

جامعة جيجل  
كلية علوم التسيير  
الملتقى الوطني حول  
المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة:  
منافسة، مخاطر وتقنيات  
6 - 7 جوان 2005

**نحو تطوير الوساطة المالية في الجزائر:  
نموذج مصرف المشاركة المخاطر**

ورقة بحث من إعداد:

**د. رحيم حسين**

المركز الجامعي برج بوعريريج

rahim\_hocine@yahoo.fr

## 1- مقدمة:

لعل أبرز ما يميز الوساطة المالية في الجزائر هو ظاهرة التركيز، وذلك من عدة أوجه:

- فهي تكاد أن تكون وساطة مصرفية بحتة، في غياب وجود حقيقي للسوق المالية؛

- تسيطر عليها البنوك العمومية بنحو 80 إلى 90٪؛

- تكاد تنحصر صيغ التمويل في أسلوب القروض؛

- أدوات تعبئة الموارد تكاد تنحصر في حسابات البنوك؛ ... الخ.

ولقد تولد عن هذا الواقع محيط غير تنافسي. فعلى الرغم من فتح النشاط المالي والمصرفي أمام القطاع الخاص، حتى أن عدد البنوك والمؤسسات المالية تجاوز الثلاثين مؤسسة، إلا أن هذا الأخير ما يزال متوجسا بسبب الغموض السائد. فاحتكار القلّة الذي حظيت به البنوك العمومية التقليدية الخمس (أو مجموعة الـ1+5)، والذي تغذيه أطراف موضعت هذه البنوك في خانة البقرة الحلوب ضمن مصفوفة المصالح، لم يترك مجالاً لقيام منافسة حقيقية على قواعد اقتصادية.

وفضلاً عن ذلك، يتسم محيط المنافسة بأنه غير مستقر. فعلى الرغم من إبداء النية في الإصلاح، وهو ما ترجمه التعديلات المتتالية في النصوص القانونية والتصريحات المتعددة في المحافل الرسمية وغير الرسمية، ما يزال التغيير في الميدان متباطئاً، وهو ما ترك موقف المستثمرين متردداً، والثقة في تلك النية مهتزة. والدراسات في هذا المجال تؤكد أن البيئات المستقرة هي الأقل إصداراً للقوانين.

إن تحقيق الكفاءة في النظام المالي والمصرفي يقتضي إعادة النظر في نظام الوساطة القائم، إن على مستوى تعبئة الموارد أو على مستوى التخصيص، أو على مستوى التنظيم الداخلي للمؤسسات التي تمارس وظيفة الوساطة. فقياس مستوى الكفاءة ينبغي أن يشمل المستويات الثلاثة معاً.

إن الخلل في نظام الوساطة القائم واضح بالملاحظة وبالارقام. فمن جهة يقدر بعض الخبراء معدل الادخار في الجزائر بنحو 47٪<sup>١٤</sup>، ومن جهة أخرى يقدر بعضهم فائض السيولة بنحو

1000 إلى 1200 مليار دينار<sup>تر</sup>، بينما يقدره آخرون بنحو 600 مليار دينار، وهو مبلغ هائل يستدعي وقفة جادة من الباحثين والسلطات النقدية. هذا، ناهيك عن الخلل في التسيير المصرفي، أي الخلل التنظيمي، الذي تتصف به البنوك، ابتداء من سيادة القرارات الإدارية وانتهاء بتقليدية الأدوات والإجراءات.

وبالمقابل، تجد الاستثمارات الحقيقية، خاصة منها ذات المخاطر العالية، مصاعب للوصول إلى هذه المصارف، ليس فحسب بسبب الضمانات التي تشترطها هذه الأخيرة، ولكن أيضا بسبب استنكافها عن تمويل مثل هذه المشاريع.

والجدير بالإشارة هو أن التحول الذي يشهده الاقتصاد الجزائري نحو اقتصاد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يستوجب إعادة هيكلة نظام التمويل، من خلال دعم إنشاء مؤسسات تمويل متخصصة، إذ أن آلية الصندوق الوطني لضمان القروض غير كافية لإنعاش عمليات الإنشاء، خاصة وإن الاستثمارات التنموية الحقيقية اليوم هي، في عمومها، استثمارات عالية المخاطر، حيث أنها مؤسسات تكنولوجية قائمة على المعرفة، هذا فضلا عن مشاريع التطوير التي تبشرها مؤسسات قائمة، ومنها مؤسسات كبيرة لا يسمح لها القانون بالاستفادة من مزايا قانون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (قانون رقم 18-01 المؤرخ في 2001/12/12)، بما فيها صندوق ضمان القروض.

وعلى المستوى العالمي فقد كان للتحولات الاقتصادية التي شهدتها العشريتين الأخيرتين أثارا مباشرة على سوق التمويل. فالتحول من اقتصاد تقليدي إلى اقتصاد أساسه المعرفة، والذي تقوده مؤسسات عمادها البحث والتطوير، أدى إلى بروز وانتعاش آليات وأدوات تمويلية جديدة ترقى إلى مستوى المخاطرة التي ينطوي عليها الاستثمار في هذا المجال.

وفي هذا الصدد تدلنا البيانات على انتعاش معتبر في مجال رأس المال المخاطر في عدد من البلدان الصناعية. ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا، وهي نموذج رائد في هذا النمط من التمويل، انتقل مخزون رأس المال المخاطر من 3 مليار دولار في 1982 إلى 35 مليار دولار في 1990، ليصل في سنة 2000 إلى نحو 95 مليار دولار. وحسب إحدى الدراسات<sup>تر</sup> استثمرت الشركات الأمريكية العاملة هذا المجال، ما بين 1970 و 2003، نحو 340 مليار دولار، استفادت

منها 26500 مؤسسة ناشئة، وقد أدى ذلك إلى إنشاء وتطوير مؤسسات تشغل 10,1 مليون عامل، أي 9,4٪ من مجموع الأجراء.

