسسة مالية أو مصرفية. و تدير المؤسسة المرموقة محفظة رؤوس الأموال للعديد من المستثمرين سواء كانوا مؤسسات مالية، بنوك، مؤسسات اقتصادية كبرى و أشخاص طبيعيين.

عرف منير إبراهيم هندي<sup>2</sup> (1999) صناديق الاستثمار بأنها " التشكيلات من الأوراق المالية المختارة بدقة و عناية ليتناسب كل منها مع أهداف فريق معين من المستثمرين المؤسساتيين." فنشاط الشركات التمويل هو توظيف رؤوس الأموال بعناية و احترافية في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الابتكارية بصفة خاصة و مؤسسات غير مسعرة في البورصة بصفة عامة.

يتكون الطاقم الفني و الإداري للوسطاء المتخصصون من مجموعة من الإطارات البشرية باختلاف تخصصاتهم و في الغالب يحمل الطاقم الإداري كفاءات مالية و ميدانية إلى جانب خبرتهم في إدارة المحافظ و التخطيط الاستراتيجي للمشروعات.

<sup>1</sup> François Denis. POITRINAL ; le capital investissement, guide juridique et fiscal ; Edition Revus banque ;3° édition (2007) ; p62.

<sup>2</sup> منير إبراهيم هندي : الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مكتبة العربي الحديث الإسكندرية سنة 1999 مصر 91.

كما تتوفر الشركات المتخصصة على كفاءات شابة و المهندسين الذين يقومون بمتابعة المؤسسات دوريا، و ينبغي لشركة التمويل إفادة مجلس الإدارة بكل الأمور المتعلقة بالاستثمار. و من أجل النجاح في تحقيق الأهداف المسطرة ينبغي أن يكون في الشركة إطارات و مهندسين و أفراد لهم دراية كافية في جميع الأنشطة الإبداعية، فشركات التمويل المرموقة تملك إطارات عديدة متخصصة في مجالات مختلفة تهتم بتشخيص وضع السوق و تضع خطط التسويق، و تقوم بدراسات جدوى، و توفر دراسات في مجال التدقيق و المحاسبة، و بالتالي يعمل فيها كوادر بشرية في جميع الميادين. و لاشك أن الغرض من وجود عدد كبير من الكوادر و التقنين هو احتكام شركات التمويل لتطوير أعمالها بفعالية، فبفضل هؤلاء تستطيع شركات التمويل التعامل مع المخاطر بأسلوب سليم و موضوعي كما توفر في الوقت نفسه خططاً إستراتيجية في المؤسسة سبق و أنها حصلت على تمويل في إطار سياسة ترشيد قدرات المؤسسة و تقديم الدعم الفني اللازم.

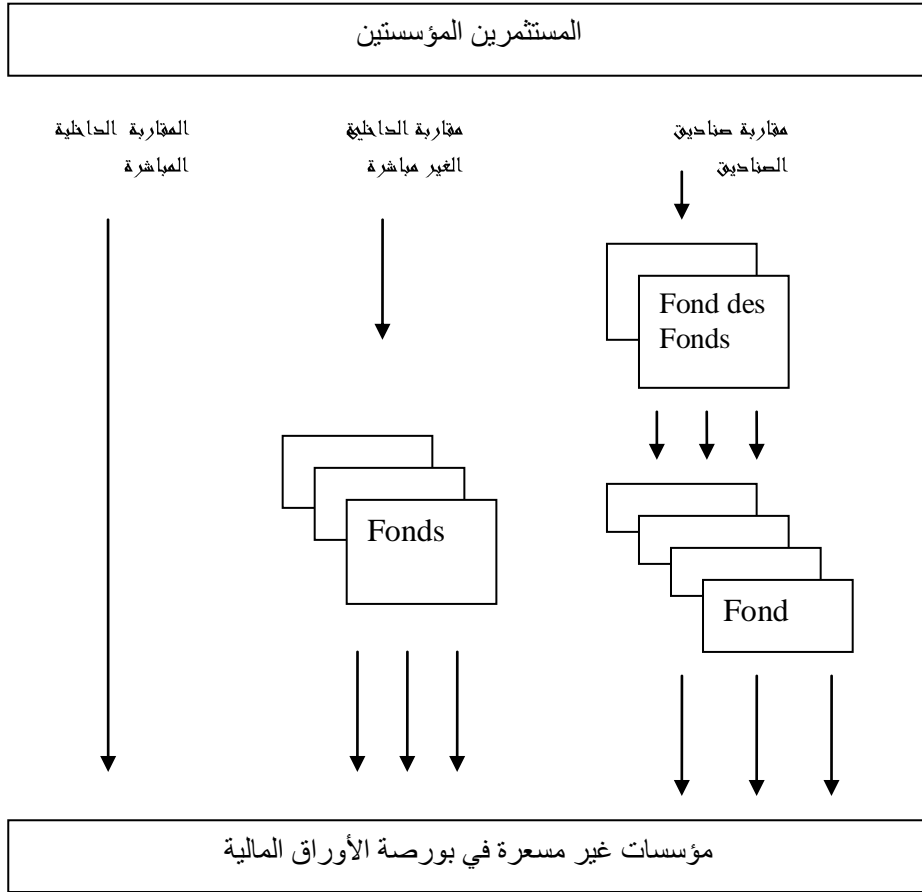
## 1- المستثمرين المؤسساتيين: Les investisseurs institutionnels

يعرف (2007) François d. POITRINAL<sup>1</sup> المستثمرين المؤسساتيين أنهم هيئات مالية قادرة على جمع أموال ادخارية و تقوم بتوظيف جزء هام منها في صناديق حقوق الملكية قد تكون تابعة لها أو في صناديق الملكية خاصة لا تملكها و تسعى إلى تعظيم مواردها بما يسمح لها القانون.

يتدخل المستثمرين المؤسساتيين في تمويل المشروعات بثلاثة طرق كما صنفتها الجمعية الفرنسية لرأس المال المخاطر AFIC، الأولى المقاربة الداخلية المباشرة و هي تمويل المستثمرين بطرق مباشرة المؤسسات غير المسعرة في البورصة، أما الثانية فهي المقاربة الداخلية غير مباشرة من خلال صندوق الاستثمار الذي يتولى تمويل المؤسسات، و شكل الأخير لتدخل الممولين هي مقاربة صندوق الصناديق و هي تشكيل صندوق أو عدة صناديق تساهم في تمويل صناديق أخرى و التي بدورها تقوم بتمويل المؤسسات الاقتصادية كما هو موضح في الشكل الموالي:

<sup>1</sup> François Denis. POITRINAL ;Op.Cit ; p73.

الشكل رقم (2-5) : مقارنة التمويل للمستثمرين المؤسستين



Source : Hervé LECOUPIL. Laurent GAYRAUD ; Capital investissement, le guide des Investisseur institutionnels ; AFIC ; 2005 ; p12.

و يتكون المستثمرون من هذا الصنف حسب طبيعة القانونية و الإدارية إلى ما يلي<sup>1</sup>:

### 1-1 — صناديق التقاعد: Les Fond de Pension

تملك صناديق التقاعد و صناديق المعاشات أكبر إمكانية في توفير رؤوس الأموال فهي مؤسسات تملك قدرات كبيرة في توظيف مداخلها في بورصة الأوراق المالية أو تأسس صناديق التوظيف الجماعي **FCPR** و **FCPI** لأن تملك فارقاً زمنياً بين الاقتطاعات و فترة التسديد المستحقات.

<sup>1</sup> Aurélie BOUBEL & Fabrice PAUSARD ; Les Investisseurs Institutionnels ; Edition la découverte ; 2004. p06



## 1-2— شركات التأمين: Les Compagnies d'assurances

تعتبر شركات التأمين مؤسسات مالية تقوم بتغطية أخطار الحوادث و أخطار الأفراد (التأمين على الحياة)، و تعتبر أهم المؤسسات التي تعرض رؤوس الأموال حيث أنها توفر مبالغ كبيرة لرأس المال المخاطر في الو. م. أ.

## 1-3— صناديق الودائع و الضمانات: les caisses des dépôts et consignations

تقوم صناديق الودائع بجمع الودائع من الدين يرغبون في الحصول على الضمانات. و تتمتع صناديق الودائع بسيولة مرتفعة تجعلها تستثمر جزء معتبر من مواردها في بورصة الأوراق المالية و صناديق استثمار برأس المال المخاطر.

## 1-4— صناديق حقوق الملكية الخاصة FCP: ومنها FCPI ; FCPR

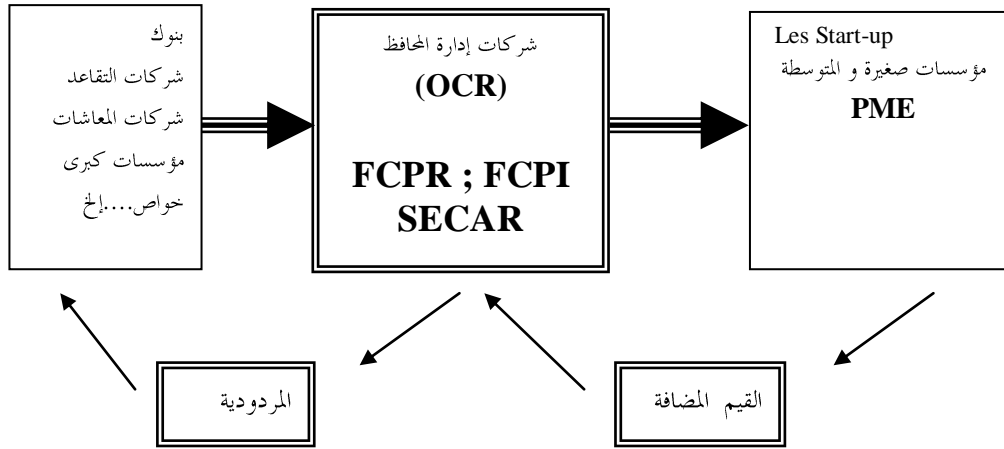
هي صناديق تقوم بجمع الأموال من العديد من المستثمرين أو أفراد طبيعيين يملكون أهدافا استثمارية متشابهة. فالصندوق وعاء استثماري مشترك توجه رؤوس الأموال في مؤسسات اقتصادية غير مسعرة في البورصة. و تتولى هيئة تسيير المحافظ المالية باستثمار جزء منه حسب ما يسمح به القانون و رغبة المساهمين في الصندوق.

تختلف الصناديق الاستثمارية ذات العائد الدوري مع صناديق الاستثمار حقوق الملكية حيث أن أهم اختلاف بينهما هو في مبدأ الاستثمار، حيث يستثمر الصندوق جزء من موارده في الأدوات ذات العائد الثابت وهي جميع الأوراق مالية ضئيلة المخاطر كالسندات، أما الجزء الآخر تستثمر في حقوق الملكية في مؤسسات اقتصادية تتسم بالمخاطرة من أجل تحقيق عوائد مرتفعة نسبيا. كما يمكن أن تخصص الصناديق في فرع محدد أو مجال جغرافي معين.

تمتد حياة صناديق رأس المال المخاطر عادة سبع سنوات تقريبا و حينما تنتهي فترة الاستثمار تصفى الاستثمارات تدريجيا، و توزع في نهاية المطاف قيمتها على المساهمين في الصندوق، حيث تخصص السنوات الأولى من حياة الصندوق في وضع رؤوس أموال في المؤسسات الناشئة والمؤسسات القائمة، و قبيل انتهاء الفترة يبحث الصندوق عن قنوات مناسبة لتصفية الاستثمارات.

وتعتبر شركات رأس المال المخاطر من أهم وسائل الدعم الفني للمؤسسات وفي حالة استقلالها فهي نوع من التوظيف الجماعي و تحقق في كل دورة ربحاً رأسمالياً يوزع على المستثمرين المؤسستين كما هو موضح في الشكل الموالي.

الشكل (2-6): دورة التمويل للمستثمرين المؤسستين.



Source : Jean LACHMANN ; Capital-risque & Capital Investissement ;Op.Cit ;.P22

تبين من خلال هذا الشكل دور شركات التمويل برأس المال المخاطر في الجمع بين أصحاب الفوائض وأصحاب العجز حيث تقع شركات تمويل برأس المال المخاطر في وسط طرفين وتدير رؤوس أموال الغير وتدعي في هذه الحالة بالشريك الضامن General Partners بما أن لها صلاحية في تصرف في رؤوس أموال مستثمرين المؤسساتيين، أما المستثمرين فوضعهم في شركة محدود من منظور الملكية وبالتالي هم محدودي الملكية Limited Partners في الشركات الممولة.

## 2- الوساطة الغير مؤسسية: Les investisseurs informelle

يعتبر التمويل غير الرسمي برأس المال المخاطر من أقدم أنماط التمويل التي عرفتها البشرية. ويعمل هذا النشاط على توفير رؤوس الأموال لمبدعين و منظمي المؤسسات الجهرية، وتعرف دول العالم الصناعي رواجاً لهؤلاء الوسطاء ولكن فمن الصعب تحديد أبعاده و الحجم المبالغ

المخصص في المشروعات الممولة. ولهذا الغرض يختلف التمويل غير المؤسسي من منطقة إلى أخرى لأن العوامل المؤثرة على نشاط هذه الوساطة واسعة ومتعددة.

جدول رقم (2-5) مميزات المتدخلين في رأس المال المخاطر.

الممولين المميزات	رأس مال المخاطر غير رسمي Business angles	رأس مال المخاطر الرسمي OCR
الشراكة (طبيعة المعاملات)	كمنظم	كمشتر
مساهمة في رأس مال في المؤسسات	مرحلة ما قبل الانطلاق. مرحلة الانطلاق	مؤسسات صغيرة و متوسطة الأحجام ، مؤسسات الابتكارية
المجال الجغرافي	مجال جغرافي محدود	مجال إقليمي ، أو وطني. مجال دولي
المتابعة	تدخل محدود hand on	إدارة الإستراتيجية
آليات الخروج	غير محسومة نهائيا	محسومة في بداية المفاوضات
الحيطة و الحذر	ضئيلة نسبيا	كل سيناريوهات مدروسة
نسب المردود المتوقع	تحقيق مردود مناسب	تحقيق مردود مرتفع
بنود العقد	بدون، غير صارمة	صارمة و ضرورية لإتخاذ القرار

Source :Pierre BATTANI : Capital risque mode d'emploi ; Op.Cit.p64

يمكن تصنيف الوحدات الصغيرة غير مؤسسته في مهنة رأس المال المخاطر بالوسطاء الغير رسميون و منهم ما يلي:

## 2-1- تمويل الملائكي: **Busines Angel**

إن التمويل الملائكي هو أهم مصادر التمويل برأس مال المخاطر غير الرسمي، فقد عرف ( HARISSON et MASOM (1996) " أن هؤلاء الوسطاء هم منظمين برجوازيون أو موظفين في فترة التقاعد شغلوا مناصب في مؤسسات كبرى ويقومون باستثمار أموالهم الشخصية مباشرة في مشاريع ناشئة يملكون فيها الخبرة و الكفاءة اللازمة".  
إن أكثر الممولون الشخصيين نشاطا كانوا في السابق منظمين يديرون مؤسسات صغيرة أو متوسطة حيث قاموا على الأقل بتأسيس مؤسسة في مرحلة من مراحل حياتهم المهنية أو أنهم قياديين أو موظفين في مؤسسات كبرى تعمل في النشاط الإبداعي. وهم يملكون

الوقت و المعرفة الكافية في فترة التقاعد لتوجيه المؤسسة الناشئة بسرعة كافية مع أقل قدر من البيروقراطية.

ويستخدم الكتاب لتعبير عن الممول غير الرسمي مصطلح خاص يعرف بـ " Business Angels". بمعنى التمويل الملائكي، فنشاط هؤلاء يختلف على المستثمرين من جانب الأهل و الأصدقاء لأنهم يملكون رؤية واضحة حول المشروع و أبعاده و المعارف في تقدير الأخطار. و على خلاف تمويل العائلي و الصديق فإن الممول برأس المال المخاطر يقدم الجهد والتضحية و العطاء المادي و المعنوي متحملاً أقصى المخاطر. و لذلك يبقى الممولين من هذا الصنف مغامرين حقيقيين لديهم الاستعداد لتمويل مؤسسات ناشئة عالية المخاطر تعجز أحياناً صناديق الاستثمار المؤسسية المغامرة فيها. و يصنف هؤلاء الأشخاص من الأثرياء و العائلات تستلهمهم الإبداعات و يمتازون بقدره على المغامرة. و عملياً نجدهم في القطاعات الصناعية و الخدمية، أما مساهمتهم في رأس المال فهي تتركز على مرحلة الانطلاق.

## 2-2- جمعيات ذات نشاط تمويلي محدود:

هي كل الجمعيات المستقلة توفر رؤوس أموال للمنخرطين فيها و توفر تمويلاً متواضعاً لصغار المبدعين و نجد شكلين رئيسيين للجمعيات في الدول الصناعية ومنها الجمعيات الطلابية و جمعيات ملاك المؤسسات. و بعض المؤسسات الأهلية الخاصة و الجامعات العمومية.

— الجمعيات الطلابية:

— الجامعات و المعاهد المتخصصة.

— جمعيات ملاك المؤسسات.

## 2-3- مواصفات و نشاط الممولين الشخصيين:

إن نشاط الوسطاء الرسميون هو نشاط تمويلي لأفراد يملكون الخبرة و الوفرة المالية يبحثون عن صغار المبدعين في صناعة لهم دراية بها. و يساهمون في رأس المال المشروع مالياً و فنياً بصفة مؤقتة تضمن لهم عوائد مقبولة.

لا يمكن تحديد المكانة الحقيقية لنشاط الممولين الشخصيين إلا أن دورها في تمويل المؤسسات الصغيرة ليس هامشيا كما يعتقد البعض سواء من حيث عدد التمويلات أو أحجامها<sup>1</sup>. و من الصعب تحديد نشاط الممولين الشخصيين في جميع البلدان أو تحديد قيمة استثماراته م الإجمالية. و رغم وجود صعوبة عملية في تحديد عمل و حجم نشاط الوسطاء غير الرسميون إلى أن ما ورد عن الجمعيات المختصة في التمويل الملائكي يؤكد مكانتها في التمويل. و قدمت دراسة في الولايات المتحدة الأمريكية أن حجم التمويل غير المؤسسي يفوق بكثير نشاط شركات رأس المال المخاطر المؤسسية في تمويل مراحل الإقلاع. كما أكدت أبحاث حديثة أقيمت في بعض الدول الصناعية و على رأسها أبحاث V. OSMABRUGGE & T. ROBINSON (2000) حاولت إبراز دور الوسطاء الشخصيون في تطوير المؤسسات الابتكارية و قدمت أرقام أن الممولون الشخصيون في الولايات المتحدة الأمريكية يستثمرون من أموالهم الخاصة ثلاثة أضعاف تمويل الشركات المتخصصة برأس المال المخاطر الرسمية.

تشير دراسة مماثلة أن عدد الممولون وصلت في المملكة المتحدة لضعفين حجم التمويل المؤسسات الناشئة و في أبحاث أخرى مشابهة قدرت عدد الممولين الشخصيين بحوالي 250.000 في الولايات المتحدة و الذين يستثمرون من 10 إلى 20 مليار دولار أمريكي في أكثر من 30.000 مؤسسة جديدة<sup>2</sup>.

إن موصفات الممولين الشخصيين متشابهة رغم أنهم خليط من المجموعات العديدة وسلوك هؤلاء يرتبط بمبادئ و حوافز شخصية لاتخاذ القرار و لكن المواصفات الرئيسية المتشابهة نوجزها في العناصر التالية:

— استراتيجيات الاستثمار.

— حوافز شخصية.

— روح المخاطرة و المثابرة.

<sup>1</sup> Pierre BATTANI ; Capital risque mode d'emploi ; Op.Cit ;p66.

<sup>2</sup> Hervé LECOUPIL. Laurent GAYRAUD ;Op.Cit ;p25.

## المطلب الثاني: تصنيف شركات رأس المال المخاطر.

تختلف طبيعة شركات رأس المال المخاطر المؤسسية باختلاف البيئة الاقتصادية و الاجتماعية و ما يسمح لها القانون ، كما توجه شركات التمويل عروضها على قطاعات محددة برغبة المؤسسين.

إلا أن التصنيف لا يتم من خلال معايير النشاط و التخصص، و إنما يعكس هيكل رؤوس الأموال. و تصنف معظم الأدبيات لشركات رأس المال المخاطر " OCR " تأخذ عنصر مصادر المال لتسهيل المقارنة، ولذلك يمكن تصنيف الشركات على النحو التالي<sup>1</sup>:

### 1- الشركات المستقلة: Les OCR Indépendant

و هي مؤسسات التمويل المتخصصة التي تعمل بصفة مستقلة و تدعى أيضا بمؤسسات غير نموذجية تتميز بتعدد مصادر رؤوس الأموال ، حيث لا يملك أي مساهم في رأس مال أغلبية الأسهم. و تتواجد هذه المؤسسات في الو.م.أ و بريطانيا أكثر من الدول الصناعية الأخرى. و يمثل هذا الإطار القانوني شكلا أكثر رواج في الدول الناطقة بالانجليزية و يأخذ هذا الشكل عقد بين المستثمرين كشركاء محدودي المسؤولية Limited Partners و شركة التمويل برأس المال المخاطر التي تعد شريك العام General Partners و التي تتولى إدارة رؤوس الأموال و تحصل على عمولات مقابل خدماتها، أما المستثمرين محدودي الملكية يحصلون على عوائد في نهاية الدورة من خلال الصفقات الناجحة.

### 2- الشركات الملحقة: Les OCR Captive

تعرف الشركات الملحقة أنها شركات فرعية لشركة الأم و تختص في تمويل المشاريع عالية المخاطرة، قد تكون ملحقة لبنك أو صندوق التقاعد أو صندوق المعاشات.

<sup>1</sup> Aurélie BOUBEL & Fabrice PAUSARD ; Op.Cit ; p42.

### 3- الشركات شبه الملحققة : Les OCR semi Captive

إن المؤسسة المالية الشبه الملحققة هي مؤسسة مالية بدأت النشاط كوحدة ملحقة من بنك تجاري أو من صندوق التأمين و قامت بتنويع محافظتها المالية لأسباب إستراتيجية يقتضيها المحيط التنافسي. و تتوقف قراراتها على مجالس إدارية مستقلة بوجود ممثلين عن كل المساهمين.

### 4- الصناديق المحلية و الوكالات الحكومية: Les OCR Régionale

نشأت صناديق حكومية متخصصة في التمويل برأس مال المخاطر من خلال السياسة الحكومية التي تهدف لتوفير رؤوس أموال لصغار المبتكرين. و تختلف أهداف صناديق الحكومية عن غيرها من المؤسسات التمويل برأس المال المخاطر اختلافا محسوسا بحيث أنها لا تعمل على المفاضلة بين المشروعات على أساس المردودية بالدرجة الأولى، فهي تقبل تمويل صغار المنظمين بشروط أقل.

يقتصر نشاط الصناديق الحكومية على مناطق جغرافية محدودة، من أجل تمويل المؤسسات في مرحلة التأسيس، فهي لا تراعى نسبة المردودية المتوقعة بقدر ما تعمل على نجاح مرحلة الانطلاق.

### المطلب الثالث: خصائص شركات رأس المال المخاطر.

تتميز شركات رأس المال المخاطر بنشاط تمويل محفوف بالمخاطرة و احتمال ضياع الأموال فهي تتولى أولا جلب رؤوس الأموال من المستثمرين، ثم تقوم باستقبال ودراسة طلبات التمويل من مؤسسات صغيرة و متوسطة و مبدعين، كما تتولى في الوقت نفسه إدارة محفظة المساهمات و تقديم المشورة الفنية و الإدارية، و تدرس كذلك صفقات الخروج الممكنة عبر القنوات المتاحة أو المتفق عليها مسبقا.

نشير أن بعض شركات التمويل تخصص في فترة من فترات التمويل ل أو فرع محدد من الفروع الاقتصادية ولهذا الغرض قد ترفض مبدئيا ملفات خارج تخصصاتها.

## 1- مبادئ شركات رأس المال المخاطر:

نلخص مبادئ شركات التمويل برأس المال المخاطر في العناصر التالية:

### 1-1- المشاركة في رأس المال :

تضع صناديق التمويل تحت تصرف المؤسسات رؤوس أموال دون أعباء و ضمانات. حيث يعمل وسطاء ماليون OCR وفق مبدأ الربح أو الخسارة. وقد تتراوح الأرباح المحصل عليها ما بين 15 % إلى 30 % و علاوة أخرى مقابل المصاريف الإدارية.

### 1-2- انتقاء المشروعات الواعدة:

تعد عملية انتقاء المشروعات من أصعب المهام التي تواجه شركات رأس المال المخاطر، سواء في إيجاد الصفقات أو في المفاضلة بين فرص حصولها على أرباح وتقدير درجة مخاطرها، كما تتطلب مرحلة الانتقاء دراسة دقيقة وتقطع مراحل متعددة.

### 1-3- مرحلة التمويل:

تعمل مؤسسات رأس المال المخاطر على تمويل مختلف مراحل تطور المؤسسة، مما يساعد على رفع حجم مبيعاتها السنوية و من ثم نسب أرباحها. و بلا شك تتمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من مجابهة المنافسة بوجود تمويل مرحلي يوفر حجم مناسب لرؤوس الأموال.

## 2- إستراتيجية شركات رأس المال المخاطر:

تتعامل الوساطة المالية المتخصصة مع عامل المخاطر بأسلوب حكيم و موضوعي ولذلك فأغلب شركات و صناديق رأس المال تتوفر على كوادرات و موارد بشرية في مجالات مختلفة لبناء خطط إستراتيجية وتقديم المعونة اللازمة للمؤسسات الاقتصادية الممولة. فقد يفتقر الصغار المنظمين و خريجي الجامعات إلى تلك النظرة الإستراتيجية و الدراية الضرورية في أسواقهم المحلية و أسواق الدولية ولذلك فإن شركات رأس المال المخاطر توفر إلى جانب للتمويل مستوى مناسب من الكفاءات و التقنية الإدارية المناسبة من اجل احتواء نقائص الخطط الإستراتيجية للمؤسسة، و من أجل إجراء أيضا تغييرات معينة في الوقت المناسب.



الجدير بالإشارة أنه رغم أهمية المتابعة العميقة في المؤسسات الممولة في مرحلة الانطلاق والتوسع إلا أن مجال تدخل شركات رأس المال بشكل عام محدود في الظروف العادية.<sup>1</sup> و لذلك تبقى التوصيات التقنية و التنظيمية و المراقبة الدورية هامة لتحقيق مردود مقبول و تجنب أخطار التسيير.

## 2-1- إستراتيجية غير تمويلية: HAND ONE

يفتقد أصحاب المؤسسات الصغيرة و صغار المنظمين في الكثير من حالات على الدراية الإدارية و الإستراتيجية الكافية في حالة تقلبات السوق، ولهذا الغرض تقدم شركات رأس المال المخاطر إلى جانب رؤوس الأموال مستوى مناسب من الدعم التقني الإداري من اجل احتواء نقائص الخطط الإستراتيجية للمؤسسة و إجراء تغييرات معينة في الوقت المناسب إذا اقتضت الضرورة لذلك.

رغم ضرورة الحيطه و الحذر في المؤسسات قيد الانطلاق على وجه الخصوص إلا أن مجال تدخل شركات رأس المال الخاطر محدود و ليس من مصلحة الممول تدخل في شؤون الملاك المسيرين بكثافة و تبقى توصيات في الشؤون التقنية و التنظيمية و مراقبة الدورية مفيدة لطرفين من اجل تخفيض مخاطر التسيير هذا من جهة و من جهة أخرى تعمل شركات التمويل على تكوين شبكة من الشركاء الفاعلين في نشاط المؤسسة (موردين، و زبائن) لتعزيز قدرات المؤسسة التنافسية.

إن مساهمة شركات رأس المال المخاطر من خلال ما تقدمه من متابعة تقنية و معونة إدارية و مشورة فنية تختلف بين المؤسسات الممولة و تقتضها الظروف داخلية و تطورات الحاصلة في نشاط المؤسسة.

## 2-2- الإستراتيجية التمويلية:

تختلف إستراتيجية التمويل في شركات إدارة المحافظ اختلافا جذريا مع البنوك حيث تقوم إستراتيجية البنوك التجارية في الغالب على معلومات سابقة حول نشاط السنوات السابقة للمؤسسة، بينما تقوم إستراتيجية التمويل عند أغلب المستثمرين برأس المال المخاطر على المستقبل فهي تركز على عكس سابقتها على خطط مستقبلية بشكل موضوعي.

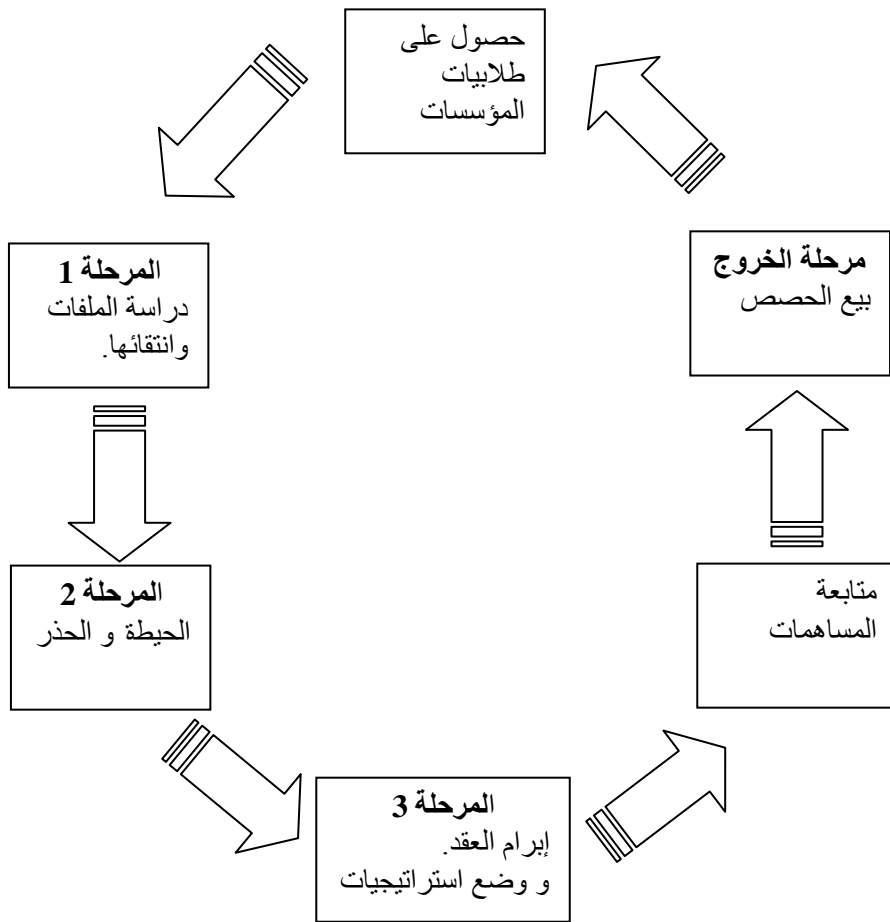
<sup>1</sup> Pierre BATTINI ; Capital risque mode d'emploi ; Op.cit ; p28.

يعتمد الطاقم الإداري و الفني في شركات رأس المال المخاطر بدراسة الملفات على جملة من المعايير المالية و المحددات الأخرى كيفية المهمة من وجهة نظر الممول. و نحمل الإستراتيجية التمويلية على العناصر التالية:<sup>1</sup>

— أهداف رقمية للمؤسسة التي تعكس قدرة المؤسسة على تحقيق رقم الأعمال و المردودية المقبولة في المستقبل.

— دراسة طبيعة النمو بالنسبة للمؤسسات القائمة.

شكل رقم (2-): دورة التمويل لشركات تمويل برأس المال المخاطر



مصدر: من إعداد الطالب مستوحى من AFIC

<sup>1</sup> Pierre BATTINI ; Capital risque mode d'emploi ; Op. Cit ; p28.

قدمت أبحاث حول إستراتيجية تمويل شركات إدارة المحافظ نتائج مختلفة، فقد أشار الباحث<sup>1</sup> Bessis joel (2000) أن الهدف الأول للشركات هو وصول إلى قدر معين من الأرباح كفيلة باستمرار نشاطاتها، و على هذا الأساس، يعتقد الباحث أن الشركة لا يمكن أن تخصص كل مواردها المالية في تمويل المشروعات الخطرة فقط، فهي مجبرة أن تعمل على تنوع محفظتها المالية من أجل ضمان حد أدنى من المخاطر و توفر قدرة أكبر من السيولة. فقاعدة استمرارية تمويل من هذا المنظور هو أن تقوم الشركة على إستراتيجية تنويع المشروعات سواء من حيث فرع النشاط أو من حيث الحجم و إتباع إستراتيجية عدم تخصيص كل موجودات المالية في تمويل الإقلاع، لأن ذلك لا يضمن إيرادات على المدى القصير، بينما تحقق المؤسسات القائمة إمكانية حصول على مردود سنوي باعتبارها مؤسسات ناضجة و مستقرة نسبياً و تحقق دخول منتظمة سنوياً.

### 3\_ علاقة المنظمين بالمولين:

تثير المشاركة الفعلية في المؤسسة بين المنظمين و الممولين جدلاً وسعاً في الأوساط العلمية وفي إطار الشراكة بين الطرفين، فسنجد أن علاقة المنظم بالمول هي علاقة محفوفة بالأخطار، فمن الممكن أن تحدث نزاعات في أي لحظة من لحظات الشراكة، و نجد في دراسة هذه العلاقة فريقاً يرى أن علاقة ممول و منظم علاقة إيجابية باعتبار أن الشراكة بينهما تلغي حالات عدم تماثل المعلومات، لأن الطرفين يسعى كلاهما إلى تحقيق قدر مناسب من المردودية.

بينما يرى الفريق الثاني أمثال (2001) P.Paranque & N.Levratto & B.Belletante أن علاقة الممول و المستثمر هي علاقة لا تخلو كغيرها من علاقات تفويض من المخاطر و تضارب الأهداف وهناك مؤشرات قوية لحدوث تضارب الأهداف بين الطرفين، وبالتالي توجد علاقة الوكالة و أخطار معنوية قد تؤثر على مصلحة الطرفين.

<sup>1</sup> Bessis JOEL ; Le Capital risque et financement d'entreprise ; Op.Cit ; p190.

جدول رقم (2-7): أهداف المستثمرين و المنظمين.

الأهداف		
المنظمين	المستثمرين	
تحقيق أرباح مناسبة	أعلى عائد داخلي ممكن TRI	المردودية
استمرارية المؤسسة. تكوين ثروة شخصية	تحقيق أرباح مرضية.	نشاط المهني
رقابة و تحكم في المؤسسة	فعالية المؤسسة	إدارة و رقابة على المؤسسة
توريث المؤسسة	خروج ناجح من المؤسسة	نهاية العقد

Source : Pierre BATTINI ; Capital risque mode d'emploi ; Op.Cit ; p 7.

يشير (2001) H.AZOLEY إلى أن تمويل برأس المال المخاطر هو أكثر من تمويل مؤسسة بما أن تمويل مؤسسة سيكون له اثر مباشر على قرارات المؤسسة وبعبارة أخرى ستعمل هذه الشراكة على فصل بين ملكية المؤسسة و مراقبة التسيير<sup>1</sup>. بالرغم من أن المنظم هو الذي يتحمل مخاطر التسيير، فإن الممول يملك مسؤولية في ذلك و يقدم منظوره الخاص، وفي هذه الحالة يمكن أن تتعارض مع نظرة الملاك المسيرين في المؤسسة وستؤدي إلى تضارب الأهداف و الوقوع في مشكلة الوكالة. ويرى<sup>2</sup> (1999) P.GOPERS & J. LERNER رؤى ابعده من هذا المنظور لأنهما يعتبران أن العقد المبرم بين الممول و المنظم هو عقد يتأثر برؤى المستثمرين المؤسستين (أصحاب رؤوس الأموال)، فهم في الحقيقة أيضا أطراف فاعلة فيما يخص توجهات نشاط المؤسسات الممولة.

<sup>1</sup> H.AZOLAY ; Op.Cit ; p45.

<sup>2</sup> GOMPERS P. & LERNER J., « What Drives Venture Capital Fundraising? », Brooking Papers on Economic Activity: Macroeconomics, National Bureau of Economic Research, Washington;1998;p420.

كخلاصة القول نرى أن العلاقة بين الممول و المنظم و الأطراف الأخرى لا يمكن أن تكون إيجابية في كل الظروف و تحكم هذه العلاقة تكاليف الوكالة، الخطر المعنوي و الاختيار المعاكس.

### المبحث الثالث: محددات الانتقاء في شركات رأس المال المخاطر:

تعتبر عملية الانتقاء في مهنة رأس المال المخاطر من المراحل المحورية في اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، فعملية التقييم الموضوعي للمشاريع هي الركيزة الأساسية لتحقيق أقل درجة ممكنة من المخاطر و الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة. إن مشكلة الانتقاء في شركات رأس المال المخاطر لا تنطوي على دراسة ملفات بحد ذاتها و إنما على كشف المتطلبات الأساسية للقيام بهذا نوع من الدراسات و الوقوف على جل المخاطر المحتملة الوقوع و الحرص على أن تكون هذه الدراسة بأحسن تكلفة ممكنة.

### المطلب الأول: محددات دراسة الجدوى:

توجد العديد من الصعوبات تقف أمام القيام بهذا النوع من الدراسات و هذا الأمر قد يؤدي إلى اختيار معاكس لما هو مطلوب، كما أن إهمال هذه المرحلة قد يتسبب في وفاة العديد من المساهمات نتيجة ارتفاع الأخطار، وليس من مصلحة الممول في هذه الحالة أن يقوم بدراسة المشروع بطريقة شكلية دون دراسة موضوعية، قد تقدم صورة مستقبلية للمشروع.

يواجه الممولون برأس المال المخاطر صعوبات كثيرة في تحديد المتغيرات الداخلة في دراسة جدوى المشروع، كجودة التكنولوجيا، حجم التكاليف، و تقدير المتغيرات البيئية، و تقلبات الأسعار، والأوضاع الاقتصادية، و البدائل في السوق و غيرها من المحددات.

من جهة أخرى يواجه الممول تكاليف كبير متعلقة بدراسة الجدوى خاصة أن عملية قد تحتاج إلى دخول متخصصين كثر في إعداد الدراسة وهذا ما يجعل تكاليف إجمالية بالنسبة لمشروع واحد مقبول عالية جدا.

## 1- طرق التقييم لتخصيص أمثل للموارد

في الواقع العملي لا نجد أن كل المشروعات تمت بدراسة جدوى دقيقة نجحت، كما أن بعض المؤسسات نجحت نجاحاً كبيراً دون أن يأخذ الممول عناية كبيرة لدراسة جدواها، وهذا الأمر يجعل أن المشكل الأساس هو في طبيعة هذه الدراسات تقييمية وتحديد بنودها و حسن دراستها.

توجد نماذج مختلفة لدراسة مسبقاً لمعايير الأداء المؤسسة المتوقع ( قبل مرحلة الإنشاء ) و معايير الأداء الفعلي ( بعد مرحلة الانطلاق )، و يستخدم الممول معلومات من عميل قبل اتخاذ قرار التمويل.

عليه فإن هذه النماذج ضرورية و أساسية لتأسس أرضية أولية للوسطاء التقليديون، والوسطاء الماليون برأس المال المخاطر. كسياسة الانتقاء التي يمكن من خلالها الإجابة على التساؤلات الآتية:

— كيف يمكن قياس مستوى التنفيذ المتوقع أو الفعلي لاختيار المشروعات من قبل الجهات المعنية بالتمويل والمتابعة؟.

بينما يمحص السؤال الثاني التساؤل الرئيسي في انتقاء المؤسسات في شركات وصناديق رأس مال المخاطر ألا و هو:

— كيف يمكن التعبير كمياً على أن المشروع يقيز بالجودة ؟ ،

— مدى فعالية التكنولوجيا، هل هي مناسبة ومستحدثة؟.

— هل المشروع يملك موارد بشرية؟.

— هل المشروع يحقق الحد الأدنى للربحية المستهدفة؟.

ولالإجابة عن جملة من التساؤلات السابقة يتطلب على صاحب قرار التمويل أن يستخدم

معايير التقييم للقبول أو الرفض منها التقييم العددي و منها التقييم المنهجي الكيفي.

و ذكر برنس ميخائيل غطاس (2001) أن مناهج الانتقاء التي يمكن أن تستخدم لانتقاء المشروعات الصغيرة و المتوسطة استخدام أربع طرق نوجزها فهي يلي:<sup>1</sup>

#### — منهج عدم الفعالية، " منهج التكلفة" : No Effectiveness

يعتبر اقتصاديون أن الفعالية في المؤسسة غير قابلة للقياس مستقبلاً أو أن قياسها غير ضروري باعتباره أنها محتملة الوقوع في الآفاق . و على هذا الأساس، يتم اللجوء إلى التكلفة للتعبير عن مستوى الفعالية عند دراسة المشروع مثل "التكلفة الرأسمالية لإنشاء المشروع،" تكلفة دورة التشغيل"، "التكلفة لكل فرصة عمل"، ولذا يسمى هذا المنهج "منهج التكلفة".

#### — منهج النشاط العمل : Activity or Workload

يستخدم هذا المنهج أسلوب تقدير كل الأنشطة التي يمكن قياسها و في الغالب يستخدم حجم النشاط أو عبء العمل كمقياس لفاعلية المشروع. غير أن قياس عبء العمل للفرد سواء بشكل عددي أو عدد العاملين في مشروع محدود، ولا يمكن قياس عدد دوريات العمل وساعات عمل الآلات مثلاً. وبالتالي فهذا منهج غير مجدي في تقييم المشاريع وفي العديد من المؤسسات الابتكارية.

#### — منهج الوحدة المتجانسة : Common Unit

يتطلب هذا المنهج قياس التكاليف والمنافع في صورة خصمها للوصول إلى قيمتها الحالية ، ومثال ذلك أسلوب تحليل التكلفة والعائد. وفي الحالات التي لا يكون فيها القياس النقدي للمنافع ممكناً، يتم اللجوء إلى اختيار مقاييس مختلفة لحجم الأثر الملموس للمخرجات. ويعبر عنها في هذه الحالة بوحدات قياس متباينة باستخدام الاتجاهات والنسب والمقارنات مثل تحليل التكلفة / الفعالية ، تحليل التكلفة / المنفعة . غير أن هذا منهج معقد و لا يقدم صورة واقعية ويصعب تقدير المنافع.

<sup>1</sup> د. برنس ميخائيل غطاس: نموذج مقترح لتقويم المشروعات الصغيرة و المتوسطة بهدف تخصيص أمثل للموارد التمويل المتاحة، ندوة واقع و مشكلات المشروعات الصغيرة و المتوسطة ، الرياض 2001، ص

## — منهج النتيجة النهائية : End Result

يقوم هذا المنهج على مبدأ أساسي ألا وهو تقدير النتائج ( المخرجات ) وهو بمثابة منهج معكوس للمنهج الأول حيث يستخدم أهدافاً نهائية للممول كقياس . و المشكل في هذا المنهج هي طريقة التعبير عنها بأسلوب سليم و موضوعي .  
غير أنه باستخدام هذا المنهج يمكن أن نجد مدى تحقيق مختلف المعايير المستهدفة ، ويتمثل ذلك في مقدار الدخل المتوقع، مدى الاعتماد على الموارد الذاتية.

## 2- مؤشرات المالية.

ومن أهم المؤشرات المالية في هذا الصدد نجد:  
المردودية المالية: هي المردودية من وجهة نظر الموارد المالية، بمثابة الممثل للمردودية العامة للمؤسسة وهي تقدم بالعلاقة التالية:

$$\text{المردودية المالية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

تعني نسبة المردودية المالية نصيب كل وحدة مستثمرة من الأموال الخاصة لأصحاب المؤسسة من أرباح صافية حققتها المؤسسة.  
من المعلوم أن الكثير من المؤسسات تضع كهدف عام لتحقيق الحد الأقصى من الأرباح عن طريق الأسهم والتي تؤدي إلى تحقيق حد أقصى من المردودية بين الديون المالية والأموال الخاصة تبعاً للمردودية الاقتصادية وهي المردودية من وجهة نظر الوسائل المستعملة من طرف المؤسسة لممارسة النشاط والتي يصطلح عليها تسمية الوسائل الاقتصادية أي الموجودات حسب التعبير المحلي.

$$\text{المردودية الاقتصادية} = \frac{\text{نتيجة الدورة الصافية}}{\text{مجموع الموجودات}}$$



تعني المردودية الاقتصادية نسبة درجة فعالية الوسائل المستعملة من طرف المؤسسة أي ما تحققه لكل وحدة مستعملة ضمن الموجودات.

وأهم أساليب تقييم الاستثمارات هي أساليب تحليل الكمي الذي يهتم بدراسة فترة استرداد الأموال و من بين طرق المعروفة و شائعة الاستخدام هي أساليب التقويم الكمي القائمة على إيجاد عدد السنوات اللازمة لتغطية تكلفة الاستثمار بواسطة الأرباح المحققة.

يمكن أن يقوم الممول بتحديد عدد السنوات اللازم ة لتغطية القروض، فكلما كانت فترة الاسترداد صغيرة فإن ذلك الأمر جيد لممول باعتبار أن المؤسسة تتمتع بقدرة مالية تسمح لها بالوفاء بمردود على رأس المال في الآجال اللاحقة.<sup>1</sup>

إن التحليل الكمي و المالي في مؤسسة عملية مهمة لتمويل بالاستدانة كما أنها مهمة للمستثمرين برأس المال المخاطر حيث يهتم المستثمرون بمؤشرات تغطية رؤوس الأموال من جملة الأموال المستثمرة في بداية الفترة.

ولذلك يستخدم شركات التمويل برأس المال المخاطر محددات كمية مستخدمة أيضا في التمويل بالاستدانة لدارسة قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها تجاه مصدر التمويل خلال سنوات العقد و من أهم أدوات التقييم الكمي نجد:

### التدفق النقدي الصافي Cash Flow

يسمى أيضا بعائدات السنوية المتوقعة و الذي يحسب بالعلاقة الرياضية التالية:

$$V = \sum \frac{CF_t}{(1+e)^t}$$

V قيمة الحالية

CF<sub>t</sub> تدفق النقدي.

e معدل العائد.

— قيمة الحالية للاستثمار : VAN و هي الفرق بين مجموع القيم الحالية للتدفقات

النقدية الصافية المحققة خلال عمر الاستثمار و بين التكلفة الأولية للاستثمار.

<sup>1</sup> طاهر لطرش: مصدر سبق ذكره، ص 156

$$VAN = \frac{s_1}{(1+i)} + \frac{s_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{s_n}{(1+i)^n} - I_0$$

— **معدل العائد الداخلي TRI** هو معدل الذي يجمع بين القيمة الحالية لتدفقات و القيمة الزمنية للنقود.

$$I_0 = \frac{s_1}{(1+e)} + \frac{s_2}{(1+e)^2} + \dots + \frac{s_n}{(1+e)^n}$$

### 3— صعوبات دراسة الجدوى:

بالرغم من أهمية دراسة الجدوى ووجود وسائل كمية لتقدير التدفقات و تقييم المخاطرة إلا أن توجد العديد من المشاكل تتعلق أساسا بصحة المعلومات و نقص الكفاءات في هذا المجال، و في غيابهما ، قد تكون الدراسات المقدمة عديمة الجدوى لأنها في الأساس غير موثقة<sup>1</sup>.

### 3-1 — عدم توفر و دقة المعلومات.

نالت المعلومات جزءا كبيرا من دراسات التمويل بالاستدانة، و في غياب معلومات أو عدم دقتها فمن الصعب إعداد تقديرات صحيحة و سيكون القرار الاستثماري مرهونا بدراسة الجدوى والتي تستند على معلومات يقدمها العميل، وقد يصطدم الممول بسرية بعض المعلومات حول العميل أو إخفاء معلومات حساسة تتعلق بالمشروع، وهذا ما يجعل التقديرات بعيدة عن الصحة و الموضوعية.

### 3-2 — نقص الكفاءة في دراسات الجدوى.

<sup>1</sup> د أسعد طه علام : دراسات الجدوى و تقييم المشروعات دراسة اقتصادية ، دار الفرقد، سوريا ،دمشق 2006، ص124 .

إن دراسة الجدوى تحتاج للعديد من الخبراء والتقنيين بغرض إلمام بكل الجوانب المالية و التسويقية و التكنولوجية و يقوم الخبراء في تقديم جزء من تخصصاتهم التقدير النهائي والسليم لفرص المشروع من أجل اتخاذ القرار النهائي. وفي حالة نقص حلقة من المتخصصين أو في تداخل قراءات بينهم سيؤدي إلى قصور الدراسة وقد يغلب عليها الطابع الشكلي على الطابع المهني المطلوب.

### المطلب الثاني: مخطط العمل مرجع قرارات التمويل:

إن إعداد مخطط الأعمال هو عمل شاق ويتطلب جهد ودراسة مالية وتقنية من العميل وقد يحتاج لهيئات ومختصين لإعداده، كما أن دراسة المخطط و تأكد من صحة المعلومات و تدقيق في معطياتها يكلف الممول حيث أن عملية الانتقاء في مهنة رأس المال المخاطر تتطلب مهارات عديدة ودراسة كبيرة لفرع نشاط المؤسسة، كما أن غياب موضوعية المعلومات وصعوبة تقدير المخاطر من صاحب المخطط يؤدي بلا شك إلى سوء تقدير المخاطر من طرف الممول وبالتالي سيواجه خطر ضياع الأموال .

### 1- تعريف مخطط العمل: BUSINESS PLAN

يعتبر مخطط العمل البنية التحتية لاتخاذ قرار التمويل، فهو مخطط يتناول جوانب مختلفة لمشروع أو جوانب إستراتيجية للمؤسسة القائمة و يقدم عرض مختصر لمسار المؤسسة المستقبلية. ويرى <sup>1</sup> Pierre BATTINI (1999) أنه عقد قاعدي أخلاقي بين طرفين ، و يصفه <sup>2</sup> Gilles MOUGENOT (2007) أنه ميثاق النمو المؤسسة.

إن تمويل برأس المال المخاطر يستوجب مجموعة من الشروط لاتخاذ قرار سليم و موضوعي و تدرس ملفات عبر مراحل لانتقاء أو ما يعرف بمرحلة قراءة مخطط الأعمال. وتنتهي هذه المرحلة باتخاذ قرار نهائي.

<sup>1</sup> Pierre BATTINI ; Capital risque mode d'emploi ; Op. Cit ; p28.

<sup>2</sup> Gilles MOUGENOT ; Op.Cit ;p95.

تتطلب عملية انتقاء مخطط أولي يدعى بمخطط الأعمال Business plan ويعرف أنه مخطط يتضمن معلومات شخصية للعميل و يحتوي على فصول كثيرة و يتضمن أحد فصوله جميع التقديرات المالية والمحاسبية و يقدم فصل ثاني إستراتيجية المؤسسة، و فصل آخر يلخص نظرة صاحب المشروع للسيناريوهات المستقبلية، و فصل تمهيدي يعرض السيرة الذاتية لطالب التمويل كما يجب أن يحتوي المخطط على معلومات تتعلق بصفقات الخروج الممكنة و حجم الأموال المطلوبة.

## 1-1- أهمية مخطط الأعمال:

إن عملية تمويل برأس المال المخاطر تستوجب مجموعة من الشروط يرى فيها الممولون أنها مرحلة محورية في انتقاء طلبيات التمويل و لذلك فإن عملية انتقاء تستوجب مخطط أولي قابل للتعديل يتضمن مجموعة من المعلومات الذاتية و المحاسبية و الإستراتيجية أو بعبارة أخرى ملخصا لمعطيات صاحب المشروع و طموحاته و نظراته تجاه فرص التوسع في المستقبل. في حالة وجود تعقيدات أو التباس في تشخيص بنود تقنية أو التباس في معطيات مخطط الأعمال المعدل يلجأ الممولون في حالات كثيرة لأراء مكاتب الدراسات وأراء المستشارين و المختصين في تكنولوجيات الحديثة لدراسة معمقة للمخطط و تقدير الفرص و التهديدات المحيطة بالمشروع.

إن اتخاذ قرار التمويل أو عدمه من أصعب المراحل لطرفي التعامل، و يستوجب على صاحب الملف أن يقدم معلومات سليمة غير مبالغ فيها<sup>1</sup> و من أجل تمكين الممول لدراسة المشروع و المفاضلة بين مختلف طلبيات التمويل من نفس الفرع يقدم العميل معلومات شخصية حول كفاءته الإدارية للاستكمال الملف، فعملية قبول أو رفض التمويل عملية مرحلية و يستوجب على صاحب الملف أن يقدم معلومات كافية (تتعلق بالمشروع) و معلومات حساسة (شخصية) حتى يتسنى على الممول لدراسة جدوى المشروع.

<sup>1</sup> Gilles MOUGENOT ; Op.Cit.88

تعمل شركات التمويل مع مكاتب الدراسات المتخصصة من أجل تشخيص التباس في معطيات مخطط الأعمال Business plan في حالة إن وجدت تعقيدات في الشكل أو المضمون.

يرى كتاب أمثال (2000) Pierre BATTINI، (2004) Gilles MOUGENOT أنه لا وجود لمخطط نموذجي، و من غير الممكن تقديم مرجعية موحدة لمخطط العمل، غير أن المخططات ينبغي أن تكون بها معلومات سليمة وتقديرات موضوعية من أجل التعريف بالمؤسسة أو تعرض مضمون الابتكار. يشير Gilles MOUGENOT(2004) إلى نقطة مهمة تتعلق بحماية براءات الاختراع، حيث يرى أن مخطط العمل الأولي يجب أن لا يتضمن ن معلومات تفصيلية و حساسة عن الابتكار في المرحلة الأولى، و جدير بالذكر أن يقدم صاحب الفكرة ملخصا واضح المعالم، أما تقديم تفاصيل الفكرة فقد يتم في المراحل المتقدمة أي بعد قبول دراسة عميقة للملف. لذلك يعتقد الكاتب أن منهجية تقديم مخطط الأعمال يمكن حصرها في أربع محاور رئيسية و هي كالتالي:

1. بيانات المنظم (صاحب الفكرة) الأساسية.
2. بيانات حول مضمون الفكرة.
3. الحجم الكلي للتمويل و الحصة المطلوبة من الممول.
4. مدة تنفيذ الاستثمار، و الإيرادات المتوقعة.

## 1-2- مضمون مخطط العمل :

أن عناصر مخطط العمل عديد من المنظور العملي كثيرة، و ترى جمعيات مهنية EVCA في هذا الصدد أن مخطط العمل لابد أن يحتوي على مكونات مناسبة لطبيعة الاستثمار و تذكر تسعة مكونات رئيسية و هي كالتالي<sup>1</sup>:

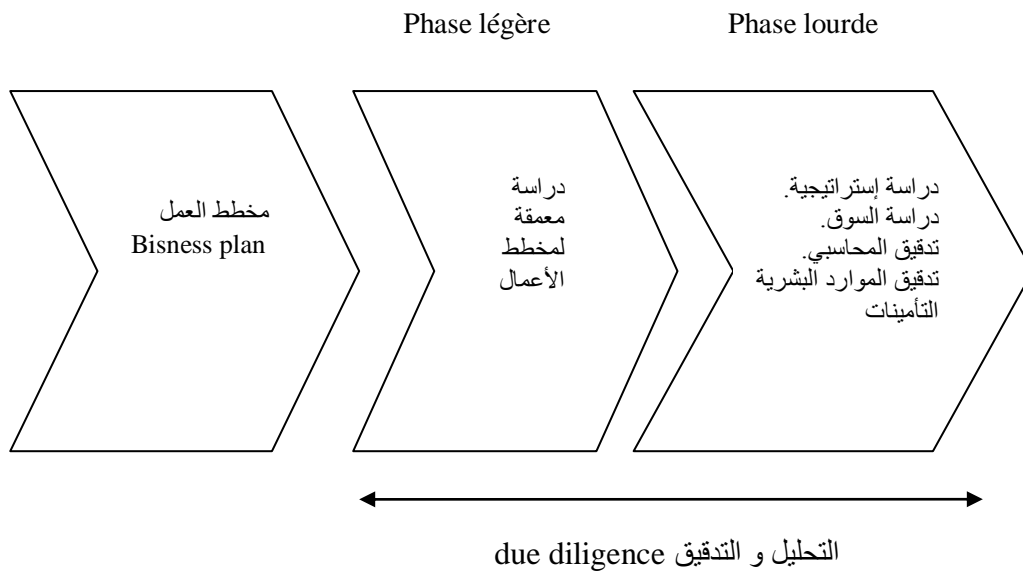
- السيرة الذاتية للمنظم، و كفاءة الإداريين الأساسيين في المؤسسة.
- إحصاءات تتعلق بالسوق و تسويق المنتجات.

<sup>1</sup> EVCA (2000) ; Op.Cit ; p06.

- أسماء بعض الزبائن المهمين، و وضعية سوق فرع النشاط.
  - منافسين المؤسسة و تطور أسواقهم.
  - معلومات مالية للمؤسسة ذات الصلة مع طموحات التطوير.
  - البحث و التطوير.
  - طرق الإنتاج و سلاسل التوريد.
  - خصوصيات المصنع و الموقع الجغرافي.
  - الإطار التشريعي الخاص بفرع النشاط.
- 2- دراسة مخطط العمل:**

تعود جذور إشكالية دراسة مخطط العمل و اتخاذ القرار النهائي للاستثمار أو رفضه هي مشكلة اختيار محددات القرار و أهميتها، فالمحددات التقليدية لتمويل بالاستدانة التي تطرقنا إليها سابقا غير قادرة على توفير المعلومات الممكن جمعها لاتخاذ قرار الاستثمار، و على هذا الأساس فإن التمويل برأس المال المخاطر يتطلب جملة من المحددات لبناء نموذج يساهم في انتقاء و دراسة طلبيات التمويل.

الشكل رقم (2-8): مراحل قراءة مخطط العمل

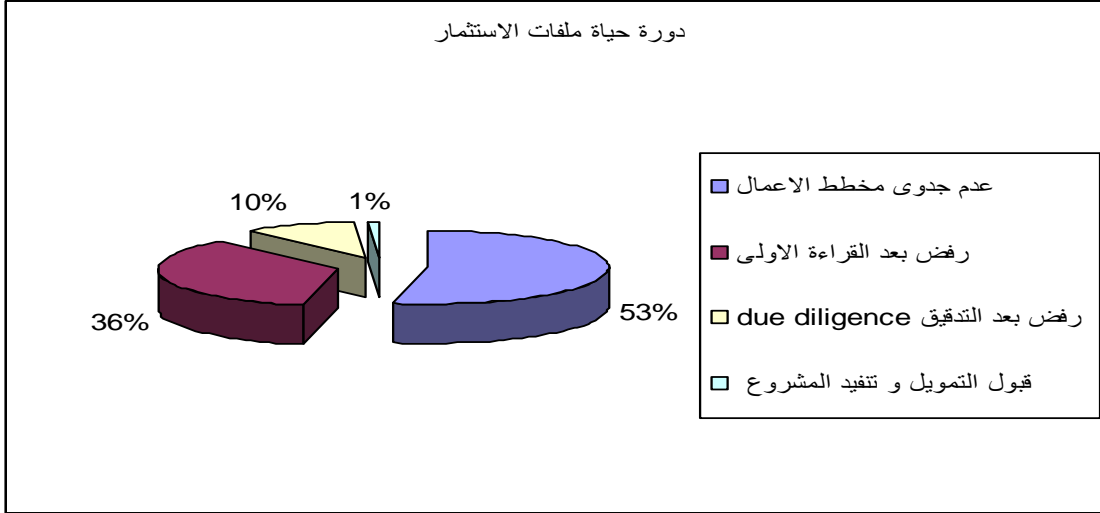


Source :Gilles MOUGEMONT ;Op.Cit ;p212.

