



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية والتجارية



المرجع : 2021/.....

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم التسيير

التصدر: إدارة مالية

مذكرة بعنوان:

صناعة رأس المال المخاطر ودورها في إنشاء واستدامة المؤسسات الريادية الصغيرة - دراسة تجارب دولية رائدة -

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير (L.M.Sc)

تخصص " إدارة مالية "

تحت إشراف:

- د. حميد رامي.

إعداد الطلبة:

- بوقاقة أسماء.

- بولعراس وردة.

لجنة المفاوضة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	عاشوسي ابراهيم
مناقش	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	كروش صلاح الدين
مشرفا ومحررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة	حميد رامي

السنة الجامعية 2021/2020

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِيْمِ
الْحٰمِدُ لِلّٰهِ الْعَلِيِّ الْمَدْيَنِيِّ

الْأَمْكَانَ

الحمد لله وحده والصلوة على النبي المصطفى...
الحمد لله وحده والصلوة على النبي المصطفى...

الحمد لله الذي وفقني على تثمين مسيرتي الدراسية بهذكرتي هذه،

ثمرة الجهد والتعب...

ويفصله تعالى أهدي هذا العمل المتواضع إلى أحبتي وأسرتي الغالية.

إلى من جمعته الطاوس فارغاً لتسقيني قطرة حمى... إلى رضا ونور وطهر

هذه الحالة ~ أمي ~

الى من أحمل اسمه بكل فخر ... الى ركيزة عمرى وستوى ~ أى ~

الى قدرة عيني... الى من أظهرها لى حل العادة ~ اخوتي ~

إلى أستاذ المشرفـ ~الدكتور رامي حربـ ~

الى رفيقاته دربي ونبر الصدقة ~ صديقاتي ~

إلى من كان ملائكي وملجئي... إلى من تذوقته معهم أجمل اللحظات

...جَعَلَكُمُ اللَّهُ خَيْرَ سَنَدٍ...

أمس

الإهداء

إلى من طالما حلمت أن تبصر نجاعي والتفوق الدائم والمتواصل
في دراستي أمي جوهرة قلبى "زوبيدة بوتлер" أهديها هذه الثمرة التي
لا تشاهى شيئاً من جميلها.

إلى من جعل مشواري العلمي طريق لا حدود له، إلى
ركيزة وبداري، أبي الكريمه أطال الله عمره "عمود".
إلى النجمتين التي أدارتا دربي أختي العزيزتين "مروة" و "ابتسام".
إلى أخي التي لم تلده أمي "علي".
إلى بقية أهلي وأقاربي وأصدقائي.
إليكم جميعاً أهديي هذا العمل.

ورقة

شُكْر وَتَقْدِير

نشكر الله عز وجل أولاً الذي وفقنا في إتمام هذا البحث العلمي، وما
كان لنوفق لولا توفيقه، ومن بابه العرفان بالفضل نتفقده بجزيل الشُّكْر
والتقدير للأستاذ المشرف "الدكتور رامي حميد" الذي كان خير معين
لنا في إنجاز هذا البحث العلمي، لما قدمه لنا من نصيحة وتجهيز ودعم
أكاديمي. كما نتوجه بالشُّكْر الجزيل للأستاذة أعضاء لجنة المناقشة على
أكاديمي. قبولهم مناقشة هذا العمل.

والشُّكْر موصول إلى كل من ساعدنا و ساهم في إعداد هذا العمل
من جميع جوانبه.

من خلال هذه الدراسة هدفنا إلى تسلیط الضوء على الإطار المفاهيمي للريادة والمؤسسات الريادية الصغيرة، ومدى مساهمتها في تحقيق التنمية والنهوض باقتصاديات الدول، مع توضیح الفروقات التي تمیز المؤسسات الريادية الصغيرة عن غيرها من المؤسسات الصغيرة التقليدية، مع إبراز مراحل دورة حیاتها واحتیاجاتها المالية المختلفة في كل مرحلة من تلك المراحل، كما تطرقنا إلى الصعوبات التي تحد من قدرة مصادر التمویل التقليدية على تمویل ودعم هذا النوع من المؤسسات مع الإشارة إلى بعض البدائل التمویلية المتاحة لها، وكان رأس المال المخاطر أھم هذه البدائل، حيث قمنا في الفصل الثاني بالتعريف بهذه الصناعة وإبراز خصائصها ومیکانیزمات عملها، وكذا مدى فعالیتها في تمویل المؤسسات الريادية الصغيرة. ولتأكيد وإبراز هذه الفعالیة أسلقنا هذه الدراسة على بعض التجارب الدولية الرائدة في صناعة رأس المال المخاطر والتطرق إلى واقعها في الجزائر.

أظهرت نتائج هذه الدراسة أن النموذج الأمريكي في صناعة رأس المال المخاطر نموذجا رائدا عالميا، بالإضافة إلى التجربة الفرنسية، السعودية، و التونسية التي توجت بالنجاح في تطوير هذه الصناعة، وهي تعتبر تجارب دولية رائدة في هذا المجال، في حين كانت التجربة الجزائرية في هذه الصناعة التمویلية متواضعة مقارنة بتلك التجارب والتي على ضوءها تسعى الحكومة الجزائرية لتفعیل وتطوير هذه صناعة.

الكلمات المفتاحية: ریادة الأعمال، المؤسسات الريادية الصغيرة، رأس المال المخاطر.

Summary:

The goal from this study to highlight the conceptual frame work of entrepreneurship and the small entrepreneurial enterprise entrepreneurial enterorise, and how much they contribute in acheiving developement and rising with the countries' economics, with giving a clarification about the difference sthatindicate the small entrepreneurial enterprisefrom the other traditional small enterprise. With showing the stages of its life circle and her different financial needs in each one of the stages, it also shows us the difficulties that limit the ability of the traditional financial sources to finance and support this kind of enterprise with referencing to some other available financial alternatives , it's like the venture capital is more important than these alternatives, where in the second chapter wedefined this industry and showedit's characteristics and it's working mechanisms, wealso displayed her effectivity in financing the small entrepreneurial enterprise, and to confirm this effectivity we have dropped on this some of the leading international experiences in the venture capital industry and adressingits reality in algeria.

The results of this study showed that the American model in the venture capital industry is a leading global model, in addition to the French, Saudi, and Tunisiaentn experience that culminated in success in developing this industry, and it is considered a leading international experience in this field, while the Algerian experience in this industry was funding is modest compared to those experiences, in light of which the Algerian government seeks to activate and developing this industry.

Key words : Entrepreneurship, Small Entepreneurial Enterprise, Venture Capital.

الفهرس

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
II - I	الإهداء
III	شكر وتقدير
V - IV	الملخص
VII - VI	فهرس المحتويات
IX - XIII	فهرس الأشكال
X	فهرس الجداول
XIII - XI	فهرس المختصرات
أ-ر	مقدمة
26-1	الفصل الأول: الريادة والمؤسسات الريادية الصغيرة
2	تمهيد الفصل
13-3	المبحث الأول: الريادة: مفهومها، أهميتها، واستراتيجياتها
7-3	المطلب الأول: مفهوم الريادة
8	المطلب الثاني: أهمية الريادة
13-8	المطلب الثالث: استراتيجيات الريادة
18-13	المبحث الثاني: المؤسسات الريادية الصغيرة: مفهومها، أهميتها، ودورة حياتها
15-13	المطلب الأول: مفهوم المؤسسات الريادية الصغيرة
16-15	المطلب الثاني: أهمية المؤسسات الريادية الصغيرة
18-16	المطلب الثالث: دورة حياة المؤسسة الريادية الصغيرة
25-19	المبحث الثالث: المؤسسات الريادية الصغيرة: احتياجاتها المالية، وطرق تمويلها
21-19	المطلب الأول: الاحتياجات المالية للمؤسسات الريادية الصغيرة
23-21	المطلب الثاني: معوقات تمويل المؤسسات الريادية الصغيرة بمصادر التمويل التقليدية
25-23	المطلب الثالث: مصادر التمويل الحديثة للمؤسسات الريادية الصغيرة
26	خلاصة الفصل
52-27	الفصل الثاني: فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الريادية الصغيرة
28	تمهيد الفصل
35-29	المبحث الأول: صناعة رأس المال المخاطر: نشأتها، مفهومها، وخصائصها
31-29	المطلب الأول: نشأة وظهور صناعة رأس المال المخاطر
33-31	المطلب الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر

فهرس المحتويات

35-33	المطلب الثالث: خصائص رأس المال المخاطر
44-36	المبحث الثاني: ميكانيزمات عمل صناعة رأس المال المخاطر
38-36	المطلب الأول: أطراف التمويل برأس المال المخاطر
40-38	المطلب الثاني: توقيت دخول رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسة
44-40	المطلب الثالث: مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وآليات خروجه
51-45	المبحث الثالث: فعالية صناعة رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسة الريادية الصغيرة
47-45	المطلب الأول: تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسة الريادية الصغيرة في ظل نظرية الوكالة
49-47	المطلب الثاني: مدى احتياج المؤسسة الريادية الصغيرة للدعم والتمويل برأس المال المخاطر
51-49	المطلب الثالث: أثر تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسة الريادية الصغيرة
52	خلاصة الفصل
117-53	الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في التمويل برأس المال المخاطر
54	تمهيد الفصل
83-55	المبحث الأول: تجارب بعض الدول المتقدمة في التمويل برأس المال المخاطر
69-55	المطلب الأول: التجربة الأمريكية في التمويل برأس المال المخاطر
83-69	المطلب الثاني: التجربة الفرنسية في التمويل برأس المال المخاطر
102-84	المبحث الثاني: تجارب بعض الدول النامية في التمويل برأس المال المخاطر
93-84	المطلب الأول: التجربة السعودية في التمويل برأس المال المخاطر
102-93	المطلب الثاني: التجربة التونسية في التمويل برأس المال المخاطر
116-102	المبحث الثالث: واقع وآفاق صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر
114-102	المطلب الأول: واقع صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر
116-114	المطلب الثاني: سبل تفعيل صناعة رأس المال المخاطر
117	خلاصة الفصل
120-118	خاتمة
128-121	قائمة المراجع

فهرس الأشكال

رقم الشكل	العنوان	الصفحة
1-1	مدخلات ومخرجات المؤسسة الريادية	10
2-1	استراتيجيات الريادة وأبعادها	12
3-1	منحنى حياة المؤسسة الريادة الصغيرة	17
1-2	العلاقة بين أطراف التمويل برأس المال المخاطر	38
1-3	تطور استثمارات رأس المال المخاطر في الوم خلال السنوات 1975_1973_1971	57
2-3	استثمارات رأس المال المخاطر في الوم في الفترة 1989_1980	58
3-3	استثمارات رأس المال المخاطر في الوم خلال الفترة 2015_2008	59
4-3	رأس المال المخاطر المحصل خلال الفترة 2020_2016	63
5-3	تطور رأس المال المخاطر المستثمر وعدد المؤسسات المستثمر فيها خلال الفترة 2020_2016	64
6-3	نشاط رأس المال المخاطر خلال الفترة 1997_1992 في فرنسا	72
7-3	رأس المال المخاطر الفرنسي المحصل خلال الفترة 2020_2016	77
8-3	رأس المال المخاطر الفرنسي المستثمر خلال الفترة 2020_2016 وعدد المؤسسات المستثمر فيها	78
9-3	تطور رأس المال المخاطر السعودي المستثمر وعدد المؤسسات المستثمر فيها خلال الفترة 2020_2016	89
10-3	نسبة رأس المال المخاطر المستثمرة في السعودية حسب المرحلة التمويلية خلال الفترة 2020_2016	90
11-3	رأس المال المخاطر المحصل في تونس خلال الفترة 2020_2017	96
12-3	الأموال المستثمرة من طرف البنوك في رأس المال المخاطر التونسي خلال الفترة 2020_2017	97
13-3	رأس المال المخاطر المستثمر في تونس وعدد المؤسسات المستثمر فيها خلال الفترة 2020_2016	98
14-3	رأس المال المخاطر المستثمر في تونس حسب مرحلة التدخل خلال الفترة 2020_2016	99
15-3	آليات خروج المتبعة من طرف شركات رأس المال المخاطر التونسية خلال سنة 2020	100

فهرس الأشكال

107	تطور نشاط Finalep خلال الفترة 2019_2016	16-3
109	استثمارات Sofinance خلال الفترة 2017_2015	17-3
111	تطور نشاط الجزائر استثمار خلال الفترة 2019_2015	18-3
112	مصادر الأموال المستثمرة في رأس المال المخاطر في الجزائر	19-3
113	القطاعات المملوكة برأس المال المخاطر في الجزائر	20-3

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
14	الفرق بين المؤسسات الريادية الصغيرة والمؤسسات الصغيرة التقليدية	1-1
51	المقارنة بين المؤسسات المملوكة برأس المال المخاطر والمؤسسات المملوكة ذاتياً في الـ M A	1-2
65	استثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي حسب القطاعات خلال الفترة 2016_2020	1-3
67	رأس المال المخاطر المستثمر في الـ M A حسب مرحلة التدخل خلال الفترة 2016_2020	2-3
68	الإيرادات المحققة من عمليات خروج رأس المال المخاطر الأمريكي خلال الفترة 2016_2020	3-3
79	المبالغ المستثمرة في رأس المال المخاطر الفرنسي حسب نوع المستثمر خلال الفترة 2016_2020	4-3
80	رأس المال المخاطر الفرنسي المستثمر حسب مرحلة التدخل خلال الفترة 2016_2020	5-3
81	استثمارات رأس المال المخاطر الفرنسي حسب القطاعات المملوكة خلال الفترة 2016_2020	6-3
82	الإيرادات المحققة من كل عمليات خروج رأس المال المخاطر الفرنسي خلال الفترة 2016_2020	7-3
91	استثمارات رأس المال المخاطر السعودي حسب القطاعات المملوكة خلال الفترة 2016_2020	8-3
101	رأس المال المخاطر المستثمر حسب القطاعات في تونس خلال الفترة 2016_2020	9-3
110	العمليات الاستثمارية التي قامت بها ASICOM	10-3

فهرس الاختصارات

الصفحة	معنى الاختصار	أصل الاختصار	الاختصار
30	الأمريكية للبحث والتطوير	American Research & Development	ARD
31	الجمعية الفرنسية للمستثمرين في رأس المال	Association Française des Investisseur en Capital	AFIC
31	الصناديق المشتركة لمواجهة المخاطرة	Fonds Commun de Placement à Risque	FCPR
32	المعية الوطنية لرأس المال المخاطر	National Venture Capital Association	NVCA
32	الجمعية المغربية للمستثمرين في رأس المال	Association Marocaine des Investisseur en Capital	AMIC
56	قانون المؤسسات الصغيرة	The small Business Act	SBA
56	مؤسسات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة	Small Business Investment Corporation	SBIC
60	الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية	United States Agence International Development	USAIO
60	البنك الأمريكي المحلي للتنمية	Inter-Amirecan Development Bank	IADB
60	صندوق الاستثمار متعدد الأطراف	Multilateral Investment Fund	MIF
70	المؤسسة المالية للابتكار	Société Financière D'innovation	SFI
74	صندوق الودائع والاحتياطات	La Caisse des Dépôts et Consignations	CDC
74	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	Petite et moyenne Entreprise	PME