في نفس الإطار تجدر الإشارة إلى أن عدة شركات أمريكية كبرى في مجال المعلوماتية وتكنولوجيا الإعلام والاتصال مثل Apple و Microsoft و Compaq و Intel و Google و e-Bay ، كان وراء تطويرها رأس المال المخاطر الأمريكي.

ومن ناحية أخرى ارتبط نمو رأس المال المخاطر، كنمط في التمويل، بتنامي الاهتمام والدور المنوط بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لاسيما منها ذات الطابع التكنولوجي. وفي هذا الإطار عمد كثير من الدول إلى دعم الممولين المخاطرين كأسلوب لترقية عمليات إنشاء المؤسسات أو إعادة النهوض بالمؤسسات المتأزمتة.

وكما أسلفنا الذكر فإن البنوك التجارية ظلت دوما تتفادى تمويل مثل هذه الأنشطة المخاطرة، إن بسبب طبيعتها مواردتها، ومعظمها قصير الأجل، أو بسبب مخاوف عدم استرجاع قروضها إن تعثر المشروع الممول. ولذلك كان لزاما تطوير بدائل تمويلية أخرى أساسها المخاطرة.

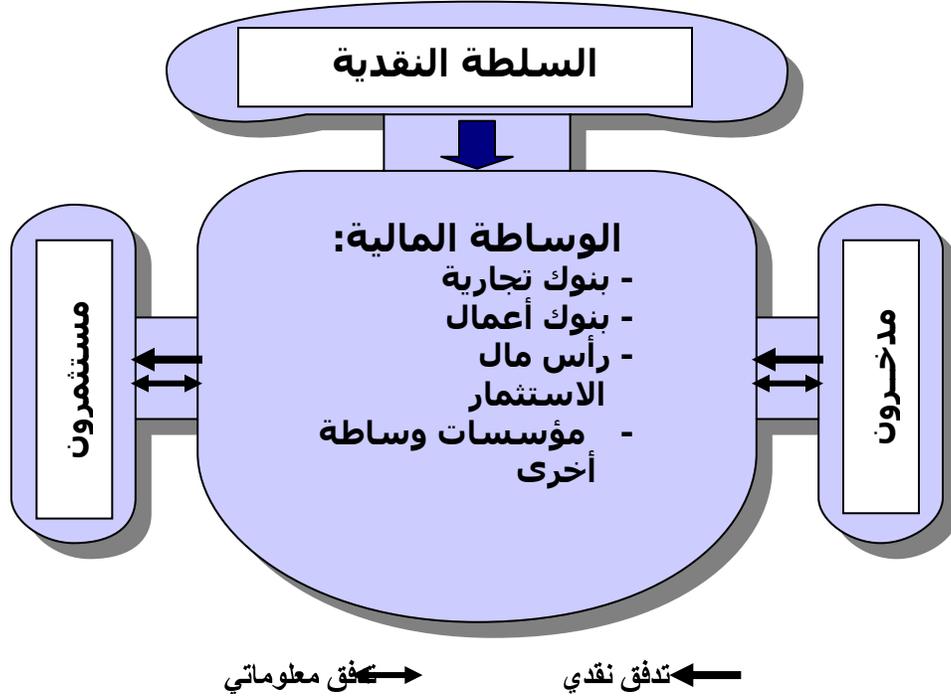
وبالنظر إلى وضع السوق التمويلية في الجزائر، القائمة على آلية القروض المصرفية، فإن المستثمرين المجددين وأصحاب الأفكار المبدعة يجدون صعوبات كبرى في الحصول على التمويل من هذه المصارف. ولذلك بات التفكير في إيجاد آليات تمويل جديدة أمرا ملحا، على غرار بنوك الاستثمار وشركات رأس المال المخاطر.

وفي هذا الإطار سوف نحاول، عبر هذه الورقة، إبراز أهمية رأس المال المخاطر، بمفهومه الواسع، ومجالات تدخله، وذلك من خلال اقتراح نموذج "مصرف المشاركة المخاطر"، وهو مصرف أعمال متخصص في مجال الاستثمارات المخاطرة، غير أنه لا يعمل بأسلوب القروض وإنما يعتمد في تمويله على أسلوب المشاركة في رؤوس أموال المؤسسات، كما سنبين ذلك لاحقا.

## 2- الوساطة المالية والمخاطرة:

إن المبرر الأساسي لقيام الوساطة هي التفاوت الطبيعي ما بين الأفراد، إن في الأموال أو في المعلومات أو في الكفاءات والمهارات. فأهمية الوساطة المالية لا تنحصر في مجرد إحداث التوازن ما بين الفوائض والعجز المالية، وإن كان ذلك هو البارز والشائع لدى الناس. ولذلك فإن مهمة الوسيط المالي تتمثل في البحث عن الفجوات الموجودة على تلك المستويات الثلاثة واستغلالها بأفضل صورة بما يحقق له أقصى ربح ممكن. فمن الأفراد من لديهم أموال فائضة ولا يرون أين وكيف يستثمرونها، ومنهم، بالمقابل، من لديهم أفكار ومهارات ومعلومات هامة، غير أنهم لا يمتلكون الأموال اللازمة لتثمينها وتجسيدها على أرض الواقع. وما بين هؤلاء وأولئك نجد جهات تعمل على التقريب فيما بينها بما يحقق المنفعة لكليهما، وهم الوسطاء الماليين.