بفضل مرحلة الدراسة فإن عدد الملفات المقبولة لتمويل برأس المال المخاطر للمؤسسات ذات نشاط إبداعي لا يتعدى غالبا نسبة ملف لكل 100 طلب التمويل و يشير الشكل

الموالي أن دراسة الملفات التمويل تأخذ صورة مرحلية و دقيقة كما هو موضح في شكل الموالي.

شكل رقم (2-9): دورة حياة ملفات الاستثمار



Source : Pierre BATTINI ; capital risque mode d'emploi ; Op.Cit ; p102.

في حالة قبول التمويل المشروع سيقوم على مخطط أعمال دقيق و معدل و يسمى بعقد الشراكة pacte d'actionariat ، حيث يقدم كل طرف حصته في رأس المال و تبدأ الشركة الممولة في اتخاذ الإجراءات الأولية لمباشرة عملية الاستثمار. من مهام الشركة هو الحفاظ على الأموال الموضوع ة تحت تصرف المؤسسين، وبالتالي يتم تأسيس نظام رقابة الممول بشكل فعال و توفير مساعدات فنية للمؤسسة، فالممول يأخذ صفة أمين أموال المستثمرين و في نفس الوقت فهو مستشار فعال لمسيرى المؤسسة، فقد تحدث تغيرات فجائية في محيط نشاط المؤسسة و يتطلب الأمر عند الضرورة اتخاذ قرارات ظرفية في الوقت المناسب.<sup>1</sup>

### 3- منهج حديثة للانتقاء :

إن إشكالية قراءة مخطط العمل دفع باحثين و شركات تمويل متخصصة لمحاولة اقتراح مناهج مناسبة لقراءة مخطط واتخاذ قرار التمويل أو عدمه بطريقة موضوعية ترتكز على معايير مناسبة.

<sup>1</sup> د . محمد المرسي : تمويل بالمشاركة في المشروعات الصغيرة و المتوسطة جامعة الأزهر 2005 مصر ص05

إن أول من قدم دراسة حول أهمية كل محدد هو الباحث الأمريكي (1974) W.WELL في سنة 1974 في إطار أطروحة دكتوراه، كما اقترح كل من (1994) FRIED et HISRICH في هذا الصدد نموذج قراءة مخطط الأعمال كمنهج مرحلي ينتهي بقبول أو رفض التمويل وحاول كل من (1984) TYBJEE et BRONO اقتراح منهج شامل لتقدير فرص النجاح و تهديدات فشل المشروع.

وفي القارة الأوروبية وضعت شركة تمويل فرنسية IDI و SIPAREX في بداية ثمانينات سلم به مجموعة من المحددات بعد خبرة سنوات النشاط، حيث وضع سلم تنقيط كمنهج شاملة لمساعدتها على دراسة مخطط العمل وانتقاء المشروعات المتشابهة. و إلى جانب أداة التقويم العددي المتعارف عليها تم إضافة أدوات تشخيص كيفية حرجة في المشروع بما في ذلك صفقات الخروج المحتملة و مدى قدرة الممول أن ينفذها في المستقبل.

### 1-1- نموذج الانتقاء ل (1974) W.WELL :

قام الباحث بدراسة أهمية محددات تمويل استندا لعينة من مؤسسات تمويل الاستثمارات و مقابلات مع سبعة شركات تمويل أمريكية، وتضم هذه شركات 6 مؤسسات تمويل خاصة و شركة واحدة حكومية ، وخلص الباحث أن مؤسسات التمويل تركز على 12 محدد يراها رئيسية في اتخاذ قرار الاستثمار و ركز في البحث نفسه على أهمية كل محددات على مستقبل الشركات الممولة و المردود المتوقع.

نذكر المحددات التي يراها (1974) W.WELL لها أكبر وزن في قرار الممول في الترتيب التالي:<sup>1</sup>

1. إدارة الأعمال (قدرات فريق الإدارة).
2. أهمية المنتج المبتكر.
3. السوق.
4. قدرات التسويقية للمؤسسة.
5. الهندسة المالية.
6. مخطط التسويق.

<sup>1</sup> W.WELL ; venture capital decision making ;doctoral in C. ZOPUONIDIS ;Op.Cit ; p104.



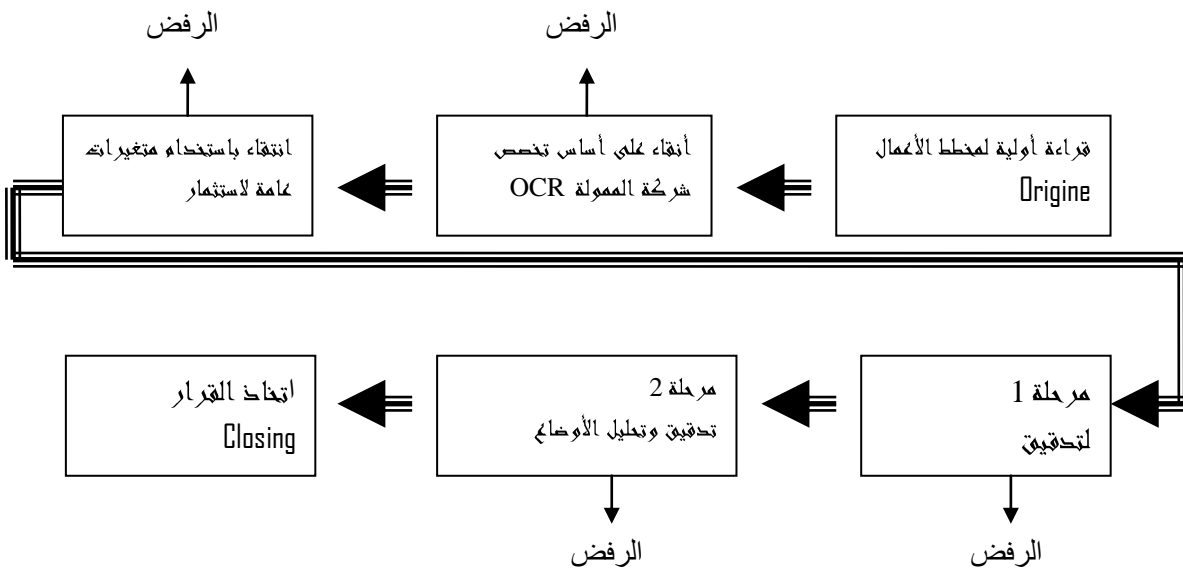
7. القدرات المالية (مركز المالي).
8. القدرات الصناعية للمؤسسة
9. بدائل منتج في السوق.
10. المتعاملين مع المؤسسة.
11. الشائبة: صناعة /تكنولوجية.
12. تسيير مرحلة الخروج.

## 2-2- نموذج الانتقاء لـ (FRIED et HISRICH (1994):

اقترح الباحثين نمودجا متوازنا يعالج نشاطات تقويم شركات رأس المال المخاطر و مناهجها بعد جهد دام عدة سنوات في دراسة معلومات مالية وغير مالية من مجتمع شركات التمويل. و بعد دراسة النتائج و تحديد الخطوات الضرورية التي يعتبرها الباحثين ضرورية لا يمكن استغناء عنها. اقترح نمودجا جاء بناء على النتائج تاريخية المعتمدة لمجتمع مؤسسات التمويل تحصل عليها وقاموا بدراسة محددات قبول و رفض التمويل. و قدم الباحثين في نهاية بحثهم منهجا عاما يمكن استخدامه لاتخاذ القرار النهائي.

استخلص لتقويم المشروعات في ستة مراحل لدراسة طلبه التمويل

شكل (2-10): نموذج انتقاء (FRIED et HISRICH(1994)



Source : FRIED & HISRICH “ toward a model venture capital investment decision making” financial management USA 1994 p28-37. in Eric STEPHANY ; Op.Cit p112

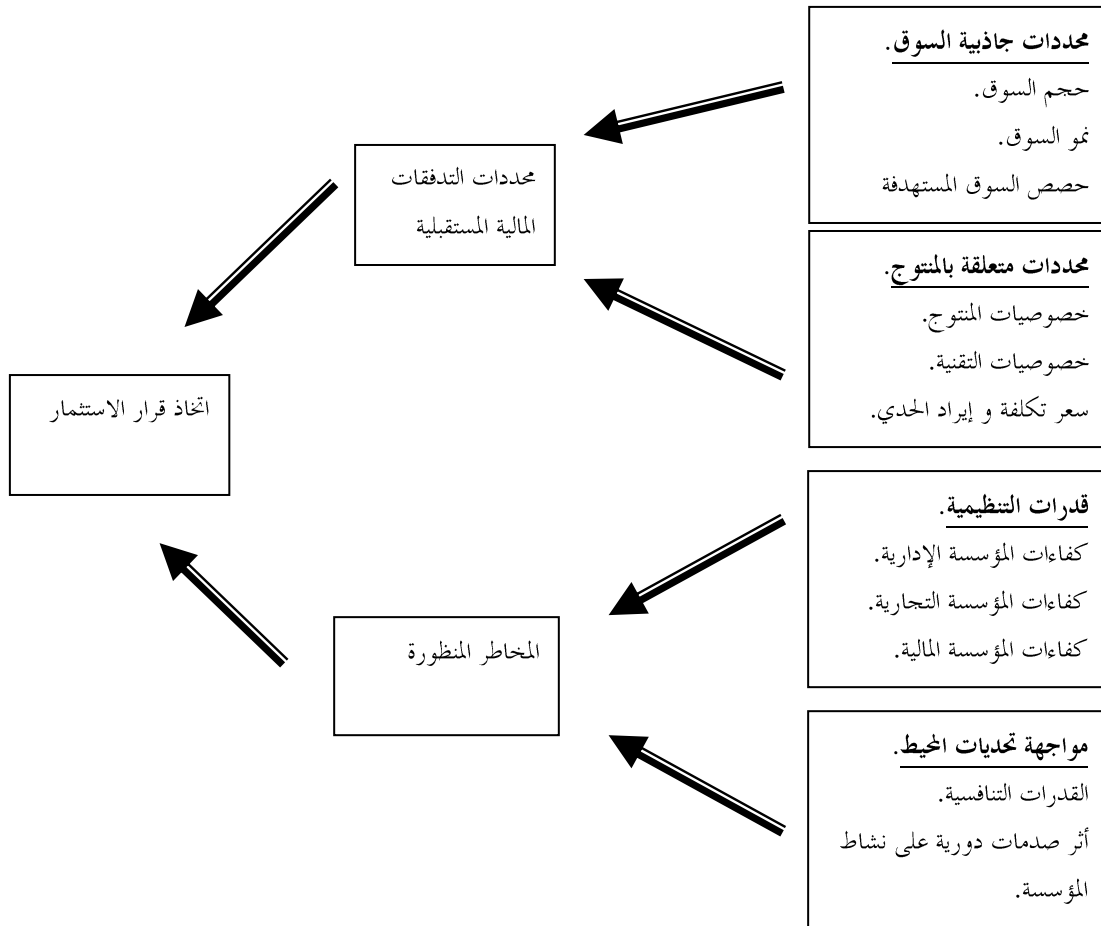
بناء على النتائج المتحصل عليها من مجتمع شركات التمويل برأس المال المخاطر في الو.م.أ،  
أقترح الباحثين منهجا عاما لدراسة ملفات قبل عملية الغلق و اتخاذ القرار النهائي تدعى  
ب Closing.

واجه اقتراح FRIED et HISRICH انتقاد في الأوساط المالية باعتبار أن إتباع التقويم  
المرحلي طويل ويحتاج إلى كم من وقت أكبر من متوسط دراسة الملفات، وهذا المنهج  
يتعارض مع أهداف شركات التمويل الرامية لخفض تكاليف الانتقاء، فالمنهج يحتاج إلى  
موارد مالية لدراسة الملفات و إلى كفاءات بشرية معتبرة للقيام بمرحلة التدقيق و تحليل  
الأوضاع المحيطة.

### 2-3- نموذج انتقاء لـ TYBJEE et BRONO:

إن التمويل برأس المال المخاطر يستوجب مجموعة من الشروط لاتخاذ قرار سليم و موضوعي  
وتدرس الملفات عبر مراحل الانتقاء أو ما يعرف بمرحلة قراءة مخطط الأعمال. وتنتهي هذه  
المرحلة باتخاذ قرار نهائي.

شكل رقم (2-11) : مراحل الانتقاء لـ TYBJEE et BRONO



Source : TYBJEE et BRONO ; A Model of Venture Capital Investment Activity, Management science, vol 30; n°9; in E.SHTÉPHANY ;Op.Cit.p115.

## 2-4- نموذج الانتقاء في شركة تمويل SIPQREX et IDI .

أما منظور شركة تمويل SIPQREX و IDI فهو مختلف مع المناهج المقترحة في الولايات المتحدة الأمريكية، وتعمل مناهج قراءة مخطط العمل على ترتيب سلمي يأخذ بعين الاعتبار محددات مستقبلية و آنية و تشخيص مستقبل المؤسسة بناء على مضمون مخطط العمل. تعتبر شركة SIPQREX من الشركات التمويل المرموقة في فرنسا و بدأت نشاطها مبكراً، فقد أمضت أول مساهمة في نهاية 1977، و قدرت أرقام صادرة من الشركة أنها خصصت ما يقارب 84.9 مليون فرنك فرنسي في فترات تتراوح بين 1977 إلى 1983 لفائدة 33 مشروع أي ما يقارب 2.75 مليون فرنك كمتوسط مساهمة في المشروع الواحد.

بفعل الخبرة و التعديلات خلال سنوات النشاط قامت شركة بوضع نموذج انتقاء يعتمد على المحددات الكمية و الكيفية لتقييم المخاطر و التحديد الفرص و التحديات كما يهدف هذا الترتيب لمساعدة المسيرين في اتخاذ قرار التمويل من خلال الجدول الموالي.

جدول رقم (2-8) محددات الانتقاء شركة SIPAREX

سلم الترميز	تعريف بالمحددات
3 2 1	أمان المعلومات عالية جيدة بدون ملاحظة
3 2 1	اتجاه السوق نمو مستقر كساد
3 2 1	التموقع في السوق قوي متوسط ضعيف
3 2 1	أثر وضع الاقتصادي على نشاط المؤسسة ضعيف متوسط قوي
3 2 1	منحى نتائج المالية للمؤسسة نمو متوسط ضعيف
3 2 1	إمكانية توزيع الأرباح قوية متوسطة ضعيفة
3 2 1	قدرات الإدارية (التنظيمية) قوية متوسطة بدون ملاحظة
4 3 2 1	البحث و التطوير مرتفعة جدا مرتفعة ضعيفة غير موجودة
3 2 1	إمكانية دخول البورصة ممكنة جدا متوسطة ضعيفة

Source : C. ZOPUONIDIS ; Op.Cit ; p182

يضم جدول محددات تراها الشركة ضرورية في عملية الانتقاء، و تبدو أن المحددات الكيفية أكثر أهمية من المحددات الكمية المتعلقة بالمرودية و المركز المالي.

تعتبر شركة IDI من أهم شركات التمويل برأس المال المخاطر فقد قدمت العديد من التمويلات منذ نشأتها سنة 1970 وتشير تقارير خاصة بنشاطاته التمويلية أنها وفرت ما يقارب 3 مليارات من فرنكات لأكثر من 239 مؤسسة بمتوسط 11 مليون فرنك فرنسي.

جدول رقم (2-9) محددات الانتقاء في شركة تمويل IDI

المحددات الإستراتيجية (سلم ترميز)			المحددات المالية (سلم ترميز)		
1	ضعيفة	قدرات التنظيمية	1	أقل	نمو رقم الأعمال نسبة إلى معدل التضخم
2	متوسطة		2	مساوية	
3	جيدة		3	أكبر	
4	ممتازة				
1	غائب في المؤسسة.	جهود البحث و التطوير	1	أقل	نمو قيم المضافة نسبة إلى رقم الأعمال
2	جهود متوسطة.		2	مساوية	
3	مرتفعة (براءة الاختراع)		3	أكبر	
1	تملك المؤسسة 3 نشاطات	مؤشر تنوع المنتج	1	أقل	معدل إنتاجية العامل بالنسبة لتكلفة العامل
2	تملك المؤسسة نشاطات		2	مساوي	
3	تخصص المؤسسة في نشاط واحد		3	أكبر	
4	تملك المؤسسة أكثر من نشاط و تحتكر السوق				
1	كساد السوق	اتجاه السوق	1	100 يوم	فروض الموردون باليوم
2	سوق مستقر		2	بين 80 و 100.	
3	نمو السوق		3	بين 50 و 79.	
			4	أقل من 50 يوم	
1	سوق ضيق	التموقع في السوق	1	خسارة (أقل من صفر)	نتائج التاريخية للمؤسسة
2	سوق وطني		2	ربح متناقص	
3	تحتكر المؤسسة السوق الوطني		3	ربح متزايد	
4	مؤسسة تنشط في السوق الدولي		4	ربح مرتفع متزايد	
1	خروج من خلال بيع للمنظم.	صفقات الخروج الممكنة			
2	خروج البيع الصناعي.				
3	إصدار أولي في البورصة.				
1	سوق وطني فقط	حصص السوق الدولي			
2	قدرة الاختراق ب20%.				
3	قدرة الاختراق تصل ل40%				
4	قدرة الاختراق بين 40 و60%				
5	قدرة تفوق 60%.				

Source : C. ZOPUONIDIS ;Op.Cit ; P185

وخلافا على تجميع المحددات في الشركة السابقة أسست شركة IDI الفصل بين المحددات الكمية والمحددات الكيفية، لكن المحددات الإستراتيجية للتمويل أكثر من المحددات المالية في المؤسسة، وهذا الكم من المحددات يشير بوضوح إلى أن شركة تهتم أكثر بحوكمة المؤسسة. في دراسة قام ( 1986 ) C. ZOPUONIDIS شملت ملفات تمويل لمؤسسة رأس المال المخاطر IDI و SIPAREX وباستخدام نموذج المنفعة الحدية مكتملة modèle de fonction d'utilité additive المشار إليه في العلاقة التالية:

$$U(g) = \sum_{i=1}^n p_i u_i(g_i)$$

خلص الباحث إلى نتائج مهمة حول أهمية كل محدد في اتخاذ قرار التمويل:

— إن طبيعة الإدارة أهم المحددات التي تركز إليها شركتين ولها أكبر ثقل في اتخاذ القرار التمويل.

— توصل من خلال نتائج النموذج أن المحددات الأولى لها وزن في اتخاذ قرار التمويل على باقي المحددات الأخرى. وعلى هذا الأساس يعتقد C. ZOPUONIDIS أن التمويل برأس المال المخاطر هو تمويل الإنسان القادرة على الإدارة السليمة للموارد.

في بحث مماثل أقيم من طرف<sup>1</sup> A.ROUBRE & R.KEELEY (1990) بعد دراسته ل 36 مخطط عمل لمؤسسات ابتكارية في المملكة المتحدة خلص أنه توجد 04 عوامل أساسية لتفسير فشل مساهمات شركات التمويل في المؤسسات و هي كالتالي:

— نقص التكامل بين إدارة المنظم و أصحاب القرار ( تكامل فريق الإدارة).

— تفوق تقني للمنتجات المبتكر.

— الوقت المستغرق للتطوير المنتج.

— درجة تركيز المستهلكين على المنتجات المبتكرة.

<sup>1</sup> C. ZOPUONIDIS ;Op.Cit ; P106.

## خاتمة :

يتبين لنا من خلال هذا الفصل أن رأس المال المخاطر هو بالدرجة أولى هو مصدر تمويل المعارف الجديدة، حيث يقدم تمويلا تساهميا للمؤسسات الاقتصادية في المراحل الحرجة سواء كان ذلك في فترة إقلاع المؤسسات الناشئة les start-up أو في مرحلة توسع المؤسسات القائمة.

و خلاصنا في هذا الفصل إلى بعض النتائج نوجزها في العناصر التالية:

— إن رأس المال المخاطر مصدر تمويل عريق عرف في المجتمعات القديمة، و تطور في العالم المصنع بعد الحرب العالمية الثانية، فهو يدعم في الغالب مجالات ابتكارية عديدة ويقدم حولا تمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الراغبة في تطوير أعمالها.

— تعمل شركات التمويل برأس المال المخاطر على إدارة صناديق الاستثمار بالأخطار لصالحها أو لصالح الغير في مشروعات جديدة أو أفكار حديثة، أو براءات الاختراع كما توفر تمويلا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة القائمة التي تعمل على تقديم منتج مميز أو توفر خدمة حديثة و لها مستقبل استثماري جيد.

— إن رأس المال المخاطر هو نشاط تمويلي معاصر في محيط غير مستقر ترتفع فيه نسب المخاطرة ووجود احتمال ضياع الأموال، و لتفادي حالات الفشل تعتمد الشركات الممولة على مرجعية معلوماتية تحرر من طالبي التمويل تدعى بالملف أو مخطط الأعمال، و تقوم شركة بدراسة السيناريوهات المحتملة معتمدة على المعلومات المقدمة من طرف العميل و شبكة من الخبراء.

— إن نشاط الوسطاء برأس المال المخاطر يختلف جذريا على التمويل بالاستدانة سواء قبل عملية التمويل أو بعد إبرام العقد، حيث لا يقتصر عمل الممول برأس المال المخاطر على استثمار الأموال، وإنما يوفر مساعدات فنية للمؤسسة عند الحاجة، كما يهتم بفعالية المؤسسة و يحرص على كفاءتها في السوق، فتعثر المؤسسة أو إفلاسها سيكون له أكثر مباشر على الأموال الموضوعة تحت تصرفها.

— تبين لنا من خلال هذا الفصل أن شركات التمويل برأس المال المخاطر تهتم كثيرا بالمحددات الكيفية في اتخاذ قرار التمويل خاصة قدرات فريق العمل في المؤسسة.

الفصل الثالث:  
محددات تطور سوق  
رأس المال المخاطر.



مقدمة:

منذ نهاية الحرب العالمية الثانية بدأ التمويل برأس المال المخاطر يتسع و يتطور في الولايات المتحدة الأمريكية و ينتشر تدريجيا في أنحاء مختلفة في العالم حيث بدأ رحلته الأولى في بداية السبعينات في القارة الأوروبية، وهو حاليا يتطور باستمرار في اقتصاديات الدول الناشئة.

فبعد اطلعنا على مبادئ و خصائص التمويل برأس المال المخاطر، سنتطرق في هذا الفصل إلى عرض بعض تجارب دول العالم، وسنحاول من خلال عرض هذه التجارب استخلاص الدروس كما سنهتم في هذا الفصل بعرض مختلف المراحل التي عرفتها مهنة رأس المال المخاطر في الدول الصناعية و سنعرج على تجربة الولايات المتحدة الأمريكية و فرنسا، كما سنقوم بعرض مختصر للتجارب الناجحة في الدول الناشئة. سنحاول في ختام هذا الفصل من خلال مراجعة الأدبيات الاقتصادية عرض أهم المتغيرات التي تفسر نمو سوق رأس المال المخاطر.

## المبحث الأول: مكانة تمويل برأس المال المخاطر في الدول الصناعية.

عرفت الدول الصناعية في نهاية القرن الماضي تطورا محسوسا في شبكة تمويل المؤسسات الاقتصادية والخدماتية حيث تتنافس البنوك الخاصة و العامة و المؤسسات المالية المتخصصة على تقديم تمويلات للمؤسسات الاقتصادية بأقل شروط سواء كانت ذلك بالاستدانة أو بأنماط أخرى مشابهة لها، كما عرفت هذه الدول دخول صناديق التأمين و صناديق المعاشات مجال التمويل بالأخطار و ساهموا في زيادة معروضات التمويل بتقنيات رأس المال المخاطر.

### المطلب الأول: صناعة رأس المال المخاطر في الو.م.أ:

بعد انهيار الاتحاد السوفياتي تفوقت الولايات المتحدة الأمريكية في جل مجالات الحياة خاصة في المجال الاقتصادي، فهي تملك أقوى القدرات التجارية في العالم، كما أنها أقوى قوة عسكرية في العالم إذ يستخدم جيشها المحترف أحدث التقنيات العسكرية. في نفس السياق، تنصدر الولايات المتحدة الأمريكية مهنة تمويل برأس المال المخاطر حيث يراها الخبراء و الباحثون أمثال P. Gilles MONGENOT ،E. DUBOGAGE ،BATTINI أنها مهد تقنيات التمويل برأس المال المخاطر. بدأت أول شركة خاصة تمنح التمويل التساهمي لمؤسسات حديثة النشأة في سنة 1946 سميت بالمؤسسة الأمريكية للبحوث و تطوير <sup>1</sup>ARD . بعد تأسيس شركة تمويل ARD ، تطورت تطبيقات رأس المال المخاطر في الحاضنات البحثية و المخابر الجامعية و نذكر منها Hewlett Parckard ، Varian Associat ، و أستمر ازدهار المهنة في نهاية السبعينات بالرغم من الظروف الاقتصادية الصعبة، حيث ساهم الممولون الجدد في ازدهار حاضنات التكنولوجيا العديدة الموزعة في الولايات المتحدة الأمريكية. تشير الأدبيات العلمية في هذا الصدد، إلى أن نشأت التمويلات برأس المال المخاطر في الو.م.أ كان و لازال منهج تمويل المبدعين و المبتكرين، أي أن مسببات بروز مهنة رأس

<sup>1</sup> Jean- mairie CHAUVET ; Pour une économie de l'innovation ; Revue géopolitique ; n°71 2000 ; p 142.

المال المخاطر في الو.م.أ في منظوره الضيق هو تمويل جديد موجهة للمبتكرين و المؤسسات الصغيرة سريعة النمو التي تنشط غالبا في القطاعات الابتكارية.

يشير Kamel Eddine BOUTAOUATA (2005)<sup>1</sup> أن جذور بروز المهنة رأس المال المخاطر بدأت من وجود إرادة حكومية في الولايات المتحدة الأمريكية حرصت على استمرارية التفوق الاقتصادي والعسكري، فقد طلبت مؤسسة الدفاع من G.DORIOT لإدارة مجموعة من العلماء لتطوير تقنيات عسكرية و البحث عن منتجات جديدة تتحمل كل الظروف المناخية.

منذ ذلك التاريخ تعمل الحكومات الأمريكية المتعاقبة على دعم و تطوير التقنيات الحديثة للتفوق على منافسيها في نهاية الحرب العالمية الثانية، و على رأس هذه الدول الاتحاد السوفياتي ، اليابان، و تعاضم مكانة أوروبا الغربية في الاقتصاد العالمي.

وبفعل هذا الاهتمام المبكر من الو.م.أ، في مجالات الابتكارات الجديدة، و فرت الخزينة الفدرالية إعانات مادية معتبرة لدعم البحث و التطوير، حيث و فرت إعانات مادية و فنية معتبرة للمؤسسات الصغيرة الابتكارية ضمن برنامج دعم الابتكار SBIR<sup>2</sup>، بإضافة لمساعدات خاصة تعمل على تسهيل البحوث العلمية، حيث عرف المهنة ترسانة من القوانين التي تهدف إلى إلغاء كل عقبات البيئة الاستثمارية.

يشير في هذا الصدد P. BATTINI (2006)<sup>3</sup> أن الإطار المؤسسي و التنظيمي كان له دورا محوريا في تطوير قوى الابتكار و تجسدت هذه القوى بوفرة الطاقات البشرية الكامنة التي ساهمت بدورها إلى رفع القدرات الابتكارية للو.م.أ و تجسدت هذه القوى أساسا في العناصر التالية:

- بروز جيل من الشباب تخرجوا من المعاهد الأمريكية يملكون طاقات ابتكارية كامنة.
- وجود طبقة عمالية نشيطة (المهندسين، والخبراء) بعد فقدانهم مناصب عمل.
- بروز مؤسسات صغيرة من طرف أفراد يمتلكون كفاءة و خبرة مهنية معتبرة.

<sup>1</sup> Kamel Eddine BOUTAOUATA; Le capital investissement enjeux & perspectives; Edition grand Alger livres; 2005 ; p 70, 71.

<sup>2</sup> SBIR : Small Business Innovation Research Program.

<sup>3</sup> P. BATTINI ; Finances son entreprise de la création a la transmission par le capital investissement; Op.Cit.p228.

مما لاشك فيه بدأ رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في فترة بعد الحرب العالمية لتمويل أبحاث و خدمات مبتكرة، وعرف هذا مصدر قبول كبير في منتصف السبعينات بعد موجة من التعديلات التنظيمية التي سمحت بفتح قنوات جديدة لعرض رؤوس أموال من طرف ممولون جدد عرضوا مبالغ معتبرة. تذكر الدراسات أن الأزمات الاقتصادية و نكبات السوق المالي التي عرفتها الو.م. ا غيرت مسار ومعروضات التمويل بشكل عام و رأس المال المخاطر بشكل خاص، فقد أثر هذا الوضع غير المرغوب فيه على خيارات المستثمرين و عارضي رؤوس الأموال . ويقسم<sup>1</sup> S MONTCHAND & BGUILHON (2008) تاريخ رأس المال المخاطر في الو.م.أ إلى ثلاثة مراحل أساسية نوجزها في العناصر التالية:

### 1. مرحلة ما بعد الحرب العالمية إلى سنة 1970.

شهد التمويل برأس المال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية نشاط محدود سواء من حيث تخصص أو من حيث حجم المبالغ المستثمرة، وبالرغم من ذلك تذكر بعض الدراسات<sup>2</sup> NVCA (1986) بأنه بالرغم من صعوبات التمويل التساهمي في تلك فترة فقد تحقق في أرض الواقع نجاحات كبيرة للمشروعات مولت برأس المال المخاطر، حيث قام الممولون الجدد بتمويل أبحاث مؤسسات ناشئة في حاضنات تكنولوجية و من أبرزها مجمع السيلكون فالي الذي يقع في الجهة الغربية للولايات المتحدة الأمريكية. ساهمت الحرب الباردة في اهتمام الحكومات المتعاقبة بمجال تطوير التقنيات الحديثة في مجال الاتصالات والصناعات الحربية و قدمت الولايات المتحدة في هذا المجال كل أشكال الدعم المالي و التشريعي لتحقيق التقدم التقني في مجال التسليح بشكل خاص و مجال التقنيات الحديثة الموجهة للمستهلكين بشكل عام، فقد أعتبر الأمريكيون في دوائر السلطة أن حروب

<sup>1</sup> Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON; Mécanisme et Financement de L'innovation; Ed LA VOISIER ; 2008 ; P122.

<sup>2</sup> NVCA (1986) in Marianne LAGRANGE ; les nouveaux enjeux du capital investissement ; Edition BROCHE 2002. p 31

المستقبل تحسم بالتفوق التكنولوجي، وسيكون نجاح ردع طرف على أخرى لا محالة على بناء إمكانية أحد الطرفين على ابتكار أحدث التقنيات<sup>1</sup>.

أول تجربة في هذا المجال تجربة ضابط المتقاعد الذي ساهم في تطوير مهنة رأس المال المخاطر، وتعرف هذه الشخصية ذات تاريخ عسكري و أكاديمي بأنه أول مؤسس لشركة تمويل برأس المال المخاطر حيث قام G DORIOT<sup>2</sup> بمساعدة Pentagon إلى دعم مختلف النشاطات البحثية المرتبطة بالميدان العسكري وقام بتجسيد معارفه في التسيير الصناعي بإدارة مجموعة من العلماء في مختلف التخصصات لصناعة أحدث تقنيات لفائدة المؤسسة العسكرية.

استمر DORIOT في النشاط الأكاديمي و قدم دروسا ومحاضرات في جامعة هارفارد الأمريكية Havard Business School. و بعد التقاعد استطاع من خلال تجربته في المؤسسة العسكرية تأسيس أول مؤسسة تمويل البحوث العلمية خاصة في العالم و التي عرفت بمؤسسة أمريكية للبحوث والتطوير<sup>3</sup> ARD.

من خلال تجربته الرائدة في تمويل المؤسسة الابتكارية في فترة الخمسينات، يرى G.DORIOT أن مهنة الممول تلخص في ثلاثة مبادئ، يعتقد أن المهنة صعبة من منظور عملي لأنها تركيبة لثلاثة مبادئ غير قابلة للفصل:

- أولاً، لا يمكن للمستثمر أن يتسامح مع تدابير الحيطة و الحذر، و بالرغم من قيام الممول بدراسة عميقة للملفات و تدقيق المعلومات و القيام بعدة متابعات ميدانية في المشروعات الممولة، فلا ينتظر الممول نجاح جميع المشاريع.
- ثانياً، إن نشاط الممول نشاط شاق، بما أن عمل الممول متعدد الجوانب في الدورة الواحدة، حيث يعمل أولاً على جلب رؤوس الأموال و اقناع

<sup>1</sup> Kamel Eddine BOUTAOUATA ; Op.Cit.p36.

<sup>2</sup> GEOGUE DORIOT ( 24 septembre 1899 PARIS \_ 2 juin 1987 BOSTON) est professeur de management et investisseur du capital risque modère ; diplômée de L'HARVARD, il est a la sixième place dans le classement universelle du monde des entrepreneur

<sup>3</sup> NVCA (1986) in Marianne LAGRANGE ; les nouveaux enjeux du capital investissement ; Op.Cit ;p 32.

المستثمري، و يهتم بتسيير المحفظة المالية، كما يعمل الممول في الوقت نفسه على متابعة فنية للمشاريع.

• و أخيراً، يرى أن عملية البحث و التنقيب الممول على صفقات الخروج تبقى من مراحل حرجة، ويراها مرحلة شاقة وحيوية، لأنها منطلق إعادة دورة تمويلية جديدة.

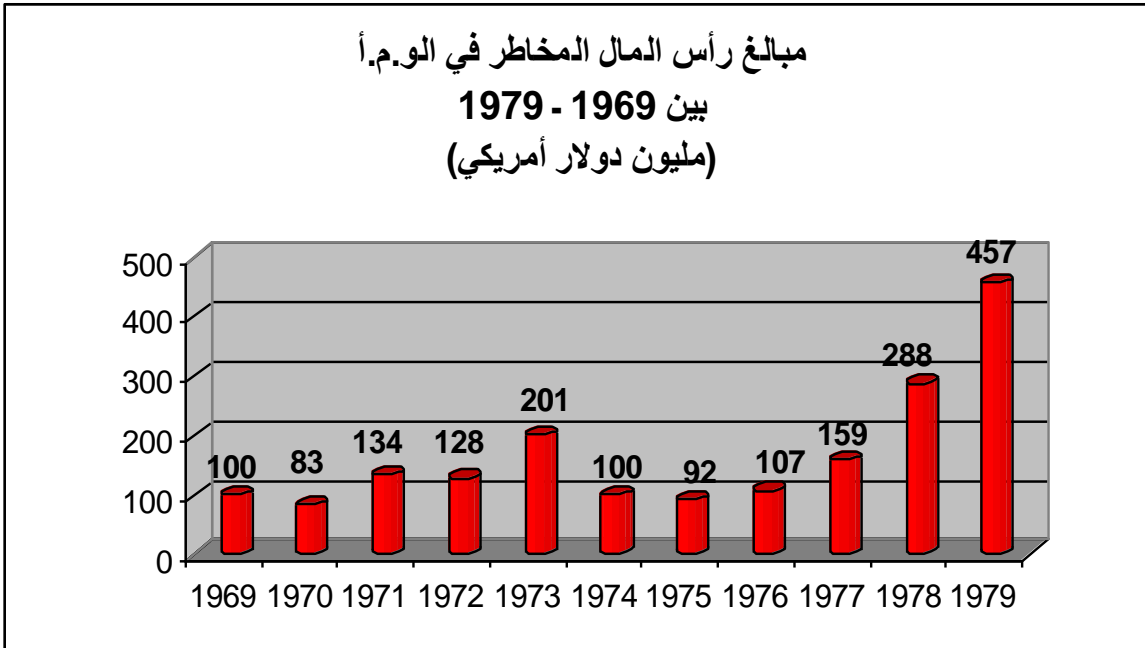
من خلال تجربة DORIOT بدأ ساسة الو.م.أ بتوفير ميزانيات معتبرة لتشجيع كل نشاطات التي تخدم المصالح الاقتصادية و العسكرية، فقد قدم أصحاب القرار في مختلف المستويات السلطة كل أشكال الدعم لفائدة الابتكار، واستمرت زيادة الميزانيات المخصصة لتمويل الأبحاث و الابتكارات بشكل تصاعدي منذ الحرب العالمية الثانية.

## 2- مرحلة 1970 إلى نهاية 1990.

شهدت الصناعات الابتكارية بين فترة السبعينيات وبداية التسعينيات ارتفاعاً محسوساً في حجم مبالغ التمويل بفضل قيام الحكومة الفيدرالية بتعديلات قانونية غير مسبوقة ساهمت في اتساع عريضي رؤوس الأموال في صناديق مشتركة للتمويل بالأخطار. كما عرفت هذه المرحلة فترات أخرى من تراجع و الركود بفعل حدوث أزمات ظرفية لكنها ضربت الاقتصاد الأمريكي في العمق، وهذا وضع أدى إلى انخفاض عروض التمويل الإجمالي و التمويل التساهمي بشكل خاص. يمكن القول انه بالرغم من التعديلات التي عرفتها الو.م.أ و التي مست عروض رأس المال فقد لقيت مهنة رأس المال المخاطر في هذه المراحل ركوداً نتيجة انخفاض معروضات التمويل.

كما أن أوضاع المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر من قبل لم تجد قنوات جديدة في تسويق المنتجات المبتكرة، حيث واجهت معظم المؤسسات الناشئة صعوبات معتبرة في الرفع من مبيعاتها الذي اقتصر أسواقها في تلك الفترة على السوق المحلي الأمريكي. وتراجعت ثقة المستثمرين حيال مستقبل المشاركات خاصة في تمويل مرحلة الإقلاع.

الشكل رقم (3-1): مبالغ رأس المال المخاطر المستثمرة في الو.م.أ من 1969 إلى غاية 1979.



Source : Marianne LAGRANGE ; Op.Cit.p32.

تبين من خلال المبالغ السنوية الفعلية لرأس المخاطر التي صدرت من الجمعية المهنية تعدد فترات الركود التي مست مهنة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية. و تتيح هذه المبالغ نظرة مفعول الأزمات تارة و مفعول التعديلات المؤسسية تارة أخرى. بالرغم من كثرة الصعوبات جراء الأزمة الاقتصادية و الأزمة البترولية الأولى على نمو الاقتصاد الأمريكي. عرفت هذه الفترة أيضا مجموعة من التحولات المؤسسية بدأت سنة 1971 بعد صدور المرسوم الفيدرالي يتضمن إنشاء سوق جديد للأوراق المالية يدعى ب: national association of securities dealers automated. (NASDAQ) يختص هذا السوق بالمؤسسات ذات التوجه الحيوي لفائدة المؤسسة الصغيرة التي تستوفي شروط إصدار أوراق مالية و يشترط هذا السوق المالي أن تملك المؤسسة طاقة كامنة للنمو في الآفاق. وتشير قاعدة البيانات السابقة بوضوح أن نشأة سوق القيم المنقولة للمؤسسات المبتكرة حقق انتعاش كبيرا، إذ وفر سوق NASDAQ انتعاش قوي تمخض عنه زيادة مستمرة لمعروضات رأس

المال المخاطر حيث انتقلت حجم التمويلات في ظرف ثلاثة سنوات من 83 مليون دولار إلى حدود 201 قبل أزمة الكساد البترولية<sup>1</sup>.

أقر كتاب أمثال (2005) A. delmoize SMITH& frank LOHRKE<sup>2</sup> أن نشأة السوق الجديد هو تحول حاسم في تاريخ تطور الوساطة المالية بشكل عام و رأس المال المخاطر بشكل خاص حيث أن نشاط سوق جديد قدم فرص جديدة و معتبرة للممولين برأس المال، كما قدم هذا الإطار المبتكر قناة جديدة و مرحة نسبيا للصناديق الاستثمارية، و هذا ما قد ساهم في ارتفاع معروضات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية الثمانينات.

رغم الجهود المؤسساتية، عرف الاقتصاد الأمريكي صعوبات أبرزها مرحلة الكساد في نهاية 1973 حيث تراجع فيها حجم النشاط الاقتصادي، و انخفضت المبالغ دون 100 مليون دولار أي أكثر ب55% مقارنة مع سنة 1973، كما انتقلت حجم التمويلات من 201 مليون دولار إلى 92 مليون في نهاية 1975. أي أن حجم التمويلات تراجعت ب 109 مليون دولار.

تبين لنا أن دورات الكساد الاقتصادي تتطابق مع مراحل كساد المهنة، فكلما برزت أزمة اقتصادية تنخفض مستويات معروضات رأس المال المخاطر، وتشير أبحاث في هذا المجال قام بها الباحث الفرنسي (2007) Gilles MONGENOT<sup>3</sup> أهم أسباب ركود المهنة في هذه الفترة نوجزها فيما يلي:

- صعوبة تصريف المنتجات المبتكرة و عدم قدرة المؤسسات في استحداث أسواق جديدة
- بغية تصريف المنتجات الصناعية خارج الحدود السياسية للولايات المتحدة الأمريكية.
- افتقرت الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك لسياسات تهمين القدرات التصديرية للمؤسسات المحلية و لاسيما المؤسسات ذات النشاط الإبداعي.

<sup>1</sup> Patrice BOIRIN; Le capital –risque aux Etat Unis dans les technologie de l'information; document de travail n°29, labo de redéploiement industrielle & innovation; RII;1999

<sup>2</sup> A. D. SMITH& frank LOHRKE ; Entrepreneurial Net Work Development ; Journal Of Business Research ; USA 2005.

<sup>3</sup> Gilles MOUGENOT ; Op.Cit ;p 55-58



لاشك أن افتقار المؤسسات الابتكارية لقنوات جديدة لتسويق مخرجاتها خارج الحدود السياسية في بداية السبعينات غير مسار مهنة التمويل برأس المال المخاطر، و عرفت هذه المرحلة تراجع معروضات رأس المال المخاطر، مما أدى إلى تراجع في حجم المنتجات المبتكرة وانخفاض وتيرة نمو الخدمات الحديثة، و بالتالي تراجع تدفق رؤوس الأموال من الممولين و تشاؤمهم بعد حصولهم على عوائد منخفضة من دورات تمويل سابقة<sup>1</sup>.

بالإضافة لهذه الصعوبات الاقتصادية، فقد عرفت الولايات المتحدة الأمريكية و العالم الصناعي صعوبات أخرى نتيجة أزمة طاقة، نشير أن سبب هذه أوضاع هو الصراع العربي الإسرائيلي، حيث أقدمت الدول العربية مصدرة للنفط بتوقيف صادراتها للمحروقات، وهذا ما أدى إلى توقف الآلة الصناعية و جميع وسائل النقل للدول الصناعية المستوردة للنفط. إن تراكم هذه الأزمات خلق صعوبات أدت إلى تراجع حجم الاستثمارات برأس المال المخاطر لكن هذا وضع لم يستمر كثير ويشير خبير فرنسي (2006) P. BATTINI<sup>2</sup> أن ركود بداية السبعينات كان لها مفعول إيجابي على المهنة في المدى المتوسط و المدى الطويل، إذ يرى أن سيناريو الكساد ساهم في ارتفاع مخزون الكفاءات المهنية ودفعت هذه الأوضاع الاقتصادية هؤلاء المؤهلين و المهندسين للفتح مؤسسات مصغرة ذات توجه تكنولوجي، و في الوقت نفسه حاول مبتكرون جدد فتح مؤسسات صغيرة بعد إجراء انخفاض فرص حصولهم على عمل في مؤسسات كبرى أو مؤسسات حكومية.

بفعل الحاجة إلى مناصب العمل قام عدد من المبتكرين بتخطي المشاكل الاقتصادية الظرفية و محاولة تأسيس مؤسسات خاصة بهم رغم قلة عروض تمويل في هذه الفترة، غير أن المؤسسات الكبرى وفرت تمويلات خاصة في شكل مساهمة في مشاريع يديرها أفراد مبدعون و مبتكرون ينشطون في إحدى فروع المؤسسة.

قامت مؤسسات صناعية رغم الظروف السيئة بفتح صناديق استثمارية ملحقة بغية استقطاب مستجدات السوق المحلي و دمج بشكل غير مباشر ابتكاراتها في الفروع الحيوية، وجاءت هذه الرؤية من طرف المؤسسات الكبرى كإستراتيجية تهدف على تعزيز قدراتها التنافسية و محاولة توقعها في السوق الدولي.

<sup>1</sup> Patrice BOIRIN; Op.cit ;p12.

<sup>2</sup> P. BATTINI ; Finances son entreprise de la création a la transmission par le capital investissement; Op.cit ; p 155.

ابتداء من سنة 1977 عادت الأوضاع إلى وضع مستقر بعد تنفيذ خطة الإصلاحات الاقتصادية الهادفة لرفع معادلات نمو الاقتصاد، و مست هذا الإصلاحات خفض الضرائب على المؤسسات، وتعززت مهنة رأس المال المخاطر بصدور مراسيم تشريعية تعمل على دعم الممولين، ونذكر أن أهم ما تم على الصعيد المؤسساتي هو إلغاء القانون الاحترازي لصناديق التأمين و صناديق المعاشات.

بعد ركود دام عدة سنوات، تحسن الأوضاع الاقتصادية تدريجيا وارتفع الطلب على مخرجات المشروعات التكنولوجية، وعرفت مبالغ التمويل برأس المال المخاطر انتعاشا بفعل اتساع أسواق داخل الو.م.ا و خارجها ، حيث تشير المبالغ أن وتيرة نمو معروضات رأس المال المخاطر تضاعف أربع مرات، و تبين الإحصاءات أنه بين 1976 نهاية 1979 انتقل حجم التمويلات المحققة من 107 مليون دولار إلى 457 مليون دولار، أي أن المبالغ تضاعفت في ظرف ثلاثة سنوات أكثر من 400%<sup>1</sup>.

في إطار الإصلاحات المؤسساتية الداعمة للابتكار، عرفت مناطق في الولايات المتحدة الأمريكية أيضا تطور مذهل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة في شمال شرق أمريكا أطلق عليها الصحفي الأمريكي Don HOEFLER بسيلكون فالي Silicon-valley فقد دون الصحفي في جريدة تصدر في كاليفورنيا أن إحدى المناطق في الولاية تدعى ب Valley De Santa Clara تعرف تحولا غير مسبوق في استحداث نشاط غير مألوف في منطقة غير مأهولة بالسكان. و تحولت في وقت قياسي من منطقة فلاحية إلى مدينة مؤسسات ابتكارية تعمل في فروع جديد معظمها تستخدم مادة معدنية أولية رئيسية تدعى ب (Silicone) وهي مادة أولية لصناعات المركبات الكترونية والحواسيب و لهذا السبب أطلق على المجمع في جبل كاليفورنيا اسم السيلكون فالي.

اعتبر الصحفي أن هذه المنطقة أدارت ظهرها لماضي حافل في القطاع الفلاحي لتفتح مصراعيها على قطاع غير مسبوق ينشط فيه غرباء جاءوا من جامعات و أسسوا مؤسسات صغيرة ابتكارية. و تعرف منطقة سيلكون فالي منذ السبعينات إلى يومنا هذا بمحطة الابتكار و الإبداع في العالم، وتعد من أهم المناطق نشاطا في الو.م.أ، حيث شهدت مرور أبرز

<sup>1</sup> Patrice BOIRIN;Op.Cit ; p23.

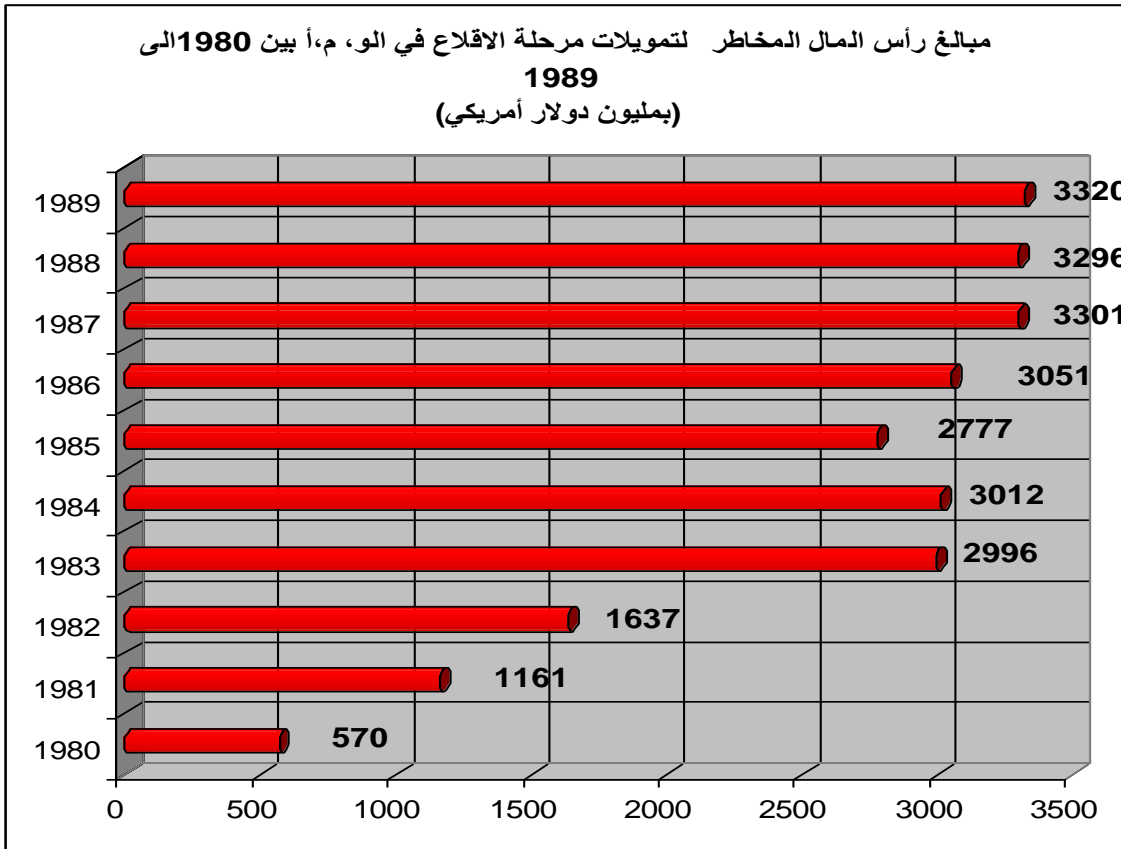
المبتكرين و أشهر المؤسسات ناجح في مجال الاتصال و الإعلام ونذكر منها مؤسسات أصبحت اليوم من أهم المؤسسات الرائدة في تطوير وسائل الإعلام و الاتصال نذكر منها شركة Appelle وشركة Intel و عدد معتبر من مطوري برامج الحاسوب المستخدمة دوليا و على رأسها Microsoft كما أسس صاحب شركة stive DJOB أول نظام للحاسوب المعروف باسم Mackintoshes في حاضنة سيلكون فالي.

بذلك كرست منطقة سيلون فالي نهضة صناعية دولية في عالم الحاسوب و تكنولوجيا الإعلام والاتصال في نهاية القرن الماضي، وما تزال إلى يومنا هذا ملاذا مناسباً للمبتكرين المحليين و الدوليين.

بفعل وجود هذه الأرضية للابتكار، استمرت عروض رأس المال المخاطر بارتفاع بشكل تصاعدي وهذا ما جعل الممولين المؤسساتيين يخصصون مبالغ معتبرة من رؤوس أموال في صناديق استثمارية بالأخطار.

شكل رقم(3-2) مبالغ رأس المال المخاطر في الو.م.أ.

بين 1980 و 1989



Source : NVCA rapport in Marianne LAGRANGE ; les nouveaux enjeux du capital investissement ; édition BROCHE 2002

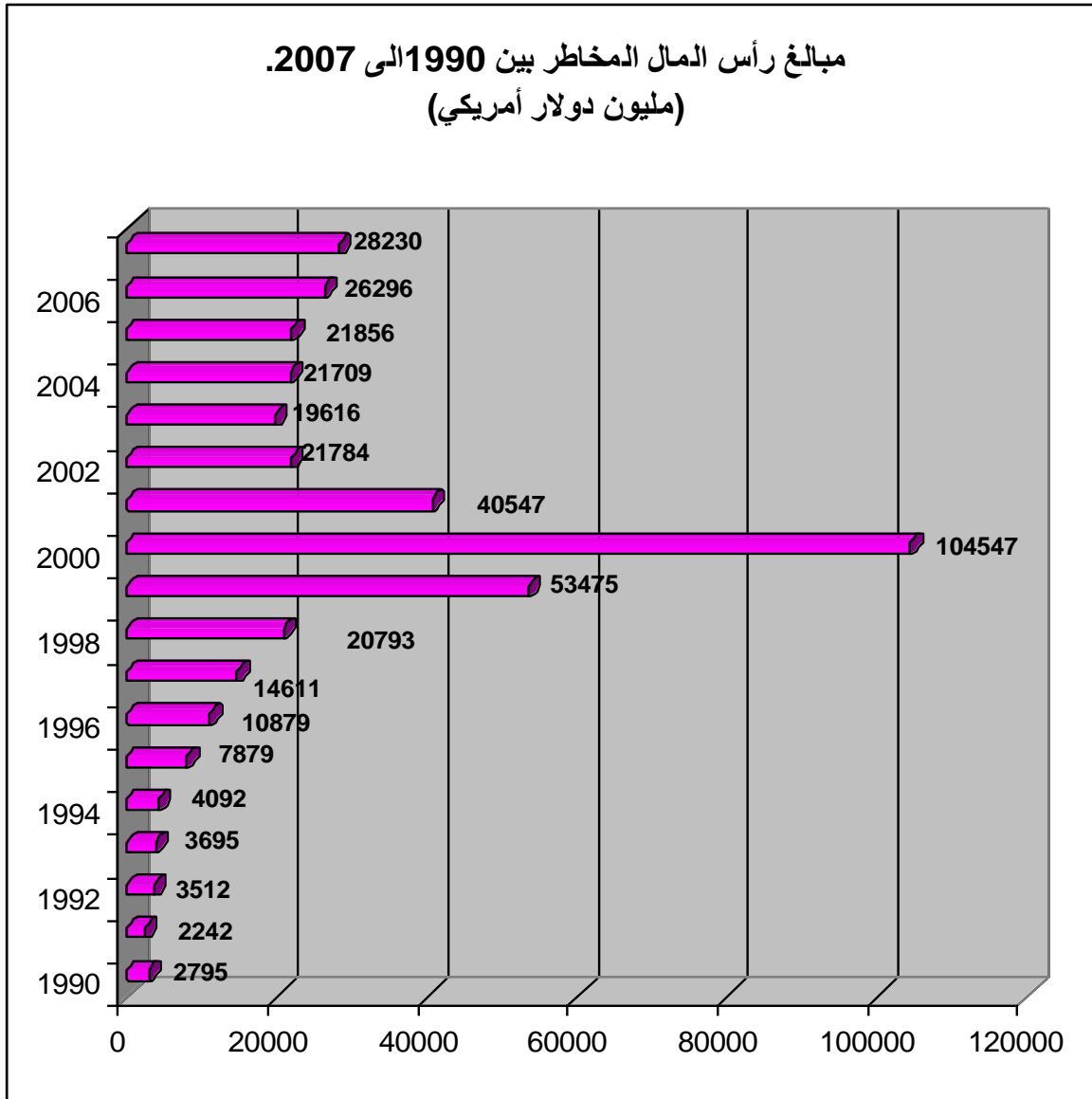
عرفت فترة الثمانينات ارتفاعا مستمرا دام عقدا كاملا و انتقلت مبالغ التمويل من أكثر من 570 مليون دولار إلى أكثر 3.32 مليار دولار، ونرى أن هذه المبالغ تدل على انتعاش المهنة و مرحلة تحول إلى وساطة معتبرة و سماها بعض الكتاب بصناعة رأس المال المخاطر<sup>1</sup>. كما أن رواج هذه الفترة جاء بعد اهتمام مؤسسات كبرى بمجال التمويل الابتكاري، وبدأت مؤسسات كبرى في تأسيس صناديق خاصة بهم تدعم الصناعات الجديدة، كما أن ظروف السوق الأمريكي تحسن و عرف انتعاشا كبيرا بفضل العولمة الاقتصادية ولقيت المؤسسات حديثة النشأة دفعت قوية من المؤسسات الكبرى المتعاملة معها ضمن عقود المقابلة الباطنية.

### 3- مرحلة الدوت كوم: ثورة المعلومات و الاتصالات.

تعتبر مرحلة الدوت كوم بمثابة مرحلة التطور الجنوبي لوسائل الإعلام و الاتصال و هي فترة أسرع و تيرة عرفتها الولايات المتحدة في مجال الابتكار و المخاطرة في المشروعات الناشئة، فقد سارع الممولين المؤسساتيين و الخواص و الصناعيون إلى تكوين أضخم الصناديق الاستثمارية لتمويل مجالات الابتكار في قطاع الإعلام و الاتصال و محاولة جني أرباح معتبرة في فترات استثمارية قصيرة. غير أن هذه المرحلة لم تعمر طويلا، بل على العكس شكلت العروض الضخمة لمعرضات رأس المال بذور الأزمة، جراء دخول عدد من المؤسسات الناشئة عديمة الفعالية مما خلق فقاعة افتراضية في بورصة الأوراق المالية و غيرت بعد انفجارها مسار المهنة في الألفية الثالثة.

<sup>1</sup> Marianne LAGRANGE ; Op.cit ; p 25.

الشكل رقم (3-3): المبالغ المستثمرة في الولايات المتحدة الأمريكية بين 1990 إلى 2007.



Source : Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON ; Op.Cit.p41

يشير الشكل السابق إلى ارتفاع مبالغ معروضات رأس المال المخاطر منذ بداية التسعينات و عرفت المبالغ المستثمرة وتيرة قوية بدأت من 1995 حيث ارتفعت المبالغ 10879 مليون دولار إلى أكثر من 104547 مليون دولار<sup>1</sup>.

يعود السبب في ذلك إلى أن خدمات الشبكة العنكبوتية أثارت فضول العديد من الشباب في الولايات المتحدة الأمريكية خاصة التجارة الالكترونية، حيث اعتقدوا أنهم سيتمكنون من

<sup>1</sup> Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON ; Op.Cit ;p42.

الاستفادة في تطوير هذا النموذج للتواصل بين الملايين من الناس في العالم و تطوير مبيعات عبر الانترنت و إدارة علاقات الزبائن بأسعار منخفضة و بطريقة غير معقدة. غير أن في منتصف التسعينات بدأ يتبين أن الاستفادة من نماذج تطوير التجارة الالكترونية و تأسيس علاقات بين الزبائن و الموردين أنه مجال معقدا و محدود، بما أن تطوير الخدمات الخاصة في شبكة الانترنت يتطلب أولا، مصادر أموال معتبرة، كما أن دخول هذا السوق صعبة للغاية و يعرف منافسة شديدة كون أن حظوظ النجاح في هذا المجال ضئيلة و عدد قليل من مؤسسي الخدمات باستطاعتهم تحقيق نجاحات فعلية في هذا المجال. في وقت نفسه ورغم بؤادر فشل عدد هائل من الشباب في ما يمكن أن تقدمه الانترنت من فرص استثمارية، عرفت أسعار أسهم الشركات المماثلة في السوق المالي ارتفاعا غير مسبوقا و كان لهذا العامل اندفاع ممولين برأس المال المخاطر في الاستثمار في هذا النوع من المؤسسات بشكل سريع غابت فيها قواعد الحذر و الحيلة بشكل شبه كامل، و بفعل حماس المستثمرين بلغت المبالغ مستويات مرتفعة<sup>1</sup>.

على ما يبدو كان نموذج "الدوت كوم" بصيغته الأساسية نموذجا محدودا و لا يسمح بدخول عدد كبير من مستثمرين، غير أن المستثمرين في بورصة والمضاربين تهافتوا على شراء الشركات التكنولوجية في مرحلة الانطلاق إلا أن مستقبل هذه مؤسسات محتوم عليها بالفشل، حيث أنه في واقع لم تحقق أغلب هذه مؤسسات دولار واحد من الأرباح بعد فترة الانطلاق.

