متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعامة للتنمية الإقتصادية
ـ دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية ـ

تقية لياس باحث دكتوراه ـ المدرسة العليا للتجارة

البريد الإلكتروني : taguia2010@gmail.com

الملخص :

بعد التغيرات التي شهدها الإقتصاد الجزائري في ظل السنوات الأخيرة من خلال محاولة تطوير القطاع المالي من جهة ومع زيادة الإهتمام بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تعتبر من أهم المواضيع الإقتصادية المطروحة اليوم على الساحة الإقتصادية خاصة في الوقت الراهن الذي يتميز بتحولات إقتصادية عميقة من جهة أخرى، جاءت هذه الدراسة لتلقي الضوء على دور شركات رأس المال المخاطر كمصدر لتمويل المشاريع الإستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال إتاحة الفرص لأصحاب الفوائض المالية لتوظيف مدخراتهم وإشراكهم بهذه المشاريع، حتى يتسنى لها بلوغ الأهداف والدور الحقيقي في الحياة الإقتصادية ومواكبة التوجهات الحديثة في مختلف المجالات مما يؤثر إيجابا على الإقتصاد الوطني.

غير أن هذا يستوجب إعادة النظر في منطق أسلوب التمويل السائد، والقائم حصرا على إحتكار وسيطرة السوق النقدية، والتي تعني سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، على سوق التمويل في الجزائر، فهي تحوز على أكبر جزء من فوائض السيولة، وذلك يعود في الواقع لقصور أو غياب المؤسسات والأدوات المالية لتمويل الإستثمارات، وهذا لا يتحقق إلا من خلال دمج أساليب التمويل الكلاسيكية التي لا يمكن تجنبها ولا تجاهلها، بالإضافة إلى تنويع ودعم آليات التمويل الأخرى خارج البنوك التجارية، ونقصد بالطبع بنوك الإستثمار والسوق المالية وشركات رأس المال المخاطر.

الكلمات الدالة : التمويل، رأس المال المخاطر، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الإقتصاد الوطني.

Abstract :

The Algerian economy has attested profound changes in recent years as regards to develop the financial sector the increasing of interest about small and medium enterprises as the engine of development of economies, which is characterized by profound economic transformations, came this study to shed light on the role of venture capital companies as a source of financing investment projects of small and medium enterprises, through the provision of opportunities to the owners of financial surpluses to employ their savings and their involvement in this project, so that it can achieve the economic goals and align with new trends in various fields, which positively affect the national economy.

However, this requires a revision logic of the prevailing method of funding, based exclusively on the monopoly and the control of the money market, which means short-term capital market, to the detriment of the finance market in Algeria, which holds the largest part of the surplus liquidity, due in fact to the failure or the absence of financial institutions and devices to finance investments, and this can only be achieved through the merger of classical methods of financing that cannot be avoided or ignored, as well as to diversify and support the other financing mechanisms except the commercial banks : investment banks, financial market and corporate venture capital.

Keywords : Financing, Venture capital, Small and medium enterprises, the national economy.

مقدمة

يعتبر التمويل بجميع أنواعه إحدى أهم ركائز الإستثمار لأي إقتصاد، فقد أصبح اليوم من معايير التمايز في العصر الحديث، فقياس التقدم الإقتصادي لأي دولة يعتمد على قياس صناعة التمويل بإعتبارها من الخدمات غير الملموسة التي تؤمن حاجات المجتمع والمؤسسات. وقد بات التمويل أحد أهم متطلبات التنمية الإقتصادية بمختلف أنواعها، مما أحدث قفزة نوعية خاصة في إقتصاديات العديد من الدول، لذلك فإن تطوير أدوات التمويل أخذ وما زال يأخذ حيزا كبيرا من إهتمام الماليين والمستثمرين على حد سواء.

إن الجزائر كغيرها من الدول قد إنتبهت إلى الأهمية الإقتصادية والإجتماعية للمؤسسات التمويلية، فعملت على دعمها وتطويرها بكافة الوسائل، وتمثل ذلك من خلال قيامها بفتح المجال لأنواع التطوير المؤسسي لمفهوم التمويل حتى يغتنم المجتمع والإقتصاد ككل فوائده الكاملة، خاصة مع الإصلاحات الأخيرة والتي سمحت بإعادة الإعتبار للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإعتبارها تشكل مصدرا للإبداع والإبتكار ولما تلعبه من دور في التنمية الشاملة.

هذا بالإضافة إلى وضع السوق التمويلية في الجزائر، القائمة بشكل كبير على آلية القروض البنكية، فإن المستثمرين المجددين مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأصحاب الأفكار المبدعة يجدون صعوبات كبرى في الحصول على التمويل من خلال هذه القناة التمويلية، ولذلك بات التفكير في إيجاد آليات تمويل جديدة أساسها المخاطرة أمرا ملحا، على غرار بنوك الإستثمار وشركات رأس المال المخاطر.

وفي هذا الإطار، سوف نحاول عبر هذه الورقة، إبراز أهمية التوجه إلى آلية التمويل برأس المال المخاطر، القائمة على أسلوب المشاركة في رأس مال المشروع، وذلك من خلال مفهومها الواسع ومجالات تدخلها في مجال الإستثمارات المخاطرة. إن هذا التوجه قد يسهم في بناء جيل جديد من المبتكرين والمخترعين، الذين ربما لم يجدوا في السابق التمويل والدعم لإحتضان أفكارهم وإبداعاتهم وتحويلها إلى واقع ملموس، بإعتبارهم منطلقا أساسيا لزيادة الطاقة الإنتاجية، ولما لهم من مساهمة فعالة في معالجة مشكلتي البطالة والفقر، وفي تكوين قيمة مضافة خارج قطاع المحروقات، ليدعم في نهاية المطاف ناتجنا المحلي ويسهم في بناء إقتصادنا الكلي. وهذا ما سيتم توضيحه في هذا المقال حيث تدور إشكاليته حول :

ما هي المتطلبات الرئيسية والأولية لتطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر ؟

وفي ضوء هذه الإشكالية فإن هذه الورقة تسعى لتوفير إجابات عن مجموع التساؤلات الآتية :

- ما المقصود برأس المال المخاطر ؟
- ما هو أثر التمويل برأس المال المخاطر على التنمية؟
- كيف يساهم رأس المال المخاطر في حل مشكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتقدمة ؟

لذا سيتم تقسيم موضوع هذه الورقة البحثية إلى المحاور الآتية :

المحور الأول : مدخل نظري لرأس المال المخاطر

سيتم من خلال هذا المحور تناول العناصر التالية :

1. تعريف رأس المال المخاطر

يعرف رأس المال المخاطر بأنه بديل تمويلي حديث لنظام التمويل الكلاسيكي، وهو تقنية لتمويل المشاريع الإستثمارية بواسطة شركات رأس المال المخاطر، والتي تقوم على أساس المشاركة في الربح والخسارة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله، كما لا يقتصر دور هذه

الشركات على تمويل مرحلة الإنشاء فحسب، بل يمتد إلى مرحلة التطوير والتوسع وإعادة النهوض، وهذا هو المفهوم الواسع والمعتمد في الإصطلاح الأنجلوساكسوني venture Capital، غير أنه يستعمل أيضا إصطلاح رأس المال المخاطر بمفهوم ضيق ومحدد ويقصد به رأس المال الموجه لتمويل المشروعات الجديدة، أي تمويل مرحلة الإنشاء، من خلال التدخل في عملية ما قبل الإنشاء وعملية الإنطلاق (رحيم حسين، 2005)[i].

وبالتالي، من شروط تدخل شركات رأس المال المخاطر ضرورة تميز المشروع موضوع التمويل بتحقيق عوائد مرتفعة على الأقل خلال السنوات الأولى من عمره وهي بالضبط فترة مساهمة شركة رأس المال المخاطر، وكما هو معروف أن الأنشطة التي تتميز بتحقيق عوائد تفوق العائد المتوسط للسوق غالبا ما تتميز بمخاطر أعلى من الخطر المرتبط بأنشطة المؤسسات الأخرى (Steven N. Kaplan, Per Stromberg ،2001)[ii]. ومن أجل التخفيف من حدة المخاطرة العالية فإن المخاطر لا يكتفي بتقديم الأموال فحسب بل يدعم إدارة المشروع بما يحقق تطوره ونجاحه، وهذا تفاديا لفشل المشروع الممول.

كما عرفته الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر، بأنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز بإحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن الحصول على دخل أو التأكد من إسترداد رأس المال في التاريخ المحدد، وذلك هو مصدر المخاطر أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات (Jean Lachmann ،1999)[iii].