فهرس الاختصارات

75	الوكالة الوطنية لتنمية البحث	Agence National de Valorisation de La Recherche	ANVAR
75	بنك تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	Banque de Développement des Petites et Moyennes Entreprises	BDPME
85	شركة الاتصالات السعودية	Saudi Telecom Company	STC
93	شركة رأس المال المخاطر	Société D'Investissement à Capital Risque	SICAR
93	صندوق الترويج الصناعي واللامركزية	Le Fonds de Promotion et de Décentralisation Industrielles	FOPRODI
94	شركات الاستثمار ذات رأس مال متغير	Société D'investissement à Capital Variable	SICAV
94	شركات الاستثمار ذات رأس مال ثابت	Société D'investissement à Capital Fixe	SICAF
103	الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة	Financière Algéro-Européenne de Participation	FINALEP
103	الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة، والتوظيف	Société Financière D'investissement, de Participation et de Placement	SOFINANCE
105	لجنة تنظيم عمليات البورصة	Commission	COSOB

فهرس الاختصارات

	ومراقبتها	D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse	
110	الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار	Société Algéro-Saoudienne D'investissement	ASICOM
111	بنك الفلاحة والتنمية الريفية	Banque de L'Agriculture et du Développement Rural	BADR
111	الصندوق الوطني للاحتياط والتنوفير	La Caisse Nationale D'épargne et de Prévoyance	CNEP
112	الصندوق السيادي	Fonds Nationale D'investissement	FNI

مقدمة

تمهيد :

أخذ موضوع الريادة في مجال الأعمال حيزاً كبيراً من الاهتمام لما آلت إليه منظمات الأعمال من تطور نتيجة البحث واستغلال الفرص، وفي الوقت الراهن أصبح رواد الأعمال هم من يرسمون ملامح اقتصاديات الدول، لذا سعت العديد من الحكومات لتطوير هذا القطاع من خلال دعم المؤسسات الريادية الصغيرة وتوفير بيئة مناسبة لها، وقد أصبحت هذه المؤسسات الداعم الرئيسي لتحقيق التنمية المستدامة، بتقديمها لنماذج أعمال فريدة ومميزة تخلق أسواق وأنشطة اقتصادية جديدة توفر بها فرص عمل أكبر، وهذا ما يخلق ثروة اقتصادية ويبحسن من الدخل الوطني. حيث لطالما شكل موضوع التمويل بالنسبة للمؤسسات الريادية الصغيرة عائقاً أمام إنشائها واستدامتها، ففي ظل المخاطر العالية التي تتطوّر عليها هذه المؤسسات، عجزت مصادر التمويل التقليدية على تلبية حاجياتها المالية، ولتحسين الوضعية التمويلية لها أصبحت الحاجة ماسة إلى ابتكار مصادر تمويلية جديدة بعيدة عن القيود التي تفرضها المصادر التقليدية، وفي هذا الصدد حظي رأس المال المخاطر باهتمام صانعي السياسات والباحثين، حيث أبرز نجاعته كبديل تمويلي مناسب وفعال في تمويل المؤسسات الريادية الصغيرة، إذ يقوم هذا البديل على مبدأ المشاركة بدون ضمان، وبالإضافة إلى التمويل يقوم رأس المال المخاطر بالمراقبة والتوجيه على مستوى جميع مراحل حياة المؤسسة الريادية الصغيرة من مرحلة الانطلاق إلى مرحلة النضج.

وقد قدمت لو م نموذجاً مثالياً لصناعة رأس المال المخاطر منذ نشأتها حتى تطورها وانتشارها في دول العالم الأخرى، حيث كانت أوروبا الوجهة الثانية لانطلاق هذه الصناعة ومن أبرز التجارب الأوروبية ذكر التجربة الفرنسية التي تعد من أهم التجارب العالمية فهي تحتل المرتبة الثانية أوروبا بعد بريطانيا في صناعة رأس المال المخاطر، كما عرفت منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا تجارب ناجحة في صناعة رأس المال المخاطر أهمها: تجربة المملكة العربية السعودية والتجربة التونسية.

كما تسعى الجزائر حالياً إلى بناء اقتصاد أساسه البحث والتطوير لتقديم منتجات مبتكرة، ولدعم هذا التوجه ينبغي على الحكومة الجزائرية تحسين الوضعية التمويلية للمؤسسات الصغيرة الريادية من خلال الاستفادة من التجارب الناجحة في مجال التمويل برأس المال المخاطر.

اشكالية الدراسة:

جاءت هذه الدراسة للإجابة على الإشكالية التالية:

ما هو دور صناعة رأس المال المخاطر في إنشاء واستدامة المؤسسات الريادية الصغيرة على المستوى الدولي؟

و ضمن الإطار العام لهذه الإشكالية ندرج الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي الميزات التي تجعل المؤسسات الريادية الصغيرة تختلف عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التقليدية؟
- هل تتماشى مصادر التمويل التقليدية مع الطبيعة المالية للمؤسسات الريادية الصغيرة؟
- هل يعتبر رأس المال المخاطر بديل تمويلي مناسب للمؤسسات الريادية الصغيرة؟
- ما هو النموذج الأمثل لصناعة رأس المال المخاطر؟ وما هو واقع هذه الصناعة في الجزائر؟ وكيف يمكن تفعيلها بناء على التجارب الدولية الرائدة في هذا المجال؟

فرضيات الدراسة:

للإجابة على الإشكالية والأسئلة الفرعية المطروحة نقوم بصياغة الفرضيات التالية:

- تقوم المؤسسة الريادية الصغيرة على التغيير وهذا أهم ما يميزها عن تلك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التقليدية، بالإضافة إلى خصائص أخرى مثل: اتصافها بالابتكار، تميزها بالمخاطر العالية...الخ.
- تعجز مصادر التمويل التقليدية عن تمويل المؤسسات الريادية الصغيرة، نظرا لخصائصها المالية التي تشكل عائقا أمام تلك المصادر.
- يعتبر رأس المال المخاطر بديلا تمويليا مناسبا للمؤسسات الريادية الصغيرة، حيث تتناسب خصائصه مع خصائص هذه المؤسسات بالإضافة إلى الدعم المالي، الفني، والإداري الذي يقدمه لها.
- يعد النموذج الأمريكي نموذجا أمثل في صناعة رأس المال المخاطر منذ ظهورها، وتقيم التجربة الجزائرية في هذه الصناعة على أنها تجربة متواضعة ولم ترقى إلى المستوى المطلوب، وتعمل

مقدمة

الحكومة الجزائرية على تفعيل هذه الصناعة بتدارك النقصان التي تحتويها بتوفير العوامل التمكينية لتطوير هذه الصناعة بناء على النماذج الرائدة في هذا المجال.

أهداف الدراسة:

من أهم الأهداف التي سعت هذه الدراسة إلى تحقيقها ما يلي:

- توضيح مفهوم الريادة والمؤسسات الريادية الصغيرة، وتبين أهمية كليهما في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- إبراز الفرق بين المؤسسات الريادية الصغيرة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التقليدية.
- التعرف على دورة حياة المؤسسة الريادية، واحتياجاتها المالية في كل مرحلة.
- إبراز خصائص التمويل برأس المال المخاطر، وميكانيزمات عمله.
- تسلیط الضوء على أهم التجارب الدولية الرائدة في صناعة رأس المال المخاطر.
- تقديم مقترنات للنهوض بصناعة رأس المال المخاطر في الجزائر.

أهمية الدراسة:

تكمّن أهمية هذه الدراسة في:

- مدى مساهمة المؤسسات الريادية الصغيرة في تحقيق التنمية المستدامة، من خلال خلق أسواق وأنشطة اقتصادية جديدة، وخلق فرص عمل وتحقيق ثروة.
- عدم قدرة القروض البنكية على تلبية الاحتياجات المالية للمؤسسات الريادية الصغيرة.
- توجّه الحكومة الجزائرية نحو اقتصاد المعرفة القائم على البحث والابتكار، وسعيها إلى دعم المؤسسات والمشاريع الإبتكارية.

دّوافع اختيار الموضوع:

يرجع اختيار الموضوع لجملة من الأسباب منها:

أسباب ذاتية: الميل الشخصي في البحث في موضوع التمويل برأس المال المخاطر ودعم قطاع الريادة، والخروج بمقترنات تساعد الحكومة الجزائرية للنهوض بهذا القطاع.

مقدمة

أسباب موضوعية:

- التطور الكبير التي تشهده صناعة رأس المال المخاطر في العديد من الدول.
- ترسیخ رأس المال المخاطر كبديل تمويلي أمثل للمؤسسات الريادية الصغيرة.
- تماشي موضوع الدراسة مع التوجهات الحكومية الحديثة.

منهج الدراسة:

لإحاطة بمختلف جوانب الموضوع وللإجابة على الإشكالية والأسئلة الفرعية تم الاعتماد على المناهج التالية:

- **المنهج الوصفي:** اعتمدناه في وصف الريادة وأهميتها واستراتيجياتها، بالإضافة إلى وصف الشخص الريادي والمؤسسات الريادية الصغيرة، أهميتها، ومراحل دورة حياتها. كما اعتمدنا عليه في الفصل الثاني لوصف رأس المال المخاطر وخصائصه.
- **المنهج التحليلي:** اعتمدناه في تحليل المعوقات التمويلية التي تواجه المؤسسات الريادية الصغيرة، وتحليل ميكانيزمات عمل رأس المال المخاطر، كما اعتمدنا عليه في الفصل الثالث لتحليل تجارب بعض الدول في صناعة رأس المال المخاطر.

الدراسات السابقة:

نستعرض فيما يلي أهم الدراسات السابقة التي لها علاقة بموضوع دراستنا:

- ✓ مقال علمي تحت عنوان "منطق التدرج في مصادر التمويل لدى المؤسسات الصغيرة الإبتكارية" من إعداد "رایح خونی، ورامی حربی، جامعة بسكرة، 2015"، حيث تهدف هذه الدراسة إلى الكشف على مدى صعوبة الوصول إلى مصادر التمويل المفضلة لدى المؤسسات الصغيرة الإبتكارية في ظل بعض الخصوصيات التي تميزها عن غيرها من المؤسسات الأخرى، وتوصلت هذه الدراسة إلى نتائج مفادها أن:
- تفضل المؤسسات الصغيرة الإبتكارية التمويل بالموارد الداخلية على الموارد الخارجية، ثم الاستدانة على الأموال الخاصة.

مقدمة

- تؤثر خصائص المؤسسات الصغيرة الإبتكارية على التفضيلات المالية لها، حيث تلجأ المؤسسة الصغيرة الإبتكارية إلى رأس المال المخاطر غير الرسمي في المراحل الأولى من دورة حياتها، وفي حالة عدم كفيته تلجأ إلى رأس المال المخاطر الرسمي.
 - يأتي التمويل عن طريق الاقتراض من البنوك في نهاية سلم أولويات المؤسسة الصغيرة الإبتكارية.

مقال علمي بعنوان "رأس المال المخاطر، إستراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر" من إعداد "صاولي مراد، جامعة قالمة، 2016"، هدفت هذه الدراسة إلى تقدير أثر التمويل برأس المال المخاطر على ربحية المشاريع الاستثمارية بوصفه أحد أهم الحلول لمشكلة تمويل تلك المشاريع في الجزائر وبديلاً أمثل في ضوء احتياجاتها المالية. وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثراً إيجابياً لهذا النوع من التمويل في الأداء المالي للمشاريع الاستثمارية، كما توصلت أيضاً إلى أن ارتفاع نسبة مبالغ الاستثمارات الممولة برأس المال المخاطر يزيد من احتمالات تعرض تلك الاستثمارات لمخاطر الإفلاس وعدم الوفاء، وتوصلت الدراسة إلى أن مشاريع التكنولوجيا، الصحة، الصناعة، أكثر المشاريع جاذبية لرأس المال المخاطر بينما مشاريع التجارة، التعليم والزراعة، لا تحظى بنفس الاهتمام، وأن نزوح المشاريع الريادية نحو الدول المتقدمة ناتج عن غياب شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

✓ مداخلة مقدمة لملتقى دولي تحت عنوان "دور ريادة منظمات الأعمال في التنمية الاقتصادية" من إعداد إيهار عبد الهادي محمد، وسعون محمد سلمان، 2011، هدفت هذه الدراسة إلى تحديد إطار مفاهيمي للريادة وريادي الأعمال، مع التركيز على ريادة الشركة بشقيها الداخلي والخارجي، وتحديد خصائص دور المشروعات الريادية في التنمية، كما سلطت الضوء على أهم التجارب العربية في هذا المجال، وتناولت أهم المعوقات التي تعرّضها. ومن أهم النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة ذكر ما يلي:

- تمتاز المشروعات الريادية بكبر الحجم وسرعة تحقيق الأرباح.
 - تقوم المشروعات الريادية على الابتكار وتقديم أفكار إبداعية سباقية.
 - تشكل المشروعات الريادية عاملًا للاستقرار والتنمية الاجتماعية والاقتصادية لما تتوفره من فرص عمل، إضافة إلى توجيه المدخرات صوب الفرص المربحة.

- تنشأ المشروعات الريادية من فكرة متفردة في صناعة ذات نمو، وتمويل مناسب وريادي مبادر لتنفيذ المشروع بنجاح.
 - تزايدت أهمية المشروعات الريادية في التنمية الاقتصادية بعد تشجيع المبادرات الفردية لدورها في توفير فرص العمل والحد من الفقر واستثمار وتطوير رأس المال البشري.
- ✓ رسالة دكتوراه تحت عنوان "البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة" من إعداد "رامي حريد، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014_2015"، هدفت هذه الدراسة إلى توضيح أهم ملامح وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها الاقتصادية والاجتماعية وكذا أهم المعوقات التي تواجه نشأتها ونموها، والوقوف على مدى صعوبة الوصول إلى مصادر التمويل التقليدية خاصة القروض المصرفية في المراحل الأولى من نشأة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل بعض الخصائص التي تتميز بها، مع إبراز أهم الخصائص التي تتميز بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مراحل نشأتها الأولى والتي تفرض عليها الأخذ بأولويات تختلف عن تلك التي تنص عليها نظرية سلم الأولويات، وإبراز دور البدائل التمويلية للإقراض في المحافظة على النمو الطبيعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال توفير التمويل المناسب لها في مراحل نشأتها ونموها، وتسلیط الضوء على واقع البدائل التمويلية للإقراض في الجزائر والإجراءات والترتيبات المتخذة من طرف السلطات الحكومية لتطويرها، مع تقديم الاقتراحات والتوصيات الازمة لتطوير البدائل التمويلية للإقراض بما يدعم الاقتصاد الجزائري. وتمكن الباحث من خلال هذه الدراسة الوصول إلى النتائج التالية:
- يختلف تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من دولة لأخرى وفقا لاختلاف إمكانياتهم وظروفها الاقتصادية والاجتماعية.
 - تستند دول العالم المتقدم والنامي في تعريفها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على حجم العمالة، وحجم رأس المال، وحجم المبيعات، وحجم أو قيمة الإنتاج، إلا أن معيار حجم العمالة يعتبر الأكثر استخداما.
 - تؤدي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في التنمية الاقتصادية والاجتماعية. فهي تساهم في توليد القيمة المضافة، وزيادة الناتج المحلي الإجمالي، وخلق فرص عمل جديدة، وتتوسيع الهيكل الاقتصادي للدولة، ودعم الشركات الكبيرة.

- تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غالباً صعوبات في الحصول على قروض مصرفيّة طويّلة الأجل في المراحل الأولى من نشأتها؛ بسبب شدة المخاطر وعدم تماثل المعلومات.
- تفضل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كغيرها من المؤسسات الأخرى التمويل بالموارد الداخليّة على الموارد الخارجّية، ثم الاستدانة على الأموال الخاصة. غير أن لشدة المخاطر وعدم تماثل المعلومات تأثير على التفضيلات الماليّة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كون تلك الخصائص تفرض عليها الأخذ بأولويّات تختلف عن تلك التي تنص عليها نظرية سلم الأولويّات.
- تكون المخاطرة كبيرة جداً في حالة التمويل القائم على أساس المشاركة وذلك بسبب الالتماثل المعلوماتي، وعدم وجود الضمانات.
- رأس المال المخاطر هو التمويل للاستثمار في مؤسسات صغيرة ومتوسطة (ناشرة أو قائمة) ذات مخاطر مرتفعة بواسطة الأموال الخاصة والشبه الخاصة وليس بواسطة القروض، وبالتالي فإن المخاطر برأس المال هو مالك ولن يحصل على أمواله وأرباحه إلا من نجاح المؤسسة الصغيرة والمتوسطة، عكس البنكي الذي يحصل على أصل القرض وفوائده من خلال الضمانات حتى ولو فشلت المؤسسة الصغيرة والمتوسطة.
- لا يعتمد المخاطر برأس المال على المعايير التقليدية للمقرضين عند منح التمويل للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، وعلى الأخص الضمانات وسابقة الأعمال، وإنما يعتمد على معايير أخرى، ذكر منها: أولاً، أن يكون المسير للمشروع الابتكاري على قدر كبير من الخبرة والمهارة والقدرة التسويقية؛ ثانياً، أن تكون القيمة المتوقعة للعوائد المحتمل حدوثها عند استثمار في المشروع الصغير مرتفعة وتناسب مع حجم المخاطرة.
- يقدم المخاطرين برأس المال إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالإضافة إلى التمويل، المساعدة الفنية مقابل جزء من القيمة التي تنشئها هذه المؤسسات.
- لا يعني المخاطرين برأس المال من مشاكل عدم تماثل المعلومات (الاختيار المعاكس والخطر المعنوي) بقدر ما يعني منه مقدمو القروض المصرفيّة التقليدية أو رؤوس الأموال السهيّة عند تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر العديد من المشاكل والصعوبات التي تعرّض نشأتها ونموها، منها ما يرتبط بالمناخ الاستثماري بصفة عامة، ومنها ما يتعلّق بخصائص هذا النوع من المؤسسات بصفة خاصة.
 - إن صعوبة حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على قروض استثمارية من البنوك الجزائرية لا تقتصر فقط على المراحل الأولى من نشأتها، وإنما هي مشكلة تواجهها أيضاً أثناء النمو والتّوسيع، ويرجع ذلك إلى تخلف النّظام المصرفي الجزائري وعدم موضوعية الشروط التي يضعها لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
 - هناك مجموعة من العوائق التي تقف أمام تطوير وازدهار صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر أبرزها: أولاً، الأنظمة القانونية في الجزائر لا تتلاءم مع طبيعة رأس المال المخاطر؛ ثانياً، ضعف الدعم الحكومي ودعم القطاع المصرفي لنشاط رأس المال المخاطر؛ ثالثاً، ضعف آليات خروج رأس المال المخاطر من المؤسسات التي قام بتمويلها؛ رابعاً، نقص الخبرات البشرية المؤهلة والمدرية على استثمارات رأس المال المخاطر؛ خامساً، ندرة البيانات والمعلومات المتعلقة بنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر.
- ✓ رسالة ماجستير تحت عنوان "شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة" من إعداد "عبديش ساميّة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2013_2014"، هدفت هذه الدراسة إلى الإمام بال إطار التصوري للإصلاحات الاقتصادية في إطار التوجه الجديد لل الاقتصاد الوطني في تشجيع الاستثمار من قبل الخواص وتعزيز أداء مؤسساتهم الصغيرة والمتوسطة، والتطرق إلى النمط الجديد في التمويل كبديل للتمويل التقليدي وكأسلوب جديد في خصوصة مؤسسات القطاع العام وهيكلتها. وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود رابطة ثلاثة بين الاقتصاد، المشروعات الناشئة، وشركات رأس المال المخاطر، حيث لهذه المشروعات انعكاسات ايجابية ملموسة على الاقتصاد القومي، كما تعتبر شركات رأس المال المخاطر طوق نجا للمؤسسات الناشئة بقبولها تحمل المخاطر، وقد أثبتت فعاليتها في تمويل هذه المشاريع خاصة في نظرتها لمستوى المخاطرة وتقييمها لها، أما عن وضعية الجزائر فقد توصلت هذه الدراسة إلى أنها جد متواضعة ولا ترقى إلى الآمال التي تطلع إليها هذه المشاريع وذلك يرجع إلى تخوف القطاع المالي من مخاطرها.

✓ رسالة دكتوراه تحت عنوان "رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية حالة الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف SOFINANCE" من إعداد "أحلام بوقفة، جامعة منتوري، قسنطينة، 2017_2018"، هدفت هذه الدراسة إلى التأكيد على ضرورة اعتماد رأس المال المخاطر كفضيل تمويلي للمشاريع الاستثمارية في مراحل حياتها المبكرة، وتوضيح ميكانيزم عمل رأس المال المخاطر وتحليل مسار تمويله، وكذا الكشف عن النماذج التي يعمل بها حول العالم وتحليل جوانب كل نموذج، مع الاقتراب أكثر من متعاملي سوق رأس المال المخاطر في الجزائر، لاستكشاف أهم العقبات التطبيقية له. وتمثل نتائج هذه الدراسة في:

- تحتاج المشاريع الاستثمارية في المراحل الأولى من حياتها إلى التمويل برأس المال المخاطر، فهو يساعدها على تخطي فجوة التمويل التي تعاني منها.
- أهم أساس يقوم عليه التمويل برأس المال المخاطر هو المشاركة، وهذا ما جعل المخاطر برأس المال ينشط وفق مسار عمل بتقاصيل دقيقة جدا تتعلق من تحديد الهدف من الاستثمار لجمع الأموال اللازمة، مرورا بمرحلة استثمارها، ثم متابعة المشاريع المنتقة، وصولا إلى تحديد كيفية الخروج بعد خلق القيمة في فترة الاستثمار المحددة.
- يمثل رأس المال المخاطر في النموذج الإنجلوسكسوني تمويلا مقاولاتيا أما في النموذج الأوروبي فيعتبر خدمة مالية.
- يعني سوق رأس المال المخاطر في الجزائر من خلل هيكلية، حيث يمارس بطريقة تختلف عما هي عليه في النموذجين السائدين، أين ينشط كبديل تمويلي للمشاريع الاستثمارية، في حين أنه وفي الجزائر، يكمل رأس المال المخاطر التمويل البنكي حتى يكاد يمارس بنفس طريقة.
- تم تبني مهنة رأس المال المخاطر في الجزائر في بيئة غامضة بسبب عدم فهم نموذج التمويل، ما أدى إلى تضييع الطريق للوصول إلى الهدف الذي جاءت من أجله وهو تنويع الاقتصاد الوطني.

هيكل الدراسة:

تشتمل الدراسة على ثلاثة فصول، اهتم الفصلان الأول والثاني بالجانب النظري للريادة والمؤسسات الريادية الصغيرة، وصناعة رأس المال المخاطر، والفصل الثالث اهتم بالجانب العملي لصناعة رأس المال المخاطر.

حيث تم تخصيص الفصل الأول لتوضيح الإطار المفاهيمي للريادة والمؤسسات الريادية الصغيرة، مع التركيز على الاحتياجات المالية لهذه الأخيرة والمعوقات التمويلية التي تواجهها، مع الإشارة إلى بعض المصادر التمويلية المتاحة لها.

وكان الهدف من الفصل الثاني عرض نشأة وظهور صناعة رأس المال المخاطر، وميكانيزمات عملها من خلال التعرف على أطراف التمويل بها، توقيت التدخل ومراحل الاستثمار فيها، وكذا آليات الخروج من المؤسسة المملوكة، مع التطرق إلى فعالية هذه الصناعة في تمويل المؤسسات الريادية الصغيرة.

وجاء الفصل الثالث لتسلیط الضوء على واقع صناعة رأس المال المخاطر في بعض الدول منها المتقدمة ومنها النامية، وكذا الإشارة إلى واقع هذه الصناعة في الجزائر واقتراح سبل لتفعيلها.

الفصل الأول:

الريادة والمؤسسات

الريادية الصغيرة

تمهيد الفصل:

ظهرت الريادة في الآونة الأخيرة كأحد المواضيع الهامة في كتابات الباحثين والمهتمين، لما تلعيه من دوراً فاعلاً في تحقيق التنمية بشقيها الاقتصادي والاجتماعي لدول العالم، فهي تمثل مصدراً هاماً للإبداع وتقديم خدمات ومنتجات جديدة تتطرق من أفكار مبتكرة ورائدة تجسد في مؤسسات صغيرة تضفي عليها هذه الأفكار صفة الريادية، وقد أصبح هذا النوع من المؤسسات الداعم الرئيسي لوضع نماذج اقتصادية قائمة على التكنولوجيا الحديثة وتحقيق التنمية المستدامة، وهذا من خلال خلق فرص عمل عديدة وزيادة المنافسة بإيجاد أسواق جديدة وهذا ما يؤدي إلى رفع الإنتاجية وبالتالي زيادة الدخل القومي.

وبالرغم من الأهمية التي تحظى بها هذه المؤسسات إلا أنها تواجه معوقات وتحديات خلال دورة حياتها خاصة التمويلية منها، ففي ظل محدودية القدرات المالية لأصحابها ونظرًا للصعوبات التمويلية المتعلقة بعملية الإقراض يتوجب عليها البحث عن بديل تمويلي يتناسبى وطبيعتها المالية.

ولعرض محتوى هذا الفصل قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة مباحث، تطرقنا فيهم إلى:

- ❖ **المبحث الأول: الريادة: مفهومها، أهميتها، واستراتيجياتها.**
- ❖ **المبحث الثاني: المؤسسات الريادية الصغيرة: مفهومها، أهميتها، ودورة حياتها.**
- ❖ **المبحث الثالث: المؤسسات الريادية الصغيرة: احتياجاتها المالية، ومصادر تمويلها.**

المبحث الأول: الريادة: مفهومها، أهميتها، واستراتيجياتها.

دخل مفهوم الريادة إلى النشاطات الاقتصادية منذ القرن الثامن عشر، حيث اختلف الباحثين في تحديد مفهوم لها، إلا أن التعريف المنسوبة لهذا المصطلح كانت متقاربة، وقد زاد الاهتمام بالريادة في اقتصاديات الدول سواء المتقدمة منها أو النامية لما تلعبه من دور في التنمية الاقتصادية والاجتماعية على حد سواء، وهذا ما سنوضحه في هذا المبحث.

المطلب الأول: مفهوم الريادة.

ظهر مفهوم ريادة الأعمال في الكتابات الاقتصادية منذ كتابات الاقتصادي الايرلندي ريتشارد كانطيلون (Cantillon 1680_1734)، وهي كلمة فرنسية الأصل *Entrepreneurship*¹. وعند الحديث عن تعريف ريادة الأعمال، فإننا نتحدث عن شقين في هذا التعريف الأول ترجمة مصطلح *Entrepreneurship* وثانياً تعريف هذا المصطلح. فأما ترجمة المصطلح فقد أشارت أدبيات الإدارة إلى كثير من نماذج التعريف لمصطلح ريادة الأعمال ولمصطلح الريادي. ومن الترجمات التي اقترحت لهذا المصطلح: الريادة، المبادرة، المبادأة، الإنشاء، العمل الحر. وفي المقابل يوصف الشخص بأنه المبادر والرائد، والمبادئ، والمنشئ، والمخاطر، والمبدع الإنتاجي، والجريء.

وقد حسم الجدل حول الترجمة العربية لكلمة *Entrepreneurship* بمعنى ريادة الأعمال وترجمة *Entrepreneur* بمعنى رائد أعمال.

أما الشق الثاني هو تعريف هذا المصطلح²، فقد اختلف الباحثون في تعريفهم للريادة وقد وردت عدة تعاريف منها:

عرف كل من (1999_Wennekers & Thuri) الريادة بأنها إدراك وتكوين فرص اقتصادية جديدة مع اتخاذ القرار واستثمار الموارد.

¹ كافي مصطفى يوسف، *ريادة الأعمال وإدارة المشاريع الصغيرة*، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2019، ص 14.

² الشميري أحمد عبد الرحمن، المبيريك وفاء بنت ناصر، *مقدمة: ريادة الأعمال: المفاهيم والتطبيقات الأساسية لغير التخصصين*، العبيكان للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2019، ص 13.

وقد وسع (Boschee & Huclurg 2003) مفهوم الريادة ليعني البدء من لاشيء أكثر من مجرد فكرة أو نموذج أصلي، مع قابلية الريادي إلى سحب الأعمال إلى الموضع الذي يمكن أن تعزز فيه ذاتها، عن طريق توليد داخلي للتدفق النقدي¹.

وعرفها الإتحاد الأوروبي عام 2003، بأنها الأفكار والطرق التي تمكن من خلق وتطوير نشاط ما عن طريق مزج المخاطرة والإبتكار أو الإبداع والفعالية في تسيير وإدارة الأنشطة والأعمال، وذلك ضمن مؤسسة جديدة أو قائمة².

كما عرفت الريادة بأنها عملية إنشاء شيء جديد ذو قيمة، وتحصيص الوقت والجهد والمال اللازم للمشروع، وتحمل المخاطر المصاحبة، واستقبال المكافأة الناتجة، إنها عملية ديناميكية لتراكم الثروة، وهذه الثروة تقدم عن طريق الأفراد الذين يتذمرون المخاطر في رؤوس أموالهم، والالتزام بالتطبيق لكي يضيفوا قيمة إلى بعض المنتجات. والريادة هي التفرد وتعتمد بشكل رئيسي على الاختلاف والتوزيع، والتوافقات الجديدة والطرق الجديدة وليس على النماذج والعادات المتبعة³.

والريادة هي عملية تتضمن جمع الوظائف والأنشطة المرتبطة بإدراك الفرص ومتابعتها، من وجهة نظر ضيقية ترتكز على ظهور مؤسسة جديدة، بينما من وجهة نظر أوسع ترتكز على ظهور الفرص بغض النظر عما إذا كانت تحدث في مؤسسة جديدة أو قائمة، ومفتاحها هو الوصول إلى الموارد. فيما يرى البعض أنها عملية من خلالها يسعى الأفراد لاستغلال الفرص بغض النظر عن الموارد التي يمتلكونها⁴.

ومن التعريف السابقة نستخلص الجوانب الرئيسية لمفهوم الريادة في ما يلي⁵:

- هي عملية إنشاء شيء جديد ذو قيمة.

¹ كافي مصطفى يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 15.

² خليل عبد القادر، زيدان عبد الرزاق، متطلبات تحقيق الريادة في القطاع المصرفي حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 17، جامعة حسية بن بوعلي، الشلف، 2017، ص 96.

³ عبد الستار محمد العلي، النجار فايز جمعة صالح، الريادة وإدارة الأعمال الصغيرة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2008، ص 6.

⁴ wright Mike, Entrepreneurship : a very short introduction, oxford university press, first edition, UK, 2013, p5_6.

⁵ عرفة سيد سالم، الجديد في إدارة المشاريع الصغيرة، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 138_139.

- تخصيص الوقت والجهد والمال.
- تحمل الخسائر المختلفة الناجمة عن المخاطرة.
- الحصول على العوائد الناجمة عن المخاطرة.

نستطيع أن نقول بأن مفهوم الريادة قد تطور مع تطور نظرة الدول المختلفة للأهداف الاقتصادية والاجتماعية التي تسعى إلى تحقيقها. لذا فإننا يمكن أن ننظر إلى المفهوم ببعض المرونة عند التعامل معه، إذ يكون في الدول المتقدمة مرتبط بالاختراعات والتفرد، أما في الدول النامية فإنه من يأخذ روح المبادرة والتحرك، ويختار وينشئ عملاً جديداً، يعمل من خلاله على المساهمة في أهداف التنمية الاقتصادية والاجتماعية الذي تمر به¹.

