

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد بوضياف بالمسيلة

ميدان : العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
فرع : العلوم الاقتصادية  
تخصص : اقتصاد نقدي وبنكي



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم : العلوم الاقتصادية  
رقم :

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية  
تحت عنوان:

## دور رأس المال المخاطر في تمويل الاستثمارات

تحت إشراف:

- الدكتور : غربي حمزة

من إعداد:

- حرمة زينب

السنة الجامعية : 2019-2020



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد بوضياف بالمسيلة

ميدان : العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
فرع : العلوم الاقتصادية  
تخصص : اقتصاد نقدي وبنكي



كلية: العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم : العلوم الاقتصادية  
رقم :

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية  
تحت عنوان:

## دور رأس المال المخاطر في تمويل الاستثمارات

تحت إشراف:

- الدكتور : غربي حمزة

من إعداد:

- حرمة زينب

السنة الجامعية : 2019-2020





## إهداء

أهدي ثمرة جهدي إلى :  
أمي الحبيبة.. أغلى من في الوجود يا منبع العطاء والوجود  
إلى أبي الحنون كل الاحترام والتقدير  
إلى إخوتي الرائعون عنوان المحبة كنتم خير عون وسند وناصح  
إلى شريك حياتي الذي منحني الثقة والإرادة  
إلى صغیرتي هبة الرحمان أجمل هدية من رب البرية  
إلى كل محب للوطن والعلم والمعرفة  
إلى كل من يتمنى لي الخير  
إلى كل من أحب



## شكر و تقدير

اللهم إنا نحمدك حمدا يليق بجلال اسمك وعظيم سلطانك ،  
الحمد لله الذي أعانني ووفقني في إنجاز بحثي هذا .  
بكل كلمات الشكر والثناء أتقدم بشكر أستاذي القدير : غربي  
حمزة الذي شجعني ووثق بمجهوداتي ولم يبخل علي .  
شكرا لجميع الأساتذة الذين ساهموا في تنوير مشواري الدراسي  
شكرا لطاقم كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
شكرا لجميع الزملاء وجميع من وقف بجاني من بداية هذا  
البحث إلى نهايته

## فهرس المحتويات :

الصفحة	العنوان
	<b>الفصل الأول : الجانب النظري لرأس المال المخاطر</b>
02	المبحث الأول : ماهية رأس المال المخاطر
02	المطلب الأول : مفهوم ونشأة رأس المال المخاطر
02	الفرع الأول : مفهوم رأس المال المخاطر
03	الفرع الثاني : نشأة رأس المال المخاطر
04	المطلب الثاني : خصائص ومراحل تمويل رأس المال المخاطر
04	الفرع الأول : خصائص رأس المال المخاطر
05	الفرع الثاني : مراحل تمويل رأس المال المخاطر
08	المطلب الثالث : الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر وآليات خروجه
08	الفرع الأول : الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر
09	الفرع الثاني : آليات خروج رأس المال المخاطر
11	المبحث الثاني : الأدبيات النظرية لمفاهيم التمويل
11	المطلب الأول : تعريف التمويل وأهميته
11	الفرع الأول:تعريف التمويل
12	الفرع الثاني:أهمية التمويل
13	المطلب الثاني : أشكال وخصائص التمويل
13	الفرع الأول:أشكال التمويل
14	الفرع الثاني :خصائص التمويل
15	المطلب الثالث : مصادر وطرق تمويل رأس المال المخاطر
15	الفرع الأول : مصادر تمويل رأس المال المخاطر
16	الفرع الثاني : طرق التمويل لرأس المال المخاطر
17	المبحث الثالث : عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر
17	المطلب الأول : مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وأهمية الرقابة عليه
17	الفرع الأول : مراحل عملية الاستثمار
18	الفرع الثاني : أهمية الرقابة على الاستثمار
19	المطلب الثاني : عملية الخروج من الاستثمار
19	الفرع الأول:أهمية عملية الخروج من الاستثمار
20	الفرع الثاني:العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الخروج من الاستثمار

22	خلاصة الفصل
	<b>الفصل الثاني : دور التمويل بمؤسسات رأس المال المخاطر</b>
24	المبحث الأول : ماهية مؤسسات رأس المال المخاطر
24	المطلب الأول : مؤسسات رأس المال المخاطر
24	الفرع الأول : مفهوم مؤسسات رأس المال المخاطر
24	الفرع الثاني: مميزات مؤسسات رأس المال المخاطر
25	المطلب الثاني : أهمية مؤسسات رأس المال المخاطر ومتطلباته
25	الفرع الأول : أهمية مؤسسات رأس المال المخاطر
27	الفرع الثاني : متطلبات رأس المال المخاطر
28	المطلب الثالث : أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر
28	الفرع الأول: شركات رأس المال المخاطر
29	الفرع الثاني: صناديق الاستثمار المباشر
30	المبحث الثاني : إجراءات التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر
30	المطلب الأول : المرحلة التمويلية التي تغطيها مؤسسة رأس المال المخاطر
30	الفرع الأول : تمويل مرحلة الإنشاء
31	الفرع الثاني : تمويل مرحلة التنمية
31	الفرع الثالث : تمويل مرحلة تحويل الملكية
32	المطلب الثاني : إستراتيجيات مؤسسات رأس المال المخاطر
32	الفرع الأول : الإستراتيجيات التمويلية
33	الفرع الثاني : الإستراتيجية غير التمويلية
34	المطلب الثالث : مزايا وعيوب مؤسسات رأس المال المخاطر
34	الفرع الأول : مزايا مؤسسات رأس المال المخاطر
35	الفرع الثاني: عيوب مؤسسات رأس المال المخاطر
36	المبحث الثالث : آليات تفعيل دور رأس المال المخاطر والعوائق التي تتعرض لها مؤسساته
36	المطلب الأول : طرق التدخل الحكومي لتنشيط سوق رأس المال المخاطر
36	الفرع الأول : التدخل الحكومي المباشر
37	الفرع الثاني : التدخل الحكومي غير المباشر
37	الفرع الثالث : النموذج الهجين للتدخل الحكومي
38	المطلب الثاني : الإستراتيجية الاستثمارية لمؤسسات رأس المال المخاطر
38	الفرع الأول : إستراتيجية التنوع
38	الفرع الثاني : إستراتيجية التخصص

39	المطلب الثالث : عقبات تطوير مؤسسات رأس المال المخاطر
39	الفرع الأول : عقبات متصلة بمؤسسات رأس المال المخاطر
40	الفرع الثاني : عقبات متصلة بالمشروع وبالسوق
41	خلاصة الفصل
	<b>الفصل الثالث : رأس المال المخاطر لتمويل الاستثمارات في بعض دول العالم والجزائر</b>
43	المبحث الأول : تجارب تمويلية لبعض دول العالم في مجال رأس المال المخاطر
43	المطلب الأول : التجربة التمويلية الأمريكية
43	الفرع الأول : ظهور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية وأسباب نجاحه
44	الفرع الثاني : طرق الخروج من استثمارات رأس المال المخاطر وأدائه في الولايات المتحدة الأمريكية
47	المطلب الثاني : التجربة التمويلية التايوانية
47	الفرع الأول : كيفية معالجة الحكومة التايوانية لمدخلات عملية هندسة سوق رأس المال المخاطر
48	الفرع الثاني : طرق الخروج من استثمارات رأس المال المخاطر وواقع في تايوان
50	المطلب الثالث : التجربة التمويلية المصرية
50	الفرع الأول : سوق رأس المال المخاطر في مصر
51	الفرع الثاني : واقع رأس المال المخاطر في مصر
53	المبحث الثاني : رأس المال المخاطر كإستراتيجية جديدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر
53	المطلب الأول : رأس المال المخاطر في الجزائر
53	الفرع الأول : نشأة رأس المال المخاطر في الجزائر
54	الفرع الثاني : مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشرع الجزائري
54	المطلب الثاني : شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وأهم التحفيزات الممنوحة لها
55	الفرع الأول : أهم شركات رأس المال المخاطر في الجزائر
57	الفرع الثاني : التحفيزات الممنوحة لمؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر
59	المطلب الثالث : تنظيم سوق رأس المال المخاطر في الجزائر
59	الفرع الأول : واقع ومعوقات النموذج الجزائري
61	الفرع الثاني : مقترح يسمح للحكومة بتجاوز المعوقات التي يواجهها النموذج الجزائري لرأس المال المخاطر
62	خلاصة الفصل
63	الخاتمة
66	قائمة المراجع

## قائمة الجداول

الصفحة	العنوان
21-20	جدول رقم (01): العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الخروج من الاستثمار
33	جدول رقم (02): استثمارات رأس المال المخاطر تبعا لمرحلة التطور (معطيات 1997) بالمليون فرنك
46	جدول رقم (03): العرض العام على الجمهور للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر في الو.م.أ
48	جدول رقم (04): طرق الخروج من استثمارات رأس المال المخاطر في تايوان
49	جدول رقم (5): عدد مؤسسات رأس المال المخاطر وحجم استثماراتها في تايوان من 1998 إلى 2007

## قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان
07	الشكل (01): استحداث الشركات الجديدة في مرحلة التكوين إلى مرحلة التخارج
37	الشكل رقم (02): النموذج الهجين لتدخل الحكومة في سوق رأس المال المخاطر
45	الشكل رقم (03): وضعية العرض العام على الجمهور في و.م.أ خلال الفترة 2004-2016
51	الشكل رقم (4): ترتيب أكبر صفقات رأس المال المخاطر بإفريقيا 2019
58	الشكل رقم (5): يمثل تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر
59	الشكل رقم (6): التطور التاريخي لاستثمارات رأس المال المخاطر في الجزائر
59	الشكل رقم (7): التوزيع الجغرافي للمشاريع الممولة في الجزائر

# المقدمة العامة

تمهيد:

رأس المال المخاطر هو بديل تمويلي مستحدث لنظام التمويل التقليدي ، وهو عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات متخصصة تدعى شركات رأس المال المخاطر ، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تساهم في إدارة المؤسسة بما يحقق تطورها ونجاحها ولا يقتصر دور شركات رأس المال المخاطر على تمويل مرحلة الانشاء فحسب بل يتعداها إلى مرحلة التجديد وكذا تمويل التوسع والنمو ، وتهتم شركات رأس المال المخاطر بالمشروعات الجديدة ذات المخاطر المرتفعة وبالمشروعات المتعثرة وتقوم على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر.

تقوم شركات رأس المال المخاطر بتقديم المساندة المالية والفنية والإدارية لمساعدة المؤسسات التي تواجه صعوبات في التمويل الذي يعتبر عائقا أمام تطورها ويرفض النظام المصرفي منحها القروض لعدم توفر الضمانات الكافية ، هنا تظهر أهمية رأس المال المخاطر كتقنية تمويلية تتلاءم ومتطلبات المشاريع الاستثمارية ، فالتمويل هو العامل الأساسي لتطور المؤسسات ويعتبر إحدى ركائز الاستثمار لأي اقتصاد ويعود سبب نجاح هذا البديل التمويلي إلى قدرته على استيعاب كافة متطلبات المشاريع الاستثمارية التمويلية عالية المخاطر فهو صورة من صور الوساطة المالية التي تؤدي إلى التنمية الاقتصادية.

ونظرا للأهمية البارزة لهذه التقنية والدور الفعال الذي تقوم به في تمويل المؤسسات والاقتصاد ككل ، والذي لاق إقبالا كبيرا في الدول المتقدمة كالولايات المتحدة الأمريكية وتايوان ... إلخ، وتعد التجربة الأمريكية من أهم وأجح التجارب العالمية مما أدى بالدول النامية كمصر والجزائر إلى تبني هذه التقنية رغبة منها في إيجاد حل للمشاكل التي تواجه مؤسساتها للنهوض بها نحو الأفق ، وتعد التجربة الجزائرية محتشمة ولا تزال في بدايتها الأولى وتحتاج إلى مزيد من بذل الجهود وتذليل العقبات وتوسيع عمل مؤسساتها.

الإشكالية :

تعد مصادر التمويل إحدى أهم محددات النظام الاقتصادي لأي بلد ، فإن اعتمدت الدولة على القروض (الديون) كان اقتصاد استدانة ، وإن اعتمدت فيه على سوق الأوراق المالية كان اقتصاد سوق وبين التمويل عن طريق البنوك والتمويل من خلال البورصة يظهر نوع آخر من التمويل يمكن أن نسميه تمويل بديل أو التمويل عن طريق رأس المال المخاطر ، ومن هذا المنطلق يتم طرح الإشكالية التالية:

- ما دور رأس المال المخاطر في تمويل الاستثمارات ؟

ويندرج تحت الإشكالية أسئلة أخرى فرعية تتمثل فيما يلي:

- ما هو رأس المال المخاطر وما الذي يجعل منه تقنية جذابة للمشاريع الاستثمارية؟
- هل هذا البديل التمويلي قادر على استيعاب كافة المتطلبات التمويلية للمشروعات؟
- هل تبني الجزائر لمثل هذه التقنية يقودها إلى تخطي الفجوات التمويلية؟
- ما دور الحكومة الجزائرية في تنشيط سوق رأس المال المخاطر وتذليل العقبات؟

### الفرضيات :

من أجل تقديم إجابة مبدئية عن الإشكالية المطروحة في الدراسة قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

- **الفرضية الأولى :** رأس المال المخاطر هو أسلوب تمويلي يتميز بخصائص تجعله الأنسب لاحتياجات المشروعات.
- **الفرضية الثانية :** قد يؤدي التمويل برأس المال المخاطر إلى سد الحاجات التمويلية للمؤسسات .
- **الفرضية الثالثة :** يعتبر التمويل بتقنية رأس المال المخاطر البديل الأمثل للتمويل التقليدي .
- **الفرضية الرابعة :** التمويل برأس المال المخاطر غير محدود في الجزائر .
- **الفرضية الخامسة :** إن الحكومة هي العون المسئول عن عملية هندسة سوق رأس المال المخاطر .

### أسباب اختيار الموضوع :

ويرجع اختيارنا لهذا الموضوع نظرا للأسباب الموضوعية والذاتية التالية :

- **أسباب موضوعية :** نظرا لنقص الدراسات المتعلقة بالتمويل بتقنية رأس المال المخاطر ونظرا لأن الموضوع حديث نسبيا بالنسبة للدول النامية والجزائر بالأخص .
- **أسباب ذاتية :** كون هذا الموضوع أثار فضولي وجذبني للبحث والتعرف عليه أكثر ، فهذه التقنية الجديدة تحمل أفكار متطورة لها أهمية في ترقية الاقتصاد .

### أهداف الدراسة :

من بين هذه الأهداف نذكر ما يلي :

- الوصول إلى تبيان الأثر السلبي لثقل أعباء القروض على المشاريع الاستثمارية والتي تعاني من نقص الضمانات .
- محاولة توضيح كل ما يتعلق برأس المال المخاطر وكيفية تمويله للاستثمارات .
- محاولة الوقوف على أهم المشاكل المتعلقة بتأخر ظهور هذه التقنية في الجزائر و الاجراءات التي تسمح بتجاوز هذه المشاكل .

**المنهج المستخدم :**

تتطلب الدراسة إبراز المفاهيم النظرية لمتغيرات الدراسة ، وكذا الإحاطة بها من الناحية التطبيقية ويقودنا هذا إلى الاعتماد على منهجين هما :

- **المنهج الوصفي :** من خلال التعريف بالمتغيرين وهما رأس المال المخاطر والتمويل .
- **منهج دراسة الحالة :** لتوضيح دور تقنية رأس المال المخاطر في تمويل الاستثمارات في بعض دول العالم و الجزائر .

**أهمية الدراسة :**

- محاولة تسليط الضوء على مؤسسات رأس المال المخاطر وتبيان أهميتها ودورها الفعال في تمويل المؤسسات والاقتصاد ككل .
- محاولة إيجاد بديل تمويلي مستحدث بدل التمويل المصرفي المحدود .

**الدراسات السابقة :**

- من الدراسات السابقة التي تناولت التمويل بتقنية رأس المال المخاطر نجد :
- **الدراسة الأولى :** رسالة ماجستير ل عبد الله بلعيدي بعنوان "التمويل برأس المال المخاطر - دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة " تخصص اقتصاد إسلامي ، جامعة الحاج لخضر بياتنة 2007-2008 ، لخصت هذه الدراسة مجموعة من النتائج نذكر أهمها :
  - يمكن اعتبار التمويل برأس المال المخاطر بديلا للتمويل التقليدي الذي يتطلب ضمانات عالية كما أنه موجه لتمويل المشاريع التي تتسم بدرجة مخاطرة منخفضة عكس التمويل برأس المال المخاطر الذي يمول مشاريع ذات المخاطرة العالية على أساس المشاركة دون ضمان العائد.
  - لا يقتصر دور مؤسسات رأس المال المخاطر بالتمويل المالي فقط بل تتدخل وتقدم النصائح والتوجيه ومرافقة المشروع ودفعه للتطور.
  - **الدراسة الثانية :** دراسة الأستاذ الدكتور براق محمد والأستاذ بن زواي محمد الشريف بعنوان "رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية " المكتب الجامعي الحديث ، الطبعة الأولى 2014 ، لخصت هذه الدراسة مجموعة من النتائج نذكر أهمها :

- إلقاء الضوء على مفهوم رأس المال المخاطر وتسطير تاريخه ففي السنوات الأخيرة لم يعد رأس المال المخاطر مرتبط فقط باستثمار السيولة في قطاعات الصناعات التكنولوجية بل أصبح يغطي مجموعة كبيرة من المؤسسات.
- عرض بعض التجارب والنماذج التي قامت بتطبيقها مجموعة من الحكومات .
- عرض سوق رأس المال المخاطر بالجزائر وكيفية معالجة الحكومة لمدخلات عملية الهندسة بالإضافة إلى الدور المنتظر منها في تمويل المؤسسات الاقتصادية.

### تقسيمات هيكل الدراسة :

وللإجابة على الاشكالية الرئيسية و الأسئلة الفرعية تم تقسيم البحث إلى فصلين نظريين وفصل تطبيقي ويتعلق الفصل الأول بالجانب النظري لرأس المال المخاطر حيث قسم إلى 03 مباحث ( ماهية رأس المال المخاطر ، الأدبيات النظرية لمفاهيم التمويل ، عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر) ، ويتعلق الفصل الثاني بدور التمويل بمؤسسات رأس المال المخاطر وقسم أيضا إلى 03 مباحث (ماهية مؤسسات رأس المال المخاطر ، إجراءات التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر ، آليات تفعيل دور رأس المال المخاطر والعوائق التي تتعرض لها مؤسساته)، أما الفصل الثالث وهو الفصل التطبيقي ويتعلق برأس المال المخاطر لتمويل الاستثمارات في بعض دول العالم والجزائر وقسم إلى مبحثين (تجارب تمويلية لبعض دول العالم في مجال رأس المال المخاطر ، رأس المال المخاطر كإستراتيجية جديدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر) .

### صعوبات الدراسة :

- أثناء القيام بهذا البحث واجهنا بعض الصعوبات والعوائق نذكر منها:
- قلة المراجع ذات الصلة بموضوع الدراسة.
  - صعوبة الحصول على الاحصائيات الحديثة .
  - صعوبة التنقل وغلق المؤسسات بسبب الإجراءات الخاصة بالوقاية من جائحة COVID\_19.

# الفصل الأول : الجانب النظري لرأس المال المخاطر

### تمهيد :

يعد التمويل برأس المال المخاطر من المصادر التمويلية الحديثة التي تتماشى مع احتياجات المؤسسات ، وهي تقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال بالنسبة للتمويل المصرفي ، بل تسعى لمد المشاريع الممولة بالأموال والخبرة والطرق الحديثة في الادارة والتنظيم ومشاركة المشروع دون ضمان العائد ، وسوف نتعرف أكثر على هذا النوع من المصادر التمويلية في هذا الفصل .

وقد قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث :

المبحث الأول : ماهية رأس المال المخاطر والذي سنتطرق فيه إلى مفهوم ونشأة رأس المال المخاطر ، خصائص ومراحل تمويل رأس المال المخاطر ، الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر وآليات خروجه .

المبحث الثاني : الأدبيات النظرية لمفاهيم التمويل والذي سنتطرق فيه إلى تعريف التمويل وأهميته ، أشكال وخصائص التمويل ، مصادر وطرق التمويل برأس المال المخاطر.

المبحث الثالث : عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر والذي سنتطرق فيه إلى مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وأهمية الرقابة على الاستثمار وعملية الخروج من الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر.

### المبحث الأول : ماهية رأس المال المخاطر

رأس المال المخاطر هو وجه من أوجه الاستثمار الحديث ، يشتهر بالعديد من الأسماء كالمغامر والجريء ، بالنسبة لرجال الأعمال هو مقامرة لا يعرف أحد نتائجها ، وبالنسبة لرواد الأعمال هو فرصة ذهبية لترى مشاريعهم النور ، وللتعرف أكثر على رأس المال المخاطر قسمنا هذا المبحث إلى ثلاث مطالب.

### المطلب الأول : مفهوم ونشأة رأس المال المخاطر

يعتبر رأس المال المخاطر تمويل يتدخل في المراحل المبكرة من حياة المنشأة وحتى قبل انطلاقتها.

### الفرع الأول : مفهوم رأس المال المخاطر

معظم المراجع لا تقدم تعريف مباشر وصريح لرأس المال المخاطر بل تكتفي بتقديم خصائصه ، وتعتبر التعريفات الموالية من التعريفات المباشرة القليلة المتوفرة .

حسب الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر NVCA (الولايات المتحدة ) هو "استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل بمنشآت تملك استعدادات قوية ، منجز من طرف مستثمرين متخصصين" <sup>1</sup>.

حسب الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال AFIC هو "استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال بواسطة الأموال الخاصة وشبه الخاصة في منشآت شابة أو في طور الإنشاء ، تتضمن محتوى تكنولوجي كبير" <sup>2</sup>.

تعرف جمعية رأس المال المخاطر الأوروبية EVCA رأس المال المخاطر بأنه رأس المال الذي يمول بواسطة وسيط مالي متخصص ، مثل شركات رأس المال المخاطر، او صناديق استثمار رأس المال المخاطر ، لدعم مشروعات ذات مخاطرة مرتفعة ، من الصعب تمويلها بطرق التمويل التقليدية كالاقتراض ، وتتميز باحتمال نمو قوي وعوائد كبيرة ، لكنها لا تضمن تلك العوائد ولا استرداد رأس المال .

ويعد رأس المال المخاطر أحد أنواع التمويل المبنى على أساس المشاركة المؤقتة بين الممول وصاحب الفكرة ، وينتهي هذا الاستثمار بخروج المستثمر المخاطر من المشروع مع رأس ماله والأرباح ، ويعد رأس المال المخاطر في الغالب استثمارا

<sup>1</sup> Emmanuelle Dubocage ET Dorothé Rivaud Danset ,Le Capital\_risque,Ed La Découvert,Paris,2006,p6.

<sup>2</sup> إسماعيل بن راس ، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة شركة FINALEP ،مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية ،تخصص تسيير مؤسسات صغيرة ومتوسطة،جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2013-2014، ص 15.

طويل الأجل لا تقل مدته في المتوسط عن سبع (07) سنوات ، لكن قد يكون متوسط الأجل إذا دخل في تمويل مشاريع في مراحلها النهائية وكانت أسعار أسواق المال تغري بطرح المشروعات للاكتتاب<sup>1</sup>.

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

لكن ما يميزه هو الرقابة المفروضة وتسيير الاستثمارات بعد إنجازها ويتميز رأس المال المخاطر بثلاث خصائص تتمثل في: المساهمة برأس المال ، متابعة الاستثمارات لمدة طويلة والتدخل النشط والمستمر في تسيير المؤسسة<sup>2</sup>.