وإنطلاقا مما سبق، يعرف رأس المال المخاطر بأنه أداه تمويلية تهدف إلى الربح وتمد المشاريع بالأموال وتضيف قيمة لها، وهي تتسم بفرض نسبة مخاطرة عالية في مقابل عائد أعلى، فهو يعتمد على أسلوب الجدوى الإقتصادية للمشروع وربحيته وكفاءة إدارة المشروع، بحيث تبدأ دورة رأس المال المخاطر من مرحلة توفير التمويل وتنتهي بمرحلة الخروج من النشاط. فهو يعتبر بديلا تمويليا للمصادر التقليدية كالقروض المصرفية والأسهم والسندات، نشأ كرد فعل على إحجام البنوك عن تقديم التمويل للمشروعات الصغيرة والمشروعات ذات المخاطر العالية والأفكار غير التقليدية، خاصة مع إنخفاض أسعار النفط فقد توجهت إلى فرض شروط أكثر صرامة على الإقراض، وهذا حتى لا تتعرض تلك البنوك للمخاطر الناشئة عن تلك المشروعات (عبد الكريم أحمد قندوز، 2012)[iv].

2. نشأة شركات رأس المال المخاطر

بعد أن توارى أسلوب المضاربة الذي أخذته أوروبا عن الحضارة الإسلامية خصوصا في القرن التاسع عشر، أخذ مرة أخرى يظهر في شكل شركات تدعى برأس المال المخاطر. فقد ظهر نشاط هذه الشركات في سنة 1946 بالولايات المتحدة الأمريكية، أي بعد إنتهاء الحرب العالمية الثانية، وكانت المؤسسة الأمريكية للبحوث والتنمية A.R.D أول شركة رأس مال مخاطر في العالم، وكانت تهدف من وراء نشاطها إلى تمويل وتطوير الأبحاث في المؤسسات الصناعية الإلكترونية الشابة، وبعد ظهور هذه الشركة بدأ يتوالى ظهور مثل هذه الشركات والتي تتولى على العموم تمويل تجسيد الأفكار الجديدة على أرض الواقع، خاصة في القطاعات التي تتميز بدرجة مخاطرة عالية، كالقطاعات التي تتميز بتقلبات تكنولوجية حادة مثل : قطاع الإعلام الآلي وقطاع البيوكيمياء وقطاع الإتصالات وقطاع الإلكترونيك (وزارة المالية لجمهورية مصر العربية، 2004)[v].

وأنتشر هذا الأسلوب بعد ذلك إلى دول أخرى أدركت الحاجة إلى دعم الأفكار الإبداعية والمشاريع الإبتكارية، وفتح المجال للمشروعات الصغيرة والمتوسطة لبناء إقتصاد المعرفة. فبعد الولايات المتحدة الأمريكية إنتقل عمل شركات رأس المال المخاطر إلى أوروبا مع نهاية الخمسينيات وتطور أكثر بعد إنشاء الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر في بروكسل سنة 1983 (عبد الله براهيمي، 2006)[vi]، ولعل أهم ما ساعد على تطوير شركات رأس المال المخاطر هو مساهمة مؤسسات مالية أخرى في رأس مالها كصناديق المنح والمعاشات وشركات التأمين.

كما إنتقل بعدها إلى عدة دول أخرى كالصين وفنلندا وتايوان، ففي تايوان وحدها هناك أكثر من 250 شركة تمويل برأس المال المخاطر بمبالغ تمويلية تزيد على خمسة مليارات دولار سنويا. وحسب الدراسة المعدة في إطار الطبعة السابعة لمؤشر جاذبية البلدان لرأس المال المخاطر، نجد أن 125 دولة تعمل على تشجيع هذه الآلية التمويلية لتأخذ مكانتها (Alexander Groh, Heinrich Liechtenstein, Karsten Lieser, Markus Biesinger، 2016)[vii].

لم يرقى دور شركات رأس المال المخاطر في الدول العربية إلى مستوى تطورها في الدول الأوروبية والولايات المتحدة الأمريكية وكذا المملكة المتحدة، رغم أنه أحد الأنشطة التمويلية الهامة التي تدفع بالإقتصاد الوطني إلى مزيد من التوسع وتنشيط الحركة الإقتصادية، ويساهم بجدية في خلق فرص العمل في الوطن وتوسيع دور المؤسسات الصغيرة والناشئة. وبحسب تقرير لمنظمة التعاون والتنمية الإقتصادية فإن رأس المال المخاطر يساهم بما يزيد على 115 مليار دولار سنويا لتمويل المشروعات على مستوى العالم، أما عن حصة دول المنطقة العربية فهي تصل إلى 02% من هذا المعدل أي نحو 2,3 مليار دولار، وتعتبر هذه الحصة متواضعة جدا بما أن الرهانات والتحديات تفرض على صناع القرار في المنطقة، تهيئة إقتصاداتها لإستيعاب المزيد من الإستثمارات الخاصة وتمكين القطاع الخاص من إحتلال دور قيادي ونشيط في التنمية الإقتصادية يقبل المخاطرة ويسمح بوجود جيل جديد من رجال الأعمال (أحمد بن عبد الرحمن الشميمري، 2012)[viii].

3. مراحل تدخل شركات رأس المال المخاطر في عملية التمويل

يتدخل رأس المال المخاطر حسب مفهومه الواسع، عبر كافة مراحل دورة حياة المؤسسة والتي تنطوي عادة على مخاطرة عالية، ويمكن تقسيم هذه المراحل إلى أربعة مراحل أساسية، تتمثل فيما يلي (عبد الباسط وفا، 2001)[ix]:

1.3. رأس مال الإنشاء

يتم التمويل في هذه المرحلة مشاريع جديدة ناشئة ومبتكرة تحيط بها العديد من المخاطر ولديها أمل كبير في النمو والتطور، وحيث لا يتوافر لدى المستثمر الموارد المالية الكافية لإنطلاق المشروع، كما لا ينحصر التمويل هنا على الإنطلاق فحسب، بل يشمل أيضا ما قبل الإنطلاق، وهذا لتغطية تكاليف بحوث التنمية والتطوير للمشروعات الجديدة أو تقنيات جديدة قبل بدء النشاط الإنتاجي على نطاق تجاري، وبالتالي تنقسم هذه المرحلة إلى مرحلتين هما :

- رأس مال ما قبل الإنطلاق

تتولى شركة رأس المال المخاطر في هذه المرحلة البذرية تغطية تمويل نفقات البحث وإعداد تصاميم المنتوج، وكذا إجراء التجارب وتطوير النماذج المعملية والنماذج التجارية للمنتوج الجديد، بالإضافة إلى تجريبها في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليها من خلال دراسات الجدوى، وهو تمويل صعب نظرا لخطورة إحتمال الفشل لدى مؤسسة ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة.

- رأس مال الإنطلاق

تتولى شركة رأس المال المخاطر في هذه المرحلة تجسيد تطبيق المشروع على أرض الواقع، حيث تتولى تمويل التهيئة، شراء المعدات وحتى القيام بعمليات الدعاية وتسويق المنتوج، وهو بهذا يغطي نفقات البداية التجارية، وتجمع هذه المرحلة كل المخاطر التي يعاني منها مشروع جديد، حيث أن شركات رأس المال المخاطر هي الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة.

وتنبع أهمية هذه المرحلة الأولى مما يمكن أن تتيحه من رأس مال للمؤسسات الناشئة من دعم مالي ومرافقة تقنية. وتتضاعف هذه الأهمية بالنسبة لإقتصادياتنا التي تعرف حاليا إعادة تشكيل وتأهيل تتمثل في التحول إلى إقتصاد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بعد الإنهيار الذي آلت إليه المؤسسات العمومية، بما فيها المؤسسات ذات الحجم الكبير.

وعليه، فإنه من المتوخى أن تحقق شركات رأس المال المخاطر أثرا إيجابيا في هذا المجال، ليس فحسب من خلال توفير التمويل، ولكن أيضا من خلال توفير الدعم والمرافقة طوال مرحلة الإنطلاق.

2.3. رأس مال التنمية والتطوير

يهدف رأس المال المخاطر فى هذه المرحلة إلى تمويل تطوير منتجات جديدة أو تقنية جديدة في مجال العمليات أو فتح خط إنتاج جديد أو تجديد منتجات قائمة، بهدف مساعدة المؤسسة الغير مسجلة فى البورصة على النمو أو البحث عن أسواق جديدة بهدف التنويع أو تصريف منتجاتها، وفي أغلب هذه الحالات تكون المؤسسة مضطرة للقيام بنشاط بحث وتطوير، وكل ذلك يحتاج إلى مبالغ معتبرة، كما يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل الإستحواذ وإكتساب مشروع أو فرع مملوك لمشاريع أخرى عن طريق الإحلال محل بعض الشركاء فى رأس مال الشركات الرابحة والذين يرغبون فى الخروج.

كما يغطي رأس المال المخاطر مرحلتي التطور والنضج، حيث خلال هاتين المرحلتين تتجه المخاطر إلى التناقص بطريقة واضحة، والتمويل الذاتي يلعب دورا ملموسا. وتكتسب المشروعات القدرة على الإستدانة، حيث تضمن إمكانيتها الذاتية سداد القروض، فيبدأ معها دور شركات رأس المال المخاطر في التواري تدريجيا تاركا الساحة شيئا فشيئا لوسائل التمويل الكلاسيكية.

3.3. رأس مال تعاقب أو تحويل الملكية

يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأس مال المشروع، أو تحويل مشروع قائم فعلا إلى شركة قابضة مالية ترمي الى شراء عدة مشاريع قائمة، وبالتالي خلال هذه المرحلة تهتم شركات رأس المال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية والمالية في المشروع إلى مجموعة جديدة من الملاك.