وحيثما يرد الحديث عن الريادة أو ريادة الأعمال نجد أن ذلك المصطلح يرتبط غالباً بمفهوم الريادي Entrepreneur²، فالريادة تترجم كعملية عن فعل الريادي³. لذا يجب تسلیط الضوء على مفهوم الريادي والمهارات التي يجب توفرها فيه.

الريادي: يرجع تعريف الريادي إلى العالم الاقتصادي شومبيتر Shumpeter (1883_1950) إذ عرف الريادي بأنه هو ذلك الشخص الذي لديه الإرادة والقدرة لتحويل فكرة جديدة أو اختراع جديد إلى ابتكار ناجح⁴.

وعرفه بيتر دراكر عام 1985 أنه الشخص المبادر الذي يستطيع أن ينقل المصادر الاقتصادية من إنتاجية منخفضة إلى إنتاجية عالية⁵.

¹ عبد الستار محمد العلي، مراجع سبق ذكره، ص.7.

² خليل عبد القادر، زيدان عبد الرزاق، مراجع سبق ذكره، ص.96.

³ إيتار عبد الهادي محمد، سعدون محمد سلمان، دور ريادة منظمات الأعمال في التنمية الاقتصادية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، يومي 22/23 نوفمبر، 2011، ص.4.

⁴ خربوطلي عامر، ريادة الأعمال وإدارة المشروعات الصغيرة والمتوسطة، من منشورات الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2018، ص.5.

⁵ خصاونة عاكف لطفي، ادارة الابداع والابتكار في منظمات الاعمال، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص.143.

ويعرف الريادي أيضا على أنه فرد يقيم عملا صغيرا و يجعل منه خلال فترة قصيرة عملا كبيرا و ناجحا، وهو يحقق ذلك لكونه يتمتع بمهارات محددة، تسمى مهارات ريادية¹ Entrepreneurship Skills ، نذكرها كالتالي:

- **الثقة بالنفس:** إن الناس الذين يمتلكون الثقة بالنفس يشعرون بأنهم يمكن أن يقابلوا التحديات، وعن طريق الثقة بالنفس يستطيع الرياديون أن يجعلوا من أعمالهم أعمالا ناجحة، إنهم يمتلكون شعورا متفوقا، وإحساسا بأنواع المشاكل المختلفة بدرجات أعلى، وقدرة على ترتيب المشاكل المختلفة وتصنيفها، والتعامل معها بطريقة أفضل من الآخرين².
- **الالتزام:** لا بد للرياديين من إدامة تركيزهم على أهدافهم، وعدم تخلיהם عن تخطيط أنشطتهم المختلفة، ويمكن لكل إنسان أن ينجح في العمل الحر شرط ألا يتراجع، وأن يتعلم من أخطائه وأخطاء الآخرين، وتأكد الدراسات وجود علاقة إيجابية بين مدى الالتزام ومستوى نجاح العمل، ونمو الأعمال يتبعها أساسا من قدرتنا على الابتكار، والتضحيه، والالتزام.
- **التفاؤل:** يمتلك الرياديون خاصية التفاؤلية، فهم غير متشائمين، إنهم متفائلين أكثر من غيرهم. صحيح أن الناس قد يفشلون في تحقيق شيء ما، أو في مرحلة ما من مراحل الحياة، وهذا أمر لا يمكن تفاديها ولكن يجب التعلم من ذلك الفشل، حيث يعتبر الفشل حلقة في سلسلة النجاح، بشرط ألا تكون هذه الخطوة الأخيرة في المرحلة³.
- **القدرة على الإبداع والابتكار:** الفكرة المبتكرة هي أساس النجاح، وبقدر حداثة الفكرة بقدر زيادة المخاطرة التي تزيد من احتمالات النجاح. وهنا تظهر الحاجة إلى الإجابة عن السؤال: ماذا لو؟ وهو ما يعني التفكير حول طرق التحسين والتطبيق، فالاكتشافات تظهر عند الإجابة عن هذا السؤال⁴.

¹ برنوطي سعاد نائف، إدارة الأعمال الصغيرة: أبعاد الريادة، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، الأردن، 2010، ص26.

² جراد علياء محمود، الصيفي فاطمة، ريادة الأعمال والمشروعات الصغيرة، مكتبة الاقتصاد بجامعة الإسكندرية، مصر، 2019، ص.53.

³ المرجع نفسه، ص54.

⁴ سويد داليا محفوظ، رمضان عبير حسن، ريادة الأعمال والمشروعات الصغيرة، مكتبة الاقتصاد بجامعة الإسكندرية، مصر، 2019، ص.92.

- **التوجه نحو الهدف:** ويتحقق ذلك من خلال وجود رسالة محددة بدقة ووضوح مما يمكنه من وضع إطار للخطوات الواجب القيام بها.
- **تحمل المخاطرة:** لا يبني الريادي نجاحه على الحظ، ويكتفى تحمل المخاطر في البحث لأن المعرفة تساوي القوة والتي تعني النجاح.
- **الاستقلالية:** وينبع الاستقلال من كون الريادي مبتكرًا له رؤيا ورسالة واضحة مما يجعله حرًا في اختيار الطريق الذي يسلكه بعد الاستماع لنصائح وخبرات من سلكوا طرق النجاح من قبل. ولا يعني الاستقلال الوحيدة، ولكنه يعني الحرية في اتخاذ وصنع القرار.
- **توافر الصحة الجيدة:** ويقصد بذلك الصحة الجسمانية والنفسية والعقلية التي لا يجب إهمال أي منها. ويتحقق ذلك من خلال التوازن بين العمل لفترات طويلة والطعام الجيد والترفيه وممارسة الرياضة¹.

وبالإضافة إلى هذه المهارات التي تعتبر مهارات شخصية يجب توفر مهارات أخرى في الريادي، تتمثل في²:

- **مهارات تقنية:** وتشمل مهارات الكتابة، الإلصاغاء، التحليل، حسن التحضير، التنظيم، القدرة على الاتصال، معرفة استخدام التكنولوجيا، نقنيات العمل.
- **مهارات إدارية:** وتشمل التخطيط والتنبؤ، وضع الأهداف وسياسات العمل، اتخاذ القرارات، الإنتاج، التسويق، التمويل، التفاوض، الرقابة وإدارة دورة حياة المنتج.
- كما تعتبر المعرفة بالبيئة من الأمور المهمة التي يجب على الريادي معرفتها والإطلاع على عناصرها المختلفة والتي تتميز بالتغيير المتواصل وغير المستقر، وهي تتمثل في عوامل سياسية واقتصادية واجتماعية وثقافية وتقنولوجية وأنظمة وقوانين وتشريعات، والقوى التنافسية أيضًا.

¹ المرجع نفسه، ص 93.

² خصاونة عاكف لطفي، مرجع سبق ذكره، ص 147.

المطلب الثاني: أهمية الريادة.

يمكن تلخيص أهمية الريادة بالنسبة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية بشكل عام كما يلي¹:

- خلق الثروة من خلال توفير منتجات (سلع وخدمات) متوفقة لتلبية حاجات متقدمة للزبائن، ومن ثم توسيع ونمو المؤسسات وتطوير المناطق التي تتواجد فيها.
- إيجاد أعمال وأنشطة اقتصادية جديدة، توفير فرص عمل، وخلق أسواق جديدة.
- تحسين الدخل الوطني وحجم التصدير عن طريق معدل نمو اقتصادي مرتفع.
- تفعيل عوامل الإنتاج من خلال استثمار القابليات الريادية في المجتمع.
- يعتمد مستوى تطور الاقتصاد الوطني على مستوى الريادية فيه كونها قادرة على المحافظة على تنافسيات الأعمال محلياً وخارجياً.
- تعزيز بيئة ذات إنجاز متوفقة للمحافظة وتحفيز أفضل المهارات.
- تحقيق رضا وولاء زبائن متوفق بامتلاك المرونة الإستراتيجية الازمة، وتشجيع الابتكار.
- تعزيز سمعة الأعمال من خلال الاستقامة والمسؤولية.
- تعتبر الريادة محرك ودافع أساسى لتغيير ثقافة المجتمع عن طريق تغيير ثقافة الأعمال.

المطلب الثالث: استراتيجيات الريادة.

عرف (Boran, Kreps) استراتيجيات الريادة بأنها القدرة على تحقيق الفرق في القيمة ما بين التكلفة والأرباح، وإن قيادة التكلفة والتمايز في المنتج تعد الأعمال الريادية، وحتى تحقق المؤسسات ذلك لا بد لها من أن توظف العاملين الأكفاء وتعمل على تدريبهم وتحفيزهم وتدعمهم وتضعهم في الأماكن المناسبة لأداء أعمالهم²، من أهم استراتيجيات الريادة ما يلي:

أولاً: الإبداع: هو القدرة على جمع أو مشاركة المعلومات بطرق تطوير أفكار جديدة. بعبارة أخرى هو تطوير الأفكار الابتكارية التي تعكس و تستجيب لفرص في المؤسسة، وهو يعتبر الخطوة الأولى لابتكار ويساهم

¹ كافي مصطفى يوسف، *مراجع سبق ذكره*، ص 17-18.

² السكارنة بلال خلف، *الريادة وإدارة منظمات الأعمال*، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثالثة، الأردن، 2016، ص 50.

في نجاح المؤسسة على المدى الطويل، كما أنه يحسن من عملية صنع القرارات من خلال تشجيع العصف الذهني كأحد الأساليب المستخدمة في جمع أفكار أعضاء المجموعة معاً لتطويرها بحرية وغفوية دون انتقاد، ويمكن القول أن الإبداع هو الجزء الملموس المرتبط بالتنفيذ أو التحويل من الفكرة إلى المنتج. وهو على شكلين:

الإبداع الجذري (الاختراق): ويتمثل في التوصل إلى المنتج الجديد أو العملية الجديدة التي تختلف كلياً عما سبقها وتحقق قفزة إستراتيجية كبيرة في السوق، فهو بمثابة تقدم كبير مفاجئ يختلف على ما قبله وينقطع عنه محققاً دورة إبداعية جديدة ذات مستوى أعلى من الدورة السابقة من حيث الكفاءة ودفع التقدم في مجاله وفي المجتمع عموماً.

الإبداع التدريجي: وهو التوصل إلى المنتج الجديد جزئياً من خلال التحسينات الكثيرة والصغريرة التي تم إدخالها على المنتجات الحالية، وأن بعض هذه التحسينات قد تكون جوهرية وأن تراكمها يحقق إبداعاً جزرياً.¹

إن الإبداع والريادة وما يربط بينهما من علاقة تساعد منظمات الأعمال على أن يكون لها الدور الريادي سواء في تقديم المنتجات أو الخدمات وإرضاء الزبائن، والقدرة على اختراق الأسواق والسيطرة على جانب معين من هذه الأسواق.²

ثانياً: الابتكار: الابتكار هو تنفيذ منتج أو عملية إنتاج جديدة أو محسنة بشكل ملحوظ، أو تطبيق طريقة تسويق أو طريقة تنظيمية جديدة في ممارسات المؤسسة³. هو ذلك المحتوى في إيجاد منتج مختلف عن المنافسين ويكون من البديل المفضل للزبائن، حيث أن المدخلات والمخرجات للمؤسسة الابتكارية تؤدي إلى الإبداع من خلال التحسينات المستمرة في الإنتاج وتحقيق مكاسب مادية.⁴

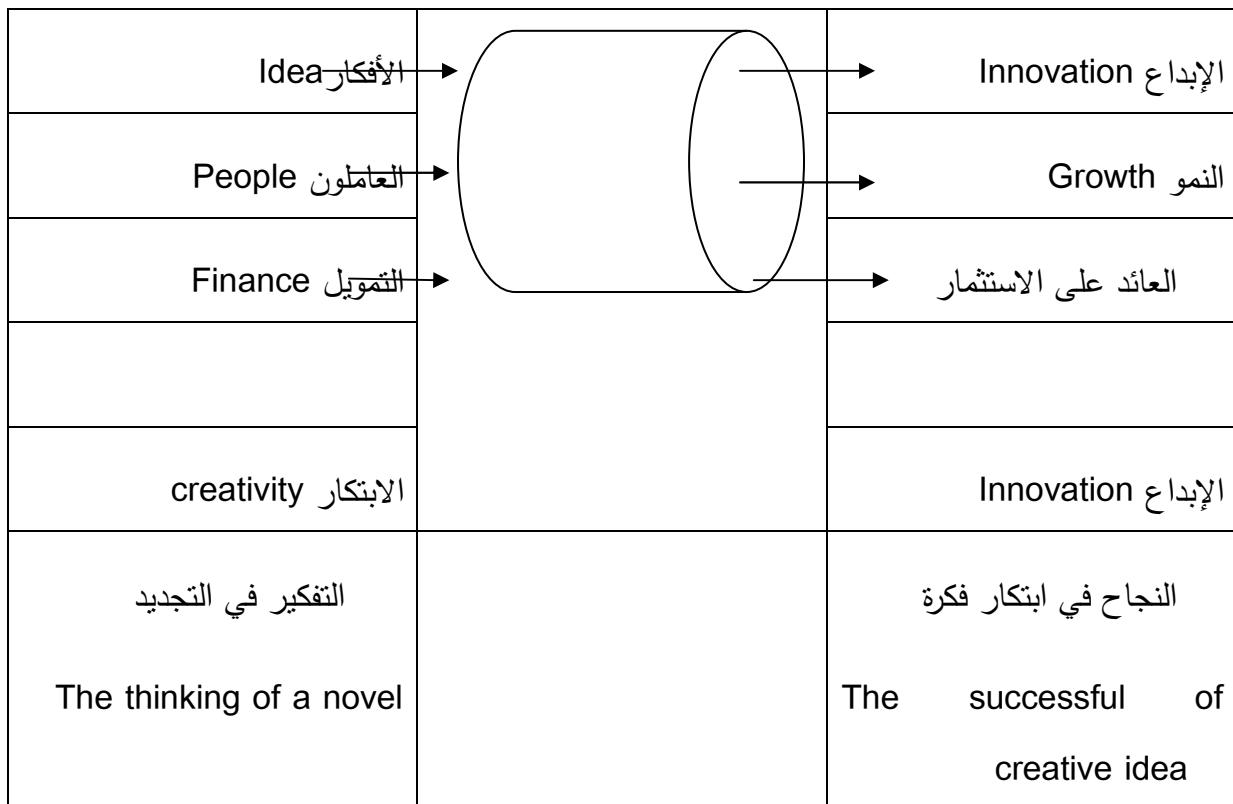
¹ المرجع نفسه، ص 53.

² المرجع نفسه، ص 56.

³ Ganon Stéphanie, L'innovation ouverte en support à la phase d'expansion de la startup, thèse de magister présenté à L'École de thechnologie sepérieure, université de québec, canada, 2018, p9.

⁴ السكارنة بلال خلف، مراجع سبق ذكره، ص 59.

الشكل رقم (1-1): مدخلات ومخرجات المؤسسة الريادية.



المصدر: السكارنة بلال خلف، الريادة وإدارة منظمات الأعمال، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثالثة، الأردن، 2016، ص 59.

