

التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم  
(الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس، الجزائر)

**The risk of financial capital and the most important experiences in  
some countries of the world (United States, France, United Kingdom,  
Tunisia, Algeria)**

أ. نبيلة قدور، جامعة البويرة، الجزائر

أ. حمزة العرابي، جامعة البليدة، الجزائر

تاريخ التسليم: (15/ 12/ 2016)، تاريخ التقييم: (13/ 01/ 2017)، (تاريخ القبول: 01/ 03/ 2017)

**Abstract**

The aim of this study is to try to define the financing model called "**venture capital**" and to highlight its importance to drive investment and development through funding for emerging projects, as well as to try to highlight the difference between this type of contemporary financing and other financing through exposure to its main characteristics, and presenting the experiences of some countries in the field of venture capital with reference to the experience of Algeria.

In this study, we found that the Algerian experience in the field of venture capital is very modest so that it is still in its early stages and needs more efforts, overcoming the obstacles to venture capital companies, and expanding this work in all sectors and fields of investment.

**Key words:** risk capital, experiences of some countries in the field of venture capital, the experience of Algeria.

**المخلص**

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة التعريف بالنموذج التمويلي المسمى "رأس المال المخاطر"، وإبراز أهميته لدفع عجلة الاستثمار والتنمية، عن طريق التمويلات اللازمة للمشاريع الناشئة، وكذا محاولة إبراز الاختلاف بين هذا النوع من التمويل والتمويلات الأخرى من خلال التعرض لأبرز خصائصه، مع عرض تجارب بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر مع الإشارة إلى تجربة الجزائر.

وقد توصلنا من خلال هذه الدراسة أن التجربة الجزائرية في مجال رأس المال المخاطر تعد جد متواضعة بحيث نجد أنها لا تزال في بداياتها الأولى وتحتاج إلى مزيد من بذل الجهود وتذليل العقبات أمام شركات رأس المال المخاطر.

**الكلمات المفتاحية:** رأس المال المخاطر، تجارب بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر، تجربة الجزائر.

## مقدمة

لطالما شكل موضوع التمويل حيزا هاما ضمن اهتمام الباحثين والمختصين، حيث شهد هذا المجال تطورات كبيرة، وابتكار أدوات تمويلية متعددة ومتنوعة حتى تتماشى مع التطور والتنوع الذي شهدته الحاجات التمويلية، ولعل من نتائج التطور المستمر للوسائل التمويلية، ظهور نمط تمويلي جديد يختلف عن الطرق التقليدية (البورصة، والقروض البنكية...)، من حيث نظرته للمخاطرة المالية، لهذا سمي برأس المال المخاطر أو المغامر أو الجريء.

يعتبر التمويل برأس المال المخاطر من أحدث التقنيات التمويلية بالنسبة لجميع دول العالم، ففرنسا مثلا أبرز مثال لدول المشجعة لهذا النمط من التمويل والتميز فيه بنتائجها، التي تعكس حسن المناخ الاستثماري الفرنسي، أما الدولة الجزائرية فهي من الدول المنتهجة حديثا لهذا النوع من التمويل، حيث يعتبر انتشاره محتشما مقارنة بحجم انتشاره في فرنسا، بسبب بعض الصعوبات التي تحد من دوره في تحقيق التنمية الاقتصادية الجزائرية.

وفي ظل النقاط السابقة تمت صياغة الإشكالية الرئيسية للبحث على النحو التالي:

• كيف تتم عملية تمويل المشاريع عن طريق رأس المال المخاطر؟ وهل تعتبر التجربة الجزائرية في هذا المجال ناجحة بمقارنتها مع تجارب الدول الأخرى (تونس، فرنسا،...)?

ويتفرع السؤال الرئيسي إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود برأس المال المخاطر؟
- ما هي أنماط تمويلات شركات رأس المال المخاطر وإجراءات تطبيقه؟
- كيف تتم عملية الخروج من الاستثمار؟
- ما هو واقع هذه التقنية التمويلية في الجزائر؟

## فرضيات الدراسة

بناء على الأسئلة المطروحة أعلاه تقوم الدراسة على اختبار صحة الفرضيات التالية:

- الفرضية الأولى: رأس المال المخاطر يتبنى معايير مختلفة لاتخاذ القرار التمويلي، ما يسمح للمشاريع الناشئة التي لم تتمكن من الحصول على التمويلات الأخرى من الحصول على تمويله وممارسة نشاطها؛
- الفرضية الثانية: أداء ونتائج المنشآت الممولة برأس المال المخاطر يكونان أحسن مقارنة بتلك التي تمويلها بأدوات تمويلية أخرى.

## أهداف الدراسة

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- التعريف بالنمط التمويلي المسمى "رأس المال المخاطر"، وإبراز أهميته لدفع عجلة الاستثمار والتنمية، عن طريق التمويلات اللازمة للمشاريع الناشئة؛
- إبراز الاختلاف بين رأس المال المخاطر والتمويلات الأخرى من خلال التعرض لأبرز خصائصه؛
- عرض تجارب بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر مع الإشارة إلى تجربة الجزائر.

## أهمية الدراسة

تتبع أهمية الموضوع من خلال ما يحضى به موضوع رأس المال المخاطر من اهتمام كبير من طرف المفكرين وعلماء المالية والاقتصاد.

## منهج الدراسة

من أجل الإلمام بالإحاطة بمختلف جوانب موضوع الدراسة وللإجابة على الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وهذا ما فرضته طبيعة الموضوع محل الدراسة.

## تنظيم الدراسة

وللإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات قمنا بتقسيم البحث إلى ثلاثة محاور

كما يلي:

- المحور الأول: الإطار النظري لرأس المال المخاطر؛
  - المحور الثاني: آليات التمويل برأس المال المخاطر؛
  - المحور الثالث: تجارب بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر.
- المحور الأول: الإطار النظري لرأس المال المخاطر

عند سماع مصطلح رأس المال المخاطر تتبادر في الأذهان أفكار عديدة ومختلفة حول هذا النمط التمويلي الحديث الذي يعتبر قليل الانتشار، ولمعرفة رأس المال المخاطر سيتم التطرق في هذا المحور إلى الحديث عن نشأته ومفهومه، وخصائصه وأسباب اللجوء إليه، بالإضافة إلى أهميته والمستثمرون في مجاله.