4.3. رأس مال التصحيح أو إعادة النهوض

تتدخل شركات رأس المال المخاطر في هذه المرحلة الخاصة والحرجة من حياة المشروع من أجل تمويل إعادة بعثه، بحيث يخصص رأس مال التصحيح للمشروعات القائمة فعلا ولكنها تمر بصعوبات خاصة وأداء ضعيف وبذلك تتجه نحو التدهور، وبالمقابل تتوفر لديها فرص واضحة للتحسن والإمكانيات الذاتية لإستعادة عافيتها، والمطلوب هنا هو إعادة النهوض بهذه المؤسسة، فتأخذ شركة رأس المال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها، وإعادة توازنها من جديد في السوق ويستقر جهازها الإنتاجي، المالي والإداري وتصبح قادرة على تحقيق أرباح، فالأمر يحتاج في الحقيقة إلى عملية تجديد شاملة.

إن المرحلة الحالية لإقتصادياتنا مليئة بمثل هذه الحالات، ورغم أن المؤسسات العمومية المتعثرة هي الأكثر تجسيدا لذلك، إلا أن الكثير من مؤسسات القطاع الخاص أصبحت تعاني من مصاعب جمة للإستمرار أمام المنافسة الأجنبية الشرسة، وأمام ضعف أو غياب بنوك الإستثمار لا يبقى من خيار أمام هذه المؤسسات سوى اللجوء إلى شركات رأس المال المخاطر للخروج من هذه الوضعية.

حيث تلعب شركات رأس المال المخاطر دورا فعالا في تمويل الأنشطة التي يتوقع من ورائها عوائد مرتفعة، حيث وصلت نسبة مساهمتها في التمويل سنة 2014 بالولايات المتحدة الأمريكية نسبة 28% من الناتج الداخلي الخام، أما كندا 08%، السويد وكوريا وفنلندا 06%، في حين جنوب إفريقيا 05%.

4. أهمية رأس المال المخاطر

لرأس المال المخاطر أهمية قصوى، وهذا بإعتباره مكونا رئيسيا من مكونات سوق رأس المال ومهنة ضرورية لدعم النمو الإقتصادي، حيث تلعب شركات رأس المال المخاطر دورا فعالا في تمويل المؤسسات بحيث تمدها بالأموال والخبرة والطرق الحديثة في الإدارة والتنظيم وتدمج أموالها مع أموال المؤسسات الممولة، وهذا ما يحقق تمويلا محفزا لهذه المؤسسات

لأن تنهض نحو الأفق وتحقق أرباحا معتبرة، بعكس طريقة تمويل الإستدانة المحفوفة بمخاطر عدم السداد وسعر الفائدة وأعباء أخرى كمشكلة الضمانات وغيرها من القواعد الإحترازية الصارمة التي تخضع لها البنوك، ولذلك نجد أن كثير من الدول أولتها العناية الكافية مثل الولايات المتحدة الأمريكية التي أعطت لها إهتماما بارزا للنهوض بالأعباء الملقاة على عاتقها.

وإنطلاقا من مختلف مراحل تدخل رأس المال المخاطر، يمكن حصر أهميته في النقاط الآتية :

1.4. تدعيم برامج الإصلاح الإقتصادي

نجد أن الدول التي تطبق برامج الإصلاح الإقتصادي والتي تحتاج إلى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة وإلى هيكلة مالية وفنية، تلعب هذه الشركات دورا حيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة لهذا القطاع، وتساهم في الحد من الآثار التضخمية حيث توفر التمويل اللازم للمشروعات الإقتصادية.

2.4. دعم تمويل المؤسسات الجديدة

يمثل دعم المؤسسات الجديدة المجال الطبيعي لنشاط شركات رأس المال المخاطر حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وكذلك الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية إنطلاقتها وتمويلها دون إشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل، بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفاعلية أشخاصه وهذه الوظيفة هامة جدا لتلك المشروعات، في مقابل عزوف المؤسسات البنكية عن تمويل مثل هذه المشاريع.

3.4. دعم المؤسسات المتعثرة

تساهم شركات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني اللازم وكذلك الإداري للمؤسسات المتعثرة وجذب الإستثمارات إليها، لأنها شريكة فيها، فهي تحرص أشد الحرص على المتابعة الفنية والمالية الضرورية لإصلاح مسارها، لتحفيز المستثمرين وبث روح الطمأنينة في نفوسهم على الإستثمار للإستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطها ويزدهر.

5. المزايا التي تحققها شركات رأس المال المخاطر للمشروعات

قبل التطرق إلى الحديث عن مزايا شركات التمويل برأس المال المخاطر، سوف نتعرف على أهم أهداف هذه الشركات، والتي يمكن أن نذكر أهمها، فنجد :

1.5. أهداف شركات رأس المال المخاطر

يرجع تأسيس شركات رأس المال المخاطر إلى المشاكل المالية التي واجهت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويعود الإهتمام بها إلى النجاح الباهر الذي حققته في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا في هذا المجال، وتهدف هذه الطريقة التمويلية إلى تحقيق جملة من الأهداف، تصب كلها في تسهيل عملية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فنجد منها (Faruk Ülgen ،2007)[x]:

- مواجهة الإحتياجات الخاصة بالتمويل الإستثماري.
- التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة.
- توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع، والتي تتميز بالتغيرات التكنولوجية السريعة كالإتصالات والإعلام الآلي.
- طريقة لتمويل المؤسسات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، وهذه الإستثمارات هي لآجال طويلة وغير سائلة وهو ما يرفع من درجة تعرضها لمختلف المخاطر، وهو أيضا ما يرفع من عوائدها عندما يتم بيع المؤسسة المستثمر فيها.

- إحكام الرقابة على المؤسسة، كما تتولى شركة رأس المال المخاطر توزيع الخطر على كافة الشركاء.

- تقديم الدعم التكنولوجي والإداري للمؤسسة عبر مختلف مراحل تطورها، لأنها تساعد المؤسسة على إختيار المشاريع، التوظيف، التسويق وتوطيد علاقتها مع الغير (Frédérique Savignac ،2007)[xi].

- المساهمة في خلق فرص جديدة من العمل ورفع الإيرادات وحتى تطوير المستوى المعيشي (وزارة المالية لجمهورية مصر العربية، 2004)[xii].

2.5. مزايا رأس المال المخاطر

يمكننا القول بأن شركات رأس المال المخاطر هي طوق نجاة للكثير من المؤسسات الجديدة والناشئة وحتى المتعثرة والتي تعاني موازناتها من خلل مالي، فقد إنتشرت هذه الشركات بهدف تحقيق عدة مزايا للمشروعات التي تساهم فيها، تتمثل فيما يلي (روينة عبد السميع، حجازي إسماعيل، 2006)[xiii]:

- **المشاركة :** تتم زيادة الموارد المالية للمشروع بسبب مشاركة المخاطرين بحصة من رأس المال، حيث أن شركة رأس المال المخاطر تكون شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح مقابل المصاريف الإدارية سنويا، كما تتحمل جزءا من الخسارة في حالة حصولها، كما أن الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيد للمؤسسة ويساعد على نجاحها، وهي تفتح المجال للمشاركة الطويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي المؤسسة وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوفر في الديون قصيرة الأجل.

- **الإنتقاء :** أمام الممول فرصة لإختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكذلك ذات أرباح متوقعة عالية، وقادرة على رفع قيمة أصولها بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن المؤسسات المليئة أي القادرة على السداد، وبالتالي فهي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي لم تعد تمتلك طاقات إبتكار.

- **المرحلية :** من خصائص التمويل برأس المال المخاطر أنه يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة، فبعد إنتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من جديد الى الممول وفي هذا ضمان لصدق الإستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة، وهذا من شأنه إعطاء فرص جديدة حين فشل المشروع وقبل تراكم الخسائر.

- **التنويع :** يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر بحيث ما يمكن أن تخسره مع مشروع تربحه مع آخر، إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها فضلا على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.

- **التنمية والتطوير :** إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا المخاطرون القادرون، ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع. وقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة مثل Apple و Microsoft وغيرها، كانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل الكلاسيكية. كما تقوم الشركات بمتابعة المشروعات وتقديم إرشادات ونصائح لها في مختلف المجالات وكذلك توفير المعونة الفنية والإدارية للمشروعات.

- **توسيع قاعدة الملكية :** تستمر الشراكة إلى أن تستوي المؤسسة، فتجذب العديد من المستثمرين ما حققته، ويمول العائد من إرتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة. إضافة إلى دورها الكبير في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث في مرحلة الإنشاء لا تملك هذه المؤسسات القدر الكافي من الأموال اللازمة، كما أن البنوك تمتنع عن تقديم قروض لها دون ضمانات، لكن شركات رأس المال المخاطر تقدم ما يلزم لهذه المؤسسات رغم إرتفاع المخاطر خلال مرحلة الإنشاء.