ويتمثل هؤلاء الوسطاء في مجموعة من المؤسسات المصرفية والمالية، تتوسط ما بين المدخرين والمستثمرين مقابل عائد متفق عليه. وتشرف على هذه المؤسسات سلطة مركزية هي السلطة النقدية. والشكل التالي يوضح أطراف الوساطة المالية:



شكل 1: أطراف الوساطة المالية

غير أن منطق عمل هؤلاء الوسطاء ليس متجانس، سواء من حيث ما يتعلق بالأموال (تجميع المدخرات وتخصيصها)، أو من حيث متابعة المشاريع ومشاركتها في تحمل المخاطر. ففي حين يقوم عمل المصارف التجارية على أسلوب القروض، إذ تقترض من المودعين مدخراتهم وتقدمها في صورة قروض إلى المستثمرين، ومقابل ذلك تحصل على فرق الفائدة الدائنة والمدينة، وهو ذات المنطق الذي تعتمد عليه أيضا مصارف الأعمال، وإن كان بعض التشريعات يسمح لهذه المصارف بالمساهمة في رؤوس أموال الشركات ولو بنسب محدودة، تعتمد شركات رأس المال المخاطر على منطق مغاير يتمثل في المشاركة في رأس مال المؤسسات، وبالتالي فهي تشاركها الربح والخسارة. وهذه الشركات يمكن أن تكون في شكل مصارف أعمال، ولكنها مصارف من نوع خاص، ذلك أنها، وإن كانت تقوم بوظيفة الوساطة المالية، إلا أنها لا تعمل وفق منطق الإيداع والإقراض.

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

وهكذا، فالعمل المصرفى مرتبط بالمخاطرة أمايا (المصرف والتمولين) وخلفيا (المصرف والمودعين). فهو مرتبط بعقود من الجهتين. فمهما كانت صيغة الوديعة أو صيغة التمويل فهي تعبر عن عقد ملزم يتحمل المصرف نتائجه. وفضلا عن خطري التجميد وعدم التحصيل، يواجه المصرف أيضا أخطارا نظامية، أي خارجة عن إرادته، قد تكبده خسائر فادحة. ولذلك فإن المصرف مطالب بتسيير رصيد الأموال المتاحة لديه بعناية، وذلك من خلال التسيير المحكم للأصول والخصوم من جهة، والعمل على رصد المخاطر النظامية المحفوفة به، باعتبارها تشكل عنصر تهديد لذلك الرصيد المسير.

ومن الناحية القانونية، وحتى الفقهية، تندرج العقود المالية ضمن ما يصطلح عليه بعقود الأمانته، والتي يتحمل فيها المؤتمن مسؤولية ضياع الأمانة، كليا أو جزئيا، حسب درجة

تقصيره أو تعديه. ومن هذه الناحية نميز بين نوعين من المخاطر: المخاطر البحثية والمخاطر المضاربية. فأما المخاطر البحثية فتتمثل في تلك المخاطر التي لا يكون فيها للمؤمن يد فيها كالكوارث الطبيعية، وأما المخاطر المضاربية فهي ناجمة عن ممارسة نشاط ما، حيث هناك ضرب في الأرض. وفي إطار هذا النوع الأخير من المخاطر يقع التقصير والتعدي. وفي الواقع يصعب أحيانا الفصل في مسألة التقصير، وبدرجة أقل التعدي، ويلجأ في ذلك إلى عمل تحقيقي من ذوي الخبرة. فقد يتحمل المصرف وحده المسؤولية في حالة ثبوت تعديه أو تقصيره، كما قد يقتسم معه الزبون هذه المسؤولية في إطار توزيع المخاطر. يمكن تلخيص ما سبق في المصفوفة التالية:

	ضمان	أمانة
المخاطر	مسؤولية المصرف أو شركة التأمين	مسؤولية مشتركة
	مسؤولية المصرف	مسؤولية مشتركة على شرط عدم تقصير المصرف أو تعديه
	عقد الوساطة المالية	

شكل 2: مصفوفة الوساطة والمخاطرة

3- مفهوم رأس المال المخاطر وأهميته في ظل الاقتصاد الجديد:

مما سبق ذكره ندرك أن كل نشاط في مجال الأعمال مرتبط بالمخاطرة، وبالتالي فإن اصطلاح رأس مال المخاطر لا يعني في الحقيقة أن هناك رأس مال غير مخاطر، ولكن هناك رأس مال أقل مخاطرة. والمقصود برأس المال المخاطر، حسب تعريف الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA : l'European Venture Capital Association, 1986)، هو كل رأس مال مستثمر من طرف وسيط مالي في شركات أو في مشاريع متميزة ذات طاقة نمو كامنة عالية. وهذا التعريف يتعلق في الواقع بمؤسسات ذات التكنولوجيا العالية، وتنطوي على إمكانيات كبيرة للنمو ومخاطر عالية، وهو ما يقتضي، بالمقابل، تحقيق معدلات ربح مرتفعة نسبياً.

والمقصود عادة برأس المال المخاطر هو مفهومه الواسع، وهو كل رأس مال موظف في استثمارات مخاطرة، سواء كانت خاصة بعمليات الإنشاء أو بعمليات التطوير أو بعمليات التحويل وإعادة النهوض. وهذا المفهوم الموسع هو المعتمد في الاصطلاح الأنجلوساكسوني capital venture. غير أنه يستعمل أيضا اصطلاح رأس المال المخاطر بمفهوم ضيق ومحدد ويقصد رأس المال الموجه لتمويل المشروعات الجديدة، أي تمويل عملية الإنشاء (création) وعملية ما قبل الإنشاء (amorçage) وعملية الانطلاق (démarrage).

يمكننا تمييز رأس المال المخاطر، بمفهومه الواسع، بثلاث خصائص أساسية: أنه خاص بتمويل الاستثمارات، بغض النظر عن المرحلة من دورة حياة المشروع التي تتم فيها هذه الاستثمارات؛

أن الاستثمار الممول يتسم بدرجة عالية من المخاطرة، وغالبا ما يربط بالاستثمارات التجديدية (innovants) أو ذات التكنولوجيا (high-tech) ؛

أن التمويل يتم عن طريق المشاركة، وبالتالي فإن الممول المخاطر يتحمل مع المستثمر الربح والخسارة.