لكن نتائج الفعلية للمؤسسة في فترة الانطلاق ليست منظورة في السنوات الأولى، و استمر أصحاب رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة و الممولين من العالم بضخ مبالغ مالية كبيرة لأن مسار الاعتقاد السائد للمستثمرين آنذاك هو أن هذه المرحلة هي مرحلة الفرص الاستثمارية السانحة و مرحلة ازدهار التكنولوجيات الحديثة للأعلام و الاتصال<sup>2</sup>. و بفعل هذا الوضع ارتفعت القيمة السوقية لأسهم شركات أعمال و المجالات المتعلقة بها ارتفاعا كبيرا و شهدت بورصات العالم دخولا غير مسبوق من المؤسسات الحديثة سميت

<sup>1</sup> تقرير الأمم المتحدة للجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغرب آسيا، رأس مال المخاطر ، تكنولوجيا الاتصال و

الإعلام (الاسكو) E/ESCWA/ICTD/2007/12.2006

<sup>2</sup> Gilles MOUGENOT ; Op.Cit ; p 56.

بمؤسسات الدوت كوم، فتذكر أرقام نشاط بورصة ناسداك تشكل فقاعة، حيث أن مؤشر السوق المالي للمؤسسات الابتكارية وصل في نهاية سبتمبر 1995 إلى حدود 1000 نقطة وهو مستوى تاريخي غير مسبق، و استمر هذا الارتفاع ليصل إلى مستوى خيالي في 10 مارس سنة 2000 إلى 51320.49 نقطة قبل انفجار فقاعة. و بعد الانفجار انخفضت مستويات المؤشر إلى نصف قيمتها خلال عام واحد حيث وصلت التسعيرة إلى مستوى يقرب من تسعيرة سنة 1990 بقيمة 1108.4 في نهاية سنة 2002<sup>1</sup>.

#### 4- واقع رأس المال المخاطر في الألفية الثالثة:

بعد انهيار بورصة ناسداك و التدهور الشديد لمعروضات رأس المال المخاطر لعدة سنوات رجع نشاط تدريجيا إلى الارتفاع أخذ في الحسبان التجربة السيئة في سنة 2001 كما عرفت المهنة إعادة هيكلة عميقة، حيث أصبح الممولون يهتمون أكثر بالمشروعات الناضجة على ما سبق بعد فشل الآلاف من المؤسسات الصغيرة الابتكارية و استمرار عدد قليل منها في تقديم خدمات عبر الانترنت<sup>2</sup>.

بفعل هذه المخاطر برزت صناديق التمويل برأس المال المخاطر بقدرات تمويلية معتبرة توفر تمويلا للمؤسسات لها التي مستقبلا استثماري واعدة و تأتي في مقدمتها الصناديق الاستثمارية الملحقة للشركات المتعددة الجنسيات و الشركات رائدة في مجالاتها كمؤسسات الإعلام و الاتصال التي حصلت على تمويل في مرحلة من مراحل تطورها على رأس المال المخاطر. إن تجربة إنتل Intel Capital أشهر تجارب صناديق التمويل من هذا الصنف، فقد كان وراء إنشاء هذا الصندوق نية مدراء مؤسسة Intel الاستحواذ على تكنولوجيات التي تمس نشاط المؤسسة، و بعبارة أخرى إن نشاط صندوق هو ليس نشاطا تمويليا تهدف مؤسسة حصول على أرباح إنما هي نظرة إستراتيجية لمدراء شركة، و لذلك يوفر صندوق تمويل على

<sup>1</sup> تقرير الأمم المتحدة للجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغرب آسيا، رأس مال المخاطر ، تكنولوجيا الاتصال و

الإعلام (الاسكو) E/ESCWA/ICTD/2007/12.2006

<sup>2</sup> A. MYWARD & 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.

نطاق دولي و هو لا يعرف حدودا سياسية و يستثمر رؤوس أموال في مؤسسات تكنولوجية في مراحل مبكرة وفي جميع أنحاء المعمورة.

تعتبر صندوق إنتل للتمويل من أكبر الكيانات في العالم منذ 1991 إلى 2004 أستثمر ما يفوق 8 مليارات من دولارات في شركات ناشئة و حقق 155 صفقة خروج ناجحة في اكتوبر عام في بورصات مختلفة في العالم<sup>1</sup>.

يستثمر صندوق إنتل أكثر من 60% من رأس المال خارج الو.م.إ، كما تشير أرقام صدرت من شركة التمويل كما أن في سنة 2006 أستثمر الصندوق أكثر من 1.2 مليار دولار في 163 مؤسسة عبر أنحاء العالم.

عليه يمكن القول أن تكوين مؤسسات اقتصادية لصناديق استثمارية ملحقه في الو.م.إ لا يعكس بالضرورة نية الحصول على أرباح معتبرة بالمخاطرة في مؤسسات صغيرة الحجم و إنما هي إستراتيجية محكمة تسعى المؤسسة الأم و فروعها عبر العالم بواسطة صناديق استثمارية تكوين شبكة من المتعاملين و مجموعة المقاولين من الباطن عبر أنحاء العالم حتى تحتكر معظم الابتكارات و تحقق يقظة تكنولوجية في مجال نشاطاته.

من خلال الصناديق الضخمة التي تقودها أكبر شركات إدارة المحافظ ، تستحوذ الولايات المتحدة و كندا في الترتيب الدولي لرأس المال المخاطر في حجم التمويلات في العالم بنسبة وصلت إلى 63%. و يأتي في المرتبة الثانية الدول الأوروبية بنسبة 25% من الإجمالي العالمي. و نجد في المرتبة الثالثة الدول الآسيوية و تمثل اليابان و كوريا الجنوبية 70% من حجم التمويلات في القارة أما حصة آسيا فتصل لحدود 9% من رأس المال المخاطر العالمي. و في آخر الترتيب الدولي نجد إفريقيا ب 2% و 1% في أمريكا الجنوبية.

تشير إحصائيات NVCA<sup>2</sup> الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر أنه في ظرف ثلاثة سنوات من 2001 إلى نهاية 2004 سجلت المؤسسات الممولة بتقنية رأس المال المخاطر عوائد ضخمة و تأتي في صدارة الترتيب مؤسسات اقتصادية حديثة النشأة تنتمي جملها إلى قطاعات

<sup>1</sup> تقرير الأمم المتحدة للجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغرب آسيا (الاسكو) 2006.

E/ESCWA/ICTD/2007/12

<sup>2</sup> NVCA ; Private equity performance ; January, 2007; www.nvca.org.



تكنولوجية حيث وصلت القيم المضافة الإجمالية المحققة إلى 1.6 ترليون دولار أمريكي، كما ساهمت في فتح 10 مليون فرصة عمل جديدة. تمتلك الو.م.إ أكبر صناعة لرأس المال المخاطر Venture Capital Industrie، و تؤمن هذه الصناعة صناديق استثمارية ضخمة و يصل دورة حياة الصندوق ل 10 سنوات و نشاط الوسطاء برأس المال ما يفوق 5458 مؤسسة بمبلغ يفوق 103.849 ( SAUF LBO ) مليون دولار في سنة 2000<sup>1</sup>.

تعد شركات المعاشات و التقاعد الأمريكية أكبر المساهمين المؤسستين وهي تملك وفقا لبعض التقديرات أكثر من 40 % من حجم الأموال المعروضة للتمويل بحقوق الملكية و بعد حدوث أزمة "دوت الكوم" وضعت هذه الصناديق نصب أعينها مبادئ احترازية مع زبائنها، وتقوم على ثلاثة مبادئ وهي<sup>2</sup>:

- مبدأ الاحتراز و الحيطه في العمل.
- مبدأ المصداقية و صحة المعلومات بين المتعاملين.
- مبدأ تسيير المخاطر بالتنوع.

إن التمويل برأس المال المخاطر ساهم في إقلاع استثمارات شديدة الخطورة تنتمي لفروع تجديدية و مؤسسات مصغرة تستخدم تكنولوجيا عالية. كما مست تمويلات نسب معتبرة لصناعة البرمجيات، وصناعة الحاسوب، وصناعة الهواتف النقالة. وتقدمت صناعة البرمجيات على صناعة أخرى في سنة 2006 من مجمل الاستثمارات، وباقي التمويلات استخدم لتمويل مؤسسات ناشطة في مجال الاتصال، و شبكات الانترنت، والصناعة الصيدلانية على الترتيب<sup>3</sup>.

ما يمكن قوله في ما يتعلق بتجربة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية أنه بالرغم من النكبات الاقتصادية و المالية استطاعت المهنة أن تتطور، حيث يشير الباحث

<sup>1</sup> Cetindamar DILEK; The Growth of venture capital across cultural comparison; Edition West Port LONDON 2003 ; p25.

<sup>2</sup> بن ثابت علال و بن جاب الله محمد: المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية و دورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات، ورقة مقدمة في ملتقى دولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات يومي 21 و 22 نوفمبر جامعة بسكرة الجزائر 2006 ص05.

<sup>3</sup> A. MYWARD & D.BOUCARD-PLANEL ;Op.Cit; p56.

الأمريكي (2003) DILEK Cetindamar أن الوضع الاقتصادي والمؤسسي في الو.م.إ. مثالي لتطور صناعة رأس المال المغامر venture capital رغم تكرار نكبات السوق المالي، و أضاف أن اقتصاد أمريكي تنفرد عن باقي اقتصاديات دول العالم الصناعي باعتبار أن البيئة الأمريكية توفر أكبر نسبة من الابتكار السنوية في شتى المجالات، وتسود فيها ثقافة المغامرة عند الأفراد و المؤسسات.

إن البيئة الاقتصادية والتنظيمية ليست لوحدها كفيلة بتطوير رأس المال المخاطر حيث أن البعد الثقافي ساهم هو أيضا في تطور المهنة<sup>1</sup> و يتميز الأفراد و المؤسسات بحس مغامرة و هم لا يعرفون اليأس و العقبات، وبالرغم من ارتفاع القواعد الاحترازية في التمويل فإن الأثرياء و الشركات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية تغامر في مؤسسات ناشئة شديدة خطورة، سيكون قبولها ضئيلا في المؤسسات المالية التي تنشط في الدول الصناعية الأوروبية.

### المطلب الثاني: واقع المهنة في اتحاد الأوروبي.

إن انطلاق الفعلي في أوروبا لرأس المال المخاطر جاء لاستكمال قوى الابتكار ومحاولة حل صعوبات تمويل الابتكارات بالاستدانة. ولذلك قامت حكومات الدول الأوروبية بجهود مكثفة لتطوير وساطة تواكب التطورات العالمية في القطاعات الجديدة وتعمل على ضمان قدراتها الصناعية في العالم، و خفض الفجوة الرقمية في مجال تقنيات الإعلام و الاتصال مقارنة مع الو.م.أ.

### 1- نظرة شاملة حول المهنة في الاتحاد الأوروبي:

بفعل التعديلات التنظيمية عرفت مهنة رأس المال المخاطر انطلاقة فعلية ابتداء من 1970 و اهتمت أهم دول الإتحاد كبريطانيا، و فرنسا ، و ألمانيا بتوفير المتطلبات الأساسية لتطوير المناخ المناسب لدعم البحوث و تمويل الابتكار.

<sup>1</sup> Cetindamar DILEK; Op.Cit; p55.

جدول رقم (3-4): مبالغ المستثمرة في أوروبا بين 1995 إلى 2006

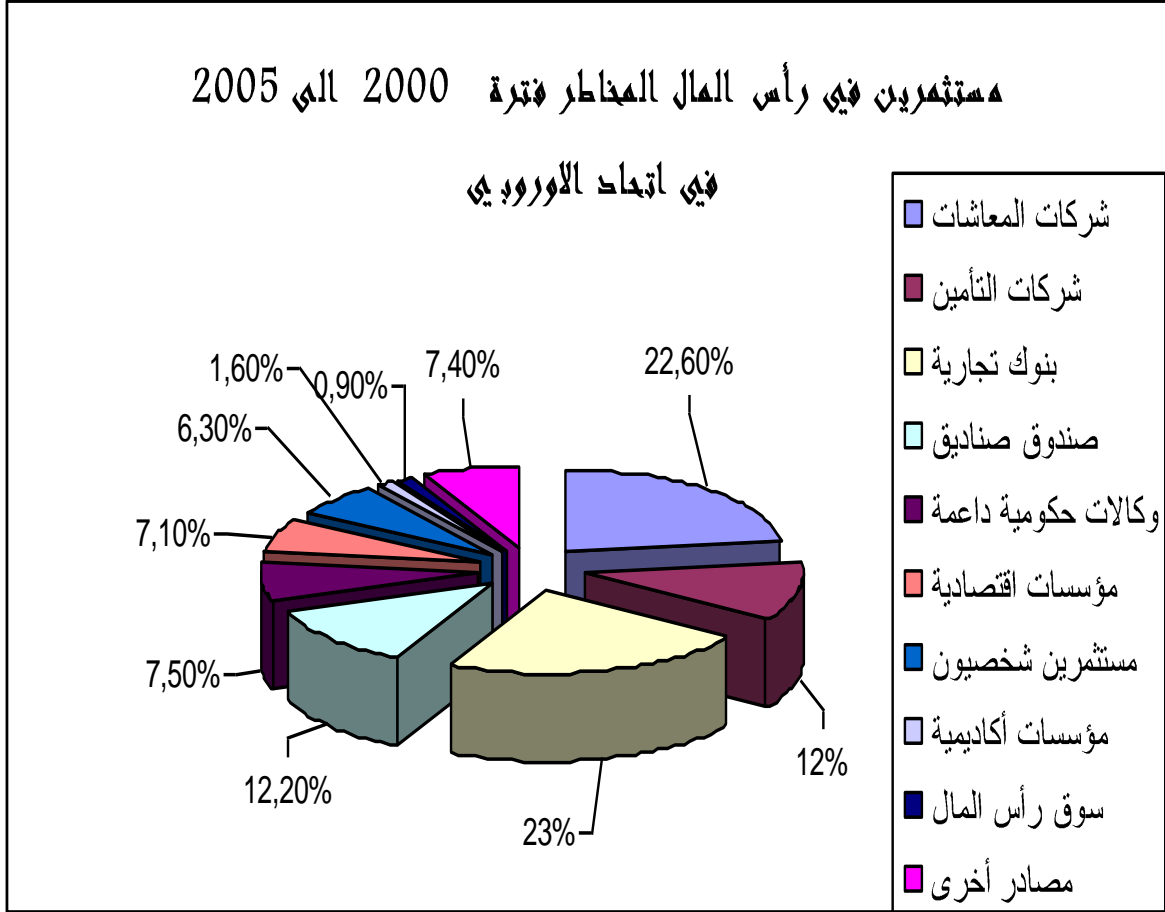
السنوات	المبالغ مليار يورو
1995	2.974
1996	3.637
1997	4.820
1998	7.052
1998	11.859
2000	20.580
2001	13.387
2002	10.730
2003	10.658
2004	11.177
2005	14.960
2006	17.213

Source : Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON ; Op.Cit.p41

تشير الأرقام حول المبالغ المستثمرة في أوروبا بين 1995 إلى 2006 ارتفاع المبالغ من 2974 إلى 20.580 مليار أورو تم انخفاض المبالغ المستثمرة إلى 13.3 مليار أورو، لترتفع مجددا من 2004 حيث سجلت المبالغ المستثمرة سقف 17 مليار أورو بعد انخفاض دام 4 سنوات متتالية بفعل أزمة دوت كوم<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON ; Op.Cit ; p46.

شكل رقم (3-4): المستثمرين المؤسسيين الاتحاد الأوروبي من 2000 إلى 2005



Source : Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON ; Op.Cit.p135 in EVAC 2008.

توجد شبكة عريضة من الممولين في أوروبا يوفر عروض التمويل التساهمي، و تصدر البنوك عروض التمويل بنسبة تصل إلى 23% من معروضات رأس المال المخاطر الإجمالي، بينما تصل عروض صناديق المعاشات و شركات التأمين إلى أكثر من 22% و 13% على التوالي.

أما باقي الممولون فنجد المجمعات الصناعية و الذين يساهمون ب 7% و الأفراد الطبيعيون الذين يوفر 6.3% من حجم الإجمالي لمعروضات رأس المال المخاطر.

أما مساهمات الحكومات فهي تختلف من دول إلى أخرى و يقدر إجمالي مساهمات الدول الأوروبية من خلال الصناديق الحكومية حوالي 12% من حجم المبالغ المعروضة.

جدول رقم (3-5) :صفقات التخارج في أوروبا Désinvestissement سنة 2005.

صفقات التخارج	عدد صفقات	المبالغ (مليون يورو)
بيع للمنظمين Hand Salle	1076	5891
اكتتاب الأولي العام IPO	563	2084
بيع لشركات تمويل برأس المال المخاطر OCR	323	4358
بيع لمؤسسات مالية	95	1299
LBO	1020	1702
عمليات بيع أخرى	1597	9856
المجموع	5708	23973

Source : Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON ; Op.Cit ;p46.

نلاحظ من خلال الجدول تعدد صفقات الخروج من الاستثمارات و لا تمثل نسب الخروج من خلال الاكتتاب العام في بورصة 563 من مجموع 5708 و أكثر صفقات الخروج هي صفقات بيع للمنظم و عمليات بيع من خلال الرفع المالي.

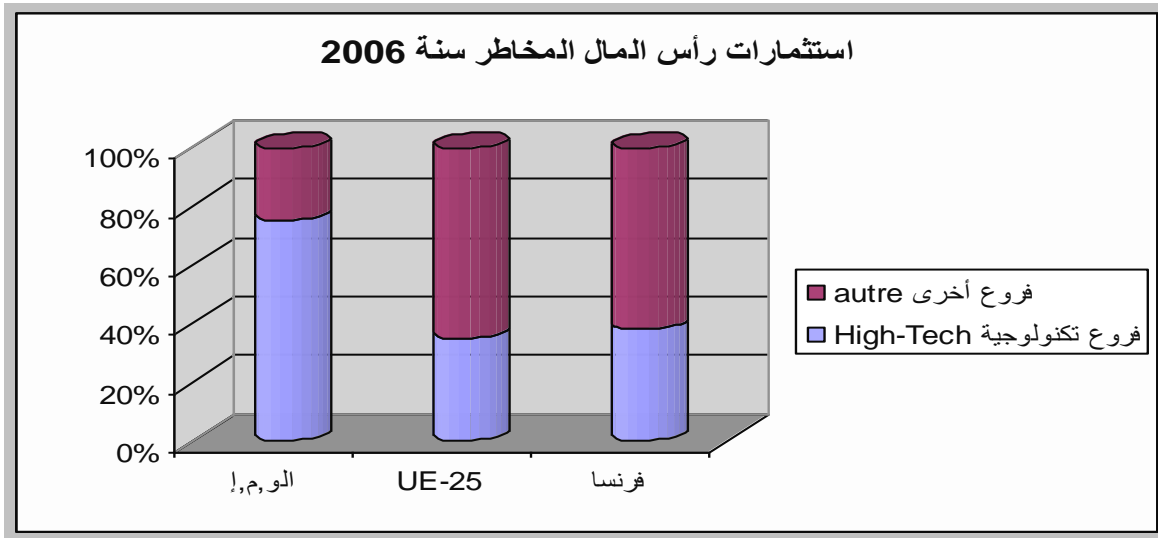
قد حاول بعض الكتاب إبراز أسباب اختلاف المهنة بين الو.م.أ و الدول الصناعية و أبرز هذه البحوث نجد أعمال<sup>1</sup> Hege et Palomino (2003) يعتبرون أن التمويل في الو.م.أ هو ذات طابع منظمي Logique Entrepreneuriale، حيث أن حجم تمويل مرحلة الإقلاع في الو.م.أ مرتفع و يتضاءل كلما تطور حجم المؤسسة، بينما نجد أن تمويل في أوروبا

<sup>1</sup> HEGE U & PAMLOMINO. F ; Determinants of Venture Capital, Europe and USA , weking Paper, HEC 2003, P12.

الصناعية برأس المال المخاطر يأخذ طابعا خطيا و يتساوي في مراحل التمويل، حيث لا يتعدى تمويل مرحلة الانطلاق 25% من حجم التمويلات الإجمالية للمهنة<sup>1</sup>. في نفس السياق قدم (2008) S MONTCHAND & B GUILHON منظورا جديدا مفاده أن التباين في مهنة رأس المال المخاطر بين الولايات المتحدة الأمريكية و أوروبا ماعدا بريطانيا و السويد هي قدرة المنتجات المبتكرة على وصول المنافذ الدولية. ويشير الباحث إلى أن فهم محدودية المهنة مقارنة مع الو.م.أ تبدأ من مقارنة عدد المؤسسات المبتكرة على مستوى القارة الأوروبية و الولايات المتحدة الأمريكية حيث يرى أن الإطار المؤسسي في دول الاتحاد أقل جاذبية في مجال الاستثمار التكنولوجية الجديدة و هذا ما يرى فيه تفسرا منطقيا للاتجاهات العامة في المهنة حيث تأخذ المهنة مسار تمويل المراحل المتقدمة في أوروبا بنسب أكبر من مراحل تمويل بداية النشاط.

شكل رقم(3-5): مقارنة منافذ الاستثمارات الدول الصناعية

برأس المال المخاطر في سنة 2006



Source : Source : Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON ; Op.Cit.p50

<sup>1</sup>Andrea SHERTLER ; Driving force of Venture Capital Investments In Europe; dynamic Panel Data analysis; duesterm brooked WEG n°120 Keil; Germany 2007.

تبين الأرقام الصادرة من تقرير منظمة التعاون الاقتصادي (OCDE(2007) سنة 2007 أن مؤشر CR/PIB في الولايات المتحدة الأمريكية وصل إلى 0.172 % في سنة 2004، بينما لا يتعدى 0.024 % في الدول الأوروبية<sup>1</sup>.

جدول رقم (3-3) : استثمارات رأس المال المخاطر في مؤسسات High-tech سنة 2004

UE-25	USA	% PIB
0.16	0.26	استثمارات في مرحلة إقلاع
0.30	0.79	استثمارات التوسع
0.46	1.05	المجموع

Source : Rapport OCDE ; Tableau de Bord de L'OCDE

ويشير هذا الجدول إلى أن حجم الاستثمارات في الو.م.أ هي أعلى بكثير في مرحلة الانطلاق مقارنة مع الدول الأوروبية فحجم مبالغ CR/PIB وصل إلى 0.16 مقارنة ب 0.26 في الو.م.أ. و في إجمالي التمويلات وصل في الو.م.أ نسبة 1.05 من ناتج خام أمريكي و لم يتعدى 0.3 بالنسبة لدول الأوروبية<sup>2</sup>.

## 2- مكانة رأس المال المخاطر في فرنسا.

تعتبر فرنسا ثاني أكبر الدول بعد المملكة المتحدة ترتيبا فيما يتعلق بحجم مبالغ رأس المال المخاطر، فقد عرفت البيئة المؤسسية في فرنسا تغيرات عميقة بدأت في السبعينات. و تقدم تجربة فرنسا نموذجا دوليا منفردا و دروسا كثيرة في مجال التمويل برأس المال المخاطر و لاسيما اهتمام الدولة في تطوير رأس المال المخاطر من خلال صناديق حكومية جهوية و سياسات مباشرة لدعم الابتكار.

## 2-1- التطور التاريخي للمهنة منذ السبعينات:

1 OCDE; science, technologie et industrie; Tableau de Bord de L'OCDE; 2007 ; p 20.

2 Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON ; Op.Cit.p46.

High-tech: تقنيات عالية التكنولوجيا

اهتمت السلطات الفرنسية برأس المال المخاطر رسمياً في بداية السبعينات و هي فترة صدور القانون المنظم للمهنة الذي يعمل على تحديد مجال و أهداف شركة التمويل بملكية الخاصة، كما تم على المستوى المؤسسي تأسيس مؤسسة مالية للابتكار عرفها القانون المؤرخ في 11 جويلية 1972 بالمؤسسة المالية للابتكار (SFI ) société financière (d'innovation) من أجل تعزيز الصناعات المحلية و تنمية وظيفة الابتكار في المؤسسات الصناعية و بالتالي تطوير المخرجات الابتكارية.

فقد حدد نشاط المؤسسة المالية قانون 1972 الخاص بها أن المؤسسة لها مجال في التمويل يصل إلى 70% من حصة المشروع و يشترط أن لا تستثمر المؤسسة المالية للابتكار أكثر من 25% من رأسمالها في مؤسسة ابتكارية واحدة<sup>1</sup>.

في نهاية سنة 1972 عرفت فرنسا بروز مؤسسة جديدة تدعى SOFINNOVA وهي تملك نفس خصائص المؤسسة الأولى كما لها نفس الإطار القانوني حيث تختص بمرحلة الانطلاق للمؤسسات الابتكارية و ساهمت هذه المؤسسة على تجسيد براءات الاختراع المحلية ثم تحولت بصفة قانونية أخرى بعد صدور قوانين جديدة خاصة بالمهنة.

تدرجاً عرفت فرنسا اتساع الوسطاء لتمويل مرحل الانطلاق الأكثر خطورة على الوسطاء التقليديون حيث شهدت نهاية السبعينات بروز مؤسسات مالية محلية، و تذكر دراسات أن بداية نشاط هذا الصنف من المؤسسات بدأ في سنة 1977 و استطاعت تنمية الصناعات الصغيرة و الابتكارات الجهوية بفعالية أكثر كفاءة و ديناميكية على سابقاتها، لكن سلباتها اقتصر على رقع جغرافية محدودة<sup>2</sup>.

بالرغم من ذلك فإن مساهمة مؤسسات التمويل لم يتعدى نسب 35% من رأس المال مؤسسة كما احترمت نفس القاعدة المعمول بها آنذاك و هي أن لا تستثمر المؤسسة أكثر من 25% من رأسمالها في مؤسسة واحدة. و أول مؤسسة من هذا النوع عرفت ب SIPAREX في منطقة LYON بدأت نشاطها في ديسمبر سنة 1977 و مؤسسة PARTICIPEX في محافظة LILLE شمال فرنسا ، كما شهدت منطقة NANTE

<sup>1</sup> Patricia LEBAS ; L'avenir des sociétés française de capital risque ; Revue Française de gestion ; n°39 ; 1983 ; pp11.20.

<sup>2</sup> François Denis. POITRINAL ;Op.Cit ; p183.



مؤسسة جهوية للتمويل تدعى بـ IPO واستمرت مؤسسة تمويل لمدة من الزمن ثم اختفت عن الوجود بعد صدور القانون الجديد للملكية الخاصة<sup>1</sup>.

إن التطور على المستوى الوطني و على مستوى المحافظات لم يحظى بنجاحات كبيرة في فرنسا، حيث أن رأس المال المخاطر لم يعرف انطلاقة فعلية كما كان يحدث في المملكة المتحدة، واقتصر نشاط الممولون على تمويل عدد محدود من المؤسسات الابتكارية، ولم تتمكن المؤسسات السابقة من أداء دور كبير نظرا لغياب الموارد المالية، كما أنه ليس بإمكانها حشد الموارد من الممولين المؤسستين و الأشخاص الطبيعيين لأن الإطار القانوني لم يوفر قنوات جديدة لجلب موارد مالية معتبرة للمهنة سواء كان محليا أو دوليا.

قامت السلطات بتطوير منظومتها القانوني ة و إصدار مرسوم جديد مؤرخ في 3 جانفي 1983 يحدد نشاط شركات حقوق الملكية بالأخطار.

يعتبر المشرع الفرنسي FCPR (fons commun de placement a risque) أنه الوسيلة المستحدثة لتطوير المهنة من حيث العرض و حشد الموارد بشكل جماعي تستثمر ر في حقوق الملكية ويشمل هذا القانون كل شركات التمويل ذات رأس المال التي تستثمر تلك الأموال في مؤسسات اقتصادية غير مسعرة في البورصة، كما يشير القانون أن هذا الصنف من الصناديق يجب إدارتها بشركة متخصصة في التمويل بالأخطار<sup>2</sup>.

عرف نشاط صناديق حقوق الملكية بالأخطار تطورا سريعا بعد أن حققت إيرادات معتبرة. و تذكر الأبحاث أن في ظرف سنتين فقط أي في نهاية سنة 1985 تم إحصاء ما لا يقل عن 53 صندوق و من بينهم صندوق Epargne Crédit Lyonnais Nation Gestion ، و غيرها من صناديق تستمر في مشروعات اقتصادية خطيرة.

عرفت فرنسا نجاحات كبيرة بعد صدور قانون 1983 و استمرت السلطات

في تطوير منظومتها القانونية و تأهيل إطار المؤسساتاتي من خلال تحفيز المؤسسات المالية و الاقتصادية و لحاق بركب الدول الناطقة بالانجليزية anglo-saxon، حيث وفرت إعفاءات ضريبية على رأس المال و الأرباح كوسيلة جديدة لدعم الاستثمارات برأس المال المخاطر.

<sup>1</sup> Patricia LEBAS ;Op.Cit ;p13.

<sup>2</sup> François Denis. POITRINAL ;Op.Cit ; p173.

استمرت فرنسا بتطوير منظومتها القانونية حيث تم صدور مرسوم تشريعي بتاريخ 12 جويلية 1985 الذي يعرف مؤسسات التمويل برأس المال المخاطر SCR أنها مؤسسة تجارية بأسهم تملك إطار ضريبي خاص بحكم أنها تستثمر أموالها خاصة و أو شبه الخاصة في المؤسسات اقتصادي برأس المال المخاطر أو مشابه لها. و هذا قانون كان بمثابة فصل جذري بين قانون المنظم لصناديق الاستثمار وساهم في ارتفاع عارضي التمويل برأس المال المخاطر في الساحة التمويلية في فرنسا نهاية الثمانينات.

اهتمت فرنسا كما هو معمول به في الدول الصناعية بالصناعات الصغيرة و المتوسطة، حيث وضعت منظومة دعم من اجل النهوض بالصناعات المحلية و تفعيل التكامل الصناعي على المستوى الكلي و على المستوى القطاعي و نذكر بعض السياسات التي منحها السلطات العامة و السلطات المحلية التكفل بالمشاريع الناشئة و الشباب العاطل عن العمل حامل لشهادة جامعية من خلال ما يلي<sup>1</sup>:

— مساعدات جهوية لفائدة الصناعات الصغيرة و المتوسطة في المحافظات و المناطق النائية حسب الحاجة و ظروف كل منطقة.

— مساعدة خاصة بخلق فضاءات مؤسساتية لتشغيل و مساعدة التوظيف Pole

. Emploi

— قروض متوسطة لصغار المنظمين بأسعار فائدة رمزية.

— نظام ضمان قروض لتقليل المخاطر على البنوك في مرحلة الانطلاق على وجه

خاص.

— إعفاءات ضريبية لعدة سنوات لخفض أعباء التشغيل و تامين عوائد المؤسسات.

— مساعدات فنية للشباب من خلال مكاتب الاستشارة.

<sup>1</sup> Pierre BATTANI ; Finances son entreprise de la création a la transmission par le capital investissement; Op.cit ; p55.

استمر تطور المهنة بعد دخول مستثمرون غير ماليون حيث أقامت المؤسسات الاقتصادية و البنوك التجارية بتخصيص جزء من رؤوس أموالها في ملاحق تابعة، واستثمرت في صناديق مختلفة، حيث أقامت BNP PARIS BAS وشركة تمويل Barxi ventures، وشركة التأمين AMA Groupe وتأسس شركة الصناعية THOMSON صندوق تمويل التكنولوجيا الدقيقة المعروفة ب THOMSON-CSF Ventures في نهاية سنة 1987<sup>1</sup>.

### 3- نمو مهنة رأس المال المخاطر بين 1990 إلى 2006 .

إن نمو رأس المال المخاطر في الدول الصناعية جاء بفعل موجهة الطلب على تمويل قطاعات تكنولوجيايات الإعلام و الاتصال حيث ارتفعت المبالغ المخصصة لها التي وصلت ذروتها سنة 2000 في الو.م.أ و أوروبا الغربية ، و انتقلت حجم المبالغ إلى أرقام غير مسبوقه باعتبار أن العالم يسير نحو اقتصاد رقمي مبني على تكنولوجيايات المعلومات و الاتصال و مجالات الطاقة المتجددة و البيوتكنولوجي و غيرها من القطاعات الحديثة. وكانت السلطات الفرنسية ترى أن التكنولوجيا الحديثة هي مجال الاستثمار المستقبلي للمؤسسات الفرنسية بما يضمن ديناميكية في الاقتصاد و يخلق فرص عمل و قيم مضافة معتبرة ، و على هذا الأساس و بفعل ابتكارات العالمية في التكنولوجيايات الحديثة تم تقديم وسيلة إضافية لمساعدة الشركات الفرنسية على تطوير ابتكاراتها في هذا المجال، حيث تم إصدار قانون خاص بصندوق الابتكار المؤرخ في 14 فبراير 1997 ، الذي يعرف صندوق الملكية الجماعية للابتكار FCPI على أنه وعاء استثماري يخصص لفائدة المؤسسات الابتكارية و له نفس الخصوصية الإدارية و القانونية لصندوق بالأخطار حيث يدير الصندوق مؤسسة متخصصة غير أن لا بد أن يشمل تمويل المؤسسات الابتكارية 60% من حجم الموارد الصندوق<sup>2</sup>.

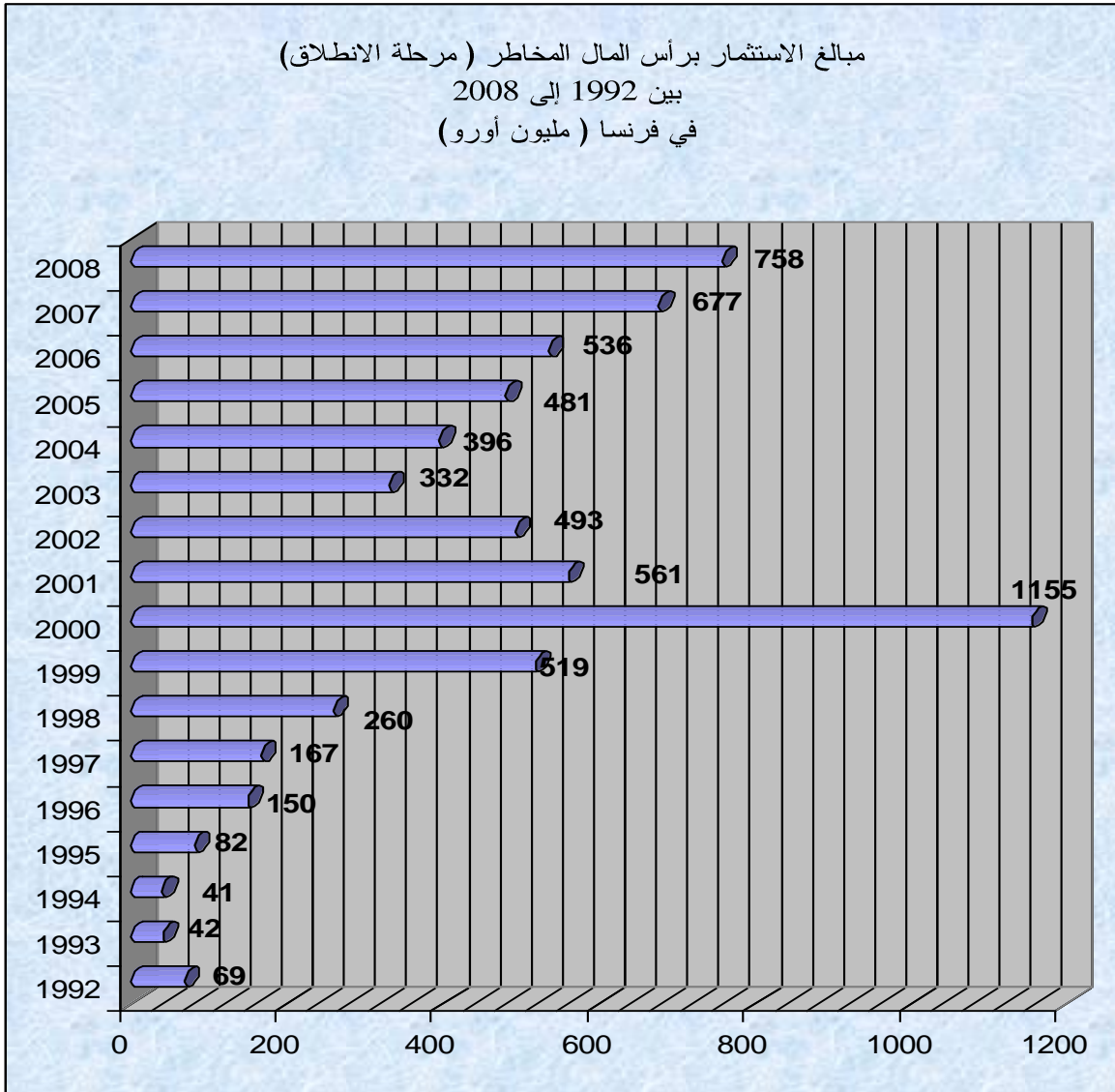
ورغم أزمة الدوت الكوم التي انفجرت في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 2001 استمرت الحكومات الفرنسية بتطوير وسائل تمويل الابتكار و قدمت إضافة إلى ما سبق وسائل جديدة لعرض التمويل في إطار جغرافي محدود له نفس خصوصية صناديق الجماعة

<sup>1</sup> F. PREVOST ; Op.Cit ; P111.

<sup>2</sup> F. PREVOST ; Op.Cit ; P122.

للابتكار، و صدر قانون الصناديق الجهوية (FIP) (Fonds d'Investissement de proximité). وبناء على توصيات الجمعية المهنية الفرنسية ثم إصدار قانون يقدم المزايا الضريبية للمستثمرين الأحرار.

شكل(3-6): مبالغ رأس المال المخاطر لفترات الانطلاق في فرنسا بين 1992 الى 2008.



Source : AFIC (2009) & indicateur chausson finance ; capital risque en France 2009.

إن تمويل برأس المال المخاطر في فرنسا يختلف من حيث التخصيص مع الولايات المتحدة الأمريكية إذ أن المهنة تهتم بجميع المؤسسات الاقتصادية المنتجة، كما أن تمويل مرحلة ما قبل الانطلاق ومرحلة ما بعد الانطلاق محدودة نسبيا مقارنة مع تمويل المراحل المتقدمة.

جدول رقم (3-7): مبالغ الاستثمار برأس المال المخاطر الإجمالية

حسب مراحل نمو المؤسسة.

2008	2007	2006	2005	
12732	9995	10280	11954	رؤوس الأموال الجاهزة Fond levés
758	677	536	481	رأس المال المخاطر CR
1653	1310	1057	895	رأس المال النمو و التنمية CD
7399	10340	8075	6287	رأس المال تحويل الملكية LBO
99	84	95	59	تمويل الإلهاض C Retournement
3164	5660	3796	4253	صفقات التخارج Désinvestissement

Source : F. PREVOST ; Op.Cit ; P115.

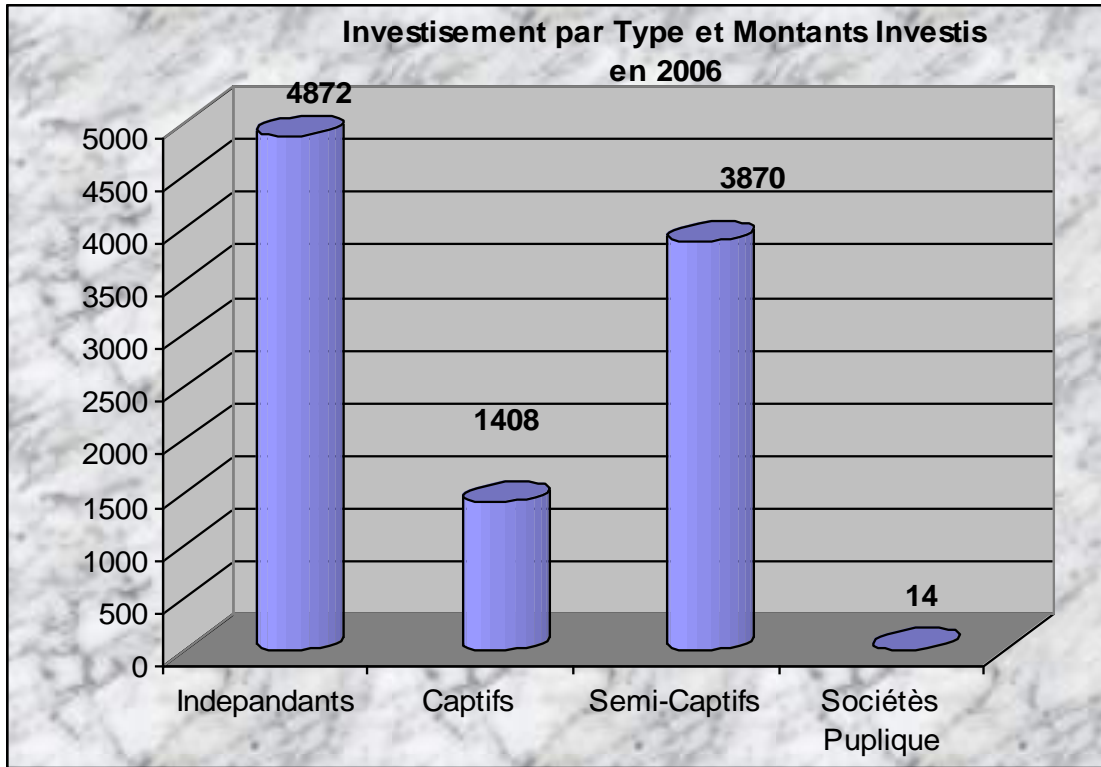
بالرغم من ذلك نجد أن مبالغ تمويل مراحل الإقلاع ارتفعت بصورة مستمرة حيث انتقلت المبالغ من 481 سنة 2005 إلى 758 مليون أورو في سنة 2008، و ارتفاعا مماثل للمراحل المتقدمة حيث ارتفعت من 895 مليون في 2005 إلى 1.653 مليار أورو في سنة 2008<sup>1</sup>. أن التمويلات برأس المال المخاطر تمثل نسب متواضعة مقارنة مع صفقات تحويل الملكية، وهذا أمر يجعلنا نرى أن ممولين المؤسساتيين في فرنسا يهتمون أكثر بالمؤسسات الناضجة أكثر من المؤسسات اقل حجما و أكثر مخاطرة.

<sup>1</sup> F. PREVOST ; Op.Cit ; P116.

إن الإطار القانوني ساهم عبر ثلاثة عقود على جلب موارد مالية خارجية من داخل أوروبا وخارجها و تشير جمعية المهنة أن القانون الفرنسي موافق للاستثمار بالأخطار حيث أن قرارات سنة 2006 التي يسمح بها القانون هي:

1. المؤسسات المستقلة.
2. المؤسسات الملحقة.
3. المؤسسات شبه الملحقة.
4. المؤسسات العمومية.

شكل رقم (3-7): مبالغ و تصنيفات الممولين المؤسستين في فرنسا.



Source : l'AFIC ; Rapport 2007.

تشير الأرقام أن الممولون المستقلون أكثر عددا و أكثر نشاطا من حيث حجم المبالغ فهم يوفرون مبالغ معتبرة مقارنة مع ما توفره الصناديق الحكومية التي تملك ميزانيات متواضعة. أما نشاط المؤسسات الملحقة أي ملاحق البنوك التجارية و المؤسسات الصناعية فالمبالغ المخصصة متواضعة نسبيا لأنها تستخدم القواعد الاحترازية المعمول بها في الاستدانة المصرفية،

وهذا قد يجعل مساهمتها في مشروعات خطرة أقل بكثير بمتوسط القبول في شركات المتخصصة التي يديرها صندوق أو عدة صناديق.

تتعامل شركات التمويل برأس المال المخاطر مع طلبات التمويل بمبدأ و سلوكيات تختلف جذريا عن مؤسسات التمويل بالاستدانة وتشير دراسة جمعية المستثمرين الفرنسيين AFIC<sup>1</sup> إلى أن متوسط 1200 مؤسسة يتم تمويلها سنويا بشركات مالية متخصصة برأس المال المخاطر.

كما أشارت الجمعية في تقرير سنة 2000 سابقا أن حجم مصادر التمويل الموضوع تحت تصرف شركات رأس المال المخاطر يتراوح بين 4 إلى 6 مليار فرنك في فترة 1995 إلى نهاية 1998.

أما في يتعلق بالمولين (أصحاب رؤوس الأموال) نجد أن 50% هم بنوك و شركات مالية وأما حصة شركات التأمين و التقاعد فقد وصلت إلى حدود 25%، أما حصة الصناعيين (المؤسسات الكبرى) تصل إلى 9% و باقي المبالغ و التي تقدر ب 16% هي مصادر أشخاص طبيعيون ومساهمة صناديق حكومية داعمة للمهنة. يبدو أن مكانة رأس المال المخاطر في فرنسا أحسن بكثير على باقي الدول الأوروبية المجاورة خاصة ألمانيا و أسبانيا رغم ذلك تبقى حصة تمويل المؤسسات الابتكارية ضعيف<sup>2</sup>. و يشير بعض الخبراء أن ذلك ناتج عن طبيعة و إمكانيات المالية لشركات التمويل التي تنشط في فرنسا.

من جهة أخرى يعتقد<sup>3</sup> PATTINI pierre أن ضعف نسب تمويل مؤسسات في مرحلة انطلاق راجع لطبيعة موارد و توفر البدائل للممولين المؤسساتيين بدون أخطار حيث يخصص الممولون فوائض مالية للأخطار بنسب أقل عن استثمارات ضئيلة المخاطر، ويشير الكاتب أن المصدر الوحيد الكفيل لتمويل المشروعات الخطرة هي موارد شركات التأمين وصناديق المعاشات خاصة عقود التأمين على الحياة.

<sup>1</sup> AFIC ; Association française des investisseurs en capital risque. ; L'indicateur Chausson Finance ; 2006. p25.

<sup>2</sup> Emmanuelle DUBOGAGE ; Le capital risque ; Op.Cit ; p66.

<sup>3</sup> Pierre BATTINI ;Capital risque mode d'emploi ; Op.Cit ; p17.

يرى الباحث أن أغلب المصادر موجة لشراء سندات حكومية التي تصدر في السوق المالي بغرض تمويل عجز الميزانية وبالتالي تستثمر شركات التأمين في هذه الأوراق دون المخاطرة. وضعت الحكومة الفرنسية سياسة تحفيزية جديدة في ما يتعلق بتحفيز الأفراد للتأمين على الحياة وذلك من أجل ضمان الادخار طويل الأمد، كما أسست ابتداءً 1998 صناديق حكومية محلية برأس مال يقارب 600 مليون فرنك فرنسي.

### 3- الممولون غير الرسميون في فرنسا:

إن دراسة التمويل برأس المال المخاطر لا يقتصر على الممولين المؤسساتيين فحسب، فقد يساهم الممولون الشخصيون في توفير مبالغ كبيرة قد تصل أضعاف المبالغ الرسمية. غير أن عدد الممولين الشخصيين و حجم نشاطهم غير معروف بدقة، وقدمت الجمعية المهنة بالتمويل الخفي دراسة ممولين غير رسميين في فرنسا. وخلصت أن عددهم قد يتراوح بين 3000 و 4000 شخص ينشطون بصفة دورية و هم في الغالب أفراد لهم خبرات معتبرة في مجالات مختلفة يساهمون في زرع الثقافة المقاولاتية. كما يشير البحث أنهم يقدمون دعماً تقنياً و مشورة فنية معتبرة لصغار المنظمين.

غير أن حجم التمويلات للممولين ينشطون خارج أطر تشريعية غير معلومة بدقة، و في هذا الصدد أقام (2008) Claude BEBEAR بمساعدة جمعية فرنسية لمستثمرين غير رسميين Association France Ingels أن الممولون يستثمرون مبالغ تتراوح بين 50 ألف أورو و 500 ألف أورو كما خلصت نتائج استقصاء الممولون غير المؤسساتيين في الجمعية أنهم يوفرون رؤوس الأموال و الخبرة للمؤسسات وكذلك<sup>1</sup>:

- يمنحون درايتهم و توصيات قيمة لمدراء المؤسسات.
- مشورة أكثر دقة و فعالية وتأخذ شكلاً مباشراً خاصة في مرحلة ما قبل الانطلاق.
- مراقبة و مساعدة دورية في نشاط المؤسسة.
- يحصل صاحب المشروع على كفاءة تقنية و إدارية مكاملة لمعارفه الشخصية من طرف الممول الشخصي.

<sup>1</sup> F. PREVOST ; Op.Cit ; P126.



جدول رقم (3-5): تمويل غير رسمي برأس المال المخاطر سنة 2008.

3000	عدد المستثمرين
6000	عدد الملفات المتحصل عليها
1200	عدد الملفات المدروسة
300	عدد المؤسسات الممولة
60 مليون أورو	المبالغ المستثمرة

Source : France Angel Association ; Donnes 2008

### المبحث الثاني: تجارب رأس المال المخاطر في الدول الناشئة:

تعتبر منطقة بحر الصين و جنوب شرق آسيا من أهم التجارب الدولية نجحاً في تطوير التمويل برأس المال المخاطر على الصعيد الدولي، كما عرفت المهنة اهتماماً متزايداً من لدن الدول النامية في منطقة MENA ، و سنحاول عرض بعض هذه التجارب و استخلاص الدروس.

### المطلب الأول: تجارب بحر الصين

تعتبر تجارب دول شرق آسيا كالصين و الهند و تايوان، التي تعد من بين دول التي تعرف توسعاً لمهنة رأس المال المخاطر حيث استطاعت هذه الدول استقطاب استثمارات دولية في هذا المجال كما طورت منظومتها التمويلية في وقت قياسي حيث شهدت المبالغ المستثمرة برأس المال المخاطر ارتفاعاً مستمراً.

### 1- رأس المال المخاطر في الصين الشعبية.

تعرف الصين الشعبية في سنوات الأخيرة تقدما ملحوظا في تكنولوجيا الاتصالات و الإعلام وميادين اقتصادية أخرى كانت حكرها في وقت قريب على الدول الصناعية، وهذا الوضع دفع درجات النمو اقتصادي إلى مستويات قياسية كما شهدت نمو كبيرا في صادراتها التجارية.

ويشير الاقتصاد الصيني مخاوف الدول الصناعية، بفضل جودة المنتجات المقدمة و أسعارها تنافسية كما حظيت الصين بأكثر حصة من الاستثمارات الدولية المباشرة، و تعمل في السنوات الأخيرة على تحويل تكنولوجيات عديدة من العالم الغربي، و تهتم أكثر بالكفاءات و التدريب لتحقيق التنمية المستدامة.

بفعل تطورات التي شهدتها الاقتصاد الصيني فقد عرف التمويل برأس المال المخاطر انتعاشا كبيرا بعد دخول كبرى المؤسسات الصينية سواء كانت خاصة أو عمومية في مجال التمويل حيث وفرت عروض معتبرة لتمويل بحقوق الملكية و تسهم كثيرا في تكوين عدد من الصناديق الاستثمارية المحلية. و تذكر بعض دراسات البنك العالمي أن حجم التمويلات مرحلة الانطلاق في عام 2004 وصل حدود 1.2 مليار دولار أمريكي استفادة منها 253 مؤسسة صينية ناشئة<sup>1</sup>.

أخذت الشركات الصينية في مجال الإعلام و الاتصال و المؤسسات التي تنشط في الفروع الحديثة مكانة دولية مرموقة ساعدتها في الآونة الأخيرة لدخول البورصة الأمريكية و نذكر منها Netease ، UT satcom Sohu، Sina ، Asiainfo .

لثمين جهود البحث و التطوير و تعزيز القطاع الصناعي قامت الحكومة الصينية بتطوير محيط مؤسسي موالي و دعم مالي للتكنولوجيات الصينية، حيث قامت الحكومة في وضع برنامج خاص يهدف إلى تطوير تكنولوجيات الحديثة، و قامت الحكومة في وقت نفسه لتكثيف الجهود لاستكمال المنظومة المؤسسية و تطوير السوق المال الصيني. و بفضل هذه الجهود أصبح الاقتصاد أكثر جاذبية في مجال التوطين و الاستثمار و يحصل على أكبر تدفق مالي و تكنولوجي من الدول الصناعية الكبرى<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> تقرير الأمم المتحدة للجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغرب آسيا (الاسكو) 2006.

E/ESCWA/ICTD/2007/12

<sup>2</sup> Sohaimi SALLEH ; Venture capital financing : managerial factors and management conflict ; GITS ;2004 ;p12.

تشير بعض التقارير و الإحصاءات أن الصين بادرت بدعم مؤسسات خاصة بواسطة هيئات حكومية لمساعدة المؤسسات التي تنشط في مجال الإعلام الآلي و تكنولوجيا الاتصال و الإعلام و نذكر منها شركة Lenovo و ZTE و Bird التي أخذت مكانة دولية في تسويق الهواتف النقالة و معدات الإعلام الآلي<sup>1</sup>.

## 2- تجربة تايوان:

قامت تايوان بجهود مكثفة لتطوير سوق رأس المال المخاطر وهيئت في وقت مبكر البيئة القانونية المنظمة لحركة رؤوس الأموال، كما قدمت مثل الصين كل وسائل الدعم لثمين الاستثمار المحلي القائم على الابتكار، فقد كانت أولويات الحكومات التايوانية بناء منظومة مؤسسية متكاملة لتحقيق الديناميكية في مجال الاستثمار و غزو أسواق العالم بمنتجات ذات جودة و أسعار تنافسية.

بفعل تلك الجهود عرفت صناعة رأس المال المخاطر تطورا سريعا في وقت قياسي، ففي أواخر 1983 لم يكن رأس المال المخاطر موجود كمصدر تمويل، ثم عرف منحى تصاعدي إذ أصبح في بداية التسعينات أهم مصادر تمويل المبتكرين و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة. إن زيادة النفقات العمومية للبحث و التطوير و مساهمة الحكومة في تأسيس صناديق استثمارية تهم بتمويل مرحلة الانطلاق ساعد على استكمال المنظومة التمويلية القائمة على منهج الفعالية حيث ساندت الحكومة ماليا المستثمرين المؤسستين و أسست صناديق ضمان شاركت دول بقسط و فير لتغطية المخاطر و تجنب إفلاس شركات تمويل في المراحل الأولى. و قدمت في الوقت نفسه حوافز ضريبية معتبرة لزيادة الاستثمار الخاص.

و صل حجم الاستثمارات في تايوان سنة 2005 حسب ما ورد في احد تقارير جمعية رأس المال المخاطر بتايوان (TVCA (2010<sup>2</sup> ما يقارب 5 مليار دولار أمريكي كما وصل عدد الممول المؤسساتيين إلى أكثر من 200 ينشط في جميع المحافظات في نفس السنة و وصل عددهم الى 270 في نهاية 2007.

<sup>1</sup> تقرير الأمم المتحدة للجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغرب آسيا (الاسكو) 2006.

E/ESCWA/ICTD/2007/12

<sup>2</sup> Taiwan Private Equity and Venture Capital Association ; www.tvca.org.

إن تجربة تايوان من أهم التجارب الدول النامية كما تمثل التجربة مثالية في بناء بيئة مؤسسية في أوقات قياسية تضمن النمو الاقتصادي و نظام تمولي متطور يركز على تمويل الابتكار و دعم الاستثمارات، وبالتالي فإن تجربة تايوان نموذجاً لبناء منظومة تمويلية في العالم النامي يكرس أهمية تدخل الحكومة في مجال التمويل و يدعم الاستثمارات التكنولوجية.

### 3- تجربة الهند:

عرف الاقتصاد الهندي نمواً كبيراً في السنوات الأخيرة بفضل وجود كفاءات بشرية كامنة في مجالات تقنية و استطاع هذا المخزون لفت أنظار المستثمرين الأجانب و الممولين المؤسساتيين الدوليين.

ما يشير الانتباه في تجربة الهند هو أنها من أكثر الدول استقطاباً لرؤوس الأموال من الخارج و حسب الجمعية المهنة الموجودة في الهند فإن حجم المبالغ مخصصة في صناديق الاستثمار برأس المال المخاطر وصلت إلى أكثر من 52% من إجمالي المبالغ ، و تقدم تجربة الهند تجربة فريدة في استقطاب رأس المال المخاطر على الصعيد الدولي و تبين بوضوح أن الدولة التي تملك قدرات فكرية محلية و تتمتع باستقرار اقتصادي قادرة على استقطاب ممولين أجانب.

بالنظر إلى تجارب دول الثلاث نستخلص أنه في الظروف العولمة الحالية فإن جاذبية الاستثمار المباشر و الاستثمار برأس المال المخاطر أصبح لا يراعي المنهج الاقتصادي و لا الحدود السياسية و إنما يراعى أكثر الفرص الاستثمارية المرتبطة برأس المال البشري و تحديات المنظورة المتعلقة بالاستقرار الاقتصادي.

#### المطلب الثاني: منطقة الشرق الأوسط.

إن صناديق رأس المال المخاطر في المنطقة العربية محدودة من حيث العدد و من حيث الحجم و اقتصادياتها ضعيفة، كما نجد أن تطبيقات رأس المال المخاطر محدودة، و تغيب فيها بدائل التمويل بالاستدانة.

الجدول رقم (3-9) : حجم التمويلات برأس المال المخاطر في دول المشرق العربي

عام 2008

المجموع	تحويل الملكية و خصخصة	مرحلة التنمية	مرحلة الانطلاق	مرحلة ما قبل الانطلاق	البحث و التطوير	
<b>525</b>	54	453	9	9	—	مصر
<b>475</b>	181	290	0	0	—	الأردن
<b>28</b>	0	14	4	0	—	لبنان
<b>1.015</b>	<b>235</b>	<b>757</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>—</b>	<b>المجموع</b>

Source : AMINA ; Net WORK INVEST(2008)

أن هذا وضع ناتج عن حداثة المهنة للمنطقة الشرق الأوسط، حيث يعتبرون أن القوانين التي تمس الأجانب بدأت تتحسن و تمكنت دول مثل مصر و لبنان بجلب استثمارات معتبرة نسبيا عن باقي دول الشرق الأوسط كسوريا و العراق، حيث نشأت صناديق استثمارية مشتركة تستثمر بدورها في مشاريع قائمة محليا<sup>1</sup>.

أن مشكلة المنطقة العربية ليست مشكلة الأموال بالدرجة الأولى و المشكلة أبعد من ذلك حيث أن ركود المهنة ناتج عن قلة الفرص الاستثمارية كما تعاني المنطقة غياب إطار مساندة للرأس المال المخاطر بصفة عامة، فالأسواق المالية تعاني ركودا رغم التعديلات التي تمت في العديد من أسواق الشرق الأوسط التي كانت تهدف للارتقاء بمستويات عالية من الإفصاح و الشفافية و تحسين القوانين الهادفة لعمل السوق.

<sup>1</sup> Emmanuel NOUTARY ; Financement des start-up et de l'innovation dans les PME région MEDA ; EUROMED innovation and technology program 2008 ;p57.

غير أن ثقة المستثمرين في أسواق محدودة، و ثمة ثقافة محلية لا تهتم بالابتكار و يغيب النهج المقاولاتية حيث أن الوعي الاستثماري في البلدان العربية ضعيف جدا و يمثل عقبة أيضا لنشأة أسواق مالية واعدة، و لذلك تعتبر الحكومات العربية أن السبيل الوحيد لدعم نشاط البورصة هو استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال استكمال الأسس و المعايير سليمة لتطوير أداء الصناديق الملكية الخاصة و إصدار معلومات أنية قيد يساعد على جلب أنظار الأجانب الراغبين في الاستثمار في الأراضي العربية، و بالتالي هناك محاولة مستمرة في البلدان العربية لرفع جاذبية الاستثمار على المستوى المحلي و على مستوى الدولي من أجل تعزيز الثقة بالسوق.

### 3-1- تجربة مصر العربية<sup>1</sup>:

اهتمت مصر برأس المال المخاطر رسميا في نهاية سنة 1994 بعد صدور أول قانون تشريعي ينظم و يضبط القواعد تمويل بحقوق الملكية بالأخطار . و بفعل هذا المرسوم أرتفع عدد الممولين ليصل سنة 2000 إلى 12 مؤسسة تختص برأس المال المخاطر و قدرت الهيئة العامة لسوق المال في تقرير صدر سنة 2000 أن المبالغ التي استثمرت في سنة 1999 بلغ ما يقارب 386.5 مليون جنيه مصر و في الغالب خصصت للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و تسعى الحكومة لتطوير المصادر المؤسسية لتمويل من خلال تطوير و تكوين صناديق استثمارية متخصصة تكون مهمتها الأساسية تمويل و تطوير المؤسسات في كل مراحل النمو، و نذكر بعض الطرق التي استخدمت لتطوير الوساطة المتخصصة برأس المال الملكية.