## 1. مفهوم ونشأة رأس المال المخاطر

### 1.1 مفهوم رأس المال المخاطر

وردت العديد من التعاريف لرأس المال المخاطر نذكر منها:

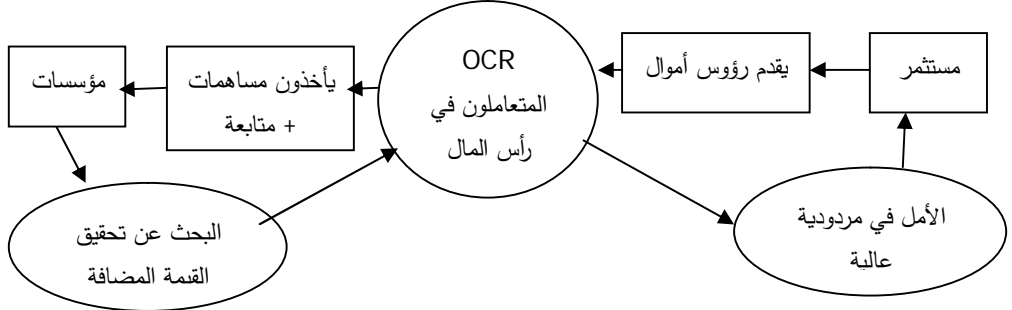
■ **التعريف الأول:** يعرف رأس المال المخاطر طبقاً للتعريف الذي حدده تقرير الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر والذي رأته فيه بأنه: "كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص، في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي، لكنها لا تتطوي في الحال على تبين بالحصول على دخل أو

التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد وذلك هو مصدر المخاطر أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة وهذه الحالة تعتبر تعويضا للمخاطر" ( بلعدي، 2008، ص88) .

■ **التعريف الثاني:** كما يعرف على أنه: "عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات رأسمال المخاطر وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، ولذلك فهو يخاطر بأمواله، ولهذا نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة أو التسويقية التي تواجه صعوبات في هذا المجال، حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظرا لعدم توفر الضمان" ( دراجي، 2013، ص346) .

إن المبدأ الذي تقوم عليه شركات الرأسمال المخاطر هو: تكنولوجيا متقدمة- مخاطر كبيرة - أرباح واعدة ومن ثمة يلزم لنجاح هذه المؤسسات التحلي بالصبر لمدة ثلاث سنوات تقريبا لضمان أرباح كبيرة، وهي تقوم على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر أي المشاركة في السراء والضراء وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (01): مبدأ وأساس شركات رأس المال المخاطر



المصدر: (روينة، حجازي، 2006، ص308).

## 2.1 نشأة رأس المال المخاطر

يرجع أصل نشأة رأس المال المخاطر إلى اليوناني Thalès De Milet الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي (استخراج زيت الزيتون) بفضل الأموال التي حصل عليها من مقرضين مخاطرين، وقد تكررت التجربة بعد ألفي سنة مع رحلات الإسبان والبرتغال إلى العالم الجديد خلال القرنين 15 و 16 التي تعهدها رأسماليون مخاطرون Venture - Capitalistes الذين اشتروا السفن ومولوا الرحلات، وإذا اقتربنا من أيامنا هذه لوجدنا أن النشأة الحديثة المنظمة لرأس المال المخاطر تنسب إل دوريو Doriot الذي أنشأ في أمريكا عام 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم وهي مؤسسة Américain

Reserch والتي and Développement تخصصت في تمويل المؤسسات الالكترونية الناشئة، ثم تباطأ نمو سوق رأس المال المخاطر بعد تلك التجزئة حتى عام 1977، أما في أوروبا فقد تأسست في بروكسل عام 1983 الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر إذ تطور بفضلها نشاط رأس المال المخاطر بشكل ملحوظ خلال 4 سنوات منذ إنشائها.

ولا يقتصر وجود هذه المؤسسات على العالم الصناعي بل تعداه إلى الدول النامية، حيث ساهم البنك الولي والشركة الدولية للتمويل في تأسيس مؤسسات في كينيا والبرازيل والفلبين، كما ساهمت الشركة الدولية كذلك خلال 1993 - 1994 في إنشاء صناديق في كل من أمريكا اللاتينية، شرق أوروبا، الدول النامية في آسيا كما نشأت عدة مؤسسات في ماليزيا والخليج. (حسيني، 2013، ص ص59-60)

## 2. خصائص رأس المال المخاطر وأسباب اللجوء إليه

### 1.2 خصائص رأس المال المخاطر

يتميز رأس المال المخاطر بالخصائص التالية:

- يعد نشاط رأس المال المخاطر من الأنشطة طويلة الأجل والتي تتراوح فيها مدة مشاركة رأس المال المخاطر من 5 سنوات إلى 7 سنوات؛
- يتميز نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدما للتمويل؛
- يتم اتخاذ القرار الاستثماري من جانب المستثمر بناء على النتائج المتوقعة للمشروع الذي يتم تمويله، وفي تاريخ مستقبلي وتتمثل النتائج في العائد خلال فترة التمويل؛
- يتم تحقيق العائد على رأس المال المخاطر في نهاية مدة بقاء رأس المال المخاطر بالمشروع موضوع التمويل، ولا تشكل الأرباح التي يتم توزيعها خلال هذه المدة إلا جزءا قليلا من هذا العائد، وبعبارة أخرى يتم تحصيل العائد عند خروج رأس المال المخاطر، وعندئذ يحصل المستثمر في مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال بالإضافة العائد الرأسمالي المتوقع وهو العائد الأساسي المستهدف من الاستثمار؛
- يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل قائمة المشروعات صغيرة ومتوسطة أو تميل إلى التوسع في مشروعات قائمة أو لإعادة هيكلة شركات قائمة، أو لتمويل عمليات التعثر المالي، غالبا ما تكون ذات مخاطر مرتفعة، ولكن العائد المتوقع لها يكون كبيرا؛
- غالبا ما يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مشروعات لها أسواق واحدة من ناحية التنمية الاقتصادية، كما أنها غالبا ما تكون مشروعات وضع أفكار وأبحاث علمية أو تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع والتي لا يتوافر لأصحابها الأموال اللازمة لمثل هذا التنفيذ. (الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية لجمهورية مصر العربية: [http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa\\_ar/index.jsp](http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa_ar/index.jsp))

## 2.2 أسباب اللجوء إلى التمويل برأس المال المخاطر

تتمثل أهم الأسباب التي تدفع بالمؤسسات إلى اللجوء إلى التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في النقاط التالية:

■ يشكل رأس المال المخاطر أحد الحلول الهامة لمجابهة مشكلة التمويل التي تواجه المشروعات الصغيرة والمتوسطة عند نشأتها أي خلال مرحلة التكوين والنمو المبكر والتي يصعب تمويلها من خلال الاقتراض أو من خلال حقوق الملكية، ويفسر ذلك بما يلي:

- يصعب تمويل هذه المشروعات من خلال الاقتراض من البنوك أو أية مؤسسات مالية، وذلك لأن هذه المؤسسات ترفض عادة تطبيقاً لمنطق السياسة الائتمانية الحكيمة، تمويل المشروعات دون وجود حد أدنى من رأس المال المملوك والذي يقدمه مالك المشروع أو أن يتم دون الحصول على ضمانات (رهون مثلاً)، والحقيقة أن ملاك المشروعات المتوسطة والصغيرة ليست لديهم القدرة على الوفاء بمثل هذه المتطلبات نظراً لأن أغلبية رأس مال هؤلاء يتمثل في الأفكار أي رأس مالهم بشري وليس في صورة نقدية مثال ذلك مشروعات إنتاج وتصميم برامج معلوماتية أو مشروعات تنفيذ الأفكار العلمية والبحثية في مجال تصنيع الآلات أو الماكينات الجديدة، كما أنهم لا يمتلكون عند نشأتها أو في بدايتها أية أصول تصلح وعاء لضمانات تسهل لهم الحصول على ما يلزمهم من أموال من مؤسسات التمويل المختلفة؛