- **رأس المال المخاطر والتمويل الإسلامي :** إن التمويل برأس المال المخاطر هو أقرب أنواع التمويل الإسلامي، فنجد أن عدة دول إسلامية بدأت تتبلور عندها الفكرة لإنشاء صندوق لرأس المال المخاطر، وهذا لتمويل أصحاب مبادرات

الأعمال ذات الأفكار الجديدة، وبهذا نستنتج أن رأس المال المخاطر هو أداة تمويل تتناسب مع طبيعة بعض صور التمويل المتوافق مع الشريعة الإسلامية.

وعن مدى توافق المبادئ الأساسية لرأس المال المخاطر كما يمارس في الدول الغربية مع الشريعة الإسلامية، فإن التوافق مع الغرب يلتقي في فكرة الشراكة وتقاسم الربح والخسارة، لكن العديد من الممارسات والأدوات ليست متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية (السيد الصيفي، 2012)[xiv].

3.5. عيوب رأس المال المخاطر

على عكس المزايا السابقة قد يمثل المخاطرون للمؤسسين عبئا معينا، يرجع إلى (عبد الباسط وفا، 2001)[xv]:

- **المشاركة في قرارات المشروع :** فقد تمثل شركات رأس المال المخاطر عبئا على المشروع يرجع إلى تدخلها في الإدارة وفي إتخاذ القرار والتدخل في توجيه المشروع من قبلها، وهذا بإعتبارها مالكة لجزء من رأس مال المشروع.
- **إسترداد حصص المخاطرين :** ففي حالة نجاح المشروع يطالب المخاطرون بمبالغ مرتفعة، تغطي وتقابل المجازفة التي تم قبولها وقت الإنشاء، والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقد كافة أموالهم التي شاركوا بها في المشروع.

المحور الثاني : التمويل عبر شركات رأس المال المخاطر وأثره على التنمية

إن زيادة عدد شركات رأس المال المخاطر وإنتشارها لتمويل مختلف أوجه الإستثمار وشمول نشاطها مختلف القطاعات الإقتصادية، له إنعكاسات إيجابية على مسيرة التنمية، وفيما يلي بيان لأوجه تلك الإستفادة :

1. أثر شركات رأس المال المخاطر على الإقتصاد

من المتوقع أن يكون لشركات رأس المال المخاطر مشاركة إيجابية في نمو إقتصاديات الدول خاصة في المجالات الآتية (وزارة المالية لجمهورية مصر العربية، 2004)[xvi]:

- تزويد أصحاب المشروعات بالتمويل اللازم لتحويل أفكارهم إلى مؤسسات عاملة حين يصعب عليهم الوصول إلى مصادر مالية أخرى.
- رفع مستويات التطوير والإبتكار بسبب المستوى المرتفع لدور البحث والتطوير.
- المساعدة في تطوير القدرات المؤسسية للشركات المستهدفة مع الخدمات الأخرى التي تقدمها وتتعلق بالإدارة وسبل الأعمال والإتصال.
- المساعدة في زيادة القدرة التنافسية للمؤسسة إلى جانب الصادرات مع خلق فرص عمل جديدة.

وإنطلاقا مما سبق، يعلق خبراء المال والإقتصاد آمالا عريضة على شركات رأس المال المخاطر، للقيام بدور فعال في مجال زيادة حجم الإستثمارات المتاحة، وهذا من خلال زيادة عددها وشمول نشاطها مختلف القطاعات الإقتصادية مما ينعكس إيجابا على الإقتصاد الوطني.

حيث يعد رأس المال المخاطر مصدر تمويل مهم في الدول المتقدمة، حيث تقوم مجموعة من المستثمرين بضخ أموال للشركات الواعدة الصغيرة والمتوسطة مثل قطاع التكنولوجيا والتجزئة، والتي تتصف بأنها تملك فرصا كبيرة للنمو السريع، ووفقا لإحصائيات عام 2015 حسب تقرير الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر (NVCA) فإن الولايات المتحدة الأمريكية، تعد أكبر سوق يستقطب الإستثمارات القائمة على رأس المال المخاطر، حيث تفوق الأموال المستثمرة 59,1 مليار دولار أمريكي، كما أن الصين والهند هما من الدول المستقطبة والواعدة للإستثمار القائم على رأس المال المخاطر، أما من حيث القطاعات الصناعية الأكثر إستقطابا لرأس المال المخاطر فيتضح أثره بشدة في صناعات مثل الإعلام عبر الأنترنت والبرمجيات والإتصالات والإلكترونيات والقطاعات الإستهلاكية وقطاع الصحة الطبية والطاقة الصناعية، حيث

يؤدي إستثمار رأس المال المخاطر إلى خلق فرص عمل هامة وتحقيق عوائد عظيمة (National Venture Capital Association ،2016)[xvii].

2. أثر شركات رأس المال المخاطر على المؤسسات التمويلية الأخرى

تستفيد المؤسسات التمويلية القائمة في السوق من إنشاء شركات رأس المال المخاطر، وخاصة البنوك وسوق الأوراق المالية.

1.2. أثر شركات رأس المال المخاطر على المؤسسات البنكية

إن إنشاء شركات رأس المال المخاطر يحقق للبنوك فوائد عديدة، تتلخص فيما يلي :

- مساعدة البنوك في إقالة عملائها المتعثرين بتوفير موارد مالية إضافية لهم حيث لا تستطيع البنوك في بعض الحالات، من إقراض أو المساهمة في المشروعات نتيجة للقيود التي تفرضها نظم العمل المصرفي.
- توفير المعونة الفنية والإدارية لعملاء البنوك وحيث لا يتوافر لدى البنوك الإمكانيات اللازمة لتوفير هذه المعونة.
- تمويل المشروعات الصغيرة التي تتوافر لديها إمكانيات النمو والتطور بينما لا يتوافر لديها الضمانات الكافية للإقتراض من البنوك، ومن ثم يمكن لهذه الأخيرة في مراحل لاحقة دخول مجال تمويل هذه المشروعات.
- تمويل تطبيق الإبتكارات الجديدة، وهي مشروعات لا تعد جاذبة للبنوك، إما لإرتفاع درجة المخاطرة بها أو لعدم توافر القدرات المالية والضمانات لأصحاب المشروعات.
- تمكين البنوك من الدخول في إستثمارات متنوعة ومواكبة تطورات الإستثمار في المجال المحلي والعالمي، لأنه بموجب السماح للبنوك بتأسيس شركات لرأس المال المخاطر هذا سمح بفتح المجال أمامها لإستقطاب أموال المستثمرين، ومكنها من تحصيل مبالغ كبيرة بغرض الإستثمار في فرص إستثمارية متنوعة وكبيرة لم تكن لها من قبل الفرصة للولوج إليها.

2.2. أثر شركات رأس المال المخاطر على سوق الأوراق المالية

تساهم شركات رأس المال المخاطر في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية، من خلال ما يلي :

- دعمها المسبق للمؤسسات التي لا يمكنها الولوج إلى هذه السوق لصغر حجمها وقلة خبرتها، لتتمكن في مراحل لاحقة من دخول مجال تمويل مشروعاتها من خلال ما توفره هذه السوق من أدوات إستثمارية تتناسب وظروف المستثمرين.
- قيامها بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية مما يسهم في تنشيط حركة تلك الأسواق.
- إعتمادها على سوق الأوراق المالية بإعتبارها من أهم آليات الخروج من المشروعات الممولة، من خلال بيع إشتراكاتها لتعيد طرحها في السوق التمويلي من جديد، مما يزيد في عرض أسهم تلك المؤسسات للتداول العام، وهذا يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق.

3. أثر شركات رأس المال المخاطر بالنسبة للمستثمرين

أثبت الإستثمار من خلال شركات رأس المال المخاطر كفاءة عالية في توفير الفرص الإستثمارية المناسبة لتشغيل أموال مختلف شرائح المستثمرين من ذوي المدخرات الصغيرة والمتوسطة والكبيرة، وبشكل يحقق طموحاتهم في الحصول على أرباح تفوق ودائع البنوك مع توفير حد أدنى من الحماية لأموالهم من المخاطر الإستثمارية، وذلك لأن القيام بمتطلبات هذه الشركات يحتاج إلى محترفين متخصصين وإلى جهات متعددة لتأسيسها وإدارتها، وجهة تتعهد بحسن

مسيرتها، تداولا، وتخارجا من بداية تأسيس هذه الشركات وحتى تصفيتها، مع توفير الحماية للمستثمرين فيها بسبب تعليمات وإشراف الجهات الرقابية التي رأت فيها تنشيطا كبيرا للإقتصاد الوطني.

فتقوم شركات رأس المال المخاطر بما تتيحه للمستثمرين من معلومات وما تقدمه من تحليلات ودراسات لأوضاع المؤسسات الطالبة للتمويل، بتوفير عنصر الأمان للمستثمر الذي يترك لها مسؤولية إستثمار أمواله بثقة.

4. رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

لقد تجاوزت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الكثير من صعوبات تنميتها والمتعلقة خاصة بالحصول على التمويل من عدة مصادر، بحيث حاولت العديد من الدول إبتكار إستخدام تقنيات حديثة على مستوى المؤسسات المالية بما يمكنها من التقييم والتحكم في المخاطر والضغط على التكاليف ومن ثم التوجه نحو خدمة هذا القطاع، في محاولة منها لتعزيز القدرة التنافسية لمؤسساتها الصغيرة والمتوسطة وهذا بتشجيع شركات رأس المال المخاطر (سليم المسدي، 2012)[xviii].

