

شركات رأس المال المُخاطر وصناديق الاستثمار الخاص ودورها التمويلي مع دراسة حالة الجزائر

أحمد أمين سعد الله

أستاذ مساعد كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة سعد دحلب،

Email: a_sadallah@univ-blida.dz

Abstract: The presence of venture capital and private equity firms in emergent and developing markets is becoming a promising financial substitute chiefly in a country like Algeria. Indeed, Algeria is one of large countries which aims to overstep the dominance of bank-based economy over financing economic activities toward a real market-economy that allow small firms to rise capital and the size of assets. The role of Venture Capital and private equity is not limited in financial support but they even back Early-stage, high-potential firms and managing new entrepreneurial companies and projects and hence constitute a key boosting for young investors and national industry.

This paper aims to explore the mechanism of work of venture capital, private equity then prevue the literature review concerning the relations between small and emergent companies and this kind of financing. We will conclude the study with results on the future of venture capital in Algeria.

ملخص: أصبح وجود شركات رأس المال المُخاطر وصناديق رأس المال الخاص في الاقتصاديات الناشئة والنامية، يعتبر بديلا تمويليا واعداد خاصة في بلد مثل الجزائر. الجزائر هي إحدى الدول التي تطمح إلى التخلص من سيطرة الاقتصاد البنكي على عمليات التمويل نحو اقتصاد سوق حقيقي يسمح للشركات الصغيرة بأن ترفع رأسمالها وحجم أصولها بدل الاعتماد كليا على القروض. ولا ينحصر دور هذه الشركات في التمويل فحسب بل في دعم ومتابعة المشاريع الجديدة مما يشكل محفزا أساسيا للمستثمرين الصغار وللنسيج الوطني الصناعي خاصة.

نستعرض في هذا البحث آليات عمل شركات رأس المال المُخاطر وصناديق الاستثمار الخاص وظروف نشأتها، ونحاول توضيح العلاقة المتبادلة بين الشركات الناشئة وهذا النوع من التمويل.

الكلمات المفتاحية : رأس المال المُخاطر، صندوق الاستثمار الخاص، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، المشاريع الناشئة، إدارة المشاريع الجديدة، الأسواق الناشئة.

مقدمة

يمكن لتوفر الموارد المالية في المجتمع وتوظيفها بالشكل الأمثل عبر قنوات ووسائل حديثة نحو الاستثمار والاقتصاد الوطني، أن يحقق دورا ايجابيا في التنمية الاقتصادية، كما أنه من شأنه تحقيق الأمن الاقتصادي والاستقرار السياسي والاجتماعي للدول. لاشك أن إيجاد وسائل جديدة لتواصل المدخرين وأصحاب الاستثمار يساهم بشكل كبير في تحقيق هذا الهدف.

إضافة إلى أهمية وجود سوق مالية منظمة بقوانين تسمح بالاتصال بين أصحاب الأموال وطالبي التمويل فإن إيجاد مؤسسات تمويلية حديثة له أهميته في طرح بدائل تمويل جديدة للمستثمرين.

من جانب المستثمرين نخص بالذكر هنا الشركات الصغيرة والمتوسطة التي تعتبر حجر الأساس في التنمية سواء في الدول المتقدمة أو الناشئة أو النامية. ولهذا السبب وجب إعطاء اهتمام أكبر لتمويل هذا النوع من الشركات وفق مقاييس خاصة تواكب حاجيتها المالية المتزايدة، حيث أن هذه الشركات تحتاج إلى دعم مالي خاص خلال مراحل نموها. لهذا الغرض تم استحداث مؤسسات تمويلية حديثة توازي عمل البنوك تدعى مؤسسات رأس المال المخاطر.

إضافة إلى ماسبق فإن الشركات لا تحتاج إلى تمويل تقليدي لتلبية حاجيات دورة الاستغلال فحسب، وإنما يلزم الشركات الناشئة دعم خلال دورة حياتها خصوصا في البداية حيث تمويل الابتكار. إن تمويل الابتكارات والمشاريع التقنية هي من اختصاص صناديق الاستثمار الخاص عموما ورأس المال المخاطر بصفة خاصة.

لا يقصد بالابتكار في هذا المجال الاختراعات الجديدة بشكل محدد، وإنما تمويل الابتكارات هو تمويل كل تكنولوجيا جديدة أو أسلوب أو نظام أو منتج مستحدث له سوق تستقبله و فرص واعدة لكي يتطور.

إن مؤسسات تمويلية تقليدية مثل البنوك لا يمكنها مرافقة المشاريع الجديدة والابتكارات خلال كل دورة حياة المؤسسة. من خلال هذا البحث نحاول استطلاع آليات عمل شركات رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار الخاص التي أصبحت نموذجا تمويليا فعالا يمكنه إيجاد الحلول المطلوبة لإشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة في الدول النامية مثل الجزائر.

1- بداية مؤسسات رأس المال المخاطر و دورها الإنمائي

يعتبر مفهوم مؤسسات رأس المال المخاطر جديدا في السوق الجزائرية، إذ يعتبر تاريخ وجودها ونشاطها في الجزائر حديثا جدا. إن رأس المال المخاطر¹

هو عبارة عن علاقة مالية في عالم الأعمال بين مستثمر (صاحب رأس المال) وبين مقاول، أو مستثمر يريد إنشاء مؤسسة أو مشروع جديد مبتكر، عادة ما يكون اختراعا في عالم التكنولوجيا أو مشروعا جديدا في السوق.

صاحب رأس المال المخاطر هو الطرف الممول أما المقاول فهو المستثمر الصغير الذي يمتلك الفكرة والمشروع ولكنه يطلب التمويل. هذا الأسلوب التمويلي لا يقوم على تقديم النقد فحسب مثلما هو الحال في التمويل البنكي بل يقوم على أساس المشاركة؛ حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون أن يضمن العائد ولا أصل المبلغ، وبذلك فهو يخاطر بأمواله.

يكتسب رأس المال المخاطر أهميته من كونه يوجه عادة إلى المستثمرين الصغار وأصحاب الشركات الصغرى والمتوسطة، كما أن التمويل في هذه الصيغة لا يكون على سبيل الإقراض والاقتراض كما في البنوك وإنما يكون بصيغة التمويل بالمشاركة في الربح والخسارة بين الطرفين.

تطورت مؤسسات رأس المال المخاطر بتطور إقتصاد السوق والرأسمالية، حيث ظهرت أول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية حينها تيقنت أمريكا بضرورة دعم مشاريع التكنولوجيا الناشئة. فكان أن استدعى البنتاغون الرجل العسكري جورج دوريو G. Doriot الذي اقتنع بضرورة تأسيس شركات تمويلية لأصحاب المشاريع التكنولوجية المبتكرة ودعمها. وكانت فكرة إنشاء أول مؤسسة سنة 1946 في بوسطن وهي مؤسسة American Research & Development (ARD) وكان مبدؤها هو الذي تيسر عليه معظم مؤسسات رأس المال المخاطر اليوم وهو إلتقاء ثلاثة عناصر وهي رأس المال مع الشركات الناشئة والمبتكرة والبحث والتطوير.