وإذا كان هذا النوع من المؤسسات (أي شركات رأس المال المخاطر) قد عرف انتعاشا في بعض الدول الصناعية، وعلى رأسها الولايات المتحدة، وذلك بفضل الدعم الذي حظيت به من طرف حكوماتها، فإننا نكاد لا نجد له أثرا في بلداننا. فحتى الشركات التي تسمى نفسها بهذا

الاسم لا تمول في الواقع سوى مشروعات تقليدية تمولها المؤسسات المصرفية الأخرى عن طريق القروض، في حين أن المطلوب هو تمويل المشاريع المجددة أو أنشطة التجديد، والتي تقوم على أساس تكنولوجي عالي المستوى، وهو المطلوب دعمه في ظل اقتصاديات المعرفة التي تتطلبها عملية التنمية في الوقت الراهن. ومن الملاحظ في هذا الصدد أن نحو 80٪ من رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية يتركز، خلال السنوات الأخيرة، في المناطق التكنولوجية مثل ماساشوستس وكاليفورنيا له.

ومن الملاحظ في السنوات الأخيرة أن الدول الأكثر اهتماما بالتكنولوجيات الجديدة، إلى جانب ملاءمة مناخ الاستثمار فيها، هي الدول الأكثر استقطابا لرأس المال المخاطر، حيث تجد فيها هذه الشركات مرتعا لتحقيق أرباح باهضة. فحسب تقرير للمعهد الدولي للتنمية الإدارية (IMD)، الخاص بسنة 2003، تعتبر الولايات وهونغ كونغ وفنلندا وتايوان، على الترتيب، هي الدول الأكثر ربحية في مجال رأس المال المخاطر. ولذلك نجد في تايوان وحدها تنشيط 241 مؤسسة رأس مال مخاطر بمبلغ إجمالي قدره 4,9 مليار دولار أمريكي وباستثمارات إجمالية قدرها 484 مليون دولار موجهة في معظمها نحو التكنولوجيا العالية، ويرجع ذلك أساسا إلى إرادة الحكومة التايوانية في ترقية هذه الصناعات حتى تشكل قطبا متميزا فيها، وهو ما يترجم بالدعم المباشر الموجه لرأس المال المخاطر□.

أما بالنسبة لأوروبا، وحسب تقرير الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA)، فقد تم خلال سنة 2004 استثمار نحو 9 مليار يورو في عمليات رأس المال المخاطر ورأس مال التطوير، وذلك بزيادة بنسبة 7٪ عن سنة 2003. ورغم هذا التطور يبقى هذا النوع من الاستثمارات في أوروبا لا يمثل إلا حوالي نصف ما يستثمر من نظيره في الولايات المتحدة الأمريكية (16 مليار دولار في سنة 2004)□.

وحتى من الناحية التاريخية نجد أن الممولين المخاطرين هم الذين كانوا في الحقيقة وراء تامين وتجسيد مختلف الاختراعات التي عرفتها البشرية على مر الدهر. فلولا هؤلاء لم يكن للتطور التكنولوجي أن يصل إلى ما وصل إليه اليوم. وهذا يعني أن رأس المال المخاطر

كان موجود منذ القديم، والجديد في الأمر نسبيا هو قيام شركات متخصصة في هذا المجال، وهو ما حدث لأول مرة في الولايات المتحدة في ستينيات القرن الماضي. وما يهمننا هنا هو البحث في سبل إنشاء ودعم مثل هذه الشركات في بلداننا. ونعتقد أنه بإمكان المصارف الإسلامية المساهمة بفعالية في هذا المجال، إن بإقامة بنوك متخصصة في هذا المجال أو بإنشاء فروع متخصصة للبنوك قائمة. وفي هذا السياق يندرج مقترح مصرف المشاركة المخاطر.

غير أن قيام ونجاح شركات رأس المال المخاطر يستوجب توفر جملة من الشروط، منها ما هو عام، أي يتعلق بشروط الاستثمار عموما، ومنها ما هو خاص، يتعلق بطبيعة مثل هذا النوع من الشركات. فأما الشروط العامة فيمكن إجمالها في وجود فرص استثمار حقيقية ومناخ ملائم للاستثمار، وهو ما يفترض أصلا وجود إرادة قوية وحقيقية لدى الحكومات، كما يفترض أيضا وجود سوق مالية نشيطة، ذلك أن نظام المشاركة يقتضي إمكانية طرح وتداول الأسهم بيسر وسرعة. وأما الشروط الخاصة فتتعلق أساسا بإيجاد إطار قانوني للاستثمار المخاطر بحيث يتضمن، فضلا عن إطار العمل، منح امتيازات خاصة، مباشرة وغير مباشرة، للممولين المخاطرين، على غرار الامتيازات الممنوحة للمنشئين، وأبرزها الإعفاءات أو التفضيلات الضريبية. ومن صور هذه الإعفاءات المشجعة:

إعفاء دخل الأسهم أو شهادات الاستثمار الموجهة للاستثمارات المخاطرة من الضريبة؛  
إعفاء أرباح المؤسسات من الضريبة في حالة إعادة استثمارها في مشروعات مخاطرة كالبحث والتطوير أو مشروعات التجديد التكنولوجي؛

إعفاء شركات رأس المال المخاطر نفسها، كليا أو جزئيا، من الضريبة لمدة طويلة نسبيا. إن الاهتمام بقطاع رأس المال المخاطر ودعمه يفترض بدهمة الاهتمام بترقية قطاع الصناعة عموما، والصناعات المجددة، والقائمة على أساس تكنولوجي، بوجه خاص. فالقطاعان متلازمان، ولا وجود لأحدهما من دون وجود الآخر. ففي فرنسا مثلا لما تم اعتماد قانون شركات رأس المال المخاطر (قانون 1972/07/11) سماها بالشركات المالية للتجديد (SFI) وأوضح فيه قواعد عملها والمرتبطة بها. وفي الجزائر، وعلى الرغم من اعتماد بنك الجزائر

لشركتين للاستثمار المخاطر لـ بر، لا نجد بابا خاصا في القانون التجاري، المعدل في 1993، يتعلق بتنظيم هذا النوع من الشركات.