وعليه من التعريفات السابقة لرأس المال المخاطر يمكننا إعطاء تعريف شامل لرأس المال المخاطر وهو أنه يمثل توفير الغطاء التمويلي للمؤسسات ذات مخاطر مرتفعة سواء كانت ناضجة أو ناشئة تتميز باحتمال عائد ضخم مع عدم ضمان استرداد رأس المال في تاريخ محدد ولا الحصول على دخل مؤكد وذلك أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفعة في المستقبل .

### الفرع الثاني : نشأة رأس المال المخاطر

يعود أول ظهور لرأس المال المخاطر إلى الحضارة اليونانية ، حيث يعتبر مؤسس علم الهندسة طاليس (THALES MITE) 547-625 ق.م الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي من خلال استخراج الزيت من الزيتون بفضل القروض التي حصل عليها من مقترضين مخاطر. <sup>3</sup> والتي مكنته من إنشاء وتطوير مشروعه بعدها تكررت التجربة حوالي ألفي عام من الزمن مع رحلات الإسبان والبرتغاليين إلى العالم الجديد خلال القرنين الخامس عشر والسادس عشر بعد الميلاد.

وقد شهد القرن العشرين النشأة الحديثة لمنظمة رأس المال المخاطر من خلال الجنرال الفرنسي DORIoT حيث أنشأ في أمريكا عام 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر وهي مؤسسة ARD التي تخصصت في تمويل الشركات الإلكترونية الشابة.

<sup>1</sup> محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشاريع الريادية في المملكة العربية السعودية بحث مكمّل لمرحلة الماجستير (المشروع رقم 01-2012، 21، ص 33)

<sup>2</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف ، رأس المال المخاطر، المكتب الجامعي الحديث الإسكندرية مصر سنة 2014 ص 16

<sup>3</sup> عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، سنة 2001 ، ص 04

وعلى الصعيد العالمي ككل يفيد تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDA أن الصناعة العالمية لرأس المال المخاطر توفر غطاءا تمويليا للمشروعات يقدر على مائة مليار دولار سنويا .

أما عربيا فقد كان ظهورها محتشم حيث لم تعرف مصر نشاط شركات رأس المال المخاطر إلا من خلال قانون سوق رأس المال رقم:95 لسنة 1992 الذي استحدث نشاط شركات رأس المال المخاطر والقرار الوزاري رقم:35 لسنة 1996 ، الذي استحدث صناديق الاستثمار المباشر وإلى الآن لازال هذا النشاط محدودا.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني : خصائص ومراحل تمويل رأس المال المخاطر

يقوم رأس المال المخاطر على أساس مبدأ المشاركة وتتدخل شركة رأس المال المخاطر في المشاريع الممولة كشريك في رأس المال كما تقدم الدعم والتوجيه في الإدارة ومرافقة المشروع حتى ينضج .<sup>2</sup> ويستطيع أصحاب رأس المال المخاطر أن يجدوا أي المراحل أفضل للاستثمار فيها.

### الفرع الأول : خصائص رأس المال المخاطر

يتميز رأس المال المخاطر بالخصائص التالية:

- يشكل رأس المال المخاطر حصة من حقوق المساهمين في مشروعات غير مقيدة بالبورصة .
- يعد نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدما للتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادي أو الفني للمشروع موضوع التمويل حيث لا يدخل لتمويل مشروع ويبقى مستمرا ولكن ليخرج بعد فترة تتراوح من (05) خمس إلى (07) سبع سنوات.
- يتم اتخاذ القرار الاستثماري من جانب المستثمر مقدم رأس المال المخاطر، بناء على النتائج المتوقعة للمشروع الذي يتم تمويله .
- يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل إقامة مشروعات صغيرة ومتوسطة أو تمويل التوسع في مشروعات قائمة أو لإعادة هيكلة شركات قائمة أو لتمويل عمليات التعثر المالي.

1 دواية أشرف محمد ، دور الأسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الإسلامية، دار السلام، الإسكندرية، سنة 2006، ص 223

2 أ د بريس عبد القادر ، د عابد نصيرة، رأس المال المخاطر كمدخل إستراتيجي لتدعيم التمويل الإستثماري في الجزائر، مجلة الإقتصاديات شمال إفريقيا ، مجلد 14 / العدد 19، سنة 2018، ص 212

- يتم تحديد العائد على رأس المال المخاطر في نهاية مدة بقاءه بالمشروع موضوع التمويل ، ولا تشكل الأرباح التي يتم توزيعها خلال هذه المدة إلا جزءا قليلا من هذا العائد.
- يلعب المستثمر في مجال رأس المال المخاطر دورا نشطا داخل المشروع الذي يتم تمويله إذ يقوم بتقديم النصائح والإرشاد لإدارة المشروع .
- غالبا ما يتدخل رأس المال المخاطر في تمويل مشروعات لها أسواق واعدة من ناحية التنمية الاقتصادية .
- إذا كان صحيحا أن القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها من قبل المستثمرين في مجال رأس المال المخاطر تتأسس على إستراتيجية أو خطة تجارية ، فإنها لا تأخذ بالدرجة الأولى في الحسبان قدرة المشروع على إعطاء تدفقات مالية كما هو الحال عند التمويل بقروض بنكية ، وإنما تأخذ في الاعتبار قدرات وخبرات وانسجام الفريق الذي يدير الكيان الخاص برأس المال المخاطر.
- تتأسس مشاركة رأس المال المخاطر في المشروعات المختلفة بناء على حجم العوائد والأرباح المتوقعة من تشغيل المشروع ، ويرجع ذلك إلى أن مقدم رأس المال المخاطر هو شريك غير عادي وإنما هو شريك مستعد للتضحية وتحمل الكثير من المخاطر انتظارا لعوائد مالية مرتفعة ، كما يمكن القول بأنه شريك مؤقت دخل المشروع ليخرج عندما يكون متأكدا من الحصول على أصل رأس المال وعوائده المتوقعة.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : مراحل تمويل رأس المال المخاطر

إن الملكية الخاصة ورأس المال المخاطر تغطي تشكيلة واسعة من مراحل الاستثمار ، هنا تستطيع شركة رأس المال المخاطر أن تحدد أي مرحلة من المراحل هي الأفضل لها أن تستثمر فيها ، وتقسم مراحل التمويل إلى (05) خمسة مراحل أساسية هي:

- أولا: مرحلة المال البذري **SEED STAGE**<sup>2</sup> : في هذه المرحلة يعد المستثمرون الملائكيون (أشخاص طبيعيين يستثمرون جزءا من أموالهم في مؤسسات محددة وواعدة والذين بالإضافة إلى أموالهم يضعون بالمجان تحت تصرف صاحب المؤسسة خبراتهم وكفاءاتهم وعلاقاتهم وجزءا من وقتهم ) المصدر الأكبر لتحويل رأس المال

1 دكتور سامي عبد الباقي ، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر ، موقع توعية المستثمر المصري إصدار يوليو 2010

2 زهراء صالح حمدي الخياط، الإستثمار في رأس المال المخاطر، دراسة حالة جمعية رأس المال المخاطر والملكية الخاصة البريطانية مع نموذج مقترح للتطبيق في العراق، مجلة الإدارة والاقتصاد، السنة 37 عدد 99 ، سنة 2014، صفحة 158

المخاطر لرواد العمل ، وهم على الاغلب يمثلون " رأس المال البذري " يزود المستثمرون الملائكيون الشركات الجديدة للتمويل الخاص لتساعدها بالانتقال إلى مرحلة النمو .

إن نمو التمويل البذري هو أصعب ما يمكن تأمينه ، إذ تكون الفكرة مازالت في مرحلة مبكرة جدا من النمو وبدون أي نتائج منظورة يتردد أي مستثمر مترقب في مساندتها .

- **ثانيا: مرحلة البداية STAR\_UP STAGY**: تبدأ هذه المرحلة مع ولادة الشركة الجديدة أو في إعادة عملية الإنتاج ، في هذه المرحلة لا يتمكن المشروع من الحصول على التمويل بالاقتراض لأنه لا يملك الأصول السكانية لكي يقدمها كضمان للمقرض ، كما أنه لا يستطيع أن يحصل على تمويل من خلال الطرح للاكتتاب العام لعدم توافر شروطه في المشروعات الصغيرة والمتوسطة وفق ما ينص عليه قانون سوق المال أو بسبب ارتفاع التكلفة أو ارتفاع احتمالات فشل الطرح.

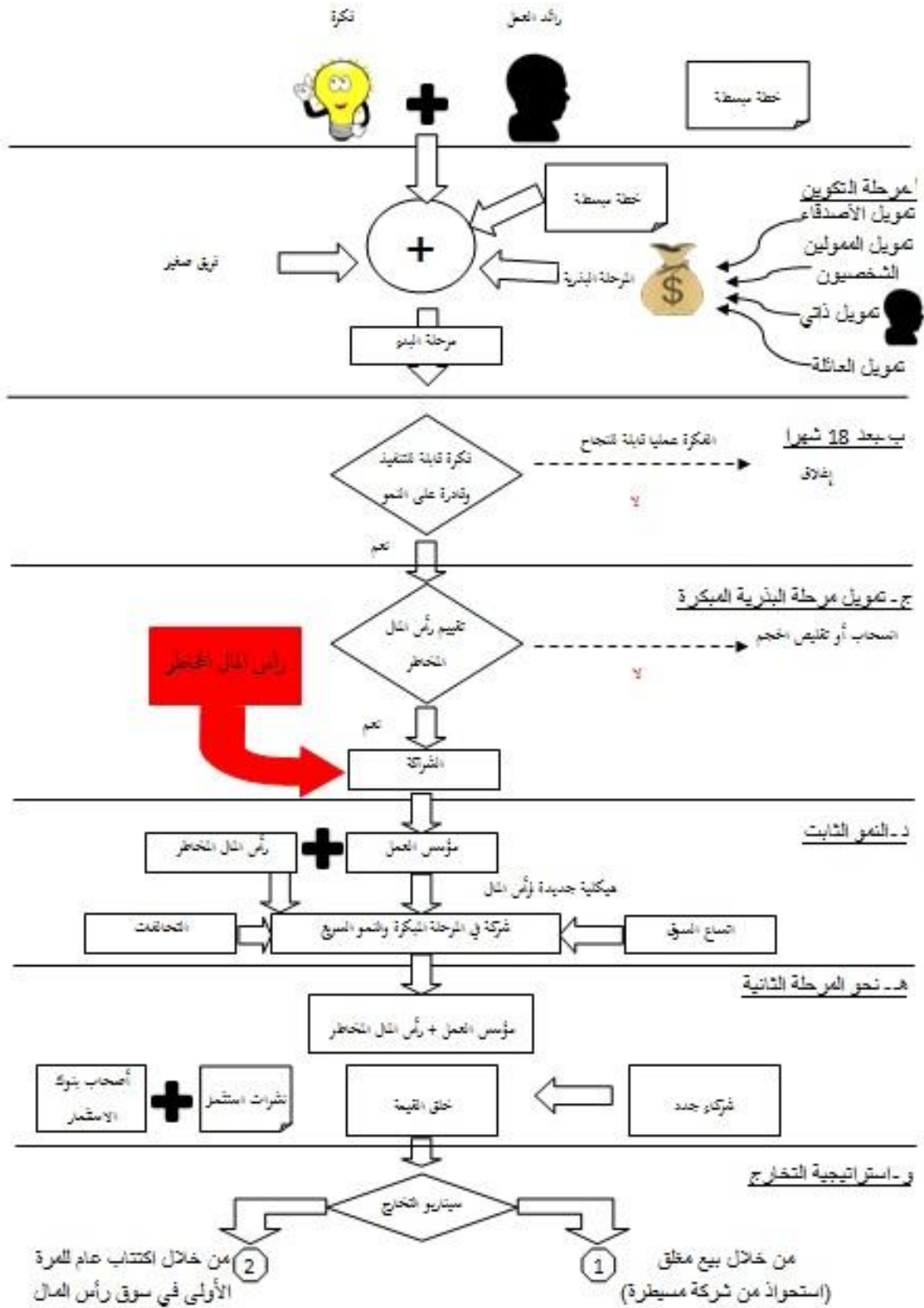
- **ثالثا: مرحلة التوسع EXPANSION STAGE**: تتطلب الشركة رأس مال للتوسع وسوق لبدأ الإنتاج والمبيعات التجارية ، في هذه المرحلة يتدخل رأس المال المخاطر في مشاريع قائمة أو تنميتها أو لتمويل مشاريع تدر عائد ولكنها تحتاج إلى أموال ضخمة في صورة حصص تشارك في رأس مال المشروع وذلك لدعم هيكل تمويل المشروع أو لتمويل توسع جديد وذلك كله لتأمين إستمراريتها في السوق .

- **رابعا: مرحلة تمويل العبور BRIDING FINANCE** : يوفر رأس المال المخاطر المشارك في الشركة دورة موارد مالية إضافية تسمح بالعبور إلى المحلة النهائية وتأمين نجاح الشركة ، عادة تسمى هذه المرحلة مرحلة الميزانين أيضا MEZZANINE FINANCE وغالبا ما تتضمن قرضا مع إعطاء أولية للجهة المقرضة إذا ما ساءت الأمور ، يتضمن هذا النوع من التمويل أقل قدر من المخاطر .

- **خامسا: مرحلة التمويل الأخير** : يتوفر رأس المال المخاطر لتمكين الشركة من الانتقال إلى مرحلة ما بعد التوسع ، يمكن لبعض الصناديق المتخصصة أن تساعد الشركات في تحقيق أفضل إستراتيجية للتخرج كصناديق تعديل المسار (Turnaround Funds) تمويل يزود الشركات بصعوبة أو ينقذها من التفتيش القضائي ، أو عن طريق البيع لإدارة الشركة Management buy-out (MBO) أو شراء الإدارة لحصة المساهمين لتمكين المستثمرين الخروج من الشركة أو البيع لصناديق الشركات بواسطة فرق إدارة خارجية (MBI) Management buy-in أو صناديق شراء الشركات بواسطة رأس المال مدعوم بقرض Leverage Funds buy- (LBO).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> زهراء صالح حمدي الحياط، مرجع سبق ذكره، ص 159

الشكل (01) : استحداث الشركات الجديدة في مرحلة التكوين إلى مرحلة التخرج



المطلب الثالث : الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر وآليات خروجه

الفرع الأول : الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر

يتطلب التمويل برأس المال المخاطر (03) ثلاث أطراف أساسية تتمثل في المستثمرون (أصحاب الفائض المالي) والمستفيدون (أصحاب العجز المالي) وشركات رأس المال المخاطر (الوسيط) ، بالإضافة إلى الطرف الرابع المتمثل في المستأنفون الذين يبرز دورهم بعد انتهاء العملية التمويلية.

- **أولاً : المستثمرون :** يتدخل هؤلاء من خلال الموارد المالية طويلة الأجل الذين يكونون على استعداد للمخاطرة بها ، حيث أنها تمنح من دون ضمانات ، وليس من حق المستثمرين المطالبة بتسديدات آنية ، بل يجب عليهم الانتظار لغاية تحقيق نجاح المشروع الممول ويتمثل هؤلاء المستثمرون في صناديق التقاعد ، شركات التأمين ، البنوك ، الأفراد وتعتبر هذه الأخيرة قليلة نظرا لنسبة المخاطرة المرتفعة ، والصناديق المشتركة للتوظيف التي يشترك فيها عدد كبير من المستثمرين وتسير من خلال خبراء متخصصين.

- **ثانياً : المستفيدون :** هم عبارة عن المشاريع أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذين يعانون من نقص التمويل الذاتي وصعوبة حصولهم على القروض من مؤسسات أخرى نظرا لعدم توفرهم على الضمانات الكافية ، فيلجئون إلى شركات رأس المال المخاطر قصد حصولهم على الدعم المالي والفني من خلال الاعتماد على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر.

- **ثالثاً: شركات رأس المال المخاطر :** هي عبارة عن شركات ذات أسهم تعمل على توظيف أموالها الخاصة بالإضافة إلى الأموال المحصلة من قبل المستثمرين بالمقابل تتوفر لديها آفاق النمو والتطور بشكل كبير ، من خلال أخذ مساهمات في رأس مالها والمشاركة في الأرباح والخسائر المحققة وبذلك تعتبر هذه الشركات صورة من صور الوساطة المالية ولا بد الإشارة إلى أن الدعم المالي المقدم يكون مرفقا بدعم فني كذلك ، أين تقوم شركات رأس المال المخاطر بمرافقة المؤسسات الممولة في التسيير والإدارة بما يحقق نموها وتطورها.

- **رابعاً : المستأنفون :** يبرز دور هؤلاء المستثمرين عند انتهاء العملية التمويلية بنجاح (مرحلة الخروج) أين تقوم شركات رأس المال المخاطر ببيع حصصها المكتتب فيها عند بداية العملية لتعيد استثمار الأموال الناتجة في مؤسسات أخرى ، وعادة ما يكون المستأنف عبارة عن المسيرين الأساسيين في المؤسسة الممولة قصد استعادة

الملكية الكلية ، أو عبارة عن مؤسسات رأس المال المخاطر الاستثماري التي تقوم بشراء الحصص بهدف استثمار تمويل المؤسسة في أطوار أخرى من مراحلها.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني : آليات خروج رأس المال المخاطر

من أكثر وأهم الطرق استخداما لخروج رأس المال المخاطر هي :

- **أولا : الطرح العام INITIAL PUBLIC OFFERING IPO**: لكي يحصل مستثمر رأس

المال المخاطر على أصل رأس المال المستثمر والعائد فإنه يواجه صعوبة في تحويل حصصه في ملكية الشركات لتحقيق العائد ، من أفضل طرق الخروج المربحة هي طريقة الاكتتاب العام أو ما يسمى بالعرض الأولي العام IPO تتمثل هذه الطريقة بإصدار الأسهم وطرحها للجمهور للمرة الأولى ، حيث تحتاج هذه الطريقة وجود سوق مالي قوي ومتطور فضلا عن استخدام أدوات مالية حديثة ومتطورة .

- **ثانيا : الاندماج MERGE**: يتم خروج رأس المال المخاطر عن طريق اندماج المشروع بشركة قائمة يأخذ

المستثمر في مجال رأس المال المخاطر أصل رأس المال المستثمر بالإضافة إلى الأرباح في صورة أسهم في الشركة الراجعة والتي يكون لها قيمة سوقية نتيجة قيدها في بورصة الأوراق المالية بمعنى أن المستثمر برأس المال المخاطر سيبيع أسهمه إلى الشركة التي يتم الاندماج معها.

- **ثالثا : الاستحواذ AQUISITION**: هي أن يبيع المستثمر رأس المال المخاطر كل أسهمه للشركة التي

استثمر فيها إلى طرف ثالث، وتتمثل بالتنازل عن المشروع إلى مستثمر آخر الذي يتمثل بقيام عدد من المستثمرين من المؤسسات أو من الأفراد الطبيعيين في إنشاء شركة قابضة يكون الهدف منها الاستحواذ على المشروع ، وقد يتم الاستحواذ من قبل المستثمر لرأس المال المخاطر في المشروع الصغير أو المتوسط وعندئذ يكون هذا الشخص لديه معرفة شخصية بالمشروع الأمر الذي يجعل سعر الاستحواذ على المشروع يقترب كثيرا من السوق.

- **رابعا : البيع لمستثمر أكبر** : يمكن لصاحب رأس المال المخاطر في شركة ناشئة نمت حتى بلغت المرحلة الثانية أو

ما بعدها أن يفكر في بيع حصته إلى شركة حقوق ملكية خاصة ، إن مؤسسات حقوق الملكية الخاصة عادة لا تهتم بالشركات الناشئة وتلك المرحلة المبكرة بل تفضل الاستثمار في شركات أكثر نضجا وأكبر حجما وفي مرحلة أكثر تقدما.

<sup>1</sup> حشماوي محمد، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة (دراسة حالة الجزائر)، مقال مجلة المدير، العدد 03، جوان 2007، ص 10

- خامسا : مصرفية الاستثمار **INVESTEMENT BANKERS**: هي أن المشروع لا يصدر

أوراق مالية ل طرحها في الاكتتاب وإنما ل طرحها على مستثمرين محددين من خلال ما يسمى بال طرح الخاص ، إن أول خطوة يقوم بها مصرفيو الاستثمار تبدأ بمناقشة إدارة الشركة بشأن دوافع إدارة الشركة لتحويلها إلى شركة مساهمة عامة (يقوم بهذه الخدمة إما قطاعات متخصصة في الاستثمار في المصارف التجارية وإما شركات استشارات أوراق مالية أكثر تخصصا في هذا المجال)، ويقوم مستشارو الطرح بتقييم قدرة الشركة على مزيد من التوسع وإذا ما كان التوقيت مناسباً من أجل استرداد المال المستثمر تتويجا لنجاح الشركة ، عندئذ يقوم مستشارو الطرح بدراسة جميع نواحي العمل في الشركة من أجل القيام بتقييم مالي واقتراح نطاق سعري يمكن على أساسه أن يتم طرح الأسهم للاكتتاب العام ويتم بعد ذلك إعداد نشرة تعريفية تكشف عن كل المعلومات المتعلقة بالشركة التي يريد أن يطلع عليها المستثمر ومعظم هذه المعلومات يجب تقديمها من قبل منظمي سوق الأوراق المالية ، في الخطوة التالية يقوم مستشارو الطرح وإدارة الشركة بتنظيم "حملة ترويجية " من أجل القيام لتقديم الشركة للمستثمرين المرتقبين يمكن على ضوءها توقع حجم الطلب على عملية الطرح ، وتقدير أسعار المزايدة وعدد الأسهم التي يجب أن تطرح.

إن أكثر الطرق المعروفة لخروج رأس المال المخاطر هي طريقة الاكتتاب العام وهي أكثرها استخداما في الولايات المتحدة الأمريكية ، أما طريقة الاستحواذ والاندماج فهي الطرق المفضلة في الدول الأوروبية.<sup>1</sup>

كلما وجدت الآليات المناسبة لخروج رأس المال المخاطر كلما زاد حجم المعروض منه ومن ثم يمكن تمويل أكبر عدد ممكن من المشروعات الصغيرة والمتوسطة والعكس صحيح .

<sup>1</sup> زهراء صالح حمدي الخياط ، مرجع سبق ذكره، ص 160-161

## المبحث الثاني : الأدبيات النظرية لمفاهيم التمويل

يعتبر مجال التمويل من المجالات الواسعة ، فهو يؤثر على جميع المؤسسات من حيث الإنشاء والتشغيل والتوسيع ، إذ تحتاج إلى التمويل بمختلف أنواعه وهذا من أجل تغطية مختلف احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها ووظائفها المعتادة ، حيث يعد التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة لتوفير مستلزماتها الإنتاجية وجميع مستحققاتها ونفقاتها ونقسم هذا المبحث إلى (03) ثلاث مطالب وهي :

### المطلب الأول : تعريف التمويل وأهميته

#### الفرع الأول:تعريف التمويل

هناك عدة تعاريف للتمويل نذكر منها:

- هو مجموع الطرق والوسائل المالية وجميع القرارات التي تتخذها الإدارة المالية لجعل استخدام الأموال استخداما اقتصاديا بما في ذلك الاستخدامات البديلة ، فهو يعتبر عصب الحياة الاقتصادية الذي يمدّها بالتدفقات النقدية والمالية فكلما كان التمويل كافيا كانت نسبة نجاح المشروع الاقتصادي أكبر.<sup>1</sup>

- إن المقصود بالتمويل هو توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية ، أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية قصد إنتاج السلع والخدمات ، أو هو عبارة عن البحث على الطرق المناسبة للحصول على الأموال واختيار تقييم تلك الطرائق والحصول على المزيج الأفضل بينهما بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المنشئة المالية .<sup>2</sup>

وقبل إعطاء مفهوم شامل للتمويل يمكن تعريفه لغويا واقتصاديا :

**لغويا :** هو تدبير الأموال أو إنفاق المال .

**اقتصاديا :** البحث عن مصادر مالية بتكلفة مناسبة تضمن للمؤسسة تحقيق استمرار نشاطها أو من أجل أغراض

توسيع وتطوير .<sup>3</sup>

1 الحاج طارق ، مبادئ التمويل، دار الصفاء للطباعة والنشر، عمان-الأردن، سنة 2002، ص 41

2 راجح خوي ورقية حساني ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، إترك للنشر والتوزيع، القاهرة-مصر، الطبعة الأولى، سنة 2008، ص 95

3 سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر دراسة حالة تونس والمغرب والجزائر، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير جامعة تلمسان، سنة 2013، ص 35

يمكن استخلاص مفهوم التمويل على أنه توفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية وتطويرها وذلك في أوقات الحاجة إليها إذ أنه يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات وأن يكون بالقيمة المطلوبة في الوقت المطلوب ، فالهدف منه هو تطوير المشاريع العامة منها والخاصة في الوقت المناسب.