ومع تزايد المشاريع الالكترونية خاصة في أمريكا وباقي العالم بعد الخمسينيات من القرن العشرين اتسعت رقعة نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر وأصبحت تساهم فعليا في تمويل النشاط الاقتصادي الحديث. تسارعت وتيرة نشاط هذه المؤسسات ولاقى اهتماما من ألمانيا، فرنسا بريطانيا. وقد أدخلت السلطات الفرنسية هذه الشركات في بداية السبعينيات ونظمت نشاطها بقوانين تسهيلية وامتيازات ضريبية واشترطت أن يكون 80 % من تمويلاتها يخص المشاريع المبتكرة projets innovants. كما أن قانون 1985 ألزم أن تكون 50% من تمويلات رأس المال المخاطر تخص الشركات الغير مسجلة في السوق وهذا لدعم المؤسسات الصغرى والناشئة. ولكن لم يبرز نشاط هذه الشركات فعليا في فرنسا إلا بعد سنة 1997. ومن ضمن الشركات الناجحة التي تم تمويلها عن طريق رأس المال الخاص توجد شركة غوغل لمحركات البحث وشركة سكايب الأوروبية.

1.1 - رأس المال المخاطر و صناديق الاستثمار الخاصة

يعتبر رأس المال المخاطر أحد أقسام صناديق الاستثمار الخاصة Private Equity Fund وهذا الأخير هو عبارة عن مؤسسات استثمارية تضم مجموعة من المستثمرين الذين يريدون المشاركة في رأس المال الخاص للشركات الجديدة أو الناشئة والتي عادة ما تحتاج إلى تمويل ولا تستطيع فتح رأسمالها مثل الشركات المسجلة في السوق sociétés cotées. عادة ما تقسم صناديق الاستثمار الخاصة إلى ثلاثة أنواع:

- رأس المال المخاطر وهي تهتم خاصة بتمويل انطلاقة الشركات والدعم بالخبرة والتقنية.

- رأس مال النمو وهو لتمويل نمو الشركات.

- رأس المال الناقل وهو لدعم نقل ملكية الشركة أو التنازل عنها.

بازدياد نشاط رأس المال المخاطر أصبحت تسمية صناديق الاستثمار الخاصة تشير اصطلاحاً إلى مؤسسات رأس المال المخاطر.

تعمل صناديق الاستثمار الخاصة على تمويل المشاريع الجديدة والتي عادة ما تتميز بتوقع مردودية عالية و مخاطرة أكبر. ويتم ذلك عن طريق شراء حصص مساهمين في رأس المال المؤسسة أو برفع حجم رأس المال الخاص للشركة وزيادة نسبته في هيكل تمويل الشركة.

تتكون صناديق الاستثمار الخاصة من عناصر عدة، فقد تكون مؤسسات عمومية أو خاصة ذات طابع صناعي أو مالي، بنوك، مستثمرين خواص أثرياء يبحثون عن توظيف أموالهم و أصحاب الخبرة المهنية.

بعد أزمة القروض الرهنية سنة 2007، و الإجراءات الصارمة للحد من حجم القروض الممنوحة هبط حجم رأس المال الناقل leveraged-buy out² وهذا الأخير هو عملية نقل ملكية وحياسة رأس مال شركة عن طريق عملية اقتراض.

غير أن حجم صناديق الاستثمار زاد بشكل فعلي في العشرين سنة الأخيرة بفعل القوانين التحفيزية والإعفاءات الضريبية، فازداد حجم هذه الصناديق في الولايات المتحدة مثلاً بـ 10 ملايين دولار سنة 1991 مقابل 459 مليار دولار سنة 2006³.

في المقابل ظهرت صناديق استثمار إسلامية وهي تماثل نشاط صناديق الاستثمار التقليدية باستثناء أنها لا تستعمل أدوات الاقتراض مثل رأس المال الناقل ولا تضمن أي عوائد ثابتة للمستثمرين كما أن المشاركة ينبغي أن تكون في مشاريع جائزة شرعاً.

وفي كل الأحوال فإن المبدأ الذي تقوم عليه صناديق الاستثمار الخاص في الاقتصاد التقليدي يتوافق مع أحكام الشريعة، ولهذا وصفت السوق الأمريكية على أنها من أكبر الأسواق التمويل الإسلامي نظرا لانتشارها الواسع هناك وموافقتها لأحكام المشاركة في التمويل الإسلامي.

لقد ثبت أن شركات رأس المال المخاطر لها أهمية كبيرة في تحقيق و تمويل نشاطات ريادة الأعمال entrepreneurial وكذلك كمحرك مهم للتنمية الاقتصادية والابتكارات كما أشار كرتوم و ليرنر ⁴ Kortum & Lerner (2000).

لكن الدراسات التي تبين المحددات الكلية لنشاط رأس المال الخاطر ضمن اقتصاد السوق تبدو قليلة، و لعل دراسة بورتيبا (1989) Porteba هي من أهمها حيث يرى أن تغير معدلات الضريبة على الأرباح الرأسمالية capital gain هي من المؤثرات الهامة على حجم التمويل برأس المال المخاطر وسعة انتشاره. وسبب ذلك هو أن الكثير من المستثمرين عن طريق رأس المال المخاطر يكونون معفيين من الضرائب.

أما بلاك و غيلسون ⁵ Black & Gilson (1998) فيشيران إلى وجود علاقة هامة بين حجم التمويل برأس المال المخاطر ومدى تطور النظام المالي داخل البلد، آخذين بعين الاعتبار مثال الولايات المتحدة حيث تنتشر شركات رأس المال المخاطر بكثرة بسبب وجود سوق مالية قوية خاصة بالمستثمرين المبتدئين.

وفي دراسة لجانغ و ويلز ⁶ Jeng & Wells (2000) في 21 بلد على مدى عشر سنوات وجد أن المؤثرات الكلية الأخرى هي الصرامة في سوق العمل، مستوى الأسواق المالية الخاصة بالإكتتاب الأولي Initial Public market Offering، الخطط الحكومية في دعم برامج المشاريع المبتدئة الريادية هي أهم المؤثرات التي تفسر التباين الملاحظ في حجم نشاط رأس المال المخاطر في هذه البلدان.

لا شك أن القوانين الضريبية للبلد هي العامل الرئيسي في تحديد مستوى حضور صناديق الاستثمار الخاص عموما و رأس المال المخاطر بصفة خاصة، غير أن عوامل أخرى اجتماعية و دعم مشاريع الابتكار من الحكومة وتشجيع المواهب وأصحاب الأفكار هي الأخرى عوامل مهمة.

القليل من الدراسات ركزت على تأثير العوامل الاجتماعية والسياسية في تحديد مستوى رأس المال المخاطر ورأس المال الخاص رغم أن محيط العمل للشركات المبتدئة مهم في تحديد حجم الاستثمار عن طريق هذا النوع من التمويل. فمن

المعلوم أن تطور الاستثمارات داخل البلد بشكل منتظم يتوقف على مدى الاستقرار الاجتماعي و السياسي في المحيط.

فإضافة إلى العوامل السابقة وجد شيرتler⁷ (2003) Schertler أن وجود رأس المال البشري له أثر هام في نمو حجم التمويل برأس المال المخاطر في أوروبا. هذا العامل بالذات قد يكون ذو أهمية في زيادة حجم التمويل برأس المال المخاطر والاستثمار برأس المال الخاص عموما في الدول النامية وخاصة الدول العربية حيث تتوفر قاعدة واسعة من رأس المال البشري ومن المخرجين وأصحاب الأفكار.

