

ملائكة الأعمال كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

Business angels as a financing alternative for small and medium enterprises in Algeria

محمد الاخضر قريشي^{1*}

¹ جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر

تاريخ الاستلام: 2018؛ تاريخ القبول: 2018؛ تاريخ النشر: 01 ديسمبر 2020

ملخص : تهدف هذه الدراسة التعريف أكثر بملائكة الأعمال، كما نحاول من خلال البيانات الإحصائية والمنشورات تقييم ما إذا كان يمكن اعتبارها فرصة جديرة بالاهتمام لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بعد عرض مساهمات هذا البديل في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم والمشكلات التي تواجهه. وما الذي يمكن عمله من أجل تعزيز النتائج الإيجابية في ظل تعاوهم المحتمل. أظهرت الدراسة بأن نشاط المؤسسة وما قدمته من تمويلات يعطي نظرة بأنها شركة قرض إيجاري بالدرجة الأولى وليست شركة رأس مال مخاطر؛ وبالتالي لن يبقى أم المؤسسات المنشأة حديثا سوى التمويلات المتأتية العائلة أو الأصدقاء والتي يمكننا أن نتساءل بشأن كفايتها وقدرتها على مسايرة وتلبية احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتزايدة في الجزائر

الكلمات المفتاح : استثمار، اعمال، تمويل، مؤسسات صغيرة، بديل.

Abstract: This study aims to introduce more business angels, We also try, through statistical data and publications, to assess whether it can be considered a worthwhile opportunity for financing small and medium enterprises in Algeria. After reviewing the contributions of this alternative in financing small and medium enterprises in the world and the problems they face. And what can be done to promote positive outcomes given their potential cooperation.

The study showed that the Corporation's activities and the finances it provided give the perception that it is a leasing company in the first place and not a venture capital company; Consequently, only the funds from family or friends will remain the mother of the newly established institutions, Which we can ask about its sufficiency and its ability to cope with and meet the needs of the growing small and medium enterprises in Algeria

Keywords: Investment, business, financing, small enterprises, an alternative

* المؤلف المرسل.

- تمهيد :

في الوقت الحالي قد لا نختلف على أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة SME في اقتصاد أي بلد، ذلك أنها أضحت تلعب دوراً محورياً في النمو الاقتصادي وتشجيع التجارة الخارجية التي تساهم في تنويع مصادر الدخل وتوسيع القاعدة الإنتاجية، كما تعمل هذه الشريحة من المؤسسات على تحقيق التكامل بين الأنشطة الاقتصادية والتوازن في عملية التنمية الاقتصادية وتحقيق الاستقرار الاقتصادي، وتساهم كذلك في تطوير المهارات والتكنولوجيا المحلية، إضافة إلى أنها تمثل النواة للشركات الكبيرة. أظهرت تقارير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية أن أكثر من 96٪ من اقتصاد العالم تدفعه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ورجال الأعمال والشركات الناشئة. 1

كما أقرت العديد من الدراسات بأن المؤسسات المتوسطة والصغيرة تعتبر الأداة الأكثر قدرة على القضاء على ظاهرة البطالة والفقر في المجتمع. ولذلك سارعت أغلب الدول ومنها الجزائر باتجاه برامج الترقية والتطوير وخاصة المالية منها. لكن الحصول على التمويل المناسب ظل من أكبر المشكلات التي تواجه هذه الشريحة من المؤسسات وخاصة في المراحل المبكرة لدورة حياتها، ولذلك لا زال يعد من أهم القضايا الحرجة التي تورق المهتمين ببقائها وتطويرها. وفي إطار سعيها لتلبية الاحتياجات المالية لهاته المؤسسات سنت حكومات هاته الدول التسهيلات التي مست القروض المصرفية التقليدية واستحدثت حاضنات الأعمال وصناديق رأس المال الاستثماري ، ودرست فوائد اعتماد الصيغ الإسلامية... الخ.

ولم يتوقف الاجتهاد عند اعتماد الآليات سابقة الذكر بل استمر البحث؛ ولإزالة الاهتمام بإيجاد فرص تمويل بديلة قائم، ولعل ما يعرف اليوم بملائكة الأعمال (Business Angels) أحد نتائج ذلك الاهتمام. إذ أصبح هذا البديل أحد أهم الفاعلين الماليين في الاقتصاد العالمي بصفة عامة والأوروبي خاصة، ذلك أنهم يقتحمون الأنشطة الأكثر تطوراً في سوق رأس المال الدولي. هذا السوق الذي يسجل نمو قوي ومتسارع في العرض والطلب²، لكن لازالت أنشطتهم تتسم بشكل عام بالافتقار إلى بعض الثقافات والترتيبات المالية المتعارف عليها بين كبار المستثمرين، حيث انحصرت تفعيل دورهم من خلال اعتمادهم كمصدر للتمويل بين رؤوس الأموال العائلية والفردية ورؤوس الأموال المغامرة في المراحل المبكرة لدورة حياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

واليوم يمكن ملاحظة بأن هذا البديل التمويلي حقق انبعاثاً جديداً في السنوات الأخيرة خاصة مع جفاف مصادر الأموال التقليدية بعد أزمة 2008 وما نتج عنها من ركود اقتصادي. فقد تم تقديم جمهور جديد وواسع لملائكة الأعمال من خلال إرتفاع الأسهم عبر الإنترنت والديون المحولة عبر منصات التمويل الجماعي. فلقد خفضت هذه المنصات من الحواجز التي تحول دون الاستفادة من هذه الاستثمارات، ليس فقط من خلال إعطاء رؤية لجمهورهم الكبير، بل حتى من خلال جعل عملية الاستثمار أكثر كفاءة وفاعلية.

لذلك نسعى من خلال هذه الورقة التعريف أكثر بهذا البديل، كما نحاول من خلال البيانات الإحصائية والمنشورات تقييم ما إذا كان يمكن اعتبار ملائكة الأعمال فرصة جديرة بالاهتمام لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بعد عرض مساهمات هذا البديل في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم والمشكلات التي تواجهها. وما الذي يمكن عمله من أجل تعزيز النتائج الإيجابية في ظل تعاوهم المحتمل.

من أجل الوصول إلى ذلك، تم التطرق للمحاور التالية :

التعريف بمضمون المصطلح وتطورات التاريخة ؛

أنواع ملائكة الأعمال في العالم ؛

إستراتيجية عمل ملائكة الأعمال ؛

الحاجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسبل تمويلها من منظور دورة حياة المؤسسة؛

تقييم مصادر التمويل المقترحة وما الذي يميز ملائكة الأعمال عنها؛

واقع ملائكة العمال في الجزائر ؛

أمثلة عن بعض ملائكة الأعمال في العالم.

1.I- مفهوم وتطوير "ملائكة الأعمال" :

كما ذكرنا سابقا فإن ملائكة الأعمال يعملون بصورة غير رسمية تماما سواء بمفردهم أو من خلال شبكات ملائكة الأعمال، ويشبه أسلوبهم في العمل من نواح كثيرة أسلوب عمل شركات رأس المال المغامر، إذا يتم توظيف الأموال من أجل تحقيق مكاسب مالية، ولكن في أحيان كثيرة جدا يكون لديهم أكثر من سبب واحد للاستثمار في شركة ما. ومن الممكن أن يكون ذلك في مصلحة المؤسسة المتلقية للأموال، فقد يريدون لعب دور فاعل (بعض الوقت) في الشركة التي يستثمرون فيها أموالهم، وبمنحهم ذلك الفرصة لاستخدام مهاراتهم المتصلة بالأعمال بما يعود بالنفع على كلا الطرفين. وثمة ميزة أخرى وهي أنه بحكم كونهم رجال أعمال فقد يستطيعون جلب اتصالات مفيدة للمؤسسة محل الاستثمار.

يقدم الواقع ملائكة الأعمال على أهم متحررون في أذواقهم، إذا إنهم يستثمرون في معظم قطاعات الأعمال. ولكنهم مع ذلك يتصفون بضيق أفق التفكير كونهم يستثمرون عادة في المؤسسات القريبة من المكان الذي يعيشون أو يعملون فيه. فبخلاف أصحاب رؤوس الأموال المغامرة الذين يهتمون بالأموال المجمع من العديد من المستثمرين الآخرين ويضعونها في صندوق يديرونه بشكل استراتيجي يعتمد ملائكة الأعمال على أموالهم الخاصة. وإضافة إلى ما تعتمد تلك الشركات من اعتبارات رئيسية، فإن ملائكة الأعمال تتميز ببعض العوامل الرئيسية الخاصة بما على غرار:

- 1- أهم على استعداد لقبول عوائد أقل مما تطلبه شركات رأس مال المخاطر إن كانت هناك فرصة حقيقية للعب دور الفاعل في الشركة محل الاستثمار؛
- 2- أهم سيكونون دائما حملة أسهم قليلة، ولذلك لا يوجد تهديد حالي للسيطرة على المؤسسة المستفيدة؛
- 3- مقارنة مع شركات رأس مال المغامر من المحتمل أن يكون لديهم القدرة على اتخاذ قرارات استثمارية سريعة، وهو الأمر الذي سيوفر الوقت والنقد؛
- 4- هم مستعدون للقيام باستثمارات على المدى الطويل، ولكنهم مع ذلك سيفكرون في إيجاد طرق للخروج مثلهم مثل شركات رأس مال المخاطر؛