قامت مصر بإنشاء صندوق رأس المال المخاطر يقوم بتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ضمن التوصيات التي تقدمت بها هيئة تنمية السياسات التابعة لوزارة المالية.

تعاون وزارة المالية مع وزارة الصناعة و التجارة بتوحيد الجهود لتطوير بيئة تمويل تواكب حاجة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، منها المساعدات المالية، الإعفاء الضريبي، و تشجيع رأس المال المخاطر، و دراسة مختلف التجارب الدولية في هذا المجال.

<sup>1</sup> وزارة المالية: تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة و المتوسطة، ملخص تنفيذي، مصر 2004، ص 12-14.

يشارك قطاع الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات في مصر على توفير جزء من موارد صندوق رأس المال المخاطر.

في مجال رأس المال المخاطر وضعت الحكومة منظومة جديدة رقم 8 مؤرخ سنة 1996. قام صندوق انجازات التكنولوجيا في نهاية عام 2003 باستثمار 5 ملايين دولار أمريكي في شركة الراية القابضة و هي الشركة العاملة في تكنولوجيا المعلومات في مصر و تملك أعمال في منطقة شرق الأوسط و شمال أفريقيا و تملك 7 مؤسسات في محفظة أوراق المالية. و تعتبر شركة انجازات للتكنولوجيا مؤسسة إسلامية لرأس المال المخاطر في منطقة MENA، و تملك مكاتب و مقرات في دبي، مملكة العربية السعودية، مصر و الأردن، و ساهم في تمويل أول صندوق كل من:

- مجموعة مصارف الإسلامي للتنمية.
- بيت التمويل الخليجي.
- مصرف دبي الإسلامي.
- الشركة السعودية للاقتصاد و التنمية.
- مؤسسة إيران للاستثمار الخارجي.

قدم صندوق الانجازات بشكل أساسي في تمويل مرحلة انطلاق فهو يستثمر ماليا و يوظف خبراء في المؤسسات الممولة من أجل تطوير أعمال مؤسسات كما يوفر بفضل شبكة من المتعاملين مساعدات فنية و إدارية للمؤسسات الناشئة التي يستثمر فيها.

## 2- واقع رأس المال المخاطر في منطقة الخليج.

تعتبر دول الخليج من مناطق التي تتوفر على مصادر مالية معتبرة وهي أكبر منطقة تصدر النفط الخام و الغاز المميع كما تملك اغلب دول الخليج احتياطات معتبر من المحروقات و تشير التقارير في هذا الصدد لمنظمة مصدري النفط OPEC أن حجم صادرات النفط في العالم للمنطقة الخليج تصل إلى حوالي 40% في العالم.

وبالرغم من ذلك، إن الوفرة المالية لم تساعد الدول الخليج على تحقيق نهضة صناعية في المنطقة، و لا ميزة نسبية خارج المحروقات، كما أن رأس المال المخاطر ضعيف إذا ما قارنها مع دول آسيا و دول أوروبا الغربية.

بالرغم من أن منطقة الخليج حسب الترتيب الدولي ثالث منطقة يعرف أنها تشهد معدلات نمو عالية في تكنولوجيا المعلومات إلا أن مكانة صناعات تكنولوجيا المعلومات و التقنيات المرافقة محدودة و لا توجد استثمارات فعلية على أرض الواقع، أي أن دول الخليج تقاس على أنها دول سوق الاستهلاك وليست منطقة الإنتاج و ليست مكان يجذب أنظار المستثمرين الأجانب كما هو الحال لصين و الهند و البرازيل، حيث يبقى قطاع العقارات أكثر القطاعات استحوز على أغلب المصادر التمويلية و لذلك يؤخذ قطاع تكنولوجيا المرتبة الثانية ضمن الأولوية الاستثمارات المحلية و الاستثمارات الدولية في المنطقة.

من أجل تطوير رأس المال المخاطر و جعلها وقودا حقيقيا لإحداث نهضة اقتصادية و صناعية قام في هذا الصدد مجموعة من المستثمرين بإنشاء جمعية لرأس المال المخاطر في الخليج، و نشير أن الجمعية الخليجية لرأس المال المخاطر مثل باقي الجمعيات المهنية في العالم لا تهدف إلى الربحية، و تخصص في مجالات التمويل برأس المال المخاطر و تقدم المعلومات و مجموعة من الدراسات الميدانية للمحيط المؤسسي و تقدم عرض للفرص الاستثمارية في المنطقة. كما تتعاون مع الشبكة الدولية للاستثمار في حقوق الملكية الخاصة. حيث تقوم الجمعية بتعريف المهنة و تصدر تقارير سنوية و آراء بعض الخبراء و المهنيين دوليين حول فرص و تحديات المنطقة<sup>1</sup>.

إن مؤسسي الجمعية هم في غالب رؤساء مجالس إدارة الصناديق و مؤسسات إدارة و شركات التمويل المتخصصة الملحقة، و تتضمن أهدافها العناصر التالية:

1. تعزيز مهنة رأس المال المخاطر و حقوق الملكية الخاصة من أجل تطوير الصناعات الحيوية في منطقة الخليج و باقي مناطق أكثر استقطاب في العالم.



2. تسهيل التعاون بين الأعضاء و التواصل و تبادل المعلومات في مختلف المناطق الخليجية و العربية و الدولية، و إقامة شبكة بين أصحاب المصالح في المهنة سواء كانوا مستثمرين و مهنيين و مؤسسات اقتصادية و توفير معلومات للمبتكرين.
3. جمع المعلومات و الإحصائيات عن الصناعة و نشرها دوريا عبر الشبكة العنكبوتية. و محاولة تقديم عروض سنوية لرصد فرص الاستثمارية في المنطقة العربية و تحديد العقبات في الدول العربية بشكل خاص و باقي العالم بصفة عامة، كما تقدم الجمعية بعض النجاحات التي تحققت في تمويل المؤسسات الابتكارية في منطقة الشرق الأوسط.
4. تطوير القواعد المهنية و ترشيد السلوك المهني و الأخلاقي في المهنة.
5. ترسيخ ثقافة الابتكار و العمل الجاد من خلال الاستثمار في ميدان التعليم و التكوين في المنطقة الخليجية.

### 3- تجارب في منطقة الخليج.

تقدم الإمارات العربية المتحدة نموذجا استثماريا يختلف عن باقي دول الخليج، و تشهد الإمارات تطورا كبيرا من هذا الجانب، فهي المحطة الأكثر ديناميكية التي تباشر في تمويل الميادين التكنولوجية الجديدة، حيث تشهد المنطقة صناديق مخصصة لتمويل مجال الاتصال و تكنولوجيات المرافقة من أجل تعزيز تكنولوجيا المعلومات، كما ارتفع عدد الصناديق الاستثمارية التكنولوجية في هذا التوجه بعد أن اقتصر نشاطها على تمويل أشغال البناء العصري.

من بين الصناديق الرائدة في المنطقة نجد صندوق UAE ICT Fund وصندوق الأنجازات التكنولوجية، و صندوق دبي للاتصالات الذي يهتم بمنطقة الشرق الأوسط و شمال إفريقيا المعروف بتسمية Delta كما توجد مؤخرا مساهمات كثيرة في صناديق عالمية لحقوق الملكية التي تقدم تمويلات تكنولوجية في المنطقة الشرق الأوسط<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Private equity group, Gulf Capital ; “ GVCA Outlook for Venture Capital in MENA; RYADH; 2007;p12.

بالنظر إلى نشاط صندوق الاستثمار في الخليج UAE ICT Fund في شبكة العنكبوتية، تبين لنا أن صندوق الإمارات يملك موارد معتبرة و يتخصص في تمويل المؤسسات الاقتصادية في كل مراحل النمو كما يقدم خدمات و استشارات من خلال شبكته الدولية<sup>1</sup>. تقتصر الحدود الجغرافية للصندوق فهو يقتصر على مؤسسات وطنية إماراتية فهو يستثمر موارده المالية في مجال الإعلام و الاتصال و تكنولوجيا المرافقة لها محليا. كما يقوم الصندوق بترسيخ ثقافة المبادرات الفردية و ريادي الأعمال في قطاع تكنولوجيا المعلومات و اتصالات في الإمارات العربية المتحدة و يحاول تحسين الروابط بين المؤسسات البحثية و المؤسسات الاقتصادية من خلال البحث عن موهوبين من خريجي الجامعات و الباحثين في المجال و يقدم مختلف العروض من المبتكرين في مجالات الاتصال و الإعلام، لذلك أخذ الصندوق على عاتقه تمويل مشروعات في مرحلة ما قبل الانطلاق و هذا تمويل نجده نادرا على المستوى الدولي في الصناديق الاستثمارية المؤسساتية، كما يساعد على تكوين تصميم مشاريع البحث و التطوير و دعم التعليم و التدريب في مجال نظم المعلومات المتطورة

### المبحث الثالث: محددات ديناميكية رأس المال المخاطر.

أصبح رأس المخاطر يؤخذ حيزا كبيرا في مجال تمويل الابتكار، فقد تبين أن دواعي انتشاره في دول العالم كثيرة يمكن وضعها في محورين أساسيين. المحور الأول، يتمثل في حاجة اقتصاديات حديثة في تامين الابتكارات بصفة مستمرة و تحقيق تنافسية في تسويق منتجات وخدمات خارج الحدود. أما المحور الثاني هو الحاجة إلى وساطة حديثة ترافق المبدعين و المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

لا يمكن أن تكون الجهود المكثفة الهادفة لتطوير وساطة حديثة في دول العالم وحده مفسرة لنمو الوساطة وتوجد محددات يراها باحثون في مجال رأس المال المخاطر أنها

<sup>1</sup> Private equity group, Gulf Capital ; “ GVCA Outlook for Venture Capital in MENA; Op.Cit; p13.

ANIMA: investment net work et une plat forme multi pays de développement économique de la méditerranée, son objectif et de contribuer a une amélioration continue du climat des affaire dans la région.

من أساسيات تطوير هذه الوساطة بما قد يحقق نمو مستداما في مجالات الابتكار و  
المقاولاتية. أمثال<sup>1</sup> Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON (2008) و  
S.ZOGATI & M.Y.BERGERON (2006)<sup>2</sup>  
خلصت دراسات حديثة في هذا المجال أقيمت في الولايات المتحدة الأمريكية و دراسات  
مماثلة أنجزت في دول أوروبية أن عوامل اتساع المهنة لا تقتصر على محددات التمويل  
التقليدي وإنما توجد قاعدة عريضة من العوامل لها قدرة تفسيرية على نمو أو عرقلة نمو سوق  
رأس المال المخاطر، حيث توصلوا أن العوامل المؤسسية و الاقتصادية و المالية و عوامل  
أخرى ثقافية، و تنظيمية لها أيضا تأثير مباشر على تطور سوق رأس المال المخاطر،  
كما يستدل الباحثون الأوروبيون على أن اختلاف وتيرة و حجم المهنة في دول الأعضاء  
ناتج عن اختلاف تلك المحددات.

#### المطلب الأول: المحددات المؤسسية و الاقتصادية:

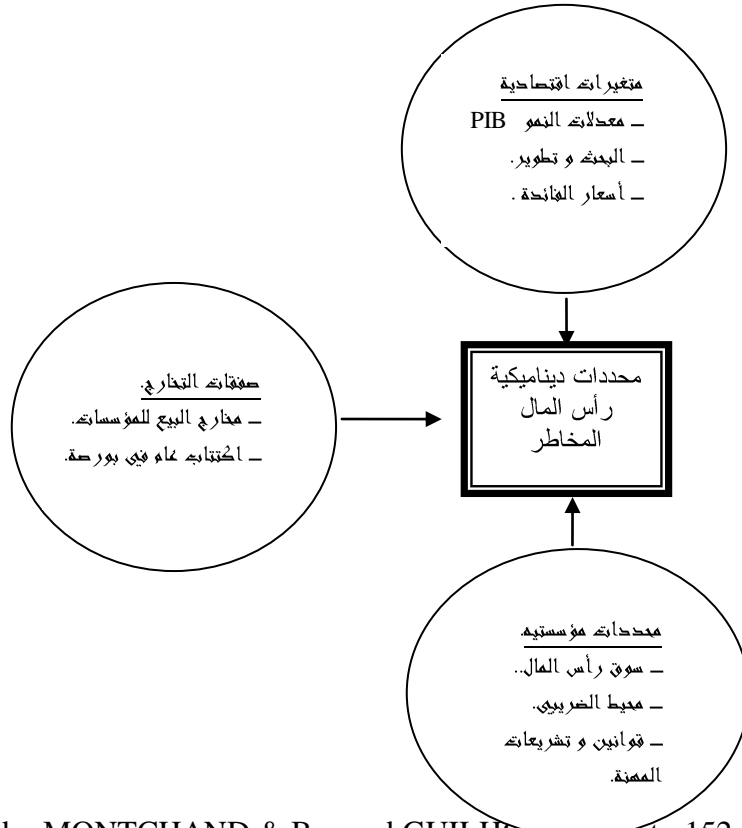
يعتبر الهيكل الاجتماعي و الاقتصادي من أهم المحددات التي تحدد ديناميكية تمويل  
الابتكار برأس المال المخاطر و خلصت بحوث كثيرة في دول صناعية شملت خمس عقود  
تقريبا ارتكزت على مجموعة من المحددات صنفها S MONTCHAND & B GUILHON  
(2008)<sup>3</sup> إلى ثلاثة مجموعات التي يراها تحدد مسار ديناميكية رأس المال المخاطر، حيث  
توجد في كل مجموعة محددات قد تساهم في تطوير منظومة تمويل برأس المال المخاطر.

شكل رقم (3-8) : محددات النمو في سوق رأس المال المخاطر

<sup>1</sup> Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON ; Op.Cit.p118.

<sup>2</sup> S.ZOGATI & M.Y.BERGERON : Déterminant de l'offre de capital risque et mesures de performance appropriées ; cahier de recherche 16-2006 Université de Montréal ; CANADA 2006 ; p02.

<sup>3</sup> Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON ; Op.Cit.p118.



Source : Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON , op.cit.p152

### 1- محددات ديناميكية سوق رأس المال المخاطر:

عرفت دراسات ديناميكية رأس المال المخاطرة اهتماما كبيرا في السنوات الأخيرة من لدن الباحثين واستطاعوا إبراز من خلال قاعدة بيانات و دراسا ت إحصائية مجموعة من المتغيرات لها تأثير على وتيرة وحجم المبالغ المستثمرة برأس المال المخاطر بشكل خاص و تمويل الابتكار بشكل عام، فقد حاولوا الكتاب إبراز أهمية كل متغير على نمو هذه الوساطة و نجد منها أبحاث<sup>1</sup> Boumini & semen (2009) التي تمثل من أبرز الدراسات التي اهتمت بالمتغيرات مكرواقتصادية سواء في دراسة بلد واحد أو بدراسة قاعدة بيانات لدول عديدة تملك إحصاءات منتظمة.

شكل(3-10): النتائج القياسية لمحددات رأس المال المخاطر.

المتغيرات المفسرة	Gopers & leaner (1998) USA	Jen et wells (2000) ( 21 دولة	Shertler ( 2003) 14 دولة	Boumini & semen (2009) 16 دولة

<sup>1</sup> S. BOUMINI & A.SEMEN ; The macro political determinants of venture capital investment around the world; social science research net work;2009;p215.

السوق الأولي IPO	غير مؤثر	أثر إيجابي (+) مرحلة التوسع	غير مستخدمة	أثر إيجابي (+) مرحلة الإقلاع
رسملة البورصة	غير مؤثر	غير مؤثر	أثر إيجابي (+) مرحلة الإقلاع	أثر إيجابي (+)
الناتج الوطني الخام PIB	أثر إيجابي (+)	غير مؤثر	غير مؤثر	أثر إيجابي (+)
سعر الفائدة TINR	غير مؤثر	غير مستخدمة	غير مستخدمة	أثر إيجابي (+) مرحلة الإقلاع
البحث و تطوير R&D	أثر إيجابي (+)	غير مستخدمة	أثر إيجابي (+)	أثر إيجابي (+) مرحلة الإقلاع
الضرائب على أرباح	غير مؤثر	غير مستخدمة	غير مستخدمة	غير مستخدمة
مساهمة شركات التأمين	أثر إيجابي (+)	أثر إيجابي (+) مرحلة الإقلاع	أثر إيجابي (+) ليس في كل البلدان	غير مستخدمة
مرونة سوق العمل	غير مستخدمة	أثر سلبي (-)	أثر إيجابي (+) مرحلة الإقلاع	أثر سلبي (-)
الإشهار المالي	غير مستخدمة	غير مستخدمة	غير مستخدمة	غير مستخدمة
الأخطار السياسية	غير مستخدمة	غير مستخدمة	غير مستخدمة	أثر سلبي (-) حالة الفساد

Source : M.LOUNES ; Op.cit ;p08(بالتصرف)

إن إثبات صحة الفرضيات و دراسة علاقة المتغيرات التي تساهم في تطوير المهنة تتطلب دراسة طويلة الأمد من خلال معلومات رقمية لتوضيح العلاقة في المدى الطويل بين محددات اتساع الطلب على التمويل برأس المال المخاطر ومحددات عرض رأس المال المخاطر<sup>1</sup>. لكن هذا النوع من الدراسة يتطلب نماذج قياسية تثبت صحة العلاقة بين المتغيرات و تفسر في الوقت نفسه نمو أو تراجع حجم مبالغ رأس المال المخاطر وذلك باستخدام معادلات قياسية و دراسة علاقات السببية و علاقات التكامل المشترك من خلال قاعدة بيانات لعدة سنوات.

سنشير إلى نتائج بحوث قياسية قام بها مجموعة من الباحثون اهتموا بصناعة رأس المال المخاطر في الو.م.ا كما نعرض بعض البحوث قدمت كدراسة حالة مجموعة من الدول الأوروبية و مجموعة أخرى من البحوث اهتمت بعينة من دول العالم تملك قاعدة بيانات منتظمة.

<sup>1</sup> M LOUNES; Les principaux déterminant de la dynamique du capital-risque , modélisation et étude empirique sur donnée américaine université val de marne , France janvier 2011.p21.

إن معظم الدراسات القياسية واجهت صعوبة في حصر المتغيرات المفسر في نمو نشاط رأس المال المخاطر و صعوبة توفير قاعدة بيانات منتظمة خصوصا في الدول غير الصناعية محل دراسة.

حاول<sup>1</sup> Jen et wells (2000) دراسة اتجاه العلاقة السببية بين مشاهدات المتغيرات الاقتصاد الكلي المفسرة و مبالغ رأس المال المخاطر في مجموعة من البلدان. وبالرغم من صعوبة دراسة من هذا النوع على مستوى مجموعة من البلدان غير أن بحث خلص للنتائج مهمة على مستوى المقاربات الدولية حيث استطاع تطوير نموذج قياسي يجمع معطيات 21 دولة بين 1986 و 1995. وأختبر فيه استثمارات برأس المال المخاطر باستخدام المتغيرات التفسيرية التالية:

- مبالغ الإصدار الأولي في بورصة الأوراق المالية.
- معدل نمو الناتج الوطني. ،
- معدل نمو الرسمة في البورصة.
- مرونة سوق العمل.

في دراسة باستخدام نفس النموذج القياسي توصل<sup>2</sup> Emmanuelle DUBOCAGE (2003) مدى ارتباط الأموال مخصصة للمهنة و الاستثمار برأس المال المخاطر على مستوى فرنسا. نتائج هذا الاختبار بينت أن هناك علاقة سببية، غير أن معامل التعيين ضعيف  $R^2 = 0.12$  مقارنة مع نتائج بحث مماثل بنفس النموذج أقيم في الولايات المتحدة الأمريكية لنفس الفترة.

حاولت في هذا الصدد M LOUNES (2011) بناء نموذج مختلف يجمع متغيرات نظرية الاستثمار والعائد و متغيرات كلية لها علاقة نظرية مع حركة رؤوس الأموال و الاستثمار في المحافظ المالية ومنها سعر الفائدة، معدل النمو، نشاط سوق المال البورصة ، و ميزانية النفقات البحث و التطوير ، ( PIB TINR IPO.. )، و متغيرات اعتبرها الباحثة محددات

<sup>1</sup> Jeng L. &Wells P.,(2000), «The Determinants of Venture Capital Funding :Evidence Across Countries », Journal of Corporate Finance,6, p.241-289.in M.LOUNES ; Op.Cit ; p11.

<sup>2</sup> Emmanuelle DUBOCAGE (Thèse) ; Op.Cit.151.

مفسرة لديناميكية سوق رأس المال المخاطر و استندت دراسة على قاعدة بيانات دورية صدرت من مختلف الهيئات الحكومية و جمعية المهنة الأمريكية. خلصت دراسة لمعطيات و النتائج أن نشاط رأس المال المخاطر يرتبط بعوائد محققة من طرف الممولين أي أنه يرتبط باستثمارات المحققة للدورات السابقة (معدل العائد الداخل ي المحقق TRI). وتبين أيضا أن حجم الاستثمارات المعلن عنها كل سنة من طرف الجمعيات المهنية في الو.م.إ. تتناسب طرديا مع العوائد المحققة للسنوات السابقة.

## 2\_ أهمية المحددات المؤسسية:

تعتبر المنظومة المؤسسية القاعدة الرئيسية التي تحكم الفاعلين و أصحاب المصلحة في التنمية الاقتصادية و الاجتماعية و تحدد في الوقت نفسه المنظومة العامة لإدارة الاقتصاد و كل مناهج تدخل الدولة في الشؤون الاقتصادية، فالقواعد المؤسسية في أي بلد في العالم هي مركز مقومات التنمية الاقتصادية و يعرف رياض بن جليلي (2009)<sup>1</sup> أن الإطار المؤسسي كمفهوم شامل " أنه تغير في سلوك و قواعد المؤسسات مع بيئتها بما يخدم التنمية الاقتصادية". فالقوانين المنظمة للاقتصاد عامة و المنظمة لنشاط الممولين المؤسسيين من أهم مكونات المنظومة المؤسسية التي تعمل على حد من التشوهات في السياسات العامة كما تساهم في تخفيض حالة عدم التأكد التي قد تواجه المؤسسات و المستثمرين. إن التغيير في الهندسة المؤسسية في البلدان الصناعية نهاية السبعينات ساعد على زيادة الوسطاء برأس المال المخاطر فقد أشار في هذا الصدد S.ZOGATI & M.Y.BERGERON<sup>2</sup> أن هندسة المحيط المؤسسي القائم على أساس قواعد السوق ساهم كثيرا في رفع معظم الحواجز على المستثمرين المؤسسيين مما جعل النظام تمويلي قادر على حشد موارد مالية من خلال أسواق المال و البنوك و الأشخاص الطبيعيين. في ظل غياب العقبات المؤسسية التي تنظم التمويل، قوانين تأسيس المؤسسة، و قوانين التنافسية و قانون الإفلاس، أصبح اقتصاد الدول الصناعية مثل الو.م.أ و بريطانيا المنهج الكفيل في وجهة نظر المستثمرين المؤسسيين على إلغاء مخاطر الاستثمار في المؤسسات

<sup>1</sup> د.رياض بن جليلي : برامج الإصلاح المؤسسي، جسر التنمية ، مركز البحوث في الكويت، 2006 ص02

<sup>2</sup> S.ZOGATI & M.Y.BERGERON : Op.Cit ;p15.

الابتكارية التي تمتاز بخطورتها عالية في مرحلة الانطلاق، فكلما انخفضت العقوبات المؤسسية التي تهم شروط التمويل، وقواعد تأسيس المؤسسة، و القواعد التنافسية. إلخ زادت الثقة المستثمرين و لذلك يمثل نموذج اقتصاد سوق من منظور المستثمرين المؤسسيين المنهج الوحيد القادر على إلغاء مخاطر الوكالة المحتملة *conflit organisationnelle* التي تهم الفاعلين في المهنة.

من هذا المنظور فإن الإطار المؤسسي المبني على قواعد السوق فتح الأبواب أمام المستثمرين لتوجيه رؤوس أموالهم نحو الاستثمار في الأوراق المالية، بالشكل الذي يجعل محافظهم المالية تحقيق مردودية مالية، وفي هذا الإطار ومن خلال مساهمته م فعالة في إدارة المحافظ المالية فقد قاموا بتوجه عدد معتبر من المؤسسات الاقتصادية و اعدوا خططاً إستراتيجية و من ثم التأثير المباشر و الغير مباشر على نظام حوكمة المؤسسات<sup>1</sup>.

## 1-1- القوانين و التشريعات.

تبين من خلال عرض تجربة الولايات المتحدة الأمريكية الدور الذي تؤديه القوانين و التشريعات المنظمة للمهنة في كبح تارة أو في رفع من ديناميكية رأس المال المخاطر تارة أخرى كما قدمت تجربة تطور المنظومة القانونية للأسواق المال و تخصيص أسواق مالية جديدة كمنهج دولي في تطوير تطبيقات رأس المال المخاطر لباقي الدول الصناعية.

تفتقر البلدان النامية إلى منظومة مؤسسية كفيلة بتطوير الوساطة المالية و تغيب منظومة الاستثمار في الفروع الابتكارية و تبقى معظم الدول الغير الصناعية تعاني قصور مؤسسي يخفض فعالية جهود القائمة في تحقيق إقلاع حقيقي في مجال تمويل الابتكار.

أشار استطلاع رأي مئات المستثمرين في دول العالم قام بها البنك العالمي سنة 1998 أن وفرة التمويل و الضغط الضريبي ثم المهارات و الأنظمة القانونية تمثل أهم المحددات التي تحكم الاستثمار، وفي دراسة أخرى أقيمت من طرف البنك العالمي في 2008 ذكر فيها مجموعة

<sup>1</sup>Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON ; Op.Cit.p154.



من العقبات المؤسسية في الدول العربية و حصرها في خمس جبهات أساسية نلخصها في العناصر التالية<sup>1</sup>:

1. غياب سياسات اقتصادية ذات توجه استراتيجي و قصور الحوكمة في المؤسسات الحكومية التي تتولى إدارة الاقتصاد.
2. عدم وضوح رؤية و تداخل و تضارب بعض القوانين المنظمة لمهنة رأس المال المخاطر. و غياب إطار قانوني واضح ينظم النشاط الاقتصادي و النشاط التجاري.
3. تمهيش دور المجتمع المدني في بناء القرار الاقتصادي بالرغم من أهميته في ترشيد السياسات الاقتصادية. و هذا الوضع قد يجعل السلطة تتوزع على فئة محددة من المجتمع.
4. محدودية جودة السلع و الخدمات العامة.
5. قصور البنية التحتية المساندة لقطاع الأعمال.

## 1-2- نشاط السوق المالي:

خلصت دراسة (Jen et wells (2000) أن للبورصة دورا محوريا في تطوير رأس المال المخاطر و وصفها بالمحرك الأساسي لنشاط هذا السوق رغم أن النتائج القياسية التي حصل عليها تبين الارتباط الايجابي بين نشاط البورصة (نشاط الإصدار في سوق الأولي IPO) في تمويل مراحل المتقدمة فقط. و هذه النتائج تتماشى مع النتائج التي خلص إليها أبحاث أخرى قام بها باحثون أمريكيون<sup>2</sup> قدموا دراسة مماثلة لبلد واحد.

أكدت أبحاث جمعت بيانات لعدة دول قام بها كل من (Boumini & Shertler (2003) و Semen (2009) دور البورصة في تطوير الاستثمارات التكنولوجية.

<sup>1</sup> F. PREVOST ; Op.Cit ; P115.

<sup>2</sup>Paul Gompers & Anna Kovner & Josh Lerner & David Scherfsteur ; Venture Capital Investment Cycles; The Impact of Public Markets; Harvard University Reviews ; December 2005.

وقدمت دراسة (2007) J. WONGLIMPIYARAT إلى أن كلما كانت أوضاع سوق المال جيدة فإن ذلك سيساهم بلا شك في رفع حجم التمويلات برأس المال المخاطر خصوصا في فترة الإقلاع<sup>1</sup>.  
في دراسة على مستوى 21 دولة في العالم بينت أن ديناميكية رأس المال المخاطر و حجم صفقات التخارج باكتتاب الأولي في البورصة لفترات 1979 إلى 1997 ثم 1997 إلى 2000 تتناسب طرديا مع ديناميكية سوق رأس المال المخاطر<sup>2</sup>.

### 3- محددات الاقتصادية و معروضات رأس المال المخاطر:

نركز فيما يخص المحددات الاقتصادية على معدلات النمو، و حصة نفقات البحث والتطوير من الدخل، وخيارات المستثمرين للبدائل توظيف استنادا إلى أسعار الفائدة السوقية بدون المخاطرة.

### 3-1 - نمو اقتصادي:

من خلال دراسة<sup>3</sup> Black & Gilson(1998) التي ركزت على دراسة أثر النمو الاقتصادي في الو.م.أ على نشاط رأس المال المخاطر خلص الباحثين أن حدوث نمو اقتصادي سيرفع من معروضات تمويل برأس المال المخاطر، حيث سيزيد طلب المؤسسات على التمويل بما في ذلك الطلب على رأس المال المخاطر. و استنادا للبحث لإبراز هذه العلاقة على نموذج التكامل المشترك خلص فيه انه توجد علاقة طردية بين نمو اقتصادي مع نمو سوق رأس المال المخاطر.

قدمت دراسة مماثلة قامت بها الجمعية المهنية الأمريكية NVCA أن غياب الاستقرار الاقتصادي في أوائل التسعينات في دول أمريكا الجنوبية والذي أنتقل من 19.4% في عام 1999 إلى 5% في عام 2001 كان لهذا أثر كبير على تراجع استثمار برأس المال المخاطر إذ تراجع عدد المولدين إلى ثلاثة في 2001 بعد أن كان عددهم 12 شركة التمويل بالأخطار،

<sup>1</sup>Jarunes WONGLIMPIYARAT; The influence of capital market laws and IPO process on venture capital ; the national science and technology agency 2007.

<sup>2</sup> M LOUNES; Op.Cit ;p 12.

<sup>3</sup> B.BLAK & R. GILSON; Does venture capital require an active stock market?; journal of financial economic ; vol 22; p653.

أضف إلى ذلك تبين أن حالة الأرجنتين كان أشبه بحالة المكسيك حيث استمرت شركة واحدة في النشاط بعد الأزمة، وهذه معطيات تؤكد تلك علاقة بين الاستقرار الاقتصادي و نمو سوق رأس المال المخاطر<sup>1</sup>.

### 3-2- نفقات البحث و التطوير.

إن تطور الاقتصاد في عصر العولمة و تفعيل بما يسمى اقتصاد المعرفة يقتضي دعم الاستثمارات التكنولوجية في كل أطوار المؤسسات الاقتصادية وخاصة أنشطة البحث و التطوير ، فقد تجسدت جل الاختراعات التي عرفتها البشرية بنشاط ممولون يخاطرون بأموالهم لتحويل فكر مخبري إلى منتج تجاري و جني الأرباح. اهتم باحثون أمريكيون و على رأسهم<sup>2</sup> Gopers & Leaner (2001) بمحددات التمويل برأس المال المخاطر و توصلوا في نهاية بحثهم أن العلاقة بين ديناميكية رأس المال المخاطر و المبالغ المخصصة للبحث و تطوير علاقة طردية، فمن خلال دراسته لقاعدة بيانات لفترة دامت ثلاثين سنة توصل إلى النتائج باستخدام تقنيات قياسية (تكامل المشترك) واختبار مجموعة من المتغيرات منها المبالغ تمويل برأس المال المخاطر و مبالغ مخصصة لنفقات البحث و التطوير.

تبين من خلال الدراسة أنه علاقة سببية بين المتغيرات الاقتصاد الكلي و مبالغ رأس المال المخاطر على الناتج الخام علاقة طردية، حيث وجد الباحثين أنه توجد علاقة تفسيرية بين ميزانية البحث و تطوير و نمو مبالغ رأس المال المخاطر ، فإذا زادت ميزانيا ت البحث و التطوير سواء كان ذلك من الحكومة الفدرالية أو من الخواص أو من خلال المؤسسات الاقتصادية الكبرى، تزيد معروضات رأس المال المخاطر في السنوات القادمة، و يفسر الباحثين أن الزيادة في نفقات البحث و التطوير ساهم في رفع حجم الابتكارات الصناعية في السنوات

<sup>1</sup>وزارة المالية: تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة و المتوسطة، ملخص تنفيذي،

مصدر سبق ذكره ، ص56.

<sup>2</sup> Paul GOPERS & J LERNER; The Venture Capital Revolution; Journal of economies perspectives; Vol 15; p155.

المالية، و من تم ترتفع صفقات رأس المال المخاطر لفائدة المبدعين لتحويل أعمالهم إلى مشروعات حقيقية واعدة.

### 3-3\_ معادلات الفائدة.

تعتبر أسعار الفائدة أهم مؤشرات تحليل حركة النقود و التوازنات الاقتصادية الكلي، كما تمثل أداة عملية للسياسات النقدية، فقد اعتبر رواد المدرسة الكلاسيكية أن سعر فائدة هو الثمن الذي يدفع لاستخدام رأس المال و هو يحقق توازن بين طلب و عرض رؤوس الأموال، حيث عرفها الاقتصادي "A SMITH" سعر الفائدة أنه تعويض يدفع من المقترض، فالفائدة هي مكافئة تدفع للمدخرين. كما اعتبرها friedrich von wieser من خلال نظرية اختيار الزمن آجيو Agio أنها الفرق السعر بين السلع الحالية والسلع في المستقبل.

أما نظرة كيتز لسعر الفائدة مختلفة حيث أن سعر الفائدة ليس عائد حرمان، وهي عائد تخلي عن السيولة، كما أن الاستثمار يتحدد بالكفاية الحدية لرأس المال. غير أن سياسة النقود الرخيصة التي لجئت إليها بريطانيا و الو.م.ا في سنوات الكساد لم تعمل على تنشيط الاستثمار. ويعتبر فريدمان أن سعر الفائدة هو أحد المتغيرات التي تحكم رأس المال، كما أن النقود ليس إلا شكلا من أشكال الثروة، حيث توجد أشكال أخرى من أصول، منها الأسهم، السلع، و رأس المال البشري وبالتالي هناك عدة متغيرات تحكم الثروة.

إذا كان معدل الفائدة أداة لتحقيق التوازنات الاقتصادية في القرن التاسع عشر غير أن درجة تغيرات سعر الفائدة لم يعد المؤشر الوحيد في تحديد الظواهر الاقتصادية الكلية و لكن يبقى معيارا في تكوين محفظة الأوراق المالية و الاستثمار في حقوق الملكية، فقد أشار<sup>1</sup> BOUMINI & SEMEN (2009) أن معدلات فائدة لها قوة تفسيرية على اختيارات المستثمرين و أصحاب الفائض و تخصيص استثماراتهم من زاوية العوائد و درجة المخاطرة.

أثارت معدلات فائدة نقاشا كبير في المدارس الاقتصادية لدورها في تحديد حجم الاستثمار الكلي و يشير بعض الباحثون أن معروضات برأس المال المخاطر تتأثر بأسعار

<sup>1</sup> S. BOUMINI & ASEMEN ; Op.Cit; p 120.

الفائدة و مستويات التضخم و في حالة ارتفاعها ستكون أكثر جاذبية من عوائد مماثلة فيها مخاطرة كبيرة فيكون لهذا الوضع أثر مباشر على المحافظ المالية مخصصة لحقوق الملكية بالأخطار<sup>1</sup>.

لذلك يعتبر (BOUMINI & SEMEN (2009) أن تغير أسعار فائدة لها أثر كبير على حجم المبالغ المعروضة خاصة في فترات تكون فيها الظروف الاقتصادي سيئة، كما أن معروضات رأس المال المخاطر حساسة لعوائد شركات التمويل المحققة في دورة الاستثمار أي بعد انقضاء فترة التخارج.

بناءً على أبحاث أقيمت في الو.م.أ و دول صناعية أخرى خلصت دراسات أن يوجد ارتباط عكسي بين أسعار الفائدة سائدة و معروضات رأس المال المخاطر، كما أن حجم الأموال المخصصة للدورات المقبلة تتأثر بالعوائد الفعلية محققة لصناديق الاستثمار و بالتالي تنخفض معروضات رأس المال المخاطر إذا كان معدل عائد الداخلي أقل أو يساوي أسعار الفائدة. غير أن فريق آخر من الباحثين يعتبرون أن الاستثمار برأس المال المخاطر يتحدد بجملة من المحددات لا تحكمها أسعار الفائدة وحدها و إنما تحكمها عوامل أخرى مالية و حالات عدم التأكد المترتبة بتمويل مرحلة الإنشاء<sup>2</sup>. و بعبارة أخرى فإن معروضات رأس المال المخاطر هي مفاضلة بين محددات مختلفة تحكمها فرص و تهديدات المشروع.

### المطلب الثاني: المحددات الثقافية و البيئية:

يعتبر الهيكل الاقتصادي و الاجتماعي من أهم محددات تطور الوساطة المالية برأس المال المخاطر غير أن البعد الثقافي للمجتمع و الأفراد حجر زاوية السلوك التنظيمي. و بالرغم من صعوبات حصر المحددات الثقافية فإن أغلب البحوث التي اهتمت بديناميكية رأس المال المخاطر تشير إلى أن نجاح الولايات المتحدة الأمريكية في تطوير و ساطتها التقليدية و وساطة

<sup>1</sup> S.ZOGATI & M.Y.BERGERON ; Op.Cit ;p09.

<sup>2</sup> M LOUNES; Op.Cit ;p 02.

المالية الحديثة لم يكن دون التأثير البيئية الثقافية القائمة على حسن استخدام الموارد ووجود ثقافة وإرادة لدى الأفراد و المؤسسات المالية على المغامرة و كنتيجة لصعوبات دراسة هذه أثر البيئة الثقافية على مسار رأس المال المخاطر<sup>1</sup>.

## 1- الثقافة التنظيمية:

تعتبر الثقافة التنظيمية من أهم المحددات التي تحكم فعالية المؤسسات فقد اشرنا أن انتقاء المستثمرين المؤسستين برأس المال المخاطر يولى البعد التنظيمي للمؤسسة أهمية قصوى في مرحلة الانتقاء فالمالك المسير ينبغي أن يسلك سلوكا سليما يتوافق مع مبادئ مخطط العمل، و لذلك فإن تحقيق جملة من الأهداف و على رأسها تحقيق أرباح، يتطلب بلا شك إدارة موارد بشكل سليم و مثالي باستخدام المعارف التنظيمية، و دراسة البيانات و المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على مسار المؤسسة.

تقوم شركات التمويل برأس المال المخاطر غالبا بتحديد ثقافة المنظم من خلال لقاءات متكررة بعد قبول أولي للمخطط العمل و الهدف من وراء لقاءات و مشاورات مباشرة بين ممول و شركة التمويل هو تحديد الثقافة التنظيمية التي لا يمكن أن تحددها الشهادات الجامعية فقد تكون مكتسبة ميدانيا، و من المفروض أن يحصل الممول على صورة واضحة لأفكار صاحب المشروع و قدرات التنظيمية و درجة استيعاب قبوله للمشورة الفنية و الإدارية و طموحاته المستقبلية و غيرها من الملامح الشخصية وبالتالي إمكانية حصر عناصر حرجة لنجاح أو فشل المشروع.

## 2 – البيئة الاجتماعية:

تعتبر البيئة الاجتماعية من محددات الأساسية في مجال التمويل و تنفيذ العقود و لذلك نراها من بين المحددات أساسية في تطوير رأس المال المخاطر في بلدان العالم النامي. و يشير<sup>2</sup> F. PREVOST (2006) إلى أن البعد الثقافي و الاجتماعي يساهمان في ركود المهنة، و يستلهم هذه النظرة من تجربة الولايات المتحدة حيث يرى أن البيئة الاجتماعية

<sup>1</sup> S.ZOGATI & M.Y.BERGERON ; Op.cit ;p12.

<sup>2</sup> F. PREVOST ; Op.Cit ; P118.

والثقافية في الو.م.أ تمتاز ببعد ثقافي يحترم و يعظم المبادرة و المجازفات، فهناك جامعات مثل جامعة HAVARD تعرض على الطلاب أفكار لبناء حياتهم المهنية و يؤسس الأساتذة بصورة واضحة هذه الأفكار في أذهان الطلاب، والبيئة في الو.م.أ تنظر إلى فشل جزء من النجاح وفق الحكمة قائلة:  
"إذا لم تنجح فجرب ثم جرب مرة أخرى".

### 3\_ البيئة التكنولوجية:

تلعب البيئة التكنولوجية دورا محوريا في تحديد حجم الطلب على التمويل، فقد اقر كل من <sup>1</sup> (2001) Gopers & leaner أهمية البحوث و الابتكار في زيادة الطلب على تمويل برأس المال المخاطر.  
كما أثبتت تجارب دول ناشئة كإهند و الصين و تاوان كيف استطاعت استقطاب رؤوس أموال من الخارج.

أشار بحث <sup>2</sup> (2003) Shertler أنه يمكن للدول أن تطور هذه البيئة من خلال التعليم و التدريب و يتجسد ذلك أيضا بتوفير الحكومات لتجمعات صناعية يستطي ع من خلالها الأفراد المبدعين و المؤسسات التكنولوجية و ممولون أن يوفرون سويا بيئة متكاملة للرفع من قدرات التكنولوجيا.

تعرف التجمعات الصناعية أنها مجموعة من القطاعات الصناعية المندمجة تتكامل فيما بينها تضم صناعات صغيرة و متوسطة و صناعات كبرى تدعى هذه العلاقة بعقود التعاون التكنولوجي وهي شكل من أشكال المقابلة الباطنية. و بلا شك إن تطور رأس المال المخاطر من منظور الطلب جاء لانتشار هذه التجمعات الصناعية في العديد من الدول النامية كالصين و البرازيل و لا مجال للمقارنة الو.م.أ و اليابان و غيرها من الدول الصناعية.

المطلب الثالث: مقارنة ديناميكية رأس المال المخاطر من دورة التمويل.

<sup>1</sup> Paul GOMPERS & Josh LERNER ; Op.Cit.25.

<sup>2</sup> Schertler A., (2003), «Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: A Dynamic Panel Data Analysis », Working Papers, Kiel Institute for World Economics,1172 in M LOUNES; Op.Cit ;p 15.

تبين من خلال تجربة الولايات المتحدة أن ديناميكية رأس المال المخاطر تتغير بفعل المتغيرات المؤسسية و التنظيمية و المحددات المالية و الاقتصادية.

كما أنه يرى<sup>1</sup> S.ZOGATI & M.Y.BERGERON(2006) أن ديناميكية يمكن أن

تحدد من خلال النتائج المحققة بعد نهاية دورة الصناديق الاستثمارية أي في مرحلة

التخارج. وعلى هذا الأساس يشير<sup>2</sup> E DUBOCAGE (2003) أن التمويل برأس المال

المخاطر هو عبارة عن دورة استثمارية، حيث أن عملية تنقسم إلى ثلاثة مراحل و هي:

● مرحلة جلب رؤوس الأموال من أصحاب الوفرة المالية وهم المؤسسات المالية،

البنوك ، صناديق التامين و المعاشات و من الأشخاص الطبيعيين.

● في مرحلة الثانية وبعد انتهاء جمع رؤوس الأموال تستمر شركة إدارة المحافظ لمدة

5 إلى 7 سنوات هذه الأموال في مؤسسات اقتصادية القائمة و مؤسسات في مرحلة

الانطلاق تدعى أيضا عند مهنيين بفترة تكوين المحفظة الأوراق الاستثمارية.

● أما الفترة الأخيرة فهي نهاية حياة الصندوق وهي تعرف بمرحلة خروج من

الاستثمار.

إن أهم مرحلة لمستقبل رأس المال المخاطر هي مرحلة الخروج فهي مرحلة توزيع الأرباح و

العوائد على المستثمرين المساهمين في الصندوق وفق حصص المساهمة. و لاشك أن نتائج

الصندوق له أثر على قدرة الصندوق على حشد موارد جديدة في دورة مالية ثانية، حيث أن

النتائج المحققة تمهد لانطلاقة موفقة و جديدة و تزيد من ثقة المستثمرين اتجاه الصندوق و هذا

قد يجعلهم يضعون جزءا معتبرا من أموالهم في الاستثمار في دورة جديدة.

يشير<sup>3</sup> David ROSENBERG (2007) أن ديناميكية رأس المال المخاطر لا يمكن

دراستها من وجهة واحدة فقط أي بتأثير المتغيرات الخارجية، بما أن محددات ديناميكية رأس

المال من منظور حشد الموارد المالية يأخذ بعين اعتبار النتائج الفعلية المحققة و العوائد المعلنة

في فترة حشد الموارد.

<sup>1</sup> S.ZOGATI & M.Y.BERGERON : Op.Cit ; p5.

<sup>2</sup> EMMANUELLE DUBOGAGE ; thèse de doctorat ; Op.Cit .p28.

<sup>3</sup>David ROSENBERG; The Two cycle of venture capital ; journal of corporation law ; p455.



و في سياق ذاته، يمكن الإشارة إلى سيناريوهين يمكن أن يتحقق في دورة استثمار في رأس المال المخاطر. ويذكر (2003) E DUBOCAGE دورة نمو و كساد المهنة على نحو التالي<sup>1</sup>:  
— يتمثل السيناريو الأولى في حالة مرغوب فيها و هي تحقيق شركة إدارة المحافظ بنجاحات معتبرة و سماه الباحث بحلقة ناجحة cercle vertueux حيث أن تحقيق شركة المالية نتائج معتبرة سيعمل على زيادة الثقة للمستثمرين المؤسساتيين و سيعرضون مبالغ معتبرة في دورات لاحقة.

— أما السيناريو الثاني فهو حالة فشل عدد كبير من المؤسسات و حدوث ظروف غير مرغوب فيها و محتملة الحدوث ستحقق شركة إدارة المحافظ نتائج ضعيفة قد تكون عوائد اقل من فوائد سندات حكومية بدون مخاطرة و هذا قد يخفض بصورة واضحة معروضات رأس المال في المستقبل cercle vicieux و سيؤدي إلى انخفاض معروضات رأس المال المخاطر الإجمالية.

### الخاتمة:

إن رواج تطبيقات التمويل برأس المال المخاطر في الو.م.إ و تطور تقنياتها في دول عالم الصناعي جاء بعد تنفيذ الدول حزمة من السياسات الداعمة لتمويل الابتكار، فقد تبين لنا أنه من خلال التعديلات المؤسساتية الهادفة إلى سد حاجات القطاعات الجديدة و الخطرة استطاعت الدول الصناعية أن تطور سوق رأس المال المخاطر.  
توصلنا من خلال هذا الفصل إلى نتائج و دروس نوجزها في ما يلي:

<sup>1</sup> E DUBOCAGE (THESE) ; Op.Cit ; p29.

- قدمت لنا تجارب الدول الصناعية دروس كثيرة حول متطلبات سوق رأس المال المخاطر حيث قدمت هذه الدول نماذج مختلفة في تطوير رأس المال المخاطر في اقتصادياتها وتبين أيضا في هذه التجارب أن رواج رأس المال المخاطر جاء أيضا لاهتمام الدول الصناعية المبكر بالابتكار، و سعيها الحثيث في إيجاد حلول لتمويل الابتكار.
- تبين كذلك من خلال عرض بعض التجارب الدول الناشئة أن البعض منها حققت نجاحات رغم محدودية إمكانياتها المالية، و قلة تجربتها في هذا المجال مقارنة مع الدول الصناعية واستطاعت تاوان، الهند، الصين و العديد من دول شرق آسيا تطوير سوق برأس المال المخاطر بعد أن طورت بيئتها الاقتصادية و متطلبات الابتكار، وجهود الحكومات في بناء فرص استثمارية جذابة الذي بدوره ساهم في تدفق رؤوس الأموال من الخارج.
- تبين لنا أن القوانين المنظمة للمهنة لها دورا محوريا في ازدهار و ركود المهنة، و أتضح أيضا من خلال الدراسات القياسية سواء كانت للدولة واحدة أو مجموعة من الدول أن تطور سوق رأس المال المخاطر حساس للمتغيرات الاقتصادية الكلية.
- أتاحت التعديلات التي مست إجراءات دخول البورصة وتأسيس سوق جديد لإصدار المؤسسات الابتكارية في ازدهار ونمو سوق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.
- تبين لنا أيضا في كثير من التجارب أن الحكومات لعبت دورا كبيرا في تطوير سوق رأس المال المخاطر من خلال مشاركتها الفعالة والمباشرة في صناديق تمويل الابتكار.
- توصلنا في هذا الفصل إلى أن نمو سوق رأس المال المخاطر يرتبط كثيرا بالاستقرار الاقتصادي، فإننا نرى أن كثرة التشوهات في المنظومة التمويلية و المنظومة القانونية ستحلل بالاستقرار، وهذا ما يجعل حظوظ نجاح مشروعات جديدة و المبتكرة ضئيل و تكون مؤسسات أكثر عرض لتقلبات السوق، مما سيزيد من معدل المخاطرة المقبولة و بالتالي ستراجع معروضات رأس المال المخاطر.
- يعمل الاستقرار الاقتصادي و السياسات الداعمة للابتكار على نمو سوق رأس المال المخاطر و نرى أنه حجر زاوية تطوير سوق رأس المال المخاطر في الدول النامية، كما أن تحقيق الاستقرار الاقتصادي سيلغى النظرة التشاؤمية للممولين ويرفع من حظوظ نجاح المؤسسات الاقتصادية الممولة.



## الفصل الرابع:

متطلبات تطوير سوق رأس المال المخاطر  
في تونس، المغرب، و الجزائر.

## مقدمة:

اقتحمت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في بداية الألفية الثالثة النشاط الإبداعي في جميع الفروع الصناعية و الخدمائية خاصة خدمات تكنولوجيايات الأعلام و الاتصال، و نالت اهتمام وعناية كبيرة من طرف حكوماتها حتى يكون بمقدورها تحقيق التنمية الاقتصادية و الاجتماعية.

سنحاول في هذا الفصل إبراز متطلبات تطوير سوق رأس المال المخاطر على المستوى المغاربي و من أجل ذلك، سنعرض أولاً تجارب دول المغرب العربي في هذا المجال، حيث سنقوم بدراسة مكانة رأس المال المخاطر في تونس و المغرب ثم الجزائر، كما سنحاول في هذا الفصل تقييم تجارب الدول المغاربية و تحديد أبرز العقبات. و في الأخير سنعرض المحددات الضرورية لتطوير رأس المال المخاطر.

## المبحث الأول :مكانة رأس المال المخاطر في الدول المغاربية:

منذ حصول الدول المغاربية على استقلالها السياسي بدأت مباشرة بتنفيذ إستراتيجية تنمية أساسها التصنيع، فقد كرسّت جهودها لإحداث تنمية اقتصادية و اجتماعية من خلال تبنيها إستراتيجية الدولة المقاول<sup>1</sup>، غير أن هذه الجهود لم تحقق نتائج ملموسة، ففي بداية ثمانينات شهدت تراجع محسوسا لقطاعها الصناعية ووقعت في أزمت اقتصادية و اجتماعية عميقة.

لذلك تعرف هذه الدول تأخرا كبيرا في تنويع اقتصادياتها و تحاول تطوير اقتصادياتها محليا للحد من التبعية للخارج خاصة في مجال ابتكار التقنيات الجديدة و تسويق الخدمات الحديثة عبر الانترنت.

و لتدارك هذا التأخر تحاول الحكومات منذ عقدين لبناء أنظمة مصرفية و مالية حديثة بما قد يساهم في بناء وساطة جديدة توفر بدائل الاستدانة.

## المطلب الأول: مكانة رأس المال المخاطر في تونس.

كرست تونس منذ ثلاثة عقود جهود كثيرة من أجل تطوير نسيجها الصناعي و ركزت بعد تنفيذ إصلاحات هيكلية مدعومة من صندوق النقد الدولي على منحج جديد يقوم على خصخصة المؤسسات العمومية و إلغاء المساعدات المالية للصناعات المحلية. تدعم هذه الإصلاحات في الوقت نفسه تطوير القطاع الخاص والصناعات الصغيرة والمتوسطة حيث قامت تونس بتعديلات كثيفة لتأهيل الإطار التنظيمي و تطوير الجهاز المالي حتى يكون قادرا على مواكبة حاجات القطاع الخاص، كما وفرت هياكل مؤسساتية داعمة لقطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و الأعمال الفردية.

<sup>1</sup> Rachid MEDDEB ; Op.Cit ; p03.

## 1- تمويل المؤسسة الصغيرة في تونس:

قامت الحكومة التونسية بجهود كثيفة استجابة لمتطلبات المؤسسة الصغيرة و المتوسطة من أجل تمكينها من مواكبة التحولات الاقتصادية و التكنولوجية. و تتمثل هذه الإجراءات في يلي<sup>1</sup>:

— تطوير هيئات الدعم للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة حيث تم على مستوى التراب التونسي تأسيس 08 مراكز جهوية لدعم و تطوير الصناعات الصغيرة و القيام بحلقات تكوين لإطاراتها.

— تخصيص ميزانية تغطي حاجات المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في مجال البحث و تطوير تقدر ب 0.29% من الناتج الداخلي في الفترة الممتدة بين سنة 1992 إلى 1999.

— تأسيس صندوق الترقية الصناعية FORPRODI لتشجيع الصناعات الصغيرة التي لا تتجاوز استثماراتها 3 مليون دينار و توفر تمويل دراسة المشروع قد تصل إلى 70% من التكاليف الإجمالية.

يمثل صندوق FORPRODI أول جهاز داعم لصناعات الصغيرة في تونس حيث قام في مرحل تأسيسه سنة 1973 إلى غاية 1999 بتقديم دعم مادي و فني للمنظمين في مرحلة الإقلاع و التوسع و وصفه (2003) A.ATI, I.GANNOUN<sup>2</sup> أنه مهد التمويل برأس المال المخاطر في تونس، غير أن نتائج الصندوق طوال هذه الفترة كانت متواضعة بفعل الصعوبات التقنية و ضعف الموارد المالية المخصصة للتمويل. و بالرغم من ذلك فقد قدم هذا الصندوق منذ انطلاقه في النشاط ابتداءً من سنة 1973 إلى غاية سنة 1999 تمولا لحوالي 1550 مشروع بقيمة إجمالية تصل إلى 300 مليون دينار تونسي. و ساهمت المؤسسات الممولة من طرف صندوق الترقية الصناعية في خلق أكثر من 40.000 منصب عمل<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> UNIDO ; Soutien aux PME dans les pays Arabes , le cas de la Tunisie ; UNIDO 2006 ; pp01-56.

<sup>2</sup> A. ATI & I. GANNOUN ; Le Capital-risque et le financement des PME en TUNISIE : Réalités et perspectives colloque internationale sur la PME ; TUNIS 2004 ; p08.

<sup>3</sup> API ; L'agence de promotion de l'industrie, donnée sur FORPRODI , 1999. TUNIS 2000.

تذكر وكالة الترقية الصناعية أن الصندوق واجه صعوبات عديدة نذكر أهمها في العناصر التالية:

- ندرة الموارد المالية للتمويل المؤسسات. وغياب المردودية من التمويلات السابقة.
  - غياب الطابع المؤسسي المرافق لصندوق مثل مؤسسات ضمان القروض.
  - صعوبة حصول المنظمين على التمويل المكمل من البنوك التجارية.
- ابتداءً من سنة 2000 قامت الحكومة بدراسة سبل تفعيل هذا الصندوق في الاقتصاد و تم إعادة النظر في نشاطه السابق و تخصيصه لفروع جديدة، ولذلك قررت الحكومة سنة 2001 بتوجيه الصندوق نحو الصناعات المرتبطة بالتكنولوجية الحديثة للإعلام و الاتصال و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التصديرية، و من أجل تحقيق هذا الهدف استخدم الصندوق معايير جديدة لانتقاء الملفات حيث أهتم بدرجة أولى على كفاءة فريق الإدارة. اهتم الصندوق ابتداءً من سنة 2001 في وصفته الجديدة على فعالية فريق الإدارة أي اهتمام الصندوق في مرحلة انتقاء الطلبات على قدرات المنظمين الإدارية و تكامل فريق العمل.

## 2- وضعية رأس المال المخاطر في تونس

اهتمت تونس بتطبيقات رأس المال المخاطر مبكراً في إطار إستراتيجية إصلاح المنظومة المالية و تطوير مصادر تمويل جديدة تواكب اقتصاد السوق، و جاء هذا الاهتمام لحرص السلطات التنفيذية على رفع معروضات رأس المال المخاطر باعتباره مصدر كفيل لدفع قطاع التكنولوجيات الحديثة.

في إطار التعاون الأوروبي ثم تأسيس SPPI في تونس في بداية التسعينات كما قامت تونس بعد سنوات بتأسيس صندوق يتخصص في تمويل القطاعات التكنولوجية، وبدأ هذا المنحى الجديد منذ إصدار قرار رقم 99-1513 المؤرخ في 5 جويلية 1999<sup>1</sup> الخاص بالإطار التنظيمي للصندوق الذي خصص لتمويل الابتكار سمي بصندوق ترقية الابتكارات التكنولوجية " صندوق الفتي" Fond D'Incitation & Innovation (FITI).

<sup>1</sup> API ; L'agence de promotion de l'industrie ; Op.Cit ; p26.



يكرس انطلاق الصندوق اهتمام تونس بتطوير التمويل برأس المال المخاطر و محاولة خلق احترافية في تمويل القطاعات الاستثمارية الجديدة، فقد تبين أن التمويل بشكل شمولي للقطاعات المختلفة سيعيق مؤسسات ذات النشاط التكنولوجي فيما يخص حصولها على التمويل و كان من المطلوب تأسيس صندوق يهتم بالفروع الجديدة. أما على الصعيد المؤسسي و القانوني، فقد قامت تونس بوضع حوافز ضريبية حددتها المراسم القانونية في إطار شروط تتعلق بحجم المبالغ و المناطق الجغرافية.

تقوم تونس باستمرار في تهيئة مناخ الاستثمار، و اتبعت إصلاحات عميقة مست قطاعات التجارة و الضرائب و البنوك ، و قامت حكومة بتنفيذ عدة صفقات خصخصة المؤسسات العمومية. كرسست تونس منذ التعديل الهيكلي مسارا إصلاحيا سريعا و شاملا، كان هذا المنهج الإصلاحية حافزا كبيرا لقدم بنوك أجنبية و صناديق استثمارية عديدة، وتذكر الأرقام الرسمية أن عدد الممولين برأس المال المخاطر ارتفع ابتداء من سنة 2003 كما هو موضح في الجدول الموالي.