#### 4- التعريف بمصرف المشاركة المخاطر:

مصرف المشاركة المخاطر هو وسيط مالي متخصص في تمويل مشاريع مباحة عالية المخاطر عن طريق المشاركة المحدودة. وقد يكون هذا المصرف مستقلا، كما يمكن أن يكون فرعا من مصرف كبير. وهذا التعريف يتضمن خمسة أبعاد محددة لطبيعته:

1- فهو وسيط مالي، إذ أنه يقوم بتجميع رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل من المدخرين (خاصة من البنوك والمؤسسات المالية) ليستثمرها، إلى جانب رأسماله، عن طريق المشاركة في المشروعات.

2- مصرف متخصص، وهو مصرف استثمار، وبالتالي يخرج من نطاقه تمويل العمليات التجارية أو تمويل التشغيل.

3- المشاريع التي يتولى تمويلها ذات طبيعة خاصة تتسم بدرجة عالية من المخاطرة، وخاصة منها المشاريع التكنولوجية، بما فيها مشاريع البحث والتطوير.

4- أسلوب التمويل هو المشاركة المحدودة وفق نسبة معلومة، وهي محدودة من حيث الزمن (3-2 سنوات)، ومن حيث المبلغ (أقلية من رأس المال: أقل من 50٪ وعادة ما تتراوح ما بين 20 و 30٪) ومن حيث الغرض (مشروع محدد).

5- يشترط في المشاريع الممولة أن تكون في إطار المباح، وبالتالي غير مضررة بالمجتمع.

وعليه، فعلم هذا المصرف قائم على مفهوم الشركة، والذي يعني اشتراك طرفين (أو أكثر) في رأس مال يعملان فيه، على أن يكون الربح مشاعا، أي غير محدد بمقدار ثابت، وأن يتحمل كل طرف من الخسائر بقدر حصته في رأس المال، إذ لا يجوز ضمان رأس المال. ولذلك يجب أن تكون حصص مساهمة كل طرف معلومة مسبقا، على أن تكون هذه الحصص نقدية أو عينية بربر.

ومع أن الأصل في الشركة أن يشتركا بماليهما وعملهما معا، وهو ما يعني مشاركة المصرف في إدارة المشروع، إلا أنه يمكن تفويض العمل لأحدهما (وهنا نقصد صاحب المشروع) في إطار عقد التمويل، بل ويمكن أن توكل إدارة الشركة إلى شخص، أو أشخاص، من غير الشركاء، إذا ما ثبت التراضي بين الشريكين وثبتت المصلحة في ذلك تربر.

ومن الناحية الفقهية يطلق على هذا النوع من الشركات شركة العنان، وهذه الشركة، كما يقول ابن قدامة، قائمة على الوكالة والأمانة. ومن شرط صحتها أن يأذن كل واحد منهما لصاحبه في التصرف، فإن أذن له مطلقا في جميع التجارات تصرف فيها، وإن عين له جنسا أو نوعا أو بلدا تصرف فيه دون غيره، لأنه متصرف بالإذن فوقف عليه كالوكيل يربر.

أما فيما يخص مصرف المشاركة المخاطر، وحيث إنه يعد مصرف أعمال، فهو لا يقبل الودائع من الجمهور كالبنوك التجارية، بل يعتمد على رأس ماله في مشاركاته. ومع ذلك فلا مانع من أن يصدر سندات مضاربة تسمى (Titres de Mudaraba) أو سندات مشاركة بر (Titres de participation) متوسطة وطويلة الأجل يدعم بها طاقته التمويلية يشتريها الجمهور، فضلا عن البنوك والمؤسسات المالية. وهذه السندات قابلة للتداول في السوق.

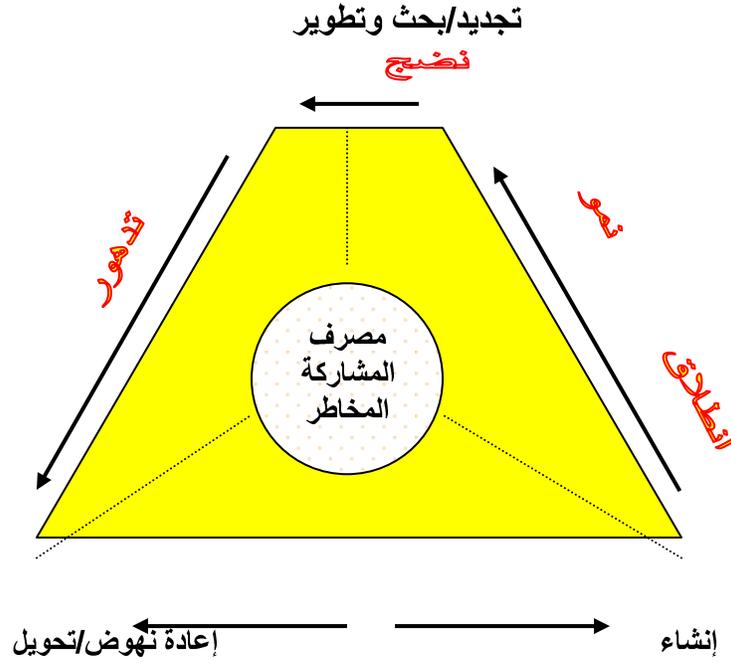
أما عن فترة المشاركة في رأس مال المشاريع الممولة فهي تتراوح من سنتين إلى أربع سنوات في الغالب، وبذلك فهو لا يستهدف المشاركة الدائمة في رؤوس أموال الشركات. وتختلف فترة التمويل باختلاف طبيعة المشاريع الممولة ومرحلة دورة حياتها، وهو ما سنبينه فيما يلي.

##### 5- مجالات تدخل مصرف المشاركة المخاطر:

يمكن أن يتدخل رأس مال الاستثمار (capital-investissement) في كل مرحلة من مراحل دورة حياة المؤسسة. وتختلف أهمية وأهداف التمويل من مرحلة إلى أخرى. فإذا كان الهدف في مرحلة الإنشاء هو مرافقة المؤسسات الصغيرة نحو بوابة الدخول إلى عالم الأعمال،

فإن الهدف في مرحلة النضج أو التدهور هو مرافقة المؤسسات نحو بوابة الخروج من المأزق، في حين أن الهدف في مرحلة النمو هو مساعدة مؤسسات لها منتجات وأسواق وترغب في التطوير، وبالتالي الارتقاء إلى أعلى.