وتجدر الإشارة إلى أنه من الناحية العملية، لا يتم دفع سعر الفائدة والرسوم المماثلة على رأس المال المالي المستثمر لملائكة الأعمال التجارية لأنشطتهم في المؤسسة، ويمكن تحصيلها عن طريق بيع حقوقهم فقط في نهاية الأعمال. ولكم السؤال الذي يطرح في هذه المرحلة : كيف تقيم الملائكة الفرص المطروحة أمامها ؟

في إطار الإجابة عن هذا التساؤل وبعد الإطلاع على بعض المواقع ذات الصلة يمكننا القول بأن ملائكة الأعمال لا تملك عادة عملية رسمية لتقييم الفرص، ولكنهم يعرفون جيدا ما يجب عليهم فعله عندما يريدون ذلك. وكثيراً ما يشيرون إلى تقييمهم الأولي على أنه "اختبار شم" أو يقولون بأنهم يرتكزون في قراراتهم على "الحدس". كما يتوقف الأمر بدرجة كبيرة على مدى تجارب طالب الاستفادة، إذ أن جودة وسلامة رائد الأعمال أو فريق الإدارة تعتبر العامل الوحيد والأكثر أهمية في هذا التقييم الأولي. فبعد أن يقتنع ويرتاح هؤلاء المستثمرون لمشروع رائد الأعمال أو فريق الإدارة وتطلعاته يتم أخذ عوامل أخرى مثل المنتج أو الفكرة أو الملكية الفكرية (IP) أو الصناعة في الاعتبار. ثم إن ملائكة الأعمال قد يتورطون بشكل كبير في العناية الواجبة، وتعتمد في ذلك على شبكاتهم غير الرسمية كالحامين والمحاسبين للمساعدة في تقييم الصفقة ووضع اللمسات الأخيرة على تفاصيل الاستثمار.

من خلال ما سبق يمكن أن نستنتج بأن ملائكة الأعمال تتمتع بالمزاي التالية:

- سرعة ومجانبة اتخاذ قرارات الاستثمار؛
 - لا تتطلب الضمانات المعتادة في أشكال التمويل الأخرى ولا السداد أو الفائدة ؛
 - تمكن من الوصول إلى معرفة مستثمري القطاع الخاص للمؤسسات المستفيدة ويسهل لها الاتصال بهم، وهو ما يساعدها كذلك على الاستفادة من مهارات التوجيه والإدارة ؛
 - بسبب التدقيق الخارجي تشهد المؤسسات المستفيدة الانضباط أفضل.
- وفي مقابل ذلك، يمكن أن نسجل مجموعة من المخاطر والمساوئ التي تحيط بهذا النوع من الاستثمارات على غرار :
- معدلات الفشل المرتفعة التي تلاحق المؤسسات المستفيدة؛
 - توقيت العودة : ففي الغالب تميل ملائكة الأعمال للبحث عن مخرج من تلك المؤسسات بعد فترة استثمار تدوم من 3 إلى 8 سنوات على أكثر تقدير، على الرغم من أن بعض المؤسسات ولاسيما تلك التي تعمل في مجالات البحث والتطوير والصناعات شديدة التعقيد يمكن أن تستغرق أطول من ذلك ؛
 - عدم وجود العناية الواجبة : فبالطبع تتطلب المؤسسات الطالبة لهذا النوع من التمويل عناية خاصة وعدم تخصيص وقت كاف لذلك قد يؤدي إلى مشكلات.

أما بالنسبة للمساوئ التي يمكن تسجيلها فنذكر ما يتعلق ب :

- محدودية مبالغ الاستثمار المقترحة، فهذا قد لا يتلاءم مع العديد من احتياجات المؤسسات؛
 - السرية المرادفة للفاعلين في هذا السوق تجعل من الوصول والعثور على مستثمر ملائكي مناسب قد يستغرق وقتاً أطول؛
 - التحلي عن الملكية : فبمقتضى هذا الاتفاق يضطر صاحب المؤسسة المستفيدة إلى التخلي عن جزء من حصته في المؤسسة.
- تحديد الاحتياجات المالية حسب دورة حياتها

تختلف الاحتياجات المالية في المشروعات الصغيرة وفقا لمرحل و دورة حياة هذه المشروعات، حيث إن لكل مرحلة احتياجاتها الخاصة التي تختلف عن سابقتها أو تلك المراحل التي تليها، و يمكن تقسيم الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب دورة حياتها إلى المراحل التالية:

- الاحتياجات المالية لطور التأسيس :

تبدأ هذه المرحلة مند استقرار فكرة المشروع في ذهن صاحبها إلى غاية تنفيذها على أرض الواقع. ولذلك تظهر في هذه المرحلة حاجة كبيرة للأموال من اجل الدراسات و التصميم، الإنشاء والتنفيذ، تأمين الأصول الثابتة من أراضي ومباني وآلات وتجهيزات، نفقات التسجيل والتراخيص و البنية التحتية، استصدار حقوق التأليف للبرامج والأدلة المصاحبة للتطوير وغيرها.

في هذه المرحلة يمكن أن نميز بين الاحتياجات المالية التالية 5 :

أ - رأس المال الأولي : وينحصر في التمويل الذي يسبق إنطلاق المشروع. ففي هذه المرحلة يتم الحصول على الأموال إما من أصحاب المشروع و أقربائهم وأصدقائهم، أو عن طريق البنوك التي ستكون جد متحفظة في هذه المرحلة نظرا لدرجة الخطورة العالية التي تصاحب المشروع كونه لم يثبت نجاحه بعد، أو عن طريق الحكومات التي تقدم القروض و التسهيلات لهذه المشاريع.

ب- تمويل الانطلاق الفعلي للمشروع : تدخل المؤسسة هذه المرحلة بعد إنشاء المشروع أي بعد الانتهاء من عمليات تصميم وتطوير المنتج. فهنا نجد بأن المؤسسة ستتحمل تكاليف متزايدة تتعلق بالمصاريف الإعدادية والمصاريف المتعلقة بجيافة وسائل الإنتاج في ظل محدودية التدفقات النقدية الموجبة للمشروع كون السوق لم يستوعب بعد المنتج بشكل كاف. ولذلك تعد هذه المرحلة من أكثر المراحل حساسية والتي قد تشهد فشل المشروعات، فهذا ما يدفع أغلب المؤسسات إلى البحث عن تمويل خارجي لضمان استمرارية نشاط. فقد ذكرت بعض الدراسات أن احتمال فشل المشروعات في هاته المرحلة يتراوح بين 30% إلى 50%.

- الاحتياجات المالية لطور النمو :

تعرف المرحلة بفترة التطور والانطلاق، فالمؤسسات في الغالب تستهدف خلال هذه المرحلة النمو المتوازن. ذلك أنها ستسجل ارتفاع في حجم التدفقات النقدية الموجبة نتيجة لتطور المبيعات، وهذا ما يدفع الإدارات الطموحة السعي نحو توسيع حجم الأعمال الذي يتطلب طاقات إنتاجية إضافية لتطوير المنتج وتحسين جودته خاصة في ظل المنافسة الحادة التي تشهدها المرحلة.

في الغالب تشهد هذه المرحلة تراكم لبعض المخزونات وحقوق العملاء غير المحصلة أي ظهور احتياج في رأس المال العامل على مستوى دورة الاستغلال، هذا الاحتياج ينبغي مواجهته من خلال دعم الأموال الخاصة بما يعرف برأس مال النمو الذي يوجه لتمويل نمو وتوسع النشاط، أو الرفع من المستوى الإنتاجي، أو طرح منتجات جديدة، أو الدخول إلى أسواق جديدة... إلخ.

- الاحتياجات المالية لمرحلة النضج :

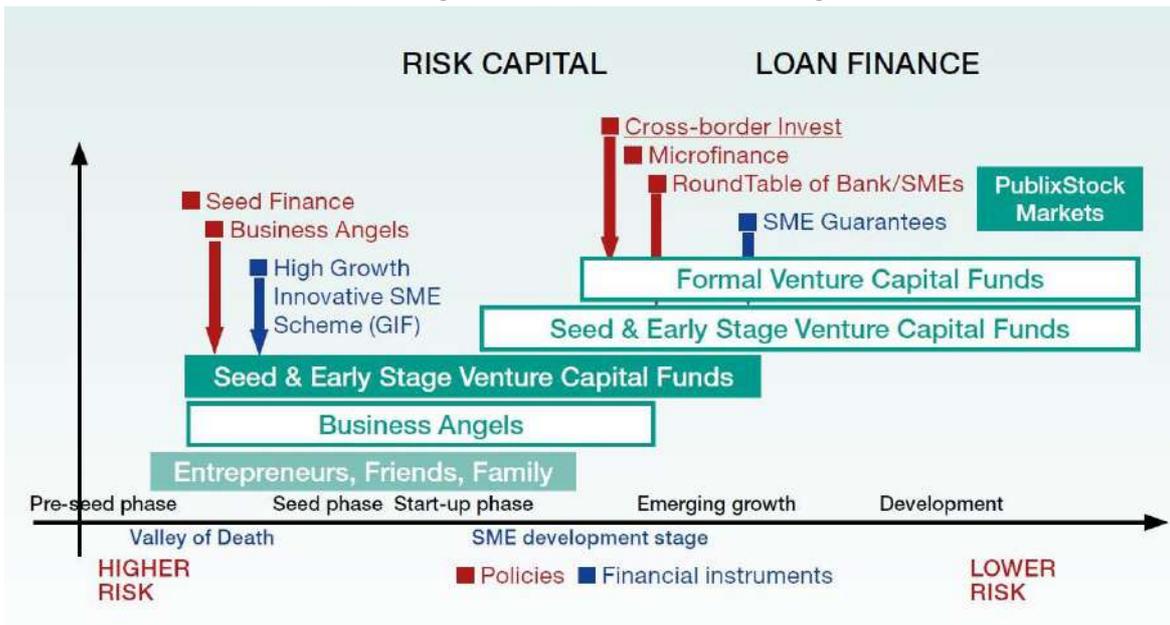
تتسم هذه المرحلة بالاستقرار، حيث تسجل المؤسسات في مثل هذه المرحلة استقرار في مستوى المبيعات وما ينتج عنه من استقرار في التدفقات النقدية الموجبة ومن ثم الأرباح، كما أن معدلات المردودية تكون قد بلغت أعلى مستوياتها. فعلى هذا الأساس نجد بأن مسير المؤسسات في هذه المرحلة يتوجهون نحو المحافظة على الحصة السوقية المكتسبة، وهذا ما يبقي الاحتياج للتمويل قائم، لكنه في الغالب يكون في شكل تمويل قصير الأجل أكثر منه تمويل طويل الأجل. ذلك أن المؤسسة في إطار سعيها للمحافظة على شريحة الزائن المكتسبة تخاف من أن زبائنها قد تشبعوا بالخدمات أو المنافع التي تقدمها منتجاتها الأصلية، لذلك تبدأ بالتفكير في تحسين منتجاتها أو طرح منتجات بديلة تماشى والاحتياجات السوقية الجديدة، وهذا كله لضمان ولاء زبائنها أو كسب زبائن إضافيين، وبالتالي تتمكن على الأقل من المحافظة على حصتها السوقية وتفاذي الآثار السلبية للمنافسة القائمة.