### الفرع الثاني: أهمية التمويل

للتتمويل أهمية كبيرة تتمثل في:

- يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات .
- يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي.
- المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية.
- يساعد على إنجاز مشاريع معطلة أخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني .
- تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها .
- توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عنها:
  - تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة.
  - توفير مناصب شغل جديدة تؤدي إلى التقليل من البطالة.
  - تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد.<sup>1</sup>

إن الاستخدام الأمثل للتمويل الخارجي يؤدي إلى تخفيف الضغط على ميزان مدفوعات الدولة المدينة والذي يرجع إلى خدمة ديونها الخارجية ومن أهم عوامل كفاءة استخدام التمويل الخارجي: الربحية ، الملائمة ، المرونة والسيولة ويساهم التمويل التقليدي في ربط التمويل الدولي مع الهيئات والمؤسسات المالية.<sup>2</sup>

1 رحالي كريمة، آلية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة ماستر علوم اقتصادية جامعة بسكرة، سنة 2016-2017، ص 14  
2 راج خوني ورقية حساني ، مرجع سبق ذكره، ص 95.

المطلب الثاني : أشكال وخصائص التمويل

التمويل هو علم و فن إدارة المال له أشكال متعددة وخصائص .

الفرع الأول: أشكال التمويل

هناك عدة أشكال للتمويل نذكر منها:

- أولاً : التمويل المباشر وغير المباشر:

● **التمويل المباشر** : هذا النوع من التمويل يعبر عن العلاقة بين المقرض والمقترض والمستثمر دون تدخل وسيط مالي مصرفي أو غير مصرفي ، وهذا النوع من التمويل يتخذ صور متعددة كما يختلف باختلاف المقترضين (مؤسسات، أفراد، هيئات حكومية).

أ- المؤسسات : تستطيع أن تحصل على قروض وتسهيلات ائتمانية من مورديها أو من عملائها أو حتى من مؤسسات أخرى إلا أنها يمكن أن تخاطب المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم دون أن يرتبط نشاطهم مباشرة بالنشاط الاقتصادي للمؤسسة ، والصورة هنا تتمثل في إصدار أسهم للاكتتاب العام أو الخاص ، إصدار سندات ، الائتمان التجاري ، التمويل الذاتي ، تسهيلات الاعتماد ،... الخ.

ب- الحكومة : تلجئ الحكومة في بعض الأحيان إلى التمويل المباشر عن طريق الاقتراض من الأفراد والمؤسسات من خلال إصدار سندات متعددة الأشكال ذات مدد زمنية مختلفة وأسعار فائدة متباينة ومن أهم هذه السندات نجد أذونات الخزينة .

● **التمويل غير المباشر** : يتمثل التمويل غير المباشر في كل المصادر المالية التي فيها وسطاء ماليين ، حيث يقوم الوسطاء الماليين المتمثلين في السوق المالية وبعض البنوك بتجميع المدخرات المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض ثم توزع على الوحدات التي تحتاجها ، وهناك بعض الأشكال الأخرى للتمويل غير المباشر التي تكون في شكل ضمانات والتي تستعمل عادة في عمليات الاستيراد والتصدير مثل الاعتماد المستندي ، التحصيل المستندي،... الخ

- ثانيا : التمويل المحلي والتمويل الدولي :

- هناك تمويل مصدره السوق والمؤسسات المالية الداخلية وتمويل آخر مصدره السوق المالية والهيئات المالية الدولية .
- التمويل المحلي : يعتمد التمويل المحلي على المؤسسات المالية والأسواق المالية المحلية ، وهذا النوع من التمويل يخدم قطاع المؤسسات الاقتصادية أكثر من الهيئات الحكومية.
  - التمويل الدولي : هذا النوع من التمويل يعتمد في الدرجة الأولى على الأسواق المالية الدولية مثل البورصات ، والهيئات المالية الدولية أو الإقليمية مثل صندوق النقد الدولي أو البنك العالمي أو بعض المؤسسات الإقليمية ، بالإضافة إلى البرامج التمويلية الدولية التي في شكل إعانات أو استثمارات.<sup>1</sup>

الفرع الثاني : خصائص التمويل

إن الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة تتميز بالخصائص التالية:

- أولا : الملائمة : وهي تعني تنوع مصادر التمويل وتعددتها تعطي المؤسسة فرصة الاختيار للمصدر التمويلي الذي يناسبها في التوقيت والكمية والشروط والفوائد .
- ثانيا : الاستحقاق : يعني أن الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة من التمويل لها فترة زمنية وموعد محدد ينبغي سدادها فيه بغض النظر عن أي اعتبارات .
- ثالثا : الحق على الموجودات : إذا عجزت المؤسسة من تسديد التزاماتها من خلال السيولة أو الموجودات المتداولة تلجئ إلى استخدام الموجودات الثابتة وهنا يكون الحق الأول لمصدر التمويل بالحصول على أمواله والفوائد المترتبة عليها قبل تسديد التزامات أخرى .
- رابعا : الحق على الدخل : ويعني أن مصدر التمويل له الحق الأول بالحصول على أمواله والفوائد المترتبة عليها من سيولة أو دخل المؤسسة.
- خامسا : جانب الاستخدامات : يعبر عن مجموعة الأموال المستثمرة في المشاريع ويبرز قدرة الشركة في تجميع الأموال ، فهو ضمان أساسي يعبر عن المقابل النقدي للوفاء بحقوق دائني المؤسسة عند تصفيتها .
- سادسا : جانب الموارد : سواء كانت هذه الموارد طويلة أو قصيرة الأجل فهي قيم نقدية واجبة السداد في مواعيد محددة وبمعدل فائدة يمثل تكلفة الحصول على هذه الأموال أنها مستحقات واجبة الدفع.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مبارك محمد الصديق وعميروش إلياس، سوق رأس المال المخاطر كإستراتيجية بديلة لتمويل المشاريع الإستثمارية في الجزائر، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية جامعة 08 ماي 1945 قالة، سنة 2015، ص 13.

<sup>2</sup> رحالي كريمة، آلية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مذكرة ماستر، جامعة بسكرة 2016-2017، ص 13-14

المطلب الثالث : مصادر وطرق تمويل رأس المال المخاطر

يعتبر رأس المال المخاطر الأداة التمويلية الجديدة التي من شأنها تحسين النمو والإنتاجية لأي اقتصاد ، وقد لاقت تقنية رأس المال المخاطر إقبالا كبيرا من قبل العديد من الدول عبر العالم لما لها من علاقة مع الأسواق من حيث المصادر ، ويشارك أصحاب رأس المال المخاطر بتمويل المشروع دون ضمان العائد أو مبالغهم وبذلك هم يخاطرون بأموالهم .

الفرع الأول : مصادر تمويل رأس المال المخاطر

- أولا : المصادر الرسمية : يتكون السوق الرسمي من نوعين من تنظيمات رأس المال المخاطر وهي إما شركات أو صناديق استثمار مخاطرة ، ويمكن توضيحهم فيما يلي :

• شركات رأس المال المخاطر : ونجد هنا (03) ثلاث أنواع من الشركات ذات التمويل المخاطر وهي :

أ- شركات رأس المال المخاطر المستقلة : أغلبية مؤسسات رأس المال المخاطر هي مؤسسات مخاطرة مستقلة ، بمعنى أنها غير منطوية تحت أي هيئة مالية أخرى وتسمى بالشركات الخاصة المستقلة ، وتقوم بجمع الأموال لدى المستثمرين المحتملين معتمدة على شهرتها وتخصصها وخبرتها .

ب- شركات رأس المال المغامر الشريك العام : تستثمر نسبة كبيرة من المؤسسات أموالها من خلال صناديق منظمة كشركات محدودة أين يلعب رأس المال المخاطر دور الشريك العام ، حيث ظهرت الشركات الصغيرة والخاصة التي تقوم بتمويل رأس المال المخاطر فيها كالشريك العام وتتلقى أجرا للإدارة ونسبة من الأرباح مقابل كل صفقة ، ويكون الشركاء المحدودين في العادة مؤسسات مثل صناديق التبرع، صناديق التقاعد ، دوائر الإيداع في البنوك ، شركات التأمين وكذا الأثرياء من الأفراد .

ت- شركات رأس المال المخاطر التابعة : يقصد بالتابعة هنا أنها أفرع لشركات المساهمة الكبرى التي تؤسسها وتوفر رأس المال اللازم لها وهي نوعان : تابعة لمؤسسات مالية وتابعة للشركات الصناعية الكبرى .

• صناديق الاستثمار المخاطرة : وهي مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين ، واستثماراتها بشراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة مختصة بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين وللاستثمار القومي ككل ، وتعد صناديق رأس المال المخاطرة الأشكال الجديدة والمبتكرة تحصل على الأموال اللازمة لممارسة نشاطها من صناديق التأمين والمعاشات ومن بعض المنشآت غير هادفة للربح كما يلاحظ أن جزءا صغيرا منها يتم الحصول عليه من بعض وحدات الشركات الضخمة مثل البنوك وشركات التأمين على الحياة ، كما يمكن لهذه الصناديق إعانة المشاريع المتعثرة

من خلال تزويدها بتمويل جديد في شكل ملكية وتقديم النصائح الفنية والمالية لها ، ثم يمكن بعد ذلك بيع حصصها في هذه المشروعات عندما تسترد صحتها المالية.<sup>1</sup>

- **ثانيا : المصادر غير الرسمية :** يتكون السوق غير الرسمي لرأس المال المخاطر بما يسمى ملائكة الأعمال **BUSNISS ANGELS** ويطلق عليهم مستثمرو العناية الإلهية **PROVIDENTIAL INVESTORS** ، مستثمرون فرديون **INDIVIDUAL INVESTORS**، وكذا رأس المال غير الرسمي **INFORMAL** .

### الفرع الثاني : طرق التمويل لرأس المال المخاطر

- **أولا : تمويل ذاتي :** في بداية الشركات العائلية فإن التمويل يكون من مصدر الفكرة الجديدة وهو أحد أفراد العائلة ويسمى بأموال البداية أو البذور الأولى ، ويحتاج المطور في هذه المرحلة إلى أموال مسيلة مما يضطره إلى تسهيل بعض أصوله للحصول على هذه الأموال اللازمة للبداية وهو يرهن بعضها للحصول على قروض صغيرة ، ومع التطور الحديث وانتهاج أسلوب الحاضنات فإن هذه الأموال أصبحت تقدم من قبل الحاضنة مع المقر و الخدمات والإدارية والفنية.

- **ثانيا: التمويل الموالي " العائلي "** والمؤسسات المهمة بالفكرة الجديدة : تدخل في هذه المرحلة الأموال القريبة من المطور مثل الأقرباء والأصدقاء والزملاء ومؤسسات الرعاية في مجال الفكرة الجديدة والتي تتبع الجامعات والمراكز البحثية ومكاتب الإدارة البلدية وتكون في الغالب على شكل تقاسم لرأس المال أو قروض فوائد أو منح.

- **ثالثا : التمويل ذو الأهداف المحددة ( حكومي،فدرالي،خاص):** ويتمثل في الصناديق الخيرية الوقفية على أعمال محددة كأعمال تطوير أجهزة المعاقين والمؤسسات الحكومية ذات الأهداف المحددة مثل أبحاث الفضاء .

- **رابعا: تمويل الأبحاث والتطوير :** حيث تقوم به الشركات التجارية الكبيرة لأغراض محددة خاصة بتطوير منتجاتها مثل شركات الاتصال مثلا :نوكيا، سامسونج ،... إلخ المختصة في إنتاج الهواتف الجواله كل على حدى ما يزيد عن مليار دولار سنويا.

- **خامسا: التمويل الرأسمالي الضخم :** حيث يوفر الأثرياء الأموال وهو ما يسمى برأس المال الغير رسمي وكذا المؤسسات المالية العائلية والتجمعات المالية التي تنطوي تحت مظلة رسمية وهيئة اعتبارية بالإضافة إلى العمل الرأسمالي والمبني على قواعد علمية وينحدر من تجارب فعلية وعملية سابقة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> رقية حساني ، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية جامعة بسكرة ،العدد16 مارس 2009، ص 92

<sup>2</sup> خالد سلاطينية ، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة شركة SOFINANCE الجزائر 2015-2018 ، مذكره ماستر في العلوم الاقتصادية ،جامعة بسكرة 2018-2019 ، ص 67

### المبحث الثالث : عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

يقوم عمل رأس المال المخاطر على الاستثمار في المشاريع ذات طابع خاص يتميز بارتفاع المخاطرة ، وتعرف الاستثمارات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر تحسن في الأداء والنتائج ، ويعتمد رأس المال المخاطر على مراحل الاستثمار في المؤسسة ، ويقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق لأجل تحقيق أرباح في المدى البعيد .

### المطلب الأول : مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وأهمية الرقابة عليه

قبل قبول المشروع يجب المرور بمراحل وذلك من أجل معرفة المشاكل التي يمكن مواجهتها وكيفية تجاوزها وبعدها يجب على مؤسسة رأس المال المخاطر الرقابة في عملية الاستثمار لأنها إحدى المهام الأساسية .

#### الفرع الأول : مراحل عملية الاستثمار<sup>1</sup>

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

- **أولاً : أصل الصفقة :** عموماً تنتظر مؤسسات رأس المال المخاطر الصفقات لتأتي إليها ، ثم تمر الصفقات التي ينظر إليها من قبل رؤوس الأموال المخاطرة على أنها أفضل فرص الاستثمار عبر الفحص العام ؛ تأتي الصفقات لمؤسسة رأس المال المخاطر عبر عدة طرق إذ يمكن للمقاول أن يرسل مباشرة خطة العمل BUSINESS PLAN إلى مؤسسة رأس المال المخاطر عن طريق البريد العادي أو الإلكتروني كما يمكن لمؤسسات رأس المال المخاطر أن تتبادل فرص الاستثمار فيما بينها ، ولتحسن من فرصها الاستثمارية بإمكانها أيضاً أن تبحث عن فرص استثمارية من خلال استعمالها لشبكة الانترنت .

- **ثانياً : فحص الاستثمار :** أظهرت البحوث أن أغلب المشاريع المقترحة يتم رفضها عند عملية الفحص مع استثمار أقل مدة زمنية ممكنة لذا تم البحث في كيفية اتخاذ القرارات من طرف مؤسسات رأس المال المخاطر مع التركيز الكبير على معايير اتخاذ القرار ، وقد تم التوصل من طرف أغلب هذه البحوث إلى وجود (04) أربع

<sup>1</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف ، مرجع سبق ذكره، ص 21-22

مجموعات من معايير اتخاذ القرار تتمثل في : قدرات المقاول / المقاولين ، جاذبية المنتج / الخدمة ، شروط المنافسة/السوق ، والعائد المحتمل في حالة نجاح الاستثمار.

- **ثالثا : تقييم الاستثمار** : بعد مرور المشاريع المقترحة عبر مرحلة الفحص تبدأ مؤسسة رأس المال المخاطر بجمع معلومات إضافية حول المشروع المقترح ، وفي هذه المرحلة تزداد المدة الزمنية المستغرقة في دراسة المشروع المقترح بشكل كبير ، الهدف من هذه المرحلة هو معرفة المشاكل التي يمكن أواجهها الاستثمار وكيفية تجاوزها ، ويتم التركيز على قدرة الفريق على إنجاز الاستثمارات بالإضافة إلى قابلية المنتج للتحقيق وأيضا قابلية المنتج للتبني من قبل المستهلكين ومن شأن عملية تقييم الاستثمار التقليل من المخاطرة .

- **رابعا:التفاوض** : عند قبول المشروع المقترح في مرحلة التقييم ، تدخل مؤسسة رأس المال المخاطر في مفاوضات حول شروط خاصة بالاستثمار مع المقاول صاحب المشروع ، خلال هذه المرحلة كل خطوة تقوم بها المؤسسة تكون بناء على المعلومات التي تم جمعها وترجمتها من قبل إذ تتضمن هذه المرحلة التقييم المادي للمشروع وتحديد بنود العقد التي تمثل حماية من خطر الوكالة .

### الفرع الثاني : أهمية الرقابة على الاستثمار

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

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

- لا يمكن للمقاول أن ينسحب بعد الفترة الأولى من الاستثمار والتفاوض مع مؤسسة أخرى .
- هناك بند واضح في العقد يحتم على المقاول أن يظهر حد أدنى من المهارة لكي يحتفظ بحق الرقابة على الاستثمار في الفترات اللاحقة .
- إذا تخلى المقاول عن حق الرقابة كل الحصص المالية التي يحصل عليها تكون مستقلة عن ما يثبته من مهارة وقدرة على الرقابة والشيء نفسه بالنسبة للتدفقات النقدية اللاحقة الناتجة عن الاستثمار.
- إذا احتفظ المقاول بحق الرقابة تصبح عائدات الاستثمار المنتظرة من طرف كل من المقاول ومؤسسة رأس المال المخاطر مرفقة بنسبة من المخاطرة ، والتي تتوقف على مهارة المقاول .

ملاحظة هذه البنود لعقد رأس المال المخاطر تسمح باستنتاج أن هناك فترة مسبقة للعقد والتي تتميز بكونها متجانسة من حيث المعلومات ، لكن فترة ما بعد العقد تؤثر على إيرادات كل من طرفي العقد كما تطرح إشكالية الرقابة (من يقوم بالرقابة على الاستثمار) .

يجعل عدم تماثل المعلومات المرتبط بتمويل المؤسسات الجديدة من الرقابة على المشاريع عنصرا مهما جدا ، تسمح مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر بتقليص تكاليف الوكالة المحتملة ، غير أنه لا بد من فرض رقابة عند قبول عملية الاستثمار وتوجد (03) ثلاث آليات للرقابة مشتركة بين مختلف مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر تتمثل في : استعمال الأوراق المالية القابلة للتحويل ، تعدد المستثمرين ، وتمويل الاستثمارات بشكل دوري.

### المطلب الثاني : عملية الخروج من الاستثمار

تختص مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل و توجيه المؤسسات الجديدة فهي لا تهتم بامتلاك المؤسسات الناشئة لمدة طويلة ، ولكنها تهتم هذه المؤسسات حتى تصل إلى مستويات معينة من النمو ثم تقوم بالخروج منها فاتحة المجال أمام مستثمرين آخرين ، لذا تعد عملية الخروج من الاستثمارات عملية ذات أهمية كبيرة بالنسبة لمؤسسة رأس المال المخاطر .

### الفرع الأول:أهمية عملية الخروج من الاستثمار

يمثل رأس المال المخاطر استثمارات تتميز بدرجة سيولة منخفضة لا يمكن بيعها بسهولة وبسرعة كالأوراق المالية في البورصة ، ويركز رأس المال المخاطر على الاستثمار في المؤسسات التي هي في مرحلة الإنشاء أو مرحلة ما بعد الإنشاء وتتراوح مدة استثماره بين (07) سبع و(10) عشرة سنوات ، وتمثل عملية الخروج من الاستثمار الناجحة عنصرا جاذبا للمستثمرين من خلال العائدات المرتفعة من جهة كما أنها تسمح برفع رأس المال بالنسبة لمؤسسة رأس المال المخاطر من جهة أخرى .

تعد فترة الاستثمار إحدى خصائص رأس المال المخاطر التي تجعل من مرحلة الخروج من الاستثمار مرحلة جد حرجة ،لكن مع ظهور مؤسسات ذات المسؤولية المحدودة والتي لها فترة حياة محددة مسبقا صار لمؤسسات رأس المال المخاطر القدرة على التحكم أكثر في مرحلة الخروج من الاستثمار وأكد هذا الزيادة المعتمدة في عدد هذه المؤسسات في كل من الولايات المتحدة والدول الأوروبية ، كما تسمح عملية الخروج من الاستثمار للمساهمين محدودي المسؤولية بمراقبة المسير وتقييمه من خلال عائدات رأس المال <sup>1</sup>.

<sup>1</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف ، مرجع سبق ذكره، ص 29-30

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الخروج من الاستثمار<sup>1</sup>

قدم كومين (COMMING) وماكنتوش (MACKINTOSH) نظرية عامة حول العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الاستثمار وقد لخصت نتائج الدراسة في الجدول رقم (01) .

يواجه الملاك الجدد المرتبطين بصفة الخروج من الاستثمار مشاكل حول المعلومات المتعلقة بقيمة المؤسسة والرقابة على تسييرها ، وتكون هذه المشاكل حاضرة أكثر عند اختيار طريقة الخروج عن طريق العرض العام على الجمهور ، بحيث لا يتوفر للملاك الجدد الوقت اللازم لجمع المعلومات حول المؤسسة وتحليلها ، مما يفتح المجال لحضور مشكل الوكالة فضلا عن المشاكل الأخرى كالتكاليف المرتبطة بتحضير المؤسسة للعرض العام على الجمهور .

يواجه المستثمرون في المؤسسة المقابلة قرار جعل المؤسسة عمومية أو بيعها لمؤسسات خاصة ويفضل المقاول جعل المؤسسة عمومية بغية كسب حقوق رقابة أكثر مقارنة ببيعها لمؤسسات خاصة ، لكن يبقى الهدف المشترك بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمقاول هو الخروج من الاستثمار سواء عن طريق البيع للعامة مستثمرين أو لمؤسسات خاصة .