- يصعب على المشروعات المتوسطة والصغيرة الحصول على التمويل الخارجي اللازم لها من خلال حقوق الملكية (طرح أسهم للاكتتاب العام)، وذلك لعدم استجتماعها للشروط والمتطلبات القانونية التي يستلزمها قانون سوق رأس المال لطرح الأسهم في اكتتاب عام، أضف إلى ذلك أن جذب رأس المال من خلال حقوق الملكية لتمويل نشاط ما يتطلب أن يكون هذا النشاط مرتفع الربحية وعليه طلب من جانب السوق ويكون من السهل تصفيته ببيع الأسهم من خلال السوق، وهو ما لا يتوفر في المشروعات الصغيرة والمتوسطة التي ينطوي تمويلها في مراحلها المبكرة على مخاطر كبيرة لا يتحملها إلى رأس المال المخاطر، أما المستثمرون العاديون فلن يقبلوا على شراء الأسهم التي يمكن أن تقوم بطرحها المشروعات الصغيرة والمتوسطة نظراً لصعوبة بيع هذه الأسهم في السوق لافتقارها للسيولة اللازمة والتي ترجع إلى المخاطر الكبيرة المرتبطة بالمشروع الذي لن يدر دخلاً ولن يوزع ربحاً إلا بعد فترة زمنية ليست بالقصيرة؛

- أن رأس المال المخاطر يشكل الحل الأمثل لتفعيل رغبة الدولة في الأخذ بأيدي أصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة لمساعدتهم في التغلب على المصاعب التمويلية التي تواجههم عند تكوين المشروع، وذلك كله بدون اللجوء إلى الاقتراض أو التمويل عن طريق حقوق الملكية.

■ يساهم رأس المال المخاطر في تحقيق النمو الاقتصادي، وللتدليل على ذلك نجد أن تمويل المشروعات التكنولوجية يعتمد أساساً على رأس مال مخاطر وتساهم هذه المشروعات في تحقيق النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة لا تقل عن الثلث ولا تزيد عن النصف، يضاف إلى ذلك أنه كلما زادت

المشروعات التكنولوجية الحديثة التي يتم تمويلها برأس مال مخاطر زادت القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني خاصة في ظل عالم بدون حواجز جمركية.

■ ساهم رأس المال المخاطر في توفير وظائف جديدة في القطاعات التكنولوجية (تكنولوجيا الاتصال - تكنولوجيا الانترنت) التي يتم تمويلها برأس المال المخاطر، والدليل على ذلك هو ما أدى إليه تمويل المشروعات برأس مال مخاطر من خلق أكثر من مليون فرصة عمل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال ثمانية أعوام، ومن زيادة معدل التوظيف في قطاع الاتصالات الفرنسي بنسبة تزيد عن 5% سنويا.

■ يقوم رأس المال المخاطر بتمويل مشروعات ذات مخاطر مرتفعة لا يقبل على تمويلها عادة البنوك والمؤسسات المالية المختلفة، وذلك لغياب الأصول التي تشكل الوعاء الرئيسي للضمانات التي تطلبها عادة هذه البنوك كشرط لتقديم التمويل اللازم، وبعبارة أخرى يقبل أصحاب رأس المال المخاطر، على عكس البنوك، على التمويل بدون ضمانات وفي بعض الأحيان التمويل على المكشوف، أي دون وجود رأس مملوك من قبل أصحاب فكرة المشروع.

■ ولا يقتصر دور رأس المال المخاطر على توفير التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة والمتوسطة سواء عند نشأتها أو عند التوسع في أنشطتها، وإنما يمتد ليشمل إمداد مثل هذه المشروعات بالكوادر والخبرات الفنية والإدارية التي تقتقد إليها وهو ما يطلق عليه في تمويل إعادة الهيكلة البشرية والإدارية. (سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، 2010، ص ص 17-19)

### 3. أهمية رأس المال المخاطر والمستثمرون في مجاله

#### 1.3 أهمية رأس المال المخاطر

لرأس المال المخاطر أهمية قصوى إذ يعتبر مكونا رئيسيا من مكونات سوق رأس المال وتقنية ضرورية لدعم النمو الاقتصادي حيث يمكن حصر أهميته في النقاط التالية:

■ **تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي:** نجد أن الدول التي تطبق برامج الإصلاح الاقتصادي والتي تعتمد على خصوصية القطاع العام تحتاج إلى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة تقدمها مؤسسات رأس المال المخاطر المستعدة لتحمل المخاطر، وتقديم الدعم لمؤسسات القطاع العام المخصصة والتي تحتاج إلى هيكلة مالية وفنية، وتؤدي هذه المؤسسات دورا حيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة لهذا القطاع، وتساهم في الحد من الآثار التضخمية، حيث توفر التمويل اللازم للمشروعات الاقتصادية دون الإفراط في خلق النقود أو منح الائتمان المصرفي.

■ **دعم تمويل المؤسسات الابتكارية:** يمثل دعم المؤسسات الابتكارية المجال المفضل لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر، حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وحتى الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية انطلاقتها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل.

■ **دعم المؤسسات المتعثرة:** تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني اللازم وكذلك الإداري للمؤسسات المتعثرة وجذب الاستثمارات إليها، لأنها شريكة فيها، فهي تحرص أشد الحرص على المتابعة الفنية والمالية الضرورية لإصلاح مسارها لتحفيز المستثمرين. (الموقع الإلكتروني لوزارة الصناعة والتجارة الخارجية لجمهورية مصر العربية قطاع سياسات تنمية صادرات المشروعات الصغيرة والمتوسطة: <http://www.mift.gov.eg/SME/Studies4.htm>)

### 2.3 المستثمرون في مجال رأس المال المخاطر

تتميز الأنشطة والمشروعات التي يستثمر فيها رأس المال المخاطر باعتمادها الشديد على التكنولوجيا الحديثة مثل قطاع الاتصالات وتبادل المعلومات وقطاع صناعة الأجهزة الطبية وقطاع صناعة الأجهزة الإلكترونية وغيرها من المجالات التي تحتاج إلى تقنيات تكنولوجية عالية ومتقدمة في الوقت ذاته، ويتمثل اللاعبين الأساسيين الذين يمكن الاعتماد عليهم في مجال رأس المخاطر في: البنوك الوطنية والأجنبية، المؤسسات والهيئات العامة، المؤسسات والهيئات الخاصة، المجموعات الصناعية الكبرى، الشركات، صناديق الاستثمار الخاصة وصناديق المعاشات، وشركات التأمين، وبمراجعة نوعية أصحاب رأس المال المخاطر في دول العالم المختلفة:

■ **في دولة فرنسا:** تعد البنوك هي المستثمر الأول في مجال رأس المال المخاطر .  
■ **أما في المملكة المتحدة:** فعلى خلاف الوضع في فرنسا، تشكل صناديق المعاشات المصدر الرئيسي لرأس المال المخاطر .