تعرف المؤسسات في هذه المرحلة تشكيل النواة الأساسية للتمويل الذاتي، إذ أنه يصبح بإمكانها تغطية جميع تكاليفها بالإعتماد الإيرادات المحصلة وتحقيق فائض، وهذا ما ينجم عنه احتياج مالي أقل مقارنة بالمرحل السابقة. فالمؤسسة في هذه المرحلة تسعى إلى المحافظة على مستوى رأس المال العامل المحقق. ولذلك نسجل بأن أغلب المؤسسات وخاصة في ظل ما أضحت تتمتع به مكاسب تبدأ في دراسة خيار التحول إلى شركة مساهمة من خلال طرح أسهمها للاكتتاب العام (IPO).

- الاحتياجات المالية لمرحلة الانحدار :

بعد مرحلة النضج قد تواجه الشركة بعض المشاكل مثل عدم قدرة إدارتها المالية على إدارة التدفقات النقدية بكفاءة وفاعلية، وهو ما يقودها نحو التعثر المالي الذي قد يدفعها إلى الإفلاس وبالتالي الخروج من السوق. ولمواجهة ذلك تضطر لطلب المزيد من القروض من مختلف المصادر لتمويل احتياجاتها من رأس المال العامل، بل قد تتدخل حتى الحكومة من خلال تقديم القروض الميسرة لمواجهة المتعثرين.

الشكل 01 : الاحتياجات المالية وخيارات التمويل حسب دورة حياة المؤسسة



Source: Michael Dinges, SMEs participation under Horizon 2020, Directorate-General for Internal Policies of the Union, European Parliament, November 2013, <https://www.researchgate.net>

يظهر الشكل السابق بأن هناك - إضافة إلى العائلة والأصدقاء- ثلاث فئات من المستثمرين: ملائكة الأعمال، وأصحاب رؤوس الأموال المغامرة، والسوق المالي الذين يمكن للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تلجأ إليهم في طلب التمويل. يقدم الشكل الموالي نظرة حول موقع استخدام كل مصدر من مصادر التمويل الخارجية وفق المراحل المختلفة للمؤسسة.

الشكل 02 : أدوات التمويل الخارجي المختارة حسب دورة حياة المؤسسة



المصدر : من إعداد الباحث

إذا بين الشكل السابق بان هناك عدد قليل جدا من مصادر التمويل المحتملة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. ومع ذلك، فإن العديد منهم لديهم مشاكل عملية قد تحد من فائدهم. ولذلك سنعمد من خلال ما يلي في هذا البحث إلى توضيح ولو بإيجاز بعض هاته المصادر الرئيسية وقبورها. ثم يتم إبراز ما يميز ملائكة الأعمال عن هاته المصادر مع تبيان موقعها في دورة حياة المؤسسة. القروض المصرفية :

تبقى القروض المصرفية إلى حد بعيد الشكل الأكثر شيوعاً لتمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة في العالم، سواء أكانت هاته القروض صادرة مما يعرف بالبنوك التقليدية أو أنها أحد منتجات الصيرفة الإسلامية. ولذلك ينبغي على هاته المؤسسات فهم هذه الآليات المطروحة للتمويل سواء أكانت من البنوك التقليدية أو المصارف الإسلامية للظفر بالتدفقات النقدية المناسبة لاحتياجات المؤسسة وإمكاناتها وقدراتها الإنتاجية والمالية. يبين المسح الجزئي للدراسات المستحدثة في هذا المجال بأن الإئتمان المصرفي له عدة أنواع منها، ما يتعلق بطرق التحصيل و منها ما يتعلق بأسلوب التمويل، فحسب أسلوب التمويل يمكن أن نميز بين :

- 1- القرض المباشر : ويشير إلى الشكل الشائع بين معظم البنوك التقليدية، حيث يتمثل في إقراض المؤسسة مبلغ نقدي محدد تلتزم برده للبنك مع الفوائد خلال فترة زمنية محددة، حيث يكون السداد إما على شكل أقساط شهرية أو دفعات موسمية أو في نهاية الفترة. للإشارة فإن هناك أيضاً ما يسمى ب "غير البنوك" ونقصد : صناديق القروض ؛ ومنصات التمويل الجماعي ؛ وشركات التأجير ؛ وشركات التأمين ؛ ومقدمي تمويل الفواتير ؛ ومنظمات التمويل المجتمعي والشركات الكبرى... الخ بإمكانها تقديم قروض للمؤسسات، غير أن تكلفة القروض من هذه المؤسسات أي " غير البنوك " قد تكون أعلى مقارنة بتكلفة القروض من البنوك، وذلك اعتماداً على المصدر غير المصرفي وتكلفة التمويل والعلاقة بين المقترض والمقرض؛
- 2- التأجير التمويلي : في الغالب يعد أحد منتجات البنوك التقليدية⁶، حيث يعتبر نشاط تمويلي يتضمن شراء معدات أو أصول رأسمالية بغرض التأجير. أي أن المؤسسة المالية (المؤجر) تشتري الأصول للمؤسسة طالبة التمويل (المستأجر) وتؤجرها لها مع تحمل المستأجر لكافة التكاليف، وللمستأجر الحق في شرائها بعد نهاية العقد وبعد دفع القيمة المتبقية من تكلفة الشراء مع الفوائد والأرباح أو استمرار الإيجار بأجر رمزي (كمكافأة للمؤجر)؛
- 3- التمويل الإسلامي : من المفروض أن تستفيد المؤسسة خلاله من حاجاتها التمويلية سواء أكانت في شكل خدمات أو منتجات تتماشى مع أحكام الشريعة الإسلامية، وفي هذا الإطار نذكر : تمويل المراجعة ؛ الاستصناع و السلم؛
- 4- المشاركات والمضاربات : في الغالب تعد كذلك من بين منتجات المصارف الإسلامية غير أنها تختلف عن سابقتها في أن هذا النوع من التمويلات يجعل البنك شريكا للمؤسسة في نتائج أعمالها، ولذلك فإنه سيكون شريكاً حتى في تحمل المخاطر؛
- 5- التأجير المنتهي بالتملك : يعد التأجير المنتهي بالتملك صيغة من صيغ البيوع المنتشرة في الغرب، غير أن المصارف الإسلامية تعاملت به في السنوات الأخيرة بعد ما رأت فيه مرونة، وبعد ما أدخلت عليه من تعديلات حتى يتوافق مع مقررات الصيرفة الإسلامية. وللإيجار المنتهي بالتملك صور عديدة يذكرها الباحثون في علم الاقتصاد⁷، وكذا المختصون في معاملات المصارف الإسلامية، غير أن المطلع على هذه الصور العديدة يجد أن أبرزها وأكثرها استعمالاً وتداولاً في السوق الصورتان التاليتان :
 - أ- الإجارة التلقائية : وفيها يصاغ العقد على أنه عقد إجارة ينتهي بتملك العين المؤجرة بعد أداء جميع أقساط الإيجار، وتنتقل الملكية تلقائياً بأداء آخر قسط من هذه الأقساط، دون دفع ثمن آخر لنقل الملكية؛
 - ب- الإجارة المنتهية بالبيع بثمن رمزي : وفيها يصاغ العقد على أنه إجارة لمدة محددة، على أن يكون للمستأجر الحق في تملك العين المؤجرة في نهاية مدة الإجارة، مقابل مبلغ محدد تنقل به الملكية. وبمعنى آخر: أن يصاغ العقد على أنه عقد إجارة، يُمكن للمستأجر من الانتفاع بالعين المؤجرة في مقابل أجرة محددة في مدة محددة للإجارة، على أن يكون للمستأجر الحق في تملك العين المؤجرة في نهاية مدة الإجارة مقابل مبلغ رمزي. وفي هذه الصورة يحدد الطرفان ثمناً رمزياً للشيء المؤجر، يدفعه المستأجر في نهاية المدة لكي يتملك العين المؤجرة. والذي يدل على أن الثمن المدفوع في نهاية المدة إنما هو ثمن رمزي : أنه روعي في أقساط الإيجار أنها تعادل في مجموعها ثمن السلعة في نهاية المدة، كما أن الثمن المدفوع في نهاية المدة قليل جداً بالمقارنة مع ثمن المثل.