جدول رقم (01): العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الخروج من الاستثمار

إعادة الشراء	البيع الثانوي	البيع	العرض العام على الجمهور	
1: للسيولة 2: للديون	2	2-1 1: للمؤسسات التكنولوجية	4	قدرة المالكين الجدد على حل مشكل عدم تماثل المعلومات حول قيمة المؤسسة
1: للسيولة 2: للديون	4	2-1 1: للمؤسسات التكنولوجية	5-4 5: للمؤسسات التكنولوجية	قدرة المالكين الجدد على مراقبة وضبط سلوك المسيرين
1	غير محددة	5	1	تفضيل المقاول جعل المؤسسة عمومية
2	2	2	4	تكاليف التبادل عند البيع
1	1	1	5	تكاليف عمل المؤسسة كمؤسسة عامة مقابل تكاليف عملها كمؤسسة خاصة

<sup>1</sup> نفس المرجع ص 31-32

## الفصل الأول : الجانب النظري لرأس المال المخاطر

5	5	غير محددة	1	درجة سيولة الاستثمار بالنسبة للمشتري
2	غير محددة	غير محددة	1	السيولة عند الخروج من الاستثمار نقداً أو مكافئ النقد
1، باختلاف	3	5-4	1	حواجز التسيير بعد الخروج من الاستثمار
لا	لا	لا	نعم	هل يجب الرفع من رأس المال؟
5	3	2-1	1	النمو الكبير للمؤسسات
5	غير محددة	1، باختلاف	1	الكفاءة في تسيير المخاطرة
لا	لا	نعم	نعم	طريقة مشتركة للخروج من الاستثمار
خاصة	خاصة	عادة	عادة	إستراتيجية مشتركة للخروج من الاستثمار
5	4	2	1	تقدم حوافز بالنسبة لسمعة مؤسسة رأس المال المخاطر
5	3	غير محددة	1	تكاليف الوكالة بالنسبة للديون
5	5	غير محددة	1	صورة المؤسسة كمؤسسة عمومية

مفتاح الجدول : 1=مفضل بقوة ، 2=مفضل ، 3=محايد ، 4=غير مفضلة ، 5=غير مفضلة على الإطلاق

### خلاصة الفصل:

يعتبر رأس المال المخاطر تمويل جاء من أجل المؤسسات الناشئة الصغيرة الغير مدرجة في الأسواق المالية ولا تستطيع تقديم ضمانات كافية عند الحاجة إلى تمويل ، وارتفاع التكلفة وضعف الوضعية المالية في هذه المؤسسات التي يصعب تمويلها بطرق التمويل التقليدية كالاقتراض وهذا ما يحقق تمويلا محفزا لهذه المؤسسات لأن تنهض .

وقد كان أول ظهور لرأس المال المخاطر عند اليونانيين ولاقت هذه التقنية إقبالا كبيرا من قبل العديد من الدول في العالم ، فهو يقوم على أساس مبدأ المشاركة وتحمل الكثير من المخاطر انتظارا لعوائد مالية مرتفعة دون ضمان.

# الفصل الثاني : دور التمويل بمؤسسات رأس المال المخاطر

**تمهيد :**

تؤدي مؤسسة رأس المال المخاطر دورا مهما في الرفع من قيمة الاستثمارات من خلال تقديمها للدعم المادي والإداري والتسويقي وتقديمها لتوجيهات إستراتيجية للمؤسسة المقابلة ، فهي تضع تحت تصرفها أفضل المحاسبين المختصين في المجال القانوني والمختصين في القطاع الذي تعمل فيه .

إن المشكلة الأساسية التي تواجه مؤسسات رأس المال المخاطر هي مشكلة انخفاض الإيرادية والسيولة الجارية وارتفاع عنصر المخاطرة مما يجعلها في حاجة إلى أن تقدم لها الدولة يد العون وأن تدعمها .

وللتعرف أكثر على دور التمويل بمؤسسات رأس المال المخاطر قسمنا هذا الفصل إلى (03) ثلاث مباحث :

**المبحث الأول :** يتناول مفهوم ومميزات وأنواع مؤسسات رأس المال المخاطر ومتطلباته.

**المبحث الثاني :** إجراءات التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر ، وإستراتيجيات ومزايا وعيوب مؤسسات رأس المال المخاطر.

**المبحث الثالث :** آليات تفعيل دور رأس المال المخاطر والعوائق التي تتعرض لها مؤسساته.

### المبحث الأول : ماهية مؤسسات رأس المال المخاطر

تعد مؤسسات رأس المال المخاطر في الاقتصاديات المعاصرة أحد مفاتيح التطور والتنمية الاقتصادية بالنظر إلى انعكاساتها الإيجابية المستمرة على الاقتصاديات الوطنية ، فبدون هذا الوسيط المالي ستصادف المشروعات صعوبة أو ربما استحالة في توفير الغطاء التمويلي اللازم لها .

#### المطلب الأول : مؤسسات رأس المال المخاطر:

#### الفرع الأول : مفهوم مؤسسات رأس المال المخاطر:

تعرف مؤسسات رأس المال المخاطر على أنها شركات تتخذ حصصا أو مساهمة في رأس مال المؤسسات غير المدرجة في البورصة والتي أنشأت حديثا وتنمو بسرعة في المجالات التي هي بحاجة إلى رؤوس الأموال لضمان تنميتها.<sup>1</sup> وهذا التعريف خاص بتمويل المؤسسات الناشئة التي لا يمكنها دخول السوق وتقوم هذه الشركات بالعديد من الأنشطة الاستثمارية التي تتميز بارتفاع المخاطر والعوائد ويكون الدافع أو الحافز الأساسي لمثل هذا النوع من الشركات هو ارتفاع العوائد المحتملة والمتوقعة.<sup>2</sup>

تساعد مؤسسات رأس المال المخاطر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في التمويل حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظرا لعدم توفر الضمانات ، إن معادلة هذه الشركات على ( تكنولوجيا متقدمة ، مخاطرة كبيرة ، أرباح واعدة ) ومن ثم يلزم لنجاح هذه المؤسسات التحلي بالصبر لمدة (03) ثلاث سنوات تقريبا لضمان أرباح كبيرة فهي تقوم على أساس المشاركة في السراء والضراء.<sup>3</sup>

#### الفرع الثاني: مميزات مؤسسات رأس المال المخاطر

تتميز مؤسسات رأس المال المخاطر عن باقي المؤسسات بمجموعة من الخصائص يمكن إجمالها فيما يلي :

- أولا : شركات رأس المال المخاطر مصدر تمويلي من مصادر التمويل الخارجية : كونها تمثل مدخرات

المستثمرين من خارج نطاق المؤسسات المستثمر بها و ما يميزه عن باقي أنواع التمويل الخارجي أنه ليس انفصال

<sup>1</sup> صالحى عبد القادر، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر واقع وآفاق، أطروحة دكتوراه كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة باجي مختار عنابة 2007-2008، ص 73 .

<sup>2</sup> دواية أشرف محمد ، مرجع سبق ذكره، ص 221.

<sup>3</sup> بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE، مجلة الباحث ، العدد 05، سنة 2007  
جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص 08

بين الملكية والإدارة مع الأخذ بعين الاعتبار بأن مشاركة الممول في الإدارة تحكمها القاعدة قليل من التدخل مع نجاح المشروع وكثير من التدخل مع وجود مشاكل وصعوبات .

- **ثانيا : مساهمة مؤسسات رأس المال المخاطر في حل مشكلة التمويل :** على الرغم من المخاطر التي تحيط بمجالات استثمار مؤسسات رأس المال المخاطر باعتبارها استثمارات طويلة الأجل ينقصها معيار الإدارية والأمان ، فأمام تزايد الحاجات التمويلية للمشروعات الناشئة من جهة وشح الأوساط التقليدية للتصدي إلى تلك الحاجات من جهة أخرى يظهر خيار مؤسسات رأس المال المخاطر كطرق نجاة.

- **ثالثا : الميزة الإستراتيجية لمؤسسات رأس المال المخاطر :** يمكن أن تتبنى مؤسسات رأس المال المخاطر إستراتيجية تنوع الاستثمارات وذلك بتنوع القطاعات الصناعية أو التجارية حيث تحرك فرص الاستثمار باتجاه القطاعات التي لم يسبق الاستثمار فيها مع احتمال آفاق نمو أعلى من غيرها ، و اعتمدت هذه الإستراتيجية في العديد من مؤسسات رأس المال المخاطر الناجحة لاكتساب المؤسسات أحسن خبرة ممكنة ، مما يمثل ضخامة إضافية لأموال تلك المؤسسات فضلا على أن التركيز عادة يجري حول قطاع يتميز بنمو مشروعاته ويمكن أن يكون أكثر ارتفاعا من غيره .

- **رابعا: تميزها بدعم المشروعات الناشئة والمتعثرة :** تدعم مؤسسات رأس المال المخاطر المشروعات الناشئة وكذلك المتعثرة عن طريق تغطية الحاجات التمويلية خلال مختلف أطوار حياتها دون ضمانات بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفعالية أشخاصه ، حيث تساهم في توفير الدعم المالي والفني اللازم لإعادة هيكلتها وجذب الاستثمارات إليها بما يثبت روح الطمأنينة في نفوس المستثمرين ويحفزهم على الاستثمار فيها للاستفادة من الريح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعدما ينمو نشاطه ويزدهر.<sup>1</sup>

**المطلب الثاني : أهمية مؤسسات رأس المال المخاطر ومتطلباته**

**الفرع الأول : أهمية مؤسسات رأس المال المخاطر**

تعتبر مؤسسات رأس المال من أهم وسائل التدعيم المالي والفني لأي مشروع في الاقتصاديات المعاصرة ، لما تتميز به هذه المؤسسات من قدرة على التعامل مع المخاطر .<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بلعديدي عبد الله ، التمويل برأس المال المخاطر ، مذكرة ماجستير بكلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر باتنة 2007-2008، ص 308

<sup>2</sup> عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره ، ص 09

تلعب مؤسسات رأس المال المخاطر دورا فعالا في تمويل المؤسسات بحيث تمددها بالأموال والخبرة والطرق الحديثة في الإدارة والتنظيم وتدمج أموالها مع أموال المؤسسات الممولة ، وهذا ما يحقق تمويلا محفزا لهذه المؤسسات بعكس طريقة تمويل الاستدانة المحفوظة بمخاطر السداد وبسعر الفائدة وأعباء أخرى كإشكالية الضمانات وغيرها ، ويمكن حصر أهمية مؤسسات رأس المال المخاطر في النقاط التالية:

**- أولا : دعم تمويل المؤسسات الجديدة :** يمثل دعم المؤسسات الجديدة المجال التطبيقي لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وحتى الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة خاصة في بداية انطلاقها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل ، بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفاعلية أشخاصه وهذه الوظيفة هامة جدا لتلك المشروعات خاصة للبلدان النامية ، بالنظر إلى أن هذه المشروعات لا تستجيب لمعايير الاقتراض التقليدية التي تتطلبها البنوك بصفة عامة .

**- ثانيا : دعم المؤسسات المتعثرة :** تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني اللازم وكذا الإداري للمؤسسات المتعثرة وحذب الاستثمارات إليها لأنها شريكة فيها ، فهي تحرص أشد الحرص على المتابعة الفنية والمالية الضرورية لإصلاح مسارها لتحفيز المستثمرين وبث روح الطمأنينة في نفوسهم على الاستثمار للاستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطها ويزدهر.<sup>1</sup>

**- ثالثا : تدعيم برنامج الإصلاح الاقتصادي :** حيث تلعب تلك المؤسسات دورا حيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية الإدارية اللازمة لتطوير وإصلاح شركات قطاع الأعمال التي يجب إعادة هيكلتها وتطوير أداءها قبل طرحها للبيع على الجمهور ، كما تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في التقليل من الآثار التضخمية حيث توفر التمويل اللازم دون الإفراط في خلق النقود أو منح الائتمان المصرفي للمنشآت الاقتصادية التي تعمل على تعبئة رؤوس الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التمويلية.<sup>2</sup>

**- رابعا : تمويل الاقتصاد :** تشغل مؤسسات رأس المال المخاطر مكانة أساسية في تمويل الاقتصاد فنجد في الولايات المتحدة الأمريكية مثلا أن الاستثمارات بين عامي 1970 و 2000 قدرت بحوالي 273 مليار دولار حققت للاقتصاد الأمريكي حوالي 1300 مليار دولار.

**- خامسا : خلق مناصب الشغل :** ويكون ذلك عن طريق إنشاء مؤسسات جديدة عن طريق التمويل برأس المال المخاطر وبالتالي امتصاص البطالة من المجتمع.

<sup>1</sup> عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره ، ص 59-60

<sup>2</sup> أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم عناية 2008، ص 127-128

- سادسا : استثمار المدخرات المحلية الصغيرة : عملية خلق مصادر تمويلية جديدة كمؤسسات رأس المال المخاطر من شأنها أيضا تشجع المقاولين على إنشاء مؤسساتهم الخاصة وبالتالي استثمار المدخرات العائلية وإسهامها في الدورة الاقتصادية .

- سابعا : المساهمة في تخفيض الواردات : عملية تدعيم المشاريع الناشئة من شأنها أيضا خلق إنتاج محلي وبالتالي التخفيض من نسبة الواردات وحتى المساهمة في رفع قيمة الصادرات .<sup>1</sup>

- ثامنا : التصدي لظاهرة هجرة الأدمغة : ويتم ذلك عن طريق مجموعة من الآليات نذكر منها: تميمين البحث العلمي وترقيته وإتاحة الفرصة لهم لتطبيق وتحسيد أفكارهم وأبحاثهم في الداخل عن طريق تمويل تطبيق الابتكارات الجديدة ومشروعات لا تعد جذابة للبنوك إما لارتفاع درجة المخاطرة بها أو لعدم توافر القدرات المالية والطاقات الكافية لأصحاب المشروعات .

- تاسعا: مساعدة البنوك : وتكون المساعدة على عدة أصعدة منها توفير المعونة الفنية والإدارية لعملاء البنوك ، توفير موارد مالية إضافية لعملاء البنوك المتعثرين والمساعدة في إعادة هيكلة شركات القطاع العام التي يتم خوصصتها مما يؤدي إلى تصحيح مسارها وتسديد ديونها للبنوك.<sup>2</sup>

### الفرع الثاني : متطلبات رأس المال المخاطر

هناك مجالات محددة يجب معالجتها عند تأسيس مناخ وبيئة ملائمة لنشاط رأس المال المخاطر وهو السبيل لجذب الاستثمارات المخاطرة حيث يجب التركيز على هيكل السوق المالية وتوفير الموارد البشرية والفرص الاستثمارية للمؤسسات الداعمة ، ووجود سياسة حكومية مرتبطة بهذا الشأن ، وعلى الرغم من أن مستوى التنمية في أي دولة له أثر مباشر على هيكل سوق رأس المال المخاطر بها ، وهناك متطلبات محددة يجب توافرها في أي سوق والمتمثلة في النقاط التالية :

- إزالة العوائق القانونية والتنظيمية والمالية خاصة التي ترتبط بأسواق رأس المال حتى يصل إلى مستوى متغير وفعال يساعدهم على القيام بأدوارهم والقوانين التي تحمي الملكية الفكرية مثل : براءات الاختراع ، حقوق الطبع والعلامات التجارية... إلخ.

- توفير عرض كافي من الأفكار الإبداعية والمبادرات و توعية المستثمرين وأصحاب الأفكار المبدعين بأهمية رأس المال المخاطر.

<sup>1</sup> عابد نصيرة وبريش عبد القادر ، مرجع سبق ذكره ، ص 213-214

<sup>2</sup> رقية حساني، مرجع سبق ذكره ، ص 87

- الإدارة المؤهلة وتوافر الكوادر البشرية المؤهلة والمدربة على استثمارات رأس المال المخاطر ، والقادرين على تحمل المسؤولية ويقبلون بالمخاطرة العالية لأهميتها على مستوى قطاع رأس المال المخاطر والقدرات الفنية والخاصة التي يحتاج إليها وتوافر أصحاب المشروعات المهتمين.
- توافر إطار عمل مؤسسي يمكن تعميمه يركز الانتباه على الدور الجوهرى الذي تلعبه كل من الحكومات والجامعات للترويج لتنظيم المشروعات.
- توفير بيئة تتوفر على الحرية الاقتصادية وتتميز بقلّة التدخل الحكومي .
- الشهية للمغامرة لها أهمية أساسية لذا فمن غير المحتمل أن ينتعش ويزدهر توفر رأس المال المخاطر في مجتمعات حيث الأعراف والتقاليد الثقافية والسياسات الحكومية والبيروقراطية التي لا تشجع على المغامرة .
- تكامل واستقرار أسواق رأس المال وتوفير آليات خروج سهلة ومتعددة التي تتيح وسائل ملائمة للخروج تناسب الخصائص المختلفة للأعمال المرتبطة بهذا الاتجاه.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر

نعرف في هذا المطلب على نوعين رئيسيين من أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر وهما شركات رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار المباشر.

#### الفرع الأول:شركات رأس المال المخاطر

يتمثل مجال تخصصها في تمويل الأنشطة الاستثمارية الواعدة الخطرة ،ولكن آفاق نموها المحتملة كبيرة بحيث يتوقع أن يحقق الاستثمار فيها فائض قيمة ناتج عن إعادة بيع الحصص محل اعتبار وعلى ذلك ينصب اهتمام شركات رأس المال المخاطر على نوعين من المشروعات :

- أولاً : المشروعات الجديدة ذات المخاطر المرتفعة.
- ثانياً : المشروعات القائمة المتعثرة التي تحقق العائد المطلوب منها إما لنقص التمويل أو لقصور الإدارة أو في الأساليب الفنية الإنتاجية أو غيرها من الأسباب.

<sup>1</sup> مباركى محمد الصديق و عميروش إلياس ، مرجع سبق ذكره، ص 44

وتقوم شركات رأس المال المخاطر من خلال المشاركة في المشروعات الخطرة لتقديم العون اللازم لتحسين فعاليتها سواء تمثل ذلك العون في تقديم المساندة المالية أو الفنية ، حتى إذا ما أصبحت تحقق عوائد عالية تقوم بإعادة بيع حصصها في هذه المشروعات محققة فائض قيمة مرتفع يتناسب مع درجة المخاطر المبدئية التي تعرضت لها .<sup>1</sup>

يجب أن لا يقل رأس مال لهذه النوعية من الشركات عن 1.5 مليون دولار تدفع بالكامل عند التأسيس .

### الفرع الثاني: صناديق الاستثمار المباشر

صناديق الاستثمار المباشر هي عبارة عن هياكل مالية لتجميع وإدارة أموال عدة مستثمرين، حيث تقوم هذه الصناديق بالاستثمار بالأوراق المالية للشركات المقيدة وغير المقيدة بالبورصة في المراحل الأولى من حياتها وكذا في الشركات التي تحتاج إلى إعادة الهيكلة المالية والتشغيلية وذلك لغرض تحقيق فائض قيمة مرتفع في المستقبل خاصة إذا تم إدراج هذه الشركات في البورصة .

إن منهج وأسلوب عمل صناديق الاستثمار يهدف تماما إلى تقبل وتوزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد منافذ الاستثمار وقيام المستثمر باختيار المدى الزمني المناسب له إذا كان طويل الأجل أو قصير الأجل وفقا لاحتياجاته ، إذ أن رغبات المستثمر ومحافظها من حيث الهيكل التمويلي لها تنقسم إلى قسمين رئيسيين وهما<sup>2</sup> :

- **أولا : صناديق استثمار ذات نهاية مغلقة :** هي الصناديق التي يكون حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور محددا ، بمعنى أن هذه الصناديق تصدر عددا ثابتا من الوثائق المالية والوحدات التي يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته ، وطبقا لنظام هذه الصناديق لا يجوز للملكي هذه الوثائق التخلص منها ، فالطريق الوحيد المتاح له هو أن يبيعها في السوق المالية المنظمة (البورصة) التي يتم فيها تداول هذه الوثائق أو في السوق غير المنظمة (السوق غير الرسمية) وذلك من خلال التجار وبيوت السمسة .

- **ثانيا : صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة :** هي الصناديق التي لا تحدد حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور ، ولا تحدد عدد الوثائق المالية المصدرة منها إذ يجوز لها إصدار وبيع المزيد من هذه الوثائق تلبية لحاجات المستثمرين وإدارة هذه الصناديق مستعدة لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد مالكي هذه الوثائق التخلص منها جزئيا أو كليا ولذلك فهي تحرص دائما على توفير نسبة ملائمة من السيولة تمكنها من دفع قيمة الوثائق غير القابلة للاسترداد كما هو الحال في صناديق النهاية المغلقة.

<sup>1</sup> دربال عبد القادر، رأس المال المخاطر كآلية حديثة في دول المغرب العربي ( تونس ، المغرب، الجزائر)، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ،المركز الجامعي لولاية عين تموشنت 2013-2014 ، ص 50

<sup>2</sup> أحمد حسن بن أحمد الحسني، صناديق الإستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الإسلامي ، مؤسسة الشباب الجامعية ، الإسكندرية 1999 ، ص 08-09

## المبحث الثاني : إجراءات التمويل عن طريق مؤسسات رأس المال المخاطر

تختلف الحاجات التمويلية للمشروعات ودرجة المخاطر المرتبطة بها والتي تلعب دورا كبيرا في اتخاذ قرار التمويل من عدمه ، فكلما انتقل المشروع من مرحلة إلى أخرى صادف مشاكل أقل في الاستجابة لمطالبه التمويلية تعكس إنخفاض درجة المخاطر.

### المطلب الأول : المرحلة التمويلية التي تغطيها مؤسسة رأس المال المخاطر

التمويل عن طريق رأس المال المخاطر يغطي عدة مراحل متمثلة في <sup>1</sup>:

#### الفرع الأول : تمويل مرحلة الإنشاء

يتضمن هذا النمط من التمويل مؤسسة ناشئة في مرحلة ما قبل الانطلاق ، وتمثل عموما في مصاريف البحث والتجارب والتوثيق وبالتالي تمويل مرحلة الإنشاء ستغطي أيضا نفقات البداية التجارية يعني توفير الغطاء التمويلي في بدايته وهذا التمويل ينقسم إلى قسمين:

-أولا: رأس المال ما قبل الانطلاق : هو رأس المال الموجه لتغطية مرحلة البحث والتطوير.

-ثانيا : رأس مال الانطلاق : هو رأس المال الذي يخصص لتمويل المشروعات التي دخلت مرحلة الإنشاء أو في

بداية النشاط حيث تكون في حاجة إلى تمويل تنمية منتج أو تغطية نفقات تسويق المنتجات أو البدء في التنفيذ

التصنيعي ، ونشير في هذا الموضع دخول المشروعات التي انتهت من تطوير منتجاتها في هذه المرحلة لكنها في

حاجة إلى التمويل لانطلاق التصنيع والتسويق حيث لم تتمكن بعد من توليد أي مكاسب ويتفرع رأس مال

الانطلاق إلى مرحلتين : مرحلة الانطلاق أو البداية التي تغطي مرحلة ما قبل التجارية لحياة المشروع ثم المرحلة

الأولى من التمويل التي تغطي نفقات البداية التجارية.

تعتبر مرحلة الإنشاء من أصعب المراحل التي يمر بها المشروع من الناحية التمويلية و لا تقدم أدنى ضمانات

لتمويلها ، بحيث تمثل مؤسسات رأس المال المخاطر المصادر المالية الوحيدة التي تقبل تمويل هذه المرحلة بالكامل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> ضياف عليه، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير ، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير جامعة باجي مختار عنابة، سنة 2009 ، ص 88-89

<sup>2</sup> عبد الباسط وفاء ، مرجع سبق ذكره ، ص 86-87

### الفرع الثاني : تمويل مرحلة التنمية

عند بلوغ المشروع مرحلة الإنتاجية وتوليد الإيرادات تأتي هذه المرحلة التمويلية لتقابل ضغوطا مالية ترجع إلى اتساع عمق حاجات المشروع المالية لتمويل النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه بين 5% إلى 10% سنويا ، كزيادة القدرات الإنتاجية أو زيادة رأس المال الجاري أو زيادة قدرات البيع أو تطوير منتجات جديدة، ... إلخ وتنقسم هذه المرحلة إلى قسمين:

- **أولا : مرحلة التوسع :** في هذه المرحلة نجد المشروع لا يزال عاجزا على توفير التمويل ذاتيا رغم أن المخاطر هنا تتميز بأنها ذات مستوى أقل فموه سريع وهو في حاجة إلى أموال الاستثمار والتدوير الذي يمكنه من الوصول إلى نقطة الاستغلال الكامل .