■ **وفي أمريكا:** نجد أن أغلب المستثمرين في مجال رأس المال المخاطر هم مستثمرين نظاميين وليسوا من الأفراد، ويأتي على رأسهم صندوق المعاشات وشركات التأمين، ومن أنشط المستثمرين النظاميين في أمريكا في هذا المجال، نذكر الشركات المالية المغلقة التي تعمل في مجال تجديد أو إعادة هيكلة مشروعات قائمة بمفردها وبصفة مستقلة أو بالمشاركة مع مؤسسات مالية مختلفة.

■ **وفي كندا:** على خلاف الوضع في الولايات المتحدة الأمريكية، يغلب أن يكون هؤلاء المستثمرين من الأفراد ممن ينتمون إلى طائفة صغار المستثمرين. (سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، 2010، ص، بتصرف 15)

### المحور الثاني: آليات التمويل برأس المال المخاطر

في هذا المحور سيتم التطرق إلى كل من أنماط تمويلات شركات رأس المال المخاطر وإجراءات تطبيقه، وإلى عملية الخروج من الاستثمار .

#### 1. أنماط تمويلات شركات رأس المال المخاطر

ماليا رأس مال المخاطر هو تمويل برأسمال خاص أي اقتسام المخاطر بين المؤسسات والشركاء الماليين بصفة عامة، وعمليات رأسمال المخاطر تمول المؤسسات الناشئة والتي تنمو بطريقة أسرع من



المؤسسات المنشأة من قبل المتعاملين فقط لكن عمليات رأسمال المخاطر تختلف حسب المرحلة الموجودة فيها المؤسسة وهي أربعة مراحل رئيسية:

■ **رأسمال الإنشاء بمعناه الواسع:** يتولى رأسمال الإنشاء تمويل مؤسسات ناشئة مبتكرة تحيط بها العديد من المخاطر و لديها أمل كبير في النمو والتطور، وتنقسم هذه المرحلة إلى مرحلتين:

**\*\*رأسمال ما قبل الإنشاء أو قرب الانطلاق:** يخصص لتغطية نفقات البحث والتجارب وتطوير النماذج العملية و النماذج التجارية للسلعة الجديدة، وكذلك تجريب السلعة في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليها، وهو تمويل صعب نظرا لخطورة احتمال الفشل لدى مؤسسة ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة.

**\*\*رأسمال الانطلاق:** يمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأسمال المخاطر ويخصص لتمويل المشروعات في مرحلة الإنشاء، أو في بداية النشاط ويتفرع بدوره إلى مرحلتين: الانطلاق أو البداية بمعناه الضيق الذي يغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية لحياة المشروع ثم المرحلة الأولى من التمويل والتي تغطي نفقات البداية التجارية، وتجمع هذه المرحلة كل المخاطر التي يعاني منها مشروع جديد وشركات رأسمال المخاطر هي الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة.

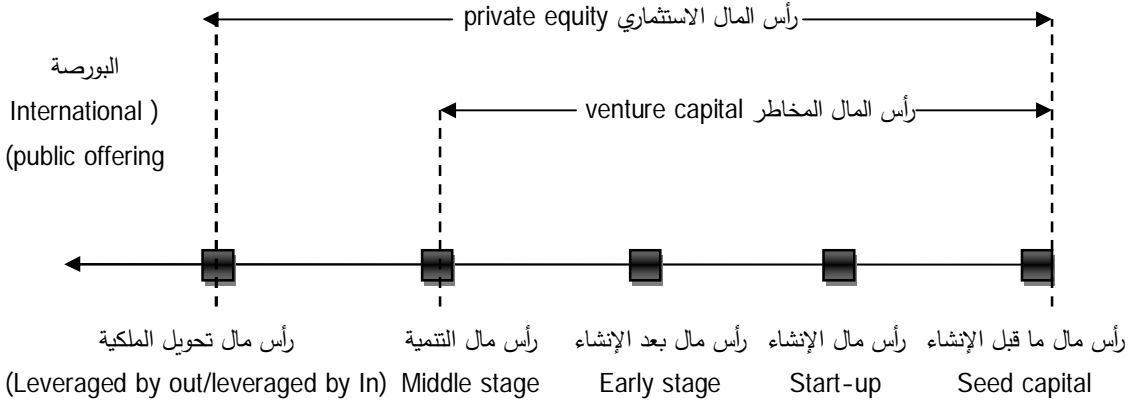
■ **رأسمال التنمية:** يكون المشروع في هذه المرحلة التمويلية قد بلغ مرحلة الإنتاجية أي توليد الإيرادات، ولكنه يقابل ضغوطا مالية تجعله يلجأ إلى مصادر تمويل خارجية حتى يتمكن من تحقيق آماله في النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه بين 10% - 5% سنويا.

■ **رأسمال تعاقب أو تحويل الملكية:** يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأسمال المشروع ، أو تحويل مشروع قائم فعلا إلى شركة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدة مشاريع قائمة وبالتالي خلال هذه المرحلة تهتم مؤسسات رأسمال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية والمالية في المشروع، إلى مجموعة جديدة من الملاك.

■ **رأسمال التصحيح أو إعادة التدوير:** يخصص رأسمال التصحيح للمشروعات القائمة فعلا ولكنها تمر بصعوبات خاصة، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى إنهاض مالي فتأخذ مؤسسة رأسمال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق أرباح. (بريش، 2007، ص ص9-10).

والشكل الموالي يلخص مختلف هذه الأنماط:

الشكل رقم (02): مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر



Source : (Cherif Monder, 2003, p21).

## 2. إجراءات تطبيق التمويل عن طريق شركات رأس مال المخاطر

في مرحلة أولى من نشاط شركة رأس مال المخاطر تقوم هذه الشركة بتجميع الموارد المالية وهنا تظهر قدرة الفريق المكون لهذه الشركة ومهارته في جمع الموارد واجتذاب المستثمرين وبعدها تأتي مرحلة البحث التي يتمثل هدفها في إثارة ملفات الترشيح التي تقدم من طرف المشروعات الطالبة لهذا النوع من التمويل وهنا تظهر فعالية شركات رأس مال المخاطر.