رأس المال المغامر

رأس المال المغامر أو رأس المال المخاطر أو المخفوف بالمخاطر أو رأس المال الاستثماري كلها مصطلحات تستخدم عادة لوصف شكل من أشكال الاستثمار طويل الأجل، القائم على استهداف الأسهم غير المدرجة، والذي يستهدف في كثير من الأحيان المؤسسات الناشئة ومرتفعة النمو، حيث تستخدم موارده عادة في تطوير المنتجات وخدمات التكنولوجيا المتقدمة في مجالات مثل تكنولوجيا المعلومات، والتكنولوجيا الحيوية، والاتصالات والطاقة المتجددة... فهناك منظمات متخصصة في تمويل تلك العروض للأعمال المخفوفة بالمخاطر وهذه المنظمات هي شركات توفير رأس المال المخفوف بالمخاطر (Venture Capitalists).

بدأ سوق رأس المال الاستثماري بالتطور منذ خمسين سنة تقريباً، ووصل إلى ذروته في ثمانينيات القرن الماضي. وأضحى في الوقت الحاضر مصدر مهم جداً لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بل ذكرت بعض الدراسات بأنه يحسن القدرة الابتكارية للدولة من خلال جعل الاستثمارات في مرحلة مبكرة الشركات التي توفر إمكانيات عالية ولكن أيضاً مع مخاطر عالية⁸.

يتم الاحتفاظ بالمستثمرين الرأسماليين ليكونوا مستثمرين فعليين يتدخلون في إدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ أنهم يشاركون في إدارة وتسويق تخطيط إستراتيجية الأعمال لها، والتي من خلالها يشجعون تطويرها بشكل كبير، فهم يستهدفون العوائد الرأسمالية بدلاً من تدفق الدخل لفترة تمتد من خمس إلى سبع سنوات.

على المؤسسات الطالبة لهذا النوع من التمويلات أن تعتمد في البداية إلى البحث على منظمة موفرة لرأس المال الخوف بالمخاطرة. وفي إطار ذلك، تحتاج إلى وضع خطة عمل تبين فيها بالتفصيل مشروعها التجاري؛ التمويل الذي تحتاجه؛ شكل التمويل والتوقيت المطلوب فيه؛ التقديرات المستقبلية؛ وتفاصيل أدائها حتى تاريخ الطلب. وكما يسهل عليها إيجاد المنظمة المناسبة الموفرة لرأس المال الخوف بالمخاطرة، يتعين عليها أن تكون محددة ما يتعلق بمرحلة التمويل وقطاع الصناعة. فهذه المنظمات لا تمول كل مرحلة من مراحل تطور المؤسسات، كما أن لكل منها التفاصيل الخاصة بها.

وعموماً فإن المراحل المتعارف عليها للتمويل من قبل المنظمات الموفرة لرأس المال الخوف بالمخاطرة هي:

- 1- مرحلة بدء تشغيل الشركة: تمويل تطوير المنتجات و التسويق المبكر، وفي هذه المرحلة لا يكون المنتج قد تم بيعه تجارياً؛
- 2- مرحلة مبكرة أخرى: تمويل التصنيع التجاري والمبيعات، وفي هذه المرحلة لن تكون الشركة قد حققت أي ربح بعد؛
- 3- تمويل التوسع: مثلما يوحي الاسم، يقدم هذا التمويل لزيادة الإنتاج و التسويق وتطوير المنتجات أو توفير رأس مال عامل إضافي للشركات الناشئة. كما يمكن أن يتضمن أيضاً تمويل استئناف التشغيل وإعادة تمويل الديون المصرفية؛
- 4- الشراء الثانوي: شراء أسهم قائمة من منظمة أخرى موفرة لرأس المال الخوف بالمخاطر أو حملة الأسهم الآخرين.
- 5- تمويل شراء ما من فريق إداري خارجي (Management buy - in (MBI)؛
- 6- تمويل شراء شركة ما من قبل منظمة موفرة لرأس المال الخوف بالمخاطر قبل استحواذ الفريق الإداري (سواء القائم أو الجديد) على حصة ملكية في الشركة (الشراء المؤسسي للشركات) (Institutional buy - out (IBO)؛
- 7- قيام شركة موفرة لرأس المال الخوف بالمخاطر بشراء شركة بغرض القيام باستحواذات أخرى لإنشاء مجموعة أعمال أكبر (LBU) Leveraged Build up.

أما بخصوص قطاع الصناعة المفضل لهاته المنظمات، فالواقع بين أن لكل منظمة موفرة لرأس المال الخوف بالمخاطر قطاعات مفضلة خاصة بما لا تقوم بتوظيف استثمارات خارجها. وعموماً يمكن المهتم أن يلاحظ بأن هناك بعض القطاعات الشائعة ك: الزراعة؛ التكنولوجيا الحيوية؛ الصناعة الكيميائية؛ الاتصالات؛ القطاعات المتصلة بالحسابات الآلية؛ القطاعات الاستهلاكية؛ الإنشاءات والعقارات؛ الطاقة، البيئة؛ الخدمات المالية؛ الصناعات الغذائية؛ الميكنة الصناعية؛ المنتجات والخدمات الصناعية؛ الترفيه؛ الإعلام؛ القطاعات المتصلة بالطب/ الصحة؛ القطاعات المتصلة بالإلكترونيات؛ قطاعات التصنيع الأخرى؛ تجارة التجزئة؛ النقل والمواصلات⁹.

بعد أن تقوم المؤسسة بالتعرف على المنظمة المناسبة الموفرة لرأس المال الخوف بالمخاطر، والمهتمة بقطاع صناعتها ومرحلة تمويلها والاتصال، تدخل في مرحلة التفاوض مع تلك المنظمة لإبرام صفقة. وفي إطار ذلك تنصح بالاستعانة بخبرات المحامين والمحاسبين الأكفاء، كون أن هذه الخطوة تمثل جوهر العملية، حيث ستجد أنها بنهاية العملية قد اتفقت على ما يلي: إجراء تميمين للمؤسسة؛ مبلغ التمويل الذي ستحصل عليه؛ الحصة في المؤسسة التي ستستحوذ عليها المنظمة الموفرة لرأس المال الخوف بالمخاطر مقابل نقودها؛ شروط الصفقة (العقد) وتتضمن كيف ستتم إدارة الشركة والرقابة والسيطرة عليها؛ طريقة الخروج والجدول الزمني الخاص بذلك.

السوق المالي (بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة)

كانت الجزائر من بين الدول التي اتجهت نحو إنشاء سوق متخصص لقيود وتداول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فقد أنشئت عام 2012 بورصة الجزائر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. ويأتي هذا بعدما أثبتت هذه التجربة نجاحها عند اعتمادها كمدخل لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية، وإحداث طفرة في نمو عدة قطاعات بالدول المتقدمة.

أوضحت بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتعقد عليها أغلب الدول آمالا كبيرة وعريضة في تمويل هذا النوع من المؤسسات لما لهذه البورصات من مزايا تجعل منها أحد أفضل مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. حيث تشير بعض الإحصائيات إلى أنه تم تأسيس أكثر من 36 بورصة متخصصة بالمشروعات الصغيرة في العديد من الدول حول العالم¹⁰. ولعل أبرز ما يمكن أن تستشهد هنا، التجربة البريطانية التي تعد أحد أبرز التجارب الرائدة في هذا المجال. إذا أنشأت بورصة لندن (LSE) سنة 1995 سوق الاستثمار البديل (AIM) ليكون سوق ثانوي لها يضم الشركات الناشئة والوافدين الجدد، حيث تم تصميمه لمساعدة الشركات الأصغر على الوصول إلى رأس المال من السوق العامة.

تسمح AIM لهذه الشركات برفع رأس المال عن طريق الإدراج في بورصة عامة مع مرونة تنظيمية أكبر بكثير مقارنة بالسوق الرئيسي. فعادة ما تكون الشركات التي تسعى إلى تقديم عروض اكتتاب عام أولي (IPO) وقائمة على AIM، شركات صغيرة استفدت إيجابياً ووصولها إلى رأس المال الخاص ولكنها ليست على المستوى المطلوب للخضوع إلى الاكتتاب العام الأولي والقائمة في بورصة كبيرة. على الرغم من أن AIM لا يزال يشار إليه باسم سوق الاستثمار البديل في لندن في الصحافة المالية، إلا أن LSE قد اعتمدت هذه الممارسة للإشارة إليها من خلال اختصارها فقط. فبعد 20 عاماً من إطلاقها تم تسجيل 3700 شركة في AIM، حيث بلغ مجموعها 100 مليار جنيه إسترليني. 42 مليار جنيه إسترليني في الاكتتاب العام الأولي و 58 مليار جنيه إسترليني في عروض AIM الثانوية.