حيث تعد شركات رأس المال المخاطر أداة فعالة تشارك في حل مشكلة القدرة المحدودة على الحصول على التمويل، والتي قد تكون من المحتمل، قد نتجت عن طبيعة عمل رأس المال المخاطر التي ترتبط بسمات قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فهي تستهدف كما رأينا سابقا، بصفة أساسية، الأعمال ذات الأفكار الجديدة والآليات المتطورة وتمدهم بالدعم المالي والفني. وتمر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من ناحية أخرى، في بداية تكوينها أو في حال قيامها بالفعل، بمشاكل في الحصول على الإئتمان من خلال القنوات الرسمية للتمويل وكذلك بغيرها من المشكلات الإدارية والمؤسسية، وقد أثبتت شركات رأس المال المخاطر فعاليتها وقدرتها البناءة فيما يرتبط بتلبية الإحتياجات المالية وغير المالية لهذا القطاع (وزارة المالية لجمهورية مصر العربية، 2004)[xix].

وبالنظر لأهمية ونتائج قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المحققة في البلدان المتقدمة، أصبحت الجزائر تعول عليها كثيرا خاصة في العشرية الأخيرة من القرن العشرين، وهذا قصد المساهمة في زيادة معدل النمو الإقتصادي ومن ثم تقليص فاتورة الواردات وخلق مناصب شغل، ويظهر ذلك من خلال ترسانة القوانين والتشريعات وكذا الهيئات والمؤسسات الخاصة بدعم هذه المؤسسات، حيث بلغ عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر 569 934 مؤسسة حتى نهاية سنة 2015، منها 532 مؤسسة عمومية، كما أن 97% من بينها مؤسسات مصغرة توظف أقل من 10 أشخاص تحتاج إلى مرافقة (Ministère de l'Industrie et des Mines ،2016)[xx].

وكنتيجة لنجاح شركات رأس المال المخاطر، فقد إتجهت الحكومات في كل من الدول المتقدمة والنامية إلى تطبيقه في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة عندما أثبت هذا القطاع نفسه كقوة محركة للتنمية. ولقد برهنت تجارب الدول الأخرى أنه يمكن لرأس المال المخاطر أن يكون إحدى الأدوات التي قد تساعد في التغلب على المشكلات المالية وغير المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. إن القائمين على رأس المال المخاطر على إستعداد لتحمل نسبة مخاطرة عالية على نحو يخالف المصادر المالية الأخرى، وهم عادة ما يتمتعون بالخبرة التي يمكن توظيفها لمساعدة أي نشاط تجاري على حل مشكلاتهم غير المالية، والتي تشكل نموذجا كاملا وشاملا لحل مشكلات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المحور الثالث : تجارب رائدة في مجال رأس المال المخاطر

إن دراسة تجارب الآخرين في تأسيس سوق ناجح وفعال لرأس المال المخاطر يدمج المؤسسات ويسعى إلى نموها وتنميتها يعتبر من الأمور المهمة، والتي يجب أن تشمل دراسة خبرات الدول الرائدة في هذا المجال من أجل الوصول إلى تحليل موضوعي، قد يساعدنا على تحديد متطلبات وعوامل النجاح بدقة. ونظرا لضيق إطار البحث، سيتم دراسة تجربة الولايات المتحدة الأمريكية بإعتبارها من أكثر أسواق رأس المال المخاطر نشاطا في العالم.

1. نظرة عامة على تجربة لرأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

برز نشاط رأس المال المخاطر في العصر الحديث في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينات إستجابة لإحتياجات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وللثورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي. فرغم الحداثة النسبية للأبحاث المتعلقة برأس المال المخاطر فيعتبر من أعرق الآليات التمويلية التي لعبت دورا فاعلا في نهضة القطاعات الصناعية الحديثة منذ مطلع القرن العشرين، خصوصا في قطاع التقنية المعلوماتية بالولايات المتحدة الأمريكية، ففي سنة 2000 كانت إستثمارات رأس المال المخاطر تقدر بـ 105 مليار دولار أمريكي، علما أن المؤسسات العالمية العملاقة من حيث القيمة السوقية اليوم، لم تبدأ مسيرتها الإقتصادية بالطريقة التقليدية كشركات مساهمة عامة، وإنما بدأت من مؤسسات صغيرة ثم تطورت بفضل تمويلات رأس المال المخاطر إلى ما نشهده اليوم وإستطاعت هذه المؤسسات أن تحدث أرضية تكنولوجية وتنموية كبيرة، كما يبينه الجدول أدناه:

الجدول رقم 01 : أكبر خمس شركات عالمية

من حيث القيمة السوقية

الترتيب	الشركة	الدعم من طرف رأس المال المخاطر	الرسملة السوقية (مليار دولار)	عدد العمال
1	Apple	نعم	646	93 000
2	Google	نعم	449	54 000
3	Berkshire Hathaway	-	356	316 000
4	Microsoft	نعم	351	128 000
5	Exxon Mobil	-	314	75 000

Source : National Venture Capital Association, Yearbook 2016, Thomson Reuters, P 06, www.nvca.org/research/stats-studies (vu le 27/10/2016).

وقد وضعت تلك التجارب الرائدة في الولايات المتحدة الأمريكية اللبنات الأولى للكيفية التي يمكن أن يساهم بها رأس المال المخاطر في دعم الموهبة والأفكار الإبتكارية التي لا تملك مدخلا مناسبا للحصول على التمويل الكلاسيكي، هذا بالرغم من أن الموهبة والأفكار الإبتكارية هي التي تفتح آفاقا جديدة للتطور الصناعي وتعد بأرباح هائلة فيما إذا أحسن توجيهها. ولذلك، إرتبط مفهوم رأس المال المخاطر كنمط في التمويل، بتمويل الشركات المبتدئة وبتنامي الإهتمام والدور المنوط بالمؤسسات الصغيرة إلى المتوسطة لاسيما منها ذات الطابع التكنولوجي. وفي هذا الإطار عمدت كثير من الدول إلى دعم الممولين المخاطرين كأسلوب لترقية عمليات إنشاء المؤسسات أو إعادة النهوض بالمؤسسات المتأزمة (سيف الدين تاج الدين، 2012)[xxi].

2. متطلبات وعوامل نجاح رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

من بين متطلبات وعوامل نجاح نموذج رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، نجد :

1.2. الظروف الإقتصادية المحيطة برأس المال المخاطر

يعد إستقرار الإقتصاد في الدولة عاملا هاما في إنشاء سوق نشط لرأس المال المخاطر ويتعدد تأثيره فيما يرتبط برأس المال المخاطر. وبما أن رأس المال المخاطر يعد من الأدوات الإستثمارية التي تستثمر في أعمال ذات مخاطرة عالية في مقابل العائد المرتفع. ووفقا لذلك، فإن لعدم إستقرار الإقتصاد تأثير مباشر على إمكانية تحقيق العائد المرتفع ويزيد من عامل المخاطرة والذي يؤثر بدوره على تأسيس نموذج لرأس المال المخاطر. هذا بالإضافة إلى أن عدم إستقرار الإقتصاد يؤثر سلبا على الإستثمارات الأجنبية المباشرة والتي تعد من المصادر الأساسية لتأسيس شركات رأس المال المخاطر، وعليه، فإن الإقتصاد المستقر أمرا حتميا لتنفيذ وتوسيع هذا النشاط. وقد أثبت نشاط رأس المال المخاطر حول العالم هذه الحقيقة، حيث يسهل الكشف عن الأسواق النشطة لرأس المال المخاطر في حضور الإقتصاديات المستقرة

والفعالة، مثلما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية، أكبر سوق نشط في العالم لرأس المال المخاطر، حيث إرتفع عدد الشركات العاملة في مجال رأس المال المخاطر من 045 3 شركة سنة 2010 إلى 709 3 شركة سنة 2015 (2016، National Venture Capital Association)[xxii]، وفي المقابل نجد أن معدل نمو إجمالي الناتج المحلي يتراوح ما بين 2,53 % في عام 2010 إلى 2,59 % في عام 2015[xxiii].

وهكذا يمكننا أن نستنتج العلاقة بين إستقرار الإقتصاد في الدولة ونجاح سوق رأس المال المخاطر بها.

2.2. مساندة الحكومة لعمل رأس المال المخاطر

يعد الدعم الحكومي لنشاط رأس المال المخاطر من العناصر الأساسية التي تؤدي إلى نجاح هذا النشاط، بحيث يتخذ هذا الدعم العديد من الصور، فقد يتضمن الدعم المالي، كأن تقوم الحكومات بتسهيل إنشاء شركات رأس المال المخاطر أو تشارك في إنشائها، ومن الصور الأخرى للدعم الحكومي إنشاء سوق صحي تحكمه تشريعات واضحة ويسوده نظام قانوني مرن. علاوة على ذلك، فقد شوهد بالفعل في غالبية الدول سواءا المتقدمة أو النامية أن الحكومات تقدم دعما خاصا لتأسيس نماذج لشركات رأس المال المخاطر يستهدف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

فنجد أنه في أكبر أسواق رأس المال المخاطر، تعرض الولايات المتحدة الأمريكية أعلى مستوى من الدعم الحكومي، حيث قامت الحكومة بتأسيس وكالات فيديرالية مختلفة لرأس المال المخاطر، عموما، ولرأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الأخص.