وفي مرحلة مكملة يتم تصنيف ملفات الترشيح بحسب درجة المصدقية وذلك بإجراء اختبار معمق للملفات لاختيار المناسب منها لتصل شركة رأس مال المخاطر إلى مرحلة تحديد شكل أو كيفية تدخلها في المشروعات المستقبلية من التمويل والمساعدات الأخرى، المتعلقة بمرحلة الإنشاء والانطلاق أو المتعلقة بتسويق المنتجات وتسهيل العلاقات مع البنوك أو البحث عن شركاء آخرين. وكمرحلة أخيرة في إطار ممارسة هذا النشاط التمويلي تقوم شركات رأس مال المخاطر بإعادة بيع الاشتراكات للخروج من المشروعات الممولة، لتعيد طرح اشتراكاتها في السوق التمويلي. (السعيد بريش، 2007، ص10)

## 3. عملية الخروج من الاستثمار

تختص مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل وتوجيه المؤسسات الجديدة، وتعد أحد المستثمرين القلائل الذين يمنحون التمويل طويل الأجل، وبالتركيز على مؤسسات رأس المال المخاطر، يلاحظ أنها تمنح أهمية كبيرة لفترة الاستثمار، فمؤسسات رأس المال المخاطر لا تهتم بامتلاك المؤسسات الناشئة لمدة طويلة، ولكنها تهتم بتمويل 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، ويتم عرض أهميتها ومختلف الطرق المستخدمة فيها من خلال ما يلي:

**1.3 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 في مرحلة الإنشاء أو بعد الإنشاء، وتتراوح مدة استثماره بين سبع وعشر سنوات، وتمثل عملية الخروج من الاستثمار الناجحة عنصر جذب 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 الشركات ذات المسؤولية المحدودة، والتي لها فترة حياة محددة مسبقاً، صار لمؤسسة 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 الأمريكية والدول الأوروبية، كما تسمح عملية الخروج من الاستثمار للمستثمرين محدودي المسؤولية بمراقبة المسير وتقييمه من خلال عائدات رأس المال.

**2.3 طرق الخروج من الاستثمار:** توجد خمس طرق رئيسية للخروج من التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، الطريقة الأولى تتمثل في العرض العام على لجمهور (IPOs: Initial Public Offerings)، بحيث تدخل المؤسسة المقاوله البورصة للمرة الأولى، الطريقة الثانية تكون عن طريق البيع، من خلالها يتم شراء المؤسسة المقاوله من طرف مؤسسات كبرى، ويقوم كل من المقاول ومؤسسة رأس المال المخاطر ببيع حصته في المؤسسة، الطريقة الثالثة تكون عن طريق البيع الثانوي، أي أن مؤسسة رأس المال المخاطر تباع حصتها في المؤسسة المقاوله لمؤسسة رأس مال مخاطر أخرى أو لمؤسسة أخرى، في حين يحتفظ المقاول بحصته فيها، الطريقة الرابعة هي إعادة الشراء، بحيث يقوم المقاول بشراء حصة مؤسسة رأس المال المخاطر في المؤسسة، في حين تتمثل الطريقة الخامسة في التصفية، أين يخرج المستثمرون بعائدات صغيرة أو معدومة (براق، بن زواي، 2012، ص ص4-5).

### المحور الثالث: تجارب بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر

إن لمؤسسات رأس المال المخاطر أهمية بارزة في اقتصاديات الكثير من دول العالم ولقياس هذه الآثار الاقتصادية سواء في انتقاء المشروعات الممولة أو متابعتها ورعايتها، ومن خلال هذا المحور سنتطرق إلى تجارب بعض الدول الرائدة في هذا المجال، وكذا تجارب بعض الدول النامية.

#### 1. تجارب بعض الدول الرائدة في مجال رأس المال المخاطر

من خلال هذا العنصر سيتم التطرق إلى التجربة الأمريكية في مجال رأس المال المخاطر، وكذا تجربة المملكة المتحدة.

**1.1 التجربة الأمريكية في رأس المال المخاطر:** تتميز شركات رأس المال المخاطر بالتخصص في مجال الشركات الناشئة وتختار القطاعات التي تمتاز بفرص نمو مرتفعة كقطاع التكنولوجيا وفي دراسة شملت 500 مؤسسة أمريكية تم تمويلها برأس المال المخاطر عمرها لا يتجاوز الأربعة سنوات وحوالي 80% منها تعمل في القطاع التكنولوجي مقارنة بعدد مماثل من المؤسسات الممولة ذاتيا وكانت النتائج كما هو مبين في الجدول الموالي:

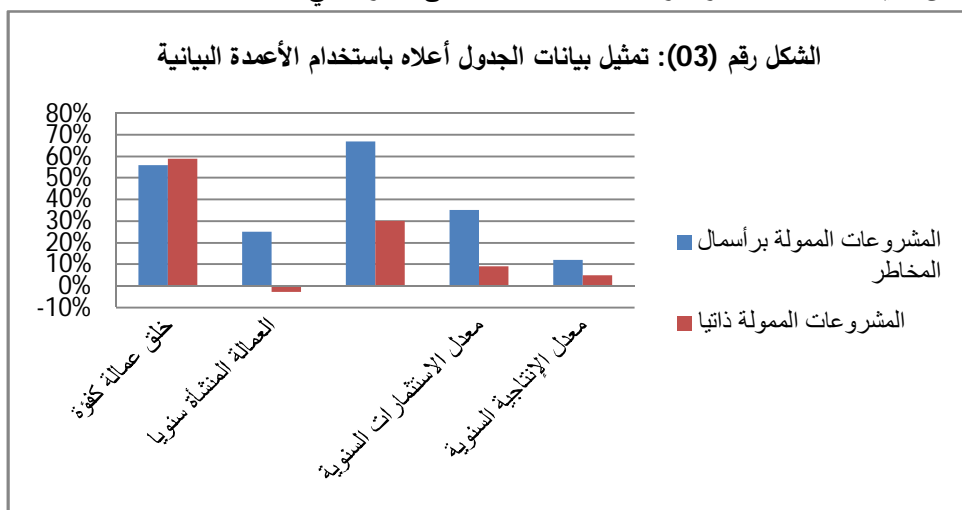
الجدول رقم (01): مقارنة بين المشروعات الممولة برأس المال المخاطر والمشروعات الممولة ذاتيا في

أمريكا

المشروعات الممولة ذاتيا	المشروعات الممولة برأس المال المخاطر	أوجه المقارنة
59+	56+	خلق عمالة كفؤة (%)
3-	25+	العمالة المنشأة سنويا (%)
33+	67+	نفقات البحث والتطوير بالنسبة للشخص الواحد سنويا (%)
9+	35+	معدل الاستثمارات السنوية (%)
5+	12+	معدل الإنتاجية السنوية (%)

Source : (Battini , 1998, p243)

ويمكن تمثيل بيانات هذا الجدول بواسطة الأعمدة البيانية على النحو التالي:



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول أعلاه.

من خلال نتائج التمثيل البياني لمعطيات الجدول أعلاه نلاحظ بأن المشاريع الممولة برأس المال المخاطر تتفوق على نظيرتها من المشاريع الممولة ذاتيا في كل أوجه المقارنة، ما عدا من ناحية خلق عمالة كقوة فهناك تقارب بينهما.