إن القيام بعملية الابتكار بالنسبة لمنظمات الأعمال لا يأتي بطريق الصدفة والحظ، وإنما من خلال الاعتماد على مصادر داخلية وخارجية تساعد على توليد الأفكار الابتكارية لمثل هذه المؤسسات ومن بين هذه المصادر: العاملون، وخير مثال على ذلك رجال المبيعات بالإضافة إلى العاملين في التصنيع وخدمة الزبائن والتعبئة والتغليف، والزبائن، حيث تكون أغلب أفكارهم موجهة نحو تطوير وتحسين السلع القائمة وتطوير السلع الجديدة، وسطاء التسويق، الموردون فهم يقدمون النصائح والإرشاد والاستشارات للمؤسسات التي يتعاملون معها، ومن بين هذه المصادر أيضاً: المستشارون، وكالات الإعداد، شركات التسويق، الجامعات ومخابر البحوث، والحكومات والإنترنت¹.

¹ المرجع نفسه، ص 64-65.

ثالثاً: التمييز (التفرد): يتكون في منظمات الأعمال من خلال قدرتها على التمييز عن غيرها من المؤسسات الأخرى المنافسة في نفس قطاع الأعمال، سواء كان ذلك بطبيعة المنتجات أو الخدمات التي تقدمها، وكذلك طبيعة الموارد التي تمتلكها، وهذا يمكنها من تحقيق الميزة التناهية وتحقيق الاستمرارية وتقديم المنتجات الأفضل التي يصعب تقليلها. ولا يمكن استمرار تحقيق الميزة على المدى الطويل إلا من خلال الموارد النادرة (المتميزة¹).

رابعاً: أخذ المخاطرة: إن أخذ المخاطرة هو الاحتمالية في الحصول على مكافأة، أو تحقيق عوائد في حال نجاح خطة المشروع المقترحة أكثر من أنه لو فشل في ذلك.

إلا أنه لا يوجد حدود معينة لسلوك أخذ المخاطرة ما بين المؤسسات والأشخاص بالنسبة للمؤسسات الجديدة، فكلما كانت المخاطرة أقل يكون الشخص عبارة عن عامل، وكلما زادت الخطورة يصبح رياضياً، وإن أخذ المخاطرة يأتي تقييمه من ناحية اقتصادية ويكون ذو علاقة باتخاذ القرارات ومبنياً على مبدأ المقامرة والمغامرة، والمخرجات المتأتية بالنسبة لأخذ المخاطرة والفائدة المتوقعة.

كما تعرف أخذ المخاطرة على أنها مقدار إتباع منظمات الأعمال للميل نحو المخاطرة والجرأة في البيئة المحيطة، وذلك بطرح وتقديم منتجات وخدمات جديدة إلى الأسواق في ظل بيئة الغموض وعدم التأكيد².

خامساً: المبادأة: تتكون المبادأة بتنفيذ الأعمال الريادية، بحيث يكون في أخذ المخاطرة مسؤولاً عن الفشل وعدم تحقيق النجاحات المتوقعة. إن سلوك المبادأة مرتبط بالمفاهيم التالية:

- اغتنام الفرص في السوق التي لا تكون على علاقة مع العمليات الحالية.
- تقديم منتجات جديدة ونادرة و مختلفة عن بقية المنافسين.
- التخطيط الاستراتيجي للعمليات التي تكون في مرحلة الانحدار خلال مدة حياة المنتج.

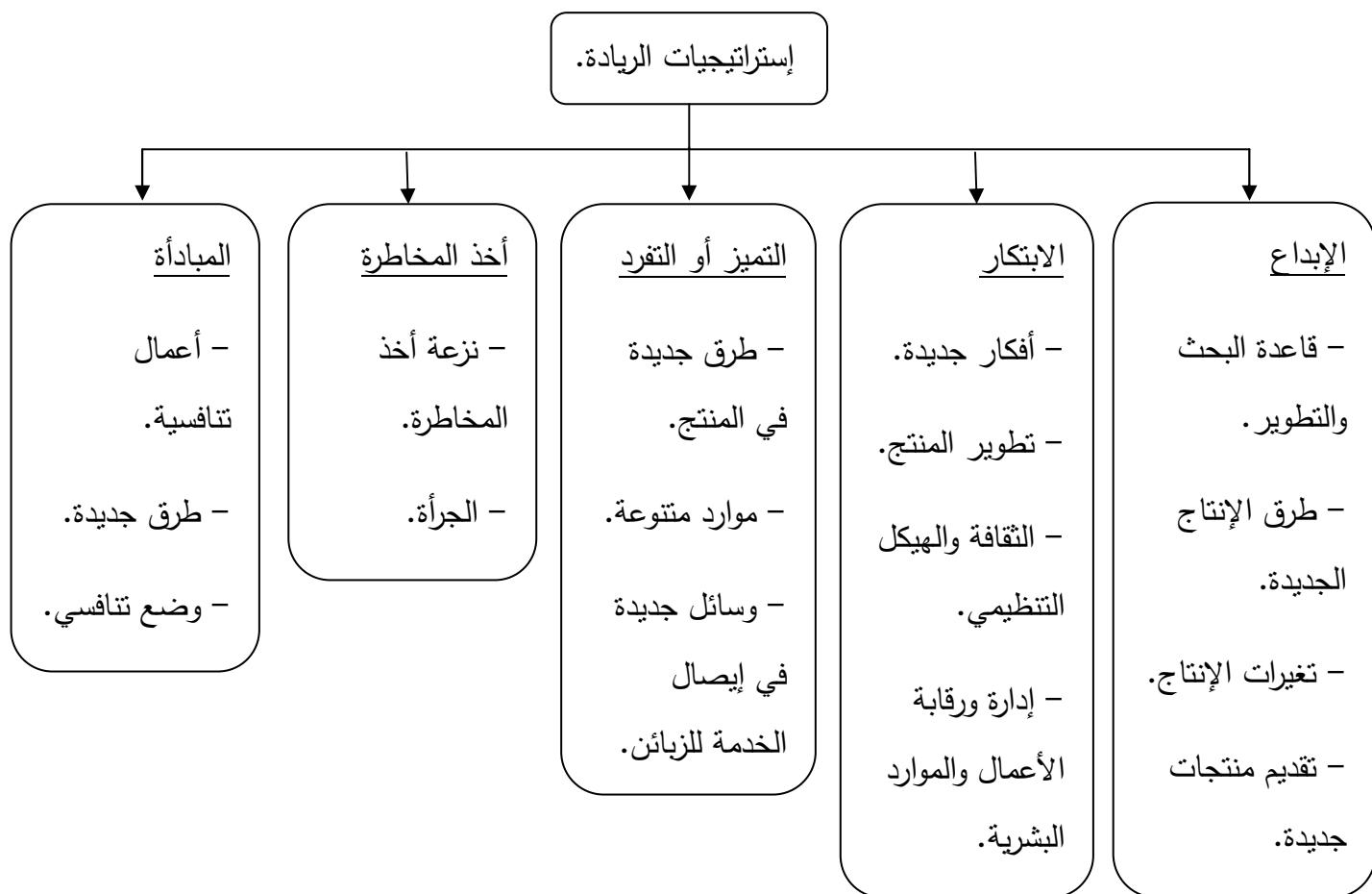
كما يعرف سلوك المبادأة على أنه المشاركة في التغييرات والانتباه إلى البيئة، وإن المؤسسات لديها القدرة على الاستمرارية وتحقيق الفوائد من خلال التغييرات المحيطة بها، وكذلك القدرة على إيجاد أو تمييز الفرص

¹ المرجع نفسه، ص 67_68.

² المرجع نفسه، ص 75.

عن القيام بطرح المنتجات في السوق، والمبادرة مكلفة من خلال الرقابة على الزبائن والمنافسين ومسح السوق على المدى الطويل والبحث عن الموارد النادرة ، إن درجة المبادرة معتمدة على عناصر البيئة المختلفة وكذلك ما يرتبط به من وظائف مختلفة للمؤسسة سواء كان في التمويل والعمليات والتسويق، والبحث والتطوير والإنتاج¹. وفي الشكل المولاي نوضح استراتيجيات الريادة وأبعادها.

الشكل رقم(1-2) : إستراتيجيات الريادة وأبعادها.



المصدر: خصاونة عاكف لطفي، ادارة الإبداع والابتكار في منظمات الأعمال، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص153.

من خلال ما سبق نستخلص أن الريادة هي عملية تتشاً عن فعل الريادي، وهي تعني إنشاء شيء جديد ذو قيمة من خلال إدراك الفرص ومتابعتها مع تخصيص الوقت والجهد والمال اللازم له والحصول على العوائد الناجمة مقابل تحمله المخاطر المختلفة، ولتحقيق الفرق في القيمة ما بين التكلفة والأرباح تعتمد

¹ المرجع نفسه، ص75.

الريادة على مجموعة من الإستراتيجيات تتمثل في: الإبداع، الابتكار، التفرد، أخذ المخاطرة، و المبادأة. ولهذا تحظى الريادة بأهمية كبيرة بالنسبة للتنمية الاقتصادية والاجتماعية، ويطبق هذا المفهوم في نوع معين من المؤسسات يطلق عليه اسم المؤسسات الريادية الصغيرة.

المبحث الثاني: المؤسسات الريادية الصغيرة: مفهومها، أهميتها، ودورة حياتها.

أصبحت المؤسسات الريادية الصغيرة محط اهتمام الباحثين والحكومات، حيث أصبحت هذه الأخيرة تعتمد بشكل كبير على هذا النوع من المؤسسات لبعث اقتصadiاتها وهذا لتفوقها على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التقليدية في مجموعة من الميزات، ومن خلال هذا المبحث سوف نسلط الضوء على الإطار المفاهيمي للمؤسسات الريادية الصغيرة و مختلف مراحل دورة حياتها.

المطلب الأول: مفهوم المؤسسة الريادية الصغيرة.

يستخدم مصطلح المؤسسة الريادية الصغيرة لتحديد المؤسسات حديثة النشأة، والتي انطلقت من فكرة إبداعية وابتكارية ويكون أمامها خيارات، إما التطور والتحول إلى مؤسسة ناجحة، أو الفشل وإغلاق أبوابها.

يعتمد هذا النوع من المؤسسات على التكنولوجيا بشكل رئيسي، وذلك لأنها تقوم على أفكار رائدة وإشباع حاجات السوق بطريقة ذكية وعصيرية. وهي مؤسسات تتطلب تكاليف صغيرة بالمقارنة مع الأرباح التي تحصل عليها وعادة تأتي هذه الأرباح بشكل مفاجئ وسريع، وهذا يعني أن المؤسسات الريادية الصغيرة لا تقتصر بالضرورة على أرباح قليلة لأنها صغيرة بل العكس¹.

عرف Eric ries المؤسسة الريادية الصغيرة بأنها مؤسسة بشرية مصممة لإنشاء منتج أو خدمة جديدة في ظل ظرف عدم اليقين الشديد².

كما عرفها Paul graham بأنها مؤسسة مصممة لتنمو بسرعة³.

¹ صولي علي، بورنان مصطفى، الاستراتيجيات المستخدمة في دعم و تمويل المؤسسات الناشئة، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 11، العدد 1، جامعة الجلفة، 2020، ص 133_134.

² EricRies, The lean startup, first edition, Crown Business, New yourk, 2011, p17.

³ Paulgraham.com/growth.html(Le 03/03/2021 à 16:51).

من خلال التعريف السابقة يمكننا التمييز بين المؤسسة الريادية الصغيرة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التقليدية بالاعتماد على مجموعة من الخصائص، ونوضحها في الجدول المولى:

الجدول رقم (1-1): الفرق بين المؤسسات الريادية الصغيرة والمؤسسات الصغيرة التقليدية.

المؤسسة الريادية الصغيرة	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة	الخصائص
تهدف إلى إنشاء ثروة مستمرة ودائمة يتجاوز مداها الأحلام البسيطة إلى بناء الثراء الكبير.	تهدف إلى توليد دخل مستمر ومرضى لصاحبها ويكون أفضل من التوظيف التقليدي.	مقدار خلق الثروة
يبنيها الريادي خلال زمن قياسي في حياته العملية لا يتجاوز عادة خمس إلى عشر سنوات.	تبني ثروتها عادة عبر حياة صاحبها وفق وقت زمني طويل.	سرعة بناء الثروة
تتميز بالمخاطرة العالية وتعتبرها وسيلة للنمو، وهي الثمن الذي يتوقع الريادي أن يدفعه مقابل الثراء.	شيء يجب تدريسه.	المخاطرة
تتصف بالابتكار والإبداع وتحويل تلك الأفكار إلى منتجات وخدمات مربحة.	ينبغي تجنبهما.	الابتكار والإبداع
مسح البيئة الخارجية والداخلية بحثاً عن فرص جديدة.	مسح البيئة الخارجية لتجنب التهديدات.	المسح البيئي

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على: كافي مصطفى يوسف، ريادة الأعمال وإدارة المشاريع الصغيرة، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2016، ص 24.

ويتمثل الفرق الجوهرى بين المؤسسات الريادية الصغيرة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في أن الأولى تقوم على التغيير، بينما تقوم الثانية على الاستقرار والثبات¹.

المطلب الثاني: أهمية المؤسسة الريادية الصغيرة.

تلعب المؤسسات الريادية الصغيرة دورا فاعلا وحيويا في المجتمع على حد تعبير Hisrich and Peters، إذ تساهم مساهمة فاعلة وتعمل بقوة إيجابية في النمو الاقتصادي، وتلعب دورا مهما في تكامل العلاقة بين الابتكار والإبداع من جهة والسوق الذي تعمل به منظمات الأعمال من جهة أخرى، وتوظيف التكنولوجيا لإنتاج أفضل السلع وتقديم أفضل الخدمات لأفراد المجتمع، وابتكار أساليب ومداخل جديدة للأعمال سواء في التسويق أو الإنتاج والعمليات وغيرها، حيث تقدم المؤسسات الريادية التكنولوجيا الحديثة لطرح المنتجات والخدمات في الأسواق، وتقديم نماذج أعمال مميزة وفريدة من نوعها لأنها تخرج عن إطار القوالب التقليدية، ووضع الخطط والتصرفات المستقبلية التي من شأنها زيادة قيمة المنتجات بالنسبة للعملاء، وقيمة المؤسسة بالنسبة للمساهمين أو المستثمرين، وتحقيق الرضا والربحية للعاملين لديها، مما يؤدي إلى رفع الإنتاجية وزيادة القدرة على المنافسة وإيجاد أسواق جديدة لهذه المؤسسات، وتؤدي إلى زيادة الدخل القومي من خلال إيجاد فرص العمل للعديد من المواطنين وخريجي الجامعات الذين لديهم الوعي الإستراتيجي والإبداع والابتكار والمخاطرة والاستقلالية في العمل.

وتقوم المؤسسات الريادية الصغيرة بتوسيع دائرة العلاقات لديها مع الزبائن والموظفين العاملين والمستثمرين، وتقهم رغباتهم وحاجاتهم من خلال إتباع استراتيجيات تحقق أفضل نتائج لهم جميعا.

ويمكن الإشارة إلى أن المؤسسات الريادية ذات التوجه الدولي (الريادة الدولية) والتي تقوم باستغلال واغتنام الفرص ضمن الحدود الدولية، والأخذ بالاعتبار بعض العناصر والمتغيرات المرتبطة بها مثل البيئة الاقتصادية والبيئة الثقافية والبيئة التكنولوجية والبيئة القانونية والسياسية التي تشكل عائقا أمام هذه المؤسسات والتي تختلف عن المؤسسات الريادية المحلية، واستقطاب منظمات أعمال دولية أخرى من أجل التحالف معها لإنجاز بعض المهام والأنشطة لديها ولمجابهة ما تفرضه السوق العالمية من تحديات وما تواجهه من

¹ سويد داليا محفوظ، رمضان عبير حسن، مراجع سبق ذكره، ص46.

مخاطر مالية واقتصادية. هذا بالإضافة إلى المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات الريادية والتحلي بأخلاقيات الأعمال¹.

المطلب الثالث: دورة حياة المؤسسة الريادية الصغيرة.