أما بونيني وألكان⁸ (2009) Bonini & Alkan فحاولا مؤخرا إيجاد علاقة بين المتغيرات الاجتماعية والاقتصادية مع حجم رأس المال المخاطر داخل عينة من الدول، فظهرت تأثيرات متباينة لمستوى الرشوة و النزاعات الداخلية والمخاطر السياسية على حجم رأس المال المخاطر. فمثلا تبين أن تأثير معدلات الرشوة قليلة عليها وكذلك الخلافات الطائفية بينما تأثير استقرار الحكم السياسي أو قوانين الاستثمار في البلد لها التأثير الأكبر على نمو رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار الخاص.

ونظرا لاتساع انتشار هذا التمويل في العالم ظهرت مجالات متخصصة و عامة حول رأس المال الخاص و رأس المال المخاطر منها:

European Venture Capital Journal ،An International Journal of Entrepreneurial Finance ،The Asian Venture Capital Journal Journal of Venture Capital and Financial Services.

والغرض منها مواكبة أخبار التمويل الخاص وإطلاع المستثمرين المبتدئين على الفرص المتاحة لهم. بدأ رأس المال الخاص ورأس المال المخاطر ينتشر بسرعة في السنوات الأخيرة في المنطقة العربية

1.2- الأهمية الاقتصادية لرأس المال الخاص و المخاطر

من خلال تتبع التاريخ القصير للتمويل برأس المال الخاص ورأس المال المخاطر يمكن القول أن هذا النوع من التمويل بإمكانه أن يكون ركيزة أساسية للتنمية عموما سواء في الدول المتقدمة أو النامية. فمن جهة هو يوفر دعما ماليا وخبرة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة وهو الذي يسمح بانطلاقها ونموها وبهذا يستطيع توفير مناصب شغل كثيرة.

ومن جهة أخرى يسمح التمويل عن طريق هذه الشركات بدعم التنافسية والقدرة على اقتحام السوق مع المؤسسات الكبرى وبالتالي يمكن أن تكون هذه المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة فيما بعد شركات مساهمة مسجلة في السوق المالية. وبهذا تعمل شركات رأس المال الخاص والمخاطر دور الرافعة للاستثمارات الجديدة والناشئة. فمثلا كانت رأس المال المخاطر في الثمانينيات والتسعينيات من القرن العشرين تمويل مشاريع التكنولوجيا الحديثة أكثر من غيرها بينما في نهاية التسعينيات بدأ الاهتمام بتمويل الاستثمارات في قطاع الأنترنت.

نظرا لتمتع شركات رأس المال الخاص بقوانين تحفيزية و اهتمامها بالمشاريع المبتكرة فهذا يسمح لها باستقطاب براءات الاختراع ومشاريع التكنولوجيا ذات العائد المتوقع الكبير، وهذا يمكن شريحة الشباب والمخرجين وأصحاب الحرف والابتكارات أن يجدوا ملاذا لدى هذه الشركات للبحث عن التمويل اللازم وتحقيق أهدافهم.

فمثلا في بلد كفرنسا حيث معدلات البطالة زادت في الآونة الأخيرة، استطاع الاقتصاد أن يستوعب هذا التمويل بحيث أصبحت ربع الشركات ممولة برأس المال الخاص، و حققت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نموا سنويا معتبرا بينما كانت نسبة نمو التمويل برأس المال الخاص تقدر بـ 6.6 % وتحقيق مليون ونصف منصب شغل. أما نمو رقم أعمال الشركات الصغيرة و المتوسطة فقدّر بـ 11% بين 2005 و2006 في حين أن نمو الناتج الداخلي الخام لم يتجاوز 4%.

من ضمن الدول التي حققت فيها شركات رأس المال الخاص نجاحا كبيرا هي الكيان الإسرائيلي حيث استطاعت هذه الصناديق تمويل مشاريع التكنولوجيا الناشئة ومشاريع البحث والتطوير واستطاعت فيما بعد شركات التكنولوجيا هذه أن تسجل في سوق المالية الخاص بالتكنولوجيات مثل الناسداك.

أما في الدول العربية هي الأخرى فإن رأس المال الخاص أخذ في الانتشار بسرعة خاصة في دول الشرق الأوسط، ففي دول الخليج العربي يوجد نحو 43 صندوق رأس مال خاص يستثمر في الدول العربية إضافة إلى أوروبا، آسيا والأمريكتين. و كان رأس مال هذه الصناديق سنة 2006 يقدر بـ 3 ملايين لي تجاوز سنة 2008 21 مليار دولار وهذا بعد دخول 14 شركة جديدة⁹.

رغم اتساع رقعة ر.م (رأس المال الخاص والمخاطر) في العالم إلا أنه يظل متمركزا بشكل أكبر في الولايات المتحدة وبريطانيا. لقد أظهر فاهن وفوخس¹⁰ Fehn & Fuchs(2003) أن هذه الشركات هي التي استطاعت تحقيق أكبر قدر من مناصب الشغل ونمو الشركات الصغيرة والمتوسطة.

مما سبق نستنتج أن صناديق رأس المال الخاص بما فيها شركات رأس المال المخاطر تتركز على ثلاثة مراحل:

1- مرحلة المشاركة في رأس المال الشركة (المشروع الجديد) الذي يتميز عادة بمردودية و مخاطر عالية.

2- مرافقة هذه المشاريع الناشئة بالخبرة والتمويل لفترة تمتد من خمس إلى عشر سنوات، حينها تستطيع هذه شركات رأس المال الخاص تحصيل حصص أرباحها.

3- في الأخير يمكن لشركات رأس المال المخاطر أن تخرج من المشاركة عن طريق التنازل عن أسهمها، وذلك حين تبلغ المؤسسة درجة من النضج بحيث تستطيع أن تسجل نفسها في السوق المالية مثل الشركات الكبرى.

مع ذلك يبقى التساؤل حول العوامل التي أثرت وأدت إلى استقطاب الدول النامية و الناشئة لـ ر.م في السنوات الأخيرة. لاشك أن أهم ما يميز الدول الناشئة حاليا هي اتساع حجم السوق المالية فيها هذا ما يجعل وجود رابط بين عامل وجود سوق مالية و ر.م حيث أن الدور الذي تقوم به ر.م هو تمويل الشركات حتى تصبح قادرة على المنافسة والتسجيل في السوق فيما بعد.

وبهذا فإن وجود اقتصاد سوق متين في هذه الدول يعتبر بمثابة القاعدة التي يمكن أن تنشأ فيها ر.م، ولعل دول أوروبا الشرقية هي أبرز مثال على ذلك حيث انتشرت ر.م في دول مثل رومانيا، أوكرانيا وبولندا. هذا ما أكدته بعض الدراسات الأخيرة مثل كابلان وشوار¹¹ (2005) Kaplan & Schoar من أن وجود شركات ر.م ونشاطها داخل البلد يعتمد على مدى حجم السوق المالية.

أما غومبرز وليرنر¹² (2000) Gompers & Lerner أن ر.م يزيد وينمو أكثر في الدول التي لديها أسواق مالية واسعة و ذات سيولة أكثر.