- **ثانيا : مرحلة التطور والنضج :** إن المخاطر في هذه المرحلة تتجه إلى التناقص بطريقة واضحة إذ يتغير الوضع بطريقة كبيرة وتكتسب المشروعات القدرة على الاستدانة ، حيث تضمن إمكانياتها الذاتية سداد أعباء القروض مما يبدأ معه تقلص وانحسار دور مؤسسات رأس المال المخاطر في التمويل تاركة الساحة شيئا فشيئا لوسائل التمويل التقليدية .

### الفرع الثالث : تمويل مرحلة تحويل الملكية

ويطلق عليه أيضا رأس مال الإنهاض ويخصص هذا التمويل للمشروعات التي هي بحاجة للتقويم وتواجه صعوبات خاصة لكنها تتوفر على الإمكانيات الذاتية لإعادة إنهاضها ، فتتولاها شركة رأس المال المخاطر حتى تستقر في السوق وتحقق أرباح<sup>1</sup>.

يتمثل هذا التمويل في عملية تغيير الأغلبية المالكة لرأس مال المشروع مثل شراء المشروع من طرف الأجراء أو فريق جديد من الملاك كالشراء بواسطة مشروع آخر ... إلى غيره ، وما يلفت الانتباه عادة اصطدام رغبة تحويل الملكية لأي سبب من الأسباب السابقة بنقص الإمكانيات المالية ، وفي هذه المرحلة تتدخل مؤسسات رأس المال المخاطر ويتم عن طريق تكوين شركة مالية قابضة تتولى الإشراف ومنح هذه الشركة قروض للشركاء ، وبعد سداد الالتزامات المالية المتفق عليها تنتقل الملكية إلى الشركاء المستثمرين في الشركة المتفرعة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> مبارك محمد الصديق وعمبروش إلياس، مرجع سبق ذكره، ص 49

<sup>2</sup> عبد الله بلعدي ، مرجع سبق ذكره، ص 96-97

### المطلب الثاني : إستراتيجيات مؤسسات رأس المال المخاطر

يوجد نوعين أساسيين من الإستراتيجيات تتبعها مؤسسات رأس المال المخاطر في دعمها للمشروعات :

#### الفرع الأول : الإستراتيجيات التمويلية

تختلف طريقة التمويل بواسطة مؤسسات رأس المال المخاطر عن غيرها من المؤسسات الأخرى إذ تطلب هذه الأخيرة من المشروعات الإطلاع على ميزانيات نشاطها الماضية بعكس الأولى إذ تنشأ علاقة من نوع آخر بينها وبين هذه المؤسسات ، إذ لها قواعد وأهداف ومنطق وسلوكيات تختلف عن تلك الموجودة في التمويل فالميزة التي تتمتع بها مؤسسات رأس المال المخاطر هي النظر إلى المستقبل فهي تنظر إلى المشروع المراد تمويله خطة تطوير مبين فيها بالتفصيل كافة مكوناتها الصناعية والتجارية والمالية وسياسات المشروع وأهدافه وإستراتيجيته لتحقيق السياسة المحددة ، وإذا كان المشروع قائماً من قبل فتحبذ أن يرفق بذلك خياراته وأهدافه وطموحاته وبطاقات تقنية وإحصائية حول ممارساته الماضية ويمكن تلخيص خطة التطوير ضمن العناصر التالية :

- أولاً : ما هو الهدف النهائي للمشروع ؟ هل خلق الشراء أم خلق منتج أم خدمة أم التصنيع أم البيع أم شغل حصص سوقية كافية للتمويل الذاتي في المستقبل...إلخ.

- ثانياً : ما هي السياسة العامة للمشروع ؟ هل هي التخصص في منتج معين أم التخصص في إقليم معين أم تنويع المنتجات أم تنويع الأسواق ، وهو ما يستلزم وضع السياسة الملائمة لذلك سواء في البحث والتطوير أو في العمالة أو في مواجهة المساهمين .

- ثالثاً : ما هي الأهداف الرقمية للمشروع ؟ هل الوصول بحجم رقم الأعمال إلى مرحلة تحقيق إيرادات أم الوصول به لمرحلة أعلى من تحقيق إيراديه الاستثمارات.

- رابعاً: ما هي إستراتيجيات نجاح المشروع(الخيارات الصناعية والتجارية) وطرقها(النمو الداخلي والنمو الخارجي ) ووسائلها المختارة (الوسائل المالية والبشرية)؟.

- خامساً : ما هي الإيرادية المالية المتوقعة للاستثمارات ؟ هنا يتدخل خبراء متخصصون من مؤسسات رأس المال المخاطر لقيموا طبيعة القطاع المراد الاستثمار فيه ومدى استخدام التكنولوجيا المعروفة في سوق الصناعة وكيف يمكن للمشروع أن يتبوأ مكانه في الصناعة والسوق...إلخ ، ومن ثم استظهار نقاط الضعف والقوة في المشروع.

وبذلك تلعب الإستراتيجية التمويلية لمؤسسات رأس المال المخاطر دورا محل اعتبار في توفير الغطاء التمويلي للمشروعات المقبولة ، ففي دراسة الشركة الفرنسية للمستثمرين في رأس المال AFIC عام:1997 اتضح أن نحو 1200 شركة تقريبا يجري تمويلها سنويا عبر مؤسسات رأس المال المخاطر ، وكانت قيمة العمليات التمويلية حسب مراحل التطور وهو ما يوضحه الجدول التالي<sup>1</sup>:

جدول رقم(02):استثمارات رأس المال المخاطر تبعا لمرحلة التطور (معطيات 1997) بالمليون فرنك

مرحلة التطور	عدد العمليات	إجمالي قيمة الاستثمارات	متوسط الاستثمار في كل شركة
قبل الإنشاء	-	-	-
خلال الإنشاء	-	-	-
نهاية الإنشاء	536	1097	20.1
التطور	559	2507	4.5
تحويل الملكية	181	4022	22.2
شراء حصة الأقلية	575	631	2.2
	1841	8257	49

#### الفرع الثاني : الإستراتيجية غير التمويلية

لتذليل الصعوبات والنقائص التي تواجه المشروعات لابد من لجوئها إلى مؤسسات رأس المال المخاطر كشريك نشط يراقب ويتابع ويوجه هذه المشروعات التي يشارك فيها وهذه المتابعة الإيجابية تفيد المشروعات في كافة مجالات التوجيه وتمثل في المتابعة بالنزول إلى مواقع العمل وإجراء تغييرات معينة على المشروعات إن اقتضت الضرورة ذلك والعمل على توقع المشكلات مقدما وكيفية احتواءها ومعالجتها مع الوقت واحتمال وتوقع مستقبل المشروعات من خلال المعاينة على الطبيعة ، وإن مثل هذه التدخلات تفيد المشروع في قيمة مضافة تتمثل في انقاص محسوس في المخاطر التي يقابلها المشروع وتعمل على تزويد المشروع بالمعرفة المتخصصة وإفادته بصلات المؤسسات بالشركاء الآخرين وإمداده

<sup>1</sup> بلعدي عبد الله ، مرجع سبق ذكره، ص103-104

بالنصائح المتصلة بتيسير سبل التطور تنفرد مؤسسات رأس المال المخاطر بطبيعة مزدوجة تتمثل في تقديم التمويل بالإضافة إلى معونات الإدارة ويمكن التمييز بين نوعين من المتابعة هما:

- أولاً : متابعة عادية : وهي التي تهدف للإضافة إلى قيمة المشروع وهو الغالب في نوعي المتابعة.
- ثانياً : متابعة غير عادية : وهي التي تهدف إلى الرقابة والإشراف على المشروع ، وتوجيه القائمين على إدارة المشروع قد تصل إلى حد تغييرهم إذا كانت النتائج أقل مما هو منتظر.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : مزايا وعيوب مؤسسات رأس المال المخاطر

#### الفرع الأول : مزايا مؤسسات رأس المال المخاطر

- تحقق مؤسسات رأس المال المخاطر مزايا للمشروعات التي تساهم فيها وتتمثل فيما يلي:
- أولاً : المشاركة : شركة رأس المال المخاطر تكون شريك لأصحاب المؤسسة الأصليين وتأخذ نسبة الأرباح من 15% إلى 30% بالإضافة إلى 2.5% مقابل المصاريف سنويا كما تتحمل جزءا من الخسارة في حالة حدوثها.
  - ثانياً : الانتقاء : الممول يقوم باختيار المشروع الواحد حيث تكون أمامه فرصة انتقاء المشاريع الجديدة ذات الدرجة العالية من المخاطر والأرباح المتوقعة العالية
  - ثالثاً : المرحلية : التمويل برأس المال المخاطر لا يتم دفعة واحدة وإنما يتم عبر مراحل بانتهاء كل مرحلة يلجئ المستفيد إلى الممول وبالتالي يكون هنا ضمان للنتائج المحققة خلال كل مرحلة وإعطاء فرصة جديدة في حين فشل المشروع تفاديا لتراكم الخسائر.
  - رابعاً : التنويع : يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر بحيث ما يمكن أن تخسره في مشروع تعوضه في مشروع آخر.
  - خامساً : التنمية والتطوير : هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع .
  - سادساً : توزيع قاعدة الملكية : يستمر التمويل حتى تنضج الشركة وتستوي وبعدئذ يمكن أن تباع لمستثمر آخر يشده نجاح الشركة ونوع نشاطها ، أو تطرح كأسهام على المساهمين.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> بلعدي عبد الله ، مرجع سبق ذكره، ص105

<sup>2</sup> روية عبد السميع وحجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، مقال بالملتقى الدولي، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17-18 أبريل 2000 ، ص 311

بالإضافة إلى مجموعة أخرى من المزايا:

- زيادة الأموال الخاصة بسبب مشاركة المخاطرين بحصة من رأس المال.
- لا تكون أموال المخاطرين مستحقة أو واجبة الأداء إذا كانت حالة المشروع لا تسمح بذلك على اعتبار أنها أصبحت تشكل من أمواله الخاصة خلافا للقروض.
- اكتساب المشروع شخصية اعتبارية مستقلة عن المساهمين وهذا يشكل نوعا من الحماية القانونية للمشروع من تفكيكه بسبب الشكوك والأوهام الناتجة عن تقلبات لتحليل الأوضاع الاقتصادية .
- النمو السريع للمنشأة وانطوائها على ربح واحد.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: عيوب مؤسسات رأس المال المخاطر

تتلخص العيوب فيما يلي:

- المشاركة في قرارات المشروع والتدخل في توجيهه من قبل مؤسسات رأس المال المخاطر باعتبارها مالكة لجزء من رأس مال الشركة.
- استرداد حصص المخاطرين في حالة نجاح المشروع بطلبها مبالغ مرتفعة تغطي وتقابل المجازفة التي قبلها المخاطرون وقت الإنشاء والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقد كافة أموالهم التي شاركوا بها في المشروع .
- بالإضافة إلى ارتفاع درجة المخاطرة للمنشآت الممولة بهذه الأداة وصعوبة اتخاذ القرار بسرعة لكثرة الأطراف التي تشارك فيه.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> صحراوي مقلاتي، التمويل لرأس المال المخاطر منظور إسلامي، بحث مقدم بمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة العمل الخيري والشؤون الإسلامية، ماي 2009، دبي، ص 18

<sup>2</sup> بوعبد الله هبة وحسيني رحيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، مقال في مجلة الإقتصاد والتنمية البشرية، ص 156

المبحث الثالث : آليات تفعيل دور رأس المال المخاطر والعوائق التي تتعرض لها مؤسساته

تكمن جاذبية سوق رأس المال المخاطر في قدرتها الكبيرة على المساعدة في تمويل وإنشاء الصناعات الجديدة وأيضاً قدرتها على تنشيط الصناعات الناضجة ووضع أسس للاقتصاد ، فضلاً عن قدرة رؤوس الأموال المخاطرة المرتفعة والقدرة العالية على التسيير والخبرة الكبيرة بالمقاولات وغيرها من القدرات التي دفعت بالحكومات نحو السعي إلى إنشاء أسواق رأس المال المخاطر ودعمها من أجل تطويرها .

المطلب الأول : طرق التدخل الحكومي لتنشيط سوق رأس المال المخاطر

تستهدف الحكومات في الغالب مرحلة بعد الإنشاء من أجل التدخل لتقديم الدعم وذلك حتى لا تعيق تطور رأس المال المخاطر الخاص لأنه في مرحلة ما بعد الإنشاء تكون المخاطرة مرتفعة والحاجة إلى الأموال كبيرة وبالتالي لا تكون هذه المرحلة مفضلة لرأس المال المخاطر الخاص.

يبقى فقط تحديد شكل التدخل الذي سيكون أكثر فاعليه في تنشيط السوق .

الفرع الأول : التدخل الحكومي المباشر

يمكن أن تسعى الحكومة للتنفيذ المباشر لبرنامج رأس المال المخاطر عن طريق قيامها بدور وسيط مالي في السوق من خلال إنجازها لعملية الاستثمار بدءاً من فحص الصفقات من أجل عملية التمويل حتى الرقابة على الاستثمارات مستعملة في ذلك المال العام و قيامها في الوقت نفسه بدور الشريك العام والشركاء محدودي المسؤولية<sup>1</sup> ، بمعنى آخر تسعى الدولة إلى التنفيذ المباشر لبرنامج رأس المال المخاطر على عدة أشكال أهمها:

- أولاً : التمويل المباشر للمشروعات .

- ثانياً : الاستثمار في مؤسسات رأس المال المخاطر .

- ثالثاً : إنشاء صناديق مشتركة لرأس المال المخاطر .

- رابعاً : معرفة ريادة الأعمال ودعمها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف، مرجع سبق ذكره، ص 45.

<sup>2</sup> مباركي محمد الصديق وعميروش إلياس ، مرجع سبق ذكره ، ص 73.

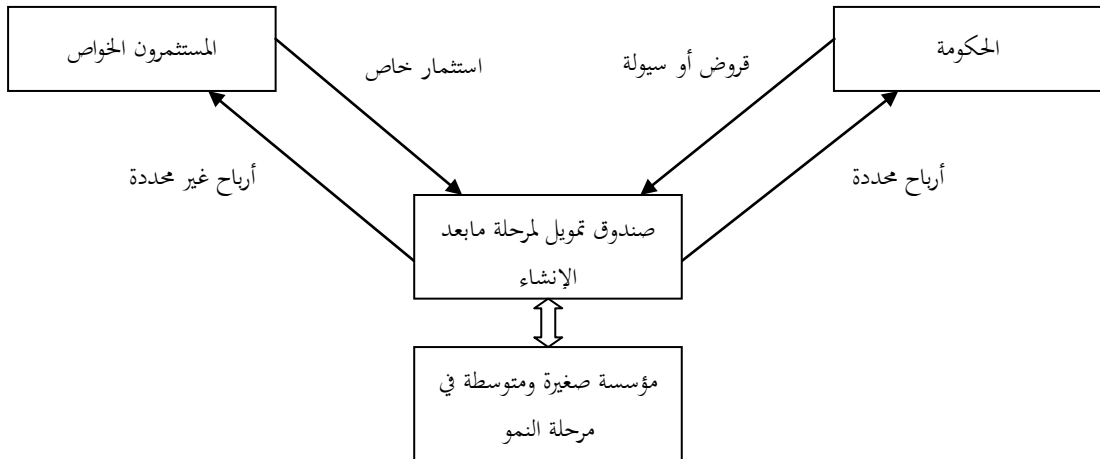
### الفرع الثاني : التدخل الحكومي غير المباشر

يمكن أيضا للحكومة أن توكل مجموعة من المهام إلى مسيري مؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة وذلك باعتبار أن هذه المؤسسات الخاصة تملك الخبرة والمهارة التي تتطلبها حرفة رأس المال المخاطر وقد أصبح التدخل غير المباشر للحكومة هو النمط المهيمن بسبب الخبرة الكبيرة لمؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة. وتستعمل الحكومة عدة محفزات لتشجيع تدخل مؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة في السوق كالحوافز المتعلقة بالسياسة الضريبية والشروط التنظيمية التي تحكم عمل مؤسسات رأس المال المخاطر و توفير السيولة والسياسات التشريعية وضمنان التمويل المقدم من مؤسسات رأس المال المخاطر.

### الفرع الثالث : النموذج الهجين للتدخل الحكومي

يقصد بالنموذج الهجين النموذج الذي تعمل فيه مؤسسة رأس المال المخاطر الخاص أو الشريك العام كوكيل لمجموعة من الرؤساء ( الشركاء محدودي المسؤولية) وأحد هؤلاء الرؤساء هي الحكومة ، وقد تم استعمال هذا النموذج من طرف عدة دول كالولايات المتحدة الأمريكية ، بريطانيا ، أستراليا وألمانيا والشكل أدناه يوضح التدخل المشترك لكل من الحكومة والمستثمرين الخواص.<sup>1</sup>

### الشكل رقم (02) : النموذج الهجين لتدخل الحكومة في سوق رأس المال المخاطر



تؤدي الحكومة في النموذج الهجين دور شريك محدودي المسؤولية ذو طبيعة خاصة باعتبارها لا تتدخل في القرارات التجارية والتنفيذية لمسيري الصندوق وذلك بمجرد بدأ الاستثمار.

<sup>1</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف، مرجع سبق ذكره، ص 46.

المطلب الثاني : الإستراتيجية الاستثمارية لمؤسسات رأس المال المخاطر

هناك إستراتيجيتان شهيرتان يمكن أن تتبناها مؤسسات رأس المال المخاطر وهما :

الفرع الأول : إستراتيجية التنوع

- أولاً : تنوع مكونات المحفظة : إن الأسلوب الناجح لمواجهة نقص السيولة وارتفاع المخاطرة لدى مؤسسات رأس المال المخاطر ، يتمثل في تنوع محفظة الأوراق النقدية وذلك بإقامة توازن بين الأصول السائلة للمؤسسة (الاستثمار في المشروعات المستقرة) والأصول غير السائلة ذات المخاطر المرتفعة ( الاستثمار في المشروعات الناشئة) فالمشروعات الناشئة رغم أنها عالية المخاطر ولا تضمن إيراد في الأجل القصير ومن ثم لا تحقق إيرادات جارية إلا أن إمكاناتها الإيرادية المستقبلية مرتفعة ، في حين أن المشروعات المستقرة الناضجة تضمن لها حد أدنى من السيولة.<sup>1</sup>

- ثانيا : تنوع الصناعات : توجد (03) ثلاث مبررات رئيسية لتنوع الصناعات نوجزها فيما يلي :

- تفادي ظاهرة الدورية فقد شهدت مؤسسة رأس المال المخاطر اتجاه الإيرادية إلى الندرة نتيجة لتبنيها سياسة التركيز حول قطاع التكنولوجيا فائقة التطور و اهمالها سياسة التنوع.
- إن التنوع يحرك فرص الاستثمار بين الصناعات بالتحرك نحو القطاعات لم يسبق لرأس المال المخاطر عادة الاستثمار فيها.
- في بداية تطور حرفة رأس المال المخاطر كان من الضروري إن أرادت النجاح التركيز حول مجال محدد وبعد اكتساب الخبرة اللازمة ينبغي إعادة التوجه إلى مجالات أخرى عديدة.<sup>2</sup>

الفرع الثاني : إستراتيجية التخصص

للتخصص إيجابيات عديدة على مختلف الأصعدة من بينها اكتساب المؤسسات أحسن خبرة صناعة ممكنة ويعطي ضمانا أكثر ويقوي الجانب المالي لها ويرفع آفاق نمو مشروعاتها خاصة في ميدان التكنولوجيا ، ولقد تفتنت مؤسسات رأس المال المخاطر لمسألة التخصص خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ، فرمت بنقلها حول قطاع التكنولوجيا الفائقة التطور ومن التجارب الناجحة في هذا الصدد مؤسسة SOFINOVA ذات تاريخ عريق في التدخل التمويلي

<sup>1</sup> بلعبيدي عبد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص 131

<sup>2</sup> عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره ، ص 124-125

للمشروعات المتخصصة في علوم عصر التكنولوجيا الحية والإلكترونيك وتكنولوجيا المعلومات والطب... وكذلك مؤسسة INNOVACOM والتي أنشأتها France Télécom إذ تخصصت في تمويل كل ما يتعلق بالاتصالات والمعلومات ، كذلك تخصصت مؤسسة Finovelec Finovecture في تمويل قطاعات الإلكترونيات والكهربائيات ، واعتمدت المؤسسات السابقة على وجود فرق متخصصة تتنافس مع أصحاب المشروعات محل البحث تمهيدا لإصدار قرار واضح بشأنها من حيث قبول تمويلها من عدمه ، وعليه كان التخصص سببا في نجاح العديد من مؤسسات رأس المال المخاطر التي تتميز بالتكنولوجيا الفائقة وقطاع الصناعات الغذائية وقطاع الأدوات الكهربائية إلى جانب هذا التخصص هناك تخصص اقليمي لبعض مؤسسات رأس المال المخاطر مثل مؤسسة SIPAREX في ليون ومؤسسة IRDI في تولوز وهناك من المؤسسات الإقليمية من تخصصت في الوفاء بالحاجات التمويلية للمشروعات الإقليمية الوليدة مثل مؤسسة SAMENAR ومؤسسة DEFI بفالونس ، رغم هذه المحاسن لسياسة التخصص إلا أنها قد تعرض الصناعات لظاهرة الدورية والهبوط ولا بد أن يأتي الدور على القطاع الذي تخصصت مؤسسات رأس المال المخاطر في دعم مشروعاته.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث : عقبات تطوير مؤسسات رأس المال المخاطر

لا تخلو أي مؤسسة تمويلية أو استثمارية من صعوبات تعترض مسيرتها الاقتصادية وتفرض من حركتها نحو تطوير الأهداف التي سطرها للوصول إليها .

### الفرع الأول : عقبات متصلة بمؤسسات رأس المال المخاطر

من المنتظر أن يكون التخصص المهني للمسؤولين بتلك المؤسسات غير كافي ، إذ من المتوقع بالنظر للمساهمة الرئيسية فيها توافر العنصر المالي والتجاري في إدارة هذا النوع من المؤسسات (رجال البنوك أو مؤسسات التمويل) دون العنصر المهني أي المتخصصون من رجال الصناعة ومتخصصون في مهنة رأس المال المخاطر ، ذلك العنصر الذي تمليه متطلبات الهندسة المالية التي تفترض وجود إدارة كفئة ذات خبرة لأن مؤسسات رأس المال المخاطر تقدم خدمات غير مالية إذ أن رجال البنوك والمحاسبين لهم دور مهم في تقديم التحليلات المالية والمحاسبية لكنهم بمفردهم لا يشكلون الفريق النموذجي لإدارة مؤسسة رأس المال المخاطر وإلا أفضى ذلك إلى إفساح مجال للخسارة ويرجع إلى وجود فواصل بين عالم التمويل والاستشارات وعالم الصناعة والتكنولوجيا.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مباركي محمد الصديق وعميروش إلياس ، مرجع سبق ذكره ، ص 77-78

<sup>2</sup> بلعدي عبد الله مرجع سبق ذكره ، ص 134-135.

الفرع الثاني : عقبات متصلة بالمشروع وبالسوق

- **أولاً : عقبات متصلة بالمشروع :** يعد الافتقار إلى مشروعات ذات كفاءة تتولاها مؤسسات رأس المال المخاطر من أكثر العقبات التي تعاني منها ممارسة نشاط هذه المؤسسات ، فأصحاب المشروعات يعيهم توافر العنصر الفني فيهم جميعاً مع ندرة العنصر الإداري والتجاري ، مما يجعلهم يتقدمون بخطط غير جيدة للتطور أو محاولة تنفيذ مشروعات غير واعدة بالنظر لتقنية الإنتاج أو نوعية سوقها أو بعدها عن القدرات التكنولوجية الحديثة ذات مردود اقتصادي مستقبلي ضعيف وحاصل ذلك كله هو أن يشهد سوق رأس المال المخاطر ندرة في المشروعات الجيدة التي يود دعمها بحيث نجد أن عدد المشروعات المقبولة أدنى بكثير من المشروعات المقدمة أي أن قاعدة الهرم تزداد اتساعاً ( الملفات المعروضة ) في حين تتجه قمته إلى مزيد من الانحسار (الملفات المقبولة)، ولهذا لا بد من السعي نحو توسيع القمة التي يمكن أن تساهم فيها المراكز البحثية بعرض أفكار ومقترحات ذات مردود اقتصادي جيد ، كما يجب إنشاء نقاط استشارات للمشروعات الجديدة أيضاً كي تقوم بتسهيل اختيار فكرة لمشروع صناعي جديد قابل للاستمرار .