جدول رقم (4-1) : تطور شبكة تمويل برأس المال المخاطر في تونس

2005	2004	2003	
40	38	34	تطور عدد شركات تمويل برأس المال المخاطر
285	278	279	حجم رؤوس الأموال تحت تصرفها بمليون دت

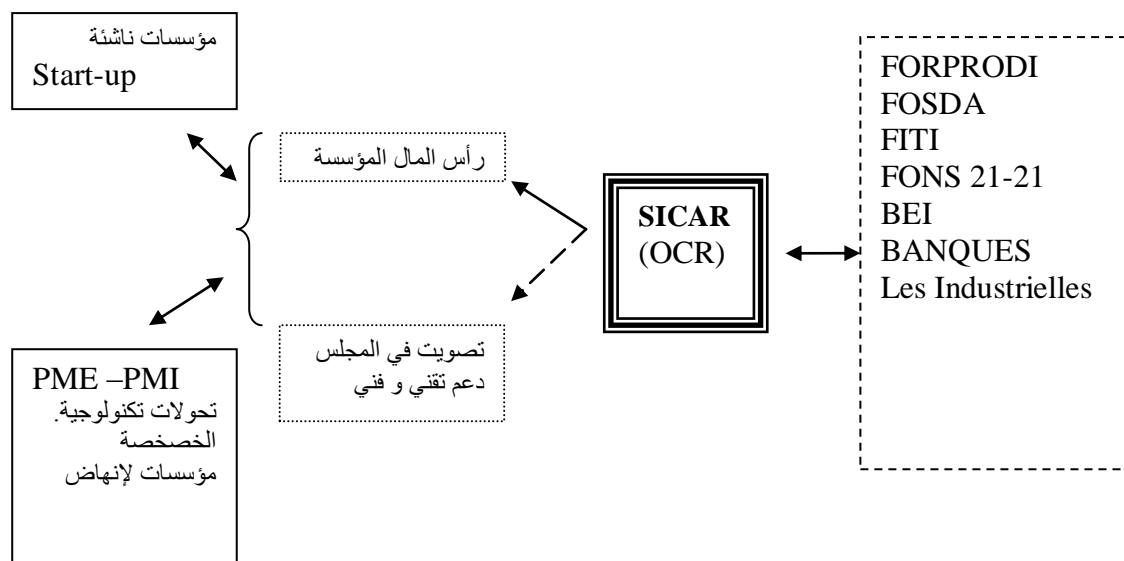
Source : Conseil du marché financier ; Tunis 2006.

أشارت تقرير مجلس سوق المالي التونسي أن عدد مؤسسات تمويل في نهاية 2000 وصل إلى 26 شركة تمويل برأس المال المخاطر بمبلغ إجمالي قدر آنذاك ب 207 مليون دينار تونسي وتواصل هذا الارتفاع حتى سنة 2005 إلى 40 شركة تمويل برأس المال بمبلغ إجمالي يصل إلى 285 مليون دينار تونسي. كما شهدت هذه الفترة اهتمام السلطات بتمويل الابتكار من أجل تطوير النسيج الصناعي<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Khaled BEN JILANI ; Le financement du capital en Tunisie ; TUNIIVEST Group & ITCA Mais 2005 ;p12.

ساهمت إصلاحات المنظومة المصرفية في دخول بنوك عمومية وشركات مالية حكومية و بنوك خاصة و مؤسسات اقتصادية في سوق رأس المال المخاطر كما هو موضح في شكل الموالي.

شكل (4-1) شبكة الوساطة المالية برأس المال المخاطر في تونس



Source : A.ATI, I.GANNOUN ;Op.Cit p 10.

عرفت شبكة الوسطاء برأس المال المخاطر اتساعا مستمرا، ففي مرحلة وجيزة تطورت مبالغ تمويل برأس المال. غير أن أزمة دوت كوم كان لها أثر على سوق رأس المال المخاطر في تونس ممثلا في تراجع نسب التمويل في جميع الأطوار و جميع الفروع في جدول الموالي.

جدول رقم (4-2) حجم الاستثمارات شركات SICAR

استثمارات شركات تمويل برأس المال المخاطر في تونس بين 2002 إلى 2004			
Années	2002	2003	2004
SICAR Hi-Tech	12879	9058	7456
SICAR Tous secteur	64697	42839	41412
PIB	29.887000	32.203000	34.960000
% Hi-Tech/Total	20%	21%	18%
Hi-Tech/PIB	0.04	0.03	0.02
Total CR/PIB	0.216	0.133	0.118

Source : ESTIME ; Commission européenne : Les usagé de la recherche en Tunisie ; FP-INCO 2007.

رغم جهود الحكومة رامية للتطوير سوق رأس المال المخاطر فقد شهدت التمويلات بين سنوات 2002 و 2004 تراجعاً محسوساً نتيجة الأزمة المالية لسنة 2001 و تشاؤم الممولين حول مسار التكنولوجيات الحديثة، حيث انتقلت المبالغ الإجمالية من 64.679 مليون دت إلى 41.412 مليون دت<sup>1</sup>.

لم تقتصر جهود تونس على تحفيز الممولين و البنوك و تقديم الدعم المالي فحسب فقد اهتمت السلطات التونسية أيضاً بالهياكل القاعدية الداعمة للابتكار حيث أسست حاضنات الأعمال الجديدة ومراكز استقبال المشاريع الحديثة، وتم على الصعيد القانوني توفير إطار قانوني كفيل بتطوير هذه الكيانات التي باتت ضرورية لحماية المؤسسات الصغيرة في فترة تدوم سنتين.

حدد قانون الاستثمار مكونات الحاضنات و سعتها في استقبال المؤسسات الحديثة نوجزها في الجدول الموالي.

جدول رقم (4-3) : حاضنات الأعمال التكنولوجية في تونس 2006.

مناطق	عدد	مدن الحاضنات	سعة الحاضنات	عدد مشاريع في مرحلة الإقلاع	عدد المؤسسات في الحضانة
حاضنات قائمة	6	تونس ، سفاقص، سوس، نابلو	58	33	41
حاضنات حديثة النشأة	1	قيروان	8		
حاضنات قيد الإنشاء	6	جربا ،مهدية، جندوبية، هلال ،فقار ، كفاف	—	—	—

Source : ESTIME ; Commission européenne : Les usagé de la recherche en Tunisie ; FP-INCO 2007.

بالرغم من صغر مساحة تونس جغرافية غير أن الحكومة أسست 6 حاضنات في سنة 2006 تنشط في العاصمة و ثلاثة مدن كبرى و هي سفاقص، سوس، نابلو بإضافة للانطلاق نشاط خاصة مدينة القيروان و تحتضن الحاضنات القائمة في تونس حوالي 41 مؤسسة منها

<sup>1</sup> Samia HADDAD ; Création des Entreprise Innovantes en Tunisie, résultats d'une étude exploratoire ; AIRPME ; 2008 ;pp01-18.

33 مؤسسة في مرحلة الإقلاع، وهناك جهود كثيرة في تونس لزيادة عدد الحاضنات في جميع المحافظات حيث تشهد تونس تأسيس 6 حاضنات جديدة في عدة مدة تونسية أخرى .

### 3- تشريعات المنظمة للمهنة رأس المال المخاطر في تونس.

اهتمت تونس مبكرا في توفير إطار تشريعي منظم للمهنة فقد صدر أول قانون في هذا الشأن بتاريخ 02 أوت 1998 و استمرت الجمهورية التونسية في تعديل و تدقيق القوانين وتقديم امتيازات ضريبية إضافية بشروط لتطوير المهنة. نشير أن أهم التعديلات القانونية صدرت بتاريخ 30 أكتوبر سنة 1995 حيث قدم القانون الجديد ثلاثة أصناف من المؤسسات الاستثمار برأس المال المخاطر لم تأخذ بعين الاعتبار في القوانين السابقة حيث عرف القانون الجديد إلى جانب مؤسسات تمويل SICAR ، مجالات أخرى لتمويل من خلال صناديق التمويل برأس المال المتغير و صناديق التمويل بالأخطار واعتبرها القانون وسائل أخرى لتمويل برأس المال المخاطر. عرف المشرع التونسي رأس المال المخاطر أن شكل من أشكال التمويل الذي يوفر لقطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التمويل الذاتي الضروري لبعثها و بداية نشاطها، و نموها و تحويلها وبعبارة أخرى يغطي رأس المال المخاطر كل مراحل نمو المؤسسة. طبقا للأحكام 21 الصادرة من القانون المؤرخ في سنة 1995 فإن شركات رأس المال المخاطر SICAR تعمل لحسابها أو لحساب الغير و تعزز من خلال نشاطها فرص الاستثمار للمؤسسات الاقتصادية و تدعم الأموال الذاتية لشركات الوطنية (تونسية) الغير المدرجة في بورصة الأوراق المالية و يستثني هذا القانون مؤسسات القطاع العقاري.

### المطلب الثاني: مكانة رأس المال المخاطر في المغرب الأقصى.

تقوم المملكة المغربية بجهود كثيرة لاستقطاب استثمارات أجنبية مباشرة و تنويع اقتصادها و حد من الفقر، و لتحقيق هذا المسعى قدمت فيما يتعلق باستثمارات امتيازات ضريبية عديدة محاولة منها تطوير اقتصادها خارج القطاعات الأولية.

## 1- تمويل المقاولات الصغيرة في المغرب.

قام المغرب بتطوير الجهاز المصرفي و توسيع معروضات جديدة لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، و فتح تسهيلات للشباب العاطل عن العمل. وضعت الحكومات المغربية في العقدين الأخيرين إمكانيات مالية للشباب الجامعي الراغب في دخول المقاولاتية و العمل الحر بدعم مالي لإنشاء "مقاولات صغيرة" ، فمنذ بداية التسعينات قدمت المملكة المغربية كل الوسائل الكفيلة لدعم الاستثمارات في القطاعات الحديثة<sup>1</sup>.

## 2- وضعية رأس المال المخاطر في المغرب.

عرف رأس المال المخاطر دفعة جديدة ،منذ عرض حوافز جذابة في القانون الجديد يعدل و يتم القانون السابق حيث وضع أطرا قانونية و تنظيمية جديدة تعمل على تحديد طبيعة نشاط هذه الكيانات المالية المتخصصة، فقد قدم هذا القانون حوافز مالية وضريبية معتبرة للممولين والمؤسسات المبتكرة في حالة احترامها للشروط المنصوص عليها في بنود القانون.

بفضل هذا التعديل و الذي تزامن مع تعديلات مؤسسية أخرى تمس الاستثمار انتقل عدد المملون من صندوق واحد ينشط في المغرب بمشاركة أوروبية " صندوق المساهمة 1" في بداية التسعينات إلى أكثر من 13 صندوق في نهاية 2008.

جدول رقم (4-4) : عدد صناديق الاستثمار في المملكة المغربية

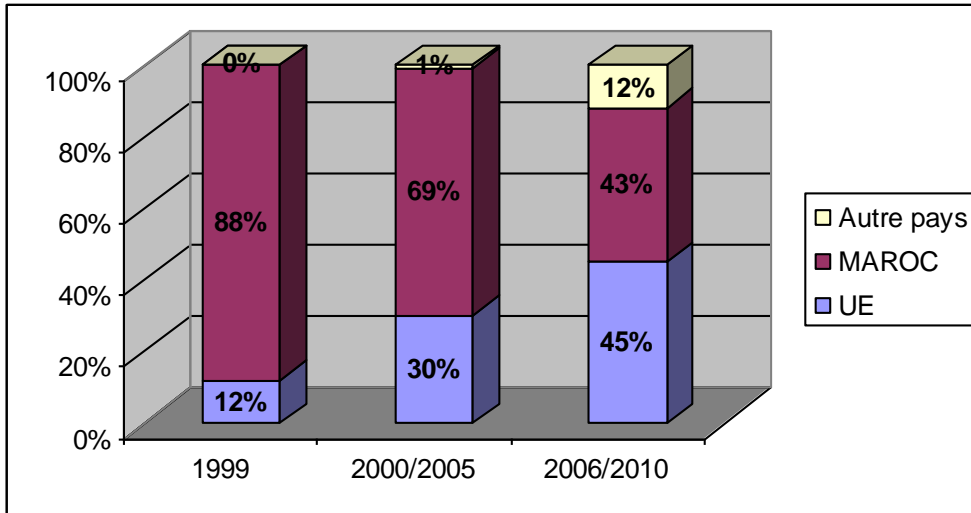
المجموع	2002— 2008	2004—2000	1990— 1999	المجال الزمني
18	13	4	1	عدد صناديق الناشئة في المغرب

Source : ANIMA ; Investment Net Works Notes ; document n° 06 April 2008

بدا المغرب اهتمامه الجدي لتطوير الوساطة المالية في يوم تأسيس أول صندوق المساهمة في سنة 1990 بمشاركة بنوك محلية عمومية وأطراف أوروبية، وما يلفت الانتباه أن المغرب استطاع بفضل التعديلات التنظيمية و جهود تطوير البيئة الاستثمارية في السنوات الأخيرة

<sup>1</sup> Said RHOMAD & Med IDRISI; Le financement de l'innovation dans les PME Marocaine quel Apport du capital investissement; ISDAE ; Rabat; 2005;p08.

إلى جلب موارد مالية من صناديق دولية تنشط في حوض البحر المتوسط، و نذكر منها البنك الأوروبي للاستثمار BEI ومؤسسة التمويل برأس المال المخاطر الفرنسية التي تعرف بخبرة مهنية معتبرة في فرنسا و هي شركة Proparco بإضافة لمساهمة شركة التأمين الفرنسية Cofidise التي ساهمت في تمويل صناديق استثمارية تنشط في المغرب<sup>1</sup>.  
شكل رقم (4-2): جنسية الممولين المؤسساتيين في المغرب.



Source : AMIC 2011 ; Op.Cit.

بالرغم من ندرة الصفقات الابتكارية لم يتراجع الممولون من تأسيس صناديق جديدة، ففي نهاية سنة 2002 قامت الحكومة بمجهود معتبرة بغية تحسين البيئة الاقتصادية و الضريبية، وقامت بتعديل أغلب القوانين خاصة بتمويل برأس المال المخاطر. و كرد فعل لهذه الأوضاع الايجابية فقد شهدت عروض التمويل برأس المال المخاطر بعد 2001 انتعاشا كبيرا خصوصا بعد انطلاق نشاط ممولون جدد و على رأسهم<sup>2</sup>:

— الصندوق المحلي: ACAMSA Maroc S.A

— الصندوق الثاني: Accès Capital Atlantique الذي يتخصص في تمويل مراحل

النمو و تنمية المنتجات الصناعية ويخصص ما بين 30% إلى 33% من رأسماله لتمويل فترة

الانطلاق، ويستهدف الصندوق قطاع الصناعات المغربية الغير مسعرة في بورصة الأوراق

المالية.

<sup>1</sup> Rapport ; MENA Emerging markets research and strategy ; Jp Morgan London;2005; p26.

<sup>2</sup> Conférence des nations unie sur le commerce et le développement ; Capital investissement au MAROC; guide des investisseurs institutionnels; CNNCED & AMIC ; 2011.pp01-129.

و في نهاية 2006 ساهم الصندوق في تمويل 7 صفقات تنشط معظمها في الفروع الصناعية، وقدرت المبالغ الإجمالية ما يقارب 12.4 مليون درهم مغربي.

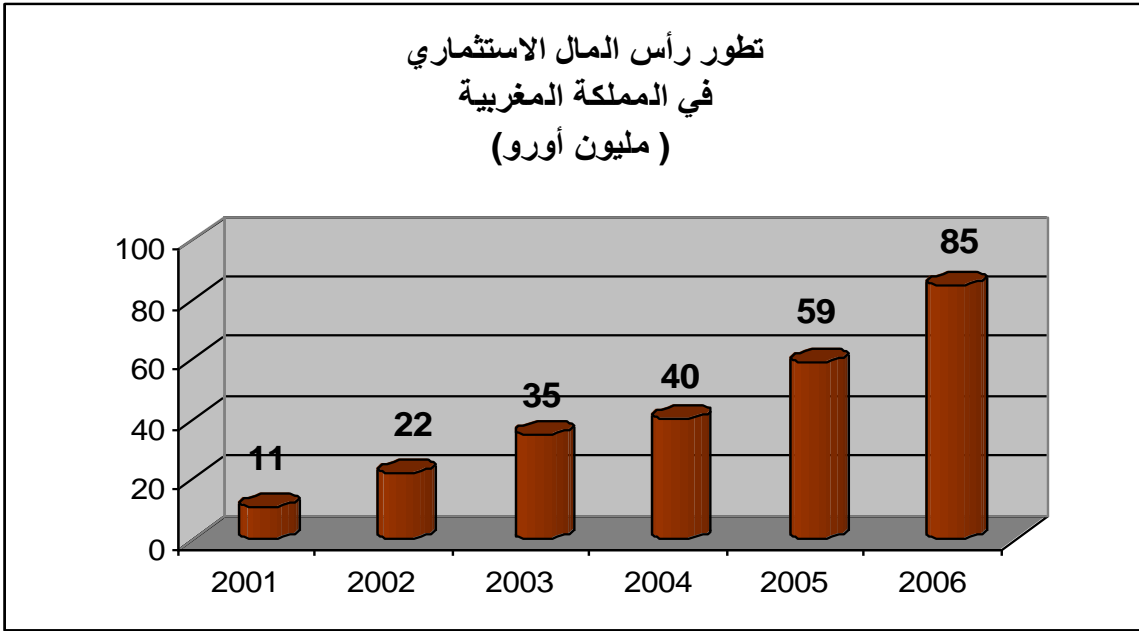
تتكون محفظة مساهمات الشركة في 2006/12/31 على المؤسسات الاقتصادية التالية<sup>1</sup>:

- مؤسسة الدفع الالكتروني و ثم اكتتاب معها في جوان 2002. أما قيمة المشروع 12.8 مليون درهم.
- مؤسسة Aéronautique Sefcam وهي شركة مقاوله في الباطن و ثم الاتفاق و الاكتتاب معها نهاية شهر أوت 2003، أما قيمة المشروع وصلت 5.8 مليون درهم مغربي.
- مؤسسة AIXOR موزع تكنولوجياي تعمل على طبع أقراص و برامج الحاسوب، ثم الاكتتاب معها في سنة 2006 ، أما قيمة المشروع فهي 25 مليون درهم.
- مؤسسة Jus et Nectar شركة إنتاج المشروبات و عصير الفواكه ، ثم الاكتتاب معها في 2006 وقيمة المشروع هي 10.9 مليون درهم مغربي.
- مؤسسة Gespac maroc
- مؤسسة Acroin vest
- مؤسسة Sanash sécurité .

بفعل ارتفاع عدد الوسطاء برأس المال المخاطر و بروز صناديق متخصصة ابتداء من 2001 استطاع المغرب استقطاب رؤوس أموال من الخارج خاصة من دول الخليج، و عرفت مبالغ معروضات رأس المال المخاطر تطورا كبيرا استمر طوال 5 سنوات على التوالي.

<sup>1</sup> ANIMA ; Investment Net Works Notes ; document n° 06 April 2008

شكل رقم (4-3): مبالغ المهنة في المملكة المغربية من 2001 إلى 2006.



Source : G. AYED ; Présentation du marché de capital investissement au Maroc 2007 .

نلاحظ من خلال المبالغ الإجمالية للمهنة أن سوق رأس المال المخاطر عرفت نمو مستمرا حيث انتقلت المبالغ من 11 مليون أورو إلى 85 مليون أورو في ظرف ستة سنوات بعد مساهمة الممولين من البحر الأبيض المتوسط و رؤوس أموال معتبرة من دول الخليج في صناديق استثمارية جديدة.

مست المبالغ جميع الفروع الاقتصادية بدرجات متفاوتة وتشمل القطاع الصناعي بالدرجة الأولى والتوزيع والخدمات ثم فروع تكنولوجيايات الاتصال والإعلام عرف المغرب تطورا غير مسبوق نوجزه في مايلي<sup>1</sup>:

أولا: في بداية 2005 قام صندوق "مساهمة 1" Moussahama I بتصفية أصوله و تأسيس دورة جديدة سميت بصندوق "مساهمة 2" Moussahama II ، وتشكل موارد الصندوق "مساهمة 2" من رؤوس أموال وفرتها بنوك مغربية وهي BEI. EL-AMAL.CDM BMCE. BCP حيث تصل حصتهم الإجمالية إلى 59%، وباقي الموارد التي تمثل 41% من موارد الصندوق فهي مساهمات ممولين أجنب و على رأسهم Cofides و Proparco .

<sup>1</sup> ANIMA ; Investment Net Works Notes ; document n° 06 April 2008

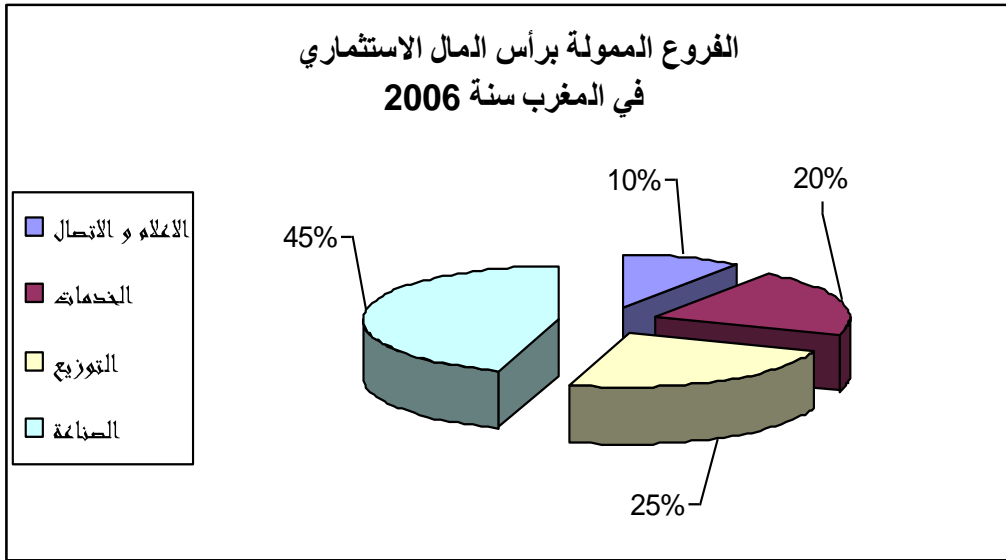


إلى جانب استحداث دورة جديدة للمساهمة في المغرب، فقد عرفت المهنة تحولاً كبيراً بعد بروز صناديق متخصصة حيث أنها تخصص في قطاعات حديثة و فروع ابتكارية و أشهر هذه صناديق نجد صندوق:

كما نشأ صندوق متخصص يدعى Upline Technologies و الذي بدأ نشاطه سنة 2001 ويقدم تمويلات متخصصة في ميادين الإعلام و الاتصال، و حقق صندوق في آخر الدورة أي في مرحلة تصفية سنة 2007 معدل عائد داخلي يفوق 18.5%

شكل (4-4): تمويل برأس المال المخاطر حسب الفروع

في المغرب سنة 2006

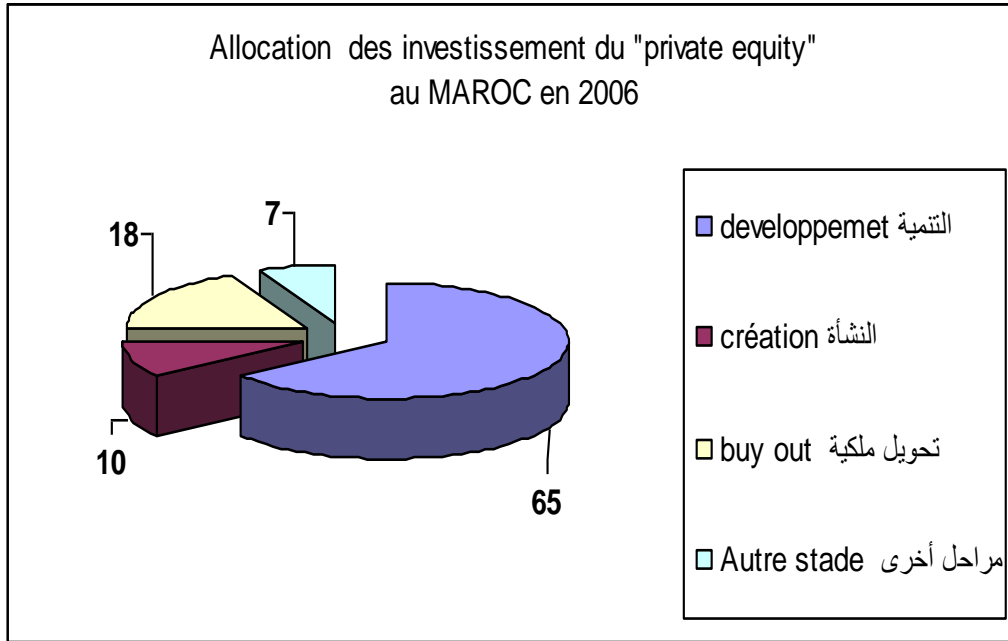


Source : G. AYED ;Op.Cit ; p06.

تبين نسب التمويل في سوق رأس المال المخاطر حسب الفروع أن تمويل مس المؤسسات الصناعية بالدرجة الأولى ب 45% من المبالغ الإجمالية و ركزت مساهمة الممولين برأس المال على الصناعات الغذائية، ثم صناعات النسيج بالترتيب، كما وفر الممولون رأس المال لفائدة المؤسسات الاقتصادية التي تنشط في قطاع التوزيع حيث وصلت حصتها إلى حدود 25% من حجم المبالغ.

بينما لم تتمكن مؤسسات الخدمات بجلب أنظار الممولين في المغرب فحصتها تصل إلى 20% منها مؤسسات تمويل بالقرض الإجاري، كما أن قطاع الاتصال و الإعلام لا يحصل إلى على 10% من حجم التمويلات سنة 2006. و هذا قطاع حيوي يجلب بين 30 إلى 70% من حجم التمويلات برأس المال المخاطر في الدول الصناعية.

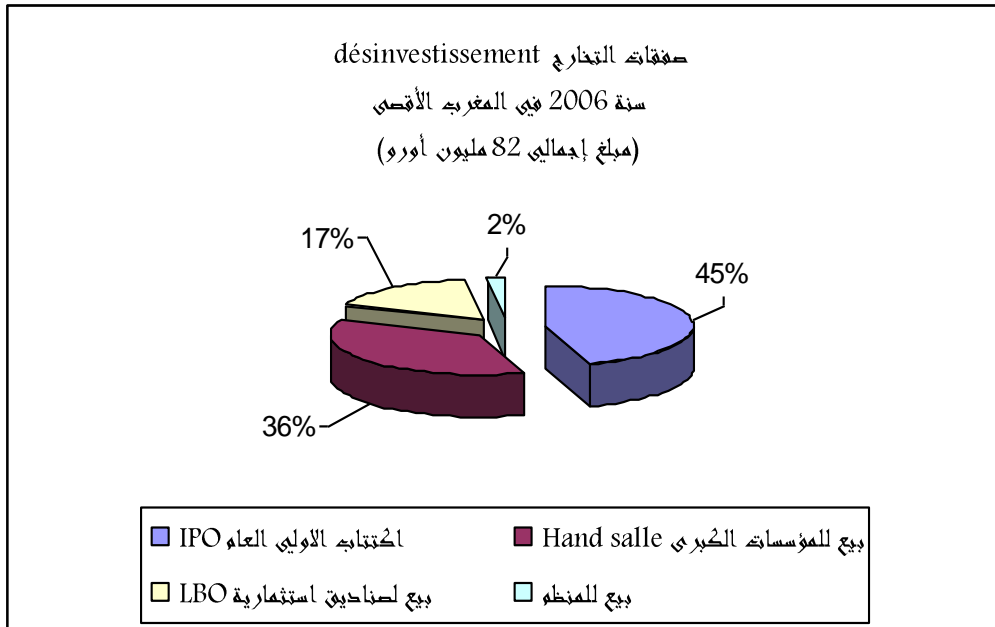
شكل (4-5): حصص تمويل مراحل نمو المؤسسات في المغرب



Source : G. AYED ; Op.Cit; p07.

أن نشاط المستثمرين برأس المال المخاطر لم يخصص رؤوس أموال لفترات الإقلاع المشروعات الجديدة حيث أن حصة تمويل تصل إلى حدود 10% و تمويلات المخاطر هي في الغالب تمويلات المراحل المتقدمة بنسبة إجمالية تصل إلى 83% من إجمالي المبالغ.

شكل رقم (4-6) : صفقات التخارج المحققة في 2006



Source : G. AYED ; Op.Cit; p08.

ساهمت التعديلات المؤسسية التي مست سوق المالي و وجود رغبة من المؤسسين دخول سوق رأس المال إلى إمضاء صفقات الخروج من رأس المال عن طريق الاكتتاب الأولى في البورصة بنسبة وصلت إلى 45%، كما استطاعت الممولين تحقيق صفقات الخروج من خلال بيع للمؤسسات الصناعية الكبرى بنسبة تصل 36%، حيث في 18 صفقة الخروج تمت 5 عمليات الخروج عن طريق البورصة، وتمت 3 عمليات خروج صناعي، 3 مؤسسات تم بيعها للماليين، وحالتين بيع للملاك المؤسسين.

إن هذه الأرقام تدل أن مؤسسات التمويل برأس المال المخاطر تخصص أكبر المبالغ المالية للمؤسسات الناضجة و أغلب التمويلات مهنة في المغرب استفادت منها المؤسسات كبرى غير مسعرة في البورصة وهي بلا شك أقل مخاطر نسبيا مع تمويل المؤسسات الابتكارية الناشئة. وتذكر شركات التمويل أنها تجد صعوبة في انتقاء المشاريع الصغيرة خاصة أن:

- أغلب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة غير مؤهلة لتمويل برأس المال المخاطر.
- نقص التأطير التقني للمشروعات الصغيرة، مما يجعل الوسطاء برأس المال أقل حماس تجاه ملفات المقدمة من طرف المنظمين.

### 3- المنظومة التشريعية لرأس المال المخاطر في المغرب.

يمثل قانون 41-05 القانون المعدل و المتمم للمنظومة القانونية السابقة، حيث قدم هذا القانون تعريفا دقيقا لشركة رأس المال المخاطر و عناية خاصة في وضع شروط نشأتها و مجال نشاطاتها و امتيازات التي خصصت لها من أجل تغطية المخاطر عالية التي يمكن أن تتعرض لها.

قد عرف المشرع رأس المال المخاطر من خلال تعريف شركات التوظيف برأس المال المخاطر OPCR والمقصود منها organisme de placement en capital risque بأنها وحدة توفر تمويل برأس المال المخاطر و تتضمن شركات توظيف برأس المال المخاطر، وتتكون من:

— شركة إدارة المحافظ SCR.

— صندوق الاستثمار بالأخطار، FCPR و مقصود بـ Fons de placement a

risque انه صندوق أو وعاء مالي الذي يتعهد فيه مجموعة من الممولين بمبالغ معلومة وفق لدفتر الشروط يتحدد فيه نشاط و مجال التمويل.

نوجز أهم المواد التي تبين عملية التأسيس و شروط عمل شركات التمويل برأس المال المخاطر و بنود حصولها على امتيازات في العناصر التالية<sup>1</sup>:

— تخصيص على أقل 50% من موارد الصندوق لفائدة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

— مدة الاستثمار في المؤسسة الصغيرة و المتوسطة لا تقل عن 3 سنوات في حالات خاصة يحددها قانون الإفلاس و مجلس أخلاقيات المهنة CDVM.

— يملك وزير المالية الصلاحية و الحق في تحديد الشروط حسب الظروف و المتغيرات البيئية.

— ينبغي أن تحصل شركات إدارة المحافظ على ترخيص من وزير المالية و يمكنها إدارة صندوق أو عدة صناديق و يمكن أن تقوم أيضا بنشاطات مماثلة.

كما قدم هذا القانون مجموعة من الامتيازات الضريبية حسب الطبيعة الإدارية نوجزها في جدول التالي:

جدول رقم (4-5): حوافز الضريبية طبقا لقانون الجديد 41-05 في المغرب.

امتيازات قانون 05_41		الضريبية وفق القوانين السابقة			
SCR	FCPR	LP	SAS	SA	طبيعة الإدارية
%3	%3	%3	%3	%3	ضريبة على التسجيل
%0	%0	%1	%1	%1	ضريبة على تسجيل على رفع رأس المال
%0	%0	%0	%0	%0	ضريبة على الأرباح
%0	%0	%30	%30	%30	ضريبة قيمة المضافة على صفقات الخروج

Source : loi 41/05.

إن تحسن البيئة المؤسسية ساعد على جلب مؤسسات مالية أجنبية و محلية على إنشاء صناديق حقوق الملكية الخاصة بها أو المشاركة في صناديق محلية مخصصة للتمويل التسهامي،

<sup>1</sup> Loi 41/2005 ; Ministère Des Finances et de la prévatizations Maroc

كما قامت البنوك الخاصة بفتح صناديق استثمارية ملحقة تعرض تمويلات مختلفة برأس المال المخاطر.

### المطلب الثالث: مكانة رأس المال المخاطر في الجزائر.

قامت الجزائر بجملة من الإصلاحات الهيكلية منذ التسعينات من أجل بناء اقتصاد عصري يتماشى مع متطلبات السوق، بما يوفر مناصب عمل للطاقات الشابة و يواكب متطلبات العولمة و من أجل تحقيق هذا الهدف وضعت الحكومات إصلاحات عميقة مست عمق السياسات الاقتصادية و المالية هدفها دعم قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

#### 1- تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

تعرف الجزائر تأخرا كبيرا في بناء وساطة مالية معاصرة مقارنة بدول الجوار وبالرغم من جهود حكومات في تحرير المنظومة المصرفية و التي انطلقت منذ بداية التسعينات، تمتاز الوساطة المالية في الجزائر بعدة أوجه و هي<sup>1</sup>:

— تقتصر الوساطة على البنوك التجارية ، في وجود غياب حقيقي للسوق المالية.

— تسيطر البنوك العمومية على نحو 90% من نشاط المنظومة التمويل الكلية.

— تقتصر عروض التمويل على الاستدانة التقليدية.

— أدوات تعبئة الموارد تقتصر على ادخارات قصيرة الأجل.

ساهم هذا الوضع في جعل النشاط المالي تجاه القطاع الخاص مترديا، وتشير نتائج الدراسات المقدمة في المنتقى الوطني أنجز من طرف (2003) CREAD إلى أن إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة عميقة لأن تمويل الاقتصاد يقتصر على البنوك التجارية وعروضها محدودة من حيث الكم و من حيث النوع.

رغم هذا تباطأ في تطوير المنظومة المالية، فقد قامت الجزائر رغم الظروف الاقتصادية و الأمنية الصعبة التي شهدتها طوال 10 سنوات بتنفيذ عدد من البرامج من أجل دعم و تمويل

<sup>1</sup> حسين رحيم: نحو تطوير الوساطة المالية في الجزائر: نموذج مصرف المشاركة المخاطر، مجلة العلوم الاقتصادية عدد 05 ، جامعة باتنة. 2009 ص20-34.

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خصوصا في فترة الإقلاع وتفعيل الإطار المؤسسي الذي يعمل على دعم وتمويل مؤسسات قطاع الخاص نذكر منها تأسيس وكالة دعم و تشغيل الشباب ANSEJ ووكالة تأمين على البطالة ANJEM ووكالة ترقية الاستثمارات ANDI التي من المفروض تدعم المقاولاتية في الجزائر.

كما قامت الجزائر بتعديل نشاط وكالة دعم وتشغيل الشباب فيما يخص مبالغ التمويل و رفعت الحد الأقصى للاستثمار الذي انتقل من 4 مليون دج إلى 10 مليون دج و يقدم الصندوق ما بين 10 إلى 20% من رأسمال الاستثمار للشباب بدون فوائد ولمدة تصل إلى 4 سنوات.

بعد صدور القانون الخاص بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة سنة 2001 أسست الجزائر صندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة من أجل تغطية مخاطر الاستدانة بغلاف مالي يتجاوز 30 مليار دج.

## 2- وضعية رأس المال المخاطر في الجزائر.

أما ما يمكن قوله في يتعلق بتطبيقات رأس المال المخاطر فالجزائر مازلت في المرحلة الجنينية و لا يتعدى عارضى الوساطة برأس المال التسهامي ي 3 مؤسسات تمويل تدير 3 صناديق متواضعة الموارد حيث تعرف الوساطة الوطنية دخول صندوق نشاط في نهاية سنة 2011 بشراكة سعودية جزائرية بقاعدة 51/49 في حجم المساهمة.

جدول رقم (4-6): منظومة تمويل برأس المال المخاطر.

2011	2010_2001	2000_1991	المجال الزمني
3	2	1	عدد صناديق الاستثمار و مؤسسات التمويل

مصدر: إعداد طالب.

إن معروضات رأس المال المخاطر رمزية وتدوم هذه الوضعية منذ 20 سنة من الانطلاق الفعلي للمؤسسة الجزائرية الأوربية التي تعتبر أول مؤسسة متخصصة في التمويل التسهامي. بالرغم من جهود حكومة في هذا المجال فإن التمويل التسهامي لم يلقى إقبالا من

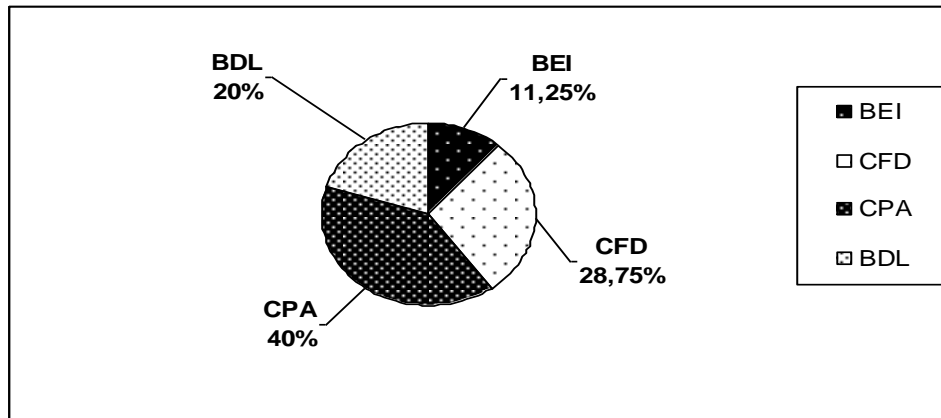
قطاع الخاص، فقد عرفت الجزائر إنشاء شركتين أولى ضمن اتفاقية شراكة أور متوسطية، أما المؤسسة الثانية فهي مبادرة حكومية لتأسيس مؤسسة غير متخصصة توفر تمويلات بديلة للاستدانة و منها التمويلات التساهمية.

## 1-2- الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة<sup>1</sup> FINALEP

إن نشأة الشركة المالية جاءت في إطار الإصلاحات النقدية و المالية أي بعد صدور قانون النقد و القرض (10/90) بأمل تطوير وساطة مالية تواكب الإصلاحات الاقتصادية و المالية، و تعمل على توفير التمويل التساهمي للقطاع الإنتاجي.

تعتبر شركة Finalep أول مبادرة وطنية في تأسيس وساطة مالية حديثة تعرض تمويل بمساهمة في رأس المال مؤسسات اقتصادية وطنية و أجنبية، و عرفت هذه المؤسسة النور بعد تعاقد الجزائر مع دول الاتحاد الأوروبي ضمن البرنامج الذي وضعه الإتحاد الأوروبي للدول المتحولة. دامت محادثات مع الأوروبيين أسابيع و تمخضت بتأسيس الشركة الوطنية الأوروبية بتاريخ 30 جوان 1991 برأسمال وصل إلى 159.750 مليون دج وشارك أطراف وطنية وهي بنك التنمية المحلية BDL والقرض الشعبي الجزائري CPA، أما المساهمين الأوروبي فهم صندوق CFD و يدعى حاليا بالوكالة الفرنسية للتنمية AFD و بنك أوروبي للاستثمار BEI.

شكل (4-7) : مساهمين في رأس المال شركة جزائرية أوروبية .



Source : FINALEP ; www.finalep.dz.com.

<sup>1</sup> FINALEP ; la financière algérienne -européenne de participation ; Observatoire ANIMA 2008 p28.

بعد حصول الشركة على الترخيص من مجلس القرض و النقد<sup>1</sup> عرف الشركة صعوبات كبيرة جراء الأوضاع الاقتصادية و الأمنية السيئة التي عرفتھا الجزائر، كما غاب الإطار التشريعي المنظم للمهنة في الجزائر.

يذكر عمر بلعيد ( 2003 ) أن ترخيص المؤسسة التساهمية تم في نهاية سنة 1991 غير أن بداية نشاط الفعلي للشركة تم في سنة 1995 أي أن أول صفقة تمويل تمت بعد مرور أربع سنوات من حصولها على الترخيص و تتمثل هذه الصفقة في تأسيس مؤسسة مختلطة بين الجزائر ودولة اليونان تنشط في صناعة و توزيع التبغ.

انتهج الصندوق في ظل الغياب التام للإطار التشريعي الطرق المتعارف عنها في الدول الأوروبية، وأهم المبادئ المعمول بها كانت ما يلي:  
— المشاركة في رأس المال لا يمكن أن يتعدى 49% من حقوق الملكية.  
— المشاركة القصوى في المؤسسة الاقتصادية يقل عن 25% من رأسمالها الخاص.  
— حصول على مقعد في مجلس إدارة المؤسسة.

حسب المعلومات المدير السابق فإن محفظة الشركة تحتوي على 7 مؤسسات في 2006/12/31. فقد قامت مؤسسة "فينالوب" بمساهمة في تمويل شركات نذكر منها<sup>2</sup>:

- شركة صناعة التبغ TABCCOUS.
- شركة كيمياء صناعية COCHMA. تقدم صيانة خاصة للمؤسسات الصناعية.
- مؤسسة الصناعة الغذائية SOYAMIN.
- مؤسسة مختلطة (جزائرية ، يونانية) صناعات معدنية METAL MODA.

## 2-1- الشركة المالية غير المتخصصة : SOFINANCE<sup>3</sup>

حصلت المؤسسة المالية غير المتخصصة Sofinance على ترخيص من الهيئة المصرفية المركزية (بنك الجزائر) في جانفي 2001 برأس مال وطني يقدر بحوالي 5 مليار دج. و

<sup>1</sup> AVIS ; n° 012 du conseil du 04fevrier 1991 relative a FINALEP.

<sup>2</sup> Omar BELAID; Op.Cit ;P 07.

<sup>3</sup> SOFINANCE ; société financière ;site www.sofinance.dz



وفرت الشركة المالية بدائل تمويل و على رأسها التمويل بالإيجار leasing و توفر أيضا التمويل برأس المال الاستثماري capital investissement .

من مهام هذه المؤسسة المالية توفير التمويل لمشاريع محلية أو أجنبية و ترافقها في نشاطاتها و تتدخل في تحويل ملكية المؤسسات العمومية "الخصخصة".

## 2 — مبادئ و أهداف شركة<sup>1</sup> SOFINANCE :

تنطوي أهداف و مبادئ المؤسسة على الاعتبارات التالية:

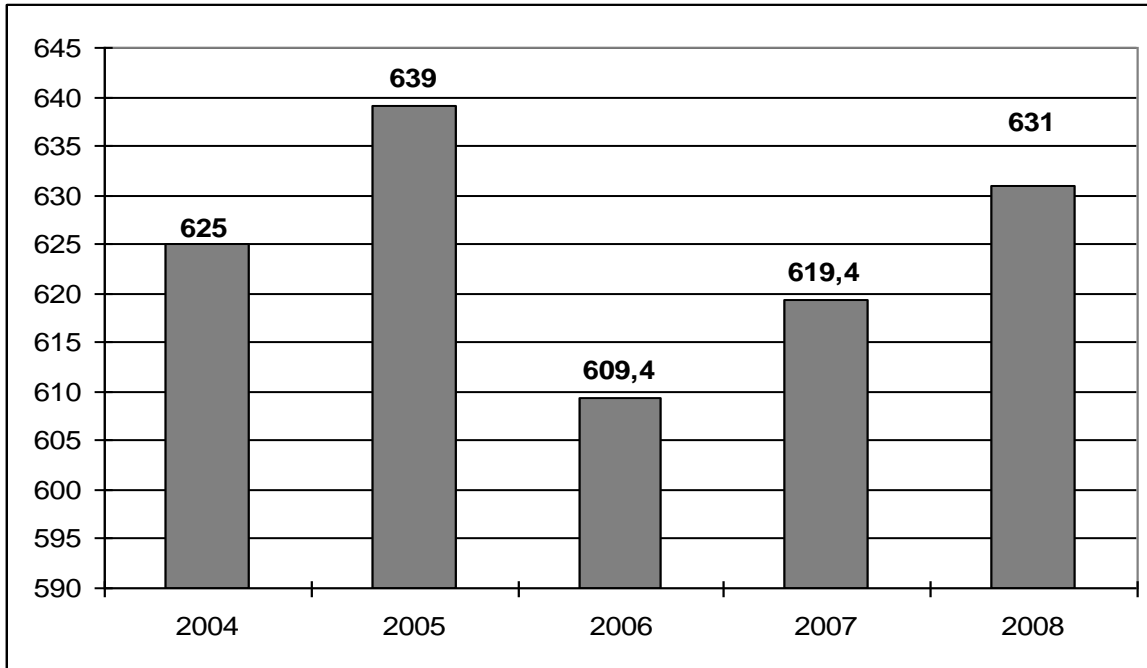
مساهمة الشركة محدودة وهي تتراوح ما بين 10% إلى حدود 35% من رأس المال الجماعي كأقصى حد.

حدود مساهمة في رأسمال المؤسسات الممولة لا يجب أن يتعدى 25% من مجموع أسهم شركة سوفينس.

- يتم الانسحاب من مؤسسة في فترة زمنية تتراوح من 3 إلى 5 سنوات.
- صفقات الخروج تتم إما ببيع الأسهم أو عن طريق الاكتتاب العام في السوق المالي.
- تقديم قروض خاصة أو قروض بالإيجار.
- تركيز القطاعات الصناعية، وقطاع البناء و الأشغال العمومية BTP.
- يتم تمويل المؤسسات برأس المال الخاص، و تساهم في بناء خطط إستراتيجية للمؤسسة (بعد دراسة وضعية المؤسسة و المحيط معا).
- تعمل الشركة في متابعة مستمرة للمشروعات الممولة و تقدم المشورة الفنية عند الحاجة.

<sup>1</sup> SOFINANCE : site [www.sofinance.dz](http://www.sofinance.dz)

الشكل رقم (4-8): مبالغ تمويل التساهمي بمليون دج.



Source : Donnée SOFINANCE

ندكر بعض المؤسسات التي ساهمت في رأس مالها نهاية سنة 2006 بمبلغ إجمالي يصل إلى 406.8 مليون دج (4.2 مليون أورو) ومنها.

— مؤسسة GIRES مساهمة تمت في إطار تأسيس المؤسسة برأس المال قدر ب 35 مليون دج بنسبة 34% من إجمالي الأسهم.

— مؤسسة SALAM Leasing حصة مساهمة وصلت نسبة 21% من إجمالي الأسهم بمبلغ 350 مليون دج.

— المؤسسة المغربية للألمنيوم SMPCA.

— مؤسسة الأشغال العمومية DELYPRO مساهمة سوفينس تمت في حدود 22% من مجموع الأسهم بمبلغ يقدر ب 210 مليون دج.

### 3- المنظومة القانونية لتمويل برأس المال الاستثماري.

تأخرت الجزائر كثيرا في إصدار أول إطار قانوني يتعلق بالتمويل التساهمي في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، وبالرغم من تأسيس أول مؤسسة مالية توفر تمويل برأس المال المخاطر في 1991 ضمن الشراكة الأوروبية. غير أن الجزائر تأخرت كثيرا في إصدار

قانون يعرف و ينظم رأس المال المخاطر، إذ أن أول قانون في هذا الشأن عرف النور بعد مرور 15 سنة من انطلاق الشركة الوطنية الأوروبية.

إن صدور هذا القانون في الجريدة الرسمية عدد 42 الصادرة يوم 25 جوان من سنة 2006. وجاء لتنويع المنظومة التمويلية و تطوير وساطة مالية غائبة شبه كلياً في الساحة الوطنية، حيث يشير المشرع في المادة الأولى أن القانون يهدف إلى تحديد شروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري و يحدد في وقت نفسه كيفية إنشاء شركة التمويل برأس المال الاستثماري و سير نشاطها، و يتولى هذه المنشور القانوني على مجموعة من المواد قسمت إلى ستة فصول بالترتيب و هي كالتالي<sup>1</sup>:

الفصل الأول: موضوع و قانون أساسي لنشاط رأس المال المخاطر.

الفصل الثاني: يحدد ممارسات نشاط رأس المال المخاطر.

الفصل الثالث: يتناول مواد تحدد قواعد الحصول على مساهمات و قروض من طرف شركات تمويل المتخصصة برأس المال الاستثماري.

الفصل الرابع: يشير للموارد المالية لشركة رأس المال الاستثماري.

الفصل الخامس: عرض للأحكام المعمول بها فيما يتعلق كيفية رقابة المؤسسات الممولة.

الفصل الخامس: النظام الضريبي.

## المطلب الرابع: واقع رأس المال المخاطر في الدول المغاربية:

سنحاول في هذا الجزء من الفصل إبراز مختلف الصعوبات التي يتعرض إليها المهنيون في اقتصاديات الدول الثالث، بما قد يساعدنا على تحديد عقبات خاصة بكل دولة و تحديد العقبات المشتركة بين البلدان.

### 1- صعوبات رأس المال المخاطر في تونس.

قدمت تونس من بداية تسعينات كل ظروف التي اعتبرتها أساسية لتطوير سوق رأس المال المخاطر حيث عرفت الساحة التمويلية نشاط 40 ممول و عدة صناديق استثمارية محلية

<sup>1</sup> Journal officiel de la république Algérienne n° 42 ; LOI 06-2006. Apparus le 25/06/2006.

و مساهمات دولية بالأخطار، إلا أن التمويل برأس المال المخاطر يتعرض لمشاكل هيكلية و تاريخية و تقنية، حيث قدمت دراسة عينة من شركات التمويل برأس المال المخاطر قام بها باحثين من تونس (2003) A. ATI & I. GANNOUN جملة من العقبات التي تتعرض إليها شركات تمويل برأس المخاطر نوجزها في يلي:

— غياب تدفق صفقات مربحة و ندرة ملفات مجالات الابتكار لفائدة الممولين المتخصصين في هذا القطاع.

— ارتفاع معروضات التمويل لرأس المال المخاطر من بنوك تجارية أي أن معظم شركات التمويل برأس المال ما هي إلا ملاحق البنوك، و طبيعة المصادر لها تأثير مزدوج على المهنة فالشركات الممولة لا تتمتع باستقلالية القرار كون أن مصدر رؤوس أموالها يصل إلى حدود 90% من ممولين ينشطون في الوساطة التقليدية. و يستخدم ممولين طرقا و أساليب انتقاء تقليدية مشابهة كثيرا مع المبادئ المعمول بها في التمويل بالاستدانة.

كما خلصت الدراسة إلى رصد خصوصيات شركات التمويل تونسية نوجزها في ما يلي:<sup>1</sup>

— إن شركات التمويل تونسية هي ملحقة لبنوك تجارية سواء من حيث المصدر أو من حيث الطاقم الإداري إذ أن 80% من المسيريني شركة تمويل التساهمي هم فقط ماليون. و ما عدى شركة واحدة ملحقة لبنك BCI تملك في مجلس إدارتها مهندسا مختصا في تكنولوجيايات الإعلام و الاتصال.

— تلقت جميع شركات التمويل ما يقارب 664 طلب تمويل برأس المال، و حصل 430 منهم على قبول أولي لدراسة الملف و في آخر المطاف وافقت شركات التمويل على 285 ملف تمويل أي أنها وافقت على ما يقارب 43% من مجموع الملفات، ويمكن القول أن نسبة التمويل السابقة مختلفة كثيرا مع النسب المعلنة في الصناديق الاستثمارية المرموقة حيث تصل نسبة القبول المتوسطة في الدول الصناعية ملف واحد لكل 100 طلب و بالتالي هي لا تتعدى في الدول الصناعية 1% من إجمالي الطلبات.

— توصل البحث أن شركات SICAR الملحقة للمؤسسات الاقتصادية تتبع نفس المنهج عن باقي الشركات الملحقة للبنوك حيث أن أغلب شركات عينة مرتبطة إداريا بالشركة

<sup>1</sup> A. ATI & I. GANNOUN ; Op.Cit ; p04.

اقتصادية الأم بصفة مباشرة و يرى الباحثين أن أغلب مسيري شركة التمويل لهم مقعد إداري في الشركة الأم، كما أنهم لا يحملون الكفاءات اللازمة لإدارة هذا النوع من الوساطة، فمدراء شركات الممولة هم ذوي اختصاص محدود يقتصر في غالب على محاسبة الشركات، وخبرتهم هي خبرة إدارية اكتسبت طوال فترة تواجدهم في المؤسسة الاقتصادية. إن الوساطة المالية حديثة في تونس متطورة نسبيا، غير أن ما تم تقدمه للقطاع الإنتاجي ضعيف كما يغيب الخواص و الأثرياء في إنشاء شركات مؤسسية مستقلة. عليه إن غياب التخصص لدى الوسطاء برأس المال المخاطر غير مقصود والنتائج المقدمة من طرف الباحثين نراها تتطابق مع ظروف محيطية سواء من حيث الطلب حيث أن: — نادرا ما يحصل الممولون على طلب تمويل مشاريع ابتكارية بمفهومه الدقيق، و محفظة الشركات الممولة ما هي إلى مشاريع عادية ليس لها بعد ابتكاري. — أما في صفقات التخارج فهي صفقات بيع للمنظم وتحسب باستخدام قيم التمويل الاسمي للشركة المالية و قيم الاسمية للمردود المحقق طوال فترة العقد. أو من حيث العرض: — أغلب الممولين المؤسسين هم ملاحق لبنوك وصناديق عمومية. — غياب المستقلين و ذوي خبرة في المهنة.

## 2- صعوبات التمويل برأس المال المخاطر في المغرب.

قام المغرب الأقصى بجهود معتبرة لرفع حجم الاستثمارات المحلية و الأجنبية و حاولت الحكومات في هذا الصدد إلى تنوع القطاع الإنتاجي و الخدماتي، كما مست هذه الجهود تنويع مصادر التمويل لفائدة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة. غير أن انطلاق نشاط رأس المال المخاطر واجهه صعوبات كثيرة، كما واجه الممولون صعوبات كبيرة بين فترة 1990 إلى غاية 2001 و نوجزها في النقاط التالية حسب تقرير وزارة المالية و المخصصة<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> Ministère Des Finances et de la prévatizations ; direction de la politique générale ; Evaluation du financement de la PME au MAROC ; document de travail N°91 août 2003.

- إن ارتفاع حجم الديون المشكوك خلق تحوفا كبيرا لدى الوسطاء و البنوك، وتذكر الإحصاءات أن نسبة الديون الحرجة وصل في سنة 2000 إلى نحو 17.8% من الحجم الكلي للديون المؤسسات الصغيرة و المتوسطة PME.
  - انخفاض قروض الاستثمار الموجهة للاقتصاد بشكل عام بسبة 22% رغم أن الحجم الكلي للقروض ارتفع إلى 6.5% سنة 1998.
  - ارتفاع تكلفة وأعباء القروض للمؤسسات المصغرة .
  - غياب شركات ضمان قروض الاستثمار في تغطية الخسائر المحتملة في المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و قدرت الوزارة أن نسب الديون المضمونة للقطاع PME لم تتعدى 6.6% من إجمالي المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الممولة .
  - غياب بدائل تمويلية من حيث الشكل و من حيث الحجم.
  - أشار تقرير الوزارة أن الوساطة المخصصة برأس المال المخاطر لم تفلح في توفير تمويلات بالحجم المطلوب حيث عرف المغرب 60 مشاركة فعلية في ظرف 10 سنوات وبلغت مجموع مبالغ التمويلات إلى حوالي 760 مليون درهم مغربي.
- و تبين من خلال تقرير وزارة المالية أن المغرب يعرف عقبات كثيرة أثرت سلبيا على مسار نمو الوساطة برأس المال المخاطر. و ساهمت الأبعاد السوسيو اقتصادية على تخفيض وتيرة اتساع البدائل التمويلية بشكل عام و رأس المال المخاطر بشكل خاص سواء تعلق الأمر بدواعي الطلب على التمويل أو من حيث توفر الخدمات المالية والفنية من الوسطاء المتخصصون.
- خلص البحث حول محددات دراسة طلبيات التمويل برأس المال أن شركات التمويل برأس المال المخاطر تهتم في دراسة مخطط العمل على العناصر التالية نرتبها حسب الأهمية في العناصر التالية<sup>1</sup>:
- البعد الإداري و التنظيمي للمؤسسات.
- الشفافية في المؤسسات.

<sup>1</sup> Salah AISSE ; Le capital risque au Maroc : Contribution a l'élaboration d'un cadre juridique, fiscal, comptable et d'accompagnement ; Institut supérieure de commerce ; Casablanca ; 2003 ; p26.

— إمكانيات الخروج من رأس المال المؤسسة، وتوفير رؤية مستقبلية للخروج الممول.

— دراسة مخاطر الاستثمار.

— المردودية المالية.

— إمكانية النمو و التوسع للمؤسسة الممولة في الآفاق.

— الطابع الابتكاري للمنتوج.

نلاحظ من خلال النتائج التي خلص إليها الباحث أن القدرات الإدارية للمؤسسين و رؤية

الخروج بالنسبة للممولين في المغرب أكثر أهمية من باقي المحددات التقليدية لرأس المال

المخاطر (الابتكار و المردودية)، وهذا يفسر أن المحيط الاقتصادي يلعب دور في سياسة

الانتقاء و لا يهتم كثيرا بالابتكار عكس ما يمكن أن نلاحظه في الدول الصناعية.

قدمت دراسة ميدانية ضمت 15 مؤسسة مهنية تنشط في رأس المال المخاطر منهم 80% من

صناديق حقوق الملكية و مؤسسات إدارة المحافظ و 20% المتبقية هي مؤسسات تمويل برأس

المال المخاطر ملحقه لبنوك تجارية أجزها<sup>1</sup> Saleh AISSA(2003) إلى نتائج مهمة حول

واقع وعقبات تمويل برأس المال المخاطر في المغرب نذكر منها:

من خلال العينة المدروسة تبين أن 53% من الصناديق الاستثمارية تساهم فيها الحكومة

المغربية أما الشركات المستقلة التي تدير محافظ رؤوس أموال الممولين الأجانب و المحليين

تمثل 20% و 25% الباقية فهي رؤوس أموال ملحقه للمؤسسة المصرفية ، أو الصناديق

الملحقه لمؤسسات اقتصادية.

و خلص البحث الميداني إلى نتائج نستطيع من خلالها تحديد خصوصيات رأس المال المخاطر

في المغرب.

— يرى الباحث أن السياسة الاستثمارية للمهنيين في المغرب الأقصى هي سياسة حذرة

وتتسم بالتمويل بالأقلية و تتراوح في غالب بين 10% إلى 40% من الحجم الإجمالي

للاستثمار و هناك حالات خاصة وصلت حصة المساهمة إلى 70% و هي حالات نادرة

جدا.

<sup>1</sup> Salah AISSE ;Op.Cit ;P44.

- أما على مستوى المبالغ لاحظ الباحث أنها متوسط المبالغ محصورة بين 3 إلى 20 مليون درهم فقط، كما وصلت في حالة خاصة إلى 30 مليون درهم.
- خلص البحث أن معظم المستثمرين المؤسستين يفضلون استثمار لمدة تتراوح بين 5 إلى 7 سنوات في صناديق حقوق الملكية، كما أنهم يرغبون في الحصول على مردود مرتفع يصل إلى 25% في مرحلة الانطلاق، 20% في مرحلة نمو، و 25% في مراحل تحويل الملكية.
- أما في يتعلق بالحجم المادي للمؤسسات الممولة فقد تبين من خلال النتائج أن 70% من مؤسسات تنتمي إلى فئة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة حيث يصل عدد عمالها إلى حدود 200 عامل، و 60% من إجمالي المؤسسات توظف بين 10 و 100 عامل.
- يركز نشاط المؤسسات في المناطق الحضرية فقط حيث تستحوذ المنطقة الصناعية للدار البيضاء على 80% من حصص التمويل بحقوق الملكية في المغرب.
- إن مؤسسات الممولة تملك مجلس إدارة بنسبة 95%، و في حالة غياب الهيكل التنظيمي من هذا القبيل فإن الممول يشترط تأسيس مجلس إدارة حيث يقوم المالك المؤسسين غالب بتحويل الإطار القانوني للمؤسسة إلى شركة ذات أسهم تملك مجلس إدارة.