## 2.1 التجربة الفرنسية في رأس المال المخاطر

اعتمادا على تقرير بنك فرنسا تم اختيار مجموعة من المؤسسات 38% منها تعمل في القطاع التكنولوجي (كالإلكترونيات و المعلوماتية) و30% منها، فقط منشأة منذ سنة 1990 والباقي منشأ منذ 1980، وتستخدم ما بين 100-499 أجير، هذه المجموعة الممولة برأسمال المخاطر ومجموعة أخرى غير ممولة به وكانت النتائج كما في الجدول الموالي:

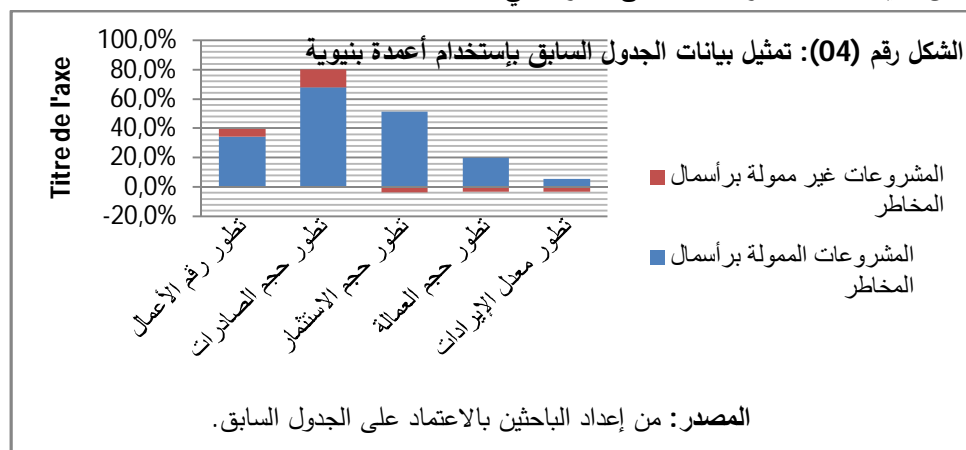
الجدول رقم (02): مقارنة بين المشروعات الممولة برأسمال المخاطر والمشروعات الممولة ذاتيا في

فرنسا

أوجه المقارنة	المشروعات الممولة برأسمال المخاطر	المشروعات غير ممولة برأسمال المخاطر
تطور رقم الأعمال (%)	34+	5.3+
تطور حجم الصادرات (%)	67.8+	12+
تطور حجم الاستثمار (%)	51.3+	4-
تطور حجم العمالة (%)	19.9+	3.4-
تطور معدل الإيرادات (%)	5.4+	3.5-

المصدر: برييش، 2007، ص11.

ويمكن تمثيل بيانات الجدول أعلاه على النحو التالي:



نلاحظ من خلال الشكل أعلاه بأن المشروعات الممولة برأس المال المخاطر في فرنسا متوقفة على غيرها من المشروعات الممولة بالطرق الأخرى في كافة أوجه المقارنة.

### 3.1 تجربة المملكة المتحدة في رأس المال المخاطر

تعد المملكة المتحدة أكبر دولة في أوروبا من حيث نشاط رأس المال المخاطر، وهي ثاني أكبر سوق للاستثمارات بعد الولايات المتحدة الأمريكية، وأغلب استثمارات رأس المال المخاطر في المملكة المتحدة تكون عن طريق صناديق رأس المال المخاطر أو صناديق المعاشات، وقد بلغت استثمارات القطاع الحكومي والقطاع العام في مشاريع مرحلة الفكرة ومشاريع المراحل الأولية حوالي 67% من استثمارات رأس المال المخاطر عام 2008.

ويتشابه واقع رأس المال المخاطر في المملكة المتحدة بنظيرته في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن ذلك تأثيره سلبا بانفجار فقاعة أسهم تقنية المعلومات (Dotcom crash) ثم الأزمة الاقتصادية العالمية، فقد انخفضت استثمارات رأس المال المخاطر حوالي 50% في عام 2009، والتي حصلت فيه حوالي 266 شركة على تمويل رأس المال المخاطر بمقدار 277 مليون جنيه إسترليني.

وقد شهد عام 2000 ذروة نشاط استثمارات رأس المال المخاطر في المملكة المتحدة، حيث زاد حجم استثمارات رأس المال المخاطر عن 4 بليون جنيه إسترليني، ويحظى قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات بالنصيب الأكبر من استثمارات رأس المال المخاطر في المملكة المتحدة، كما شهد عام 2006 أكبر عمليات خروج من استثمارات رأس المال المخاطر تنوعت بين عملية طرح للاكتتاب العام (IPO) وعمليات اندماج واستحواذ، حيث قدر إجمالي عدد عمليات الخروج في عام 2006 بحوالي 215 عملية خروج. (ناصر، 2012، صص 48-49)

### 2. تجارب بعض الدول النامية في مجال رأس المال المخاطر

في هذا العنصر سيتم التطرق إلى التجربة التونسية والجزائرية في رأس المال المخاطر.

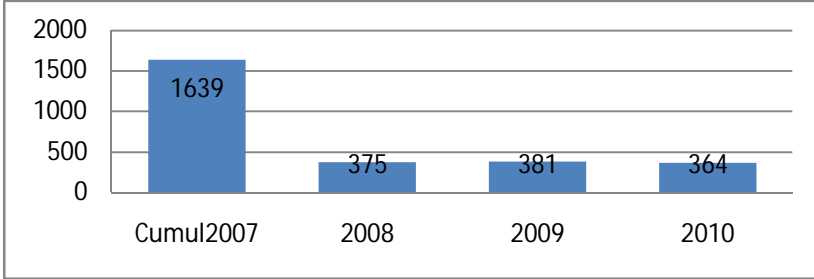
#### 1.2 التجربة التونسية في رأس المال المخاطر

تعتبر تجربة تونس في نشاط رأس المال المخاطر من أوائل التجارب في المنطقة العربية وأكثرها تميزا، وفي بداية هذه التجربة سمح للمصارف بإنشاء شركات رأس مال مخاطر لكنها لم تنجح لأن تمويل رأس المال المخاطر يحتاج إلى مهارات وخبرات قد لا يتقنها القطاع المصرفي، ثم صدر في عام 1995، قانون ينظم نشاط رأس المال المخاطر في تونس، وقد ساهم هذا القانون في تأسيس شركات رأس مال مخاطر وصل عددها حوالي 40 شركة بنهاية 2010، وتبلغ نسبة المشاريع الناجحة التي تم تمويلها برأس المال المخاطر في تونس منذ عام 1995 حوالي 72%،

ونتيجة لتمييز التجربة التونسية فقد تم ترشيحها من قبل جامعة الدول العربية في عام 2004 لتكون

مقرا للاتحاد العربي لرأس المال المخاطر (الناصر، 2012، صص 50).

الشكل رقم (05): عدد الشركات التي تم تمويلها برأس المال المخاطر في تونس



المصدر: (الناصر، 2012، ص51).