كذلك تواجه حرفة رأس المال المخاطر عقبات أخرى كمقاومة توسيع الذمة المالية للمشروع وتخشى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عادة المحافظة على استقلال معين ، ومن ثم تميل إلى تفضيل الاستدانة على المشاركة.<sup>1</sup>

- **ثانياً : عقبات مرتبطة بالسوق :** تتصل بعض هذه العقبات بطبيعة السلوك الاستثماري السائد في سوق البورصة والمتمثل في ضرورة أن تحقق المشروعات التي يقبل عليها المستثمرون نتائج إيجابية فعلية ، ذلك السلوك تمكنت البورصة الأمريكية من تغييره بحيث أصبح من الممكن أن تدخل المشروعات الأمريكية سوق البورصة بأسعار مرتفعة دون أن تحقق نتائج فعلية إيجابية ، ولكن على أساس توقع نتائجها المستقبلية فقط .

ونجد أن السلوك الأخير يخدم حرفة رأس المال المخاطر حيث يمكن المخاطرين من التنازل عن الصكوك في وقت مبكر بدلا من اضطرارهم من الاحتفاظ بها حتى تحقق النتائج الفعلية ، كذلك تنعكس الظروف الاقتصادية بوضوح على نشاطه فحينما يسود الكساد وتصاب البورصة بأزمات تتجه الإيرادية الجارية للمشروعات إلى التناقص فيفضل المستثمرون الاستثمار قصير الأجل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، ص 117-118

<sup>2</sup> بلعيد عبد الله ، مرجع سبق ذكره ، ص 136

خلاصة الفصل:

لمؤسسات رأس المال المخاطر أهمية اقتصادية واجتماعية ودور فعال في تمويل المؤسسات ومن وراءها الاقتصاد ككل ، وتقدم المساعدة في إدارة المؤسسة لتعدد ابتكاراتها وأفكارها المقترحة مما يحقق تطورها. إدراك الحكومات لإسهامات مؤسسات رأس المال المخاطر في النمو الاقتصادي دفعها إلى بذل جهودات خاصة لدعم هذه المؤسسات وتطويرها عن طريق مراقبتها وتذليل العقبات التي تبطئ حركتها وتؤثر سلبا على نشاطها .

الفصل الثالث : رأس المال المخاطر  
 لتمويل الاستثمارات في بعض دول  
العالم والجزائر

تمهيد :

أمام تزايد الحاجات التمويلية للمشروعات الناشئة ظهرت تقنية التمويل برأس المال المخاطر التي تعتبر من الأدوات التي تساعد في التغلب على المشاكل التمويلية التي تعاني منها هذه المشروعات ، ويعتبر رأس المال المخاطر كمساهم خاص في المؤسسات الممولة وذلك لدوره المتميز والأساسي في التمويل والمرافقة والتوجيه عوض أسلوب المدائنة الذي تعتمد عليه البنوك.

و أصبحت شركات رأس المال المخاطر ضرورة حتمية لدعم النمو الاقتصادي ومحفزا خاصا للإصلاح وهذا ما أثبتته تجارب الدول الرائدة كالنموذج الأمريكي الذي تطور نتيجة لقوى السوق والتجربة التايوانية التي تعتبر مثالا جيدا لنموذج تبذل فيه الحكومة جهودا هندية سوق رأس المال المخاطر ، أما التجربة في الدول النامية كمصر والجزائر فهي حديثة النشأة و لا تزال في بداية نشاطها ، وسنتعرف أكثر على هذه التجارب في هذا الفصل

**المبحث الأول :** تجارب تمويلية لبعض دول العالم في مجال رأس المال المخاطر ( التجربة الأمريكية ، التجربة التايوانية ، التجربة المصرية ) .

**المبحث الثاني :** رأس المال المخاطر كإستراتيجية جديدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر وسنتطرق فيه لنشأة ومفهوم رأس المال المخاطر ،شركات رأس المال المخاطر ، تنظيم سوق رأس المال المخاطر في الجزائر.

## المبحث الأول : تجارب تمويلية لبعض دول العالم في مجال رأس المال المخاطر

تعرف عمليات رأس المال المخاطر تطور ملحوظ وسريع عبر العالم وقد رافق هذا التطور تحسن في الأداء والنتائج المرتبطة بالاستثمارات الممولة عن طريقه .

تختلف أسواق رأس المال المخاطر عبر العالم من حيث حجمها و نجاحتها لعدة أسباب وفي هذا الصدد سوف نتطرق لتجارب عالمية في هذا المجال .

### المطلب الأول : التجربة التمويلية الأمريكية

ظهر التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بمفهومه الحديث وتطور في الولايات المتحدة الأمريكية وقد أدت قوى السوق دورا مهما في نشأة وتطور هذه السوق لينتج عنها أحد أهم النماذج التعاقدية لسوق رأس المال المخاطر.<sup>1</sup>

### الفرع الأول : ظهور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية وأسباب نجاحه

- أولا : ظهور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية : إن مفهومه ليس جديد إنما يعود للقرن

الخامس عشر وبالضبط واقعة تمويل ملكة إسبانيا (الملكة إيزابيل) للرحلة الاستكشافية للبرتغالي الشهير (كريستوفر كولومبس) التي قام بها بما خلفته أصول التجارة الدولية آنذاك وذلك بسفره نحو الغرب بدل الشرق.<sup>2</sup>

بدأ نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينيات من القرن الماضي استجابة لاحتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وللثورة التكنولوجية ووصل إلى قمته سنة 1960 .

ومع نمو المؤسسات التي تقدم التمويل عن طريق رأس المال المخاطر أصبحت السوق تجذب الكثير من المستثمرين المحليين والأجانب وهذا راجع لامتلاكها سوق محلية كبيرة .

وفي سنة 2000 كانت استثمارات رأس المال المخاطر تقدر بـ 105 مليار دولار أمريكي<sup>3</sup> ، علما أن المؤسسات العالمية العملاقة من حيث القيمة السوقية اليوم لم تبدأ مسيرتها الاقتصادية بالطريقة التقليدية

<sup>1</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف ، مرجع سبق ذكره، ص 51

<sup>2</sup> بوحرب حكيم ، دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة(تجربة الولايات المتحدة الأمريكية)، مقال بمجلة الاقتصاد الجديد ، عدد 11 مجلد2 سنة 2014

<sup>3</sup> نسبية حسيني ، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر في علوم التسيير جامعة العربي بن مهيدي ، سنة 2012-2013، ص 77

كشركات مساهمة عامة وإنما بدأت من مؤسسات صغيرة ثم تطورت بفضل تمويلات رأس المال المخاطر إلى ما تشهده اليوم واستطاعت هذه المؤسسات أن تحدث أرضية تكنولوجية كبيرة<sup>1</sup>.

-ثانيا : أسباب نجاح سوق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية : تعد سوق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية إحدى أكبر أسواق رأس المال المخاطر تطورا ومن أحسنها أداءا وقد فسر بيتر فان دن بوش و آن بيكايرت ( Peter van Den Bossh & Ann Bekaert ) نجاح سوق رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية لتوفر مجموعة من العوامل التي ساعدت على ذلك :

- أتساع السوق الأمريكية.
- الحجم الكبير لرؤوس الأموال المخاطرة والذي يفسر الاهتمام بالاستثمارات ذات المخاطرة العالية.
- الطلب على رأس المال المخاطر من خلال وجود مقاولين قادرين على بدأ مشاريع ذات عائدات كبيرة وامتلاكهم القدرة على توسيعها .
- وجود وسيط مالي يتمثل في مؤسسات رأس المال المخاطر والتي تقوم بتوزيع المبالغ المالية المتوفرة على المؤسسات التكنولوجية المرتبطة بمخاطرة عالية.
- وجود سياسة حكومية محفزة حيث حاولت الحكومة الأمريكية إنشاء محيط يدعم تطور الأعمال التجارية كما قدمت بعض الامتيازات لتحفيز رأس المال المخاطر بصفة خاصة كتخفيض معدل الضريبة على أرباح رأس المال.

وقد فسرت بعض الدراسات الحديثة نجاح هذه السوق بتطور سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية ويعد التقليل من عدم تماثل المعلومات أحد أسباب نجاح سوقها<sup>2</sup>.

الفرع الثاني : طرق الخروج من استثمارات رأس المال المخاطر وأدائه في الولايات المتحدة الأمريكية

-أولا : طرق الخروج من الاستثمارات : يتميز كل بلد بطرق خروج من استثمارات رأس المال المخاطر تختلف عن باقي الدول وهذا راجع لمدى تطور الأجهزة الأخرى المرتبطة بعملية الخروج من الاستثمارات كسوق الأوراق المالية فضلا على مدى تطور الأنظمة القانونية.

وهناك (03) ثلاث طرق للخروج من الاستثمارات بالولايات المتحدة الأمريكية تتمثل الأولى في عملية العرض

<sup>1</sup> خالد سلاطينية، مرجع سبق ذكره ، ص 73.

<sup>2</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف ، مرجع سبق ذكره ، ص 52-53.

العام على الجمهور ، وأما الثانية فهي بيع المؤسسة مباشرة لمؤسسة أخرى وأخيرا إعادة بيع المؤسسة للمقاول ( البيع الثانوي) ، و تعد عملية العرض العام على الجمهور أفضل الطرق للخروج من استثمارات رأس المال المخاطر بالو.م.أ بحيث لا تخرج من الاستثمارات في نفس الوقت عند العرض العام للمؤسسة على الجمهور لأنه لا يسمح لها بذلك لذا تحتفظ بالأسهم لعدة أشهر وحتى سنوات ، ويتميز رأس المال المخاطر الأمريكي بانجذابه نحو طريقتين هما : العرض العام للجمهور وعمليات الاندماج و الاستحواذ<sup>1</sup>.

### الشكل رقم (03): وضعية العرض العام على الجمهور في و.م.أ خلال الفترة 2004-2016



تم إدراج البيانين بهدف مقارنة عمليات العرض العام على الجمهور (IPO Initial Public offering) التي قامت بها صناديق رأس المال المخاطر مع إجمالي تلك العمليات في الو.م.أ ، بحيث كلما ارتفع أو انخفض إجمالي عدد عمليات الـ IPO تماشى معه عدد الـ IPO رأس المال المخاطر بنفس الوتيرة تقريبا ما يعطي قراءة أولية أن تغيرات هذا الأخير هي التي ترسم مسار التغير في إجمالي عدد IPO في الو.م.أ .

بلغ عدد صناديق رأس المال المخاطر التي استعملت IPO كطريق مفضل للخروج 39 صندوق في سنة 2016 مثلت ب 28 % من إجمالي عمليات IPO في الو.م.أ في تلك السنة وقد رفعت هذه الشركات 2900 مليار دولار وأثمرت 16 مليار دولار في قيمة ما بعد العرض ، وقد بلغ متوسط سنوات الاستثمار لتحقيق الخروج 08 سنوات بالنسبة للاستثمارات التي حققت خروجها في سنة 2016<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> خالد سلاطية ، مرجع سبق ذكره ، ص 77

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ، ص 77-78.

-ثانيا : أداء رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية : في أواخر سنة 1970 استثمرت الو.م.أ ما يقارب 456 مليار دولار في أكثر من 27000 مؤسسة ورغم فشل العديد من المؤسسات استطاعت مؤسسات أخرى مثل : إنتل ، إي باي ، جينيتاك (Intel ,eBay,Genetec) تطوير صناعات جديدة وبعد عدة سنوات انفجرت الفقاعة سنة 2000.

وفي السنوات الأخيرة أصبح نمو حرفة رأس المال المخاطر أكثر ثباتا مع استمرار أصحاب رؤوس الأموال بالو.م.أ لـ 20 حتى 30 مليار دولار سنويا.

أصبح من الواضح أنه لا يمكن الوصول إلى مستويات أعلى لاستثمارات رأس المال المخاطر دون وجود قطاع صناعي وقد ظهرت مجموعة من الإبداعات الواعدة على مستوى قطاع تكنولوجيا الطب والإعلام الآلي ويتوقع نمو استثماراتها لتجلب معها مداخيل أكثر ، فمقابل كل دولار مستثمر في الفترة 1970-2000 هناك 6.36 دولار من الدخل وفي سنة 2008 يوجد منصب عمل مقابل كل 37.702 دولار من رأس المال المخاطر المستثمر في الفترة 1970-2008 ، وقد تميز الثلاثي الأول لسنة 2011 بعرض 11 مؤسسة ممولة عن طريق رأس المال المخاطر على الجمهور العام من خلال سوق الأوراق المالية تم تقييمها بحوالي 1.4 مليار دولار بحيث مثلت ارتفاعا قدر بـ 47% من حيث قيمة الصفقات وارتفاع قدر بـ 56% من عدد الصفقات مقارنة بالثلاثي الأول لسنة 2010 .

جدول رقم (03) : العرض العام على الجمهور للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر في الو.م.أ

السنة/الثلاثي	عدد عمليات العرض العام على الجمهور	إجمالي المبالغ المعروضة ( مليار دولار )
2005	57	2.4448
2006	57	117.15
2007	68	336.31
2008	6	0.247
2009	12	42.116
2010	27	17.57
2011 (الثلاثي الأول)	14	5.8137

يوضح الجدول رقم (03) الانعكاس السلبي لأزمة 2007 على سوق رأس المال المخاطر في الو.م.أ فقد أثرت على قنوات الخروج من الاستثمارات وبالأخص عملية العرض العام على الجمهور إذ سجلت 6 عمليات فقط عرض للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر على الجمهور العام سنة 2008 ، تلتها 12 عملية سنة 2009 كما أثرت الأزمة على حجم الاستثمارات وعددها بسبب انخفاض قيمة المبيعات إذ وصل عدد الاستثمارات الممولة بين مختلف مراحل الاستثمار إلى 3047 استثمار سنة 2009 والتي تمثل حوالي 19.5 مليار دولار فقط مقابل حوالي 30 مليار دولار سنة 2007 غير أن عمليات العرض العام في الـ (03) ثلاث أشهر الأولى من سنة 2011 تواصل بالوتيرة الإيجابية نفسها التي بدأت بها سنة 2010 فبحلول مارس 2011 كان هناك 14 صفقة جمع من خلالها حوالي 1.4 مليار دولار<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني : التجربة التمويلية التايوانية

حتى تقوم الحكومة بتنشيط سوق رأس المال المخاطر هناك (03) ثلاث مدخلات أساسية ضرورية لعملية الهندسة تتمثل في : رأس المال وسطاء ماليين متخصصين ومقاولين وتظهر التجربة التايوانية عملية معالجة هذه المدخلات .

### الفرع الأول : كيفية معالجة الحكومة التايوانية لمدخلات عملية هندسة سوق رأس المال المخاطر

تقدم التجربة التايوانية مثالا جيدا لنموذج تبذل فيه الحكومة جهودا لهندسة سوق رأس المال المخاطر حيث تعهدت بإنشاء مدخلين أساسيين : الوسطاء الماليين ورأس المال المستثمر إذ قامت بتقديم إطار قانوني قبل تأسيس مؤسسات رأس المال المخاطر كما سمحت لهذه المؤسسات بالحصول على الأموال اللازمة من خلال إنشاء مؤسسة حكومية مختصة في الاستثمار في رأس المال المخاطر وأيضا من خلال تقديم تحفيزات ضريبية بغية زيادة اهتمام القطاع الخاص باستثمارات رأس المال المخاطر.

وقد بذلت الحكومة التايوانية جهودا كبيرة لدعم المقاول التايواني من خلال مجموعة من السياسات الحكومية طبقت لعدة سنوات قبل انشاء سوق رأس المال المخاطر ، فضلا عن الوجود المسبق للقطاع التكنولوجي في تايوان إذ سمح هذا القطاع للأفراد أصحاب الخبرة لتأدية دور مقاولين مستثمرين أو مسيرين لمؤسسات رأس المال المخاطر.

تسمح التجربة التايوانية بمعرفة الاجراءات اللازمة للتأثير على سوق رأس المال المخاطر ومراقبتها ولعل أهمها الحوافز التي منحت للمستثمرين والمسيرين من حرية في اختيار استثماراتهم وتنشيطها ويكمن التحدي عند عملية الهندسة في مراقبة وتوجيه السوق لخدمة أهداف السياسة الحكومية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف، مرجع سبق ذكره ، ص 57-58.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق ص 59.

الفرع الثاني : طرق الخروج من استثمارات رأس المال المخاطر وواقع في تايوان

- أولاً : طرق الخروج من الاستثمارات : تقوم مؤسسات رأس المال المخاطر بالخروج من الاستثمارات بغرض الحصول على سيولة كافية للدخول في استثمارات جديدة .

جدول رقم (04) : طرق الخروج من استثمارات رأس المال المخاطر في تايوان

نسبة إنجاز الاستثمار	% 0	% >25	% 26-50	% 51-75	% 76-100
طريقة الخروج من الاستثمار	التكرارات				
العرض العام على الجمهور	1	0	0	7	12
البيع لمؤسسة أخرى	6	9	4	0	1
شراء الأسهم من طرف المؤسسة الممولة	8	1	1	0	1
الشراء من خلال طرف ثالث	4	11	4	0	1

يعد العرض العام على الجمهور هو الطريقة المثلى للخروج من استثمارات رأس المال المخاطر لارتفاع عائدات كل من المقاول ومؤسسة رأس المال المخاطر عند الخروج من خلالها غير أنه كما يظهر من خلال الجدول رقم(04) من الصعب على المؤسسات التي تعمل في القطاع التكنولوجي بتايوان الخروج من خلال هذه الطريقة بسبب الشروط الكثيرة المفروضة على دخول المؤسسات لسوق الأوراق المالية خاصة فيما يخص القيمة الدنيا لرأس المال والربحية المطلوبتين ، لذا تقدم حالياً سوق الأوراق المالية بتايوان قائمتي شروط منفصلتين للدخول إلى سوق الأوراق المالية مع شروط قليلة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تعمل في القطاع التكنولوجي .

تخرج صناديق رأس المال المخاطر من الاستثمارات في تايوان عن طريق البيع الثانوي (بيع المؤسسة الممولة لطرف غير المقاول ) أو عن طريق شراء الأسهم من طرف المؤسسة الممولة وتسمح هذه الطريقة للمقاول بالحصول على حقوق رقابة أكثر<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف، مرجع سبق ذكره ، ص 61-62.

- ثانيا : واقع سوق رأس المال المخاطر في تايوان : يعد نموذج سوق رأس المال المخاطر لتايوان من أكثر نماذج الهندسة نجاحا في العالم ، ففي أواخر 1983 لم يكن هناك وجود لسوق رأس المال المخاطر في تايوان لكن في أواخر 1990 صارت هذه السوق في تايوان قوة متكاملة تعمل على ترقية الصناعات التكنولوجية وإمداد المؤسسات بالتمويل اللازم ومن الواضح أن التايوانيين قد نجحوا في هندسة هذه السوق ، وتحليل محاولتهم في هندسة ومراقبة هذه السوق يسمح بفهم دور التفاعل بين الرقابة وسلطة اتخاذ القرار في هندسة سوق رأس المال المخاطر.

وفقا لإحصائيات جمعية رأس المال المخاطر بتايوان يوجد أكثر من 199 مؤسسة رأس مال مخاطر بتايوان قبل 2005 ومجموع أموالها المستثمرة يفوق 4660 مليون دولار أمريكي لذا فهذه المؤسسات جد مهمة لتطوير الصناعات التكنولوجية في تايوان .

كما يتضح من الجدول رقم (5) فإن عدد المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر في ارتفاع لكن بمعدل أقل في سنوات 2005 ، 2006 و 2007<sup>1</sup>.

جدول رقم (5) : عدد مؤسسات رأس المال المخاطر وحجم استثماراتها في تايوان من 1998 إلى 2007

الأصول	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
مجموع مؤسسات رأس المال المخاطر	160	192	199	217	240	259	268	270	272
المؤسسات الجديدة في السنة	46	32	7	18	23	19	9	2	2
العدد الإجمالي للاستثمارات	4493	6343	6957	6750	8719	9782	10295	11200	12174

<sup>1</sup> عايب أمنة ، رأس المال المبادر كاستراتيجية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة SOFI NANCE أم البواقي ، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي 2012-2013 ، ص 87-88.

المطلب الثالث : التجربة التمويلية المصرية

يتميز نشاط رأس المال المخاطر المصري بالحدائثة النسبية ، إذ أستحدث منذ سنة 1992 ولم يشهد النور إلا في سنة 1994 أين نظم كيفية إنشائه والضوابط الخاصة بممارسة أعماله وكان العدد الإجمالي للمؤسساته نهاية سنة 2000 نحو 12 مؤسسة 10 شركات رأس مال مخاطر و 2 منها صناديق استثمار مباشر<sup>1</sup> .  
بلغ عددها حاليا عددها 17 شركة منها 9 مقيدة في البورصة وهي في الأساس شركات أوراق مالية ولكنها أدرجت نشاط رأس المال المخاطر ضمن أنشطتها للحصول على مزايا ضريبية.

الفرع الأول : سوق رأس المال المخاطر في مصر

يعد الدعم الحكومي أحد أهم قواعد بناء صناديق رأس المال المخاطر في أي دولة وتختلف أنواع الدعم المقدمة من الحكومة في التأسيس أو المساهمة في الصناديق المالية لرأس المال أو تطور نظام ضريبي مناسب لعمل هذه الصناديق بجانب نظام قانوني وتنظيم فعال وقد قامت الحكومة المصرية ببعض المبادرات في هذا الخصوص مثل :

• منح شركات رأس المال المخاطر إعفاءات ضريبية من أجل تشجيع هذا القطاع من خلال نص القانون رقم:8 لعام 1997 .

• سمحت الحكومة لشركات رأس المال المخاطر تملك شركات القطاع العام التي قامت الحكومة بعملية خصخصتها وإن كانت هذه الخصخصة خاصة بشركات ناجحة كلفت الاقتصاد القومي كثيرا.

ورغم ذلك مازال المناخ الاقتصادي ينطوي على الكثير من المعوقات لنمو نشاط صناديق استثمار المخاطر ، ولازالت صناديق الاستثمار ذات التمويل الجديد غير مستقرة وتعاني من قلة المستثمرين وفرص الاستثمار على حد سواء داخل السوق المصري ، كما شاهدنا في الآونة الأخيرة فشل بعض صناديق الاستثمار تحقق تواجد في السوق المصري وأهم المعوقات التي تواجه سوق صناديق المال المخاطر في مصر:

• جدل حول تعريف رأس المال المخاطر بشكل صحيح.  
• عدم استقرار الاقتصاد الكلي وطبيعة سوق رأس المال حيث أن طبيعة صناديق الاستثمار المخاطر في تمويل الشركات تحتاج إلى أمان واستقرار على المستوى العام لكي تستطيع تحديد نسبة المخاطرة التي تتعرض لها أثناء مزاوله عملها.

<sup>1</sup> بلعيدي عبد الله ، مرجع سبق ذكره، ص 117.