فمصرف المشاركة المخاطر يمكنه التدخل إذا في مراحل حاسمة ثلاث من حياة المؤسسة: إنشاء، تطوير، وإعادة نهوض أو تحويل، كما يبين الشكل التالي:



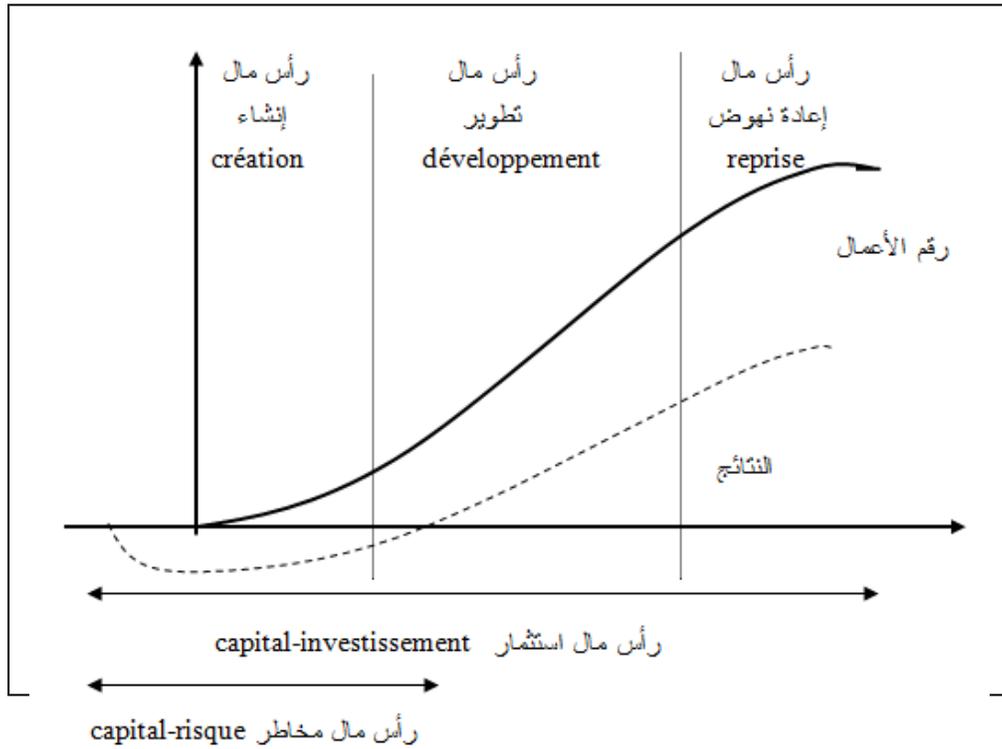
شكل 3: مجالات تدخل مصرف المشاركة المخاطر

ولذلك ينبغي التمييز هنا ما بين ثلاث مراحل أساسية: مرحلة الانطلاق، مرحلة النمو، ومرحلة النضج، وبالتالي تصور ثلاثة أنماط من التمويل: تمويل الإنشاء، تمويل التطوير، وتمويل التحويل أو إعادة النهوض. وتبرز أهمية رأس المال المخاطر في هذه المراحل للأسباب الآتية:

- انطواء هذه المراحل على مخاطرة عالية؛
- عادة ما يكون حجم التمويل المطلوب كبيرا بحيث لا يستطيع صاحب، أو أصحاب، المشروع توفيره ذاتيا؛

- استنكاف البنوك عن تمويل مثل هذه المشاريع؛
- يفضل أصحاب المشاريع من يقاسمهم المخاطر المحتملة من خلال المشاركة في النتائج بدلا من الحصول على تمويل بفوائد ثابتة (قروض)؛
- إشراك طرف آخر في المشروع يفيد في تحقيق دراسة أفضل لجدوى المشروع وفي إدارته.

يمكن توضيح تدخلات الممول المخاطر حسب المراحل المختلفة لحياة المشروع، في الشكل البياني التالي:



- ويلاحظ في هذا الشكل أننا استعملنا رأس المال المخاطر بمفهومه الضيق الذي أشرنا إليه أعلاه، أي تمويل المراحل الأولى لحياة المشروع، والتي تتضمن:
- مرحلة البذرة (capital-amorçage)، وهي تشمل دراسات الجدوى وإعداد تصاميم المنتج/المنتجات النمطية (prototype)؛

- ومرحلة الإنشاء (capital-création)، أي إنشاء المؤسسة؛

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

وحيث إن الممول المخاطر (le capital-ricqueur) يتوقع عائد ه أساسا من فائض القيمة التي يحققها عند إعادة بيعه لمساهماته في المشروع، فإنه لا يدخل إلا في مشروعات يعتقد أنها تمتلك طاقة نمو كبيرة (un fort potentiel). ومع ذلك فقد يتعرض إلى خطر عدم بيع تلك المساهمات، في حالة تعثر المشروع، أو إلى خطر فقدان رأس ماله في حالة انهيار المشروع وموته نهائيا. وبالمقابل، يطلق على رأس المال المخصص في مرحلة النمو رأس مال التطوير (capital-développement)، وعلى رأس المال المخصص في مرحلة النضج رأس مال إعادة نهوض/التحويل (capital reprise-transmission).