تشمل قائمة أكبر المستثمرين المؤسسيين في AIM في لندن : BlackRock و Invesco و J.P. Morgan و Legal و Schrodgers و Aviva و General و Standard Life و Barclays و M & G و AXA. تمثل المؤسسات البريطانية 65٪ من الشركات المدرجة في AIM أما الرصيد الباقي فيأتي من الولايات المتحدة والصين وإستراليا وإيرلندا والهند وجنوب إفريقيا وكندا وروسيا. ويعتبر النموذج التنظيمي لـ AIM معتدلاً ومتوازناً مقارنةً بنهج واحد يناسب الجميع في السوق الرئيسية لبورصة لندن 11. تحتفظ FTSE Group بثلاثة مؤشرات لتتبع AIM: مؤشر FTSE AIM UK 50 ومؤشر FTSE AIM 100 ومؤشر FTSE AIM الشامل. تتبع عملية إدراج الشركات في AIM نفس المسار الذي تتبعه عملية الاكتتاب التقليدية، فقط مع متطلبات أقل صرامة 12. وعلى غرار بريطانيا سارت كل كوريا الجنوبية سنة 1996 وإيطاليا 2001. أما على مستوى المنطقة العربية فنجد بأن مصر أنشئت عام 2007 بورصة النيل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة وقطر استحدثت بورصة خاصة تحت اسم قطاع الشركات الناشئة. والسعودية أطلقت سوق نمو سنة 2017.

الطرح العام الأولي

الطرح العام الأولي، أو الاكتتاب العام الأولي، أو العرض العام الأولي مصطلحات تشير للبيع الأول للسهم الذي تصدره الشركة للجمهور. فقبل الاكتتاب العام الأولي، تعتبر الشركة خاصة، مع عدد قليل نسبياً من المساهمين يتكون بشكل أساسي من مستثمرين مبكرين (مثل المؤسسين وعائلاتهم وأصدقائهم) والمستثمرين المحترفين. من ناحية أخرى، يتألف الجمهور من أي شخص آخر - أي مستثمر فردي أو مؤسسة لم يشارك في الأيام الأولى للشركة وكان مهتماً بشراء أسهم الشركة 13.

إن إجراء تقديم طلب الاكتتاب العام في الشركات الصغيرة والمتوسطة تقريباً هو نفسه الإجراء الخاص بالاكتتاب العام العادي غير أنه توجد بعض الخصوصيات بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. ولكن قبل الحديث عن تلك الخصوصيات يجدر بنا التعريف بأهم الإجراءات المتعمدة في إطار العرض العام الأولي.

بداية تشير إلى أن الضامنون 14 يلعبون دوراً ثلاثياً في العملية يشمل : تقديم النصح وشراء الإصدار الجديد وإعادة بيعه إلى العامة مقابل الحصول على مكافأة أو أجر يكون في صورة " الفرق أو الانتشار Spread " .

تعتبر طريقة البناء الدفترى **book building** أو سجل الأوامر من أشهر الطرق المعتمدة وأكثرها شعبية في العالم، حيث تعتمد عليها معظم **IPOs** في الولايات المتحدة 15، حيث يبي فيها الضامن دفترًا بالطلبات المحتملة، ويستخدم تلك المعلومات في تحديد سعر الإصدار. وبالرغم من الشعبية التي تحظى بها هذه الطريقة إلا أن الدراسات أشارت إلى أن هناك أكثر من بديل يمكن أن تعتمده المؤسسات إذا قررت أن تقوم بعرض العام على غرار :

- البيع بسعر ثابت : غالباً ما يستخدم هذا الأسلوب في المملكة المتحدة، حيث تعتمد المؤسسات في هذه الحالة إلى تثبيت سعر البيع ثم تعلن عن عدد الأسهم المعروضة. ففي هذه الحالة إذا كانت الأصول المالية مقيمة بشكل تضخمي فمن الطبيعي أن لا يقدم المستثمرون على اقتنائها، وعليه سيجد الضامنون أنفسهم مجبرين على شراء بقية الأصول غير المباعة. أم إذا كانت الأصول مسعرة بشكل منخفض جداً فستزداد الطلبات على الأصول المعروضة، وعندها سيحصل المستثمرون على نسب فقط من الأصول التي طلبوها. وبما أن العروض المقدمة تتضمن تسعيراً منخفضاً للأصول فسوف يترك عرض البيع بسعر ثابت للمستثمرين معرضين لحنة الراجح 16. وعليه يصح البديل هنا :
- البيع بالزاد العلني : حيث يدعى من خلاله المستثمرون لتقديم عروضهم مع تحديد سعر و حجم الأصول التي يرغبون في شرائها. حيث تباع بعد ذلك الأصول لأصحاب أعلى العروض.

الجدير بالذكر أن وزارة الخزانة الأمريكية تباع سنداتها بالزاد العلني، كما أن قلة قليلة من الشركات التي استفادت من هذا الأسلوب في الولايات المتحدة مثل جوجل **Google**. غير أن هذا الأسلوب منتشر بشكل كبير في بقية دول العالم ومستخدم بكثرة في فرنسا واليابان، وخاصة عند بيع الأسهم الجديدة 17.

كما ذكرنا سابقا بأن العرض العام الأولي بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة عادة ما يحظى بمتطلبات أقل مقارنة بالأسواق الرئيسية، فيما يخص مثلا: الإطار الزمني للاكتتاب العام والحد الأدنى من المخصصات والجهة المخولة بمعالجة وثائق العرض... فمثلا نجد بأن متطلبات طرح الشركات في نمو - السوق الموازية تتمثل بما يلي 18:

يجب أن يكون المصدر شركة مساهمة سعودية، أو شركة مساهمة مملوكة غالبية رأسمالها لمواطني دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية وتمتع بجنسية إحدى دول المجلس؛ القيمة السوقية للشركة 10 ملايين ريال كحد أدنى؛ 20% على الأقل من الأسهم مملوكة من قبل الجمهور، بما لا يزيد عن 5% لكل مستثمر؛ نشاط تشغيلي رئيسي لمدة سنة على الأقل؛ تعيين مستشار مالي إلزامي، وتعيين مستشار قانوني اختياري؛ قوائم وتقارير مالية سنوية مدققة للشركة؛ قوائم مالية ربعية مراجعة؛ الإفصاح عن المعلومات الجوهرية؛ لا يوجد متطلب لربحية الشركة؛ حظر لبيع أسهم المؤسسين لمدة سنة من تاريخ الإدراج؛ ألا يقل عدد المساهمين من الجمهور عن 50 مساهماً إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأسهم المطلوب إدراجها تزيد على 40 مليون ريال، أو 35 مساهماً إذا كانت القيمة السوقية الإجمالية المتوقعة لجميع الأسهم المطلوب إدراجها تقل عن 40 مليون ريال.

من خلال الشكل 01 وجدنا بأن ملائكة الأعمال ينحصر دورهم في تمويل المراحل المبكرة من حياة المؤسسة (مرحلة البذور؛ مرحلة الإنطلاق؛ النمو الناشئ أو المبكر)، كما أن هذا البديل أقترح كمصدر تمويل مباشرة بعد المؤسسون والأصدقاء والعائلة وقبل اللجوء إلى شركات رأس المال المغامر. وعليه نطرح التساؤل التالي:

ما الذي يميز ملائكة الأعمال ويجعلهم أولوية مقارنة بشركات رأس المال المغامر؟

إن المتبع لهذا البديل التمويلي يجده اليوم يمثل ظاهرة عالمية، فلو استرجعنا مؤثراته خلال العقدين الماضيين وخاصة في الولايات المتحدة وأوروبا لأدركنا بأننا نتحدث عن مصدر قوي لتمويل المؤسسات عالية النمو. كما أننا سنلاحظ بأن هذا القطاع لا ينمو فحسب، بل أصبح أكثر رسمية وأكثر تنظيم من خلال إنشاء مجموعات وشبكات خاصة به على مستوى العالم.

ت لعب ملائكة الأعمال دورا جوهريا في توفير الخبرة الإستراتيجية والتشغيلية للمؤسسات الجديدة، بالإضافة إلى الأموال المقدمة. وهذا ما جعل هذا البديل يتوسع ويحظى باهتمام أكبر حتى يتجاوز دوره شركات رأس المال المغامر. إذ تؤكد هذا التقديرات الخاصة بكل من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة على مدى السنوات العشر الماضية إلى أن ملائكة الأعمال كانت أكبر من رأس المال المغامر على الرغم من بعض الانخفاضات التي أعقبت حقبة "دوت كوم" في أواخر التسعينات، وكذلك بعض الانخفاض خلال الأزمة المالية الأخيرة 19.

ومع ذلك فإن اتخاذ قرار التمويل الصحيح، يتطلب الإلمام بجميع الاختلافات الموجودة بين البديلين وما يمكن أن يقدمه كل منهما، باعتبارهما أهمما أصبحا من أكثر مصادر التمويل البديلة شيوعا في هذه المراحل من دورة حياة المؤسسة.