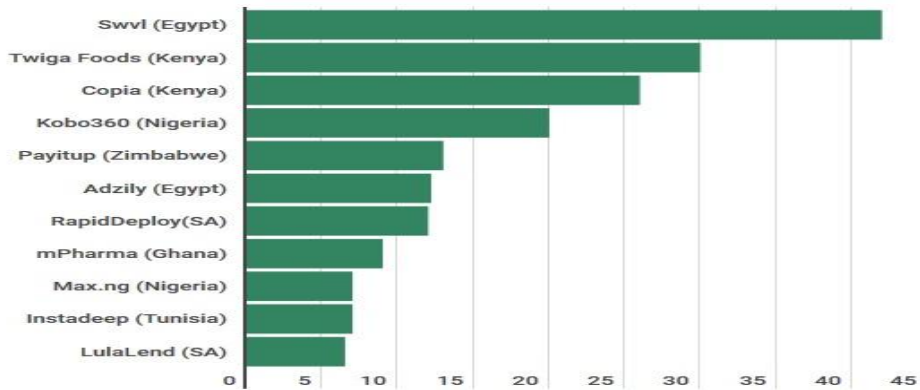
- التحفظات حول البيئة القانونية والتنظيمية حيث يمثل التقييد الشديد بالقانون والبيئة الحالية في مصر بخصوص تعريف نشاط صناديق رأس المال والافتقار إلى أي تفاصيل توضيحية عن وجود أسلوب أمثل لتطبيق وتنفيذ نشاطها.
- قضية الموارد البشرية حيث يوجد مستويين بهذه القضية وأولهما أصحاب المشروعات وثانيهما الافتقار إلى مدربين متخصصين في إدارة هذه الصناديق وتأمين استثماريتها ورحمتها.
- وجود تحفظات بشأن فرص الخروج بحيث يمثل الخروج من المشروع أكبر المعوقات في مصر نتيجة عدم وضوح سوق الطرح الأولي للأسهم القابلة للتداول للجمهور.
- انخفاض مستوى تدفق الصفقات والافتقار إلى نظرة مستقبلية للمشروعات وترجع تلك المشكلة إلى أسباب مختلفة أهمها عدم التطلع إلى المخاطرة من قبل الأفراد والاعتماد على الاستثمار في المشروعات الناجحة بالفعل.
- مشكلة الحصول على معلومات السوق بحيث يمثل الروتين وزيادة الوقت اللازم على أوراق معلومات مزاوله النشاط عائق كبير أمام التقييم الأمثل للمشروعات المحتملة<sup>1</sup>.

### الفرع الثاني : واقع رأس المال المخاطر في مصر

#### الشكل رقم (4): ترتيب أكبر صفقات رأس المال المخاطر بإفريقيا 2019<sup>2</sup>

#### Africa's biggest 2019 deals

Here are the 10 biggest disclosed venture capital (VC) deals in 2019 (in millions of US dollars).



<sup>1</sup> ماهر أحمد شرف الدين ، رأس المال المخاطر في مصر.. الفرص والتحديات ، أوراق بحثية مركز البديل للتخطيط والدراسات الاستراتيجية 27 مارس 2018 .

<sup>2</sup> موقع <https://ventureburn.com/2019/12/deals-african-startups-2019>

استحوذت الشركات المصرية الناشئة على أكبر عدد وقيمة تمويل من صفقات رأس المال المخاطر الموجهة للشركات الإفريقية الناشئة في مراحلها الأولية خلال 2019 ومن بين 88 صفقة لرأس المال المخاطر جرى الاعلان عنها بقيمة إجمالية قدرها 290 مليون دولار جمعتها شركات إفريقية خلال 2019 ، عقدت الشركات المصرية 24 صفقة بقيمة إجمالية قدرها 73.3 مليون دولار.

استطاعت شركة النقل الجماعي الذكي المصرية "سوفل" جمع 42 مليون دولار في جولة تمويلية ثانية لتصدر بذلك في قائمة صفقات التمويل للشركات الإفريقية الناشئة لهذا العام وبما يمثل نحو 57 % من إجمالي التمويل الذي حصلت عليه الشركات المصرية الناشئة في 2019 ، وجاءت شركة " ادزيلي " الناشئة للدعاية و الاعلان في المركز السادس في القائمة بعدما جمعت تمويلا بقيمة 12.2 مليون دولار في جولة تمويل أولى بقيادة شركة " ثروات " السعودية القابضة .

و حاز قطاع النقل والمواصلات على الحصة الأكبر من قيمة التمويل خلال هذا 2019 ، وتلاه قطاع التكنولوجيا المالية ، ثم قطاع التوزيع. واستحوذت الشركات المصرية الناشئة على ثلاث من ثمان صفقات عقدت في قطاع النقل والمواصلات ، و صفتين من بين 25 صفقة في قطاع التكنولوجيا المالية. وفي عام 2018 كانت مصر السوق الأكثر نمواً للشركات الناشئة وثاني أكبر سوق في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ، وفقاً لتقرير الاستثمار المخاطر بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا الصادر عن منصة الشركات الناشئة "ماجنييت".

ونمت حصة مصر من إجمالي عدد اتفاقيات التمويل التأسيسي بنسبة 7% على أساس سنوي ، بما يمثل 22% من إجمالي الاتفاقيات المبرمة في المنطقة خلال 2018<sup>1</sup> .

1 خالد حسني ، مقال مصر تتصدر إفريقيا في صفقات رأس المال المخاطر في 2019 ، 25 ديسمبر 2019

مصر تتصدر إفريقيا في صفقات رأس المال-المخاطر في-2019/12/25/2019-في-<https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/companies/2019/12/25/2019>

المبحث الثاني : : رأس المال المخاطر كإستراتيجية جديدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر

تعد تجربة الحكومة الجزائرية في إنشاء سوق رأس المال المخاطر حديثة إذا ما قورنت مع تجارب دول أخرى ، إذ عملت الحكومة الجزائرية على وضع إطار قانوني ينظم ويضبط السوق بالإضافة الى التحفيزات اللازمة وذلك بهدف تنشيط هذه السوق.

المطلب الأول : رأس المال المخاطر في الجزائر

الفرع الأول : نشأة رأس المال المخاطر في الجزائر

ظهر رأس المال المخاطر في بداية التسعينيات بعد إعطاء الموافقة من طرف مجلس النقد والقرض للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة كمؤسسة مالية متخصصة في التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري ، وذلك من خلال القرار رقم : 12 الصادر بتاريخ : 24 فيفري 1991 غير أن النشاط الفعلي لهذه الشركة بدأ سنة 1995 وهذا في غياب إطار قانوني يضبط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر .

تلا إنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة إنشاء مؤسسة أخرى تحمل اسم الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف ثم منحها الموافقة المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998 والتي انطلق نشاطها الفعلي سنة 2001 بعد اعطاءها الموافقة من طرف بنك الجزائر ، غير أن غياب الإطار القانوني بقي عائقا أمام كلتا المؤسستين. في 24 جوان 2006 تم إصدار أول قانون ينظم و يضبط سوق رأس المال المخاطر بالجزائر ( القانون رقم : 06-11 ) تم من خلاله تحديد الهيئات المسؤولة عن هيئات الرقابة كما تم تحديد الاطار الجبائي لمؤسسات رأس المال المخاطر وشروط إنشائها.

سمح وجود إطار قانوني بإنشاء مؤسسات رأس مال مخاطر أخرى في الجزائر كالجزائر استثمار والشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ، غير أن كل هذه المؤسسات تابعة للحكومة بصفة جزئية أو كلية وتعتبر عن جهود الدولة في إرساء قواعد لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف ، مرجع سبق ذكره ، ص 92.

الفرع الثاني : مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشرع الجزائري

في الفصل الأول من القانون 06-11 يعرف المشرع الجزائري شركات رأس المال الاستثماري بأنها " الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس مال الشركة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة " ، وقد ركز المشرع على مراحل نمو المؤسسة موضوع التمويل كميّيات تدخل شركات رأس المال الاستثماري والتي تتمثل في : رأس المال المخاطر الذي يشمل رأس المال الموجه لتمويل المؤسسات في مرحلة قبل الإنشاء وفي مرحلة الإنشاء ورأس مال النمو الموجه لتنمية المؤسسة بعد إنشائها و رأس مال التحويل .

بالإضافة إلى عمليات استرجاع مساهمات و/أو حصص يجوزها صاحب رأس مال استثماري آخر <sup>1</sup>.

يظهر من خلال تعريف المشرع الجزائري أنه حصر عمليات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في المرحلتين الأوليتين من مراحل نمو المؤسسة والمتمثلتين في مرحلة ما قبل الانشاء ومرحلة الانشاء ، ويمكن اعتبار ان كل الضوابط المفروضة و التحفيزات الممنوحة للمؤسسات التي تمول عن طريق رأس المال الاستثماري هي نفسها المطبقة على المؤسسات التي تكتفي بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر .

وما يمكن أن نستخلصه أن المشرع الجزائري لا يفرق بين رأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر حيث يعتبر أنه نشاط من أنشطة رأس المال الاستثماري والذي يغطي مرحلة الانشاء من دورة حياة المشروع <sup>2</sup>.

المطلب الثاني : شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وأهم التحفيزات الممنوحة لها

كان وجود شركات رأس المال المخاطر محصور على شركتين فقط هما الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة والشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف ، وبعد إصدار أول القانون 06-11 الذي ينظم ويضبط سوق رأس المال المخاطر في الجزائر والذي سمح بظهور شركات أخرى.

<sup>1</sup> المواد 2 و 3 و 4 من القانون 06-11 المؤرخ: 24 جوان 2006 للتعلق بشركات رأس المال الاستثماري .

<sup>2</sup> زكري ميمي ، دور رأس المال المخاطر في دعم المشاريع الاستثمارية ، دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية جامعة أم البواقي 2013-2014، ص 80.

الفرع الأول : أهم شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

- أولا : الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة **FINALEP** : أسست هذه الشركة بعد مجموعة من الاجتماعات التي قام بها بنك الجزائر ووزارة المالية مع البنك الأوروبي للاستثمار والوكالة الفرنسية للتنمية والصندوق الألماني للتعاون من أجل تقديم دعم لتنمية الاستثمار في الجزائر بتاريخ : 15 نوفمبر 1990 ، وتم إمضاء اتفاقية سمحت بإنشاء هذه الشركة فيما بعد وقد بلغ رأس مالها عند إنشائها 73 مليون و 750 ألف دينار جزائري موزعة على بنك التنمية المحلية بنسبة 40% والقرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 40% ، وبعد انضمام البنك الأوروبي للاستثمار وصل رأس مالها إلى 159 مليون و 750 ألف دينار جزائري يحوز عليه كل من بنك التنمية بنسبة 40% والوكالة الفرنسية بنسبة 28.74% والقرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والبنك الأوروبي للاستثمار بنسبة 11.26%<sup>1</sup>.

وتعتبر أول شركة رأس مال استثماري بالجزائر بدأت نشاطها الفعلي عام 1995 وتقوم بحملة من المهام:

- ترقية وتمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق الشراكة لرأس المال الخاص.
- المساعدة في إعداد الدراسات القابلة للتنفيذ والبحث عن تمويل مسبق و التحقق من الشراء وعرض نشاط البنوك بنوك المعطيات الدولية التي تقدم يد الارشاد والمساعدة.
- الترتيب القانوني والمالي وحضور إتمام الإجراءات الإدارية والقانونية والمساعدة في إتمام إجراءات الانشاء<sup>2</sup>.

- ثانيا : الشركة المالية للاستثمار والمساهمة والتوظيف **SOFINANCE**: حصلت على ترخيص من

الهيئة المصرفية المركزية(بنك الجزائر) في :09 جانفي 2001 برأس مال وطني يقدر بحوالي 05 مليار دينار جزائري ووفرت الشركة المالية بدائل التمويل وعلى رأسها التمويل بالإيجار LEASING وتوفر أيضا التمويل برأس المال الاستثماري Capital Investissement ، بالإضافة إلى الائتمان الكلاسيكي والالتزامات بالتوقيع " Le crédit classique et les engagements par signature " و نصح ومساعدة الشركات " Le conseil et assistance aux entreprises " ، وبلغ رأس مالها حاليا 10 مليار دينار جزائري حسب موقعها الإلكتروني <http://sofinance.dz/presentation>

<sup>1</sup> منير نوري ، أثر الشراكة الأوروبية الجزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، ملتقى دولي : متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17-18 أبريل 2006 جامعة الشلف ، ص 870-871.

<sup>2</sup> أ نيبيلة قدور و أ حمزة العرابي ، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم ( الو.م.أ ، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس الجزائر)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية العدد السابع جوان 2017 الجزائر، ص 16 .

وتعتبر ثاني شركة رأس مال استثماري ناشطة بالجزائر وهي لا تغطي كل النشاطات بل ينحصر عملها في الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية فكل هذه الأنشطة لا تتطلب مخاطرة كبيرة<sup>1</sup>.

ومن أهم الوظائف والمهام الموكلة لهذه الشركة يمكن تلخيصها فيما يلي:

- توفر هذه الشركة التمويل لمشاريع محلية أو أجنبية وترافقها في نشاطاتها وتتدخل في تحويل ملكية المؤسسات العمومية "المنحصصة".
- ترقية وتطوير المؤسسات وذلك من خلال المساهمة في رأس مالها.
- ترقية وزيادة الاعتماد على قرض الأيجار باتجاه المشروعات الصغيرة والمتوسطة .
- الاقبال على كل أشكال الاقتراض والتسليف سواء بضمان أو بدونه وضمان كل عمليات القرض بالنسبة للغير .
- حيازة كل الديون والأوراق التجارية والمساهمة كوسيط في المعاملات الخاصة بها وبالأسهم والسندات<sup>2</sup>.

- **ثالثا : الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM** : أنشأت بموجب اتفاقية بين الجزائر والمملكة

السعودية سنة 2004 وتعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر في الجزائر ، حدد رأس مالها ب : 08 مليارات دينار جزائري بحيث تم اقتسامه مناصفة بين الحكومتين على أن يتم دفع النصف عند التأسيس ، ويدير الشركة مجلس إدارة متكون من 06 أعضاء يضم 03 من كل دولة .

تتمثل الأهداف السياسية لهذه الشركة في إقامة مشاريع استثمارية وتمويلها في كلا البلدين ويتم التركيز في عملية التمويل على القطاع الصناعي والزراعي والعقاري والسياحي .

وتتدخل الشركة من خلال التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في المؤسسات التي هي في مرحلة الإنشاء أو ما بعد الإنشاء فضلا عن نشاطات أخرى كالإيجار المالي ومنح القروض الاستثمارية<sup>3</sup> .

- **رابعا : الجزائر استثمار** : مؤسسة رأس مال استثماري يحوز رأس مالها البالغ 01 مليار دينار جزائري بنكان

عموميان بنك الفلاحة والتنمية الريفية بنسبة 70% والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسبة 30% ، وقد تم تسليمها بالاعتماد من أجل بداية نشاطها من طرف وزارة المالية في 06 ماي 2010 .

وتهدف هذه الشركة إلى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة التي تعمل في القطاع التكنولوجي وذلك في إطار برنامج دعمها وتطويرها<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> خالد سلاطينية ، مرجع سبق ذكره ، ص 94 .

<sup>2</sup> عبدش سامية ، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة ماجستير في القانون العام ، كلية الحقوق جامعة قسنطينة 1 ، سنة 2013-2014 ، ص 26.

<sup>3</sup> آمنة عايب، مرجع سبق ذكره ، ص 122 .

- خامسا : المغاربية للاستثمار **Maghreb Invest** : هي هيكل تسيير آخر صناديق المجموعة المسماة الصندوق المغاربي للحصص الخاصة "MPEF II" الذي أطلق رسميا في الجزائر نوفمبر 2006 برأس مال قدره حوالي 05 مليار دينار جزائري ، وهي إحدى مؤسسات المجموعة "Integra Partners" الفرع المتخصص في رأس المال الاستثماري الذي يسير 08 صناديق استثمار موجهة لشمال، وسط وغرب إفريقيا. ومن أهم مستثمري الصندوق : فرع للبنك الدولي "المؤسسة المالية الدولية SFI" ، البنك الأوروبي BEI ، الوكالة الهولندية للتنمية FME ، البنك الإفريقي للتنمية BAD ، مجموعة صندوق الودائع و الإحتياجات الفرنسية CDC ، صندوق الاستثمار السويسري للأسواق النامية SIFEM ، المؤسسة البلجيكية للاستثمار من أجل البلدان النامية BEO ومؤسسة الترقية والمساهمة من أجل التعاون الاقتصادي Prorarco ، فرع مجموعة الوكالة الفرنسية للتنمية.

وفيما يخص مساهمات المغاربية للاستثمار فتشمل 04 عمليات رأس مال مخاطر تفوق قيمتها 70 مليون دج نهاية 2008 ، وكلها ضمن محفظتها ولم تشهد أي خروج مع الإشارة إلى أن أول عملية لها بالجزائر تعود لسنة 2001 وهي العمليات التي قامت بها المجموعة "Integra Partners" التي تسبق تاريخ إطلاق الصندوق الذي ينتمي إليها وذلك في قطاع تركيب الأجهزة الكهرومنزلية ، أما الـ 03 عمليات المتبقية فتشمل قطاعات: الخدمات المالية ، تكنولوجيا الإعلام و الاتصال ، الصيدلة<sup>2</sup> .

#### الفرع الثاني : التحفيزات الممنوحة لمؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر

لضمان سيولة أكبر في السوق تقوم الحكومة الجزائرية بتقديم تحفيزات لجذب للمؤسسات وتمثل في تحفيزات جبائية و تحفيزات مرتبطة بطرق خروج المؤسسات من الاستثمارات.

- أولا : التحفيزات الجبائية : بادر التشريع الجزائري بموجب القانون 06-11 إلى منح تحفيزات جبائية للشركات المخاطرة بأموالها وجهدها وأفكارها ، حيث نص هذا القانون في فصله السادس على استفادة هذه الشركات كمرحلة أولى من إعفاءات جبائية على أرباحها ونواتج توظيف الأموال وفوائض قيم التنازل عن الأسهم والحصص لمدة 05 سنوات بشرط تعهدها بعدم سحب أموالها المستثمرة في المؤسسات الممولة لمدة 05 سنوات ابتداء من 01 جانفي من السنة الموالية لتاريخ الاكتتاب و اقتناء الأسهم.

<sup>1</sup> خالد سلاطية ، مرجع سبق ذكره ، ص 94.

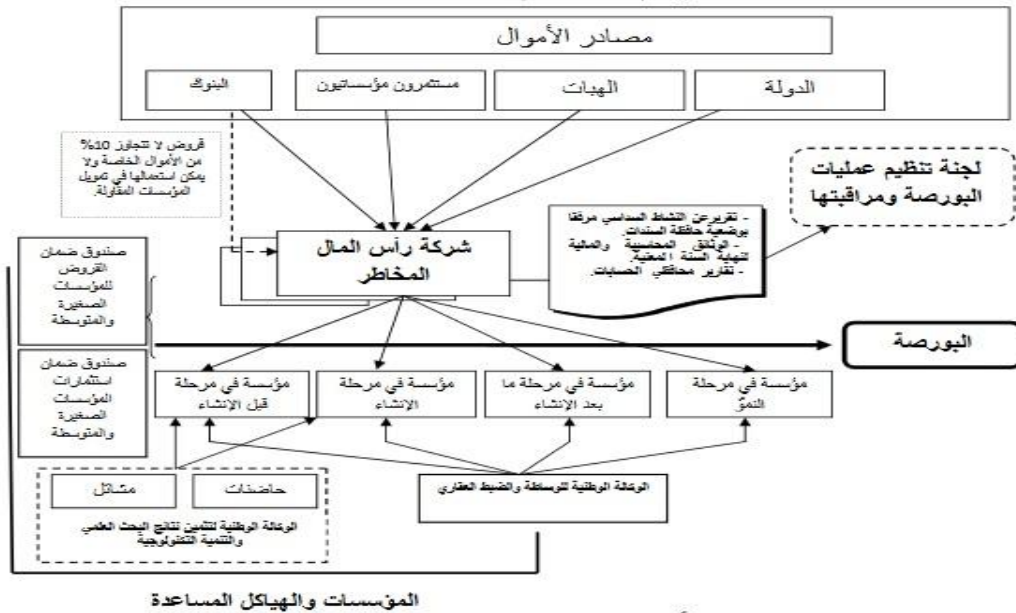
<sup>2</sup> عبدش سامية ، مرجع سبق ذكره ، ص 29-30 .

وبعد انقضاء هذه المدة تستفيد الشركة بنسبة مخفضة على معدل الضريبة على أرباح الشركات والمقدرة ب 05% وفي جانب الرسوم تخضع الشركة لرسوم تسجيل ثابتة بمقدار 500 دج عن كل صفحة بالنسبة لكل عقد تأسيسي و 20 دج بالنسبة لكل زيادة أو تخفيض لرأس المال وبيع للأوراق المالية<sup>1</sup>.

- ثانيا : تحفيزات متعلقة بطرق الخروج من الاستثمارات : تمثلت هذه التحفيزات أساسا في تعديل شروط القبول في البورصة عن طريق العرض العام على الجمهور الذي يعد الطريقة الأمثل والمفضلة بالنسبة للمؤسسات رأس المال المخاطر والمقاولين إذ تم تقسيم المؤسسات التي تدخل البورصة إلى قسمين : مؤسسات كبرى ومؤسسات صغيرة ومتوسطة ، يجب على المؤسسات الكبرى التي تطلب قبول سندات رأس مالها في التداول أن يكون لديها رأس مال محرر لا تقل قيمته عن 500 مليون دج بدل من 100 مليون دج ، كما يجب أن يتم توزيع سندات رأس المال على الجمهور لدى عدد لا يقل عن 150 مساهما بدل 300 مساهم.

تستجيب سوق الأوراق المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل أساسي لحاجات سوق رأس المال المخاطر من خلال إتاحة فرص أكثر للاستثمار الخروج من الاستثمار كما تمنح هذه السوق جملة من المزايا لهذه المؤسسات كالحصول على التمويل المباشر الذي يكمل التمويل البنكي والحصول على موارد ثابتة لتمويل الأصول طويلة الأجل ودخول مبسط بأقل التكاليف للبورصة .

### الشكل رقم (5): يمثل تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر<sup>2</sup>



<sup>1</sup> رفيق مزاهرة وعبد الله بلعدي ، شركة رأس المال المخاطر رؤيا شرعية قانونية واقتصادية مقال بمجلة الحقوق والعلوم الانسانية ، جامعة خنشلة العدد 08 الجزء 01 ص 159-160 .