ومع ذلك فقد استعملنا اصطلاح رأس المال المخاطر هنا بمفهومه الواسع بحيث يشمل أي رأس مال موجه لاستثمارات تنطوي على مخاطرة عالية، وذلك بغض النظر عن مرحلة دورة حياة المؤسسة. فحتى مشروعات التجديد، التي تتم في مرحلة النمو، أو مشروعات إعادة التأهيل التي تتم في مرحلة النضج، نعتبر أنها من مهام رأس المال المخاطر. انطلاقا من هذا التصور نشرح المراحل الثلاث التي يمكن أن يتدخل فيها مصرف المشاركة المخاطر، وهي كما يلي:

١- تمويل الإنشاء:

ويتعلق الأمر هنا بمشاريع جديدة، وبالتالي فرأس المال المطلوب هنا هو رأس مال إنشاء. ولا ينحصر التمويل هنا على الانطلاق فحسب، بل يشمل أيضا ما قبل الانطلاق (seed capital ou capital-amorçage)، ومرحلة الإقلاع (start up ou le démarrage)، ثم مرحلة ما بعد الإقلاع، والذي يمتد طوال دورة أو دورتين من الاستغلال (early stage)، بل ويمكن أن يتم الاتفاق على مدة أطول من ذلك (3-5 سنوات)، حيث تتم مرافقة المؤسسة المنشأة حتى تصبح قادرة على القيام بنفسها.

وتتبع هذه الأهمية مما يمكن أن يتيح هذا النوع من رأس المال للمؤسسات الناشئة من دعم مالي ومرافقة تقنية. وتتضاعف هذه الأهمية بالنسبة لاقتصادياتنا التي تعرف حاليا إعادة تشكيل وتأهيل تتمثل في التحول إلى اقتصاد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بعد الانهيار الذي آلت إليه المؤسسات العمومية، بما فيها المؤسسات ذات الحجم الكبير. وحيث إن العقبة الأولى التي تواجه عملية الإنشاء تتمثل في مشكلة التمويل، فقد عمدت مختلف الحكومات إلى اتخاذ تدابير شتى في هذا المجال، كتقديم قروض حسنة للمنشئين وإنشاء صناديق لضمان القروض وتوقيع اتفاقات لمنح قروض بفوائد ميسرة وغيرها لهبر. ومع ذلك ما تزال مشكلة تمويل الإنشاء مطروحة.

وعليه، فإنه من المتوخى أن يحقق مصرف المشاركة المخاطر أثرا إيجابيا في هذا المجال، ليس فحسب من خلال توفير التمويل، ولكن أيضا من خلال توفير الدعم والمرافقة طوال مرحلة الانطلاق (start up). وإن كان ذلك من باب توسيع نطاق عمل هذا المصرف، حيث يتطلب ذلك منه أن يتوفر على إدارة فنية متخصصة في ذلك.

#### ١١ تمويل التطوير:

في ظل مرحلة النمو قد تعمد المؤسسة إلى تطوير منتجات جديدة أو تقنية جديدة في مجال العمليات أو فتح خط إنتاج جديد أو تجديد منتجات قائمة، وفي أغلب هذه الحالات تكون المؤسسة مضطرة للقيام بنشاط بحث وتطوير. وكل ذلك يحتاج إلى مبالغ معتبرة من رأس المال، ناهيك عن المخاطر التي تتخلل مثل هذه المشاريع، وهنا يتدخل رأس المال المخاطر، في الوقت الذي توصل فيه البنوك التقليدية أبوابها حيال مثل هذه المشاريع.

ويتدخل الممول المخاطر، والمقصود هنا هو مصرف المشاركة المخاطر، عن طريق مشاركة المؤسسة في جزء من التمويل، وذلك من خلال سندات مشاركة محددة من حيث الأجل ونسبة الربح. وهذا يعني أن المخاطرة تكون موزعة ما بين المؤسسة والمصرف المخاطر، وهو ما يفرض على المصرف أيضا مشاركة المؤسسة في دراسات جدوى المشروع المزمع تمويله، أو على الأقل تمحيصها إذا ما قامت المؤسسة بها لوحدها.

### iii- تمويل التحويل وإعادة النهوض:

ويتعلق هذا التمويل بمرحلة حرجية من حياة مؤسسة قائمة في مرحلة النضج تتجه نحو التدهور. والمطلوب هنا هو إما إعادة النهوض بهذه المؤسسة من طرف أصحابها أنفسهم أو بإشراك غيرهم، وإما التنازل عنها لتصبح مهمة إعادة النهوض بنفس النشاط، أو بنشاط معدل، محولة لأطراف أخرى. وفي كلا الحالتين تحتاج عملية إعادة النهوض إلى أموال مخاطرة تشبه إلى حد ما عملية الإنشاء. فالأمر يحتاج في الحقيقة إلى عملية تجديد شاملة: تجديد في التكنولوجيا، وتجديد في الهيكلة والتنظيم، وتجديد في العمليات. وبالتالي فإن التمويل المطلوب يكون هاماً لا تقدر المؤسسة، وهي في حالها، على توفيره.

إن المرحلة الحالية لاقتصادياتنا مليئة بمثل هذه الحالات. ولئن كان حال المؤسسات العمومية المتعثرة هو الأكثر تجسيدا لذلك، فإن الكثير من مؤسسات القطاع الخاص أصبحت تعاني من مصاعب جمّة للاستمرار أمام المنافسة الأجنبية الشرسة. وأمام ضعف، أو بالأحرى غياب، بنوك الاستثمار وشركات رأس المال المخاطر لا يبقى من خيار أمام هذه المؤسسات سوى استراتيجية التصفية أو التصفية القضائية.

### 6- خاتمة:

إن الاندماج في اقتصاد المعرفة يقتضي دعم الاستثمارات التكنولوجية وأنشطة البحث والتطوير في المؤسسات. وحيث إن هذه الأخيرة تقتضي أموالاً معتبرة ومحفوظة بمخاطرة عالية، فإن البحث في آليات جديدة، بدلا من الاقتصار على أسلوب القروض، أضحي ضرورة ملحّة. فلا يكفي في الواقع إبرام بروتوكولات اتفاق مع البنوك أو إنشاء صناديق ضمان القروض لحل مشكلة تمويل الاستثمارات، بل يتعين دعم إنشاء مصارف الاستثمار وشركات رأس المال المخاطر.