فمن خلال الطرح السابق يمكن أن نستشف بأن لدى ملائكة الأعمال والشركات الرأسمالية المغامرة عددا من أوجه التشابه، ذلك أن كل منهما يلي احتياجات المؤسسات الناشئة غي المراحل المبكرة، وكلاهما يميلان إلى تفضيل المؤسسات ذات الصلة بالتكنولوجيا والعلوم وذات أفاق النمو الواعدة. ومع ذلك، هناك عدد من الاختلافات المهمة بينهما والتي نستعرضها من خلال ما يلي:

1- الطبيعة الشخصية للاستثمارات: فمستثمرو رأس المال المغامر يظهرون بصفة أكثر رسمية مقارنة بملائكة الأعمال. فملائكة الأعمال يختارون استثمار أموالهم الشخصية في المؤسسات الناشئة ذات الآفاق الواعدة مقابل الحصول على حصة من الأسهم. وبالنظر إلى أنهم يستثمرون أموالهم الخاصة، فتبقى هناك دائما مخاطرة متأصلة، إذ من المستبعد جداً أن يستثمر الملاك لدي مؤسسة لا يرغب صاحبها في التخلي عن جزء من ملكيتها. كما أننا نجد بأن بعض ملائكة الأعمال لا يكادون يبذلون أي جهد كونهم غير ملزمين في الواقع، وباعتبار أن كل المال المستثمر ملكهم. أما شركات رأس المال المغامر والتي تضم مجموعة من المستثمرين المحترفين. فإن رأس المال سيأتي من الأفراد والشركات وصناديق التقاعد والمؤسسات، إذ يعرف هؤلاء المستثمرين كشركاء محدودين. وبالتالي يحتاج أصحاب رأس المال المغامر إلى بذل المزيد من العناية الواجبة، باعتبار أنهم يتحملون مسؤولية ائتمانية تجاه شركائهم المحدودين؛

2- المسؤولية والدوافع: فمهمة مستثمرو الملائكة بالدرجة الأولى تكمن في تقديم الدعم المالي. ومع ذلك بإمكانهم تقديم المشورة إذا طلب منهم ذلك، أو أنهم سيوجهون المؤسسة المستفيدة إلى جهات اتصال مهمة، لكنهم غير ملزمين بذلك. فمستوى مشاركتهم يعتمد على رغبات المؤسسة المستفيدة وميولهم الخاصة. في حين يبحث الرأسمالي المغامر عن منتج أو خدمة قوية تتمتع بميزة تنافسية قوية وفريق إدارة موهوب وسوق محتتمل واسع. وبمجرد اقتناع أصحاب رؤوس الأموال المغامرة واستثمارهم، فإن دورهم يسمو إلى المساعدة في بناء شركة ناجحة تقدم قيمة مضافة حقيقية. فقد يساعد رأس المال المغامر في بناء التوجه الاستراتيجي للشركة وتوظيف الإدارة العليا، وتقديم المشورة للرؤساء التنفيذيين؛

3- المبالغ المستثمرة : بالرغم من أن ملائكة الأعمال توصف بأنها حل سريع لمشكل التمويل، إلا أنه ينبغي الاعتراف بمحدودية قدراتها المالية نسبيا، ففي الغالب لا يستطيع ملائكة الأعمال تمويل متطلبات رأس المال الكاملة لنشاط تجاري، ذلك أن مساهمتهم تنحصر في الغالب ما بين 25.000 و 100.000 دولار، وقد تزيد عن ذلك أو تقل في بعض الأحيان، وقد أشارت بعض المواقع الالكترونية الخاصة إلى أن ملائكة الأعمال عندما تجتمع في مجموعة قد يتجاوز متوسط استثمارها 750.000 دولار. أما أصحاب رأس المال المغامر ففي الغالب ما يستثمرون ما متوسطه 7 ملايين دولار في الشركة الواحدة²⁰؛

4- الخيارات الاستثمارية : يستهدف ملائكة الأعمال المراحل الأولى من دورة حياة المؤسسة، وتمويل التطور التقني في مرحلة متأخرة ودخول السوق في وقت مبكر. كما يفضل ملائكة الأعمال الاستثمار في مشاريع تجارية خاصة لم يتم تداولها بشكل علني في سوق الأوراق المالية. ذلك أن طبيعة المخاطر العالية لاستثمارها محفوفة بالفشل المحتمل، لذلك تبقى حريصة على إبقاء أي أنشطة استثمارية أنشطة خاصة. أما رأس المال المغامر فنادرا ما يهتم بالمراحل المبكرة، ما لم تكن هناك أسباب مقنعة (مثل التكنولوجيا العالية، إمكانات وآفاق للنمو)، فهم يفضلون الشركات الأكثر تطورا وذات السجل الحافل. إذ أن الرأسمالي المغامر يحرص على تقديم التمويل الذي يسمح بالتطور والنمو السريع ليثبت أن لديه ما يلزم لتحقيق النجاح.

كذلك نجد بأن ملائكة الأعمال يمكنهم المشاركة في مؤسسات ليست بالضرورة عالية التكنولوجيا أو عالية النمو وكذلك المؤسسات في المراحل اللاحقة من النمو أو التطور. وأهم مثل مؤسسات رأس المال المغامر يميلون للاستثمار في محفظة من الشركات، وليس فقط في واحد أو اثنين.

5- حساسية السوق : ملائكة الأعمال يميلون إلى أن يكونوا أقل حساسية لدورات السوق من الرأسماليين المغامرين، على الرغم من أن "تأثير الثروة" قد يؤثر على مقدار استعدادهم للاستثمار عندما تتقلب الأسواق. ومع ذلك، في بيئة السوق الحالية، فإن عدم وجود مخارج (سواء من خلال اكتتاب عام أو M & A) قد وضع ضغوطا على كل من ملائكة الأعمال وشركات رأس المال المغامر.

6- فرص الإنشاء : أوجدت شبكة الإنترنت فرصا لإنشاء شركات ذات رؤوس أموال أولية أصغر من قطاعات التكنولوجيا والعلوم التقليدية. وقد سميت هذه الشركات بـ "الشركات الناشئة الضعيفة" لأنها تسمح بكفاءة رأسمالية أكبر واختبارات أسرع وتعديل للمنتجات و / أو نماذج الأعمال. وبالتالي استطاع ملائكة الأعمال الاستثمار في هذا المجال ودعم الشركات من خلال "الخروج المبكر" (عادة M & A) دون الحاجة إلى دخول رأس المال المغامر في المراحل اللاحقة لهذه الشركات؛

7- التغطية الاستثمارية : يدعم ملائكة الأعمال نطاقاً أوسع من الابتكار مقارنة بشركات رأس المال المغامر، كما أنهم يميلون إلى الاستثمار قريبا من المنزل، حيث يستثمر معظمهم في مشاريع داخل مجتمعهم المحلي وفي نطاق أوسع من القطاعات مقارنة بالرأسماليين المغامرين، وهذا يجعل تغطيتهم الاستثمارية أوسع نطاقا مقارنة بشركات رأس المال المغامر سواء من حيث قطاعات الصناعة أو الجغرافيا (حيث تعيش الملائكة في كل مكان، ليس فقط في المناطق التي يوجد فيها مكاتب للملكية الفكرية، والتي تميل إلى التركيز في عدد قليل من المراكز التكنولوجية أو العلمية).

هذه النظرة ربما تكون قد أوضحت بعض الاختلافات بين ملائكة الأعمال وأصحاب رؤوس الأموال الاستثمارية، وهي تعزز الاستنتاج المأخوذ من الشكل 01 القائل بأن ملائكة الأعمال هي المصدر الأكثر ملائمة للتمويل - بعد العائلة والأصدقاء- في المراحل المبكرة من دورة حياة المؤسسة، ثم قد تأتي شركات رأس المال المخاطر في مرحلة لاحقة. كذلك أفادت بعض الدراسات بأن شركات رأس المال المخاطر غير قادرة على استيعاب العدد الكبير من الصفقات الصغيرة. وأن المصدر التقليدي (القروض المصرفية) غالبا ما يتسم بالمحدودية بسبب مستوى المخاطرة وتكاليف المناولة.

كما أثبتت الممارسات بأن ملائكة الأعمال تسعى بالدرجة الأولى إلى نجاح المؤسسة، بينما تستهدف شركات رأس المال المغامر العائد المرتقب على الاستثمار.

لكن يبقى قرار اعتماد أي منهما قرار شخصي جدا بالنسبة إلى منظم المؤسسات يتطلب اتخاذ المزيد من الاطلاع والنقاش لضمان مساهمة هذا الدعم المالي في نجاح وريادة المؤسسة.

II - نتائج ومناقشة ملائكة الأعمال في الجزائر والعالم :

لم تبقى الجزائر بمعزل عن هذه الظاهرة، إذ كشف الصالون المغاربي 2018 للهواتف النقالة الذي أقيم بقصر الثقافة مفدي زكريا بالعاصمة الجزائرية عن وجود مجموعة Casbah Business angels التي تهم بهذا النمط الجديد من التمويل.

فقد أكد السيد ياسين رحمون المؤسس والمشارك في هذه المجموعة أنه في المرحلة الأولى، ستذهب المجموعة إلى صناديق ابتدائية تتراوح بين 10 إلى 15 مليون بعد التأسيس. كما ذكر أن من بين معايير الاختيار المعتمدة لدى مجموعته، بأن يكون لدى المستفيد خطة عمل ذات نوعية جيدة للغاية، لأن هدفها هو شرح كيفية توليد الفكرة من المال. كما أوضح أن بأن اهتمام مجموعته لا يقتصر على التمويل فحسب، بل

أما ستساعد المؤسسات المبتدئة في العثور على العملاء. مبينا بأن المجموعة لديها حوالي خمسة عشر مستثمرا لديهم شركات كبيرة مع محفظة عملاء من 700 أو 800 عميل.

أما فيما يتعلق بمحالات الاستثمار، فقد حصر السيد رحمون مشاركتهم بشكل رئيسي في مجال تكنولوجيا المعلومات، حيث يقترح العديد من الشباب الحلول والتطبيقات، وكذلك في قطاع الأغذية الزراعية. كما يتطلع للتدخل أيضا في قطاعات في البناء، والترفيه، والنقل والاستشارات "21.