من خلال ما سبق يخيل لنا أن ما يميز المؤسسات الصغيرة هو النمو المستمر، إلا أن الواقع غير ذلك، فهذه المؤسسات كثيراً ما تتعرّض وتمر بمراحل صعبة وتذبذب شديد قبل أن تعرف طريقها نحو القمة²، ويمكن إبراز ذلك من خلال المنحني التالي:

الشكل رقم(1-3): منحنى حياة المؤسسة الريادية الصغيرة.



المصدر: بوالشعور شريفة، دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة startup: دراسة حالة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد 2، جامعة طاهري محمد، بشار، 2018، ص 421.

من خلال الشكل أعلاه يمكن القول بأن المؤسسات الريادية الصغيرة تمر بخمس مراحل:

¹ مبارك مجدي عوض، الريادة في الأعمال: المفاهيم والمداخل العلمية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 199_200.

² بوالشعور شريفة، دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة startup: دراسة حالة الجزائر، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد 2، جامعة طاهري محمد، بشار، 2018، ص 421.

المرحلة الأولى: مرحلة ما قبل الانطلاق: تبدأ قبل انطلاق المؤسسة الريادية الصغيرة، حيث يقوم شخص ما، أو مجموعة من الأشخاص بطرح نموذج أولي لفكرة إبداعية أو جديدة أو مجنونة، وخلال هذه المرحلة يتم التعمق في البحث، ودراسة الفكرة جيداً ودراسة السوق والسلوك وأذواق المستهلك المستهدف للتأكد من إمكانية تفويتها على أرض الواقع وتطويرها واستمرارها في المستقبل. والبحث عن من يمولها، وعادةً ما يكون التمويل في المراحل الأولى ذاتياً، مع إمكانية الحصول على بعض المساعدات الحكومية.

المرحلة الثانية: مرحلة الانطلاق: في هذه المرحلة يتم إطلاق الجيل الأول من المنتج أو الخدمة، حيث تكون غير معروفة، وربما أصعب شيء يمكن أن يواجهه الريادي في هذه المرحلة هو أن يجد من يتبنى الفكرة على أرض الواقع ويمولها مادياً، وعادةً ما يلجأ الريادي في هذه المرحلة ما يعرف بـ FFF (Friends, Family, Fools)، فغالباً ما يكون الأصدقاء والعائلة هم المصدر الأول الذي يلجأ إليهم الريادي للحصول على التمويل، أو يمكن الحصول على تمويل من قبل الأشخاص المستعدين للمغامرة بأموالهم حيث تكون في البداية درجة المخاطرة عالية. في هذه المرحلة يكون المنتج بحاجة إلى الكثير من الترويج كما يكون مرتفع السعر، ويببدأ الإعلام بالدعابة للمنتج.¹

المرحلة الثالثة: مرحلة النمو: يبلغ فيها المنتج الذروة ويكون هناك حماس مرتفع، ثم ينتشر العرض. وفي هذه المرحلة يمكن أن ينوسع النشاط إلى خارج مبكريه الأوائل، فيبدأ الضغط السلبي حيث يتزايد عدد العارضين للمنتج ويببدأ الفشل، أو ظهور عوائق أخرى ممكّن أن تدفع المنحنى نحو التراجع.

المرحلة الرابعة: مرحلة الانحدار: بالرغم من استمرار الممولين المغامرين أو المخاطرين بالتمويل إلا أنه يستمر في التراجع حتى يصل إلى مرحلة يمكن تسميتها بوادي الحزن أو وادي الموت، وهو ما يؤدي إلى خروج المنتج من السوق في حالة عدم التدارك خاصة وأن معدلات النمو في هذه المرحلة تكون جد منخفضة، فيستمر الريادي بإدخال تعديلات على منتجه وإطلاق إصدارات محسنة له.

المرحلة الخامسة: مرحلة النمو المرتفع (التجدد أو التصحيف): يفضل الإستراتيجيات المطبقة واكتساب الخبرة لفريق العمل يتم في هذه المرحلة تطوير المنتج بشكل نهائي ويخرج من مرحلة التجربة والاختبار، وطرحه في السوق المناسبة، وتبدأ المؤسسة الريادية الصغيرة في النمو المستمر ويأخذ المنحنى بالإفلاء.

¹ المرجع نفسه، ص 421.

حيث يحتمل أن 20% إلى 30% من المستهلك المستهدف قد اعتمد الابتكار الجديد، لتبأ مرحلة تحقيق الأرباح الضخمة¹.

من خلال ما تطرقنا إليه في هذا المبحث يمكننا القول أن المؤسسات الريادية الصغيرة هي مؤسسات حديثة النشأة واعدة النمو، قائمة على أفكار مبتكرة ومستحدثة تتطلب تكاليف صغيرة مقارنة بالأرباح الكبيرة التي تحصل عليها، وهي تلعب دورا هاما في النهوض باقتصاديات الدول لتميزها عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التقليدية فهي مؤسسات تقوم على التغيير، وتمر بخمس مراحل خلال دورة حياتها، وهذا ما يخلي لنا أن احتياجاتها المالية تختلف حسب كل مرحلة من مراحل دورة حياتها وأن مصادر التمويل المتاحة لها تختلف عن تلك المصادر التقليدية المعروفة.

المبحث الثالث: المؤسسات الريادية الصغيرة: احتياجاتها المالية، وطرق تمويلها.

من أكثر الجوانب التي تشكل عائقا أمام أصحاب المؤسسات الريادية الصغيرة هو الجانب التمويلي، حيث إيجاد المصدر التمويلي المناسب لتنمية احتياجاتها المالية المختلفة حسب مراحل دورة حياتها، يشكل أكبر تحديا يواجه هذا النوع من المؤسسات.

المطلب الأول: الاحتياجات المالية للمؤسسات الريادية الصغيرة.

تختلف الاحتياجات المالية في المؤسسات وفقا لمراحل دورة حياتها، حيث أن لكل مرحلة احتياجاتها الخاصة التي تختلف عن سابقتها أو تلك المراحل التي تليها، ويمكن تقسيم الاحتياجات المالية للمؤسسات الريادية الصغيرة حسب دورة حياتها إلى المراحل التالية :

1- الاحتياجات المالية لطور التأسيس: تبدأ هذه المرحلة منذ استقرار فكرة المشروع في ذهن صاحبها إلى غاية تفيدها على أرض الواقع. ولذلك تظهر في هذه المرحلة حاجة كبيرة للأموال من أجل الدراسات وال تصاميم، الإنشاء والتنفيذ، تأمين الأصول الثابتة من أراضي ومباني وآلات وتجهيزات،

² المرجع نفسه، ص422

نفقات التسجيل والترخيص والبنية التحتية، استصدار حقوق التأليف للبرامج والأدلة المصاحبة للتطوير وغيرها¹، وفي هذه المرحلة يمكن أن نميز بين الاحتياجات المالية التالية²:

1-1- رأس المال الأولي: وينحصر في التمويل الذي يسبق انطلاق المؤسسة. ففي هذه المرحلة يتم الحصول على الأموال إما من أصحاب المشروع وأقربائهم وأصدقائهم، أو عن طريق البنوك التي ستكون جد متحفظة في هذه المرحلة نظراً لدرجة الخطورة العالية التي تصاحب المشروع كونه لم يثبت نجاحه بعد، أو عن طريق الحكومات التي تقدم القروض والتسهيلات لهذه المشاريع.

1-2- تمويل الانطلاق الفعلي للمؤسسة: تدخل المؤسسة هذه المرحلة بعد تجسيد المشروع أي بعد الانتهاء من عمليات تصميم وتطوير المنتج. فهنا نجد بأن المؤسسة ستتحمل تكاليف متزايدة تتعلق بالمصاريف الإعدادية والمصاريف المتعلقة بحيازة وسائل الإنتاج في ظل محدودية التدفقات النقدية الالزامية للمشروع كون السوق لم يستوعب بعد المنتج بشكل كاف. ولذلك تعد هذه المرحلة من أكثر المراحل حساسية والتي قد تشهد فشل المشروع، فهذا ما يدفع أغلب المؤسسات إلى البحث عن تمويل خارجي لضمان استمرارية النشاط.

2- الاحتياجات المالية لطور النمو: في الغالب تستهدف المؤسسات في هذه المرحلة النمو المتوازن. ذلك أنها ستسجل ارتفاع في حجم التدفقات النقدية الموجبة نتيجة لتطور المبيعات، وهذا ما يدفع الإدارات الطموحة للسعى نحو توسيع حجم الأعمال الذي يتطلب طاقات إنتاجية إضافية لتطوير المنتج وتحسين جودته خاصة في ظل المنافسة الحادة التي تشهدها المرحلة.

في الغالب تشهد هذه المرحلة تراكم لبعض المخزونات وحقوق الزيائن غير المحصلة أي ظهور احتياج في رأس المال العامل على مستوى دورة الاستغلال، هذا الاحتياج ينبغي مواجهته من خلال دعم الأموال الخاصة بما يعرف برأس مال النمو الذي يوجه لتمويل نمو وتوسيع النشاط، أو الرفع من المستوى الإنتاجي،

¹ قريشي محمد الأخضر، ملائكة الأعمال كديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 04، العدد 01، جامعة قاصدي مرباح، ورقة، 2018، ص 198.

² المرجع نفسه، ص 198.

أو طرح منتجات جديدة، أو الدخول إلى أسواق جديدة... الخ¹.

3- الاحتياجات المالية لمرحلة النضج: تتسم هذه المرحلة بالاستقرار حيث تسجل المؤسسات في مثل هذه المرحلة استقرار في مستوى المبيعات وما ينبع عن ذلك من استقرار في التدفقات النقدية ومن ثم الأرباح، كما أن معدلات المردودية تكون قد بلغت أعلى مستوياتها فعلى هذا الأساس نجد بأن مسيرة المؤسسة في هذه المرحلة يتوجهون نحو المحافظة على الحصة السوقية المكتسبة، وهذا ما يبيّن الاحتياج للتمويل قائم، لكنه في الغالب يكون في شكل تمويل قصير الأجل أكثر منه تمويل طويل الأجل. ذلك أن المؤسسة في إطار سعيها للمحافظة على شريحة الزبائن المكتسبة تخاف من أن زبائنها قد تشعّوا بالخدمات أو المنافع التي تقدمها منتجاتها الأصلية، لذلك تبدأ بالتقدير في تحسين منتجاتها أو طرح منتجات بديلة تتماشى والاحتياجات السوقية الجديدة، وهذا كلّه لضمان ولاء زبائنها أو كسب زبائن إضافيين وبالتالي تتمكن على الأقل من المحافظة على حصتها السوقية وتفادى الآثار السلبية للمنافسة القائمة. تعرف المؤسسة في هذه المرحلة تشكيل النواة الأساسية للتمويل الذاتي، إذ أنه يصبح بإمكانها تغطية جميع تكاليفها بالاعتماد على الإيرادات المحصلة وتحقيق الفائض.

4- الاحتياجات المالية لمرحلة الانحدار: بعد مرحلة النضج قد تواجه الشركة بعض المشاكل مثل عدم قدرة إدارتها المالية على إدارة التدفقات النقدية بكفاءة وفاعلية، وهو ما يقودها نحو التعثر المالي الذي قد يدفعها إلى الإفلاس وبالتالي الخروج من السوق. ولمواجهة ذلك تضطر لطلب المزيد من القروض من مختلف المصادر لتمويل احتياجاتها من رأس المال العامل بل قد تتدخل حتى الحكومة من خلال تقديم القروض الميسرة لمواجهة هذا التعثر².

المطلب الثاني: معوقات تمويل المؤسسات الريادية الصغيرة بمصادر التمويل التقليدية.

تواجه المؤسسات الريادية الصغيرة في مراحل دورة حياتها عدة تحديات أهمها إشكالية التمويل خاصة المرحلة المبكرة، الأمر الذي يتطلب البحث عن مصادر تمويلية تتماشى والطبيعة المالية لهذا النوع من المؤسسات ويتألف التمويل الداخلي للمؤسسات الريادية الصغيرة أساساً من رأس مال المؤسس ومساهمات

¹ المرجع نفسه، ص 198.

² المرجع نفسه، ص 199.

العائلة والأصدقاء، غير أن مصدر التمويل هذا يعتبر محدود وغالباً ما يكون غير كافي، مما يستوجب على هذه المؤسسات استخدام التمويل الخارجي خلال وقت مبكر من مراحل تنفيذ المشروع المبتكر. وقد تتمكن المؤسسات الريادية الصغيرة من الحصول على التمويل الخارجي عن طريق القروض المصرفية، إلا أن هذه الأخيرة ترتبط عادة بإجراءات معقدة¹، وعادة ما تتمثل معوقات التمويل بالقروض المصرفية في ما يلي:

- **عدم توافر الضمانات الكافية:** تتصف المؤسسات الريادية الصغيرة عادة بانخفاض حجم أصولها الرأسمالية وتمثل هذه الأصول عادة الضمانات التي تعتمد عليها مؤسسات التمويل عند منح القروض، وعادة ما تتجاوز احتياجات تمويلها قيمة هذه الأصول نظراً لحاجة المشروع إلى رأس مال عامل بصورة دورية، يضاف إلى هذا عدم قدرة مؤسسات التمويل على التصرف في الضمان المقدم من المؤسسة الريادية الصغيرة (عند التخلف عن السداد) وذلك على وجه السرعة وبدون خسارة كبيرة، وبالتالي فإن عدم كفاية ضمانات المؤسسة الريادية الصغيرة يمثل عائقاً أمام مؤسسات التمويل وتحدد من قدرتها اتجاه المشروع².
- **افتقار المؤسسات الريادية الصغيرة للخبرة في أساسيات المعاملات المصرفية:** يعتبر عامل الخبرة والدرية أساسيات المعاملات المصرفية أحد العناصر المميزة للمؤسسات الكبيرة والتي تسهل التعامل مع البنوك، وتتفقד غالبية المؤسسات الصغيرة لهذا العنصر لضائقة إمكانيات القائمين عليها، مع عدم القدرة على الاستعانة بالخبرات المتخصصة في هذا المجال.
- **الافتقار إلى السجلات المالية:** تفتقر المؤسسات الريادية الصغيرة في أغلب الحالات لسجلات مالية كاملة وموثوقة بها نتيجة لعدم الخبرة الإدارية والتنظيمية للقائمين على هذه المؤسسات، بالإضافة إلى وجود نسبة كبيرة من المؤسسات الريادية الصغيرة، ضمن قطاع الأعمال غير المنظم (القطاع غير الرسمي) مما يتربّط عليه افتقادها للحد الأدنى من المستندات والسجلات والضمانات المطلوبة للتعامل مع الجهاز المالي.

¹ باللعماء أسماء، التمويل الجماعي آلية مبتكرة لزيادة فرص تمويل الشركات الناشئة، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 05، العدد 02، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2020، ص.6.

² صولي علي، بورنان مصطفى، مراجع سبق ذكره، ص135.