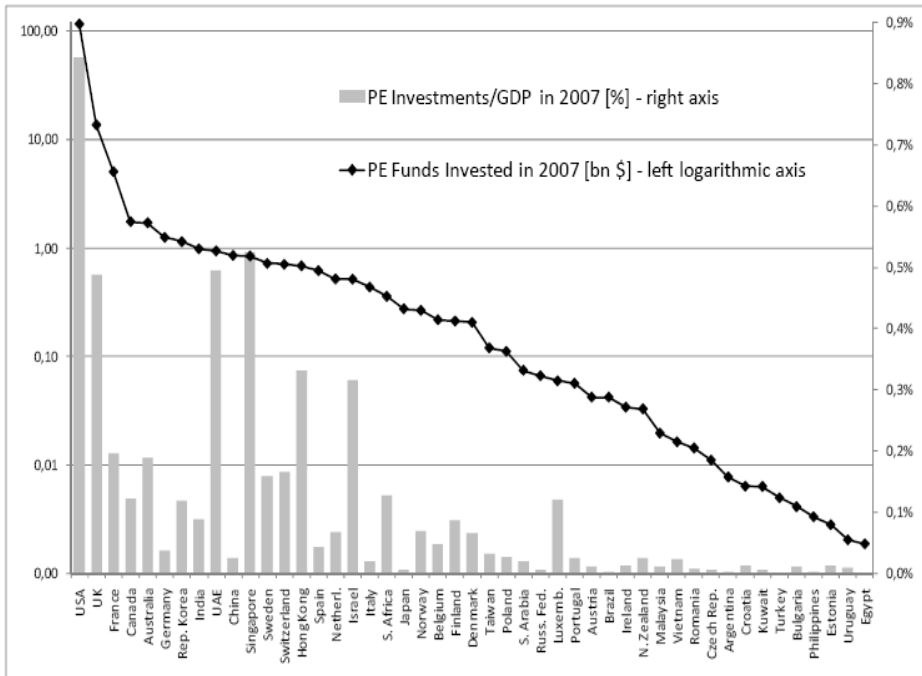
إن الشركات الصغيرة والمتوسطة عادة ما تحتاج إلى تمويل سريع وفعال خاصة بالنسبة للمشاريع ذات مخاطرة والتي تكون في بداية مشوارها أو في مرحلة نمو، وبما أن ليست كل البنوك باستطاعتها تحمل هذه الأعباء فإن المخاطرين أصحاب ر.م هم الأقدر على تحقيق هذا الهدف و تلبية حاجيات هاته المؤسسات.

من خلال ما سبق نجد أن السياسة الحكومية التي تعمل على تشجيع وتسهيل إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي الأقدر على استقطاب أكبر عدد من المستثمرين المخاطرين capital risquer. إن العامل الجغرافي أيضا من شأنه تحديد مدى تمركز ر.م من غيرها، حيث يفترض تواجدها في المناطق التي تكون بقرب من الأماكن التي يوجد فيها طلب كبير، خاصة إذا كان المشروع ذو مخاطرة من ناحية أنه يسعى ترويج منتوجه في الدول المجاورة أو الأبعد. هذا لا يمنع من دخول ر.م حتى في بعض الدول التي كانت تتميز بنسبة نمو متوسطة في السنوات

الأخيرة ثم أصبحت تستقطب هذا النوع من التمويل مثل بعض دول جنوب آسيا كالفيتنام وكمبوديا.

من جانب آخر يرى كومينغ وزملاؤه¹³ Cumming & al (2006) أن نوعية النظام القانوني للبلد و صلابته هو الأكثر تحديدا لحجم ر.م من وجود السوق المالية. ولا شك أن قوانين البلد الاقتصادية هي ذات علاقة مباشرة وتؤثر في مدى تواجد صناديق الاستثمار الخاص بشكل عام وحتى البنوك.

إن مهارة الإدارة داخل صناديق الاستثمار الخاص و.ر.م يمكن أن تؤثر أيضا على تواجد أو خسارة هذه المؤسسات واختفائها في بعض الدول الناشئة. في دراسة ميدانية قام بها فاراغ وزملاؤه¹⁴ Farag & al (2004) على عينة من 68 مؤسسة قارن فيها بين دول التشيك، بولندا والمجر مع الاقتصاد الألماني فتبين لهم أن العامل الرئيسي الذي عطل بعض شركات ر.م عن تحقيق أهدافها والعوائد المتوقعة هي سوء الإدارة وعدم وجود خبرة كافية في تسيير المخاطر واختيار المشاريع. وفيما يلي حجم ر.م و صناديق الاستثمار الخاص في أهم دول العالم سنة 2007.



Source : "Thomson Financial", 2007.

هي نسبة الاستثمارات الممولة عن طريق ر.م وصناديق رأس المال الخاص إلى الناتج الداخلي الخام.

تمثل حجم صناديق الاستثمار الخاص بمليارات الدولارات (المحور العمودي على اليسار).

نلاحظ من خلال الشكل تباينا كبيرا بين الدول في مدى استخدامها للتمويل عن طريق رأس المال الخاص، ففي حين مازالت تحتل الولايات المتحدة الريادة في هذا التمويل، نجد دولاً كبيرة مثل الصين واليابان لا يشكل فيها نسبة الاستثمار الخاص إلى الناتج الداخلي الخام سوى نسبة قليلة بينما العكس ملاحظ في دول صغيرة مثل الإمارات العربية المتحدة، هونك كونغ ولوكسمبرغ.

ولهذا نرى أن الدول الأكثر انفتاحاً لجذب رؤوس الأموال الأجنبية والتي لديها قوانين تشجع الاستثمارات الأجنبية بإمكانها أن تكون أرضاً لزيادة صناديق رأس المال الخاص.

ولفهم دور ر.م في تمويل مراحل تطور المؤسسة، يمكن إجمالها في الجدول التالي:

التمويل الذاتي	الإنشاء	التوسع	التطور	النضج
رأس المال	تخص هذه المرحلة بالذات	جوهرية	نسبي	كاف
المخاطر	نادرة أو مستحيلة	صعبة	ممكنة	ممكنة أكثر
القروض	عالية جداً	عالية	موجودة	موجودة أقل
درجة المخاطرة	موجودة	بدرجة متواضعة	ضعيفة	تهدم عند التسجيل في السوق

المصدر: عبد الباسط وفاء، رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم الشركات الناشئة. دار النهضة العربية، القاهرة 2001.

رغم أن التمويل برأس المال الخاص يعتبر بديلاً مثالياً للبنوك إلا أنه لا يخلو من بعض الصعوبات، فقد لاحظ شاملا¹⁵ (2005) Chemla أن إدارة صناديق رأس المال الخاص أو ر.م مكلفة بالنسبة للقائمين عليها ولهذا يعتقد أن أحد محددات تواجد هذا النوع من التمويل هو مدى سرعة انتقال السيولة في البلد وقدرة المشاريع على تحقيق عوائد تكافئ توقعات المدراء.

تكون مؤسسات ر.م شريكة أصحاب المشاريع وهي عادة ما تتحصل على نسبة أرباح ما بين 15 إلى 30 % إضافة إلى نسبة من المصاريف الإدارية سنوياً، إلا أن المخاطرين يتدخلون غالباً في إدارة وتوجيه المشروع وإصدار القرارات مما قد يضايق أصحاب المشروع الأصليين. كما أن التمويل برأس المال الخاص مكلف كما رأينا في الفصول السابقة خاصة إذا ما علمنا أن شركات ر.م لا تمول إلا

المشاريع ذات المخاطر العالية مما قد يزيد من معدل العائد المطلوب من المخاطر.