### 3- وضعية رأس المال المخاطر في الجزائر.

من الصعب تقييم مهنة رأس المال المخاطر في الجزائر لأن المبالغ هامشية و غير متوفرة بصفة دورية و نذكر أن شركة تمويل "سوفينس" تضع في التقارير سنوية حجم المبالغ و التي نرى أن نشاط التمويل التساهمي لا تتعدى 10% من إجمالي التمويلات الفعلية منذ بداية نشاطها. إن نشاط الشركة الوطنية فيما يتعلق بتمويل برأس المال الاستثماري لم يتطور كثيرا منذ 1991 إلى 2008 و على سبيل المثال نجد أن حصة رأس المال الاستثماري أقل بكثير في 2008 و لا تتعدى 8% بالمقارنة مع مبالغ التمويل بالقرض الإيجار.

رغم المبادرة المتواضعة في إنشاء مؤسسة مالية تقدم تمويلات بمنهج مغايرة عن قروض التقليدية إلا أن تمويل برأس المال المخاطر (الاستثماري) متواضع حتى لا نقول معدوم و بعيد كل البعد عن مؤسسات تمويل برأس المال المخاطر المعاصرة. واقتصرت المهامة في رأس المال على مؤسسات اقتصادية عمومية أو مختلطة تنشط في قطاعات ليست ابتكارية.



تبين من خلال نتائج بحث كل من A. ATI & I. GANNOUN و Saleh AISSA أن المتدخلون برأس المال يجدون صعوبات كثيرة في انتقاء المشروعات، كما أن نشاطهم غالبا لا تمس المشروعات الابتكارية.

أما في الجزائر فإن وضع الوساطة أكثر تعقيدا و أسوء تجربة مغاربية بما أن عدد المشاركات منذ سنة 1995 إلى 2010 متواضعة من حيث الكم و من حيث المبالغ المستثمرة.

وهذا نتائج توصل إليها الباحث<sup>1</sup> (2011) william .C. FELOUS إلى أن الوضع في دول شمال إفريقيا و دول الشرق الأوسط غير مواتي لتطوير مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة خاصة أن البنوك و التي هي المصدر الأساسي في المهنة لا تخاطر في تمويل المؤسسات، ولذلك يبقى رأس المال المخاطر محدود.

### المبحث الثاني: عقبات تطوير رأس المال المخاطر في المغرب العربي.

بالرغم من اهتمام حكومات دول المغرب العربي بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و بعث روح المقاولتية و تأسيس منظومة قانونية تواكب حاجة القطاع الخاص و تأسيس مختلف الهيئات الداعمة و فتح فرص الاستثمار الأجانب الراغبين في الاستثمار إلا أنه توجد معوقات و عقبات كثير يصعب حلها تؤثر سلبيا على الاستثمار بشكل عام و الابتكار بشكل خاص.

### المطلب الأول: تقييم وضعية رأس المال المخاطر.

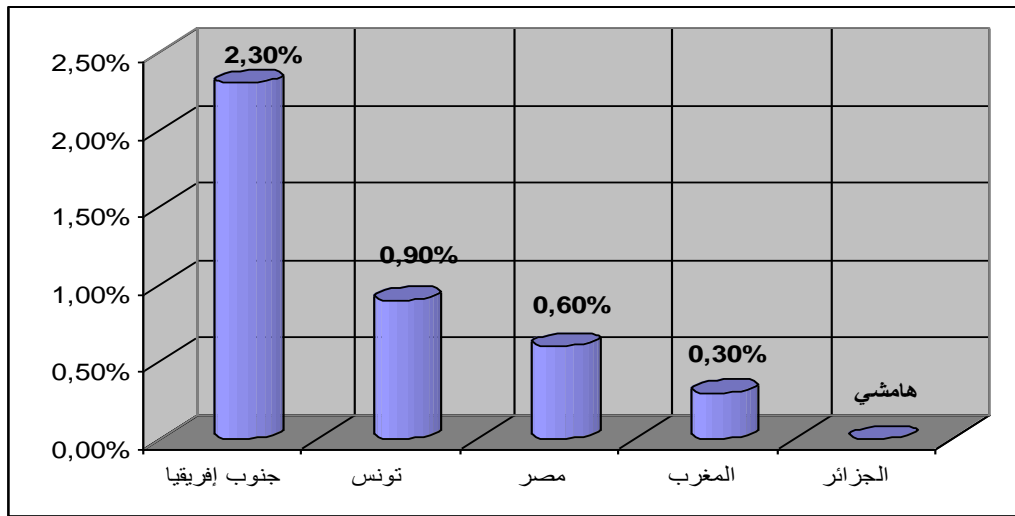
لتحديد صعوبات النهوض بالوساطة الحديثة سنقدم تقييما مختصرا من زويا مختلفة تتعلق بمحددات المهنة لإبراز طبيعة المعوقات هذا السوق، كما ستسمح لنا هذه الدراسة بالوصول إلى حصر العقبات.

<sup>1</sup> William. FELOWS ; Entrepreneurship, Access to capital & SME in MENA Supply? Demand? The Issue; 5° the SME Working group, OCDE; 2011, pp02-35.

## 1- تقييم حجم التمويلات برأس المال المخاطر في الدول المغاربية:

تختلف مهنة رأس المال المخاطر في دول المغرب العربي ويمكن ترتيب الدول الثلاث على أساس حجم التمويلات على الدخل القومي، وهذا ما يجعل تونس تتصدر الترتيب ثم يأتي المغرب الأقصى في المرتبة الثانية و تصنف الجزائر في آخر الترتيب بما أن المهنة لا تزال في مرحلة جنينية إذ تمثل نسبة هامشية في تمويل الاقتصاد.

شكل رقم (4-9) مكانة رأس المال الاستثماري بالنسبة للدخل الوطني سنة 2003.



Source : AMIC ;Op.Cit.p22.

بالرغم أن حجم التمويلات برأس المال المخاطر ترتفع في تونس و المغرب نسبيا منذ 2001 فإن هذه الوتيرة غائبة في الاقتصاد الوطني فحجم التمويلات في الجزائر تكاد تكون معدومة.

## 2- ارتفاع عروض رأس المال المخاطر:

تقدمت جمعية ANIMA<sup>1</sup> بتقرير صدر في 2008 يشير إلى أن بالرغم من العراقيل المؤسسية و الاقتصادية فإن عدد صناديق الاستثمار في منطقة المغرب العربي يتطور باستمرار وذلك ابتداء من 1990 حيث عرفت دول المغرب العربي خاصة تونس و المغرب الأقصى ارتفاع عدد المهنيين برأس المال المخاطر وظهر في الساحة التمويلية صناديق استثمارية جديدة توزعت على كافة الدول باستثناء الجزائر. وسجل تقرير أنه في 2006 وصل عدد الصناديق

<sup>1</sup> ANIMA; Net Work Rapport ; document n° 06 ; 2008 .

الاستثمار إلى ما يفوق 46 صندوق ومنها صناديق مغاربية و متوسطة تتسع رقعت نشاطها في الجزائر ، تونس ، و المغرب الأقصى.

جدول رقم (4-7): صناديق و مبالغ التمويل في المغرب العربي

الدول	عدد الصناديق	النسبة المئوية	حجم المبالغ بمليون دولار أمريكي	نسبة المئوية
الجزائر	1	%2.2	2	%0.1
تونس	9	%19.6	64	%2.5
المغرب	18	%39.1	846	%46.8
الجزائر/تونس/المغرب	16	%34.8	1.579	%62.1
ليبيا	2	%4.3	52	%2
المجموع	46	%100	2543	%100

Source : ANIMA ; Investment Net Works Notes ; document n° 06 April 2008

تبين أرقام الجدول إلى أن تونس و المغرب تنشط فيها أغلب الصناديق الاستثمارية و عدد صناديق في الجزائر لم يتغير منذ بداية التسعينات، فصندوق FINALEP هو الصندوق الوحيد ممثل لرأس المال المخاطر في الجزائر إلى غاية 2010، كما أن مبالغ مخصصة في الصندوق محدودة.

يشير هذا الجدول إلى معطيات مهمة فيما يخص توزيع رأس المال المخاطر في المنطقة ويتبين من خلالها التأخر الكبير الذي تعرفه الجزائر في حشد رأس المال على المستوى المحلي ويشير في وقت نفسه أن المناطق المغاربية الأكثر استقطاب للموارد.

بلغ عدد صناديق من المفروض تنشط في حوض البحر المتوسط أو منطقة MENA إلى 16 صندوق تملك بعضها مقرات في تونس العاصمة أو في الرباط عاصمة المغرب الأقصى أو موجودة في عاصمة الاقتصادية دار البيضاء، ونرى أن هذه الصناديق المشار إليها لا تملك مقرات في التراب الوطني حسب معلوماتنا.

يرى (2008) G.IRRMANN<sup>1</sup> تعدد أسباب التي ساهمت في ارتفاع عدد صناديق الاستثمار في المغرب العربي خاصة في تونس و المغرب، حيث ارتفعت عدد شركات التمويل بين الفترة الممتدة من 2002 إلى غاية 2004 و حجم المبالغ تحت تصرفها. في ثلاثة سنوات ثم تأسيس أكثر من 25 صندوق الاستثمار موزعي على الدول المغاربية برأس المال يقدر ب 1.9 مليار دولار أمريكي ، ويرى الباحث أن هذا التدفق غير المسبوق جاء من وفرة الموارد المالية لدول الخليج العربي التي تملك سيولة معتبرة من عوائد المحروقات. كما أن أحداث 11 سبتمبر 2001 غيرت وجهة المستثمرين العرب من الدول الغربية إلى منطقة MENA و بفعل هذه الأحداث استثمرت دول الخليجية كقطر، السعودية و الإمارات العربية المتحدة جزء معتبرا في مناطق مختلفة في العالم، و نجد أهمها تونس، مصر، و المغرب الأقصى.

يرى Gaetain IRRMANN<sup>2</sup> عوامل ومحددات كثيرة ساهمت في اتساع عدد الممولين في النقاط نوجزها في يلي:

— العامل الأول: هو أن الدول كالمغرب و تونس تملك فرصا استثمارية في قطاعات تجلب أنظار دول الخليج أكثر من باقي بلدان المغرب العربي، كما أن تونس تملك شركات إدارة محافظ Tunisinvest معروفة لطاقتها البشرية المؤهلة. بالتالي يمكن القول أن وجود البني التحتية و كفاءات و خبرة نسبية وضعت فارق ملموس لدى المستثمرين على جلب و إدارة استثمات رأس المال المخاطر على باقي دول المغرب أخرى كالجزائر و ليبيا.

— العامل الثاني: يرى أجنب أن اقتصاد تونس و المغرب أكثر انفتاح من باقي دول المغرب العربي حيث أنهما أتبعنا نهجا سريعا في فترة الإصلاحات و تم خصخصة عددا كبيرا من المؤسسات العمومية، بينما يتسم اقتصاد الجزائر بمسار إصلاحية حذر ومحدود. يرى في هذا الصدد بعض اقتصاديين أن الوفرة المالية من عائدات البترول و الغاز الطبيعي تدفع بلدان

<sup>1</sup> Gaetain IRRMANN : le capital –investissent, source de développement économique ou nouvelle forme de colonialisme ?. l'exemple du Maghreb ; Observatoire du management alternative ; HEC ;2008,p71

<sup>2</sup> Gaetain IRRMANN ; Op.Cit ;P125 .

المتحولة للحيولة على تراث في تنفيذ الإصلاحات. غير أن تونس و المغرب لا تملكان موارد الطاقة بالقدر الكافي وليس لديها بدائل أخرى لجلب العملة الصعبة.

— العامل الثالث: هو أن تونس و المغرب تملكان أسواق مالية ديناميكية وقام المغرب في هذا الصدد بخصخصة المؤسسة المكلفة بإدارة بورصة دار البيضاء. أما الجزائر فبورصة عديمة الفعالية وهي في وجهة نظر الأجانب غير موجودة.

— العامل الرابع هو أن تونس والمغرب استطاعت بفضل تحسن المحيط أن تجلب عدد كبير من الاستثمارات الأجنبية المباشرة خاصة من أوروبا الغربية، كما استفادة من حملات التوطين التي حدثت في أوروبا الصناعية مثل شركة صناعة السيارات DACIA و RENAULT موجودة في طنجة المغربية، كما استطاعت مؤخرا تونس و المغرب جلب أنظار كبرى شركات النسيج من فرنسا وإيطالية ذات جودة عالية.

بالإضافة إلى ما سبق، نرى أن اقتصاد الجزائر لا تستقطب استثمارات أجنبية مباشرة في فروع جديدة حيث تقتصر استثماراته الأجنبية على فروع استخراج المحروقات، كما أن قاعدة 51/49 للملكية الوطنية هي الفاصل بين دول الثالث وهذا ما يجعل حجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الجزائر محدودة و حذرة.

### المطلب الثاني: عقبات البيئة الاستثمارية.

إن عقبات تطور رأس المخاطر في دول المغرب العربي وعالم النامي متشابهة، و الاختلاف القائم بينها هو اختلاف حدة المعوقات واختلاف طبيعتها وأسبابها، كما أنه توجد محددات كثيرة تختلف فيها الجزائر و تونس و المغرب تمس نمو رأس المال المخاطر أهمها درجة الانفتاح الاقتصادي و هيكل الصادرات و الأنظمة القانونية و التنظيمية وطبيعة النظام المالي.

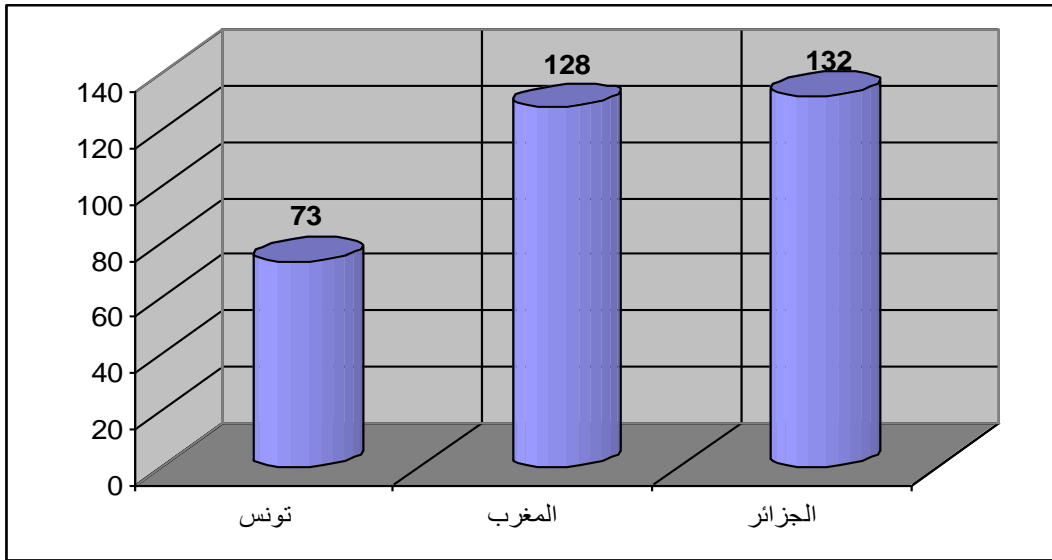
خلصت دراسة Saleh AISSA و دراسة A. ATI & I. GANNOUN أن الجوانب الثقافية تبقى من المعوقات لتطوير سوق رأس المال المخاطر في المنطقة كما أشارت أبحاث مماثلة صدرت من CNES(2001) و CREAD(2003) تشير إلى غياب ثقافة تمويل المشاركة في الجزائر وعلى هذا الأساس نرى أن ثقافة التمويل في منطقة المشتركة بين البلدان.

## 1- مؤشر مناخ الأعمال:

نشأة وساطة رأس المال المخاطر في دول الثلاث في مرحلة ابتسمت بموجة من إصلاحات الهيكلية. إذ تم تنفيذ إصلاحات عميقة مست الهيكلة الاقتصادي و غيرت الحكومات الكثير من القوانين و التشريعات التي تحدد إطار النشاط الاستثماري و النشاط المصرفي. غير أن اقتصاديات المغاربية لم تستطع تغير الذهنيات التي تحكم العلاقات الاقتصادية بين مختلف الأطراف الفاعلين.

كما توجد عقبات ذات طابع سلوكي و إداري مثل البيروقراطية و الفساد الإداري و ارتفاع حجم الرشوة الذي يعوق المسار التنموي و الإصلاحات التي بشرتها منذ ثلاثة عقود. و يشير الترتيب الدولي لمناخ الأعمال أن دول المغرب العربي في آخر ترتيب قائمة المكونة من 183 دولة. خصوصا المغرب و الجزائر. وصنفت الجزائر و تونس و المغرب حسب الترتيب الموضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (4-10): مؤشر العام لمناخ الأعمال.



Source : Rapport de la Banque mondiale 2008.

كما أن البلدان المغاربية هي بلدان تملك قدرات مالية متواضعة إذا استثنيا الجزائر التي تعرف في سنوات أخيرة وفترة مالية بعد ارتفاع أسعار المحروقات، حيث لا يمكن لها أن تقدم الدعم و مساندة لمؤسساتها بالحجم المطلوب. كما أن هياكل الدعم تفتقر إلى الوسائل التنظيمية

كما حدث قرابة 15 سنة في انطلاقه FENALEP دون أدنى إطار تشريعي و تبين من خلال تجربة تونس أن ضعف الإمكانيات المالية كان سببا في خنق نشاط FORPRODI و إعادة هيكلته سنة 2001.

يبين الجدول الموالي تموقع الدول المغربية على مستوى وفرت معروضات التمويل برأس المال المخاطر.

شكل رقم (4-8): تموقع الدول المغاربية في حجم معروضات رأس المال المخاطر.

الدول	الجزائر	المغرب	تونس
ترتيب دولي على أساس مبالغ رأس المال المخاطر المتوفرة (142 دولة)	110	30	35

Source : World Economic Forum(2011) ; The global competitiveness report in ANIMA & BEI ; p32

بين تقرير البنك العالمي في سنة 2008 مجموعة من العقبات ذات طابع المؤسساتي في الدول العربية نوجزها في خمس جبهات أساسية:

1. غياب سياسات اقتصادية ذات التوجه الاستراتيجي و قصور الحوكمة في المؤسسات الحكومية التي تتولى إدارة الاقتصاد كافة و الجزائر على وجه الخصوص و يبين هذا التقرير التحسن النسبي الذي تعرفه تونس.
2. عدم وضوح الرؤية و تداخل و تضارب بعض القوانين المنظمة للمهنة. و غياب الإطار القانوني واضح المعالم الذي ينظم النشاط الاقتصادي و النشاط التجاري.
3. تمهيش دور المجتمع المدني في بناء القرار الاقتصادي بالرغم من أهميته في ترشيد السياسات الاقتصادية. و هذا الوضع قد يجعل السلطة تتوزع على فئة محددة من المجتمع.
4. محدودية جودة السلع و الخدمات العامة، و قصور البني التحتية المساندة لقطاع الأعمال.

## 2- المقومات الاقتصادية:

يقع المغرب العربي في حوض البحر المتوسط وهي منطقة إستراتيجية في العالم، و على هذا الأساس سنحاول أن نبين بعض نقاط القوى التي تزخر بها دول المغرب العربي الثالث. ذكر رواد النظرية التجارية في اقتصاد تسوده المنافسة أن مصدر الثروة للأمم يأتي من نشاط التجارة الدولية. و في إطار اقتصاد السوق فإن القدرات التصديرية أصبحت ضمن متطلبات الاقتصاد الجديد المبني على الانفتاح للخارج ويبين جدول الموالي الإمكانيات التصديرية للدول المغاربية.

جدول رقم (4-9) : هيكل صادرات دول المغرب العربي

المغرب	تونس	الجزائر	
23%	25%	99%	مواد أولية ، معدنية، ومحروقات
34%	41%	—	النسيج
5%	7%	—	صناعات ميكانيكية و النقل
10%	12%	—	الكترونيات و أدوات الكهرباء
5%	7%	1%	المواد الغذائية
5%	7%	—	الخشب

Source : Investment Net Works Notes ; document n° 06 April 2008

نلاحظ من خلال الجدول أن الجزائر لا تملك قدرات تصديرية خارج المحروقات و 99% من صادرات الجزائر تقتصر على مادة الغاز الطبيعي و البترول الخام، لكن بالرغم من تواضع الإمكانيات المادية و الجغرافية لتونس فإنها أخذت ميزة نسبية في صناعة النسيج و تشكل نسبة 41% من صادراتها و تتعرض هذه الصناعة لمنافسة كبيرة من الصين وتركيا. و نفس هيكل الصادرات نجده تقريبا بالنسبة للمغرب الذي يعتمد في صادراته على النسيج و تصدير الفوسفات إلى الخارج

## 3- وضعية بورصة الأوراق المالية:

اشرنا من خلال الدراسات سابقة التي اهتمت بسوق رأس المال المخاطر، أن سوق المال يعتبر من بين المحاور الأساسية لتطوير تطبيقات رأس المال المخاطر فقد يكون المصدر



لتزويد المهنة بالمبالغ و يمثل مخرج الاستثمارات الراجعة. غير أن سوق رأس المال في البلدان الثلاث ضعيف نسبيا من خلال الجدول الموالي.

جدول رقم (4-10) : نشاط بورصة الأوراق المالية لدول المغاربية.

المغرب	تونس	الجزائر	
76	54	3	عدد المؤسسات مسجلة في بورصة الأوراق المالية
20.6	17.8	0.12	معدل الرسملة في البورصة من ناتج وطني الخام ب %

Source : S.BREMA ; Système financiers et croissance en méditerranée : une analyse comparative , Revus économie financière ; n°52 1999 ; p22.

تختلف أسواق المال في الدول الثلاث، و يتمثل هذا الاختلاف في عدد المؤسسات المسجلة فيها حيث أن أعداد المؤسسات المسجلة في بورصة دار البيضاء يصل إلى 76 مؤسسة و 54 في تونس و لا تسعر في بورصة جزائري إلى ثلاث مؤسسات اقتصادية. أما متوسطة رسملة البورصة تصل إلى 20% من الناتج في المغرب و 17.8 بالنسبة لتونس و رسملة بورصة الجزائر هي على هامش الناتج و لا تتعدى 0.12%.

إن هذا اختلاف في بورصة إلى اختلاف ظروف نشأة البورصة في دول الثلاث و مقومات البيئة التمويلية و الاقتصادية التي تختلف في العناصر التالية<sup>1</sup>:

- دور و حجم القطاع الخاص.
- الإطار التشريعي و التنظيمي الذي يحكم الاستثمار الأجنبي و المحلي.
- وجود مصادر تمويل بديلة ( صناديق الاستثمار، و المستثمرون المؤسسين).
- برامج الخصخصة.

أما على الصعيد النقدي فإن برامج الإصلاحات الاقتصادية غالبا ما تحتوي على سياسات تخفيض العملة الوطنية و سياسات مالية و نقدية انكماشية و سياسات تقشفية مرافقة لبرامج الإصلاح، فقد بيننا سابقا من خلال عرض التجارب الدولية أن مهنة حساسة تجاه أوضاع الاقتصادية و المالية.

<sup>1</sup> سحنون جمال الدين : شروط بروز أسواق الأوراق المالية ، دراسة مقارنة لدول مصر ، تونس، و الجزائر ، أطروحة دكتورا غير منشورة ، جزائر العاصمة سنة 2008.

جدول رقم(4-11): متوسط أسعار فائدة في دول الثلاث.

المغرب	تونس	الجزائر	أسعار الفائدة الحقيقية بين 1990 إلى 2000
1.9	5.2	-10.5	

Source : S.BREMA ; Op.Cit. P 23.

تتأثر مهنة رأس المال المخاطر بنشاط الجهاز المصرفي، والمنافسة بين البنوك، ونشاط السوق المالي، كما تتأثر معروضات التمويل التساهمي بتغيرات أسعار الفائدة الحقيقية، ففي حالة اختلال استقرار النقدي و المالي سيخل بنشاط الوسطاء الماليون، كما أن تغيير السياسي ة المالية و السياسة النقدية قد يكون له أثر مباشر على تخصيص الموارد المالية في الصناديق الاستثمارية بالأخطار و بالتالي على نشاط رأس المال المخاطر. و لا يمكن لنا أن ننفي أو نؤكد بدون دراسة معمقة أثر أسعار الفائدة في دول المغرب العربي على نشاط رأس المال المخاطر أو نشاط البورصة على حجم المساهمات. غير أن معظم الأبحاث القياسية التي حاولت إبراز تلك العلاقة السببية بين المتغيرين لم تقدم نتائج فاصلة حول أهمية سعر الفائدة حقيقي على بدائل المستثمرين و بالتالي حجم الأموال المخصصة للمهنة، أي أن سعر الفائدة لا يبدو عنصرا حاسما في التخصيص الممولين لرؤوس أموالهم خصوصا أن البلدان المغاربية هي بلدان إسلامية قد ترفض مجتمعاتها الفائدة للاعتبارات الدينية.

المطلب الثالث: غياب تدفق الصفقات الابتكارية.

إن قرارات الاستثمار برأس المال المخاطر لدى الممولين المحليين و الأجانب تؤخذ بلا شك بعين الاعتبار الجوانب المؤسسية والتنظيمية في البلدان المستهدفة، غير أن المستثمرين يهتمون أيضا بمحددات أخرى نرها أساسية و على رأسها الفرص الاستثمارية في المنطقة و الطاقات الكامنة للمؤسسات القائمة.

تشير الأبحاث الصادرة من الجمعيات المهنية خاصة جمعية المهنيين في دول الخليج<sup>1</sup> (GVCA(2011) أن الاستثمار في البلدان النامية قائم على حجم الفرص الاستثمارية الآنية و المستقبلية، حيث يقوم المستثمرون بدراسة مقارنات دولية للمقومات الاقتصادية و مالية للدول المستهدفة و تقدير كل المخاطر المحتملة.

إن الاستثمار برأس المال المخاطر من وجهة نظر المستثمر يحتاج إلى دراسة كل العوامل الايجابية و الأخطار الاقتصادية والمفاضلة بين محددات النجاح والتهديدات الممكنة.

إن اتخاذ قرار التمويل التساهمي يعتمد على تقدير الفرص الاستثمارية السانحة، و هذا ما جعل دول كتونس و المغرب تستفيد أكثر من الجزائر من مصادر التمويل الخارجي في إطار التمويل برأس المال المخاطر.

إن الارتفاع حجم تمويلات رأس المال المخاطر قد يتوقف على عامل العرض حيث أن النشاط التمويلي لصناديق الاستثمارية تتحدد بعد انتهاء الدورة و تحصيل عوائد حقيقية. غير أنه توجد بحوث اهتمت بمحددات ديناميكية رأس المال إلى أن الابتكارات الناجحة ساهمت في تطور المهنة في الولايات المتحدة الأمريكية. و تؤكد أبحاث مماثلة صدرت من المعهد الفرنسي للأبحاث INSSE أن نشاط رأس المال المخاطر يتوقف إلى حد كبير على طلب المؤسسات الابتكارية التي تخلق ديناميكية بفعل نتائجها.

أثبتت الدراسات الأكاديمية في الدول الصناعية باختلاف اقتصادياتها أن تطور رأس المال المخاطر يتوقف أكثر على قدرة المستثمرين برأس المال على استقطاب مشاريع ابتكارية تحقق بها نتائج مرتفعة وهذا ما يخلق ديناميكية للمهنة على المدى المتوسط و المدى البعيد.

تشير بعض التقارير أن وظيفة البحث و التطوير في المغرب العربي محدودة، ولا تهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بوظيفة البحث و تطوير وتتراوح نفقات بين 0.5% إلى 1% من الناتج الوطني الخام في الدول المغاربية كما هو موضح في الجدول الموالي.

<sup>1</sup> GVCA ; private equity activity declined in 2009 but set to rebound in 2010 in MENA ; GVCA rapport ; 2011 ;p06

جدول رقم (4-12): نفقات البحوث و التطوير

في دول المغرب العربي سنة 2009.

الدول	تونس	الجزائر	المغرب
نفقات البحث و التطوير بالنسبة لدخل الوطني الخام	1.10	0.4	0.6
مساهمة القطاع الخاص في نفقات البحث و التطوير	14%	0.1%	22%
عدد البحوث العلمية بالنسبة لمليون ساكن	1965	37.5	36.9

Source : World Economic Forum(2011) ; The global competitiveness report in ANIMA & BEI; p22

ويرى Emmanuel NOUTARY(2008) أن المؤسسات تفتقر لوظيفة البحث والتطوير لأسباب نوجزها في العناصر التالية<sup>1</sup>:

- ضعف الإمكانيات المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.
  - غياب المعلومات حول التطورات العلمية و التكنولوجية و عدم الاهتمام بها.
  - ضعف المكونات البشرية في المؤسسات المغاربية و هذا يمثل عقبة رئيسية في محاولة تفعيل البحث و التطوير داخل المؤسسة.
  - غياب جسور بين مراكز البحث و مراكز التصنيع.
  - غياب صناديق حكومية متخصصة في تمويل وظائف البحث و التطوير.
- كما أن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة تهتم أكثر على توزيع مخرجاتها و لا تراعى تقبلات السوق الممكنة في الأفق القريبة و يهتم مالك المسيرين بتدريب في حالة استيراد معدات حديثة من الخارج، و نادر ما يهتم أصحاب المؤسسات الصناعية ببحث أو تطوير سلع أو خدمات جديدة في السوق. ولذلك سيبقى المغرب العربي من دول غير ابتكارية في العالم و سيعاني من التبعية التكنولوجية.

<sup>1</sup> Emmanuel NOUTARY ; Op.cit ;p11.

## 1- غياب ثقافة المقاولاتية:

حققت الولايات المتحدة و الدول الأوروبية نجاحات و انجازات معتبرة الذي ساهمت في تطوير اقتصادياتها و تحقيق نهضتها العلمية بفضل الإنسان المبدع<sup>1</sup>، كما يشهد العالم يوم تحول دول نامية نحو مسار مماثل حيث طورت نسبيًا وضعها السابق بفعل التطور الفكري و الثقافي لأفراد المجتمع بشكل عام و تطور حس المقاولاتية لبناء جيل جديد قادر على الإبداع<sup>2</sup>.

إن ثقافة ملاك المؤسسة لها تأثير مباشر على المسار التمويلي المستقبلي للمؤسسة، ويسود في دول المغرب العربي بيئة و عقليات ثقافية و عرفية في المجتمع متشابهة فهي بذلك لا تخدم تمويل التسهامي حيث أن تمويل تساهمي يحتاج إلى حوار و مشورة دائمة و إمكانية كبيرة لتبادل الآراء. إن هذه العوامل نادرا ما نجدها في أفراد مجتمع الدول النامية المتخلفة بشكل عام.

إن لثقافة المجتمع دور في جمع ادخار و تشجيع الاستثمار. فغياب الذهنية الصالحة لها تأثير على حظوظ التنمية في البلدان النامية و في نفس السياق، يرى بعض الكتاب أن تطور الثقافي منطلق التنمية حيث أن رؤية F. Perroux للتنمية كمفهوم من هذا الجانب واضحة حيث يعرف التنمية الاقتصادية و الاجتماعية "أما تغير ذهني و اجتماعي للمجتمع قادر على رفع كفاءته لتجسيدها في عملية تراكمية ترفع من دخله القومي".  
نوجز مختلف العقبات الثقافية التي نراها سببا إضافيا في عرقلة ديناميكية الوساطة المتخصصة في العناصر التالية:

- الاعتماد على النفس للاعتبارات الدينية لقضايا متعلقة بالربا بما أن الفائدة البنكية في الدول الإسلامية يعتبرها علماء الدين محرمة و بالتالي فإن توظيف أموال في البنوك أو الحصول على قروض بالفوائد يكون ضمن الربا وهي محرمة شرعا.
- إن هذا العامل يؤثر على قدرات المصارف على جلب ادخارات في المدى المتوسط و المدى البعيد كما أن الأفراد لا يملكون ثقافة التأمين على الحياة لأنها غير مقبولة

<sup>1</sup> Emite-michel HERNARDEZ ; l'entreprenariat approche théorique ; Edition l'harmattan ; Paris ; France ; 1999.p05.

<sup>2</sup> Emmanuel NOUTARY ; Op.cit ;p12.

في تراثهم الفكري و العقائدي وهذا ينعكس على ضعف مكانة صناديق المعاشات في جلب مصادر التمويل الطويلة الأجل.

- يعتبر بعض المستثمرين أن القروض في إطار الدعم و التشغيل من الوكالات المختلفة هي نوع من الربح وبالتالي تحول تلك أموال لأغراض أخرى غير استثمارية.
- تسود في مجتمع ثقافة الاستهلاك و الربح السهل و السريع و التجارة بدل من الاستثمار في المشاريع الإنتاجية متوسطة و طويلة الأمد.
- تفتشى الأمية في بعض المناطق خصوصا في المغرب الأقصى و تديني مستوى تعليم مما يؤدي إلى ندرة الكفاءات بالرغم من كثرة حاملي الشهادات.
- غياب الوعي المصرفي في المجتمع و الثقافة الإدارية الفعالة هذا يؤدي إلى مقاومة التغيير مما يفشل مبادرات التأهيل و التطوير.

تعاني دول المغاربية قصورا في تطوير الثقافة المقاولاتية Esprit Entrepreneurial وهذا سيكون له تأثير على الأسس الأخلاقية في التعامل مع الآخر في مجالات التمويل و يرى في هذا الصدد Michel DEREMBOURG أن قصور الثقافة المقاولاتية تنعكس سلبيا على قدرة الأفراد على المثابرة والعمل، وبالتالي سيؤدي إلى ضعف القدرات الابتكارية للمجتمع<sup>1</sup>.

## 2- غياب المعلومات حول الفرص الاستثمارية :

إن نشاط المؤسسات الفروع التكنولوجية المحفوفة بالمخاطر لا يمكن أن تنمو في جو تغيب فيه المعلومات الاقتصادية الأساسية.

تعاني اقتصاديات المغرب العربي من أدنى فرص الاستثمار في فروع جديدة نتيجة غياب المعلومات في أسواقها المحلية و الأسواق العالمية، فوجود أي مؤسسة في هذه الظروف سيؤثر سلبيا على قدرتها في بناء القرارات السليمة و بالتالي سيجعل حدا لنمو مشاريع التي لها فرص كبير في تطوير أسواقها محليا ودوليا .

<sup>1</sup> Michel DEREMBOURG ; les PME et l'intelligence économique ; Revue problème économique n°2518 ; avril 1997 ; pp24-26.

إن تطوير رأس المال المخاطر يحتاج لوضوح رؤية للمستقل المؤسسات الممولة و من بين شروط تطوير فرص الاستثمارية لابد من تفعيل التعاون بين المؤسسة الصغيرة و المتوسطة والمؤسسات الكبرى من أجل تحقيق التكامل القطاعي.

إن تحديات المؤسسات الاقتصادية في المغرب العربي هو حصولها على كم كافي من المعلومات السليمة حول فرص الأسواق المحلية و الدولية فقد تبنت في دراسة أنجزتها وزارة الصناعة والمعادن في الجزائر أن التكامل الصناعي على المستوى الوطني يعاني من ندرة البيانات والمعلومات المتعلقة بالأنشطة الصناعية و الفرص السانحة على مستوى الوطني، ويشير التقرير أيضا أن البيانات و الإحصاءات مفقودة للمتعاملين الاقتصاديين و لا يمكن لصناعي أن يصل إلى ما يحتاجه من مواد و لوازم و غيرها من الخدمات.

### المبحث الثالث: منهج تطوير سوق رأس المال المخاطر في الدول المغاربية.

إن نمو سوق رأس المال المخاطر يحدث بتفاعل محددات كثيرة، و تطوير سوق رأس المال المخاطر لا تقتصر على خلق مؤسسات مالية لها شاكلة المؤسسات المتخصصة في الدول الصناعية أو تشجيع البنوك و المؤسسات الاقتصادية على تقديم عروض التمويل التساهمي فتطوير سوق رأس المال المخاطر بحاجة إلى جهود كثيرة في مجال البيئة المؤسسية و الاقتصادية و توفير جميع قوى الابتكار.

توصل (2009) T.HILMAN بعد دراسة التجارب الدولية في العالم إلى أن سياسة تطوير

مهنة رأس المال المخاطر في العالم ينبغي أن تهتم بدرجة الأولى على الثلاثية التالية<sup>1</sup>:

— تطوير هيكل السوق المالية.

— توفر فرص استثمارية جذابة.

— قيام الحكومات بوضع سياسات واضحة في مجال التمويل، وقوانين حماية حقوق الملكية،

و الحوافز الضريبية للمتعاملين في سوق رأس المال المخاطر.

<sup>1</sup> T.HILMAN; Entrepreneurial net work development in Emmanuel NOUTARY ; financement des start-up et de l'innovation dans les PME, Le guide pour les pays de la région MEDA ; EUROMED INNOVATION and Technologie ; Juin 2008 ; p52.

بعد دراسة لمحددات نمو رأس المال المخاطر والوقوف على واقع تطبيقات رأس المال المخاطر في الدول المغاربية الثلاث، نرى أن إستراتيجية تطوير منظومة تمويل برأس المال المخاطر يجب أن تقوم أولاً على إطار قانوني فعال.

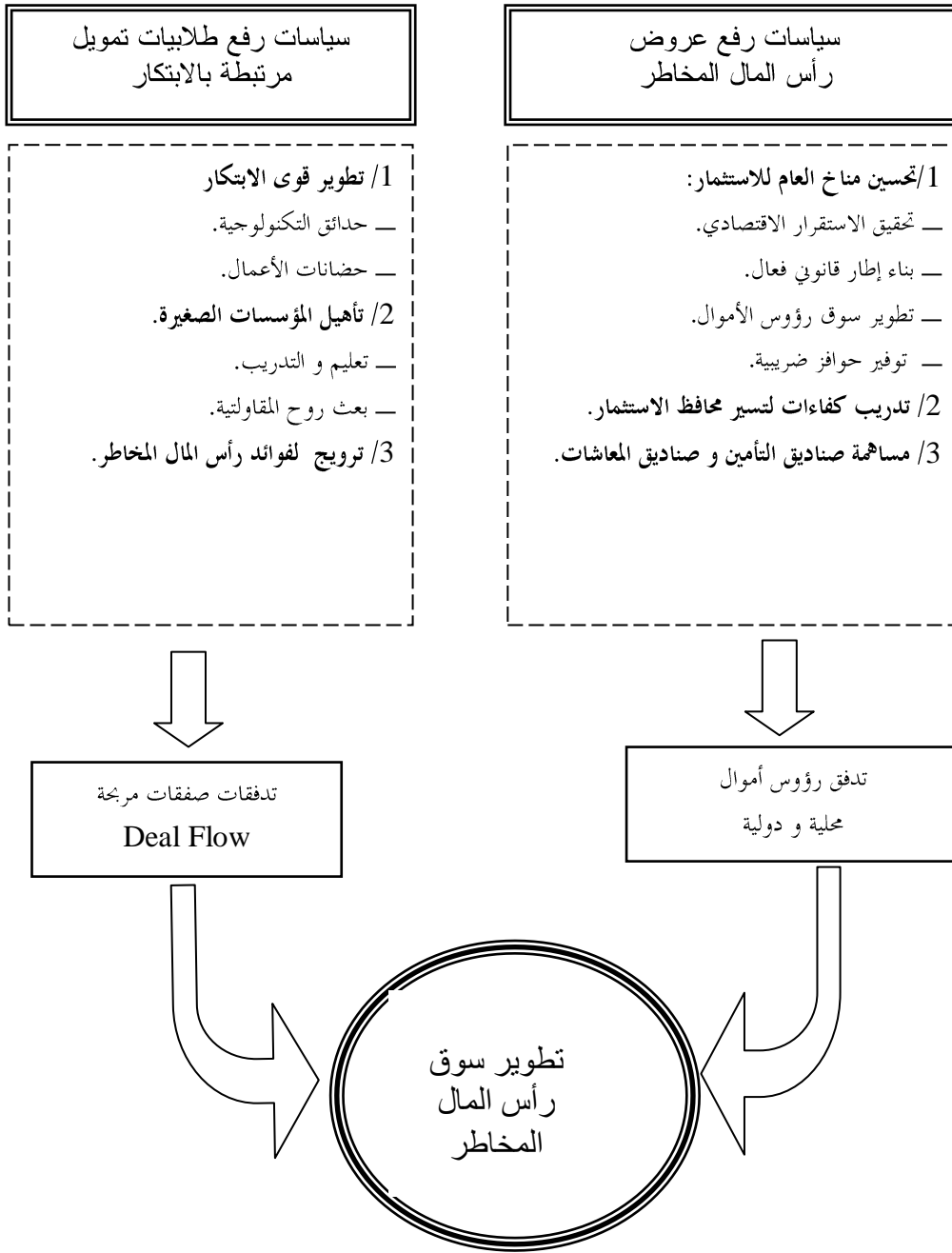
تمثل القوانين و التعديلات القانونية حجر الزاوية لتطوير سوق التمويل التسهامي، فهو الأرضية لجلب وسطاء تقليديين وصناديق التأمين و صناديق المعاشات و أفراد أثرياء محليين أو أجانب في هذا السوق مما قد يساهم في دعم عروض تمويل التسهامي.

غير أن نجاح إستراتيجية وساطة التمويل التسهامي لا تقع على جانب عروض التمويل فحسب، و نرى أن تطوير سوق رأس المال المخاطر يحتاج بلا شك إلى بني تحتية لثمين الابتكارات، ولذلك ينبغي أن تتوفر الدولة على البنية التحتية الكفيلة برفع حجم الابتكارات وتصحيح نظرة الحكومات لدور الجامعة في الاقتصاد.

سنحاول من خلال هذا المخطط إبرار المتطلبات الأساسية لتطوير سوق رأس المخاطر في الدول المغاربية، و قسمنا سياسة تطوير سوق رأس المال المخاطر على قسمين، حيث يمثل القسم الأول المحددات الأساسية التي من خلالها ترتفع عروض رأس المال محليا و دوليا، بينما يقدم القسم الثاني المحددات الأساسية التي من خلالها يمكن الرفع من طلبيات التمويل التسهامي و يخلق الصفقات المرجحة.



شكل رقم (4-11): إستراتيجية تطوير سوق رأس المال المخاطر



مصدر: من إعداد الطالب

يشير بحث <sup>1</sup> Florence EID(2006) أن تطوير رأس المال المخاطر في المنطقة العربية بصفة عامة بحاجة إلى تفاعل بين محددات نمو رأس المال المخاطر التي تتمحور على المال و الكفاءات " Finance and Skills " و من غير الممكن تطوير مهنة رأس المال المخاطر بدون تحقيق التكامل مابين تنائيه الكفاءات و المال.

ينبغي أن يكون هذا المحور قادرا على خلق مؤسسات تولد أرباحا، فأرباح تجاب أنظار المستثمرين و ترتفع معروضات التمويل وبذلك يتطور سوق رأس المال المخاطر في دول المغاربية بوجود تكامل لهذه الثنائية.

### المطلب الأول: دواعي تطوير البيئة الاقتصادية، والمالية.

يمكن تطوير وساطة متخصصة بوجود بيئة اقتصادية و مالية مواتية، و لاشك أن تحقيق النتائج الملموسة في هذا الصدد بحاجة إلى توفير و تحديث قوانين المنظمة للنشاط التمويلي و كل قوانين النشاط الاستثماري، وتشمل التعديلات القانونية حزمة من القوانين المرافقة، بما يحقق الأنظمة القانونية العادلة و تسهل نشاط المنظمين من جهة و الممولين من جهة ثانية.

### 1— الإطار القانوني و التنظيمي:

تشير دراسة Florence EID(2006) في هذا الصدد أن أهم محددات رأس المال المخاطر من وجهة نظر الممولين الذين ينشطون في حوض البحر المتوسط "منطقة MENA " إلى أن أولويات تطوير تطبيقات رأس المال المخاطر في وجهة نظر المستثمرين تبدأ أولا على عاتق الحكومات من خلال تعديلات قانونية مواتية كما أن تقليل من تشوهات السوق يساهم في تحسين جودة المشاريع.

<sup>1</sup> Florence EID ; Private Equity as a Growth Engine : What is means for emerging Market; business economics reviews ; USA; 2006; p14.

كما قدم هذا البحث محددات أخرى يراها المستثمرون ضرورية لتطوير مهنة في المناطق العربية نوجزها في الجدول التالي:

جدول رقم(4-13): محددات تطوير رأس المال المخاطر

من وجهة نظر ممولين في المنطقة العربية

الترتيب	تركيز	
1	6.9	تعديلات قانونية
2	6.4	تدفق المشاريع
3	6.0	تطوير فكر المنظمي <b>Entreprenariat</b>
4	5.8	التعريف برأس المال المخاطر
5	5.1	إدماج تطوير رأس المال المخاطر ضمن إستراتيجية عامة للتنمية
6	4.9	حجم وجود المشاريع
7	4.6	تطوير كفاءات متخصصة في السوق
8	3.9	دعم/ الحكومة لرأس المال المخاطر

Source : Florance EID ; Op.Cit ;P13.

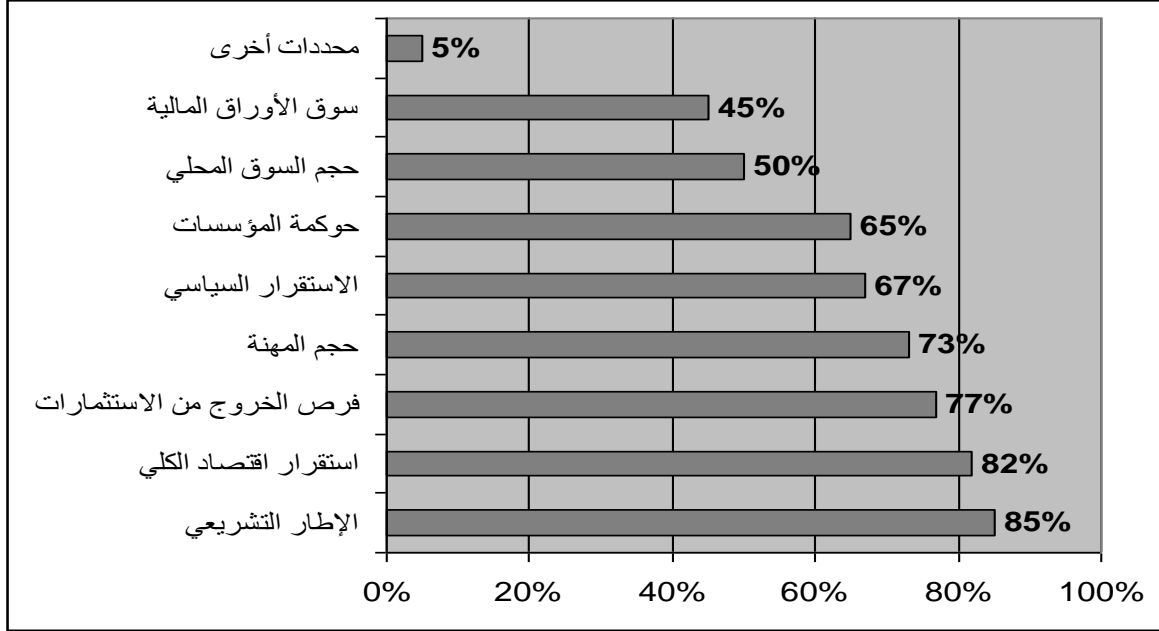
في دراسة مماثلة حول محددات تمويل برأس المال المخاطر ضمت 50 ممول مؤسسي أنجزت من طرف <sup>1</sup> Almeida capital research (2008) خلصت أن أولويات المستثمرين المؤسسيين في الاستثمار في الأسواق الناشئة يركز على الإطار القانوني ودرجة استقرار الاقتصاد أولاً و يركز أيضاً على وجود مستقبلاً فرص الخروج من الاستثمارات الممولة. إن الإطار القانوني و التنظيمي يحدد بدقة مسار المهنة في الحاضر و المستقبل، ففي غياب هذا الإطار لا يمكن تطوير وساطة من هذا النوع. أما في حالة غياب رؤية واضحة في اللوائح والتشريعات فسيكون مسار المهنة محدوداً و هامشياً و بالتالي لا يحقق أهدافه على الصعيد الكلي.

<sup>1</sup> Almeida capital research in Emmanuel in NOUTARY ; Op.Cit ; p33.

ويشير الشكل الموالي ترتيب المحددات حسب منظور الممولين المؤسساتيين في المنطقة العربية.

شكل رقم(4-12): محددات استثمار في الأسواق الناشئة

من وجهة نظر الممولين المؤسساتيين



Source: Almeida Capital Research ; Op. Cit ;p12.

إن تشجيع و تطوير المهنة يبدأ أولا بتطوير المنظومة القانونية الخاصة بمعروضات رأس المال المخاطر و مراعاة القوانين التي قد تمس المهنة بصفة غير مباشرة، أي ينبغي بناء منظومة قانونية فعالة تحمي الحقوق والتجاوزات بين أطراف التعامل.

إن بناء منظومة قانونية فعالة ستحتاج بلا شك إلى دراسة عميقة لكل التجارب الدولية وتمحيص قوانين الدول الغير صناعية التي استطاعت أن تحقق تقدما نسبيا في تطبيقات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و تمويل الابتكار.

في هذا الصدد، نرى أن بناء منظومة قانونية أو تعديلها ضرورة حتمية في دول المغرب العربي لا يمكن تجاهلها و يمكن أن تقوم تونس و المغرب بتعديل القوانين المرافقة للمهنة كقوانين حقوق الملكية و الحماية الفكرية و تطوير العدالة.

ينبغي على الجزائر تطوير قوانين منظمة للمهنة و نرى في هذا الصدد أن قانون 42-2006 غير كافي لتطوير المهنة و يبدو أنه شمولي و لا يقدم إطارا واضحا، و ينبغي على المشرع الجزائري تحديد نقاط القوة من اللوائح القانونية لهذه الدول (تونس و المغرب) واستفادة من

تجاربها، وتفادي الثغرات الموجودة فيها و دراسة كل اللوائح الخاصة بالاستثمار بشكل عام للدول الناشئة الأخرى والحرص على أن تكون الاقتراحات تعكس البيئة المعاشة. إن رفع الاستثمارات الابتكارية من خلال الصناديق الاستثمارية في منطقة المغرب العربي تبدو صعبة لكثرة العقبات بصفة عامة و الجزائر بصفة خاصة. إذ أن عملية تطوير المهنة يحتاج إلى معارف كافية لتمويل المؤسسات الاستثمارية الخطرة و الابتكارية لأنها ركن أساسي في تطوير مهنة رأس المال المخاطر.

يمكن للدولة استخدام أساليب مبتكرة لتشجيع صناديق استثمارية محلية و أجنبية من خلال توفير مساعدة أو مشاركة حكومية مباشرة في تمويل صناديق استثمارية غير حكومية ودعم مؤسسات تمويل برأس المال المخاطر تؤسسها البنوك المحلية و الأجانب. يمكن تشجيع حكومات تمويل المؤسسات المستهدفة من خلال وضع امتيازات إضافية مشروطة بتمويل المؤسسات الخاصة.

إن الدعم المالي لصناديق الاستثمار و تحفيز المؤسسات المصرفية الحكومية و البنوك الخاصة لدخول هذه المهنة سيساهم في فتح قنوات جديدة للتمويل برأس المال المخاطر على كافة المدن و الولايات الجزائرية خاصة أن الجزائر تشهد تأخرا كبيرا في اتساع عدد الممولين منذ انطلاق الفعلي لمؤسسة الجزائرية الأوروبية سنة 1995.

هناك مجال آخر لدعم نشاط الممولين برأس المال المخاطر وذلك بتحمل صندوق مشترك قد تساهم دولة بجزء معتبر يتحمل فيه جزءا من مخاطر إفلاس المؤسسة التي لم ترتقي إلى مرحلة الانطلاق.

تستخدم دول كثيرة آلية مساندة الصناديق الاستثمارية بشكل فعال، حيث تقوم البلدان صناعية بدعم المؤسسات الناشئة الابتكارية كفرنسا و قد أثبتت هذه الطريقة نجاحه في الجانب العملي، كما وفرت فرصا إضافية لمؤسسات أكثر خطورة للوصول إلى مؤسسات التمويل المتخصصة.

## 2- تطوير سوق الدرجة الثانية le second Marché :

استطاعت العديد من المؤسسات الصغيرة و المتوسطة دخول البورصة بعد تأسيس سوق منظم من الدرجة الثانية الذي يخضع لشروط أقل تعقيدا. و يشترط هذا السوق على المؤسسات أن تكون قادرة على تحقيق النمو في المستقبل.

قامت حكومات دول الصناعية بتأسيس أسواق مالية من الدرجة الثانية و طورتها لمنح فرص دخول أكبر من المؤسسات المتوسطة، كما قامت بخلق " أسواق جديدة " كنسخة مشابهة للسوق الأمريكي NASDAQ موجهة خصيصا للمؤسسات الصغيرة حديثة النشأة START-UP تملك صلابة مالية جيدة و قدرة على النمو مستقبلا<sup>1</sup>.

إن شروط دخول البورصة و ارتفاع تكاليفها تمثل اكبر التحديات التي تجدها المؤسسات الصغيرة، و توجد مخاوف كبير للمنظمين في فقدان السيطرة على المؤسسة و سوء تقدير الحاجات المالية للمؤسسة. كما أن دخول البورصة للمؤسسة التي حصلت على تمويل تساهمي برأس المال سيكون أكثر سهولة بما أن الملاك المؤسسين متعودين على التعامل مع المساهمين الأجانب و تبادلوا الآراء و الخبرات و قاموا ببناء خطط إستراتيجية معهم، و عليه تكون المؤسسة الصغيرة ممولة برأس المال المخاطر أكثر استعدادا لفقدان استقلالية التسيير و نشر المعلومات المالية.

إن تطوير سوق المالي يحتاج إلى توفير البيئة القانونية و الإدارية التي بإمكانها تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية و بعث الثقة بين المتعاملين الاقتصاديين في الجزائر على وجه خاص، فهناك ضرورة تطوير أنظمة البورصات في الدول الثلاث و توجيه المستثمرين المؤسستين نحو الاستثمار عن طريق الصناديق الاستثمارية و توفير كفاءات متخصصة في دراسة السوق.

إن فكرة تقسيم الأسواق المالية أصبح أمر ضروريا للدول المتحولة من أجل تعبئة رؤوس الأموال و توجيه الاستثمارات في المؤسسات الاقتصادية المتواضعة الأحجام ، كما سيساهم هذا التقسيم في إنعاش سوق رأس المال المخاطر لأنه يمثل المخرج المفضل للمستثمرين المؤسستين.

<sup>1</sup> Pierre MRNARD ; Op.Cit ; P18.

يمكن تقسيم السوق إلى مستويات مختلفة و ذلك حسب حجم و أهمية المؤسسات التي يسمح بتداول أسهمها<sup>1</sup> و نذكر منها :

سوق الدرجة الثانية: Le second marché

سوق الدرجة الثالثة: Nouveau marcher

نرى أن تطوير التمويل برأس المال المخاطر يحتاج إلى إعادة هيكلة الأسواق المالية للدول الثلاث لأنه سيفتح المجال لقطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لدخول البورصة كمصدر إضافي للتمويل مما يعالج الاختلال في النظام التمويلي لهذه الدول من جهة و من جهة ثانية تأتي هذه الفكرة لتعالج إشكالية غياب قنوات الخروج من رأس المال للمولين برأس المال المخاطر عن طريق الاكتتاب الأولي في سوق المال.

### 3- بناء كوادر متخصصة في التمويل برأس المال المخاطر.

إن نشاط الممولين المؤسستين هو نشاط محفوف بالمخاطر و لذلك يستوجب قيام مؤسسة مالية أو ملحق لبنك أو ممولون مستقلون إلى تخطي المشاكل ذات الطابع التقني و الإداري و نخص بالذكر المعارف المتعلقة بنشاط المهنة.

إن التحدي في الدول المغاربية في هذا المجال ليس حجم و مبالغ المخصصة في تمويل المؤسسات و إنما بات قضية نقص الكوادر المتخصصة في مجال صناعة رأس المال المخاطر من بين مشاكل ذاتية للمهنيين. أما في حالة وجود كوادر مالية فإن الأمر أكثر صعوبة بالنسبة للكوادر الفنية بما أن نشاط هؤلاء حيوي يتمثل في قراءة المخطط و متابعة المشروع.

قدمت الوكالة الدولية للمحاسبة بمشراكة الجمعية الخليجية لرأس المال المغامر KPMG&GVCA(2006)<sup>2</sup> بحثا يعالج فيه محددات و فرص رأس المال المخاطر في المنطقة العربية و من بينها الدول المغاربية.

<sup>1</sup> بربش السعيد و بلغرة عبد اللطيف : إشكالية تمويل البنوك للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر بين معوقات المعمول و متطلبات المأمول ، ورقة مقدمة في ملتقى دولي حول متطلبات تمويل المؤسسات الصغيرة و

المتوسطة في الدول العربية يومي 17/18 ابريل 2006 شلف الجزائر ص 320

<sup>2</sup> KPMG & GVCA ; Private equity and venture capital in MENA region in 2006; p08.

تبين أن المؤسسات في الدول المغرب العربي و التي استفادت من مساهمات مالية ضمن صفقات التمويل المقبولة حققت نجاحات معتبرة كما أنها حصلت إضافة إلى ذلك على مساعدات فنية و تقنية مختلفة.

قدم استطلاع رأي صورة يمكن الأخذ بها في الدعم الفني بعد المشاركة في رأس المال المؤسسة، حيث أن المؤسسات الممولة في منطقة MENA تشهد تحسنا في حجم النشاط بفضل خطوط الاتصال التي وفرها الوسطاء المتخصصون<sup>1</sup>.

جدول (4\_14): مساهمات فنية لشركات تمويل برأس المال المخاطر

في منطقة MENA

مساهمة هامشية	مساهمة معتبرة	مساهمة معتبرة جدا	
%13	%13	%25	التسويق
%13	%30	%38	استشارات خاصة بالتوظيف
%13	%38	%38	مجلس المالي
	%25	%50	تخطيط الاستراتيجي
%25	%13	%25	تحالفات و مقاولين في الباطن
%25	%13	%38	تدقيق أوضاع السوق
%25	%13	%25	مساهمة خاصة بفرع النشاط
	%13		ترشيد وحوكمة المؤسسة
%13		%13	إدارة و المتابعة

Source : KPMG & GVCA :Op.Cit;p55.

إن نشاط شركات التمويل برأس المال المخاطر لا يمكن أن يستمر دون وجود كوادر فنية تملك كفاءات في مجال التكنولوجيات الحديثة، و هذا لا يعني أن النشاط لا يحتاج لأفراد يتخصصون في تحليل الموازنات و الهندسة المالية ، غير أن دورهم غير كافي فالتمويل الشركة للمشروعات الجديدة يحتاج إلى معارف أخرى لاستكمال معارف فريق الإدارة، فاتخاذ قرار التمويل يتضمن أفراد يتخصصون في التمويل و تدقيق المعلومات هذا من جهة و معارف

<sup>1</sup> KPMG & GVCA ; Op.Cit.p36.



أخرى أكثر أهمية يتحكمون في الصناعة المستهدفة و التكنولوجيات الحديثة و متطلبات تطويرها في المستقبل.

إن خطط الحوكمة تساهم في تجسيد أهداف المؤسسة في الواقع الملموس و ذلك بأساليب مناسبة تعتمد على نظام معلوماتي فعال و خطط بناءة. و نعتقد أن المهنيون يساهمون في حوكمة المؤسسات الممولة بما أنهم يوفرون العديد من المزايا الاقتصادية و التنظيمية في المؤسسات الاقتصادية من خلال ما يلي:

- بناء قيم العدل و المسؤولية بين الفاعلين في المؤسسة.
- وضع حد للمخاطر التي تهدد مصالح المساهمين و أصحاب رؤوس الأموال.
- التقليل من مخاطر الإفلاس و مخاطر سوء التسيير و مختلف المشاكل المتعلقة باستخدام السلطة في المؤسسة كالتزوير، و الاختلاس، و الفساد.
- توفر أرضية واضحة المعالم تسهل الإجراءات الرقابية و مسار تنفيذ الإستراتيجيات.
- التكامل و الترابط بين مختلف المصالح داخل و خارج المؤسسة.
- تأسيس علاقات قوية بين المساهمين و مجلس الإدارة.
- نشر الوعي و المسؤولية و ثقافة الإفصاح بين الأفراد بصفة عامة و المتعاملين و الممولين بصفة خاصة.