- **صعوبة إعداد دراسات الجدوى:** وذلك لارتفاع تكلفة إعداد هذه الدراسات من جهة، أو لعدم توافر البيانات عن المنتجات، من جهة أخرى. هذا في الوقت الذي أصبح فيه تقييم دراسات جدوى المشروعات من العناصر الأساسية التي تعتمد عليها مؤسسات التمويل عند منح الائتمان.
- **عدم ملائمة القروض التي تطلبها المؤسسات الريادية الصغيرة مع العمليات البنكية:** حيث أن المؤسسات تحتاج في الغالب إلى قروض طويلة الأجل لغرض الإنشاء، بينما تقضي البنوك التجارية منح القروض قصيرة الأجل.
- **ارتفاع تكلفة التمويل:** تلجأ المؤسسات الريادية الصغيرة عادة إلى مؤسسات التمويل لاستكمال حاجاتها التمويلية، وعلى الرغم من تقديم الدول لخطوط ائتمان ميسرة (من مواردها أو موارد منظمات دولية أو إقليمية) للمؤسسات الريادية الصغيرة إلا أنها ليست كافية كما أنها لا تمول بعض احتياجات المؤسسات حيث تقتصر في العادة على تمويل الأصول الثابتة، الأمر الذي يجعلها تلجأ إلى الاقتراض بأسعار العائد العادلة والتي تحددها البنوك في ضوء تكلفة تدبير الأموال وهامش الربح المطلوب والمخاطرة المحتملة.
- **ارتفاع نسبة المديونية بالمقارنة بأصول المؤسسة:** تعتبر هذه النقطة في غاية الأهمية خاصة عند دراسة حاجة المؤسسة الصغيرة الحصول على تمويل أثناء التشغيل أو التوسيع حيث لا تتوفر أصول المؤسسة الضمان الكافي للحصول على تمويل جديد لاستمرار العملية الإنتاجية، خاصة وأن البنوك تتلزم بنسبة محددة من المديونية مقارنة بحقوق الملكية¹.

المطلب الثالث: مصادر التمويل الحديثة للمؤسسات الريادية الصغيرة.

من أجل مواجهة المعوقات التمويلية التي تعرقل تمويل المؤسسات الريادية الصغيرة بمصادر التمويل التقليدية، طرح أمامها أساليب ومصادر حديثة ومتعددة لتمويل نشاطاتها، مما يجعلها أمام المفاضلة بين البديل التمويلي المتاحة. لذلك سوف نستعرض البعض منها كما يلي:

التمويل بصيغ التمويل الإسلامية: من بين أهم المشاكل التي تواجه المؤسسات الريادية الصغيرة نجد مشكلة تكاليف التمويل بالقروض البنكية والمتمثلة في الفوائد المحددة مسبقاً وتكاليف أخرى رسمية قانونية وتكاليف

¹ المرجع نفسه، ص 136.

غير رسمية وغير قانونية والتي أضحت في معظم البلدان النامية تشكل تكلفة إضافية وهي تزداد كلما تطورت آليات الفساد الاقتصادي وقلة الشفافية، ويحد هذا كله من الإقبال على التمويل البنكي لدى شريحة واسعة في المجتمع خاصة المقلبين على إنشاء مؤسسات وذلك للشعور من جهة بعدم القدرة على تحقيق العوائد التي تضمن تغطية خدمات القرض واسترجاع الضمانات، ومن جهة ثانية قرارات البنك بالتمويل تعتمد أساساً على وجود ضمانات التي لا تكون متوفرة عادة لدى أصحاب هذه المؤسسات بالشكل الذي تطلبه البنوك، ومن بين المزايا التي يقدمها هذا المصدر التمويلي استبدال علاقة القرض بعلاقة المشاركة وعلاقة الفائدة بعلاقة الربح¹.

ويعرف التمويل الإسلامي بأنه تقديم الخدمات المالية طبقاً للشريعة الإسلامية ومبادئها وتطبيقاتها التي تحرم التعامل بالربا والغرر والبيوع على المكشوف وكل أنشطة التمويل التي تضر بالمقصد العام الشرعي من استغلال الأموال في الحياة الاقتصادية². ومن أهم الصيغ التمويلية المستخدمة ذكر³:

- **المشاركة:** يقصد بها إنشاء عقد شراكة بين اثنين أو أكثر. يتفقان بموجبه على القيام بنشاط اقتصادي معين، قصد تحقيق الأرباح.
- **المضاربة:** وهي اتفاق بين طرفين يقدم أحدهما ماله لآخر ليعمل فيه، على أن يقسم الربح على ما يتفقان عليه، ويسمى الأول رب المال والثاني المضارب أو العامل.
- **المراقبة:** بموجب عقد المراقبة يحدد العميل مواصفات وسعر السلعة التي يريد شراؤها على أن يقوم البنك بشرائها وإعادة بيعها للعميل.
- **الإجارة:** هي عقد على المنافع بمدة معلومة ويثنى معلوم.
- **السلم:** يقصد به بيع موصوف في ذمة ببدل يعطى عاجلاً.

التمويل بالقرض الإيجاري: يعرف على أنه أسلوب من أساليب التمويل يقوم بمقتضاه المؤجر بشراء أصل رأسمالي يتم تحديده ووضع مواصفاته بمعرفة المستأجر الذي يستلم الأصل من المورد على أن يقوم بأداء

¹ المرجع نفسه، ص 138.

² بن دعاس زهير، عويسى أمين، **صيغ التمويل الإسلامي بين الواقع والمأمول**، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 04، جامعة المسيلة، ص 244.

³ المرجع نفسه، ص 245.

قيمة إيجارية محددة للمؤجر كل فترة زمنية محددة، مقابل استخدام وتشغيل هذا الأصل¹. يشكل القرض الإيجاري منتجاً مالياً مهماً لكونه يقدم مزايا عديدة للمؤسسة المستأجرة نذكر منها ما يلي²:

- يشكل قرض الإيجار تمويلاً قد يصل إلى 100% للاستثمار دون الحاجة إلى التمويل الذاتي، إذ يسمح ذلك بأن تحفظ المؤسسة برأس مالها العامل، كما تحفظ بخزينتها جاهزة لمواجهة احتياجات الاستغلال.
- لا يظهر الأصل المؤجر في الأصول، يعطي تسجيله في التعهادات خارج الميزانية تقديمًا محسناً للميزانية.
- يشكل قرض الإيجار وسيلة تمويل بديلة عن القرض الطويل والمتوسط الأجل، في حالة رفض طلب المؤسسة الحصول على قروض من طرف البنك، والتي لا تتوفر على أموال كافية خاصة في حالة الإنشاء الجديد أو التوسيع.
- المرونة التي تميز قرض الإيجار بفضل الأشكال المكيفة طبقاً لاحتياجات المؤسسات المستعملة.
- إن اللجوء إلى قرض الإيجار مفيد أيضاً من الناحية الجبائية فقسط الإيجار المدفوع يخضع كلياً من الوعاء الضريبي.
- استعمال قرض الإيجار يعكس على نسب المديونية وتحسين الهيكل المالي للمؤسسة مما يمكن المؤسسة من الاحتفاظ بالقدرة على الاقتراض أمام البنك، وبالتالي القدرة على الاستثمار.
- تقديم ضمانات مبسطة، لأن حق الملكية يعتبر الضمان الحقيقي والأساس للمؤجر، ويصبح من غير الضروري فرض رهن عقاري مباشر على المستأجر.
- لا تخصص المؤسسة مسبقاً من الخزينة مبالغ خاصة بالرسم على القيمة المضافة، لأن تسديد هذا الرسم يمتد على كامل فترة العقد، مما يحسن مستوى الخزينة.

التمويل برأس المال المخاطر: بعد رأس المال المخاطر مصدراً وأداة تمويلية مهمة للمؤسسات الصغيرة الريادية واعدة النمو ذات المخاطر العالية، فهو يوفر الغطاء التمويلي لهذه المؤسسات، ويقوم على مبدأ

¹ طالبي خالد، دور القرض الإيجاري في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص تمويل دولي والمؤسسات التقنية والمالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2010_2011، ص79.

² صولي علي، بورنان مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص141.

المشاركة في هذه المؤسسات بتقديم المساندة المالية والفنية والإدارية حتى إذا ما تم تغلب المؤسسة على العوائق والتعثرات التي تواجهها وتصبح تحقق عوائد مرتفعة تقوم شركة رأس المال المخاطر ببيع نصيتها محققة ربحاً يتناسب مع درجة المخاطرة التي تعرضت لها، ويقوم بتمويل ودعم البنية التحتية والتكنولوجيا الحيوية وتقنيات الإعلام والمعالجات الدقيقة، فهو تمويل الإبداع والابتكار، نظراً لدرجة المخاطرة العالية التي تواكب هذه المجالات، ويمكن أن تحقق أرباحاً طائلة في حال نجاحها، تحقيقاً لمبدأ تكنولوجيا متقدمة يعني مخاطر كبيرة فأرباح واعدة¹. وسيكون الفصل المولاي مخصص لدراسة هذا البديل التمويلي المتاح للمؤسسات الريادية الصغيرة.

¹ بلعيدي عبد الله، مقلاتي عاشر، المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع امكانية التكامل التنموي بينهما، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، السادس الثاني، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2017، ص 233.

خلاصة الفصل:

تطرقنا من خلال هذا الفصل إلى مفهوم الريادة وأهميتها، واستراتيجياتها، كما تطرقنا إلى المؤسسات الريادية الصغيرة بمفهومها، أهميتها ومحاذل مراحل دورة حياتها، بالإضافة إلى احتياجاتها المالية التي تختلف باختلاف هذه المراحل، مع تسلیط الضوء على المعوقات التي تحد من فرص تمويلها بمصادر التمويل التقليدية والإشارة إلى أهم البدائل التمويلية الحديثة المتاحة لها.

ومن خلال ما سبق ورغم اختلاف الباحثين في تحديد مفهوم موحد لمصطلح الريادة إلا أننا تمكنا في هذا الفصل من الإلمام بالجوانب الرئيسية المرتبطة بالريادة ومفهومها، ويعود هذا الاختلاف إلى تباين الترجمات المقترنة للمصطلح الفرنسي *Entrepreneurship*، والذي حسم الجدل حول ترجمته بمعنى الريادة، وكذا تطور نظرة الدول المختلفة للأهداف الاقتصادية والاجتماعية التي تسعى إلى تحقيقها كان من العوامل التي أضافت بعض المرونة إلى المفهوم، ومن بين أهم المصطلحات التي ارتبطت بمفهوم الريادة مصطلح الريادي، والذي يعتبر المحرك الأساسي للتنمية فهو قادر على نقل المصادر الاقتصادية من إنتاجية منخفضة إلى إنتاجية عالية من خلال توظيفها في مؤسسات صغيرة رياضية، وكانت لهذه الأخيرة الحصة الأكبر من هذا الفصل حيث تطرقنا إلى مفهومها، أهميتها ومحاذل دورة حياتها الخمس، كما تطرقنا إلى اختلاف احتياجاتها المالية حسب كل مرحلة تمر بها، وللتلبية هذه الاحتياجات تعتمد المؤسسة الريادية الصغيرة على مصدرين أساسين، مصدر تمويل داخلي يتمثل في رأس مال صاحب المؤسسة ومساهمات العائلة والأصدقاء وباعتباره مصدراً محدوداً وغير كافي تلجأ المؤسسة الريادية الصغيرة إلى مصدر تمويل خارجي، ونظراً للإجراءات المعقدة الخاصة بالتمويل عن طريق القروض المصرفية يتذرع على المؤسسة الريادية الصغيرة الحصول على التمويل من هذا المصدر والذي يعتبر مصدراً تقليدياً لهذه المؤسسات، فهي تتخذ من المصادر التمويلية الخارجية الحديثة مصدراً تمويلياً ثانياً لها. ومن مصادر التمويل الحديثة المتاحة للمؤسسات الريادية نذكر: صيغ التمويل الإسلامية، القرض الإيجاري، ورأس المال المخاطر.

الفصل الثاني:

فعالية رأس المال المخاطر في

تمويل المؤسسات الريادية

الصغيرة

تمهيد الفصل:

أصبح رأس المال المخاطر من الأدوات التمويلية النشطة في مجال الأعمال بعد إثبات فعاليته ونجاحه في النهوض بقطاع المؤسسات الريادية الصغيرة، ففي ظل المخاطر التي تتطوّي عليها هذه المؤسسات والقيود التمويلية التي تنقل كاهلها، ظهر رأس المال المخاطر كصناعة تتماشى بنشاطها وميزاتها مع الطبيعة التمويلية ومتطلبات المؤسسات الريادية الصغيرة، وذلك نظراً لفرص التمويلية والفنية التي تقدمها لها، وبالإضافة إلى الأهمية الكبيرة التي تحظى بها صناعة رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة، تلعب هذه الصناعة دوراً هاماً في تمويل اقتصadiات الدول وخاصة المتقدمة منها. وعليه من خلال هذا الفصل سنحاول استعراض هذه الصناعة التي جاءت كبديل مستحدث لنظام التمويل التقليدي، إذ قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث:

- ❖ المبحث الأول: صناعة رأس المال المخاطر: نشأتها، مفهومها، وخصائصها.
- ❖ المبحث الثاني: ميكانيزمات عمل صناعة رأس المال المخاطر.
- ❖ المبحث الثالث: فعالية صناعة رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الريادية الصغيرة.

المبحث الأول: صناعة رأس المال المخاطر: نشأتها، مفهومها، وخصائصها.

ظهرت صناعة رأس المال المخاطر استجابة للاحتياجات التمويلية للمؤسسات التي تنشط في المجال التكنولوجي والتي تتميز بمستوى مرتفع من المخاطرة كما تفتقر ضمانت كافية لتمويلها، هذا ما جعل المصادر التقليدية للتمويل عاجزة عن تزويد هذه المؤسسات بالتمويل المطلوب، ومنذ ذلك الحين أخذ الاهتمام بهذه الصناعة يتزايد ويتسع من قبل الحكومات، المتعاملين الاقتصاديين والباحثين، لذلك سنحاول من خلال هذا المبحث تقديم الإطار النظري لصناعة رأس المال المخاطر بعرض نشأتها، مفهومها، وخصائصها.

المطلب الأول: نشأة وظهور صناعة رأس المال المخاطر.

يرجع أصل نشأة رأس المال المخاطر إلى اليوناني Thalès De Milet، مؤسس علم الهندسة وكان أول رياضي في الزراعة لأنّه وضع أحسن زراعة للزيتون تتمثل في استخراج الزيت من الزيتون بفضل القروض التي حصل عليها، والتي لولاهما ما أمكنه من إنشاء أو تطوير مشروعه، فقد اعتبر أصحاب هذه الأموال مقرضين مخاطرين¹.

كما قام Christophe Colomb سنة 1492، بعملية رأس المال المخاطر عندما نجح في إقناع أباطرة إسبانيا فرديناند الثاني وإيزابيل الأولى، بعد سبع سنوات من الضغط عليهم، لتمويل رحلته باتجاه الغرب، بهدف فتح طريق جديد قصير إلى الهند. بعد هذه الحادثة، ظهر نشاط رأس المال المخاطر بشكل منظم وأكثر مهنية في اليوم ابتداء من 1930². ترجع النشأة الحديثة لرأس المال المخاطر إلى اليوم، البلد الأصلي له والمصطلح بحد ذاته الجنرال الفرنسي George Doriot، فقبل اندلاع الحرب العالمية الثانية كانت هناك قناعة تامة عند الجيش الأمريكي أن الحروب القادمة ستكون حروب تكنولوجية بالدرجة الأولى،

¹ بلعيدي عبد الله، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2007_2008، ص89.

² بعلو بعلو، بوقحة أحلام، دور رأس المال الاستثماري في تنوع مصادر التمويل في الجزائر، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 01، العدد 04، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة، 2017، ص197_198.

وعرفوا أن التجديد التكنولوجي لا يمكن أن يتحقق من طرف مؤسسات كلاسيكية¹، وإنما من خلال مساهمة أشخاص متخصصين في البحث والتطوير، لذلك قام البنتاغون أثناء الحرب العالمية الثانية بمناداة George Doriot وضمه إلى الجيش الأمريكي عام 1940 بعد تجنيسه ومنحه رتبة جنرال، وقد أُسندت إليه مهمة إدارة التخطيط العسكري أين كان يعمل تحت سلطته فريق من علماء الطبقة الأولى الذين يعملون بصورة رئيسية في البحث والتطوير، وقد ساعد ذلك على تطوير وتصنيع بدلات ومعدات جديدة مقاومة للظروف المناخية، وكذا تطوير مواد بلاستيكية جديدة.