وتعد إدارة المشاريع الصغيرة (SBA) هي وكالة فيدرالية أمريكية تأسست عام 1953 لتزويد المشاريع الصغيرة بالنصح والإرشاد والمساعدات المالية. وفي هذا الصدد، تستطيع تقديم قروض مباشرة أو غير مباشرة للمشاريع، فالقرض المباشر هو القرض الذي تقدمه إدارة المشاريع الصغيرة بنفسها، أما القرض غير المباشر فهو قرض يتم تقديمه من خلال مؤسسة قروض أخرى، ولكنه يكون مضمونا بنسبة تزيد على 90 % من جانب إدارة المشاريع الصغيرة. وكلا النوعين يتمتعان بمعدلات فائدة أقل، ومدة سداد أطول من القروض العادية[xxiv].

ليجيز قانون شركات الإستثمار لسنة 1958، إنشاء برنامج شركات إستثمار الأعمال الصغيرة (SBIC)، والذي بموجبه تخضع هذه الشركات لنظام وسلطة إدارة المشاريع الصغيرة (SBA)، بحيث لعبت دورا محوريا في تعزيز النمو والنشاط الصناعي، وقد ساندتها الحكومة من خلال القوانين والأحكام والسياسات الفيدرالية الأساسية وحصلت على رأس مال منخفض التكاليف يدعم شركات إستثمار الأعمال الصغيرة ويتيح إستثمار رأس المال المخاطر طويل الأجل عن طريق الدين وحقوق الملكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وفي عام 2015، إستطاعت شركات إستثمار الأعمال الصغيرة أن تخدم 000 166 من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإستثمار يقدر بـ 67 مليار دولار[xxv].

وكنموذج آخر على الدعم الحكومي في الولايات المتحدة الأمريكية، نجد إنشاء مؤسسة الإستثمار الخاص لما وراء البحار (OPIC) التي تأسست عام 1969، مثالا جيدا لمنهج الولايات المتحدة الأمريكية في إستخدام رأس المال المخاطر والذي لا يقتصر فقط على داخل الولايات المتحدة ولكنه يشجع أيضا على الإستثمار فيما وراء البحار، فهي اليوم تقدم الدعم لأكثر من 000 4 مشروع في 160 دولة، بإستثمار يقدر بـ 200 مليار دولار[xxvi].

وجدير بالذكر أنه بقدر أهمية الدعم الحكومي في توفير بيئة صحية لنمو قطاع مربح ومزدهر لرأس المال المخاطر، إلا أنه يجب تقديم هذا الدعم بأسلوب يأخذ في الإعتبار طبيعة عمل رأس المال المخاطر الهادفة للربح ولا يعوق نمو عمله وتقدمه.

3.2. مصادر أموال رأس المال المخاطر

تمثل المؤسسات المالية المحلية من بنوك وشركات التأمين، المستثمرون الأجانب، وكالات التنمية متعددة الأطراف، القطاعين العام والخاص والمؤسسات المالية الدولية والحكومية، جميعا يمثلون المستثمرون الرئيسيون الذين يدعمون ويساهمون في إنشاء شركات رأس المال المخاطر. وترتبط مصالحهم ومساهمتهم بطبيعة أعمال رأس المال المخاطر التي تسعى إلى تحقيق أعلى ربحية من خلال الإستثمار في مجالات محددة من النشاط مع إرتباطها بنسبة المخاطرة العالية.

أما في الولايات المتحدة الأمريكية، فنجد أن من أهم مصادر أموال رأس المال المخاطر كل من المؤسسات المالية والمساهمات الحكومية.

- **المؤسسات الدولية والصناديق المالية متعددة الأطراف :** تكشف دراسة سوق رأس المال المخاطر الدور الهام الذي تلعبه هيئات المعونة، مثل الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية (USAID) والبنك الأمريكي المحلي للتنمية (IADB) وصندوق الإستثمار متعدد الأطراف (MIF) وغيرها، خاصة عندما يتعلق الأمر بإستهداف قطاع بعينه مثل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فقد شاركت المعونة الأمريكية في تأسيس سنة 1987 شركة تعزيز المشروعات التجارية (PRIVCO) في تايلاند، وهي شركة لرأس المال المخاطر تستهدف الإستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تتميز بإحتمال نمو قوي[xxvii]. أما في أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي، فقد أسهم البنك الأمريكي المحلي للتنمية (IADB) إلى جانب صندوق الإستثمار متعدد الأطراف (MIF) في العديد من المشاريع التي تستهدف الإستثمار في رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة[xxviii].

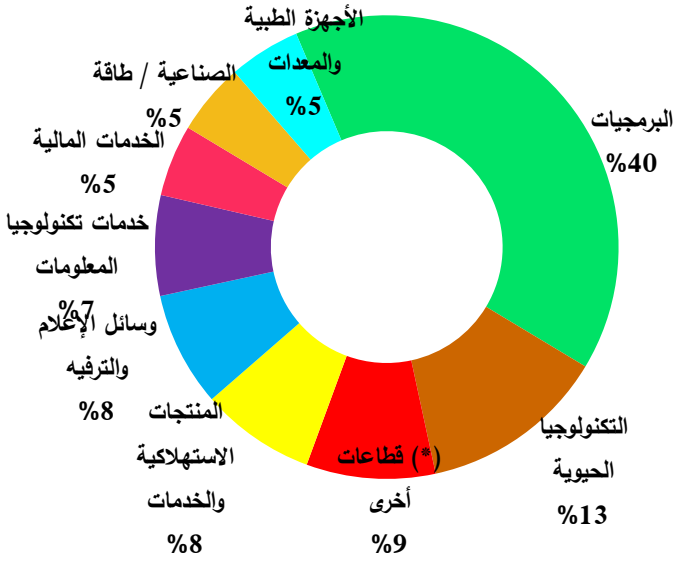
- **المساهمات الحكومية :** إن دراسة الإقتصاد في الدول المتقدمة بعناية، يفيد بأن معظم مبادرات رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية تدعمها وتساندها بل وتمولها أحيانا الحكومة الأمريكية. إن تجربة الولايات المتحدةالأمريكية تعرض معدل مرتفع من النجاح وقد ركزت الدراسة في تحليلها، بصفة أساسية، على المبادرات التي قامت بها إدارة المشاريع الصغيرة (SBA) وشركة إستثمار الأعمال الصغيرة (SBIC)، لكونهما الهيئتين الحكوميتين الأساسيتين في الولايات المتحدة الأمريكية بفضل أنشطتهما واسعة الإنتشار في مجال رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

4.2. القطاعات التي يتدخل فيها رأس المال المخاطر

تعد القطاعات ذات الحد التنافسي، في أية دولة، بصفة أساسية، أكثر القطاعات إجتذابا لشركات رأس المال المخاطر، وهذا يرتبط بتركيز رأس المال المخاطر على العائد المرتفع والذي يحتمل تحقيقه بنسبة كبيرة، إذا كان العمل يتمتع بحد تنافسي يسمح بتحقيق ربحية أكبر من خلال تلبية الإحتياجات المحلية والدولية على السواء.

وتتميز شركات رأس المال المخاطر في أمريكا بالتخصص في مجال الشركات الناشئة وتختار القطاعات التي تمتاز بفرص نمو مرتفعة كقطاع التكنولوجيا، وهذا ما يؤكده تقرير الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر الأمريكية، فنجد أن شركات رأس المال المخاطر قد إستثمرت في سنة 2015، ما قدره 23,5 مليار دولار أمريكي في مجال البرمجيات أي ما نسبته 40% من مجموع الإستثمارات المقدرة بـ 59,1 مليار دولار أمريكي، كما هو مبين في الشكل الموالي :

الشكل رقم 01 : رأس المال المخاطر المستثمر في سنة 2015 حسب قطاع الصناعة في الولايات المتحدة الأمريكية



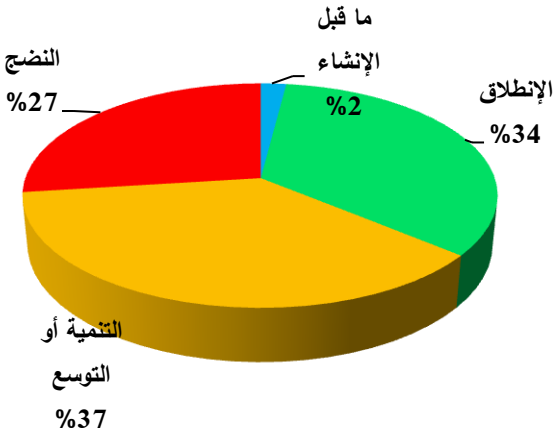
Source : National Venture Capital Association, Yearbook 2016, Thomson Reuters, P13-www.nvca.org/research/stats, studies (vu le 27/10/2016).