وهنا نلاحظ أن ر.م يشبه إلى حد كبير طريقة المضاربة في التمويل الإسلامي وذلك فهو يتوافق مع أحكام الشريعة، هذا ما جعل بعض المحللين يصفون السوق الأمريكية بأكبر سوق تمويل إسلامي في العالم بسبب أن ر.م مستمد إلى حد بعيد من فكرة المضاربة التي تنتهجها البنوك الإسلامية.

2 - واقع شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

لقد أصبح من المؤكد حسب الدراسات الميدانية والنظرية أن نجاح رأس المال المخاطر هو عامل مهم يساهم في التنمية الاقتصادية والابتكار داخل البلد: ليرنر¹⁶ (1999) و Lerner (1999) وزيادة القيمة المضافة: شميدت¹⁷ (2003) Schmidt.

1.2 - بداية شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

إن تاريخ صناديق الاستثمار الخاص ور.م قصير جدا في الجزائر ومازال غير معروف بشكل تام لدى شريحة المستثمرين والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وسبب ذلك هو سيطرة الاقتصاد البنكي على عالم التمويل من جهة وعدم وجود سوق مالية متطورة كما هو الحال في البلدان المتقدمة أو الناشئة تسمح بفتح رؤوس الأموال.

يشكل ر.م بديلا واعدا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر نظرا لغياب الضمانات بين المتعاقدين في هذه التقنية و صعوبة الحصول التمويل من البنوك بالنسبة للمؤسسات المبتدئة. إضافة إلى أن الطرفين (المخاطر وصاحب الاستثمار) يشتركان في دراسة جدوى المشروع مما يعطيه دقة أكثر من ناحية دراسة المردودية و آفاق التسويق.

رغم إنشاء شركة فينالب finalep سنة 1991 إلا أن نشاطها الفعلي لم يبدأ يظهر فعليا إلا بعد سنة 2000 مساهمة في انجاز مشاريع قليلة. شركة رأس المال الخاص فينالب تم إنشاؤها مساهمة بين القرض الشعبي وبنك التنمية المحلية والوكالة الفرنسية للتنمية برأسمال قدره 732 مليون دينار جزائري، وكان هدفها مواجهة مشكلة التمويل التي قد تعترض الشركات الصغيرة والمتوسطة.

لقد كانت دول الجوار تونس والمغرب سباقة في تقنية التمويل الخاص مقارنة بالجزائر، فقد انطلق عمل صندوق رأس المال الخاص Maghreb Fund Private Invest Equity سنة 2006 في الجزائر وهذه المؤسسة تنشط أيضا في تونس و المغرب وتهتم بتمويل المؤسسات الناشئة في كافة مراحلها (الإنشاء،

(النمو، الانتقال). وهو أهم صندوق استثمار خاص في الجزائر حيث يقدر رأسماله بـ 56 مليون أورو.

و من بين المساهمين في هذه الشركة يوجد الشركة المالية العالمية و هي فرع من البنك الدولي، وأيضا البنك الأوروبي للاستثمار، والشركة الهولندية المالية للتنمية. أما تسيير هذا الصندوق فقد وكل إلى شركة Tuninvest التونسية، يسعى هذا الصندوق إلى:

المشاركة في رأس مال المؤسسات الناشئة في الجزائر، تونس والمغرب. كما أنه يساهم في عملية خصخصة الشركات العمومية في المنطقة ودعم النشاطات الاستثمارية الواعدة والجديدة. وهنا يخص هذا الصندوق بالذكر مشاريع الاتصالات، الصناعة التكنولوجية والغذائية، قطاع النقل والتوزيع.

يعتبر آخر صندوق استثمار خاص ولد في الجزائر هو ما أنشأه سنة 2009 كل من بنك البدر الجزائري مساهمة مع الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط Cnep بنسبة 70% للأول و 30% للثاني ويدعى الجزائر للاستثمار El Djazaïr Istithmar Spa. هذه الأخيرة هي شركة رأسمال مخاطر ذات رأس مال مليار دينار، و ينتظر منها أن تقوم بدور فاعل في تمويل انطلاق الشركات الصغيرة تمويل تنميتها، كما يمكنها أن تتدخل عبر رأس المال الناقل.

بعد دخول اقتصاد السوق من بابه الواسع والإصلاحات الاقتصادية الأخيرة، تحاول السلطات أن تعطي اهتماما للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي عرفت ازديادا في عددها السنوات الأخيرة، هذا ما يجعل الدولة تراعي قوانين تحفيزية لهذه المؤسسات وإعطاءها الفرصة للحصول على التمويل وتحقيق النمو المطلوب. شكلت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة سنة 2009¹⁸ ما نسبته 94 % من نسيج المؤسسات في البلد و توظف 56 % من القوى العاملة و تساهم بـ 35% من القيمة المضافة، علما أنه تم إنشاء أكثر من 100,000 مؤسسة صغيرة في السنوات الأخيرة و يحتل قطاع الخدمات الصدارة في هذه المؤسسات.

في هذا الصدد صدر قانون مالية ينظم نشاط صناديق رأس المال الخاص في الجزائر، حيث حدد مرسوم 8- 56 التنفيذي الصادر في فيفري 2008 شروط نشاط هذه الشركات¹⁹. فقد عين الحد الأدنى لرأسمالها بمئة مليون دينار، كما يمكن أن تتم المساهمات في رأس مالها إما نقدا أو عن طريق الحصول على أسهم. يشترط أيضا أن أفراد عائلة متكونة من زوج وأولاد لا يمكنهم الحصول على أكثر من 49% من رأسمال صندوق الاستثمار الخاص، ونفس الأمر ينطبق على الشركات التي تنتمي إلى نفس المجموعة أو المؤسسة الأم.

من ضمن الإجراءات التحفيزية التي قامت بها السلطات المالية وفق قانون المالية لسنة 2005 هو إعفاء شركات ر.م من ضرائب الأرباح على مدى خمس سنوات من بداية نشاطها وهذا لحثها على توظيف أموالها لصالح الشركات المبتدئة والصغيرة و تحقيق عوائد معتبرة في السنوات الأولى.

ولاشك أن هذا يعتبر من أهم القوانين التي أصدرتها الدولة في هذا المجال والذي يتيح الانتقال الفعلي من اقتصاد بنكي إلى اقتصاد سوق فعلي.

ولكن يبقى العائق هو عدم وجود ما يكفي من ر.م في البلاد، إضافة إلى الثقافة المحدودة للمستثمرين و أصحاب الابتكارات و الذين يجهلون توفر فرص تمويلية حقيقية لمشاريعهم كبديل للبنوك و التعقيدات الملازمة لها. و لهذا يجب التعريف قدر الإمكان بهذه الأساليب التمويلية والحرص على إيصالها إلى اكبر شريحة من المستثمرين خاصة الشباب منهم.