ملائكة الأعمال في العالم

لقد كان من الصعب على المؤسسات الناشئة العثور على المستثمر الملائكي المناسب الذي يساعدها على النجاح من خلال التمويل والمشورة. ولكن مؤخرا ومع اجتهادات العديد من المجالات في الكشف عن رواد هذه الظاهرة من جهة22، وسعي هؤلاء المستثمرين العمل في إطار مجموعات معروفة باسم شبكات الملاك التجارية والاستثمار معاً من خلال منصات عمل معروفة على الشبكة العنكبوتية ربما يكون قد ساهم في إزالة بعض الغموض، وبالتالي أصبحت إمكانية الوصول إليهم أقل صعوبة وأكثر شفافية. وهذا ما مكنا من تقديم قائمة بأشهر وأنشط ملائكة الأعمال حول العالم. مركزين في ذلك حول من أين أتوا، وما أهم مساهماتهم واهتمامهم23.

جيف كلافيير (Jeff Clavier) : مؤسس شركة SoftTech VC، عمل مع شركائه وموظفيه لتمويل 150 مشروعاً في السنوات العشر الماضية. لديه اهتمام أكثر بالتجارة الإلكترونية، وتحقيق الدخل من الهواتف المحمولة والبنية التحتية ؛ ديفيد لي (David Lee) : مؤسس شركة SV Angel، LLC، بلغ أكبر استثمار منفرد له حتى الآن 250,000 دولار، تم إدراجه من قبل Business Insider كواحد من أفضل 50 مستثمراً في الأعمال التجارية المبكرة، ولديه ميل للبيانات الكبيرة والتحليلات والتجارة الإلكترونية والإنترنت المستهلك ؛

بنجامين لينغ (Benjamin Ling) : عمل في Khosla Ventures و leans towards green technology. بلغت مساهماته الشخصية مبلغ 250 ألف دولار بالرغم من أنه لم يؤسس شركته الخاصة، قام مؤخرًا بالاستثمار في Vamo. يجب الوسائط الرقمية، والهواتف النقالة، والبيانات الضخمة، والتجارة الاجتماعية.

ديف مورين (Dave Morin) : يقسم وقته بين الاستثمار كملاك والعمل مع الشركة التي أسسها، استثمر مؤخرًا في SocialRadar و (fun fact). يجب الزراعة والبيوتكويين والأجهزة والمشروبات والرياضة ووسائل الإعلام الاجتماعية ؛ كيث رابوا (Keith Rabois) : أحد أعضاء Khosla Investments، وصلت استثماراته الشخصية إلى 250,000 دولار بخصوص أكثر من 50 استثماراً. واستثمر مؤخرًا في DoorDash. اعتاد أن يكون أقوى وأهم الفاعلين في PayPal و LinkedIn، ولكن الآن يفضل دعم برامج الولاء والتعليم وتكنولوجيا المعلومات والرياضة والأسواق.

أيدين سينكات (Aydin Senkat) : مؤسس شركة Felicis Ventures، وصلت استثمارته الشخصية إلى 5 ملايين دولار من خلال دعم 80 شركة ناشئة بالفعل. ومؤخرًا قام بدعم موقع NOWBOX. تشمل اهتماماته الطباعة ثلاثية الأبعاد، والرعاية الصحية، والصحة الشخصية وإدارة العلاقات.

رون كونواي (Ron Conway) : مؤسس شركة Angel Investors LP التي قامت بإعداد قائمة Midi Investors Midas في عام 2013. وقد قام مؤخرًا بدعم Data Elite وشهد مهاراته الاستثمارية كمستثمر مبكر لشركة Google و PayPal و AskJeeves. كما أنه دخل في السياسة، باعتباره أكبر مساهم في حملة سان فرانسيسكو عمدة مدينة سان فرانسيسكو. بلغت استثمارته الشخصية في المؤسسات الناشئة الفردية 50.000 دولاراً.

ماريسا ماير المدير التنفيذي الحالي لشركة Yahoo والتي لعبت قبل ذلك دوراً رئيسياً في تطوير المنتجات في google وكان لها دور كبير في تطوير Gmail و igoogle وخرائط google والعديد من المنتجات الأخرى العزيرة. وقد استثمرت في : Minted ؛ Airtime ؛ Wealthfront ؛ Periscope ؛ Lever ؛ UBeam وغيرها. وقالت إن اهتماماتها تشمل الوسائط الرقمية والموارد البشرية وإعلانات الفيديو عبر الإنترنت والطاقة. ويامكان كل متطلع لخدمتهما أن يشاهد ما تفعله وفريقها على موقع علي بابا.

جيف بيزوس (Jeff Bezos) : المؤسس والرئيس المدير التنفيذي ورئيس مجلس إدارة Amazon.com. جيف هو أيضا مستثمر ملاك نشيط للغاية، وكغيره من كبار المستثمرين يحافظ على سرية مقدار ما عرضه. ومع ذلك، فقد سجل أن يقول إنه "يبدأ" بمبلغ 1.5 مليون دولار، وقد شملت استثماراته الأخيرة Everfi.

كيفن روز (Kevin Rose) : مؤسس شركة Digg و Milk، وشارك في تأسيس Revision 3. كما أنه شريك في Google Ventures وعضو مجلس إدارة في مؤسسة Tony Hawk Foundation. وتشمل استثماراته الفيسبوك، treehouse،

zynga، ويعد أحد المستثمرين منذ فترة طويلة الذين وصلوا إلى تويتر في وقت مبكر عندما كان الرئيس التنفيذي لشركة **Digg.com**. على الرغم من أنه لن يكشف عن المبالغ التي استثمرها إلا أنه ظهر كملاك مع **BusinessInsider** و **Businessweek**. يميل نحو الأخبار الاجتماعية، الإنترنت الاستهلاكي، وسائل الإعلام الاجتماعية والخدمات القائمة على المواقع الإلكترونية.

IV- الخلاصة :

يلعب ملائكة الأعمال دورا مهما في أهم الاقتصاديات العالمية، حيث يعد في الكثير منها أكبر مصدر للتمويل الخارجي بالنسبة للمؤسسات المنشأة حديثا. كما أنه يكتسب أهمية متزايدة من حيث توفير رأس المال الملائم فضلا عن مساهماته في نمو وتطوير تلك المؤسسات التي أضحت محور النمو والازدهار لتلك الاقتصاديات. فاليوم يبلغ حجم سوق الاستثمار الملاك أكثر من 6.7 مليار يورو في أوروبا وأكثر من 26 مليار دولار في الولايات المتحدة وكندا، ومن المتوقع أن يتجاوز الحجم الإجمالي لسوق الاستثمار العالمي في المراحل المبكرة 50 مليار دولار بحلول عام 2020، بل ينتظر أن تتجاوز قيمته 150 مليار دولار خلال السنوات الخمس أو السبع القادمة 24.

ولذلك توجهت الدراسات وخاصة النسبوية إلى المنظمات الحكومية المهمة بتنمية وترقية اقتصادياتها كمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) إلى الترويج لهذا البديل من خلال متابعة مساهماته واهتماماته وتقييم أساليبه وتطوراتها، بل حتى تحليل مؤشرات من أجل الوقوف على مفاتيح نجاحه والتي ذكرنا منها :

- 1- أهم رواد أعمال سابقين ينبغي الاستفادة خبراتهم كمستثمرين ملاك وخاصة في القطاعات التي استثمروا فيها ؛
- 2- يمكنهم توفير العناية الواجبة (توفير البيانات اللازمة من خلال الفحوصات الفنية والتجارية والشخصية...) قبل الاستثمار والتي يصعب على المؤسسات المبتدئة توفيرها؛
- 3- يمكنهم توزيع المخاطر من خلال استخدام نهج المحفظة الاستثمارية (أي الاستثمار في العديد من الشركات مع مرور الوقت وليس مجرد واحد أو اثنين).

لكن وبالرغم من كل تلك الإيجابيات والمميزات لهذا البديل التمويلي قد لا يكون متاح دائما أم المؤسسات الناشئة، فقد يقول ملائكة الأعمال لا لفرص الاستثمار المتاحة أمامهم 25. فقد يكون هذا الرفض قرارا شخصيا خاصا بهم، كما قد يكون متوقفا على خصائص الاستثمار في حد ذاته وليس بالمستثمر.

أما بالنسبة لحالة الجزائر فالملاحظ أن التجربة لازالت في مهدها، وبالتالي فليس من الغريب أن لا نجد إحصائيات أو بيانات أو أسماء لبعض الفاعلين تمكننا من تقييم نشاط هذا البديل التمويلي ودراسة إمكانية اعتماده كبديل تمويلي يساهم في نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ونجاحها في تحقيق الأهداف المرجوة منها، كون الأمر لم يتعد تصريح السيد ياسين رحمون الذي كشف عن وجود مجموعة **Casbah Business angels** التي تهتم بهذا النمط من التمويل.