ومن الملاحظ في هذا الصدد، أن نحو 67% من الإستثمارات الأمريكية في رأس المال المخاطر يتركز، خلال سنة 2015، في المناطق التكنولوجية مثل كاليفورنيا وماساشوستس (National Venture Capital Association, 2016)[xxix].

5.2. إستثمار رأس المال المخاطر في مراحل العمل المختلفة

قامت شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في سنة 2015، بتمويل ما قدره 21 مليار دولار أمريكي لفائدة الشركات الموجودة في مرحلتها الأولى من النشاط، أي ما نسبته 36%، كما يبينه الشكل الآتي :

الشكل رقم 02 : رأس المال المخاطر المستثمر في سنة 2015 حسب مرحلة تطور المؤسسة في الولايات المتحدة الأمريكية :



Source : National Venture Capital Association, Yearbook 2016, Thomson Reuters, P13-www.nvca.org/research/stats, studies (vu le 27/10/2016).

إذا كانت شركات رأس المال المخاطر قد عرفت إنتعاشا في بعض الدول الصناعية، وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، وذلك بفضل الدعم الذي حظيت به من طرف حكوماتها، فإننا نكاد لا نجد له أثرا في بلداننا. فحتى الشركات التي تسمي نفسها بهذا الإسم لا تمول في الواقع سوى مشروعات تقليدية تمولها المؤسسات المصرفية الأخرى عن

طريق القروض، في حين أن المطلوب هو تمويل المشاريع المجددة أو أنشطة التجديد، والتي تقوم على أساس تكنولوجي عالي المستوى، وهو المطلوب دعمه في ظل إقتصاديات المعرفة التي تتطلبها عملية التنمية في الوقت الراهن.

المحور الرابع : آفاق تجربة شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

لقد فتحت التوجهات الجديدة في السياسة المالية الجزائرية، الباب أمام المؤسسات المالية لتساهم في مرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، وهذا من أجل تنمية وتطوير هذا القطاع في مجالات التكوين، المعلومات، الإستشارة،...إلخ، على ضوء الخبرة والمهارات والمساعدات التقنية والكيفية التي يمكن أن تساهم بها هذه المؤسسات المالية في تفعيل دور هذا القطاع الحيوي في المحيط الإقتصادي، ومن بين أهم الأعمال المسجلة ضمن هذا الإطار نجد إنشاء مؤسسات مالية قائمة على آلية التمويل برأس المال المخاطر.

حيث يرجع تأسيس شركات رأس المال المخاطر بصفة عامة إلى المشاكل المالية التي واجهت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويعود الإهتمام برأس المال المخاطر في الجزائر إلى النجاح الباهر الذي حققته هذه التجربة في الدول الرائدة في هذا المجال، ولما تؤتيه هذه الإستثمارات من ثمار في المستقبل، ومساعدة الدولة على تبني إستراتيجية للتزود بما يكفي من المؤسسات القادرة على الإستجابة لحاجيات الإقتصاد وتغطية جزء من السلع المستوردة وتنويع الإقتصاد وعدم الإعتماد فقط على الريوع النفطية غير المستدامة، وهي فرصة لتكييف إقتصادنا مع الإقتصاد العالمي خاصة مع الوضع الإقتصادي الراهن.

1. الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP) : تم إنشائها في سنة 1991 بعد صدور قانون النقد والقرض الذي سمح بإنشاء مؤسسات مالية خاصة (بريبش السعيد، 2007)[xxx]، بين بنكين جزائريين عموميين هما بنك التنمية المحلية والقرض الشعبي الجزائري، إلى جانب الصندوق المركزي للتعاون الإقتصادي المسمى حاليا الوكالة الفرنسية للتنمية (AFD)، لينظم بعدها البنك الأوروبي للإستثمار (BEI) سنة 1995. حيث تمثلت مهمة الشركة في مساعدة وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالمشاركة الجزائرية–الأوروبية في كل مجالات النشاط الإقتصادي، وبالتالي كان الهدف من إنشاء هذه الشركة هو دعم تمويل المشاريع وتكريس إنشاء وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تشكيل إطار لإستيعاب ونشر تقنيات هذه الطريقة في التمويل، وخلق لدى المستثمرين أهمية لهذا التمويل عن طريق الإمتيازات مقارنة مع التمويل البنكي.

2. المؤسسة المالية للإستثمار والمساهمة والتوظيف (SOFINANCE) : تم إنشائها في سنة 2000، من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE)، حيث تمثلت مهمة الشركة هو المساهمة في تعزيز وإنعاش الإقتصاد الوطني عن طريق إدخال نهج جديد في مجال تمويل الشركات، وهذا من خلال العمل على دعم وتحديث مرافق الإنتاج الوطني، التكثيف من النسيج الصناعي من خلال شركات فرعية، بيع وعمليات الدمج وإنشاء المؤسسات، إعادة بعث المؤسسات العامة، تقديم المساعدة والخدمات الإستشارية، تطوير منتجات مالية جديدة لتمويل الإستثمارات، بالإضافة إلى تمويل إنشاء وتأهيل المؤسسات ودعمها لفتح رأس مالها والبحث لها عن شركاء[xxxi].

3. الجزائر إستثمار (El Djazaïr Istithmar) : تم إنشائها في سنة 2009، وهذا بمبادرة من بنكين جزائريين عموميين هما بنك الفلاحة والتنمية الريفية والصندوق الوطني للتوفير والإحتياط. وهي تسعى إلى الدخول في شراكة وذلك بمساهمة نقدية، ذات أقلية (49 % كأقصى حد) وبصفة مؤقتة من رأس مال الشركة المستهدفة، وهذا خلال جميع مراحل نموها. ومنه كل عملية تتعلق بالمساهمات في الأموال الخاصة وشبه الخاصة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة[xxxii].

4. صندوق الإستثمار الولائي : وفقا لأحكام المادة 100 من الأمر رقم 01-09 المتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2009[xxxiii]، أنشأت الحكومة 48 صندوق إستثمار يخص جميع ولايات الوطن، برأس مال قدره 01 مليار دينار جزائري

لكل صندوق، وهذا بمساهمة الخزينة العمومية بنسبة 100%، حيث أوكلت إدارتها لصالح حساب الدولة، وبموجب الإتفاقات الموقعة مع وزارة المالية إلى خمسة (05) شركات إستثمار، ثلاثة (03) منها عملية الآن، وهي[xxxiv]:

- الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP)، وقد عهد إليها ستة عشر (16) صندوق إستثمار ولائي.
- المؤسسة المالية للإستثمار والمساهمة والتوظيف (SOFINANCE)، وقد عهد إليها ستة (06) صناديق إستثمار ولائية.
- الجزائر إستثمار (El Djazaïr Istithmar)، وقد عهد إليها ستة (06) صناديق إستثمار ولائية.

أما المتبقيين، البنك الخارجي الجزائري والبنك الوطني الجزائري، ستكونان مسؤولتان عن إدارة عشرة (10) صناديق إستثمار ولائية لكل منها، ريثما يتم إنشاء فرعيهما المتخصصين في رأس المال الإستثماري.

وبالمقابل، تتمثل المهام الرئيسية لصناديق الإستثمار الولائية، فيما يلي :

- تمويل المشاريع المنجزة من طرف أصحاب المشاريع الشباب بالمساهمة في رأس المال مؤسساتهم الصغيرة والمتوسطة وهذا خلال جميع مراحل نمو المشروع.
- تسهيل وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات رأس المال الضئيل إلى الإئتمان البنكي من خلال تحسين هياكلها التمويلية.

لم يرقى عمل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر إلى مستوى تطلعات كل من القائمين على البلاد والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وشركات رأس المال المخاطر في حد ذاتها، ويرجع ذلك إلى قلة رؤوس الأموال المستثمرة في هذه الشركات.

ورغم التحفيزات المقدمة من طرف الدولة لهذا القطاع كالتحفيزات الضريبية والتنظيمية، إلا أن تدخلات هذا القطاع في مجال التمويل والدعم الفني بقي ضعيف ويرجع ذلك إلى ضعف الإيرادات المحققة من طرفه، ضف إلى ذلك أن هذه الشركات ترتكز على تمويل الإبداع والإختراع التكنولوجي وتمويل الأفكار الجديدة، إلا أن الجزائر وغيرها من الدول النامية تعتبر دول ناقلة للتكنولوجيا لا منشأة لها، وهو ما أدى إلى تقييد دور شركات رأس المال المخاطر.