2.2- الإطار القانوني والمالي لشركات رأسمال المخاطر والاستثمار الخاص

يخضع نشاط شركات رأس المال الخاص إلى وصاية وتزكية وزارة المالية بعد استشارة هيئة تنظيم و رقابة عمليات البورصة Cosob. كما تنص المادة 12 من القانون الأساسي المنظم لنشاط ر.م ورأس المال الخاص إلى ضرورة توفر الكفاءة والخبرة في التسيير لدى مدراء هاته الصناديق.

أما من الناحية المالية، فلا يمكن لصناديق الاستثمار الخاص توظيف أكثر من 15% من رأس مالها واحتياطياتها في نفس الشركة، إضافة إلى أنه لا يمكن أن تحوز شركات ر.م أكثر من 49% من رأس مال مؤسسة واحدة.

كما يوضح القانون²⁰ هيكل رأس مال صناديق الاستثمار الخاص، حيث لا يمكن لهذه المؤسسات أن تقترض أكثر من نسبة 10 % من رأس مالها الخاص أي أن نسبة الاقتراض لا يجب أن تتعدى العشر.

تتكون موارد صناديق رأس مال الاستثمار الخاص من رأس مال خاص بأنواعه و شبه رأس المال الخاص، هذا الأخير قد يكون عبارة عن أموال تساهمية من أفراد مستثمرين خارج الشركة أو مساهمات مالية من الدولة لتمويل نشاطات إنتاجية لمؤسسات صغيرة و متوسطة.

من مزايا شركات الاستثمار الخاص في الجزائر أيضا هو استفادتها من إعفاءات ضريبية على حصص التوزيعات وعلى الأرباح الرأسمالية الناتجة من بيع أسهمها أو التنازل على حصص معينة.

إن المشكلة التي قد تواجه شركات رأس المال الخاص و ر.م هي قانونية بصفة خاصة، ففي الوقت الذي يلزم أن يكون طابع هذه المؤسسات هو شركات مساهمة

ذات سبعة أفراد على الأقل حتى يمكن تقديم هذه الحصص فنجد أن الظروف الاجتماعية مازالت غير ملائمة لقيام مثل هذه المؤسسات لأن الثقافة العائلية تبقى تسيطر على أغلب الشركات.

كذلك الأمر بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تحتاج إلى تمويل لانطلاقها فقد تعاني من نقص المعلومات فيما يخص الفرص المتاحة أمامها بوجود ر.م، إضافة إلى سيطرة الهيكلية العائلية أيضا على معظم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر بحيث تسعى إلى تجنب دخول مساهمين أجانب في رأس مال الشركة وتكتفي بالبحث عن تمويل بنكي في أكثر الحالات. ويعتبر هذا العامل أيضا أحد المعوقات الأساسية لنمو سوق مالية في البلاد لأن أغلب المؤسسات هي -متوسطة وصغيرة- ذات مسؤولية محدودة وليست شركات مساهمة.

ولهذا كان على السلطات تدعيم شركات المساهمة عبر فتح الباب بقوانين تحفيزية مثل تسهيل قيام نوع بسيط من شركات المساهمة للمستثمرين الصغار تتكون من فردين بدل سبعة أفراد، وهذا لإعطاء الفرصة أمام المستثمرين الجدد وأصحاب الابتكارات من الالتقاء بسرعة مع ر.م وصناديق الاستثمار الخاص وتسهيل انتقال الأموال ورفع رأس المال المؤسسات المنطلقة و الصغيرة.

لقد أوجدت دول أجنبية من بينها تونس و المغرب قوانين تسمح بإنشاء شركات مساهمة بسيطة لهذا الغرض، غير أن القانون الجزائري مازال يتسم بالصرامة والتشديد فيما يخص إنشاء شركات مساهمة. وفي المقابل فإن المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة المنتشرة بكثرة لا يمكن المساهمة في رأس مالها إلا عبر إجراءات قانونية معقدة مما يجعل مهمة شركات رأس المال الخاص و ر.م صعبة ومحدودة.

إن قوانين تحفيزية في هذه الطريق يمكن أن تساهم على المدى القريب في زيادة حجم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل أسرع خاصة المؤسسات ذات قابلية نمو أكبر وبلوغ الهدف الذي حددته السلطات منذ بضع سنوات وهو بلوغ أكثر من مليون مؤسسة صغيرة ومتوسطة بعد عام 2010.

من جهة أخرى فإن فتح هذه القنوات التمويلية المستحدثة سيساعد في الانتقال فعليا من الاقتصاد البنكي إلى الاقتصاد السوقي وأيضا انتعاش السوق المالية الجزائرية التي تعاني من قلة المؤسسات المسجلة، وبالتالي فإن صناديق الاستثمار الخاص إذا لاقى اهتماما أكبر فإنها ستكون همزة الوصل التي مكنها دفع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى تكون مستقبلا شركات كبيرة ومسجلة في السوق.

وأخيرا فإن تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة بهذا الشكل يساهم في رفع الناتج الداخلي الخام للبلاد خاصة إذا علمنا كثر من تسعين في المائة من المؤسسات عبر البلاد هي من هذا النوع.

مما يساهم أيضا في تكريس ر.م و صناديق الاستثمار الخاص هو ضرورة إعطاء الأولوية لتكوين إطارات تختص في تسيير رؤوس الأموال الخاصة والمخاطرة لتجنب تعثر هذه المؤسسات في بدايتها كما حدث في بعض بلدان أوروبا الشرقية.

وتزداد الأهمية بالنسبة لدولة كبيرة المساحة مثل الجزائر، فمثلا يشير سورانسون وستيوارت²¹ (1999) Sorenson & Stuart إلى أن ر.م و صناديق الاستثمار الخاصة التي تتوزع جغرافيا بعيدة على شركات الأعمال الصغيرة يلزمها جهد إضافي كبير في التسيير والمراقبة.

لقد أصبح وجود هذا النوع من التمويل في الاقتصاد ضرورة ذو أهمية، فلقد وصفت مجلة الايكونوميست²² صناديق الاستثمار الخاصة وخصوصا عملية "الشراء عبر الاقتراض" Leveraged Buyout بأنها ملكة اقتصاد السوق اليوم. علما أن الشراء عبر الاقتراض كما ذكرنا هو شراء شركة ما بواسطة الإقتراض، على أن يتم تسديد القروض لاحقا عبر بيع جزء من أصول الشركة أو عبر أرباحها.

إن استعمال عملية الشراء عبر الاقتراض هي عملية سائدة لدى صناديق الاستثمار الخاص عند تمويل الشركات و السبب الرئيسي في ذلك هو الاعتقاد بأن التمويل بالقروض لديه قدرة على تحفيز نشاط مديري الشركة على تحقيق الأرباح بدل استغلال المال الخاص لأغراض أخرى، وهذا ما ذكرناه في نظرية الوكالة و التدفق الحر لجانسن (1986) Jensen.

بالنسبة لرأس المال المخاطر بالتحديد فإن العديد من الدراسات النظرية أشارت إلى أهمية التمويل باستعمال الأسهم الممتازة القابلة للتحويل كأسلوب أمثل للتمويل عبر ر.م منها برغلوف (1994)²³ Berglöf, أو كازاماتا²⁴ (2003) Casamatta. ويرجع ذلك إلى أنه في العديد من الدول بما فيها الولايات المتحدة تجد المؤسسات الصغيرة ذات المسؤولية المحدودة صعوبة في الاقتراض واستعمال الديون.