### المطلب الثاني: رفع حجم و جودة الصفقات الاستثمارية.

إن تطوير رأس المال المخاطر في الدول المغاربية ، لا يعتمد على حجم معروضات رأس المال من الممولين المحليين و الأجانب فحسب، و نرى أن الأمر اكبر من هذا المنظور، فقد تبين من خلال تجارب الدول الناشئة أن ارتفاع طلب على المصادر المالية هو حجر الزاوية لتطوير عروض رأس المال، بحيث أن تدفق الصفقات كان عاملا حاسما في جلب أنظار المستثمرين من الداخل و الخارج في دول كالهند و تاوان و الصين و بعبارة أخرى قد تكون عقبات التمويل برأس المال المخاطر من زاوية الطلب أكثر إشكالية في الدول المغاربية.

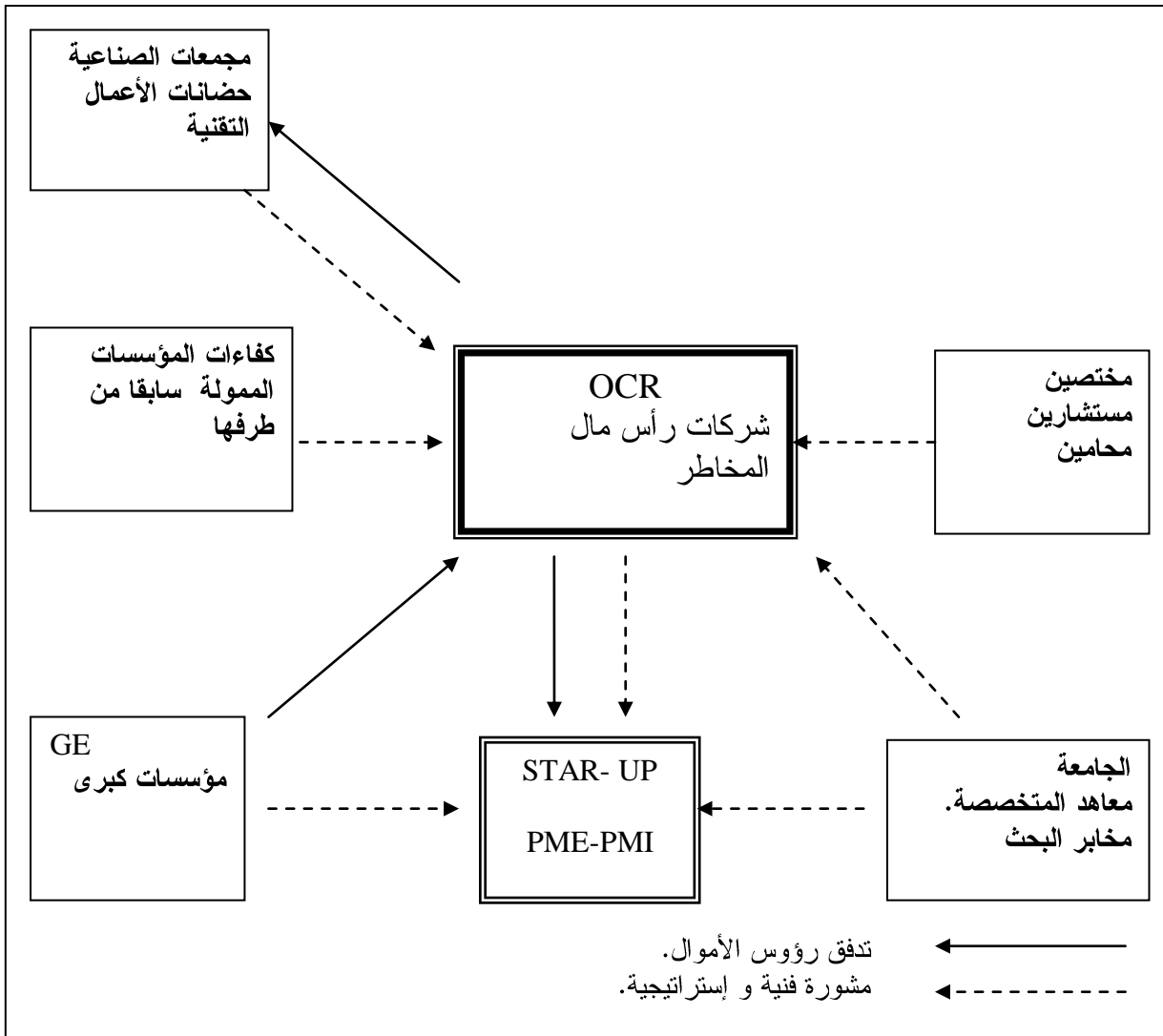
لفهم متطلبات رفع حجم الطلب على رأس المال المخاطر يبتغى فهم حاجات و طموحات المؤسسات في المنطقة و دراسة أسباب لجوءها لممولين برأس المال المخاطر، فقد قدمت دراسة الجمعية المهنة بمساعدة المنظمة الدولية للمحاسبة<sup>1</sup> (KPMG&GVCA(2006) نظرة عامة حول هذا الموضوع يمكن من خلاله أن نكتشف حاجات المؤسسة العربية و المغاربية لمصدر التمويل التساهمي.

ضمت هذه الدراسة 15 مؤسسة مرشحة للتمويل برأس المال المخاطر في منطقة MENA و تقدمت بملفات لتمويل حاجاتها الاستثمارية، و تبين من خلال النتائج أن أغلب طلبيات التمويل جاء لاستكمال مراحل نمو وهي أكثر طلبيات تمويل في منطقة و التي تمثل حسب العينة 40% من إجمالي المؤسسات وبعبارة أخرى 06 مؤسسات من مجموع مؤسسات العينة.

أما تمويل مرحلة النشأة فهو قرابة 13%. بمعنى مؤسستين من 15 مؤسسة و هذا رقم يدل أن عدد الإجمالي للملفات تمويل مرحلة الانطلاق اقل بكثير من متوسط عدد ملفات نشأة التي تحصل عليه شركات تمويل في مناطق أخرى في العالم. على هذا الأساس، نرى أن تطوير المهنة و تحسين جودة المشاريع سيقوم على تكثيف الجهود بين الفاعلين في المهنة من خلال شبكة المتدخلين في سوق رأس المال المخاطر الممثلة في شكل الموالي.

<sup>1</sup> KPMG & GVCA ;Op.cit; p38.

شكل رقم (4-13): شبكة المتدخلين في مهنة رأس المال المخاطر.



Source : Emmanuelle DUBOCAGE ; thèse ; Op.Cit ; p 127

يمثل هذا المخطط أهم المتدخلين في مهنة رأس المال المخاطر و نخص بذكر، التجمعات الصناعية، الجامعات و المعاهد، وحاضنات الأعمال التقنية.

## 1- تطوير المجمعات الصناعية.

تعتبر التجمعات الصناعية عبارة عن مجموعة القطاعات الصناعية المندجة و المتكاملة فيما بينها و تضمن الصناعات الصغيرة و المتوسطة و الصناعات الكبرى بشكل الذي يحقق تكامل فيما بينها ضمن عقود التعاون التكنولوجي و روابط المقاوله في الباطن. إن تطوير

رأس المال المخاطر من منظور الطلب جاء بوجود المجمعات الصناعية في دول نامية كثيرة كالصين والبرازيل.

تخلق المجمعات الصناعية مجالا واسعا لتنفيذ سياسات قطاعية وطنية حيث يمكن من خلالها تنويع الصادرات الوطنية التي تعتمد بشكل شبه مطلق على المحروقات. كما يمكن لصادرات دول الجوار أن تطور صناعاتها المرتبطة بقطاعات النسيج. نشير أن قيام المجمعات الصناعية يحتاج إلى توفر مؤسسات صناعية ابتكارية، إلى جانب وجود سياسة صناعية تجسدها الدول على الواقع الملموس من خلال شبكة الفاعلين في التنمية الصناعية.

## 2- بناء جسور بين الجامعة و المؤسسة الاقتصادية.

تعتبر الجامعة القطب الأساسي في صنع و تكوين اليد العاملة المؤهلة في مختلف التخصصات فهي وجدت لتوفير كفاءات بشرية يملكون معرفة نظرية و تطبيقية في مجال محدد حيث توفر الإطارات للقطاع الإنتاجي، كالمهندسين، والتقنيين، وإطارات إدارية، و هو مطلب تقليدي لبناء اقتصاد متكامل المعارف و مطلب معاصر لتطور فرص التنافسية للمؤسسات المحلية.

أشارت في نفس السياق أبحاث كثيرة على مدى ارتباط أهمية تحصيل العلمي للمجتمع و النمو اقتصادي فتحصيل علمي للأفراد كان له دورا محوريا في نهضة اقتصاديات دول العالم النامي كماليزيا أي انه أهم محددات النمو في تلك البلدان خصوصا مساهمة الطبقة المتخرجة من مراكز التعليم العالي.

غير أن ما ذكر هو دور التقليدي للجامعة و يوم لا يقتصر دورها على التكوين إذ أن دورها يكتمل إلى إذا قدمت الجامعة طاقة بشرية متكونة و قادرة على المبادرة و هذا ما تقوم به اليوم أقطاب جامعية مرموقة في العالم لتثمين المجالات الاقتصادية الحيوية.

## 3- تخصيص الدعم للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الابتكارية.

تقوم إستراتيجية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة على معايير عديدة تحكمها الأوضاع الاقتصادية و الاجتماعية السائدة في البلدان، ففي الغالب نجد أن أولويات الدول

الصناعية تقوم على توفير شبكة متكاملة لتمويل تنطلق من وجود هياكل حكومية تعرض قروضا مصغرة و الاستدانة الميسرة للمؤسسات الصغيرة و توفر أيضا تمويلات متخصصة الابتكار. وتعمل جميع هذه المؤسسات و الهيئات على تجسيد الدعم المادي و مرافقة المنظمين وفق مراحل مختلفة و حرجة.

إن الدول الصناعية تهتم بمساعدة المؤسسات الصغيرة بأساليب متنوعة وتوفر من جهة ثانية وسائل دعم كفيلة بالمشروعات الابتكارية، بينما نرى أن غالبية الدول النامية تدعم الاستثمارات بشكل شمولي دون الفصل بين الاستثمارات المنتجة والاستثمارات الغير منتجة فهي تهتم بتخفيض مستويات البطالة بالدرجة الأولى.

تذكر نظريات التنمية الاقتصادية في هذا الصدد أن الصناعات الصغيرة و المتوسطة التي تقع في وسط العملية الإنتاجية هي المشروعات التي يجب تشجيعها ومنحها المزايا والتسهيلات لأنها تشكل علاقات ترابط بين مختلف الفروع ، و منها الصناعة التحويلية والصناعات الميكانيكية والكيمياوية والالكترونية و الاتصال وغيرها من ميادين العالية التكنولوجية.

يمثل اليابان أحسن مثال في هذا الجانب وهو أكثر الدول اهتماما بدعم المشاريع الابتكارية التي تراها الحكومات أنها مؤسسات لديها إمكانية للازدهار والنمو و تحقق من خلالها ميزة تنافسية في سوق الدولي، فتوجه السلطات اكبر حصص الدعم المالي إلى القطاعات المنتجة و المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المصدرة للخارج، كما أن الجزء معتبر منه يخصص لوظيفة البحث والتطوير في المؤسسات التي تنشط في الفروع التكنولوجية.

#### 4- تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.

إن الهدف من وراء تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة هو حرص على بقاءها و استمراريتها من خلال تشخيص نقاط الضعف و تقديم لها خدمات ثمينة التي تمكنها من تحقيق تنافسية في السوق، كما أن تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة سيسهل تعامل الممولين سواء كانوا بنوك أو ممولين متخصصين من خلال ما يلي<sup>1</sup>:

<sup>1</sup> Michel DEREMBOURG ;Op.Cit ;p18.

- توفير قدرة كبيرة من الشفافية في البيانات و القوائم المالية، التي تقدم صورة حقيقية لمركزها المالي، كما يتم من خلال هذه المعطيات تشخيص آفاق نشاطاتها المستقبلية و هذا ما يساعد على تعامل المؤسسة الصغيرة العائلية مع الممولين.
- تحسين التسيير المالي و الإداري للمؤسسة، فعملية تأهيل من المفروض أن تجعل المؤسسة تحقق قدر كافي من الانضباط في إدارة الموارد المادية و المالية و البشرية.
- تحسيس المؤسسات الخاصة و المؤسسات العائلية بخطورة الانفتاح الاقتصادي مما قد يجعلها تقبل فتح رأس مالها و قبول المشورة الفنية و التقنية من الممولين برأس المال المخاطر.

## 5- الترويج لقطاع رأس المال المخاطر.

إن الترويج لقطاع رأس المال المخاطر يتطلب مجموعة من الأنشطة تقع على عاتق الدولة و تقوم سياسة الترويج على قيام بعمليات الترويج باستخدام وسائل الإعلام السمعية و البصرية ، و تقدم نجاحات المهنة فهذا قد يشجع فئة عريضة من الجمهور و يرفع قبول المجتمعات المغاربية للتمويل التساهمي<sup>1</sup>.

### المطلب الثالث: تطوير تطبيقات التمويل الإسلامي التساهمي:

يعتبر نظام التمويل في الاقتصاد الإسلامي نظاما مستقرا ومرنا يختلف عن قواعد التمويل التقليدي المنتشرة عبر العالم. و يهدف تمويل بطرق و أساليب إسلامية إلى ترسيخ التعاون و حرية التعامل ضمن قواعد الشريعة، حيث تحكمه قيم و قواعد أخلاقية واضحة تعود بالمنفعة لطرفي التبادل و بعبارة أخرى لا يربح طرف في التعامل على حساب الطرف الآخر.

يشير علماء الدين أن المبدأ أساسي في تمويل المصارف الإسلامية هو عدم قبول الدفع المسبق للفائدة و لا يمكن استخدام " المال للحصول على المال " بشكل مباشر دون مخاطرة في العمليات التجارية أو الاستثمارية، وعلى هذا الأساس فإن نشاط البنوك التجارية و سياسات الاقتراض القائمة على الفائدة تتعارض مع مبدأ التعاملات المالية و النقدية في الدين الإسلامي و جميع الديانات السماوي السابقة.

<sup>1</sup> وزارة التجارة و الصناعة المصرية ، مرجع سبق ذكره، ص 61.

في إطار قواعد التعامل نجد أن أنماط التمويل في شريعة مختلفة باختلاف الحاجة و طبيعة الصفقات الاقتصادية حيث توفر المصارف الإسلامية نظريا مجموعة من الأساليب تعكس رغبة العملاء من جهة و تأخذ أيضا بعين الاعتبار المبدأ الأساسي للتعامل في إطار القواعد الدينية، فالنظام الكلاسيكي لتمويل يوفر أسلوب واحد القائم على معدل الفائدة و لا يوفر الحجم المناسب من التمويل الذي تتطلبه عملية الاستثمار بشكل عام و تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل خاص.

## 1- مبادئ التمويل في الاقتصاد الإسلامي:

إن ما يميز البنوك الإسلامية في مجال الأعمال المصرفية تحديدا هو استبدال علاقة القرض بعلاقة المشاركة و علاقة الفائدة بعلاقة الربح<sup>1</sup>، وهذه المبادئ من التمويل هي نفسها مبادئ التمويل برأس المال المخاطر ، غير أن تكاد تكون عقود المصارف الإسلامية تقتصر على عقود المراجعة بالرغم أن المبادئ تمويل في النهج الإسلامي جوهره الغنم بالغرم و مبادئ تفصيلية أخرى نوجزها في العناصر التالية:<sup>2</sup>

— إن المبدأ العام في الاقتصاد الإسلامي هو اشتراك في الربح و الخسارة و لا يوجد خلاف حول هذا الموضوع من الناحية الفقهية. غير أن هذا المبدأ يقرر بالتحوط و إدارة المخاطر من أجل الحفاظ على أمانات المودعين.

— عدم اللجوء لمصادر أخرى غير مشروعة ضمن عقود التمويل المشروعة مهما تعددت الأطراف في العملية المشاركة، المضاربة، و غيرها من العقود.

— استثمار في عقود غير المحرمة شرعا.

— التزام بالتعامل الأخلاقي و وجود موازنة الحقوق و الواجبات بين أصحاب العقد و تحديد أعباء الاستثمار و مسؤولية كل طرف و تخصيص نتائج الاستثمار بعقود عادلة و موضوعية.

<sup>1</sup> خالد خديجة : خصائص و أثر التمويل الإسلامي على المشاريع الصغيرة و المتوسطة — حالة الجزائر — ملتقى وطني حول المنظومة المصرفية الجزائرية و التحولات الاقتصادية — واقع و تحديات — ص 148.  
<sup>2</sup> د صحراوي مقالاتي: مرجع سبق ذكره ص05.

## 2- صيغ التمويل التساهمي في الاقتصاد الإسلامي:

تقوم المصارف الإسلامية بعرض صيغ التمويل عديدة، وتحترم في بناء العقود و الصفقات الأسس و المبادئ المشروعة، كما تأخذ بعين الاعتبار رغبت العملاء و المنظمين. ولذلك تتوفر في المصارف الإسلامية صيغ كثيرة إلى جانب التمويل بالمراجحة و إجارة فهي توفر عروض التمويل التساهمي، وتأخذ هذه الصيغ شكلا تساهميا و المنتهية بالتمليك، أو صفقات المضاربة بين العميل و المصرف.

سنتطرق إلى هذه الأنماط و نعرض مبادئهما و نحاول أن نميز بين نقاط التقارب بينهما.

### 1-2- صفقات المضاربة:

تعرف المضاربة أنها عقد بين صاحب المال و المستثمر في عملية الاستثمار المشروعة تحدد أبعادها مسبقا، و يمثل هذا النمط صفة مشابهة لرأس المال المخاطر في مرحل الأولى حيث يقوم هذا النمط على تمويل المشاريع بالمخاطرة و المردودية و يتم توزيع حصص الأرباح أو الخسارة على أساس تناسبي و بمعنى آخر يتحمل مصرف خسارة في حالة فشل صفقة و هذا ما نراه مبدأ أساسيا في التمويل برأس المال المخاطر.

### 2-2- صفقات المشاركة المنتهية:

تعتبر المشاركة المنتهية من أهم أساليب المؤسسات المالية المصرفية، فمبدأ هذه الصفقات هو أن المصرف الإسلامي يتعاقد مع العميل دون نية البقاء والاستمرار في المؤسسة، و في أغلب الظروف يتنازل البنك سواء تدريجيا أو دفعة واحدة للصاحب المؤسسة مقابل سداد دفعات دورية أو من خلال موارد خارجية يمكن أن يحصل عليها صاحب المؤسسة. تقوم المشاركة على مبادئ نراها مماثلة في التمويلات برأس المال المخاطر، فقبول الصفقة تبدأ أولا بتقديم الممول جزءا متفقا عليه من المال ، أما صاحب المشروع فهو يوفر باقي المال ، و يكون في وقت نفسه صاحب القرار و يتقاسم الطرفين نتائج المؤسسة في حالة تحقيق أرباح أو في حالة تحقيق خسارة.



### 3- مقارنة التمويل الإسلامي برأس المال المخاطر:

رغم قدم تمويلات الاقتصاد الإسلامي التي تطورت في بداية النهضة الإسلامية في القرن السابع للميلاد إلا أن التمويل التساهمي لم تعرف رواجاً في القرن الحالي ، فتمويل المشروعات من خلال تطبيقات التمويل الإسلامي القائم على المساهمة نادرة جداً<sup>1</sup> ، وأكثر التمويلات الفعلية في مؤسسات التمويل الإسلامية هي تمويل عن طريق صنفقات المراجعة ، و هي أداة دين و استنادة لشراء أصول حقيقية بنسبة ربح ، التي نراها لا تختلف من حيث المنهج عن تمويل بالاستدانة.

جدول رقم (4-15) : نشاط صندوق الاستثمار الإسلامي سنة 2004

النسب المئوية	حجم المبالغ بمليون دولار أمريكي	أصول الصندوق
62%	3.886	التجارة ( عقود المراجعة )
28%	1.740	المضاربة في الأسهم
3%	211	السوق النقدي
3%	189	عقود العقار
3%	182	التأمين الإسلامي
1%	86	الاستثمار المباشر ( عقود المشاركة )
—	—	الإجارة
100%	6.294	المجموع

Source: A. Abou Zeid ; Op.cit ; p67.

نلاحظ من خلال الجدول أن العقود التجارية تغطي نشاطات صندوق التمويل الإسلامي بنسبة تفوق 60% أما عقد الاستثمار المباشر في المؤسسات الاقتصادية يصل إلى حدود 1% فصندوق يخصص موارد المالية في عقود الديون و هذا ما نجده أيضا في المصارف الإسلامية في الدول العربية أين تغطي التمويل بالمراجعة أغلب نشاطات المؤسسات المالية الإسلامية.

<sup>1</sup> A. Abou Zeid ; La gestion des Fonds de fon islamique de capital investissement pour le développement des pays arabes ;URM 7088 ; Paris 16 ; 2009 ;p125.

إن دراسة رأس المال المخاطر قريب من حيث المبدأ مع عقود معروضة في التمويل التساهمي ،  
و لذلك يمكن أن يأخذ المصرف الإسلامي صفة مؤسسة التمويل برأس المال المخاطر و  
تكون صفة المدعين علاقة مضاربة مشتركة.

يمكن لهذا السوق أن ينمو في الدول المغربية إذا كان هناك قبول مالكين لفتح رأس المال و  
قبول المصارف الإسلامية لتخصص نسب أكبر من التمويل التساهمي و توفير إطارات  
مختصة في هذا المجال و بمعنى أخرى ينبغي أن تتضمن المساهمة بالأموال ضوابط محكمة يجب  
أن تحترمها المصارف الإسلامية و المؤسسة المستفيدة من التمويل من أجل رفع فرص نجاح  
المشاريع وهذا قد يساعد المصارف الإسلامية على جلب قدر كافي من المدخرات مما يزيد  
من رفع معروضات رأس المال التساهمي.

ويرى حسن سالم العماري (2005)<sup>1</sup> أن عمل العمل المصرفي يتطلب تأهيلا خاص  
وكفاءات إدارتي مدربة بما أن أنشطتها التمويلية تختلف عن نشاط المصارف التقليدية، ويتم  
علاج هذه المشكلة من خلال تنظيم الدورات المتخصصة وورش العمل بالتعاون مع الهيئات  
الدولية مثل المجلس العام للبنوك الإسلامية ومعهد التدريب بالبنك الإسلامي للتنمية لتطوير  
الكفاءات الكفيلة بدراسة و متابعة المؤسسات الاقتصادية الممولة بالمشاركة و المضاربة.

<sup>1</sup> حسن سالم العماري : المصارف الإسلامية و دورها في تعزيز القطاع المصرفي ، مؤتمر العمل المصرفي  
في سوريا في ضوء التجارب العربية و العالمية، دمشق 2-3 جوان 2005.

## خاتمة :

لقد تبين لنا من خلال هذا الفصل أن سوق رأس المال المخاطر في الدول المغاربية حديث النشأة وتعرف ممارسات هذه الوساطة نموا متواضعا و محدودا خاصة في الجزائر، كما أن الانطلاق الرسمي للمهنة في الدول الثالث جاء بمساهمة أوروبية ضمن اتفاقيات التعاون الأوروبي المتوسطي المبرم بين الدول حوض البحر المتوسط حيث تم تأسيس FINALEP في الجزائر، و MOUSSAHAMA في المغرب، و SPPI في تونس في بداية التسعينات. استطاعت تونس والمغرب جلب مشاركة أطراف دولية جديدة و تأسيس صناديق و مؤسسات تمويل عديدة، فقد قامت هذه البلدان رغم وجود صعوبات كثيرة بتخطي المرحلة الأولية، وبرزت مؤخرا صناديق الاستثمار جيل الثاني من خلال التعديلات المؤسسية المتكررة الهادفة لتطوير سوق رأس المال المخاطر و جهود تحسين مناخ الاستثماري.

أما في الجزائر وعلى عكس دول الجوار يبقى سوق رأس المال المخاطر في الجزائر ضعيف من حيث عدد الممولين أو من حيث المبالغ المعروضة و من الصعب تخطي هذه المرحلة في الوقت الراهن.

— توصلنا إلى أن المهنة في الدول المغاربية ينقصها الكوادر المتخصصة في مجال صناعة رأس المال المخاطر. وبالرغم من توفر كوادر مالية فإن دور الكوادر الفنية ضرورة متابعة المشروعات الممولة و تخطي تحديات المحيط، ونرى أن توفر شبكة من الخبراء، والمتخصصين في التقنيات الحديثة، والمهندسين، و الأساتذة الجامعيين من بين المتطلبات الأساسية لتطوير سوق رأس المال المخاطر في المغرب العربي.

— أشار شركات التمويل برأس المال المخاطر في المنطقة العربية إلى قلة الصفقات في مجال التكنولوجيات الحديثة و غياب طليبات مؤسسات تملك أفكار و توجهات ابتكارية، وبينت الدراسات التي أقيمت في تونس و المغرب افتقار المهنيون لطليبات ذات التوجه التكنولوجي، وبعبارة أخرى هناك ضعف حقيقي في اقتصاديات الدول المغاربية في مجال الابتكار.

- توصلنا إلى أن تطوير رأس المال المخاطر في الدول المغاربية لا يقتصر على زيادة حجم معروضات رأس المال من الممولين المحليين و المستثمرين الأجانب و إنما على ارتفاع تدفق الصفقات و الذي هو الحجر الزاوية لتطوير عروض رأس المال المخاطر.
- إن وضع الوساطة الجزائرية أكثر تعقيدا و أسوء تجربة مغاربية بما أن عدد المشاركات الفعلية من طرف شركة FINALEP متواضعة و تبقى مساهمتها هامشية.
- توصلنا إلى أن تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة من بين محددات تطوير رأس المال المخاطر و ينبغي ترويج المهنة لفائدة المؤسسات الخاصة و المؤسسات العائلية، فقد يجعلها تقبل فتح رأسمالها و تستفيد فنيا و تقنيا من الممولين برأس المال المخاطر.
- تعرض مؤسسات التمويل التساهمي الإسلامي صيغا كثيرة إلى جانب التمويل بالمراجعة و الإجارة، و تأخذ هذه الصيغ شكل التمويل التساهمي المنتهي بالتمليك، و صفقات المضاربة بين العميل و المصرف. و تبين لنا أنه يمكن أن يؤخذ المصرف الإسلامي صفة مؤسسة التمويل برأس المال المخاطر.
- رغم ندرة المعطيات حول نفقات البحوث و التطوير في المؤسسة الصغيرة و المتوسطة نرى أن سوق رأس المال المخاطر في الدول المغاربية يفتقر بشكل أساسي إلى البنية التحتية الكفيلة برفع حجم الابتكارات حيث يجب إعادة النظر في القوى التي تخدم الابتكار و تصحيح نظرة الحكومات لدور الجامعة في الاقتصاد، فتطوير سوق رأس المال المخاطر لا يقتصر على تحفيز المؤسسات المالية في تقديم عروض تمويل التساهمي فأمر أكبر من هذا المنظور و تطوير هذا السوق بحاجة إلى جهود كثيرة من طرف الحكومات و فاعلين في الاقتصاد في مجال تأهيل البيئة المؤسساتية و تحقيق الاستقرار الاقتصادية و بناء قوى الابتكار في الحاضينات الجامعية و المجمعات الصناعية.



## الخاتمة العامة:

في ختام هذه الدراسة التي اهتمت بتحديد و دراسة متطلبات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر في الدول المغاربية، سنتطرق إلى النتائج المتوصل إليها من خلال هذا البحث، و ما يتمخض عنه من توصيات.

قدمت لنا مختلف المقاربات النظرية تفسيرا حول خيارات المؤسسات الصغيرة و المتوسطة لمصادر التمويل في ظل التحديات الاقتصادية الجديدة، و خلصت الدراسة إلى أن عمق إشكالية التمويل بالاستدانة قائم على افتقار المؤسسات الصغيرة للمبادئ الاحترازية فهي لا تملك نظاما معلوماتيا سليما يمكن من خلاله أن يحصل الممول على القدر الكافي من المعلومات السليمة لتقييم قدراتها المستقبلية.

تبين لنا أن تمويل النشاط الإبداعي و تمويل البحوث و التطوير في المؤسسات الصغيرة الابتكارية بالغ الصعوبة و من غير الممكن تمويل المؤسسة الصغيرة المتوسطة لنشاطاتها الإبداعية بالاستدانة حيث تتمخض عنها أخطار إضافية تتعارض مع مبادئ التمويل في البنوك التقليدية، كما أن صغر حجم المشاريع و فقدانها للصلاية المالية يجعل فرصة دخولها في الأسواق المالية شبه مستحيل، فهي لا تتوفر على الحد الأدنى للاكتتاب الأولي العام في بورصة الأوراق المالية.

جاء تمويل برأس المال المخاطر كحلقة للملئ فراغ عروض التمويل بعد أن عرفت المصادر التقليدية للتمويل تراجعاً محسوساً لتمويل النشاط الإبداعي و أصبح هذا منهج الحديث في تمويل ضروريا، فهو مصدرا أساسيا لتمويل المعارف الجديدة.

إن نشأة و تطور رأس المال المخاطر منذ خمسينات القرن الماضي في العالم الصناعي له طابع خاص إذ يهتم في السنوات الأخيرة كثيرا بالمؤسسات الابتكارية التي تنشط في صناعة رقائق الكمبيوتر و تكنولوجيا الإعلام والاتصال.

خلصنا في هذا البحث بعد مراجعتنا للأدبيات الاقتصادية وجود فوارق كثيرة بين التمويل بالاستدانة و تقنيات تمويل برأس المال المخاطر سواء كان ذلك في مراحل دراسة الملفات و محدداتها أو في مجال المتابعة الفنية و الإستراتيجية للمؤسسة، فالممول يوفر مساعدات فنية للمؤسسة عند الحاجة لتقليل من الأخطار، كما يهتم بفعالية المؤسسة و يحرص على كفاءتها

في السوق حيث يقوم بدوره الإشرافي و الرقابي بشكل فعال. و يحصل الممول في نهاية المطاف على عوائد من الأرباح المحققة في العمليات التجارية الفعلية أو بعد بيع حصص المساهمة في السوق المالي، وفي حالة فشل المشروع في تحقيق أهدافه يتحمل الممول الخسارة. تقوم هذه الوساطة على توظيف محافظ مالية في شركات التمويل برأس المال المخاطر و تستثمر في مشروعات جديدة أو أفكار حديثة، كما تستثمر في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة القائمة التي تعمل على تقديم منتج مميز أو توفر خدمة حديثة و لها مستقبل استثماري جيد.

قدمت لنا تجارب الدول الصناعية دروسا كثيرة حول متطلبات نمو سوق رأس المال المخاطر وتبين لنا أن رواج رأس المال المخاطر جاء أيضا لاهتمام الدول الصناعية المبكر بالابتكار، و سعيها الحثيث في إيجاد حلول لتمويل المعارف الحديثة. كما تبين لنا من خلال بعض التجارب أن ارتفاع معروضات التمويل جاء بفضل جهود الحكومات الرامية نحو تحسين البيئة المؤسسية، واهتماماتها بقطاعات التكنولوجيات الحديثة.

تتم الدول المغاربية منذ قرابة ثلاثة عقود بتطوير إطار مؤسسي يهدف إلى ترقية المؤسسات الاقتصادية بمختلف أحجامها، و تسعى الحكومات في هذا الإطار إلى بناء بيئة اقتصادية جذابة لتطوير المقاولاتية، واستطاعت تونس و المغرب في السنوات الماضية أن تتخطى المرحلة الجنينية بفضل الجهود الرامية لتحسين البيئة الاستثمارية، غير أن حجم التمويلات الفعلية تبقى متواضعة و تقتصر التمويلات الفعلية على المؤسسات الناضجة وهي بعيدة على النشاط الإبداعي. بينما يبقى وضع المهنة في الجزائر هامشي وبيئتها المالية والمؤسسية بعيدة عن متطلبات رأس المال المخاطر إذ تنشط ثلاثة مؤسسات التمويل وتتمركز كلها في العاصمة.

ثم التوصل إلى أن عناصر البيئة المؤسسية في الدول الثلاث غير متوفرة بالشكل المطلوب خاصة في الجزائر، و بالرغم من الإصلاحات العميقة التي مست هيكل الاقتصادي يشير الترتيب الدولي لمناخ الأعمال أن دول المغرب العربي تقع في آخر الترتيب، وبالرغم من وجود منظومة تشريعية تحدد نشاط المهنة، ما تزال العلاقات الاقتصادية بين مختلف الأطراف الفاعلين تحكمها ذهنيات تقاوم التغيير.

على هذا الأساس، تفتقر هاته البلدان لبيئة مؤسسية مواتية وكافية لتطوير سوق رأس المال المخاطر و هذا ما يؤدي بنا إلى رفض الفرضية الأولى للبحث. يسود في دول المغرب العربي بيئة و عقليات ثقافية و أعراف في المجتمع متشابهة فهي بذلك لا تخدم تمويل التساهمي حيث أن التمويل التساهمي يحتاج إلى حوار و مشورة دائمة و إمكانية كبيرة لتبادل الآراء. و في مجمل التجربة المغاربية نجد أن المؤسسة الصغيرة و المتوسطة فاقدة لحس الابتكار و اغلب المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في البلدان المغاربية ليس لها مصلحة في فتح رأس مالها و تفتقر إلى الثقافة المقاولتية.

على هذا أساس لا تعرف الدول المغاربية تطبيقا واسع في تمويل المؤسسات الصغيرة برأس المال المخاطر و هذا ما يؤدي بنا إلى رفض الفرضية الثانية للبحث.

استناد لنتائج الدراسة يمكن تقديم التوصيات التالية:

- إن تفعيل سوق رأس المخاطر بحاجة إلى المزيد من الجهود في تحسين البيئة الاستثمارية و المؤسساتية، وإصلاح المنظومة المصرفية ، وفتح مجال للصناديق التقاعد و المعاشات، و الترويج لها، و تأهيل جدي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة القائمة. و تقع هذه الجهود أولا على عاتق الحكومات.
- ينبغي أن يتم تعديل القوانين و التشريعات بما يقتضيه المحيط، فالغرض من تعديل المنظومة القانونية هو تفعيل مؤسسات رأس المال المخاطر و تشجيعها و إبراز حدودها تجاه العمل بأموال الغير حتى يكون القانون قادر على حماية العقود و صفقات المتكررين.
- إن تطور سوق رأس المال المخاطر في الدول المغاربية هو بحاجة إلى و فرة الإنسان المتعلم القادر على الإبداع، فزواج تقنية رأس المال المخاطر في الجزائر و دول الجوار سيحتاج إلى جهود إضافية لا تقتصر على تحسين البيئة القانونية و التنظيمية فحسب و إنما تقوم على إستراتيجية دعم الكفاءات.
- إن ثقافة الأعمال الحرة و حس المجازفة، لا يمكن تحقيقها بدون نظام تعليمي متكامل و في جميع الأطوار خصوصا التعليم العالي.



- بناء جسور جامعية مع المؤسسات الاقتصادية و مختلف المراكز العلمية التي تتيح فرص الابتكار ( تطوير مخابر البحث العلمي ، دعم وظيفة البحث والتطوير ، إنشاء مجتمعات و حدائق تكنولوجية...).
  - فتح خيارات ل صناديق التقاعد والتأمين في استثمار موجداتها المالية في صناديق استثمار برأس المال المخاطر، و نشير في هذا الصدد أن شركات رأس المال تحصلت على نسب معتبرة من رؤوس أموال من صناديق التأمين و صناديق المعاشات بنسب تصل إلى 50% في الو.م.أ و 26% كمتوسط في الدول الأوروبية.
  - اتخاذ تدابير لتعزيز حماية الحقوق الملكية الفكرية وبراءات الاختراع و حقوق المساهمة.
  - تشجيع الاستثمار في الأصول غير الملموسة.
  - ضرورة قيام الدولة بتأسيس و تمويل صناديق حكومية مستقلة يديرها أفراد ذوي الكفاءات القادرين على إتخاذ قرارات مجدية.
  - وضع امتيازات لدعم شركات تمويل متخصصة و تشجيع قيامها. و إعفاء المشاريع الممولة بشروط واضحة لتفادي الغموض و التحايل الفاعلين في المهنة.
  - قيام الدول المغاربية بتشخيص نقاط الضعف الموجودة في المنظومة القانونية والحد من العقوبات التي تمس الحقوق الملكية الفكرية، العبء الضريبي، و منافسة القطاع الغير الرسمي.
  - تخصيص مبالغ إضافية لتمويل الابتكار.
- إن هذه الدراسة من شأنها أن تفتح الباب أمام الباحثين المهتمين بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و نشير إلى أبرز الدراسات المستقبلية الممكنة في هذا المجال:
- دراسة إمكانية فتح حاضنات المؤسسات الابتكارية في كبرى الجامعات الوطنية.
  - تسيير مخاطر التمويل التساهمي في المشروعات الناشئة.
  - دراسة إمكانية إنشاء صندوق المواهب الوطنية و المقاولاتية.

## قائمة المراجع

## 1/ المراجع باللغة العربية:

1. أنس الحسناوي : تمويل التشاركي و تطبيقاته على المشاريع الصغيرة و المتوسطة في المغرب، ورقة مقدمة في ملتقى دولي حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغربية في 27/26/25 ماي ، سطيف الجزائر 2003.
2. بربش السعيد و بلغرة عبد اللطيف : إشكالية تمويل البنوك للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر بين معوقات المعمول و متطلبات المأمول ، ورقة مقدمة في ملتقى دولي حول متطلبات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية يومي 18/17 ابريل 2006 شلف الجزائر .
3. تقرير الأمم المتحدة للجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغرب آسيا، رأس مال المخاطر ، تكنولوجيا الاتصال و الإعلام (الاسكو) E/ESCWA/ICTD/2007/12.2006
4. حسن سالم العماري : المصارف الإسلامية و دورها في تعزيز القطاع المصرفي ، مؤتمر العمل المصرفي في سوريا في ضوء التجارب العربية و العالمية، دمشق 2-3 جوان 2005.
5. حسين رحيم: نحو تطوير الوساطة المالية في الجزائر: نموذج مصرف المشاركة المخاطر، مجلة العلوم الاقتصادية عدد 05 ، 2009 ، جامعة باتنة، الجزائر .
6. خالد خديجة : خصائص و أثر التمويل الإسلامي على المشاريع الصغيرة و المتوسطة – حالة الجزائر – ملتقى وطني حول المنظومة المصرفية الجزائرية و التحولات الاقتصادية – واقع و تحديات – الاغواط.
7. د أسعد طه علام : دراسات الجدوى و تقييم المشروعات دراسة اقتصادية ، دار الفرقد، سوريا ، دمشق 2006.
8. د صحراوي مقلاتي : التمويل برأس المال المخاطر من المنظور الإسلامي ، ورقة مقدمة في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول في 31 ماي – 03 جوان 2009 الإمارات العربية المتحدة.
9. د عبد الرحمن يسرى احمد: تنمية الصناعات الصغيرة و مشكلات تمويلها دار الجامعة للنشر و التوزيع إسكندرية، مصر العربية سنة الإصدار 1996.
10. د عبد المنعم محمد الطيب : تمويل و تطوير المشروعات الصغيرة و المتوسطة في ظل الآليات الجديدة لتحرير التجارة – التجربة السودانية – ورقة مقدمة في مؤتمر دولي حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغربية. سطيف، الجزائر 2004.
11. د محمد بن جليلي: تنافسية المنشآت الصغيرة و المتوسطة ، الخصائص و التحديات ، معهد العربي للتخطيط، جسر التنمية، كويت ماي 2010.
12. د نصيب رجم و فاطمة الزهراء شايب: المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ظل العولمة ، ورقة مقدمة في ملتقى دولي حول تمويل المشروعات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغربية سطيف الجزائر 2004.

13. د يوسف قريشي و إلياس بن ساسي : خصائص و محددات التمويلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجزائرية، ورقة مقدمة في ملتقى دولي :متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية بشلف يومي 17 و 18 أفريل 2006.
14. د. برنس ميخائيل غطاس: نموذج مقترح لتقويم المشروعات الصغيرة و المتوسطة بهدف تخصيص أمثل للموارد التمويل المتاحة، ندوة واقع و مشكلات المشروعات الصغيرة و المتوسطة ، الرياض 2001.
15. د. علي همال : حول بعض الأساليب الابتكارية في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، ورقة مقدمة في ملتقى دولي حول تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و تطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر 2003.
16. د.بريش السعيد: رأس المال مخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مجلة العلوم الاقتصادية. 2006.
17. د.رياض بن جليلي : برامج الإصلاح المؤسسي، جسر التنمية ، مركز البحوث في كويت، 2006.
18. د.عثمان حسن عثمان: مفهوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و دورها في التنمية الاقتصادية ، ورقة مقدمة في ملتقى دولي حول تمويل المشروعات و تطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر سنة 2003.
19. د.وليد عبد مولاة: دور القطاع التمويلي في التنمية، معهد العربي للتخطيط ، جسر التنمية الكويت 2007.
20. زايري بلقاسم: تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة. ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول التسيير الجيد للمؤسسات و الصناعات الصغيرة و المتوسطة . مركز البحث التطبيقي اقتصادي الجزائر العاصمة سنة 2003.
21. سحنون جمال الدين : شروط بروز أسواق الأوراق المالية ، دراسة مقارنة لدول مصر ، تونس، و الجزائر ، أطروحة دكتورا غير منشورة ، جزائر العاصمة سنة 2008.
22. سمير محمد أحمد: معوقات التمويل من وجهة المصرفية، ندوة واقع و مشكلات المشروعات الصغيرة و المتوسطة و سبل دعمها و تنميتها، غرفة التجارية الصناعية ، الرياض ، المملكة العربية السعودية سنة 2001.
23. صالح الصالحي: أساليب تنمية المشروعات الصغيرة و المتوسطة في الاقتصاد الجزائري ، السجل العلمي لندوة ، المشروعات الصغيرة و المتوسطة في الوطن العربي \_ الإشكاليات وأفاق التنمية ، القاهرة ، يناير ، 2004.
24. طارق عبد العال : إدارة المخاطر، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، سنة 2003.
25. اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغرب آسيا: قدرة المشروعات الصناعية الصغيرة و المتوسطة على الابتكار في بلدان منطقة غرب آسيا، عدد2/2002 نيويورك ، الأمم المتحدة.
26. محمد عبد الحميد : المشروعات الصغيرة و المتوسطة و مواجهة التحديات التمويلية.ندوة دولية حول واقع و مشكلات المؤسسات صغيرة و المتوسطة و سبل دعمها و تنميتها ، جامعة الرياض.المملكة السعودية 2001.

27. ملخص تنفيذي: السياسات المبدئية للمشاريع الصغيرة و المتوسطة في مصر ، وزارة الصناعة و التجارة ، مصر ، 1998.
28. منظمة العمل الدولية ورقة عمل. التنمية الاقتصادية عن طريق تطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، يندو، 2000.
29. هيثم محمد الزغبي. الإدارة المالية و تحليل المالي. دار الفكر الحديث، عمان الأردن الطبعة الأولى، 2000.
30. وزارة المالية: تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة و المتوسطة، ملخص تنفيذي، مصر 2004. ص 12-14.
31. يخلف عثمان، دور و مكانة الصناعات الصغيرة و المتوسطة في التنمية الاقتصادية (حالة الجزائر )، رسالة ماجستير منشورة ،الجزائر 1995.
32. يوسف قريش، تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية غير منشورة ، السنة الجامعية 2004/2005 الجزائر.
33. قطاف ليلي و بوسعدة سعيدة : الائتمان الإيجاري كطريقة حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة – حالة الجزائر – ورقة مقدمة في ملتقى الدولي حول متطلبات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ، سطيف الجزائر، 2003.

## /2 المراجع باللغات الأجنبية

1. A. Abou Zeid ; La gestion des Fonds de fon islamique de capital investissement pour le développement des pays arabes ;URM 7088 ; Paris 16 2009 .
2. A.ATI & I. GANNOUN ; Le Capital-risque et le financement des PME en TUNISIE : Réalités et perspectives colloque internationale sur la PME ; TUNIS 2004.
3. AFIC ; Association française des investisseurs en capital risque. ; L'indicateur Chausson Finance ; 2006.
4. Ahmed BOUYACOUB ; Les PME dynamise économique et territoriale ; colloque international sur La PME ; CREAD ; Alger ; 2003.
5. Andrea shertler ; driving force of venture capital Investments In Europe; dynamic Panel Data analysis; duestermbrooker WEG n°120 Keil; Germany 2007.
6. ANIMA ; Investment Net Works Notes ; document n° 06 April 2008.
7. API ; L'agence de promotion de l'industrie, donnée sur FORPRODI , 1999. TUNIS 2000.
8. Aurélie BOUBEL & Fabrice PAUSARD ; Les Investisseurs Institutionnels ; Edition la découverte ; 2004.
9. B. BARANQUE : flexibilité financière des PME. Banque de France ,CNRS ; 1999.
10. B.Baranque.; B.Belletante N. Lavratto: Diversité économique et mode de financement des PME. .L'ARMATTA N 2001.
11. B.BLAK & R. GILSON; Does venture capital require an active stock market?; journal of financial economic ; vol 22; 1998 .
12. BELLETANTE. B & N. LEVRATTO : finance et PME ; quel champs pour quels enjeux ? Revue internationale PME ; 1998.
13. Bruno VINCENT ; PME-PMI le métier de dirigeant et son rôle d'agent de changement ; Edition ECONOMICA ; 1998 .
14. C .BOUNOUA : développement de la petite et micro entreprise et Gouvernance colloque international sur la PME ; CREAD Alger 2003.
15. C.SUMATA : les circuit financiers extra- bancaires et l'entreprenariat au ZAIR ; AUPELF-UREF Paris 2003.
16. CARREAUX .G ; le dilemme des PME , ouvrir son capital ou s'endetter ; revue française de gestion ; février 1984.
17. Cetindamar DILEK; The Growth of venture capital across cultural comparison; Edition West Port LONDON 2003.
18. Cnes : pour une politique de développement de la PME ; Rapport Cnes ; année 2001.
19. COLOT. V & P.A. MICHEL ; Vers une théorie financière adaptée aux PME ; réflexion sur une science en genèse ; Revue internationale des PME ;2001.

20. Constantin ZOPOUNIDIS ; La Gestion du capital risque ; Edition ECONOMICA ; 1990.
21. Cyril DEMARIA ; Introduction au Private Equity ; les base du capital-investissement Edition Revue Banque ; 2°Edition ; Paris 2008.
22. D. SMITH& frank LOHRKE ; Entrepreneurial Net Work Development ; Journal Of Business Research ; USA 2005.
23. David ROSENBERG; The Two cycle of venture capital ; journal of corporation law ;2000.
24. Didier van CAILLE ; la PME et l'entreprise familiale ; institut de recherche sur la PME ; université de Leige 1999.
25. Emite-michel HERNARDEZ ; l'entrepreneariat approche théorique ; Edition l'harmattan ; Paris ; France ; 1999.
26. Emmanuel NOUTARY ; Financement des start-up et de l'innovation dans les PME région MEDA ; EUROMED innovation and technology program 2008.
27. Emmanuelle DOBOCAGE & Dorothee RIVAUD-DANSET ; L'organisation des échange sur le marché du capital-risque; Revue d'économie industrielle; n° 101 ;4°trimestre ;2002.
28. Emmanuelle DOBOCAGE ; le capital-risque ; édition la découverte ;2006.
29. ERIC STEPHANY ; la relation capital risque & PME fondement et pratiques ; de Boeck ; 2003.
30. ESCWA, SMEs, stratégies, Policies and Support Institution,2005.
31. ESTIME ; Commission européenne : Les usagé de la recherche en Tunisie ; FP-INCO 2007.
32. F. JANSSEN : l'influence de l'interprétation du dirigeant et de son entreprise sur l'endettement des PME et sur la relation avec les banques ; AIREPME 1998.
33. fabien PROVOST ; Entrepreneurs; quel Private Equity pour vous accompagner?. Edition revue banque ; année ; 2009.
34. FINALEP ; [www.finalep.dz.com](http://www.finalep.dz.com).
35. Florence EID ; Private Equity as a Growth Engine : what is means for emerging market; business economics reviews ; USA 2006.pp06-42.
36. François Denis. POITRINAL ; le capital investissement, guide juridique et fiscal ; édition Revus banque ;3° édition 2007.
37. Frank Coggins & Marie-claude Beautreu & Michel Gendron ; Evaluation de la performance des Fons mutuels lorsque la mesure de risque sont estimée avec para métrisation Garch ; ; document de travail n 01 collection feuille d'argent ; canada 2003.
38. G .Gélinier ; la réussite des entreprises familiales ; Edition maxima ; 2000 .
39. G . ROLLAND : les PME Atout ET Handicap. Revue problèmes économique n. 2.168 mars 1990.
40. G. AYED ; Présentation du marché de capital investissement au Maroc 2007.

41. Gaetain IRRMANN : le capital –investissent, source de développement économique ou nouvelle forme de conolialisme ?. l'exemple du Maghreb ; Observatoire du management alternative ; HEC ;2008.
42. Gilbert KOENIG ; Les Théorie de la Firme ; Edition Economica ; Paris septembre 1998.
43. Gille COPIN ; Le capital-risque en France, un mode ou une institution ;Revue du financier , juillet 1986 ;p14-33.
44. Gille GUIHEUX ; PME-PMI a Taiwan : quelle leçon Tirer ; Revue Innovations n°08 année 1998 ; p52.
45. Gilles MONGENOT ; Tout savoir sur le capital investissement, Gualino édition paris 2007.
46. Gompers P. & Lerner J. « What Drives Venture Capital Fundraising? », Brooking Papers on Economic Activity: Macroeconomics, National Bureau of Economic Research, Washington;1998.
47. GVCA ; private equity activity declined in 2009 but set to rebound in 2010 in MENA ; GVCA rapport ; 2011.
48. KPMG & GVCA ; private equity and venture capital in MENA region in 2006 .
49. H.AZOLAY ; De l'entreprise traditionnelle a la start-up ; édition d'organisation ; 2001.
50. Hege U & Pamlomino.f ; Determinants of Venture Capital, Europed and USA , weking Paper, HEC 2003.
51. Hervé LECOUPIL. Laurent GAYRAUD ; Capital investissement, le guide des Investisseur institutionnels ; AFIC 2005.
52. J. LECHMANN : le capital risque au cœur du financement de l'innovation Revue problèmes économique n°2658 ;2002.
53. Jarunes WONGLIMPIYARAT; The influence of capital market laws and IPO process on venture capital ; the national science and technology agency 2007
54. JEAN LACHMAN ; Le seed capital ; une nouvelle forme de capital risque ; édition Ecomomica 1992 .
55. Jean LACHMANN: financer l'innovation des PME ; édition ECONOMICA ; 1996.
56. Jean- mairie CHAUVET ; Pour une économie de l'innovation ; Revue géopolitique n°71 2000.
57. José St-pierre : financement de l'innovation des PME . Institut de recherche sur la PME Québec . HEC 1999.
58. Josée saint PIERRE : Le crédit bancaire aux PME « les banque discriminant – elle selon la Taille au selon le risque » ; AIRPME CANADA ; 2000.
59. Kamel Eddine BOUTAOUATA; le capital investissement enjeux & perspectives; édition grand Alger livres; 2005.
60. Laurence CRALL ; micro entreprise : un tremplin pour l'emploi ; Revue Industries ; année 2001 p22-38.



61. M LOUNES; Les principaux déterminant de la dynamique du capital-risque , modélisation et étude empirique sur donnée américaine ; Université val de marne , France janvier 2011.
62. M.CHERIF & Stéphane DUBREUILLE ;Création de valeur et capital investissement ; édition collection syntaxe ; 2005.
63. Marc BEMLONECHE ; Le Capital-Risque ; édition banque ; 2004.
64. MARCHESNAY.M ; la PME une gestion spécifique ?. revue problème économique 1994/ n°05 pp 10-25 .
65. Marianne Lagrange ; les nouveaux enjeux du capital investissement ; édition BROCHE 2002.
66. Mark CASSON : L'entrepreneur ; édition Economica ; Paris France ;1994.
67. Michel DEREMBOURG ; les PME et l'intelligence économique ; Revue problème économique n°2518 ; avril 1997 ;pp24-26.
68. Ministère Des Finances et de la prévatizations ; direction de la politique générale ; Evaluation du financement de la PME au MAROC ; document de travail N°91 août 2003.
69. MONDHER Chérif : Asymétrie d'information & Financements des PME ; Revue d'économie financier n ° 57 ; 1999.
- A. MYWARD & 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.
70. N. LEVRATO ; le poids de l'asymétries informationnelle et l'aléa moralité dans la relations entre banque et PME ; UMR, N°42 CNRS 1998.
71. Nejet BOUSSA : dénaturation de la PME & apport de la théorie financière moderne ; Université de paris X ; 2000.
72. NVCA : Private Equity Performance In Q03in 2006 ; National Venture Capitaltion Q03; 2006.
73. NVCA : Venture Impact 2004 ; Venture Capital Benefits to the US Economie ; National Venture Capital 2004.
74. OCDE : Innovation et performance économique ; chapitre 03 document n° 14 année 2008 OCDE pp 81 ; 112.
75. OCDE : Les déterminants de la compétitivité des PME ; Revue problèmes économique janvier 1994 pp 13-19 .
76. OCDE : Renforcer la compétitivité des PME des pays en transition et les pays en développement ; OCDE document de travail n° 14 chapitre 02 .
77. OCDE; science, technologie et industrie; Tableau de Bord de L'OCDE; Année 2007.
78. Olivier TORRES : vingt-cinq ans de recherche sur la PME...IN TORRE PME-de nouvelles approches , Ed ECONOMICA 1998.
79. Olivier TORRES ;pour une approche contingente de la spécificité de la PME ; Revue Internationale des PME 1994.

80. P. BATTINI ; Finances son entreprise de la création a la transmission par le capital investissement; Edition maxima 2006.
81. P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY . L'Entrepreneuriat ; Edition Economica ;1996 .
82. P.ADAIR & F. FHIMA ; Accès du crédit et promotion des PME en Tunisie ; ERUDITE ; U.PARIS 12 .
83. Paul Gompers & Anna Kovner& josh Lerner& David Scherfsteur ; Venture Capital Investment Cycles; The Impact of Public Markets; Harvard University Reviews ; December 2005.
84. Philippe ADAIR & Yousra HAMED ; le Micro crédit : une solution au financement de la micro entreprise au Maghreb ? 6° journée scientifique du réseau « analyse économique et développement » Marrakech ; 4-5 Mars 2004.
85. Philippe RUSIN & Gérard DUCHENE ; Micro entreprise et mutation de l'emploi dans les pays en transition ; Revue économique n° 03 année 2002 ; pp26- 53.
86. Private equity group, Gulf Capital ; “ GVCA Outlook for Venture Capital in MENA; RYADH; 2007.
87. R. Witterwulgue ; F.Jenssen ; S Mertins ; le financement de croissance des entreprise belges par le recours au capital risqué ;UCL, année 1994.
88. Rachid MEDDEB ; La PME Maghrébine positionnement & stratégie ; colloque international sur « La PME face a la mondialisation » TUNIS ; Avril 2000 .
89. Rapport annuel de la banque mondial 2008.
90. Robert wtterwulghe ; La PME une entreprise humaine ; Edition Boeck université.1999.
91. S. BOUMINI & A.SEMEN ; The macro political determinants of venture capital investment around the world; social science research net work;2009.
92. S.BREMA ; Système financiers et croissance en méditerranée : une analyse comparative , Revus économie financière ; n°52.
93. S.ZOGATI & M.Y.BERGERON : Déterminant de l'offre de capital risque et mesures de performance appropriées ; cahier de recherche 16-2006 université de montréal. CANADA 2006.
94. Salah AISSE ; le capital risque au Maroc : contribution a l'élaboration d'un cadre juridique, fiscal, comptable et d'accompagnement ; Institut supérieure de commerce ; Casablanca ; 2003.
95. Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON; Mécanisme et Financement de L'innovation; Ed LA VOISIER 2008.
96. Sarah MARNIESSE & Christian MARRISSON ; La dynamique des micro entreprise dans les pays en développement de nouveaux enseignement ; revue d'économie du développement n°4 année 2000.
97. SOFINANCE ; société financière ;site [www.sofinance.dz](http://www.sofinance.dz).
98. Sohaimi SALLEH ; Venture capital financing : managerial factors and management conflict ; GITS ;2004 .

99. Sylvie SAMMUT ; comment aider les petites entreprises jeunes ?; Revue française de gestion n°121 année 1998.
100. T.HAPI ; Les Tontines et promotion de l'entreprise en Afrique ; Ouvrage collective ; B, PONSON ; L'esprit d'entreprise dans le mode francophone ; AUPELF ;1998.
101. Taiwan Private Equity and Venture Capital Association ; [www.tvca.org](http://www.tvca.org).
102. UNIDO ; Soutien aux PME dans les pays Arabes , le cas de la Tunisie ; UNIDO 2006.
103. V. PAOLI-GAGIN & V.DE LALANDE ; le capital –risque , acteurs, pratiques, outils ; Gualino édition 2<sup>e</sup>édition ; 2003.
104. Vanina PAOLIGAGIN & Véronique de LAMANDE ; le capital risque , acteurs-pratique- Outils ; Gualino éditeur ; 2<sup>e</sup>edition Paris 2003.
105. Venture Capital ; the national science and technology agency 2007.
106. William. FELOWS ; Entrepreneurship, Access to capital & SME in MENA Supply? Demand? The Issue; 5<sup>e</sup> the SME Working group, OCDE; 2011.
107. World Economic Forum ; The global competitiveness report in ANIMA & BEI ; 2011.
108. Xavier GREFFE : Les PME créent-elle des emplois ?; Edition ECONOMICA.1994.
109. Y. HAMED : le financement des micro entreprises ; Revue Gratice ;université Paris 12 .année 2001.
110. Y. LACHAB : les mesures d'appui au financement de la PME, colloque nationale PME & banque ; BLIDA 2003.
111. Yves ULLMO; l'importance du marché des PME/PMI pour les banques; Revue banque ; 1991.