## 2.2 تجربة الجزائر في مجال رأس المال المخاطر

**1.2.2 شركات رأس المال المخاطر بالجزائر:** إن نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر حديث الوجود بل تعداه قليل جدا، لذا فإن من مصلحة الدول النامية خاصة الجزائر أن تعمل على تنمية هذه المؤسسات لدعم مشروعاتها لهدف تحقيق التنمية، وبالفعل فقد تم في الجزائر العزم على إنشاء صندوق رأس المال المخاطر لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتولى الخزينة والبنوك تدعيمه وإقامته، وكان ذلك يوم 14/01/2004 باعتماد قدره 3.5 مليار دينار جزائري، وقد أعلن أيضا في نفس السنة على تأسيس صندوق ضمان قروض الاستثمار لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا الصندوق ثمة التزام مشتركة بين السلطات العمومية والبنوك برأس مال قدره 30 مليار دينار جزائري على الرغم من المخاطر التي تحيط بمجالات استثمار مؤسسات رأس المال المخاطر باعتبارها استثمارات طويلة لأجل ينقصها معيار الإرادية والأمان، فضلا عن تلك التي تحيط بمهنة رأس المخاطر في الدول النامية باعتبارها مهنة مستحدثة، لم يألفها السوق من قبل إلا أنه تمت بعض التجارب في الجزائر لبعض مؤسسات رأس المال المخاطر نوردها فيما يلي: (بلعدي، 2008، ص ص120-122)

■ **مؤسسة SOFINANCE:** التي تأسست بتاريخ 09/01/2002 ونسبة مساهمتها في التمويل لا تتعدى % 35 من رأس مال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول الأخرى، وهي كذلك لا تغطي كل الأنشطة، بل انحصر مجال عملها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية وهذا يعني الاهتمام بالصناعات التحويلية وهو نشاط ضئيل المخاطر إذا ما قورن بالأنشطة الأخرى.

■ **مؤسسة FINALEP:** التي تأسست سنة 1991 كأول مؤسسة في الجزائر بأربعة مساهمين وهم: بنك التنمية المحلية BDL بـ 40 %، الصندوق الفرنسي للتنمية CFD بـ 28.74 %، القرض الشعبي الجزائري CPA بـ 20 % والبنك الأوروبي للاستثمار BEI بـ 11.26 %.

وتعمل هذه المؤسسة على ترقية الاستثمار في الجزائر على مسار الشركة الجزائرية الأوربية، وهي كباقي مؤسسات رأس المال المخاطر تشارك في عملية التأطير فهي وكيل ما بين 10 % و 20% من رأس المال الاجتماعي حسب الحجم وحاجة المؤسسة يقدر رأس مال مؤسسة ب 159.750 مليون دينار جزائري وهي شركة ذات أسهم تعد أول مؤسسة ذات رأس مال استثماري ومخاطر في الجزائر، وتقوم بجملة من المهام نذكر منها:

- ترقية وتمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث النشأة وتنمية المشاريع المتعثرة؛

- تساهم المالية الأوربية الجزائرية بعمليات التمويل عن طريق الشراكة في رأس المال الخاص، على عكس البنوك التي تمنح القروض، أي أنها تقوم باقتصاد المساهمة في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذه التمويلات تكون إما عن طريق الحساب الجاري، أو سندات قابلة للتحويل أو عن طريق قروض المساهمة، نقدا أو محررا كتابيا أو مقسمة إلى جزئين نصفها بالعملة الصعبة والنصف الآخر بالعملة المحلية؛

- المساعدة في إعداد الدراسات القابلة للتنفيذ والبحث عن تمويل مسبق والتحقيق من الشركاء وعرض نشاط البنوك وبنوك المعطيات الدولية التي تقدم يد الإرشاد والمساعدة؛

- التركيب القانوني والمالي وحضور إتمام الإجراءات الإدارية والقانونية والمساعدة في إتمام إجراءات الإنشاء.

ومن أهم المشاريع التي ساهمت في تمويلها، شركة الكيمياء الصناعية التي تقدم الصيانة الصناعية والتنظيف الصناعي، وكذلك شركة COCHMA التي تنتج الياغورت والعصير والحليب من الصودا، وأيضا الزراعة الغذائية MAS, TABCCOUS وتنتج التبغ، وأيضا مؤسسة التحويل المعدني الصناعية SOYAMIN METAL وهي مؤسسة جزائرية إيطالية لتصنيع الديكور والإكسسوارات وغيرها.

## 2.2.2 العوائق التي يواجهها رأس المال المخاطر بالجزائر

لا تزال تقنية رأس المال المخاطر، تواجه العديد من الصعوبات والتمثلة فيما يلي (عايب،

2013، ص 126-129):

■ **الفترة الزمنية للبرنامج:** إن تأخر وضع قوانين تضبط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر وتحدد النظام الجبائي الخاص بنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر قد لأثر سلبي على نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر من حيث دخول مؤسسات جديدة خاصة، كما أن وضع آليات الخروج من المؤسسات المقابلة وآليات ضمان التمويل جاء متأخرا.

■ **مشكلة التحفيز:** تتفق مؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة بمبالغ كبيرة بفرض تحفيز المقاولين ويعد التحفيز الحل الوحيد لمشكل الوكالة، الذي يميز طبيعة الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر إلا أن



مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر لا تستثمر مبالغ كبيرة من الأموال التي بحوزتها إذ يبقى عدد المؤسسات المقاوله الممولة قليلا وقد يرجع هذا إلى سببين:

- تجنب هذه المؤسسات للمخاطر؛

- أو عدم وصول العدد الكافي من طلبات التمويل إليها.

■ **غياب التنسيق بين الهياكل المساعدة ومؤسسات رأس المال المخاطر:** يؤكد المسؤولون عن عملية انتقاء المشاريع وتقييمها لمؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر أن أغلب المقاولين الذين يطلبون التمويل يجهلون تمام كيفية عرض مشاريعهم، مما يعني عدم حصولهم على التوجيه اللازم الذي من المفترض أن تقدمه الهياكل المساعدة.

■ **غياب ثقافة المؤسسة لدى المقاولين الجزائريين:** يجهل أغلب المقاولين الجزائريين للامتيازات المرتبطة بالتمويل عن طريق رأس المال المخاطر والتحفيزات التي تقدمها الحكومة من التسهيلات للحصول على العقار الصناعي، ضمانات للقروض والتمويلات الممنوحة بالإضافة إلى الهياكل التي تعمل على توجيه وتكوين المقاولين مما يجعل من إمكانية الاستفادة من هذه التحفيزات محصورة في عدد قليل من المقاولين.

■ **غياب آلية خروج ملائمة:** من أهم محددات نجاح عمليات رأس المال المخاطر هو وجود آلية ملائمة للخروج تضمن سهولة عملية وتحقق قيم مضافة، لكن المؤسسات الجزائرية لا تتوفر على خيارات كثيرة للخروج، حيث أن عمليات الخروج تتم إما عن طريق بيع الحصة من مبادرين أصليين أو بالخروج عن طريق البورصة.

■ **غياب آلية الضمان:** لتوسيع وتطور صناعة رأس المال المخاطر الجزائرية لابد من وضع نظام أو آلية لضمان مساهمتها نظرا لما يتميز به نشاط المؤسسات الناشطة في هذا المجال من مخاطرة عالية.