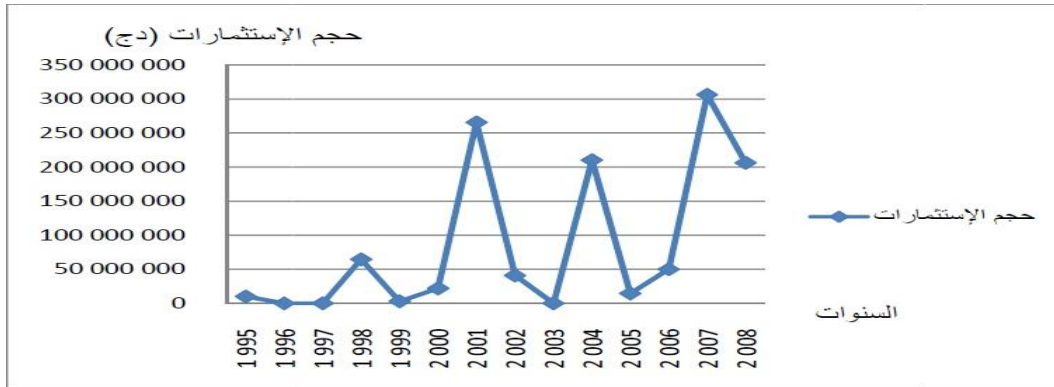
<sup>2</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف ، مرجع سبق ذكره ، ص 98-99

المطلب الثالث : تنظيم سوق رأس المال المخاطر في الجزائر

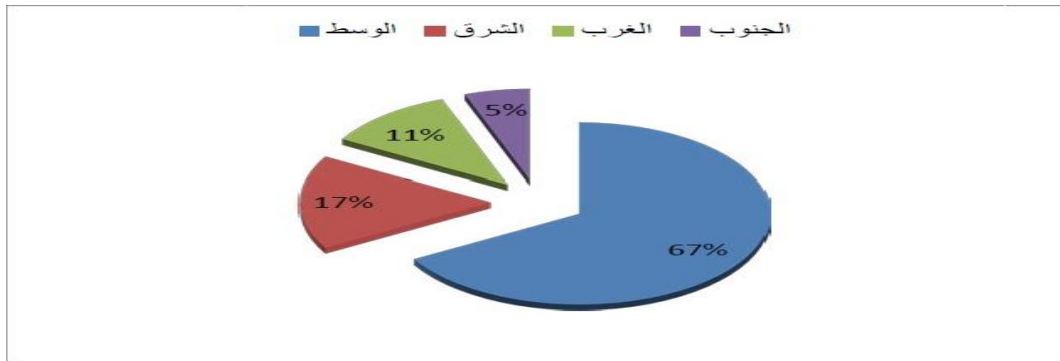
الفرع الأول : واقع ومعوقات النموذج الجزائري

- أولا : واقع صناعة رأس المال المخاطر الجزائرية : إن المحلل لواقع صناعة رأس المال المخاطر الجزائرية يلاحظ أنها مازالت في بدايتها وتعاني نقائص كثيرة يجب العمل على تحسينها من أجل النهوض بهذه الصناعة حتى تتمكن من لعب الدور المنتظر منها في الاقتصاد الجزائري ، حيث أن المبالغ المستثمرة منذ سنة 1995 (سنة أو مساهمة ل FINALEP) وإلى غاية نهاية 2008 يبقى في حدود المليار دينار وهو مبلغ بسيط إذا ما قورن بحجم الاقتصاد الجزائري ، كما أن نمو هذا النشاط متذبذب ولا يتميز باتجاه واضح أما فيما يخص التوزيع الجغرافي للاستثمارات فنلاحظ أنها تتركز في معظمها في وسط البلاد ، الأمر الذي يمكن تفسيره بتمركز معظم النشاط الاقتصادي الجزائري بهذه المنطقة حيث أن 67% من عمليات رأس المال المخاطر هي بمنطقة الوسط وبالأخص منطقة الجزائر العاصمة ، ولمزيد من التوضيح ندرج الرسمين البيانيين التاليين<sup>1</sup> :

الشكل رقم (6) : التطور التاريخي لاستثمارات رأس المال المخاطر في الجزائر



الشكل رقم (7) : التوزيع الجغرافي للمشاريع الممولة في الجزائر



<sup>1</sup> محمد سبتي ، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة FINALEP ، مذكرة ماجستير كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة 2008-2009 ، ص 179-180.

- ثانيا : المعوقات التي يواجهها النموذج الجزائري : رافق عملية تصميم نموذج هذه السوق بعض الأخطاء التي

يجب معالجتها والتي سيتم عرضها من خلال ما يلي :

- **الفترة الزمنية للبرنامج :** يتطلب بناء سوق رأس مال مخاطرة فترة طويلة الأجل لذا فإن سياسات الحكومة الجزائرية تستغرق فترة طويلة حتى تظهر نتائجها إلا أن تأخر وضع قوانين تحكم وتضبط هذه السوق وتحدد نظام جبائي خاص بنشاط رأس المال المخاطر بالجزائر قد أثر سلبا على نشاط هذه السوق من حيث دخول مؤسسات خاصة إليها ، كما أن وضع آليات الخروج من المؤسسات المقاولات وآليات ضمان التمويل جاء متأخرا كل هذه العوامل عملت على زيادة الفترة الزمنية المتوقعة للمشروع ، لذا فإنه على الحكومة الجزائرية اعتماد هندسة قوانين محكمة تسمح بضبط مشكل عدم ثبات القوانين وتأخرها.
  - **مشكل التحفيز :** تنفق مؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة بمبالغ كبيرة بغرض تحفيز المقاولين ويعد التحفيز الحل الوحيد لمشكل الوكالة الذي يميز طبيعة الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر إلا أن هذه المؤسسات لا تستثمر بمبالغ كبيرة من الأموال التي يجوزتها وإذ يبقى عدد المؤسسات المقاولات الممولة قليلا .
  - **غياب التنسيق بين الهياكل المساعدة ومؤسسات رأس المال المخاطر :** يؤكد المسؤولون عن عملية انتقاء المشاريع وتقييمها بمؤسسات رأس المال المخاطر النشطة بالجزائر أن أغلب المقاولين الذين يطلبون التمويل يجهلون تماما كيفية عرض مشاريعهم مما يعني عدم حصولهم على التوجيه اللازم الذي من المفترض أن تقدمه الهياكل المساعدة من حاضنات ومشاتل للمؤسسات وذلك يعني أن هناك مشكلا في التنسيق.
  - **غياب ثقافة المؤسسة لدى المقاولين الجزائريين :** يجهل أغلب المقاولين الجزائريين الامتيازات المرتبطة بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر و التحفيزات التي تقدمها الحكومة من تسهيلات في الحصول على العقار الصناعي و ضمانات للقروض والتمويلات الممنوحة بالإضافة إلى الهياكل التي تعمل توجيه وتكوين المقاولين مما جعل إمكانية الاستفادة من هذه التحفيزات محصورة على عدد قليل من المقاولين<sup>1</sup>.
- كما نشير إلى أن أغلب المؤسسات الجزائرية مؤسسات عائلية غير متفتحة على فكرة تدخل شخص أجنبي في إدارتها أو إطلاعها على معلوماتها.

<sup>1</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف ، مرجع سبق ذكره ، ص 110-111 .

الفرع الثاني : مقترح يسمح للحكومة بتجاوز المعوقات التي يواجهها النموذج الجزائري لرأس المال المخاطر يتضمن المقترح مجموعة من الإجراءات التي يمكن اتخاذها من طرف الحكومة الجزائرية باعتبارها المسئول عن عملية هندسة سوق رأس المال المخاطر بالجزائر بهدف معالجة المعوقات التي يواجهها النموذج الجزائري.

-أولا : جعل السوق أكثر جاذبية للمستثمرين الخواص من خلال تنشيط سوق الأوراق المالية : باشرت الحكومة الجزائري بتقديم تسهيلات متعلقة بعملية الخروج من استثمارات رأس المال المخاطر عن طريق العرض العام على الجمهور وذلك من خلال المخطط الخماسي لعصرنة سوق الأوراق المالية وتطويرها الخاص بالفترة 2010-2014 .

-ثانيا : تشجيع المستثمرين الخواص : حتى تقوم الحكومة بتشجيع المستثمرين الخواص يجب عليها أن تنشأ مجموعة من الحوافز الضريبية ، باشرت الحكومة الجزائرية بتقديم حوافز ضريبية من خلال القانون 06-11 الصادر 2006 غير أن هذه الحوافز تبقى غير كافية لإعفاء الحكومة المؤسسات التي تدخل في مرحلة ما قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء من تسديد الضرائب بصفة كلية لمدة 05 سنوات يبقى غير كافي باعتبار أن الفترة اللازمة للخروج من هاته المراحل تتجاوز الـ 05 سنوات .

-ثالثا : رفع التمويل الحكومي في مرحلتي ما قبل الإنشاء والإنشاء : عملت الحكومة الجزائرية على تمويل هذه المراحل من خلال إنشاء الوكالة الوطنية لتأمين نتائج البحث العلمي والتنمية التكنولوجية غير أن الوكالة لا تقدم العدد المطلوب من المؤسسات التي تطلب التمويل من مؤسسات رأس المال المخاطر ، وهذا يفرض على الحكومة اتخاذ خطوتين : إما رفع المبالغ المخصصة للوكالة من أجل توسيعها حتى يتسنى لجميع المقاولين الحصول على التمويل اللازم لهاته المرحلتين أو إنشاء صناديق تمويل أخرى يتم توزيعها بشكل يضمن حصول جميع المقاولين على التمويل اللازم.

و توجد أيضا أمام الحكومة مجموعة أخرى من البدائل لتقديم التمويل للمؤسسات كإضافة مهام أخرى لصناديق وكالات دعم الشباب كالوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب والصندوق الوطني على البطالة والوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار كون هذه الصناديق معروفة لدى أغلبية المقاولين فذلك سيؤدي إلى فعل سريعة مقارنة بالصناديق الجديدة التي سيتم إنشاؤها ، كما أن عمل هذه الصناديق على تقديم الإرشاد والتوجيه من شأنه أن يعمل على معالجة مشكل ثقافة المؤسسة لدى المقاولين الجزائريين<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> أ د براق محمد و أ بن زواي محمد الشريف ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 111-114 .

خلاصة الفصل :

بالرغم من أهمية تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر والنجاح الذي حققته في كل من الو.م.أ وأوروبا إلا أن ظهور هذه التقنية في الجزائر كان حديثا ، حيث بدأت أول مؤسسة رأس مال مخاطر بالعيشية الأخيرة من القرن الماضي وهي تعاني من نقائص تحد من تطورها وانتشارها وساهم في تأخر ظهورها عدة عوامل اقتصادية واجتماعية وحتى سياسية الأمر الذي أدى بالحكومة الجزائرية إلى اتخاذ جملة من الاصلاحات لتحسين الوضع والنهوض بهذه التقنية لاستدراك الأمور وتجاوز المعوقات التي تواجهها .

الخاتمة

رأس المال المخاطر وسيط مالي ذو دور بالغ الأهمية في المشاريع الاستثمارية خصوصا الناشئة و الإبتكارية ذات المخاطرة العالية والتي تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن الحصول على دخل أو حتى التأكد من استرداد رأس المال في تاريخ محدد أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل.

تؤدي مؤسسات رأس المال المخاطر دورا مهما في الرفع من قيمة الاستثمارات من خلال تقديم الدعم المالي والفني للمؤسسات الاستثمارية ودورها الفعال في إنعاش الاقتصاد ، وهذا ما دفع بالدول المتقدمة إلى الاهتمام بهذه التقنية وتطويرها وبذل مجهودات خاصة لإدراك الحكومات لإسهامات رأس المال المخاطر في النمو الاقتصادي .

إلا أن ظهور رأس المال المخاطر بالجزائر حديث وأن مؤسساته تابعة للحكومة بصفة كلية أو جزئية وتحتاج إلى بذل جهود وتذليل العقبات وتوسيع العمل ومع أن انتشارها ليس واسعاً في الجزائر لحد الساعة إلا أن تفعيلها بالشكل الملائم يمكن أن يكون له دور كبير في دفع الاقتصاد والنهوض به .

#### نتائج اختيار الفرضيات :

- **الفرضية الأولى :** المتعلقة ب : رأس المال المخاطر هو أسلوب تمويلي يتميز بخصائص تجعله الأنسب لاحتياجات المشروعات وهذه محققة نظرا لأن النظام المصرفي يقوم بتقديم قروض و ضمانات عالية لمشاريع تتسم بمخاطرة منخفضة أما الأسلوب التمويلي البديل يقوم على أساس المشاركة في الربح والخسارة .
- **الفرضية الثانية :** المتعلقة ب: قد يؤدي التمويل برأس المال المخاطر إلى سد الحاجات التمويلية للمؤسسات وهذه محققة نظرا لأن التمويل برأس المال المخاطر يوجه للمشاريع المتعثرة والناشئة التي تواجه تمويل كبير وذات مخاطرة عالية وهو بذلك يستوعب الحاجات التمويلية للمؤسسات مهما كانت.
- **الفرضية الثالثة :** المتعلقة ب : يعتبر التمويل بتقنية رأس المال المخاطر البديل الأمثل للتمويل التقليدي وهي أيضا محققة وهذا راجع لسبب إقبال العديد من الدول لتبني هذه التقنية التمويلية لما لها من أثر كبير للنهوض بالمؤسسات الممولة وبالاققتصاد ككل .
- **الفرضية الرابعة :** المتعلقة ب : التمويل برأس المال المخاطر غير محدود في الجزائر وهذه غير محققة وهذا راجع لعدة عوامل أهمها : قلة الشركات المتخصصة في هذا المجال وغياب آليات خروج مناسبة لهذه الشركات .
- **الفرضية الخامسة :** المتعلقة ب : إن الحكومة هي العون المسئول عن عملية هندسة سوق رأس المال المخاطر وهي محققة وذلك لما أثبتته مختلف التجارب السابقة لهندسة سوق رأس المال المخاطر بأن الحكومة هي العون الوحيد القادر على تحليل التفاعل بين الرقابة وسلطة اتخاذ القرار بالإضافة إلى أداء دور أحد المستثمرين في السوق وبقدرتها على الاستفادة من التجارب السابقة

## الاستنتاجات:

توصلنا من خلال دراستنا إلى مجموعة من النتائج هي كالتالي :

- محدودية التمويل التقليدي
- لا تقتصر احتياجات المشاريع الاستثمارية على الاحتياجات المالية فقط بل تتعداها إلى احتياجات فنية وإدارية من أجل ضمان نجاحها و استمراريتها في ظل الصعوبات والمخاطر التي تواجهها
- لرأس المال المخاطر أهمية ودور في دفع عجلة التنمية للأمام .
- يجب توفر مصادر تمويلية متخصصة تمتلك الخبرة والكفاءة والمرونة لمواجهة المخاطر المترتبة عن تمويل تلك المشاريع .
- يعتبر رأس المال المخاطر وسيلة تمويلية قائمة على المخاطرة .
- رأس المال المخاطر وجه من أوجه الاستثمار الحديث والمقابل لاقتصاد الاستدانة .
- تقوم شركات رأس المال المخاطر على تمويل الأفكار التي يعجز أصحابها على تنفيذها مثل المشاريع الريادية والتطبيقات التكنولوجية الحديثة والأفكار العلمية والاختراعات .
- ضعف هذا النوع من التمويل في الدول النامية راجع إلى قلة الصفقات في مجال التكنولوجيا الحديثة وعدم توفير المناخ الاستثماري للمؤسسات التي تملك أفكار إبتكارية .
- تعتبر تقنية رأس المال المخاطر في الجزائر حديثة إذا ما قورنت مع دول أخرى.
- المشرع الجزائري لا يفرق بين رأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر .
- مؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر عبارة عن مؤسسات تابعة للحكومة بصفة كلية أو جزئية .
- يعد عدم تماثل المعلومات السبب الأساسي في فشل السوق ولتدخل الحكومة .
- الدعم الحكومي لسوق رأس المال المخاطر من شأنه أن ينشطها .
- الهدف الأساسي للحكومة معرفة حاجات هذه الأسواق حتى يتسنى لها تقديم الدعم المناسب من أجل تطويرها.

## الاقتراحات :

- من خلال معالجة الموضوع يمكن اقتراح ما يلي لتطوير سوق رأس المال المخاطر في الجزائر:
- توسيع السوق.
  - تشجيع الاهتمام بالاستثمارات ذات المخاطرة العالية.
  - توفير سياسة حكومية محفزة .
  - ضرورة استحداث شركات رأس المال المخاطر التابعة للقطاع الخاص لأنها لا تخضع للقيود التمويلية التي تخضع لها التابعة للحكومة.
  - تشجيع التوجه نحو الصيغ التمويلية المستحدثة ومنح امتيازات و تحفيزات جبائية لمؤسسات رأس المال المخاطر.
  - الاستفادة من التجارب الدولية الناجحة في هذا المجال .
  - ضرورة توافر شركات رأس المال المخاطر على رؤوس أموال كبيرة لتلبية الطلب المتزايد على التمويل في الجزائر.
  - غرس ثقافة التمويل بهاته التقنية من خلال الحملات التحسيسية .
  - تأهيل الموارد المالية المتخصصة وتوفير آليات ضمان وآليات خروج من هذه الاستثمارات.

## التوصيات :

- تشجيع الأفكار المبتدئة في تطوير أعمالهم وتوسيع أنشطتهم.
- توفير خبراء متخصصين في التقنيات الحديثة والمهندسين الماليين .
- توفير مناخ استثماري للمؤسسات التي تملك أفكار إبتكارية ذات توجه تكنولوجي.

## آفاق الدراسة :

- على ضوء ما عرض في هذا البحث و ما تم التوصل إليه من نتائج و ما تم وضعه من اقتراحات ظهر لنا إشكاليات جديدة نعتقد أنها مناسبة للإثراء و البحث:
- دور الحكومة في تفعيل تقنية رأس المال المخاطر.
  - واقع رأس المال المخاطر في ظل انعدام بورصة متخصصة في رأس المال المخاطر.
  - أهمية رأس المال المخاطر في تحقيق التنمية الاقتصادية .

# قائمة المراجع

الكتب :

- أحمد حسين بن أحمد الحسيني ، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من المنظور الاقتصادي الاسلامي ، مؤسسة الشباب الجامعية ، الاسكندرية، 1999 .
- بوراس أحمد ، تمويل المنشآت الاقتصادية دار العلوم ، عنابة ، 2008 .
- الأستاذ براق محمد و الاستاذ بن زواي محمد الشريف ، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية ، الطبعة الأولى ، المكتب الجامعي الحديث ، الاسكندرية مصر ، جانفي 2014.
- دوابة أشرف محمد ، دور الاسواق المالية في تدعيم الاستثمار طويل الأجل في المصارف الاسلامية ، دار السلام ، الاسكندرية ، 2006 .
- الحاج طارق ، مبادئ التمويل ، دار الصفاء للطباعة والنشر ، عمان الأردن ، 2002 .
- مرعي إيمان ، المشروعات الصغيرة والمتوسطة والتنمية ، التجارب الدولية المقارنة للتجربة المصرية ، 2005.
- الدكتور سامي عبد الباقي ، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر ، موقع توعية المستثمر المصري ، يوليو 2010 .
- عبد الباسط وفاء ، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة ، دار النهضة العربية ، مصر ، 2001 .
- خوني رابع و حساني رقية ، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، الطبعة الأولى ، إيتراك للنشر والتوزيع ، القاهرة مصر ، 2008 .

المذكرات والرسائل الجامعية :

- بلعيد عبد الله ، التمويل برأس المال المخاطر ، مذكرة ماجستير، قسم الشريعة ، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية ، جامعة الحاج لخضر باتنة ، 2007-2008 .
- إسماعيل بن راس ، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، دراسة حالة FINALEP ، مذكرة ماستر في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة 2013-2014 .

- دريال عبد القادر ، رأس مال المخاطر كآلية حديثة في دول المغرب العربي ( تونس ، المغرب ، الجزائر ) ، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، المركز الجامعي لولاية عين تموشنت 2013-2014.
- زراري ميمي ، دور رأس مال المخاطر في دعم المشاريع الاستثمارية\_دراسة مقارنة بين الجزائر والمغرب ، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة أم البواقي 2013-2014 .
- حسيني نسبية ، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مذكرة ماستر في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة العربي بن مهيدي\_أم البواقي 2013-2014 .
- محمد سعد الناصر ، رأس المال المخاطر : نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية ، بحث مكمل لمرحلة الماجستير ، مدعوم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابق لدراسة الاسواق المالية الإسلامية ، المشروع رقم 1\_21 ، 2012.
- مباركي محمد الصديق و اعمروش إلياس ، سوق رأس المال المخاطر كإستراتيجية بديلة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر ، دراسة قياسية خلال الفترة 2002-2014 ، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة 08 ماي 1945 ، قامة 2015-2016 .
- السبتي محمد ، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة FINALEP ، مذكرة ماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة منتوري ، قسنطينة 2008-2009 .
- سحنون سمير ، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر ، دراسة حالة تونس المغرب والجزائر ، مذكرة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة تلمسان 2012-2013.
- عايب آمنة ، رأس المال المبادر كإستراتيجية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة\_دراسة حالة SOFINANCE أم البواقي ، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة العربي بن مهيدي أم البواقي ، 2012-2013 .
- عبديش سامية ، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة ، مذكرة ماجستير في القانون العام ، كلية الحقوق ، جامعة قسنطينة 1 ، 2013-2014 .

- صالحى عبد القادر ، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، واقع و آفاق ، أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة باجي مختار ، عنابة 2007-2008 .
- رحالي كريمة ، آلية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ، مذكرة ماستر ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة بسكرة ، 2016-2017 .
- سلاطينية خالد ، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة\_دراسة حالة شركة SOFINANCE الجزائر ، الفترة 2015-2018 ، مذكرة ماستر في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة محمد خيضر بسكرة 2018-2019 .
- ضياف عليه ، رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة\_ دراسة حالة الجزائر ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة باجي مختار ، عنابة 2008-2009 .
- **المجلات :**
- بوحرب حكيم : دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (تجربة الولايات المتحدة الأمريكية)مقال بمجلة الاقتصاد الجديد ، عدد 11 ، مجلد 2 2014.
- بو عبد الله هبة و حسيني رحيم ، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس امال المخاطر ، مقال بمجلة الاقتصاد والتنمية البشرية 2014.
- أ د بريس عبد القادر و ط د عابد نصيرة ، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا ، مجلد 14 ، عدد 19 2018 .
- م م زهراء صالح حمدي الخياط ، الاستثمار في رأس المال المخاطر ، دراسة حالة جمعية رأس المال المخاطر والملكية الخاصة البريطانية مع نموذج مقترح للتطبيق في العراق ، مجلة الادارة والاقتصاد ، السنة 37 عدد 99 2014 .
- حساني رقية ، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، مجلة العلوم الانسانية ، جامعة بسكرة ، العدد 16 مارس 2009 .
- حشماوي محمد ، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة ( دراسة حالة الجزائر ) ، مقال مجلة المدير ، عدد 03 جوان 2017 .

- مزاھرية رفيق و بلعيدى عبد الله ، شركة رأس المال المخاطر ، رؤية شرعية قانونية واقتصادية ، مقال في مجلة الحقوق والعلوم الانسانية ، جامعة خنشلة ، العدد 08 الجزء 01 .
- أقدور نبيلة و أ العرابي حمزة ، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم (الولايات المتحدة الامريكية ، فرنسا ، المملكة المتحدة ، تونس ، الجزائر) ، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية ، العدد 07 جوان 2017 .
- البحوث والملتقيات :
- ماهر أحمد شرف الدين ، رأس المال المخاطر في مصر ... الفرص والتحديات ، أوراق بحثية ، مركز البديل للتخطيط والدراسات الاستراتيجية ، 27 مارس 2018 .
- صحراوي مقلاتي ، التمويل لرأس المال المخاطر ، منظور إسلامي ، بحث مقدم بمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول ، جائزة العمل الخيري والشؤون الإسلامية ، دبي ماي 2009 .
- روبنة عبد السميع وحجازي اسماعيل ، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر ، مقال بالملتقى الدولي ، متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، يومي 17-18 أبريل 2000 .
- منير نوري ، أثر الشراكة الأوروبية جزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، ملتقى دولي : متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية ، يومي 17-18 أبريل 2006 جامعة الشلف .

الكتب بالفرنسية :

- Emmanuelle Dubocage ET Dorothé Rivaud Danset ,Le Capital\_risque,Ed La Décounert,Paris,2006

مواقع الانترنت :

- <http://sofinance.dz>
- <https://ventureburn.com/2019/12/deals-african-startups-2019>
- <https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/companies/2019/12/25/المخاطر-في-2019>

القوانين :

- القانون رقم 06-11 المؤرخ 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.