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
37	قنوات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المتاحة	(1-1)
45	نموذج مبسط لأثر سعر الفائدة على اختيار المشروعات	(2-1)
68	تصنيف المؤسسات و الصناعات الصغيرة و المتوسطة في ظل عولمة السوق	(3-1)
106	دورة حياة المنتج	(1-2)
108	دورة تجديد المنتج	(2-2)
110	تحويل الملكية بالرفع المالي	(3-2)
155	دورة رأس المال المخاطر	(4-2)
115	مقاربة التمويل للمستثمرين المؤسساتيين	(5-2)
117	دورة التمويل المستثمرين المؤسساتيين	(6-2)
125	دورة التمويل لشركات تمويل برأس المال المخاطر	(7-2)
137	مراحل قراءة مخطط العمل	(8-2)
140	دورة حياة ملفات الاستثمار	(9-2)
142	نموذج انتقاء (1994) FRIED et HISRICH	(10-2)
154	مراحل الانتقاء لـ TYBJEE et BRONO	(11-2)
154	مبالغ رأس المال المخاطر المستثمرة في الو.م.أ من 1969 إلى غاية 1979	(1-3)
160	مبالغ رأس المال المخاطر في الو.م.أ بين 1980 و 1989	(2-3)
167	المبالغ المستثمرة في الولايات المتحدة الأمريكية بين 1990 إلى 2007	(3-3)
169	المستثمرين المؤسساتيين الاتحاد الأوروبي من 2000 إلى 2005	(4-3)
169	مقارنة منافذ الاستثمارات الدول الصناعية برأس المال المخاطر في سنة 2006.	(5-3)
175	مبالغ رأس المال المخاطر لفترات الانطلاق في فرنسا بين 1992 إلى 2008.	(6-3)
190	مبالغ و تصنيفات الممولين المؤسساتيين في فرنسا	(7-3)
190	محددات النمو في سوق رأس المال المخاطر	(8-3)
212	شبكة الوساطة المالية برأس المال المخاطر في تونس	(1-4)
212	جنسية الممولين المؤسساتيين في المغرب	(2-4)
216	مبالغ المهنة في المملكة المغربية من 2001 إلى 2006	(3-4)
218	تمويل برأس المال المخاطر حسب الفروع في المغرب سنة 2006	(4-4)
219	حصص تمويل مراحل نمو المؤسسات في المغرب	(5-4)
220	صفقات التخارج المحققة في سنة 2006	(6-4)

225	مساهمين في رأس المال الشركة الجزائرية الأوروبية	(7-4)
228	مبالغ التمويل التساهمي	(8-4)
236	مكانة رأس المال الاستثماري بالنسبة للدخل الوطني سنة 2003	(9-4)
240	مؤشر العام لمناخ الأعمال.	(10-4)
251	إستراتيجية تطوير سوق رأس المال المخاطر	(11-4)
254	محددات استثمار في الأسواق الناشئة من وجهة نظر الممولين المؤسساتيين	(12-4)
261	شبكة المتدخلين في مهنة رأس المال المخاطر.	(13-4)

## قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجداول	رقم الجدول
17	المنشآت الصغيرة في تايلاند	(1-1)
20	تعريف المؤسسة الصغيرة و المتوسطة الوطنية	(2-1)
21	بنية القطاع الصناعي في المغرب العربي، حسب معيار العمالة في سنة 2001	(3-1)
25	دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاديات الصناعية	(4-1)
51	المنظور الكلاسيكي و الحديث حول هيكل مالي أمثل للمؤسسة	(5-1)
62	مقاربات تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة.	(6-1)
95	حجم المبالغ تمويل مرحلة الإقلاع برأس المال المخاطر في الدول العالم 2006	(1-2)
96	أهمية رأس المال المخاطر على نشاط المشروعات.	(2-2)
100	اختلافات الجوهرية بين رأس مال المخاطر و البنوك التجارية	(3-2)
102	دورة حياة المنتجات و تمويل برأس مال المخاطر	(4-2)
118	مميزات المتدخلين في رأس المال المخاطر	(5-2)
127	أهداف المستثمرين و المنظمين	(6-2)
143	محددات الانتقاء شركة SIPAREX	(7-2)
144	محددات الانتقاء في شركة تمويل IDI	(8-2)
162	مبالغ المستثمرة في أوروبا بين 1995 إلى 2006	(1-3)
166	صفقات التخارج في أوروبا Désinvestissement سنة 2005.	(2-3)
168	استثمارات رأس المال المخاطر في مؤسسات High-tech سنة 2004	(3-3)
176	مبالغ الاستثمار برأس المال المخاطر الإجمالية حسب مراحل نمو المؤسسة.	(4-3)
180	تمويل غير رسمي برأس المال المخاطر سنة 2008	(5-3)
184	حجم التمويلات برأس المال المخاطر في دول مشرق عام 2008	(6-3)
191	النتائج القياسية لمحددات رأس المال المخاطر	(7-3)
211	تطور شبكة تمويل برأس المال المخاطر في تونس	(1-4)
212	حجم الاستثمارات شركات SICAR	(2-4)
213	حضانة الأعمال التكنولوجية في تونس 2006	(3-4)
215	عدد صناديق الاستثمار في مملكة المغربية	(4-4)
222	حوافز الضريبية طبقا لقانون الجديد 41-05 في المغرب	(5-4)
224	منظومة تمويل برأس المال المخاطر	(6-4)
237	صناديق و مبالغ التمويل في المغرب العربي	(7-4)
241	تموقع الدول المغاربية في حجم معروضات رأس المال المخاطر	(8-4)

242	هيكـل صادرات دول المغرب العربي	(94)
243	نشاط بورصة الأوراق المالية للدول المغربية	(104)
244	متوسط أسعار فائدة في الدول المغربية	(114)
245	نفقات البحوث و التطوير في دول المغرب العربي سنة 2009	(124)
253	محددات تطوير رأس المال المخاطر من وجهة نظر ممولين في المنطقة العربية	(14)
258	مساهمات فنية لشركات تمويل برأس المال المخاطر في منطقة MENA	(134)
267	نشاط صندوق الاستثمار الإسلامي سنة 2004	(144)

**LOI N° 88-92 DU 2 AOUT 1988(1)  
SUR LES SOCIETES D'INVESTISSEMENT  
TELLE QUE MODIFIEE PAR LES LOIS  
N° 92-113 DU 23 NOVEMBRE 1992(2) ET  
N° 95-87 du 30 OCTOBRE 1995(3) ET  
N° 2001-83 DU 24 JUILLET 2001(4),  
PORTANT PROMULGATION DU CODE DES ORGANISMES DE  
PLACEMENT COLLECTIF.**

Au nom du peuple,  
La Chambre des députés ayant adopté,  
Le Président de la République promulgue la loi dont la teneur suit:

**Article 1er :** (nouveau Loi N°2001-83 du 24 juillet 2001) : Les sociétés d'investissement sont des sociétés anonymes dont la mission concourt à la promotion des investissements et au développement du marché financier.

Article 2 (nouveau Loi N°2001-83 du 24 juillet 2001) : Les sociétés d'investissement peuvent être créées dans le cadre de l'une des deux catégories suivantes :

- ✍ sociétés d'investissement à capital fixe.
- ✍ sociétés d'investissement à capital risque.

Elles sont régies par les législations et réglementations en vigueur tant qu'il n'y est pas dérogé par la présente loi.



# TITRE I

## LES SOCIETES D'INVESTISSEMENT A CAPITAL FIXE

Article 3 Les sociétés d'investissement à capital fixe ont pour objet la gestion au moyen de l'utilisation de leurs fonds propres, d'un portefeuille de valeurs mobilières.

Elles sont également autorisées à effectuer les opérations connexes et compatibles avec cet objet

Article 4 (nouveau. Loi N°95-87 du 30 octobre 1995). Les sociétés d'investissement à capital fixe doivent satisfaire aux conditions suivantes:

1 - Le capital minimum ne peut être inférieur à 500 000 dinars. Toutefois, un délai expirant le 31 décembre 1993 est accordé aux sociétés d'investissement agréées pour porter leur capital au niveau minimum requis par la présente loi.

2 - Elles ne peuvent posséder d'immeubles que ceux nécessaires à leur fonctionnement.

Article 5 Les statuts des sociétés d'investissement à capital fixe peuvent prévoir un capital déclaré. Le capital souscrit ne peut être inférieur au tiers du capital déclaré.

Toutefois, et sans préjudice aux dispositions de la présente loi relative au capital déclaré, seul le capital souscrit est pris en considération quant aux droits et obligations des sociétés concernées.

Article 6 Dans le cas où les statuts prévoient un capital déclaré, et par dérogation aux dispositions du code de commerce et notamment son article 110, le conseil d'administration de la société d'investissement à capital fixe peut, dans la limite du capital déclaré, décider l'augmentation en numéraire du capital souscrit sans en référer à l'assemblée générale extraordinaire.

La décision d'augmentation du capital souscrit doit être prise, à la majorité des deux tiers des membres du conseil d'administration et ce, en présence d'au moins deux tiers de ses membres.

Article 7 Les actions des sociétés d'investissement à capital fixe dont les statuts prévoient un capital déclaré doivent être libérées intégralement à la souscription.

Article 8 Le conseil d'administration fixe le prix d'émission des actions dans le cadre des augmentations du capital souscrit visées à l'article 6 ci-dessus.

Le délai réservé aux actionnaires pour l'exercice du droit préférentiel est fixé à quinze jours à compter de la date de parution au Journal Officiel de la République Tunisienne de l'avis annonçant l'augmentation du capital souscrit et ce, sans observation des dispositions du 2ème paragraphe de l'article 113 du code de commerce.

Le délai de souscription aux augmentations du capital souscrit est fixé à deux mois. A la fin de ce délai, le conseil d'administration décide, selon le cas, soit la clôture de la souscription à concurrence des montants recueillis, soit l'annulation de ces augmentations.

Article 9 Les variations du capital déclaré des sociétés d'investissement à capital fixe sont soumises à l'autorisation préalable de l'assemblée générale extraordinaire et aux formalités de publicité relatives aux modifications des statuts.

**TITRE II (Abrogé) :** Le code des organismes de placement collectif abroge et remplace le titre II de la loi n° 88-92 du 2 août 1988, relative aux sociétés d'investissement, telle que modifiée et complétée par la loi n° 92-113 du 23 novembre 1992 et par la loi n° 95-87 du 30 octobre 1995 et le titre premier de la loi n° 92-107 du 16 novembre 1992 portant institution de nouveaux produits financiers pour la mobilisation de l'épargne, telle que modifiée et complétée par la loi n° 94-118 du 14 novembre 1994.

## **TITRE III**

### **LES SOCIETES D'INVESTISSEMENT A CAPITAL RISQUE**

Art. 21 (nouveau. Loi N°95-87 du 30 octobre 1995). Les sociétés d'investissement à capital risque ont pour objet la participation, pour leur propre compte ou pour le compte des tiers et en vue de sa rétrocession, au renforcement des fonds propres des entreprises et notamment des entreprises promues par les nouveaux promoteurs tels que définis par le code d'incitation aux investissements, des entreprises implantées dans les zones de développement régional, telles que fixées par ledit code, des entreprises objet d'opérations de mise à niveau ou rencontrant des difficultés économiques et bénéficiant de mesures de redressement conformément à la législation en vigueur, ainsi que des entreprises qui réalisent des investissements permettant de promouvoir la technologie ou sa maîtrise ainsi que l'innovation dans tous les secteurs économiques.

Les sociétés d'investissement à capital risque sont également autorisées à effectuer les opérations connexes et compatibles avec leur objet après autorisation du conseil du marché financier.

Art. 22 (nouveau. Loi N°95-87 du 30 octobre 1995). Les sociétés d'investissement à capital risque interviennent au moyen de la souscription ou de l'acquisition, d'actions ordinaires ou à dividende prioritaire sans droit de vote, de certificats d'investissement, de titres participatifs, d'obligations convertibles en actions et de parts sociales et d'une façon générale de toutes les autres catégories assimilées à des fonds propres conformément à la législation et la réglementation en vigueur.

Les participations des sociétés d'investissement à capital risque doivent faire l'objet de conventions avec les promoteurs fixant les modalités et les délais de la réalisation des rétrocessions. Ces participations ne doivent pas constituer la majorité du capital.

Art. 23 (nouveau. Loi N°95-87 du 30 octobre 1995). Les ressources des sociétés d'investissement à capital risque sont composées :

- du capital, des réserves et des autres fonds propres,
- de ressources sous forme de fonds à capital risque qui comprennent:
  - \*des ressources assimilées à des fonds propres dont les conditions sont liées aux résultats de projets financés sur ces ressources
  - \*des ressources spéciales, mises à sa disposition, à gérer pour le compte de tiers
  - \*des dotations provenant du budget de l'Etat, à gérer en vertu d'une convention à conclure avec l'Etat.

Le capital minimum libéré des sociétés d'investissement à capital risque ne peut être inférieur à 500 milles dinars.

## TITRE IV

### DISPOSITIONS DIVERSES

Article 24 (nouveau. Loi N°92-113 du 23 novembre 1992). L'exercice de l'activité de société d'investissement est soumis à une autorisation délivrée par le Ministre des Finances après avis de la Banque Centrale de Tunisie et du Conseil du Marché financier.

Les fondateurs des sociétés d'investissement doivent déposer à cet effet une demande accompagnée notamment des documents suivants:

- Projet des statuts de la société à créer;
- Fiches signalétiques des fondateurs;
- Liste des actionnaires ayant, chacun plus de 5 % du capital.

A l'expiration d'un délai de quarante cinq jours à compter du dépôt de la demande accompagnée des documents précités et en l'absence de toute réponse émanant de l'administration, la société est réputée sous réserve du respect des dispositions du code de commerce relatives à la procédure de constitution des sociétés anonymes, légalement autorisée à exercer l'activité de société d'investissement à capital fixe.

Les fondateurs personnes physiques et les dirigeants de la société d'investissement doivent jouir de leurs droits civiques et politiques et répondre aux conditions prévues par l'article 20 de la loi N° 67-51 du 7 décembre 1967 réglementant la profession bancaire.

Les sociétés d'investissement doivent désigner un commissaire aux comptes, membre de l'ordre des experts comptables de Tunisie, qui certifie l'exactitude des informations données sur leurs états financiers.

Article 25 (nouveau. Loi N°95-87 du 30 octobre 1995). Les sociétés d'investissement ne peuvent changer de catégorie qu'après obtention de nouveau de l'autorisation, conformément aux dispositions de l'article 24 de la présente loi.

Article 26 Le retrait de l'autorisation prévue à l'article 24 de la présente loi est prononcé par le Ministre des Finances après avis de la Banque Centrale de Tunisie et du Conseil du Marché Financier soit sur la demande de la société considérée, soit lorsque la société ne répond plus aux conditions qui ont présidé à l'octroi de l'autorisation ou qu'elle s'est rendue coupable d'un manquement grave à la législation ou à la réglementation en vigueur.

En cas de retrait de l'agrément, la société concernée doit cesser son activité dans l'année qui suit la date de la décision de retrait.

Article 27 Les sociétés d'investissement sont soumises au contrôle du Conseil du Marché financier. Ce contrôle vise à s'assurer de la conformité de l'activité de ces sociétés aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

A l'effet d'accomplir ce contrôle, le Conseil du Marché Financier peut demander tous les documents et informations qu'il juge nécessaires et effectuer toutes investigations sur place.

Article 28 Les sociétés d'investissement créées le cadre de la loi N° 85-108 du 6 décembre 1985 portant encouragement d'organismes financiers et bancaires travaillant essentiellement

avec les non résidents ne sont pas soumises aux conditions de fonctionnement et au contrôle prévus aux articles 4, 17 et 27 de la présente loi. Toutefois, des conditions garantissant la répartition des risques seront prévues par la convention visée à l'article 28 de la loi N° 85-108 et insérées également dans les statuts de ces sociétés.

Toutefois, les sociétés qui soumettent leurs activités en Tunisie aux dispositions des articles 4, 17 et 27 de la présente loi sont autorisées à acquérir et à vendre librement en bourse, des valeurs mobilières tunisiennes.

Article 29 Le fondateur, le Président Directeur Général, le directeur général de la société d'investissement ou l'un des membres de son conseil d'administration qui aura contrevenu à l'une des dispositions de la présente loi relative aux conditions de création et de fonctionnement, est puni d'une amende de 1 000 à 5 000 D, et en cas de récidive, d'une amende de 3 000 à 10 000 D, et ce, nonobstant toutes sanctions plus sévères en vertu d'autres textes légaux.

Article 30 Sont abrogées toutes les dispositions contraires à la présente loi et notamment les dispositions de la loi N° 59-29 du 12 février 1959 portant création de sociétés d'investissement et de la loi N° 68-11 du 7 mai 1968 relative aux sociétés d'investissement à capital variable telles que modifiée respectivement par la loi N° 69-48 et la loi N° 69-49 du 26 juillet 1969.

Tunis, le 2 août 1988

Zine El Abidine Ben Ali

## Note de présentation du projet de loi modifiant et complétant la loi n°41-05 relative aux organismes de placement en capital risque

Cette note a pour objet de présenter les principaux amendements apportés à la loi n°41-05 relative aux organismes de placement en capital risque (OPCR). Cet amendement a été préparé en concertation avec le Conseil déontologique des Valeurs Mobilières et l'Association Marocaine des Investisseurs en Capital.

L'objectif de cet amendement étant de capitaliser l'expérience et les enseignements retenus de l'application de la loi actuelle tout en s'inspirant des meilleures pratiques internationales pour créer un cadre juridique adapté aux besoins économiques de notre pays.

Les principales nouveautés apportées par le projet de loi peuvent être regroupées en trois grandes catégories visant les objectifs suivants:

- l'élargissement du champ d'application de la loi pour couvrir toute l'activité de capital d'investissement ;
- une plus grande sécurisation du dispositif et le renforcement de la protection des investisseurs ;
- l'amélioration des techniques financières utilisées et leur standardisation avec les pratiques internationales.

### **1- L'élargissement du champ d'application de la loi pour couvrir toute l'activité de capital d'investissement :**

L'objectif à ce titre est de créer un cadre juridique qui englobe l'ensemble de l'activité du capital investissement et ses différentes catégories (capital risque, capital développement, capital retournement) afin de compléter l'offre de financement au profit des entreprises et accompagner l'évolution importante de l'activité de capital investissement au Maroc.

Il est prévu à ce titre de lever une des principales contraintes de la loi n°41-05 susvisée qui impose aux OPCR de détenir un portefeuille constitué d'au moins 50% de titres représentatifs de fonds et de quasi-fonds propres d'entreprises ayant la qualité légale de PME et de la remplacer par l'obligation de détenir 50% de titres représentatifs de fonds et de quasi-fonds propres de sociétés non cotées, et ce à l'instar des meilleurs pratiques internationales.

### **2- Une plus grande sécurisation du dispositif et le renforcement de la protection des investisseurs :**

A ce titre, et en vue de permettre le renforcement de la protection des porteurs de parts, le projet de loi modificatif prévoit, d'une part, de renforcer le rôle et les prérogatives du CDVM en matière de contrôle en amont et en aval des OPCR et de leur société de gestion, et d'autre part, d'introduire l'obligation de recourir à un établissement dépositaire, distinct de la société de gestion, ayant pour mission d'assurer la conservation des actifs des fonds, d'exécuter les ordres de la société de gestion et d'établir et certifier l'inventaire des actifs gérés.

### **3- L'amélioration des techniques financières utilisées et leur standardisation avec les pratiques internationales :**

L'objectif à ce titre est la clarification et l'amélioration des dispositions régissant le fonctionnement de l'activité de capital investissement et leur harmonisation avec, d'une part, les dispositions régissant les autres organismes de placement collectif (Organismes de Placement collectif en valeurs mobilières et fonds de placement collectif en titrisation) et, d'autre part, les standards internationaux en la matière.

Plusieurs amendements ont été apportés à ce titre dont notamment:

- la clarification de la composition de l'actif de l'OPCR et l'inclusion de nouvelles classes d'actifs ;
- le renvoi de la limitation de la période d'investissement à la voie réglementaire pour permettre une plus grande flexibilité et une adaptation à l'évolution des pratiques de la profession en la matière ;
- l'exigence de la forme nominative des actions de la société de gestion en vue de renforcer le contrôle par le CDVM des dispositions régissant la qualité et le changement d'actionnariat;
- l'agrément de l'OPCR par le CDVM, au lieu d'un simple avis, et ce dans le but de soumettre au contrôle du CDVM, selon un régime unifié, tout produit d'épargne collective.

Tel est l'objet du présent projet de loi modificatif, ci-joint.

**PROJET DE LOI N° .....**  
**MODIFIANT ET COMPLETANT**  
**LA LOI N° 41-05 RELATIVE AUX ORGANISMES**  
**DE PLACEMENT EN CAPITAL-RISQUE**

**ARTICLE PREMIER**

Les dispositions des articles 1 , 2, 4 (1<sup>er</sup>, 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> alinéa), 5, 6 (2<sup>ème</sup> alinéa), 7, 8, 9 (1<sup>er</sup> et 3<sup>ème</sup> alinéa), 10, 11, 12, 13, 14, 15 bis, 16, 17, 18 (1<sup>er</sup> alinéa), 22, 23, 25 (1<sup>er</sup> alinéa), 27, 35, 38 (1<sup>er</sup> alinéa), 43 (1<sup>er</sup> alinéa), 48 (1<sup>er</sup> alinéa), 51 et 53 de la loi n°41-05 relative aux organismes de placement en capital-risque, promulguée par le Dahir n° 1-06-13 du 15 moharrem 1427 ( 14 février 2006 ) sont modifiées et complétées comme suit:

**«Article premier**

« La présente loi a pour objet de fixer le régime juridique applicable aux organismes de « placement collectif en capital, désignés ci-après sous la dénomination « OPCC » et dont la « gestion doit être obligatoirement assurée par une société de gestion telle que prévue au titre III « de la présente loi.

« Les OPCC sont classés par catégorie en fonction notamment de leur stratégie d'investissement.

« Les différentes catégories d'OPCC sont fixées par l'Administration après avis du Conseil « déontologique des valeurs mobilières, ci-après désigné par CDVM.

**« Article 2**

« Les OPCC comprennent les sociétés de placement collectif en capital, désignées ci- après « SPCC, et les fonds de placement collectif en capital, désignés ci-après FPCC.

**« Article 4**

« L'actif d'un OPCC peut comprendre les éléments suivants :

« 1) des actions, des parts sociales, des certificats d'investissement, des droits d'attributions ou de « souscriptions de titres de capital ainsi que tout autre titre de capital ou titre de créance « donnant accès au capital social et les créances ci-après :

« les créances sous forme d'avances en compte courant d'associés bloquées pour une période « supérieure à deux ans ;

« les créances sous forme d'avances en compte courant d'associés qui sont assorties d'un « engagement irrévocable de leur conversion en titres de capital ;

« 2) tous titres de créance ne donnant pas accès au capital social ;

« 3) des liquidités qui se composent de fonds déposés à vue ou pour une durée n'excédant pas « deux ans et des placements sous forme d'avances en compte courant d'associés à vue ou « bloquées pour une période n'excédant pas deux ans;

« 4) toutes autres catégories de valeurs mobilières assimilées au sens de l'article 3 du dahir portant « loi n° 1-93-211 relatif à la bourse des valeurs, tel que modifié et complété.

**« Article 5:**

« Un OPCC ne peut procéder à des emprunts au-delà d'un seuil, par rapport à sa situation nette, « fixé par l'administration, sur proposition du CDVM.

**«Article 6**

« L'actif d'un OPCC doit être constitué à concurrence de 50 % au moins d'actifs tels que prévus « au 1) de l'article 4 ci-dessus représentant des créances et des titres donnant accès directement « ou indirectement au capital émis par des sociétés non cotées remplissant les conditions prévues « à l'article 9 de la présente loi et des créances dont le remboursement est subordonné au « remboursement préalable des autres créanciers des sociétés remplissant les conditions prévues à

« l'article 9 de la présente loi. Cette proportion de 50% d'actifs est désignée ci-après par « affectation minimale ».

« Toutefois, et en cas de non respect de l'affectation minimale de 50% lors de l'arrêt des comptes semestriels, l'OPCC n'est pas déchu de son régime sous réserve qu'il régularise sa situation au plus tard lors du semestre suivant et qu'il s'agisse du premier manquement.

« Les conditions de valorisation des actifs pris en compte pour le respect l'affectation minimale sont fixées par l'Administration sur proposition du CDVM.

#### **« Article 7**

« Pour le calcul de l'affectation minimale de 50% visée à l'article 6 ci-dessus les créances non assorties d'un engagement de conversion en titres de capital et/ou dont le remboursement n'est pas subordonné au remboursement préalable des autres créanciers et les créances sous forme d'avances en compte courant d'associés visés au paragraphe 1 de l'article 4 de la présente loi sont pris en considération à hauteur maximum de 15% de l'actif de l'OPCC, lorsqu'ils sont respectivement détenus ou consentis à des sociétés non cotées remplissant les conditions prévues par l'article 9 ci-dessous dans lesquelles l'OPCC détient au moins 5 % du capital;

« Sont également pris en compte les titres émis par des sociétés non cotées remplissant les conditions prévues par l'article 9 ci-dessous, détenus par l'OPCC pendant une période supérieure à un an et qui par la suite sont inscrits à la cote de la Bourse des valeurs, étant entendu qu'après cette inscription, ces titres restent pris en compte pour le calcul de l'affectation minimale pendant une durée maximale de 3 ans à compter de la date d'inscription.

« De même, sont pris en compte les titres émis par d'autres OPCC à concurrence de la quote part qu'ils investissent dans des actifs pris en compte dans le calcul de l'affectation minimale de ces derniers.

« Ne sont pas pris en compte, dans le calcul de l'affectation minimale, les titres émis par les organismes de placement collectifs en valeurs mobilières.

« Pour l'application du présent article, la constitution de provisions ou la liquidation d'une participation de l'OPCC doit être effective au niveau des comptes de l'exercice au cours duquel l'événement justifiant cette provision ou cette liquidation a été porté à la connaissance de la société de gestion et ce, en vue d'assurer une image fidèle de la comptabilité de l'OPCC.

#### **« Article 8**

« Les OPCC doivent se conformer aux dispositions des articles 6 et 7 ci-dessus au plus tard à la clôture de l'exercice suivant l'exercice de leur constitution.

#### **« Article 9**

« Pour être admises dans le calcul de l'affectation minimale de 50% visée à l'article 6 ci-dessus, les sociétés doivent remplir les conditions suivantes :

« - être de droit marocain ;

« - ne pas avoir leurs titres inscrits à la cote de la Bourse des valeurs;

« - leurs dirigeants, leurs conjoints, ascendants et descendants, ne détiennent pas, ensemble ou à titre individuel, directement ou indirectement, une participation de plus de vingt (20%) pour cent du capital social de la SPCC ou des parts émises par le FPCC.

#### **« Article 10:**

« Les OPCC sont dispensés du respect de l'affectation minimale de 50%, prévue par l'article 6 ci-dessus, s'ils déclarent au CDVM entrer en période de désinvestissement.

« Au sens du présent article, on entend par période de désinvestissement d'un OPCC, la période pendant laquelle la société de gestion procède à la cession des participations de l'OPCC.

« Pendant cette période, aucun investissement ne peut être effectué pour le compte de l'OPCC.

« L'OPCC ne peut entrer en période de désinvestissement qu'après une durée de vie minimale, à partir de sa date de constitution, fixée par l'Administration après avis du CDVM.

« Le rachat de parts ou d'actions, tel que visé aux articles 18 et 23 de la présente loi, ne peut être



« réalisé avant l'entrée en période de désinvestissement. Lors de cette période, les porteurs de parts et actionnaires des OPCC peuvent exiger la liquidation de l'OPCC si leurs demandes de rachat faites dans les conditions requises par les statuts ou le règlement de gestion, n'ont pas été satisfaites dans le délai d'un an.

**« Article 11:**

« Les actions et les parts représentatives d'apports en nature faits à un OPCC sont libérées intégralement lors de leur émission. Les actions et parts des OPCC peuvent être de différentes catégories. Les différentes catégories peuvent représenter des droits différents sur la totalité ou une partie de l'actif ou sur les produits des OPCC.

« Les caractéristiques des actions et parts des OPCC ainsi que leurs droits, rangs, préférences et priorité respectifs, de même que leurs différentes catégories sont précisés dans le règlement de gestion

**« Article 12:**

« Avant la constitution d'un OPCC, la société de gestion est tenue de soumettre, pour agrément, au CDVM les projets de statuts et du mandat de gestion tel que prévu à l'article 27 ci-dessus s'il s'agit d'une SPCC, ou le projet de règlement de gestion s'il s'agit d'un FPCC.

« Le CDVM examine la conformité de ces documents au regard des dispositions de la présente loi et transmet, dans un délai maximum de trois (3) semaines à compter de la date du dépôt desdits documents, ses observations à la société de gestion aux fins, le cas échéant, de rectifier lesdits documents.

« Les modifications du règlement de gestion d'un FPCC et des statuts d'une SPCC ainsi que, le cas échéant, du mandat de gestion liant cette dernière à une société de gestion, devront être agréées par le CDVM.

« Si l'OPCC est constitué ou géré en vertu de documents non conformes, la société de gestion est passible des sanctions prévues à l'article 43 ci-dessous.

**« Article 13:**

« Outre les documents cités à l'article 12 ci-dessus, la société de gestion est également tenue de soumettre, pour information au CDVM et à l'Administration un document d'information relatif à l'OPCC, conformément au modèle type élaboré par le CDVM. Ce document doit préciser tous les éléments nécessaires à l'information des souscripteurs d'actions ou de parts et notamment :

« -la durée limitée ou illimitée de l'OPCC ;

« -la politique de placement de l'OPCC ;

« -la politique d'affectation des résultats ;

« -les modalités et les conditions de souscription et de cession par les actionnaires ou les porteurs de parts.

« En cas de modification du document d'information, celui-ci doit être à nouveau soumis pour information au CDVM et à l'Administration, conformément aux dispositions du présent article.

« Lorsque l'OPCC fait appel public à l'épargne, la société de gestion établit le document d'information prévu à l'article 13 du Dahir portant loi n° 1-93-212 du 4 rabia II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières et des informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne. Ce document doit être établi selon le modèle type prévu par le CDVM et comprend les éléments nécessaires à l'information des souscripteurs mentionnés au 1<sup>er</sup> alinéa ci-dessus. Ce document d'information donne lieu au règlement de la commission prévue à l'article 36 dudit dahir portant loi.

**« Article 15 bis (Établissement Dépositaire) :**

« a) La garde des actifs d'un OPCC doit être confiée à un établissement dépositaire distinct de la société de gestion visée à l'article 25.

« b) Seuls peuvent exercer la fonction d'établissement dépositaire :

« -les banques agréées conformément à la législation qui les régit ;

« -la Caisse de dépôt et de gestion ;

« -les établissements ayant leur siège social au Maroc et ayant pour objet le dépôt, le crédit, la  
« garantie, la gestion de fonds ou les opérations d'assurance et de réassurance. Ces établissements  
« doivent figurer sur une liste arrêtée par l'Administration, après avis du conseil déontologique  
« des valeurs mobilières.

« L'établissement dépositaire doit présenter des garanties suffisantes, notamment en ce qui  
« concerne son organisation, ses moyens techniques et financiers et l'expérience de ses dirigeants.

« c) L'établissement dépositaire a pour mission d'assurer la conservation des actifs des OPCC. Il  
« exécute les ordres de la société de gestion concernant les achats et les ventes de titres ainsi que  
« ceux relatifs aux droits attachés aux titres composant les actifs des OPCC et tient un relevé  
« chronologique des opérations réalisées pour le compte de ces derniers.

« L'établissement dépositaire établit et certifie l'inventaire des actifs gérés par l'OPCC. Ce  
« document doit être mis à la disposition du ou des commissaires aux comptes et des porteurs de  
« parts ou actionnaires de l'OPCC.

« d) En cas de cessation des fonctions de l'établissement dépositaire d'un OPCC, pour quelque  
« cause que ce soit, il doit être remplacé par un autre établissement dépositaire visé dans les  
« conditions prévues au présent article.

« Son remplacement doit avoir lieu sans délai, par la société de gestion de l'OPCC, dans les  
« formes et conditions prescrites par le règlement de gestion. Tant que le remplacement de  
« l'établissement dépositaire n'est pas effectué, la responsabilité de l'établissement dépositaire  
« défaillant reste engagée. Celui-ci doit prendre toutes les mesures nécessaires à la conservation  
« des intérêts des actionnaires ou des porteurs de part de l'OPCC.

« Si le remplacement n'est pas effectué, le CDVM désigne un établissement dépositaire pour  
« l'OPCC. L'établissement dépositaire ainsi désigné reste en fonction jusqu'à la désignation par la  
« société de gestion de l'OPCC d'un nouvel établissement dépositaire.

« L'établissement dépositaire désigné par le CDVM ne peut rester en fonction pour une période  
« supérieure à six mois. A défaut de la désignation par les actionnaires ou porteurs de parts de  
« l'OPCC d'un nouvel établissement dépositaire dans le délai susvisé, l'OPCC entre en état de  
« liquidation.

#### « Article 16 :

« Les FPCC sont une copropriété d'actifs, tels que visés à l'article 4 de la présente loi.

« Ils n'ont pas la personnalité morale.

« Leurs parts sont émises, rachetées et cédées dans les conditions et les formes fixées par le  
« règlement de gestion.

« Les parts émises par les FPCC sont assimilées à des valeurs mobilières.

« Les dispositions des articles 960 à 981 du dahir du 9 ramadan 1331 (12 août 1913) formant  
« Code des obligations et contrats ne s'appliquent pas aux FPCC.

« Les porteurs de parts d'un FPCC ne sont tenus des dettes du fonds qu'à concurrence de l'actif  
« du fonds et proportionnellement à leur quote-part dans l'actif de ce fonds.

#### « Article 17 :

« Un FPCC est constitué à l'initiative conjointe d'une société de gestion et d'un établissement  
« dépositaire.

« Un FPCC est considéré constitué dès la signature de son règlement de gestion par la société de  
« gestion et les premiers souscripteurs

#### « Article 18 :

« Le règlement de gestion du FPCC doit préciser au moins les indications suivantes :

« - la dénomination et la durée du FPCC, ainsi que la dénomination de la société de gestion qui le  
« gère et de l'établissement dépositaire ;

« - la politique de placement, notamment les buts spécifiques qu'elle vise et les critères dont elle  
« s'inspire ;

« - la durée de l'exercice comptable du FPCC qui ne peut dépasser douze (12) mois. Toutefois, le  
« premier exercice peut s'étendre sur une durée différente, sans excéder dix-huit (18) mois par  
« dérogation à la loi n° 9-88 relative aux obligations comptables des commerçants ;

« - les modalités et conditions de souscription des parts, ainsi que les modalités d'évaluation de la

« valeur de la part du FPCC ;  
« - les modalités d'affectation des résultats et, le cas échéant, de distribution des revenus ;  
« -les conditions et les modalités de libération des apports qui sont faits au FPCC ;  
« -les modalités de rémunération de la société de gestion;  
« -les modalités et conditions de cession des parts et le cas échéant, les restrictions éventuelles à  
« la négociabilité desdites parts ;  
« - Les catégories de parts des FPCC et les droits y afférents ;  
« - les conditions et les formes de rachat des parts du FPCC ;  
« -la nature et la fréquence des informations à fournir aux porteurs de parts et au public ;  
« -les modalités d'amendement du règlement de gestion ;  
« -le nom ou la dénomination du ou des premier (s) commissaire (s) aux comptes ;  
« -les conditions et les modalités de substitution de la société de gestion, notamment pour cause  
« de retrait d'agrément à cette dernière conformément aux dispositions de la présente « loi, et de  
« l'établissement dépositaire;  
« -les cas de dissolution du FPCC, sans préjudice des causes légales, ainsi que les conditions de  
« liquidation et les modalités de répartition des actifs

**« Article 22 :**

« Par dérogation aux dispositions de la loi n° 17-95 relative aux sociétés anonymes:  
« - les actions représentatives d'apports en numéraire émises par les SPCC sont libérées en une ou  
« plusieurs fois, à l'initiative de la société de gestion, dans un délai qui ne peut excéder cinq ans à  
« compter de l'immatriculation de la société au registre du commerce ou de la réalisation de  
« l'augmentation de capital, sans obligation de libération de minimum à chaque souscription ;  
« - les titres de capital des SPCC peuvent être rachetés dans les formes et les conditions fixées par  
« les statuts;  
« - les SPCC peuvent procéder à une ou plusieurs augmentations de capital par apports en  
« numéraire réservées à une ou plusieurs personnes non actionnaires, sans qu'il soit nécessaire de  
« libérer auparavant la totalité du capital déjà souscrit.

**« Article 23 :**

« Toute société déjà constituée à la date d'entrée en vigueur de la présente loi, et désirant acquérir  
« la qualité de SPCC doit accomplir les actes suivants :  
« - la mise en conformité de ses statuts avec les dispositions de la présente loi et  
« l'accomplissement de la publicité légale des modifications statutaires conformément à la  
« législation en vigueur ;  
« -la conclusion d'un mandat de gestion avec une société de gestion dûment agréée;  
« -le dépôt au CDVM du document d'information prévu à l'article 13 ci-dessus.  
« Outre les mentions minimales requises par la loi régissant la forme juridique de la SPCC, et sans  
« préjudice de toutes autres mentions utiles, les statuts doivent contenir les indications suivantes :  
« -la dénomination de la société de gestion et de l'établissement dépositaire ;  
« -les conditions et les modalités de libération des apports faits à la SPCC ;  
« -les modalités, les formes et les conditions de rachat des actions de SPCC ;  
« - les catégories d'actions de SPCC et les droits y afférents ;  
« -les modalités et conditions de cession des actions et le cas échéant, les restrictions éventuelles à  
« la négociabilité desdites actions ;  
« -la durée de l'exercice comptable de la SPCC qui ne peut dépasser douze (12) mois. Toutefois, le  
« premier exercice peut s'étendre sur une durée différente, sans excéder dix-huit (18) mois par  
« dérogation à la loi n° 9-88 relative aux obligations comptables des commerçants ;  
« -la politique de placement de la SPCC, notamment les buts spécifiques et les critères dont elle  
« s'inspire ;  
« -les modalités de rémunération de la société de gestion et celles de l'établissement dépositaire;  
« -la nature et la fréquence des informations à fournir aux actionnaires et au public;  
« -les cas de dissolution de la SPCC, sans préjudice des causes légales, ainsi que les conditions de  
« liquidation et les modalités de répartition des actifs ;  
« -les conditions et les modalités de substitution de la société de gestion et de l'établissement

« dépositaire, le cas échéant.

**« Article 25 :**

« Seules peuvent exercer la fonction de sociétés de gestion d'OPCC, les personnes morales  
« remplissant les conditions suivantes :

« -avoir pour activité principale et habituelle la gestion d'un ou plusieurs OPCC ainsi que les  
« opérations s'y rapportant. Elles peuvent exercer à titre accessoire, l'activité de conseil en  
« investissement et en gestion de patrimoine;

« - disposer d'un capital social, divisé obligatoirement en actions nominatives, entièrement libéré  
« lors de leur constitution et dont le montant ne peut être à un million (1.000.000) de dirhams. Il  
« peut être fixé à un montant supérieur par l'Administration, sur proposition du CDVM»

« - présenter des garanties suffisantes, notamment en ce qui concerne leur organisation, leurs  
« moyens techniques et financiers ainsi que les compétences professionnelles nécessaires à même  
« de leur permettre de remplir avec efficacité l'intégralité de leur missions ;

« -leurs dirigeants ne doivent pas avoir fait l'objet des condamnations prévues par l'article 42 de la  
« présente loi.

« Les conditions susvisées doivent être maintenues pendant toute la durée de l'exercice par la  
« société de gestion de ses fonctions de gestion d'OPCC.

**« Article 27 :**

« La société de gestion gère les SPCC en vertu d'un mandat de gestion conclu avec ces dernières  
« conformément aux dispositions de la législation en vigueur et de la présente loi.

« Le mandat de gestion doit comporter au moins :

« - l'objet du mandat;

« - l'identification de la SPCC et de la société de gestion concernée;

« - les modalités de rétribution de la société de gestion ;

« - les modalités d'information de la SPCC sur l'exercice du mandat ;

« - la durée du mandat ;

« - les conditions et modalités de résiliation du mandat de gestion conformément à la législation  
« en vigueur.

« Sans préjudice des autres obligations prévues par la présente loi, la société de gestion est  
« mandataire des SPCC et doit par conséquent respecter les dispositions relatives aux obligations  
« du mandataire telles que prévues au titre sixième du livre deuxième du dahir du 9 ramadan  
« 1331 (12 août 1913) formant code des obligations et des contrats.

**« Article 35 :**

« Le CDVM exerce un contrôle permanent sur les OPCC, leur société de gestion et leur  
« établissement dépositaire, afin de s'assurer qu'ils respectent les dispositions légales et  
« réglementaires qui leur sont applicables en vertu de la présente loi.

« Le CDVM s'assure du respect de la pérennité des conditions, prévues à l'article 25 ci-dessus,  
« ayant présidé à l'octroi de l'agrément aux sociétés de gestion.

« Le CDVM s'assure également du respect ou de la mise en œuvre par les OPCC, leur société de  
« gestion:

« - des règles prudentielles qui leur sont applicables telles que prévues à l'article 15 ci-dessus ;

« - des obligations d'information des porteurs de part d'OPCC et du public ;

« - de la politique de placement telle que prévue par la présente loi.

« Le CDVM s'assure également du respect ou de la mise en œuvre par l'établissement dépositaire  
« des règles de conservation des actifs et d'exécution des ordres.

« Le CDVM contrôle, en outre, que les OPCC, leur société de gestion et leur établissement  
« dépositaire, respectent les dispositions des circulaires prévues à l'article 4-2 du dahir portant loi  
« n° 1-93-212 du 4 26 rabii II 1414 (21 septembre 1993) précité tel que modifié ou complété, qui  
« leur sont applicables.

**« Article 38 :**

« Toute société de gestion, toute SPCC, ainsi que la société de gestion pour tout FPCC qu'elle

« gère, est tenue de désigner un commissaire aux comptes pour trois exercices.

« Toutefois :

« - le premier ou les premiers commissaires aux comptes sont désignés dans les statuts ou le règlement de gestion pour une durée d'un an ;

« - lorsque l'OPCC fait appel public à l'épargne, la SPCC, et la société de gestion, pour le FPCC, sont tenus de désigner deux (2) commissaires aux comptes.

« La nomination ou le renouvellement du ou des commissaire(s) aux comptes doit être préalablement être approuvée par le CDVM.

« Les dispositions du titre VI de la loi n°17-95 précitée sont applicables aux sociétés de gestion, au(x) commissaire(s) aux comptes et aux porteurs de parts des FPCC dans la mesure où elles ne sont pas incompatibles avec celles de la présente loi.

#### « Article 43 :

« Sans préjudice des sanctions pénales prévues aux articles 44 à 46 ci-après, le CDVM peut prononcer des sanctions disciplinaires, telles que mise en demeure, avertissement ou blâme, à l'encontre des OPCC, et de leur société de gestion qui ne respectent pas les obligations des articles 4, 5, 12, 13, 15, 37, 38 et 49 de la présente loi.

« Lorsque les sanctions disciplinaires prévues ci-dessus sont demeurées sans effet, le CDVM peut proposer à l'Administration :

« - soit d'interdire ou de restreindre l'exercice de certaines opérations par la société de gestion de l'OPCC ;

« - soit de retirer l'agrément à la société de gestion de l'OPCC.

« Le CDVM peut prononcer, outre les sanctions pécuniaires, une mise en garde, une mise en demeure, un avertissement ou un blâme à l'encontre de l'établissement dépositaire qui ne se conforme pas aux dispositions de l'article 15 bis.

#### « Article 48

« Les OPCC sont assujettis au paiement d'une commission annuelle au profit du CDVM. Cette commission est calculée sur la base de l'actif net des OPCC, selon les modalités précisées par l'Administration, sur proposition du CDVM. Le taux de cette commission ne peut excéder un taux de un pour mille.

« Le défaut de paiement de la commission dans les délais prescrits donne lieu à l'application d'une majoration. Le taux de la majoration ne peut excéder un plafond de deux pour cent (2%) par mois ou fraction de mois de retard calculé sur le montant de la commission exigible. Le taux et les modalités de règlement de la commission, ainsi que le taux de la majoration sont fixés par l'Administration, sur proposition du CDVM.

#### « Article 51

« L'AMIC veille et sensibilise ses membres sur l'observation des dispositions légales et réglementaires qui leurs sont applicables.

« Elle doit porter à la connaissance de l'Administration et du CDVM tout manquement dont elle aurait connaissance dans ce domaine.

« L'AMIC étudie les questions intéressant l'exercice de la profession, la création de services communs, la formation du personnel et les relations avec les représentants des employés.

« Elle est habilitée à ester en justice lorsqu'elle estime que les intérêts de la profession sont en jeu.

#### **ARTICLE 2 :**

L'article 14 de la loi 41-05 relative aux organismes de placement en capital -risque est abrogé.

#### **ARTICLE 3 :**

Les sociétés qui gèrent des OPCC, disposent d'un délai d'un (1) an à compter de la date de publication de la présente loi pour se conformer aux dispositions de ladite loi.

#### **ARTICLE 4 :**

Au niveau de la loi précitée n° 41-05 relative aux organismes de placement en capital -risque, telle

que modifiée et complétée par la présente loi, les dénominations « organismes de placement collectifs en capital », « sociétés de placement collectif en capital », « fonds de placement collectif en capital » et les sigles « OPCC », « SPCC » et « FPCC » se substituent respectivement aux dénominations « organismes de placement en capital-risque », « sociétés de capital-risque » et « fonds communs de placement à risque », et aux sigles « OPCR », « SCR » et « FCPR ». Les références aux « PME » sont remplacées par les références aux « sociétés non cotées ».

## LOIS

**Loi n° 06-10 du 28 Jomada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006 portant abrogation de l'ordonnance n° 03-02 du 19 Jomada El Oula 1424 correspondant au 19 juillet 2003 relative aux zones franches.**

-----

Le Président de la République,

Vu la Constitution, notamment ses articles 119, 120, 122 et 126 ;

Vu l'ordonnance n° 03-02 du 19 Jomada El Oula 1424 correspondant au 19 juillet 2003 relative aux zones franches ;

Après adoption par le parlement ;

**Promulgue la loi dont la teneur suit :**

Article 1er. — Est abrogée l'ordonnance n° 03-02 du 19 Jomada El Oula 1424 correspondant au 19 juillet 2003 relative aux zones franches.

Art. 2. — La présente loi sera publiée au *Journal officiel* de la République algérienne démocratique et populaire.

Fait à Alger, le 28 Jomada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006.

Abdelaziz BOUTEFLIKA.



**Loi n° 06-11 du 28 Jomada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006 relative à la société de capital investissement.**

-----

Le Président de la République,

Vu la Constitution, notamment ses articles 119, 120, 122 et 126 ;

Vu l'ordonnance n° 66-154 du 8 juin 1966, modifiée et complétée, portant code de procédure civile ;

Vu l'ordonnance n° 66-155 du 8 juin 1966, modifiée et complétée, portant code de procédure pénale ;

Vu l'ordonnance n° 66-156 du 8 juin 1966, modifiée et complétée, portant code pénal ;

Vu l'ordonnance n° 75-58 du 26 septembre 1975, modifiée et complétée, portant code civil ;

Vu l'ordonnance n° 75-59 du 26 septembre 1975, modifiée et complétée, portant code de commerce ;

Vu le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, modifié et complété, relatif à la bourse des valeurs mobilières ;

Vu l'ordonnance n° 96-08 du 19 Châabane 1416 correspondant au 10 janvier 1996 relative aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières (O.P.C.V.M), (S.I.C.A.V) et (F.C.P) ;

Vu la loi n° 01-18 du 27 Ramadhan 1422 correspondant au 12 décembre 2001 portant loi d'orientation sur la promotion de la petite et moyenne entreprise ;

Vu la loi n° 02-11 du 20 Chaoual 1423 correspondant au 24 décembre 2002 portant loi de finances pour 2003 ;

Vu la loi n° 04-18 du 13 Dhou El Kaada 1425 correspondant au 25 décembre 2004 relative à la prévention et à la répression de l'usage et du trafic illicite de stupéfiants et de substances psychotropes ;

Vu la loi n° 04-21 du 17 Dhou El Kaada 1425 correspondant au 29 décembre 2004 portant loi de finances pour 2005 ;

Vu la loi n° 05-01 du 27 Dhou El Hidja 1425 correspondant au 6 février 2005 relative à la prévention et à la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme ;

Vu l'ordonnance n° 05-06 du 18 Rajab 1426 correspondant au 23 août 2005 relative à la lutte contre la contrebande ;

Vu la loi n° 06-01 du 21 Moharram 1427 correspondant au 20 février 2006 relative à la prévention et à la lutte contre la corruption ;

Après avis du Conseil d'Etat ;

Après adoption par le parlement ;

**Promulgue la loi dont la teneur suit :**

### CHAPITRE I

#### OBJET, STATUT ET CAPITAL

Article 1er. — La présente loi a pour objet de définir les conditions d'exercice de l'activité de capital investissement par la société de capital investissement, ainsi que les modalités de sa création et de son fonctionnement.

Art. 2. — La société de capital investissement a pour objet la participation dans le capital social et toute opération consistant en des apports en fonds propres et en quasi fonds propres dans les entreprises en création, en développement, en transmission ou en privatisation.

Art. 3. — L'activité de capital investissement est exercée par la société, pour son propre compte ou pour le compte de tiers et selon le stade de développement de l'entreprise objet du financement.

Art. 4. — Les modalités d'intervention de la société de capital investissement sont :

— Le capital risque qui couvre :

\* le "capital faisabilité" ou "capital amorçage" : avant la création de l'entreprise ;

\* le "capital création" : à la phase de création de l'entreprise.

— le "capital développement" : développement des capacités de l'entreprise après sa création.

— le "capital transmission" : rachat d'une entreprise par un acquéreur interne ou externe.

— le rachat des participations et/ou parts sociales détenues par un autre capital investisseur.

Art. 5. — La société de capital investissement intervient au moyen de la souscription ou de l'acquisition :

— d'actions ordinaires,

— de certificats d'investissement,

— d'obligations convertibles en actions,

— de parts sociales,

— et, de façon générale, de toutes les autres catégories de valeurs mobilières assimilées à des fonds propres conformément à la législation et à la réglementation en vigueur.

La société de capital investissement assure la gestion de valeurs mobilières.

Art. 6. — La société de capital investissement peut réaliser, à titre accessoire, dans le cadre de son objet et pour le compte des entreprises intéressées, toute opération connexe compatible avec son objet.

Art. 7. — La société de capital investissement est constituée sous la forme de société par actions régie par la législation et la réglementation en vigueur sous réserve des dispositions de la présente loi.

Art. 8. — Le capital social minimum est fixé par voie réglementaire.

Il est libérable selon les modalités suivantes :

— 50% à la date de la constitution de la société ;

— 50% selon les dispositions prévues par le code de commerce.

Art. 9. — Le capital social de la société de capital investissement est détenu par des investisseurs publics ou privés, personnes morales ou physiques.

Les modalités de détention du capital social de la société de capital investissement pour les personnes morales ou physiques sont fixées par voie réglementaire.

## CHAPITRE II

### EXERCICE DE L'ACTIVITE DE CAPITAL INVESTISSEMENT

Art. 10. — L'exercice de l'activité de capital investissement est soumis à une autorisation préalable délivrée par le ministre chargé des finances, après avis de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB) et de la banque d'Algérie.

La demande d'autorisation est introduite auprès du ministre chargé des finances par les fondateurs de la société de capital investissement.

La demande est accompagnée des documents suivants :

— le pacte d'actionnaires,

— les projets de statuts,

— les fiches de renseignements sur les fondateurs,

— la liste des actionnaires détenant plus de 10% du capital,

— le mode d'organisation et de fonctionnement,

— et tout autre document ou information requis par le ministre chargé des finances.

Art. 11. — Les fondateurs personnes physiques et les dirigeants de la société de capital investissement doivent jouir de leurs droits civiques.

Nul ne peut être fondateur d'une société de capital investissement ou membre de son conseil d'administration, ni directement ou par personne interposée, diriger, gérer ou représenter à un titre quelconque une société de capital investissement, ni disposer du pouvoir de signature pour de telles entreprises :

— s'il a fait l'objet d'une condamnation :

a) pour crime,

b) pour détournement, concussion, vol, escroquerie, émission de chèque sans provision ou abus de confiance ;



c) pour soustraction commise par dépositaires publics ou par extorsion de fonds ou de valeurs ;

d) pour banqueroute ;

e) pour infraction à la législation et à la réglementation des changes ;

f) pour faux en écritures ou faux en écritures privées de commerce ou de banque ;

g) pour infraction au droit des sociétés ;

h) pour recel des biens détenus à la suite de ces infractions ;

i) pour toute infraction liée au trafic de drogue, à la contrebande, au blanchiment d'argent, au terrorisme ou à la corruption ;

— s'il a fait l'objet d'une condamnation prononcée par une juridiction étrangère et passée en force de chose jugée, constituant d'après la loi algérienne une condamnation pour l'un des crimes ou délits mentionnés au présent article ;

— s'il a été déclaré en faillite ou si une faillite lui a été étendue ou s'il a été condamné en responsabilité civile comme organe d'une personne morale faillie tant en Algérie qu'à l'étranger et ce, tant qu'il n'a pas été réhabilité.

Art. 12. — Les dirigeants de la société de capital investissement doivent répondre aux critères de compétence et de professionnalisme.

Ces critères sont définis par arrêté du ministre chargé des finances.

Art. 13. — Les changements qui interviennent au niveau des détenteurs du capital, des dirigeants de la société de capital investissement et des personnes membres des organes qui en dépendent doivent répondre aux mêmes conditions et/ou critères prévus aux articles 10, 11 et 12 ci-dessus et faire l'objet d'un accord préalable du ministre chargé des finances.

Art. 14. — Les conditions d'octroi de l'autorisation d'exercice de l'activité de capital investissement ainsi que celles relatives à son retrait sont précisées par voie réglementaire.

L'autorisation d'exercer est délivrée dans un délai maximum de soixante (60) jours à compter de la date du dépôt de la demande.

Le refus d'octroi de l'autorisation doit être motivé et notifié au demandeur dans un délai maximum de trente (30) jours à compter de la date d'expiration de l'octroi de l'autorisation.

En cas de refus d'autorisation, expressément ou tacitement, le demandeur conserve tout droit de recours prévu par la législation en vigueur.

Art. 15. — Le retrait de l'autorisation d'exercer est prononcé par le ministre chargé des finances :

— à la demande de la société de capital investissement,

— sur rapport spécial du commissaire aux comptes pour manquement grave à la législation,

— sur rapport de la COSOB et/ou du ministre chargé des finances si la société ne répond plus aux conditions précisées par la présente loi.

Art. 16. — En cas de retrait d'autorisation, la société de capital investissement doit cesser ses activités immédiatement et sa dissolution est prononcée conformément aux dispositions prévues par l'article 715 bis 18 du code de commerce, modifié et complété.

### CHAPITRE III

#### **REGLES DE PRISE DE PARTICIPATION ET D'EMPRUNT DES SOCIETES DE CAPITAL INVESTISSEMENT**

Art. 17. — La société de capital investissement ne peut employer plus de quinze pour cent (15%) de son capital et de ses réserves en participation en fonds propres dans une même entreprise.

Art. 18. — La société de capital investissement ne peut détenir d'actions représentant plus de quarante neuf pour cent (49%) du capital d'une même entreprise.

Art. 19. — La société de capital investissement ne peut intervenir en participation dans une société que sur la base d'un pacte d'actionnaires qui précise, notamment, la durée de la participation dans l'investissement et les conditions de sortie de la société de capital investissement.

Art. 20. — La société de capital investissement ne peut procéder à des emprunts au delà de la limite de dix pour cent (10%) de ses fonds propres nets. Les emprunts ainsi contractés ne pouvant servir au financement des prises de participation.

### CHAPITRE IV

#### **RESSOURCES FINANCIERES DES SOCIETES DE CAPITAL INVESTISSEMENT**

Art. 21. — Les ressources de la société de capital investissement sont constituées :

1. du capital social, des réserves et des autres fonds propres,

2. des quasi-fonds propres qui comprennent :

— des ressources confiées par des tiers pour être investies dans des opérations de capital investissement ;

— des fonds publics confiés par l'Etat pour être investis dans des opérations de capital investissement intéressant les investissements productifs de biens et services réalisés par les petites et moyennes entreprises ;

3. des dons.

Art. 22. — Les quasi-fonds propres visés à l'article 21 ci-dessus sont gérés dans le cadre d'une convention passée, selon le cas :

— entre la société de capital investissement chargée de réaliser et de gérer les participations et les fonds d'investissement qui recueillent les ressources destinées à financer des participations ;

— entre la société de capital investissement et l'Etat.

Art. 23. — La convention conclue entre la société de capital investissement et l'Etat a pour objet de fixer le niveau d'engagement et les modalités d'intervention qui s'articulent autour des principes suivants :

— les fonds affectés au capital investissement ont pour objet la prise de participation dans les petites et moyennes entreprises et le renforcement de leurs fonds propres ;

— la prise de participation s'opère par souscription d'actions ou titres assimilables ;

— à l'échéance convenue, la société de capital investissement opère sa sortie de la participation par :

\* la cession prioritaire des parts aux actionnaires de la société ou à d'autres actionnaires,

\* tout autre forme de sortie.

## CHAPITRE V

### CONTROLE

Art. 24. — La société de capital investissement est soumise au contrôle de la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse (COSOB), qui s'assure de la conformité de l'activité de la société aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

La COSOB exerce, vis-à-vis des sociétés de capital investissement, les missions et pouvoirs qui lui sont dévolus par le décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, susvisé.

Art. 25. — Dans le cadre de son activité, la société de capital investissement est soumise à la législation et à la réglementation en vigueur et notamment aux dispositions des articles 58 à 60 du décret législatif n° 93-10 du 23 mai 1993, susvisé.

Art. 26. — La société de capital investissement transmet au ministère chargé des finances et à la commission d'organisation et de surveillance des opérations de bourse :

— un rapport d'activités semestriel accompagné d'un état du portefeuille,

— les documents comptables et financiers de fin d'exercice requis,

— les rapports des commissaires aux comptes et tout autre document jugé nécessaire à l'exercice du contrôle.

## CHAPITRE VI

### STATUT FISCAL DE LA SOCIETE DE CAPITAL INVESTISSEMENT

Art. 27. — La société de capital investissement n'est pas soumise à l'impôt sur les bénéfices des sociétés (I.B.S) pour les revenus provenant :

— des dividendes ;

— des produits de placement ;

— des produits et plus-values de cession des actions et parts sociales.

La société de capital investissement est soumise au taux réduit de 5% au titre de l'impôt sur les bénéfices des sociétés (I.B.S).

La société de capital investissement intervenant en la forme de capital risque bénéficie de l'exonération de l'impôt sur les bénéfices des sociétés, pour une période de cinq (5) années, à compter du début de son activité.

Les modalités d'application du présent article sont précisées par voie réglementaire.

Art. 28. — La société de capital investissement est soumise à un droit d'enregistrement fixe d'un montant de cinq cents dinars (500 DA), et de vingt dinars (20 DA) par page pour tout acte de constitution, d'augmentation ou de réduction de capital et de cession de valeurs mobilières.

Art. 29. — Bénéficie des avantages fiscaux définis par la présente loi, la société de capital investissement qui s'engage à ne pas retirer les fonds investis dans les entreprises pendant une durée de cinq (5) ans à partir du 1er janvier de l'année qui suit la date de la prise de participation.

Art. 30. — La présente loi sera publiée au *Journal officiel* de la République algérienne démocratique et populaire.

Fait à Alger le 28 Jomada El Oula 1427 correspondant au 24 juin 2006.

Abdelaziz BOUTEFLIKA.

## الملخص:

لقد أنجزت القليل من الدراسات حول التمويل برأس المال المخاطر في الدول المغاربية و خاصة الجزائر. يتمثل التساؤل الرئيسي للدراسة في تحديد و دراسة المتطلبات الأساسية لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول المغاربية برأس المال المخاطر. تبين لنا بعد مراجعة الأدبيات حول تطبيقات التمويل رأس المال المخاطر إلى وجود محددات كثيرة تحكم نمو سوق رأس المال المخاطر. واطهرت نتائج الدراسة أن المحيط المؤسسي غير مواتي لتطوير سوق رأس المال المخاطر، كما يغيب في دول المغرب العربي تدفق الصفقات الابتكارية.

## كلمات المفتاحية:

تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، رأس المال المخاطر، الابتكار، تونس الجزائر، المغرب.

## Résumé :

En dépit du nombre de recherche sur le capital risque, peu d'étude a été faites sur les pays magrébine et particulièrement en Algérie.

L'objectif de cette étude est d'identifier et d'analyser les principaux déterminants du financement des PME par le capital-risque. La revue et la synthèse de la littérature sur les expériences du financement par le capital risque a montré l'existence d'un ensemble d'exigence en matière de croissance du marché du capital risque.

Notre étude a montré que l'environnement institutionnel n'est pas favorable au développement du marché ainsi que les pays magrébines connaissent un faible flux des affaires innovant.

## Mots clés :

Financement des PME, capital-risque, innovation, Algérie, Tunis, Maroc.

## Summary:

Despite the amount of research on venture capital, fewer studies have been done on the Maghreb countries and particularly in Algeria.

The purpose of this study is to identify and analyze the main determinants of SME financing by venture capital. Review and synthesis of the literature on the experiences of venture capital financing show the existence of a set of requirements for growth of the venture capital market.

The findings show that the institutional environment is not conducive to market development and the Maghreb countries have a low flow of innovative business.

## Keywords:

SME financing, venture capital, innovation, Algeria, Tunisia, Morocco.