خلاصة

من خلال دراستنا السابقة يتضح لنا أنه إذا تمت ممارسة رأس المال المخاطر كأداة تمويلية بشكل صحيح، خاصة مع طبيعته المتوافقة مع بعض صور التمويل في الشريعة الإسلامية، فسوف تكون لهذه الممارسات فوائد كبيرة على الإقتصاد الوطني لمرافقة النموذج الجديد للنمو، خاصة مع إرادة السلطات العمومية في مواصلة الجهود للتحكم في المالية العامة للبلاد التي تواجه منذ أكثر من سنتين إنهيارا حادا في أسعار المحروقات، وهذا من خلال التدابير الهادفة إلى تعميق التوجه الهادف للإستغلال الأمثل والصارم للموارد المالية والحرص على ترشيد النفقات وعقلنة صرف المال العام عن طريق تحديد الأولويات، قصد تمكين الدولة من الإضطلاع على أكمل وجه بتعجيل التنوع الإقتصادي ودعم عجلة النمو في شتى المجالات وإستغلال كل الطاقات لخلق الثروة، وفي هذا الصدد، تأثيرها على منظومة الإستثمار وحركية الأموال في البلاد، والذي ستتحرر بفضله البلاد على المدى المتوسط من التبعية للمحروقات، وبالتالي التخفيف من الأثر السلبي الناجم عن إنخفاض أسعارها في السوق الدولية على التوازنات المالية الداخلية والخارجية للدولة.

فلا يكفي في الواقع إبرام بروتوكولات إتفاق مع البنوك أو إنشاء صناديق ضمان القروض لحل مشكلة تمويل إستثمارات التنمية المرتبطة بأنشطة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمحفوفة بمخاطرة عالية، بل يتعين دعم إنشاء شركات رأس المال المخاطر كآلية جديدة للتمويل، بدلا من الإقتصار على أسلوب القروض المصرفية في التمويل، مما ينجم عنه تعزيز تنويع النسيج الإنتاجي للسلع والخدمات وبالتالي تسريع في ديناميكية النشاط الإقتصادي، ومن ثم تحسين مردود

الموارد المالية العادية للدولة، من خلال إستيعاب السوق الموازية وتنظيمها في إطار قانوني وجعلها موردا لتحسين التحصيل الضريبي وتوسيع القاعدة الجبائية مع الإستغلال الأمثل للتنوع الكبير في الإمكانيات المادية والبشرية الجديدة، في إطار الدعم المكيف للمؤسسات وتشجيع الإستثمارات التكنولوجية وأنشطة البحث والتطوير، بهدف الإندماج في إقتصاد المعرفة ورفع الإنتاج الوطني بما يتماشى وتحقيق الإكتفاء الذاتي وتوسيع التصدير خارج المحروقات والذي يعد أهم المؤشرات على نجاعة وفعالية الإقتصاد الوطني. وعليه فمن الضروري الإستعانة بهذا النوع من التمويل وتشجيعه لمرافقة المشروعات ذات فرص النمو المتوقع، وذلك من خلال المتطلبات الرئيسية والأولية لنجاحه، والتي لا تختلف فيما بين الدول المتقدمة والنامية، ومنها :

- إيجاد تشريع ينظم نشاط التمويل القائم على رأس المال المخاطر ويوفر الحماية القانونية للمستثمر المحلي والأجنبي، مع منحه تحفيزات خاصة ذلك أن الإستثمار في هذا المجال ضئيل الجاذبية بسبب إرتفاع درجة المخاطرة فيه، إلى جانب تحديد الصناعات أو القطاعات المستهدفة.
- الترويج لنشاط رأس المال المخاطر وجدواه الإستثماري، من خلال مساعدة الجهات الحكومية ذات العلاقة في توفير البيئة التنظيمية المشجعة لدعم إستثماراته وتعزيز دور الجهات الأكاديمية والبحثية في رفد هذا النوع من الإستثمارات وإبراز التجارب العالمية الرائدة والناجحة في هذا المجال للإستفادة من خبراتها.
- القيام بحملات توعية في صورة محاضرات وورش عمل مع جميع الأطراف الفاعلة، لإلقاء الضوء على شركات رأس المال المخاطر التي كان لها الفضل في تنمية المشاريع المعرفية في الغرب، كآلية لزيادة التمويل داخل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- إيجاد إقتصاد مستقر يسمح بإزدهار شركات رأس المال المخاطر.

المراجع

[i] – رحيم حسين، **نحو تطوير الوساطة المالية في الجزائر (نموذج مصرف المشاركة المخاطر)**، الملتقى الوطني الأول حول المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة : منافسة – مخاطر – تقنيات، جامعة جيجل، 06-07 جوان 2005.

[ii] - Steven N. Kaplan And Per Stromberg, **Venture Capitalists as Principals (Contracting, Screening and Monitoring)**, American Economic Review, Vol. 91, N° 02, May 2001, P 427.

[iii] - Jean Lachmann, **Capital-risque et Capital-investissement**, Edition Economica, Paris, 1999, P 14.

[iv] – عبد الكريم أحمد قندوز، **ملتقى رأس المالي الجريء الواقع وآفاق المستقبل**، الهيئة الإسلامية العالمية للإقتصاد والتمويل التابعة لرابطة العالم الإسلامي، الرياض ، 21 فيفري 2012.

[v] – وزارة المالية لجمهورية مصر العربية، **تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة**، مصر، 2004، ص 12.

[vi] – عبد الله براهيمي، **المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكل التمويل**، الملتقى الدولي متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 17-18 أفريل 2006.

[vii] - Alexander Groh, Heinrich Liechtenstein, Karsten Lieser and Markus Biesinger, **The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index**, Annual, IESE Business School – University of Navarra, Spain, 2016, P 24.

[viii] – أحمد بن عبد الرحمن الشميمري، **ملتقى رأس المالي الجريء الواقع وآفاق المستقبل**، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل التابعة لرابطة العالم الإسلامي، الرياض، 21 فيفري 2012.

[ix] – عبد الباسط وفا، **مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة**، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص ص 83-85.

[x] - Faruk Ülgen, **La dynamique de financement de l'innovation**, Edition de Boeck Supérieur, Innovations 2007/1, N° 25, PP 62-64, www.cairn.info/revue-innovations-2007-1.htm (vu le 28/05/2016).

[xi] - Frédérique Savignac, **Quel mode de financement pour les jeunes entreprises innovantes (Financement interne, prêt bancaire, ou capital-risque ?)**, Volume 58, Edition Presses de Sciences Po (P.F.N.S.P.), Revue économique 2007/4, P 864, www.cairn.info/revue-economique-2007-4.htm (vu le 28/05/2016).

[xii] – وزارة المالية لجمهورية مصر العربية، **مرجع سبق ذكره**، ص 20.

[xiii] – روينة عبد السميع وحجازي إسماعيل، **تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر**، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف-الجزائر، 17-18 أفريل 2006.

[xiv] – السيد الصيفي، **ملتقى رأس المالي الجريء الواقع وآفاق المستقبل**، الهيئة الإسلامية العالمية للإقتصاد والتمويل التابعة لرابطة العالم الإسلامي، الرياض، 21 فيفري 2012.

[xv] – عبد الباسط وفا، **مرجع سبق ذكره**، ص ص 76-77.

[xvi] – وزارة المالية لجمهورية مصر العربية، **مرجع سبق ذكره**، ص 20.

[xvii] - National Venture Capital Association, **Yearbook 2016**, Thomson Reuters, PP 12-13, www.nvca.org/research/stats-studies (vu le 27/10/2016).

[xviii] – سليم المسدي، **ملتقى رأس المالي الجريء الواقع وآفاق المستقبل**، الهيئة الإسلامية العالمية للإقتصاد والتمويل التابعة لرابطة العالم الإسلامي، الرياض، 21 فيفري 2012.

[xix] – وزارة المالية لجمهورية مصر العربية، **مرجع سبق ذكره**، ص 23.

[xx] - Ministère de l'Industrie et des Mines, **Bulletin d'information Statistiquem**, N°28, Mai 2016, P 09.

[xxi] – سيف الدين تاج الدين، **ملتقى رأس المالي الجريء الواقع وآفاق المستقبل**، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل التابعة لرابطة العالم الإسلامي، الرياض، 21 فيفري 2012.

[xxii] - National Venture Capital Association, **Op-Cit,** P 49.

[xxiii] - www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/02/weodata/index.aspx (vu le 15/11/2016).

[xxiv] - www.sba.gov (vu le 14/11/2016).

[xxv] - www.sba.gov/sbic/general-information/program-overview (vu le 14/11/2016).

[xxvi] - www.opic.gov (vu le 14/11/2016).

[xxvii] - www.privco.com/investors/venture-capital/business-venture-promotion-co-ltd (vu le 15/11/2016).

[xxviii] - www.iadb.org/en/sector/private-firms-and-sme-development (vu le 15/11/2016).

[xxix] - National Venture Capital Association, **Op-Cit,** P 14.

[xxx] – بريبش السعيد، **رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (دراسة حالة شركة SOFINANCE)**، العدد 05/2007، مجلة الباحث، دورية أكاديمية محكمة سنوية تصدر عن كلية الحقوق والعلوم الإقتصادية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ص 12.

[xxxi] - www.sofinance–dz.com (vu le 25/10/2016).

[xxxii] - www.eldjazair-istithmar.dz (vu le 25/10/2016).

[xxxiii] – الأمر رقم 01-09 مؤرخ في 29 رجب 1430 الموافق لـ 22 يوليو 2009، الجريدة الرسمية عدد 44، سنة 2009.

[xxxiv] - www.andi.dz/index.php/ar/fonds-d-investissement (vu le 25/10/2016).