ولتجاوز هذه الصعوبات التي يواجهها رأس المال المخاطر في الجزائر يمكن الخروج بعدة

اقتراحات:

✓ **جعل السوق أكثر جاذبية للمستثمرين الخواص من خلال تنشيط سوق الأوراق المالية:** باشرت الحكومة الجزائرية 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، الخاصة بفترة 2010-2014؛

✓ **تشجيع المستثمرين الخواص:** حتى تقوم الحكومة بتشجيع المستثمرين الخواص يجب عليها أن تنشأ مجموعة من الحوافز الضريبية، حيث باشرت الحكومة الجزائرية بتقديم حوافز ضريبية من خلال القانون رقم 06 - 11 الصادر سنة 2006؛

✓ **رفع التمويل الحكومي في مرحلتي ما قبل الإنشاء والإنشاء:** عملت الحكومة الجزائرية في محلتي ما قبل الإنشاء والإنشاء من خلال إنشاء الوكالة الوطنية لتثمين نتائج البحث العلمي والتتمية التكنولوجية، غير

أن الوكالة لا تقدم العدد المطلوب من المؤسسات التي تطلب التمويل في مؤسسات رأس المال المخاطر، وهذا يفرض الحكومة الجزائرية اتخاذ خطوتين، إما برفع المبالغ المخصصة للوكالة من أجل توسعها، أو إنشاء صناديق تمويل أخرى يتم توزيعها بشكل يضمن حصول المقاولين على التمويل اللازم.

## الخاتمة

إن رأس المال المخاطر الذي يمثل صورة من صور الوساطة المالية من خلال استثمار رؤوس الأموال بمخاطر مرتفعة مع توقع تحقيق عائد مرتفع له أهمية بارزة في التنمية الاقتصادية ودور فعال في تمويل المؤسسات ومن ورائها الاقتصاد ككل، ويقدم المساعدة في إدارة الشركة لتعدد ابتكاراته وأفكاره المقترحة مما يحقق تطورها، إضافة إلى دعم المشروعات سواء بالإستراتيجية التمويلية بتوفير الغطاء التمويلي لها، أو بالإستراتيجية غير التمويلية بتقدير معونات إدارية التي من شأنها أن تعمل على الحد من المخاطر التي تتعرض لها، وبالنسبة لتجربة الجزائرية في هذا المجال فهي لا تزال في بداياتها الأولى وتحتاج إلى مزيد من بذل الجهود وتذليل العقبات وتوسيع العمل أمام شركات رأس المال المخاطر، وتبعا لما تقدم في هذه الدراسة يمكن استخلاص عدد من النتائج في شأن أهم القضايا المثارة بالدراسة، وكذا تقديم بعض الاقتراحات العامة، وذلك كما يلي:

### 1. النتائج: من بين النتائج التي تم استخلاصها ما يلي:

- تعتبر تقنية رأس المال المخاطر من أهم الوسائل الكفيلة لمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو الناشئة، على توفير التمويل نتيجة نقص الضمانات، باعتبار أن شركات رأس المال المخاطر تدخل كمشاركة في رأس المال خلال مختلف مراحل حياة المؤسسة؛  
- يعتبر رأس المال المخاطر خيار تمويلي استراتيجي للمؤسسات الاقتصادية، حيث لا يكفي بتقديم الأموال اللازمة لتمويل العمليات الإنتاجية فقط إنما يقوم بتقديم الدعم التسييري والإداري عن طريق المرافقة التي يقدمها للمؤسسات الممولة؛

- تعد التجربة الجزائرية في هذا المجال جد متواضعة بحيث نجد أنها لا تزال في بداياتها الأولى وتحتاج إلى مزيد من بذل الجهود وتذليل العقبات أمام شركات رأس المال المخاطر، وتوسيع العمل بهذا الأسلوب في كافة القطاعات ومجالات الاستثمار .

### 2. الاقتراحات: بناء على ما سبق نتقدم بالاقتراحات الآتية:

- ضرورة تشجيع إقامة شركات رأس المال المخاطر كطريقة للإصلاح المالي والإداري للمؤسسات الاقتصادية، باعتبار أن هذه التقنية التمويلية تعمل على مساعدة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في تلبية احتياجاتها التمويلية في مختلف مراحل حياتها بالإضافة لتقديم النصح والمشورة التسييرية لها؛  
- ضرورة الاهتمام بسوق رأس المال المخاطر من خلال تقديم الدعم لهذه الشركات، وتشريع قوانين لحماية من انتهازية أصحاب المؤسسات الممولة؛

- العمل على تحسين الإطار التشريعي الخاص بصناعة رأس المال المخاطر، الذي مازال يتميز بجملة من النقائص؛
  - إنشاء جمعية مهنية لرأس المال المخاطر تتولى لعب دور المراقب والمنظم، وكذا تعمل على تحسين ظروف ممارسة نشاط أعضائها بالتفاوض مع السلطات العمومية من موقع تفاوضي أقوى؛
  - العمل على تكوين موارد بشرية كفئة ومتخصصة في مختلف الميادين المالية، التسييرية، الإقتصادية والقانونية لتدعيم صناعة رأس المال المخاطر؛
  - تنظيم ملتقيات وندوات لتعريف الشباب الجزائري بالتمويل بتقنية رأس المال المخاطر وأهميتها في تمويل الإبداعات والتكنولوجيات الجديدة.<sup>1</sup>
- قائمة المراجع

#### ❖ المراجع باللغة العربية

##### ➤ المذكرات

1. آمنة عايب، "رأس المال المخاطر كاستراتيجية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مذكرة تدرج ضمن متطلبات نيل ماستر أكاديمي، تخصص مالية وبنوك، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، غير منشورة، 2013.
2. عبد الله بلعدي، "التمويل برأس المال المخاطر -دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة-"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، قسم الشريعة، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، غير منشورة، 2008.
3. نسبية حسيني، "رأس المال المخاطر كبديل تمويلي للمؤسسات صغيرة ومتوسطة"، مذكرة تدرج ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر الأكاديمي في علوم التسيير، تخصص مالية وبنوك، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، غير منشورة، 2013.

##### ➤ المجلات

1. السعيد بربيش، "رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر"، مجلة الباحث، العدد 05، كلية الحقوق وكلية العلوم الاقتصادية جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2007.
2. كريم دراجي، "شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات-دراسة حالة الجزائر-"، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 09، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2013.

#### ➤ المؤتمرات

1. عبد السميع روبينة، اسماعيل حجازي، "تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر"، ملتقى دولي حول: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 17 و18 أبريل 2006.
2. محمد براق، محمد الشريف بن زواي، "الهيكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر"، ملتقى وطني حول: إستراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، يومي 18 و19 أبريل 2012 .

#### ➤ مقالات و بحوث سلاسل منشورة

1. سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، "دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر"، الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، 2010.
2. محمد السعد ناصر، "رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية"، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعوم من برنامج أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، السعودية، 2012.

#### ❖ المراجع باللغة الأجنبية

1. Cherif Monder, "**Ingénierie financière et private equity**", Revue Banque Edition, France, 2003.
2. Pierre Battini, "**Capital Risque : mode d'emploi**", 2 éme Edition, Editions d'organisation, Paris, 1998.

#### ❖ المواقع الإلكترونية

1. الموقع الإلكتروني للهيئة العامة للرقابة المالية لجمهورية مصر العربية:  
[http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa\\_ar/index.jsp](http://www.efsa.gov.eg/jtags/efsa_ar/index.jsp)
2. الموقع الإلكتروني لوزارة الصناعة والتجارة الخارجية لجمهورية مصر العربية قطاع سياسات تنمية صادرات المشروعات الصغيرة والمتوسطة: <http://www.mift.gov.eg/SME/Studies4.htm>