لذلك نقترح - كخطوة أولى - توفير مناخ العمل الملائم الذي ينبغي أن يتضمن إيجاد قاعدة تشريعية جيدة تنظم نشاط ملائكة الأعمال في الجزائر، وإطلاق منصات عمل نشطة توفر البيانات (التعريف، الإستراتيجية، الاهتمامات، القطاعات المستهدفة، الإحصائيات...) الخاصة بهذه الفئة من المستثمرين والتي تسهل الوصول إليهم، وتسمح بترتيب علاقاتهم مع ملاك المؤسسات الطالبة للتمويل، وقيادتهم نحو المفاوضات الناجحة مع ملاك تلك المؤسسات كي نضمن الاستفادة من خبراتهم. كون أن قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر يتوفر على مقومات النجاح الخاصة بنشاط هذه الفئة، فالحكومة الجزائرية تعمل على إطلاق أكبر عدد ممكن المؤسسات الناشئة بالاعتماد على الابتكار كمحرك للتطور وتحسين الأداء 26. ومساعدتها للشباب المبتكر أصبحت واضحة سواء أكانت في إطار صندوق تنمية التنافسية الصناعية أو الوكالة الوطنية لتنمين نتائج البحث والتنمية التكنولوجية (ANVREDET). كما أن نشاط شركات رأس المال المخاطر والذي تمثله في الجزائر الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف **Sofinance** ليس فعلا بعد، فنشاط المؤسسة وما قدمته من تمويلات يعطي نظرة بأثما شركة قرض إيجاري بالدرجة الأولى وليست شركة رأس مال مخاطر 27، وبالتالي لن يبقى أم المؤسسات المنشأة حديثا سوى التمويلات المتأتية العائلة أو الأصدقاء والتي يمكننا أن نتساءل بشأن كفايتها وقدرتها على مسايرة وتلبية احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتزايدة في الجزائر.

بعدها - كخطوة موالية - يمكننا الحديث عن واقع ومستقبل هذا البديل من خلال تقييم مدى نجاحه أو فشله في تطوير المؤسسات المستفيدة، ثم مناقشة أهم الصعوبات والتحديات التي تحول دون توسع سوق هذا الاستثمار، أو مفاتيح النجاح التي ينبغي دعمها وتركيبتها في سبيل تنمية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

وفي الأخير وكأفاق لهذا البحث نطرح التوجه الداعي إلى الاستفادة من تمويل ملائكة الأعمال ضمن نظام التمويل الإسلامي، ذلك أن أصول التمويل الإسلامي التي يتوقع أن تصل إلى 2.7 تريليون دولار بنهاية 2018، والتي تمثل حوالي 02٪ من أصول التمويل العالمية تكاد تكون منعدمة في المراحل المبكرة للمؤسسات المنشأة حديثا. وأن سوق الاستثمار الملائكي يشهد نمو ملحوظا، فقد أسلفنا أنه من المتوقع أن يصل

- حجم السوق إلى 50 مليار دولار بحلول عام 2020. وبالتالي لماذا لا تتم الاستفادة من هذا البديل ضمن نظام التمويل الإسلامي؟ خاصة وأن مقرراته لا تتعارض مع مبادئ الاستثمار الإسلامي. وهو ما يدفعنا إلى البحث عن حلول للإشكاليات التالية:
- هل القائمين والباحثين في نظام التمويل الإسلامي على دراية بهذا البديل التمويلي؟
 - كيف يمكننا تغيير عقلية المستثمرين وأصحاب المداخل والخبرات في البلدان الإسلامية للانتقال من التركيز على الاستثمار في قطاع العقارات إلى التنوع في الاستثمار وخاصة في المراحل المبكرة للمؤسسات الواعدة؟
 - كيف يمكننا إدراج هذا البديل التمويلي ضمن منتجات نظام التمويل الإسلامي؟
 - هل يمكننا إرساء قواعد لتعاون مشترك بين منصات وشبكات ملائكة الأعمال ومؤسسات التمويل الإسلامي؟ أو تطوير صناديق للاستثمار المشترك؟

- الإحالات والمراجع :

- 1 : Baybars Altuntas, World Business Angels Investment Forum Guest Editorial, EBAN, May 8, 2017, <http://www.eban.org/world-business-angels-investment-forum-guest-editorial>
- 2 : <http://wbaforum.org>.
- 3 : بول بارو، أساسيات تمويل الشركات دليل كامل لإنشاء شركتك وتوسيعها وبيعها، ترجمة علا أحمد إصلاح، مجموعة النيل العربية، مصر، 2010، ص85.
- 4 : NIBUSINESSINFO.CO.UK, Business angels, 12/06/2018, <https://www.nibusinessinfo.co.uk>
- 5 : أسماء برهوم ، البورصة كمصدر تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة تحارب أجنبية-، مكتبة الوفاء القانونية، الإسكندرية ، 2015، ص121.
- 6 : حسين محمد سمحان و أحمد عارف العساف ، تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة بين التمويل الإسلامي والتقليدي، الطبعة الأولى، دار الميسرة، الأردن، 2015، ص54.
- 7 : سعود بن عبدالله الفينسان، الامجار المنتهي بالتمليك، مجلة البحوث الفقهيّة المعاصرة، العدد 48: السنة (12)، 1421هـ، ص: 7-31.
- 8 : Juha Warma, Venture capital investment on SME. Bachelor's Thesis , School of Business Finance, 15.3.2010, p.17
- 9 : بول بارو، أساسيات تمويل الشركات دليل كامل لإنشاء شركتك وتوسيعها وبيعها، ترجمة علا أحمد إصلاح، مجموعة النيل العربية، مصر، 2010، ص85-87.
- 10 : أريج حمادة، بورصة كويتية للمشروعات الصغيرة.. الطريق لتنمية مستدامة، جريدة الأنباء ، الكويت، الأربعاء 2017/12/13.
- 11 : The London Stock Exchange's AIM (LSE AIM) Overview Presentation – 2017, <http://www.aimadvisers.co.uk.10/06/2018>
- 12 : Alternative Investment Market – AIM , <https://www.investopedia.com, 10/06/2018>.
- 13 : <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/stock-market/initial-public-offering-ipo-1076>
- 14 : الضامنون the Underwriters هم عادة بنوك استثمارية متخصصة في الاكتتابات العامة ضمن فريقهم. هذه البنوك يتم تعيينها من قبل شركة تريد طرح أسهمها للاكتتاب وأن تضمن أن كل المتطلبات الترخيصية مناسبة، وكذلك يتم تعيينهم بهدف جعل الاكتتاب ناجحاً. فالضامن يتواصل مع شبكته الخاصة من المنظمات الاستثمارية كالصناديق الاستثمارية، الشركات الائتمانية وشركات استثمارية أخرى لقياس الاهتمام الاستثماري في هذه الشركة مما يساعد الضامن على تحديد قيمة الاكتتاب الأولى لسهم الشركة. وفي الاكتتاب الفعلي يعمل الضامن على المحافظة على رقم محدد من الحصص كي يتم بيعها في السعر الأولى ويشترى أية حصص إضافية لنفسه.
- 15 : A.Sherman, Global Trends in IPO Methods :
- 16 : M.Levis, The winner's Curse Problem, Intrest Costs and the Underprice ng of Initial Public Offerings, Economics Journal 100 (1990), pp 76-89.
- 17 : للمزادات العلنية نوعان : البيع بالمزاد التمييزي discriminatory auction ومزاد السعر المنتظم uniform price auction، ففي إطار البيع بالمزاد التمييزي يطلب من الراغب أن يدفع السعر الذي عرضه، أما في مزاد السعر المنتظم فيدفع الراغبون بسعر أقل المتقدمين الراغبين.
- 18 : <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/470777>.
- 19 : Marianne Hudson, SNAPSHOTS OF THE AMERICAN ANGEL COMMUNITY, ANGEL CAPITAL ASSOCIATION, May 27, 2016, <http://www.wbaforum.org/wp-content/uploads/2016/08/02-USA-2015.pdf>

20 : Will Jiang, WILL JIANG, Differences Between an Angel Investor and a Venture Capitalist Business.com / Funding / Last Modified: August 28, 2017

https://www.business.com/articles/angel-investors-vs-venture-capitalists/

21 : FCE, REVUE DE PRESSE, Jeudi 22 février 2018 ,http://www.fce.dz

22 : Bojana Trajkovska, Top 40: Business Angels that are rocking Europe and help startups grow, EU-Startups ,http://www.eu-startups.com/2017/12/top-40-business-angels-that-are-rocking-europe-and-help-startups-grow/ December 6, 2017

23 : By John Boitnott, 15 of the Biggest Angel Investors of All Time, Journalist and digital consultan SEP 24, 2014, https://www.inc.com/john-boitnott/15-of-the-biggest-angel-investors-of-all-time.html

24 : EBAN, World Business Angels Investment Forum Guest Editorial , May 8, 2017 , http://www.eban.org

25 : Colin Mason, Tiago Botelho and Justyna Zygmunt, WHY BUSINESS ANGELS REJECT INVESTMENT OPPORTUNITIES: IS IT PERSONAL?, International Small Business Journal 2016 , P14.

26 : وكالة الأنباء الجزائرية، الجزائر تراهن على المؤسسات الصغيرة و المتوسطة المبتكرة للنهوض بالاقتصاد و الصناعة، الخميس، 14 كانون 1/ديسمبر 2017، http://www.aps.dz

27 : أحلام بوقفة، واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف Sofinance، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، جامعة أم البواقي، المجلد الرابع/ العدد الأول، جوان 2017، ص.ص 103-125

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA:

محمد الاخضر قريشي (2020). ملائكة الأعمال كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 06 (العدد 02)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 25-38.



يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا لـ **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.

المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.



The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.

Algerian Review of Studies in Accounting and Finance is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license (CC BY-NC 4.0)**.