إن الحالة الجزائرية يجب أن تهتم أكثر بالمرحلتين الأولتين في دورة حياة المؤسسة الصغيرة وهما مرحلة الانطلاق ومرحلة التوسع، وهنا تأتي الحاجة الماسة للتمويل وللدعم بالخبرة. علما أن كل المؤسسات تمر بهاتين المرحلتين بينما

ليس كل المؤسسات تحتاج إلى تمويل رأس المال الناقل (عبر الاقتراض) أو مرحلة التنازل.

من الأهمية أيضا أن تستعين المؤسسات الجزائرية الصغيرة التي تلجأ إلى ر.م إلى استعمال الاقتراض أحيانا حسب طاقتها وهذا للتقليل من مشكلة الوكالة، ولعل الديون القصيرة أجل قد تكون أفضل من غيرها حيث يرى ستولز²⁵ Stulz (1990) مثلا أن الديون القصير الأجل أفضل من الطويلة من ناحية قدرتها على توجيه الإدارة و تقليص الدور الغير المرغوب فيه للمسيرين. علما أن الاقتراض يكون ضروريا في مرحلة التمويل عن طريق رأس المال الناقل أو ما يسمى الشراء غير الاقتراض.

وتزداد أهمية تأطير وتوجيه المسيرين في الحالة الجزائرية لأنها غالب المؤسسات الصغيرة مملوكة ومسيرة من قبل أشخاص معدودين أو عائلات صغيرة بحيث يصعب لصناديق ر.م المشاركة في تمويل هذه المؤسسات والتأكد من نزاهة التسيير واستغلال الأموال لتحصيل عوائد فعلية وليس لمصالح عائلية.

خاصة أن مسيري المؤسسات الصغيرة الغير مسجلة في السوق يكون لديهم هامش من الحرية أكثر من المؤسسات المسجلة في السوق والتي يضطر مسيروها إعطاء تقارير مفصلة عن نشاطها. ولهذا يجب تكوين مسيرين قادرين على مراقبة وإجراء المتابعة المالية للمؤسسات الصغيرة و الناشئة.

فمثلا كان مؤسسو شركة آبل Apple للحواسيب ستيف جوبز وستيف فوزنياك على رأس إدارة مؤسستهم الصغيرة عند بدايتها وعند تمويلهم عن طريق ر.م، وبعد مرحلة النمو أصبحت آبل مسجلة في السوق، غير أنه بعد مدة تم إزاحتهما من إدارة المؤسسة بعد عدم رضى المساهمين عن قراراتهم. ثم استطاع جوبز العودة إلى الإدارة سنة 1998²⁶.

إن تدعيم الجزائر لشركات ر.م وصناديق الاستثمار الخاص بجملة قوانين تحفيزية مثل تسهيل قيام شركات مساهمة مكونة من شخصين أو ثلاثة فقط سيساعد بلاشك في استحداث هذا النوع من التمويل وجعله بديلا قويا للتمويل البنكي التقليدي، كما أن حضور ر.م وانتشارها في السوق الوطنية يسهم في إنعاش السوق المالية الجزائرية لأن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إذا وجدت في ر.م القدرة على تحقيق طموحاتها و سهولة التمويل فإن ذلك سيشجعها في الاكتتاب في السوق المالية بعد بلوغها مرحلة من النضج تكون قد انتقلت من شريحة الشركات الصغرى إلى مصاف المؤسسة الكبرى القادرة على إصدار أوراق مالية والتسجيل في السوق.

خلاصة

لا تزال تجربة الجزائر في ميدان رأس المال المخاطر تجربة بدائية مقارنة بدول عربية أخرى أو الدول الأوروبية تعتبر شركات ر.م أداه هامة وبديل تمويل جيد يجب استقطابه إلى الجزائر نظرا دورها في دعم المؤسسات الناشئة وإحداث تنمية من خلال:

-كونها حلقة ربط أساسية أصحاب رؤوس الأموال و المؤسسات الصغيرة والمتوسطات التي تشكل أغلبية النسيج الصناعي والخدماتي في البلاد.

- كونها حافزا لدخول رأس المال الأجنبي وتشجيع الاستثمار الأجنبي عموما

-كونها أداة فعالة في نقل المؤسسات العائلية المغلقة إلى مؤسسات قادرة على فتح رأس مالها أمام المساهمات المالية ورفع حجم أصولها، وبالتالي هي ترسيخ ثقافة المشاركة واقتصاد السوق الحقيقي.

- إن فتح رأس المال المؤسسات يساهم في نموها بسرعة والأهم من ذلك هو دعم الشفافية المحاسبية والضريبية أمام الدولة بعكس المؤسسات المنغلقة والتي ترفض المشاركة.

- تشغيل عدد كبير من العاطلين وعلى رأسهم المتخرجين الجدد وأصحاب الابتكارات وبراءات الاختراع.

تحسين أداء الإدارة والقرارات الإستراتيجية للمؤسسات، وقد سبق لكومينغ وزملاؤه²⁷ Cumming & al (2004) أن بينوا أن وجود ر.م في البلد تساهم في تحقيق قيمة مضافة مالية، إدارية وتسويقية من خلال خبرة أصحاب رؤوس الأموال.

إضافة إلى ماسبق فإن انتشار مؤسسات ر.م في الجزائر في السنوات المقبلة وتحقيقها لأهدافها يمكن أن يساهم في استقطاب رؤوس الأموال المهاجرة من رجال الأعمال الجزائريين في الخارج وأيضا مدخرات الجاليات المقيمة في أوروبا وأمريكا.

والمتابع للشأن المالي الجزائري يجد بعض الاهتمام من السلطات للتمويل ب ر.م و صناديق الاستثمار بعد سنة 2002 ولكنه مازال غير كاف، فإذا ما أرادت الدولة فعلا الخروج من بوتقة الاقتصاد البنكي إلى تمويل بالمساهمات و دعم السوق المالية فيجب ألا تقتصر جهودها على الدعم الضريبي فقط، بل تتعداها على إجراءات على المستوى السياسي و المالي و القانوني:

- تسهيل قيام شركات ر.م و صناديق الاستثمار الخاص بغض النظر عن جنسية أصحابها

- ضرورة وجود مراكز إعلامية على المستوى الوطني تكون بمكانة منتديات يتعرف فيها المستثمرون وأصحاب الابتكارات على البدائل التمويلية الحديثة وتقنياتها.

- إنشاء مراكز البحث والتدريب لتقديم الاستشارات والدورات التكوينية سواء للقائمين على هذه الصناديق أو أصحاب المشاريع أنفسهم.

- أهمية الشراكة مع ر.م. الأجنبية خاصة الأمريكية و الألمانية التي لديها خبرة جيدة في ميدان التكنولوجيا الحديثة.

- يمكن للدولة أيضا إنشاء صناديق حكومية تشارك مع صناديق الاستثمار الخاص في تمويل المشاريع الناشئة، بمعنى أن الدولة يمكنها الاستثمار في هذه الصناديق مثل ما هو الحال في دول مثل فرنسا و فنلندا.

إن مساهمة الدولة بهذا الشكل يمكن أي يسهم فعلا في تعزيز نشاط المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و أيضا التقليل من المخاطر العالية التي قد تواجهها صناديق الاستثمار الخاص.