ويعد مصرف المشاركة المخاطر، المقترح في هذه الورقة، مجرد نموذج لشركات رأس المال المخاطر التي كان لها الفضل في تنمية المشاريع المعرفية في الغرب، بل وإن تجسيد جل الاختراعات التي عرفتها البشرية كان وراءه ممولون مخاطرون.

غير أن تشجيع إنشاء مثل هذه الشركات، أي شركات رأس المال المخاطر، يقتضي بدءاً وضع إطار تنظيمي لها، ثم منحها تحفييزات خاصة، وأبرزها إعفاؤها من الضريبة على الأرباح، كلياً أو جزئياً، لمدة معينة. ذلك أن الاستثمار في هذا المجال ضئيل الجاذبية بسبب ارتفاع درجة المخاطرة فيه.

وإذا كانت السوق النقدية، والتي تعني سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، هي التي تسيطر على سوق التمويل في الجزائر، وهي التي تحوز على أكبر جزء من فوائض السيولة، فذلك يعود في نظرنا لضعف، إن لم نقل غياب، المؤسسات والأدوات المالية، والتي تعد مصدر تمويل الاستثمارات.

إن التحول من اقتصاد استدانة إلى اقتصاد مشاركة يعني في الواقع إتاحة فرص لأصحاب الفوائض المالية لتوظيف مدخراتهم وإشراكهم، بالتالي، في أرباح المشاريع، مع تحميلهم لجزء من المخاطر المرتبطة بهذه المشاريع. وهذا ما يجسد مدلول الشراكة في التنمية. غير أن هذا التحول يستوجب إعادة النظر في منطق أسلوب التمويل السائد، والقائم حصراً على القروض المصرفية، من خلال تنويع آليات التمويل الأخرى، خارج البنوك التجارية، ونقصد بالطبع بنوك الاستثمار والسوق المالية وشركات رأس المال المخاطر.

<sup>1</sup> A. Benbitour, ex. premier ministre, in : Liberté économie du 9 au 15 fév. 2005

<sup>2</sup> الخير الأسبوعي، 12-18 فبراير 2005

<sup>3</sup> Cette étude est réalisée par Global Insight pour le compte de la National Venture Capital Association

<sup>4</sup> يميز في الفقه الإسلامي بين نوعين من العقود المالية: عقود ضمان وعقود أمانة. ففي الأولى يتحمل المؤتمن المسؤولية كاملة قصر أم لم يقصر، أما في الثانية فيتحمل هذه المسؤولية في حالة كونه طرفاً في الضياع بالتعدي أو بالتقصير.

<sup>5</sup> Jean Lachmann, capital-risque et capital-investissement, Ed. Economica, 1999, p14

<sup>6</sup> Jean Lachmann, op. cit., p21

<sup>7</sup> in : article paru dans la Revue financière Grande Chine n° 265 - 05/11/2004

<sup>8</sup> Le capital-risque retrouve des couleurs en Europe, Le Monde du 16.03.05 , www.lemonde.fr

<sup>9</sup> قانون المالية لسنة 2005 يعفي شركات رأس المال المخاطر من الضريبة على أرباح الشركات IBS لمدة خمس سنوات ابتداء من تاريخ بداية نشاطها.

<sup>10</sup> Il s'agit ici de :

i- FINALEP, une société mixte entre deux banques publiques Algériennes (BDL 40%, CPA 20%) et la caisse Française de Développement (CFD, France) 28,74%, et la Banque Européenne d'Investissement (BEI, Luxembourg) 11,26%. Elle a été créée en Avril 1991.

ii- SOFINANCE, Société Financière d'Investissement, de Participation et de Placement, constituée en date du 04 avril 2000 après obtention de l'autorisation de la Banque d'Algérie. Elle a obtenu de la Banque d'Algérie l'agrément pour l'exercice de son activité en date du 9 janvier 2001.

<sup>11</sup> المادة 567 من القانون التجاري الجزائري تنص على أن الحصص يمكن أن تكون عينية أو نقدية ولا يجوز أن تمثل الحصص بتقديم عمل. ومن الناحية الفقهية أجاز بعض الفقهاء ، ومنهم الإمام المالكية، أن تكون الحصص من الأعيان، على أن تقوم عند العقد، وإلى هذه القيمة يرجع عند المفاصلة.

<sup>12</sup> في حالة الشركة ذات المسؤولية المحدودة نصت المادة 576 من القانون التجاري الجزائري على أنه يتم تعيين المدير، أو طاقم الإدارة، من طرف الشركاء في القانون الأساسي أو بعقد لاحق، والذي يجب أن تتحدد فيه صلاحيات الإدارة بوضوح.

<sup>13</sup> ابن قدامة، المغني، دار الكتب العلمية، بيروت، ص129

<sup>14</sup> سندات المضاربة أو سندات القراض، وتسمى أيضا بصكوك المضاربة، هي سندات ملكية في رأس مال المضاربة، وبالتالي فلا بد من تجزئة رأس مال المضاربة إلى حصص متساوية القيمة، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع، ويتضمن السند نسبة الربح، وتحمل صاحب السند الخسارة في حالة وقوعها من دون تقصير أو تعد.

<sup>15</sup> ليس المقصود هنا بسندات المشاركة ذات المفهوم الشائع الذي يعتبرها سندات يحصل بموجبها أصحابها على نسبة من الربح، إضافة إلى فائدة ثابتة، إذا تجاوز ربح المشروع حدا معيناً، ولكن المقصود هو أن رأس مال التمويل في المشروع يكون بين المصرف والمدخر بنسب معلومة، أي أنهما يشتركان في رأس المال، وهذا خلاف المضاربة التي تفصل بين المضارب المشترك (المصرف) وصاحب رأس المال.

<sup>16</sup> رحيم حسين، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: تشخيص ومقترحات، ورقة مقدمة للدورة التدريبية حول "تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية" المنظمة في جامعة سطيف بالتعاون ما بين كلية العلوم الاقتصادية بجامعة سطيف والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بجدة خلال الفترة 2003/05/28-25.