من الملاحظ أيضا أن المؤسسات والمستثمرين الجدد الذي يتحملون مخاطر عالية يفضلون الديون أحيانا بينما الذي يتحملون مخاطر اقل يلجئون إلى التمويل عن طريق رفع رأس المال الخاص مثل صناديق الاستثمار الخاص. بإمكان المؤسسات الصغيرة والناشئة أن تمول جزءا من استثماراتها عن طريق الديون أيضا، وقد سبق أن رأينا أهمية وجود الديون في هيكل تمويل المؤسسة.

وفي الأخير نشير إلى أنه لا يجب إغفال الأهمية المرافقة للتمويل برأس المال الخاص وهي الخبرة والدعم الذي يمكن أن يقدمه المساهم للمؤسسات الجزائرية، فهولا يكفي بتقديم النقد مع طلب الضمانات مثل البنوك ولكنه يرافق ويقدم التوصيات اللازمة لنجاح المشروع.

¹ Venture capital, capital risque.

² LBO. وتدعى أيضا عملية الشراء بالاقتراض أو الشراء بالتسهيلات الإئتمانية.

³ "The business of making money", [The Economist](#), 7 jul. 2007.

⁴ Kortum S. and Lerner J. (2000) « Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation », RAND Journal of Economics.

⁵ Black B.S. & R.J. Gilson (1998). « Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets », *Journal of Financial Economics*.

⁶ Jeng L.A. & Ph.C. Wells (2000). « The determinants of venture capital funding: evidence across countries », *Journal of Corporate Finance*.

⁷ Schertler A. (2003), « Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: a Dynamic Panel Data Analysis, European Integration, Financial Systems and Corporate Performance (EIFC) », working paper n 03-27, United Nations University.

⁸ Bonini. S & S.Alkan (2009), « The Macro and Political Determinants of Venture Capital Investments around the World », working paper, Università Commerciale .Luigi Bocconi.

⁹ Private Equity Intelligence report, 2008.

¹⁰ Fehn, R and T. Fuchs. (2003). "Capital Market Institutions and Venture Capital: Do they Affect Unemployment and Labour Demand?" CESIFO Working Paper 898.

¹¹ Kaplan, S. & A. Schoar. (2005). "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows." *Journal of Finance* 60.

¹² Gompers & J. Lerner.(2000) "Money chasing deals? The Impact of Funds Inflows on the Valuation of Private Equity Investments." *Journal of Financial Economics* 55.

¹³ Cumming, Douglas, Grant Flemming and Armin Schwienbacher. (2006). "Legality and Venture Capital Exits." *Journal of Corporate Finance*.

¹⁴ Farag, Hady, Ulrich Hommel, Peter Witt and Mike Wright. (2004) "Contracting, Monitoring, and Exiting Venture Investments in Transitioning Economies: A Comparative Analysis of Eastern European and German Markets." *Venture Capital working paper*.

¹⁵ Chemla, G (2005). "The Determinants of Investment in Private Equity and Venture Capital:

Evidence from American and Canadian Pension Funds" *Strategic asset allocation review*.

¹⁶ Lerner, J. (1999). "The Government as a Venture Capitalist: The Long-Run Effects of the SBIR Program", Journal of Business.

¹⁷ Schmidt, K.M., (2003). "Convertible Securities and Venture Capital Finance". Journal of Finance 58.

¹⁸ تقرير وزارة المالية، 2009.

¹⁹ Décret exécutif n° 08-56 du 4 Safar 1429 correspondant au 11 février 2008 relatif aux conditions d'exercice de l'activité de la société de capital investissement.

²⁰ Journal Officiel algérien, Juin 2006, « règles de prise de participation dans les sociétés de capital risque ».

²¹ Sorenson, O., and T.E. Stuart, (1999). "Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments". American Journal of Sociology 106.

²² The Economist, Nov 25th 2004.

²³ Berglöf, E. (1994). "A control theory of venture capital finance". Journal of Law, Economics and Organization 10, 247-267.

²⁴ Casamatta, C. (2003). "Financing and advising: optimal financial contracts with venture capitalists", Journal of Finance 58.

²⁵ Stulz, R., (1990) "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", Journal of Financial Economics.

²⁶ Damodaran, op-cit, p 705.

²⁷ Cumming, D., Fleming, G., Suchard, J.-A. (2004). "Venture Capitalist Value-Added Activities", Fundraising and Drawdowns. Journal of Banking & Finance 29.

قائمة المراجع:

-عبد الباسط وفاء، "رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم الشركات الناشئة". دار النهضة العربية، القاهرة، 2001.

-Damodaran.A, "Finance d'entreprise", De Boeck Edition, 2005.

-Berglöf, E. (1994). "A control theory of venture capital finance". *Journal of Law, Economics and Organization* 10, 247-267.

-Black B.S. & R.J. Gilson (1998). « Venture capital and the structure of capital markets: banks versus stock markets », *Journal of Financial Economics*.

-Bonini. S & S.Alkan (2009), « The Macro and Political Determinants of Venture Capital Investments around the World », working paper, Università Commerciale , Luigi Bocconi.

-Casamatta, C. (2003). "Financing and advising: optimal financial contracts with venture capitalists", *Journal of Finance* 58.

-Chemla, G (2005). "The Determinants of Investment in Private Equity and Venture Capital:Evidence from American and Canadian Pension Funds" Strategic asset allocation review.

-Cumming, Douglas, Grant Flemming and Armin Schwienbacher. (2006). "Legality and Venture Capital Exits." *Journal of Corporate Finance*.

-Frag, Hady, Ulrich Hommel, Peter Witt and Mike Wright. (2004) "Contracting, Monitoring, and Exiting Venture Investments in Transitioning Economies: A Comparative Analysis of Eastern European and German Markets." *Venture Capital* working paper.

-Fehn, R and T. Fuchs. (2003). "Capital Market Institutions and Venture Capital: Do they Affect Unemployment and Labour Demand?" *CESIFO Working Paper* 898.

-Gompers & J. Lerner.(2000) "Money chasing deals? The Impact of Funds Inflows on the Valuation of Private Equity Investments." *Journal of Financial Economics* 55.

-Jeng L.A. & Ph.C. Wells (2000). « The determinants of venture capital funding:Evidence across countries », *Journal of Corporate Finance*.

- Kaplan, S. & A. Schoar. (2005). "Private Equity Performance: Returns, Persistence, and Capital Flows." *Journal of Finance* 60.

-Kortum S. and Lerner J. (2000) « Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation », RAND Journal of Economics.

-Lerner, J. (1999). "The Government as a Venture Capitalist: The Long-Run Effects of the SBIR Program", Journal of Business. across countries », Journal of Corporate Finance.

-Schertler A. (2003), « Driving Forces of Venture Capital Investments in Europe: aDynamic Panel Data Analysis, European Integration, Financial Systems and Corporate Performance (EIFC) », working paper n 03-27, United Nations University.

-Schmidt, K.M., (2003). "Convertible Securities and Venture Capital Finance". Journal of Finance 58.

-Sorenson, O., and T.E. Stuart,(1999). "Syndication Networks and the Spatial Distribution of Venture Capital Investments". American Journal of Sociology 106.

-Stulz, R. (1990) "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies", Journal of Financial Economics.