بعد انتهاء الحرب العالمية الثانية عاد George Doriot إلى جامعة هارفارد حيث قام بتفعيل فكرة تمويل البحث والتطوير، بناء على خبرته التي اكتسبها طيلة فترة تواجده بوزارة الدفاع الأمريكية، حيث دعا إلى ضرورة خلق مؤسسات تحقق فتوحات علمية، تكنولوجية، وتنظيمية، تُؤسس من طرف أشخاص مختلف طبيعتهم عن رجال الأعمال التقليديين.

وقد تم تأسيس أول شركة رأس المال المخاطر في ولاية بوسطن الأمريكية عام 1946 من طرف Karl Compton (مدير معهد Massachusetts لل TECHNOLOGY) و George Doriot، والتي تحمل اسم الأمريكية للبحث والتطوير ARD*، بهدف المساهمة في رأس مال المؤسسات ذات المخاطر العالية والتكنولوجيا المتقدمة، حتى فترة السبعينيات كانت أغلب مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن مؤسسات مسيرة في البورصة، لكن في بداية الثمانينيات ويسبب التعديلات التنظيمية المتعلقة بقواعد الاستثمار المؤسسي، أصبحت شركات رأس المال المخاطر تحت الشكل القانوني لشركة ذات مسؤولية محدودة.

ومن الأسباب التي جعلت من الورم السباق في ظهور وتطبيق رأس المال المخاطر واحتلالها المراكز الأولى عالميا في هذا المجال، تميز هذا البلد بنظم وثقافة يحترمان ويعظمان المبادرات والمجازفات، إلى جانب التقدم التكنولوجي الهائل والاختراعات المتعددة التي تميز بها الاقتصاد الأمريكي في فترة ما بعد

¹ حساني رقية، رأس المال المخاطر كديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 16، جامعة محمد خضر، بسكرة، 2009، ص 82.

*American Research & Development.

الحرب العالمية الثانية، يضاف إلى ذلك أن المنظومة المجتمعية الأمريكية كل تتخذ الفشل جزء متكامل من النجاح¹.

وبعدها تطورت هذه الصناعة في إنجلترا، فيما عرفت فرنسا بعد سنة 1983 إنشاء الجمعية الفرنسية للمستثمرين في رأس المال AFIC^{*} وتأسيس الصناديق المشتركة لمواجهة المخاطر FCPR^{**}، لتنتشر بذلك الفكرة في كل أرجاء العالم وتصبح وسيلة تمويلية مهمة جدا تلعب دورا متعاظما في دعم وتمويل المؤسسات وتحقيق النمو الاقتصادي².

المطلب الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر.

كما ذكرنا سابقا في نشأة صناعة رأس المال المخاطر، أن أصل المصطلح أمريكي Venture Capital، في حين اختلفت الترجمة الفرنسية والعربية لهذا المصطلح بين الباحثين والمهتمين في المجال، وهذا ما جعله يحمل في طياته مفهوما ضيقا ومفهوما واسعا. حيث يجد بعض المتخصصون الفرنسيون مصطلح Capital-Investissement أكثر ملائمة وهو يعبر عن المفهوم الواسع بتدخله في تمويل جميع مراحل حياة المؤسسة، وفي المقابل يرى البعض وعلى رأسهم Pierre Pattini أن الترجمة الحقيقة لمصطلح Capital-Risque هي Capital-Risque، حيث يرى الصنف الأول أن مصطلح Venture Capital يقتصر على تمويل المرحلة الأولى للمؤسسة أي يشمل المفهوم الضيق فقط³.

من ناحية الترجمة العربية فهي تقابل المصطلحين الفرنسيين، Capital-Investissement برأس المال الاستثماري وCapital-Risque برأس المال المخاطر، حيث يعبر رأس المال الاستثماري عن

¹ حميد رامي، سلامة سارة، صناعة رأس المال المخاطر مصدر تمويلي بديل للمؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة، مجلة الاقتصادية المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 09، العدد 02، جامعة محمد خضر، بسكرة، 2020، ص 97-98.

^{*}Association Française des investisseurs en capital.

^{**}Fonds Commun De Placement à Risque.

² طرطار أحمد، جباري شوقي، شركات رأس المال المخاطر أداة فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مداخلة مقدمة في الأيام العلمية الدولية الثانية، حول المقاولاتية بعنوان: آليات دعم ومساعدة إنشاء المؤسسات في الجزائر الفرص والوعائق، جامعة محمد خضر بسكرة، الجزائر، 03/04/2011، ص 5.

³ Taalba Yazid, Le capital-risque réalisés algériennes et perspectives de développement, Mémoire defin d'études, Ecole supérieure de banque, Algérie, 2003, p4_5.

المفهوم الواسع. في حين يميل رأس المال المخاطر في أذهان كثير من الناس إلى الارتباط بتمويل المرحلة المبكرة للمؤسسة لتميزها بمخاطر عالية وهو المفهوم الضيق¹، وأن تلك المخاطر موجودة في المراحل الأخرى من حياة المؤسسة سنعتمد في دراستنا على رأس المال المخاطر بالمفهوم الواسع، ومن هذا المنطلق نقدم بعض التعريفات لمصطلح رأس المال المخاطر كما يلي:

- حسب الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر NVCA^{*} (الولايات المتحدة) يعرف رأس المال المخاطر بأنه استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل، في مؤسسات شابة أو في طور الإنشاء، تتضمن محتوى تكنولوجي كبير².
- حسب الجمعية الفرنسية للمستثمرين في رأس المال AFIC³ يتمثل عمل رأس المال المخاطر في الحصول على حصة في رأس مال المؤسسات وتكون إما الحصة الأغلبية أو الأقلية، وعادة ما تكون هذه المؤسسات غير مسيرة في البورصة، وهذا الاستثمار يمكن من تمويل بدايتها، نموها، وتحويلها وأحيانا حتى تصريحها واستمرارها، ويعتبر رأس المال المخاطر مورد مالي واقتصادي أساسي³.
- وحسب الجمعية المغربية للمستثمرين في رأس المال AMIC⁴ رأس المال المخاطر هو نشاط مالي يتكون من مستثمرين محترفين في رؤوس أموال مؤسسات غير مسيرة في البورصة، والتي تحتاج إلى أموال خاصة، حيث يقوم بتمويل جميع مراحل حياتها، وهو يعتبر مصدر تمويلي متاح للمؤسسة لمواجهة القيود التي تفرضها مصادر التمويل التقليدية، وبالإضافة إلى المساهمة المالية يقدم رأس المال المخاطر مساهمات في المهارات والخبرات التكميلية⁴.

¹ Thompson Richard, Real venture capital, Palgrave Macmillan , Third Edition, New York, United States, 2008, p12.

*National Venture Capital Association.

² صاولى مراد، رأس المال المخاطر: استراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 43، فلسطين، 2018، ص.91.

³ Association Française Des Investisseurs En Capital, Le livre Blanc Du Capital-Investissement, France, 2012, p8.

** Association Marocaine Des Investisseurs En Capital.

⁴ Association Marocaine Des Investisseurs En Capital, Capital Investissement Au Maroc : Guide Pratique Pour Entrepreneurs, Conférence des Nations Unies Sur le Commerce et Le Développement, Maroc, 2012, p7.

- حسب المشرع الجزائري يهدف رأس المال المخاطر إلى المشاركة في رأس مال المؤسسة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصة من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة، ويمارس نشاطه حسب مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل، حيث يتدخل بواسطة اكتتاب أو اقتناه جميع القيم المنقولة المشابهة للأموال خاصة¹.

من الناحية القانونية يحل رأس المال المخاطر كنمط اتفاق ينشئ أساسا بين صاحب المؤسسة الذي يبحث عن الأموال للتطوير التكنولوجي أو الإنتاجي للسلع والخدمات من جهة، وصاحب شركة رأس المال المخاطر الذي يوفر هذا التمويل من جهة أخرى، ويشمل هذا الاتفاق أو العقد جميع المؤسسات غير المسورة في البورصة وي-dom هذا الاتفاق مدة زمنية طويلة نسبيا²، ويجمع أمواله من مستثمرين آخرين مثل: صناديق التقاعد، البنوك وشركات التأمين والمؤسسات والعائلات أو حتى المؤسسات الخاصة³.

يمكن تعريف رأس المال المخاطر بأنه نشاط لتوفير رأس المال في المؤسسات الريادية حديثة النشأة غير مسورة في البورصة، ويعتبر شريك نشط، بالإضافة إلى رأس المال فإنه يقدم المشورة والدعم الاستراتيجي للإدارة، وعادة يستثمر في مؤسسات توفر فرصة لتحقيق أرباح عالية، ولكنها تتطلب على مخاطر كبيرة، حيث يتوقع المخاطرين برؤوس أموالهم تحقيق عوائد تتناسب مع المخاطر التي يتعرضون لها، ونتيجة لذلك، فإنهم يتبعون نشاط المؤسسة المملوكة عن كثب لضمان استغلال إمكانات نموها بشكل جيد⁴.

المطلب الثالث: خصائص رأس المال المخاطر.

ينطوي تحت مفهوم رأس المال المخاطر مجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من مصادر التمويل الأخرى، من بينها نجد:

¹ المادة 02 و 03 و 05 من القانون رقم 06/11 المؤرخ في 24 جوان 2006، يتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة بتاريخ 25/06/2006، ص.4.

² حمانة كمال، ضياف عليه، رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05، جامعة 20 أكتوبر 1955، سكيكدة، 2016، ص171.

³ Villemeur Alian, Kettani Ghizlane, Le capital-Risque : Un Financement Efficace de L'innovation Sur Le long Term, Revue D'économie Financière, N°108, France, 2012, p93.

⁴ Cherif Mondher, Dubreille Stéphane, Création De Valeur et Capital-Investissement, preison Education, France, 2009, p153.

- **الاستثمار في مؤسسات غير مسيرة في البورصة:** يمارس رأس المال المخاطر نشاطه من خلال المساهمة في رأس مال المؤسسات غير المسجلة في البورصة والتي تظهر إمكانيات نمو وتطور قوية، وتسمح رؤوس الأموال المقدمة من طرف المستثمرين بتكوين المؤسسة وتمويل تطوير الجيل الأول من منتجها، أو تمويل تصنيعه وتسويقه.
- **يشكل رأس المال المخاطر حصة في حقوق المساهمين:** إن تدخل رأس المال المخاطر في تمويل ومساعدة المؤسسات يكون على مستوى أعلى الميزانية Haut de Bilan، عكس التمويل الكلاسيكي الذي يكون على مستوى أدنى الميزانية Bas de Bilan، وهذا ما يعطي للمخاطرين برأس المال نسب ملكية تمكنهم من ممارسة سلطة رقابية على المؤسسات المملوكة. غالباً ما تكون المفاوضات بين المخاطرين برأس المال وأصحاب المؤسسات التي سيتم تمويلها حول نسب الملكية المعروضة على المخاطرين برأس المال شاقة ومضنية، إذ غالباً ما يحرض أصحاب هذه المؤسسات أن تكون هذه النسب ضئيلة بحيث لا تسمح للمخاطرين برأس المال بالسيطرة عليها.
- **استثمار لمدة زمنية قصوى محددة:** يتميز نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدماً للتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادي للمؤسسة موضوع التمويل، حيث يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل المؤسسات غير المسيرة لفترة تتراوح من 3 إلى 10 سنوات، خلال هذه الفترة لا يحق للمخاطرين برأس المال استرداد أصل رأس المال وعائده، وإنما يتم هذا الاسترداد من خلال بيع مساحتهم أو إدراجها بالبورصة وذلك عندما تبدأ المؤسسة في تحقيق عوائد مالية أي عند الخروج من المؤسسة¹.
- **المستثمر عبارة عن شريك نشط:** يلعب المستثمر في مجال رأس المال المخاطر دوراً نشطاً داخل المؤسسات التي يتم تمويلها، إذ يقوم بتقديم النصح والإرشاد لإدارة المؤسسة ومتابعة كل العمليات الإستراتيجية التي تقوم بها. ودائماً ما يكون للمخاطرين برأس المال ممثلي في مجلس إدارة المؤسسة، وهذا يمثل مصدر خوف لأصحاب المؤسسات خاصة الصغيرة منها التي يتم تمويلها برأس المال المخاطر من فقدان سيطرتهم على المؤسسة لصالح المستثمرين مقدمي رأس المال.

¹ خوني رابح، حميد رامي، **فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 09، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015، ص 489.

- **تمويل بدون ضمانات:** إن التمويل برأس المال المخاطر يتحقق بدون ضمانات كونه يقوم على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر، وهذا ما يمكن المؤسسات الصغيرة من مواجهة عائق الضمانات الذي يفرضه التمويل التقليدي، وبهذا يعتبر رأس المال المخاطر بديلاً هاماً لتمويل نموها وتطورها إذا ما تم إعداد خطة عمل جيدة تجذب بها انتباه المستثمرين¹.
- **بديل لاقتصاد الاستدانة:** رأس المال المخاطر يعتبر الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة، حيث أنه لا يمد المؤسسات بقروض وإنما يزودها بأموال تندمج في رأس المال الخاص للمؤسسات (مشاركة أو مساهمة) فهو يوفر تمويلاً مجانيًا.
- **ارتفاع المخاطر والعائد:** يتضرر المستثمر في رأس المال المخاطر عادةً عائد ما بين 30% و40% في السنة، وهذا العائد المرتفع هو نظير المخاطرة العالية التي تتطوّي عليها المؤسسة والتي عرض نفسه لها، حيث عطل جزء من أمواله لفترة زمنية طويلة ولم يتحصل على أي تسديد مؤقت.
- **مرحلية التمويل:** من خصائص رأس المال المخاطر أن يتم التمويل على مراحل وليس دفعة واحدة، إذ يستوجب الحصول على الدفعات الموالية العودة إلى الممول وعرض نتائج ما تم تحقيقه وموافقة هذا الأخير ورضاه على ما تحقق للحصول على الأموال، وهذا يضمن للممول مراقبة توظيف الأموال وأمكانية استدراك الأمر قبل تضاعف الخسارة في حالة الفشل (إما بالانسحاب أو تعديل خطط المؤسسة وإعادة تحديد مسارها)².

رأس المال المخاطر هو صناعة قديمة-حديثة يعبر عن نشاط توفير رأس المال للمؤسسات حديثة النشأة غير مسيرة في البورصة، ويعتبر شريك نشط، بالإضافة إلى الدعم المالي الذي يقدمه للمؤسسة يقدم دعم فني للإدارة أيضاً، وعادةً يستثمر في مؤسسات لها إمكانية عالية للنمو وتنطوي على مخاطر كبيرة، ويتم التمويل عن طريقه عبر مراحل، وبما أن رأس المال المخاطر هو عملية تمويل مرحلية يبدر على أذهاننا التساؤلات التالية: من هم الأطراف المتدخلة في عملية التمويل؟ وما هي مراحل تدخل رأس المال المخاطر في رأس المال المؤسسة؟ وما هي مراحل الاستثمار عن طريقه وآليات خروجه من المؤسسة المملوكة؟

¹ المرجع نفسه، ص490.

² حسامي رقية، مرجع سبق ذكره، ص85.

المبحث الثاني: ميكانيزمات عمل صناعة رأس المال المخاطر.

يشتمل رأس المال المخاطر على رؤوس أموال مجمعة من قبل مجموعة من المستثمرين يتدخل بها في مراحل مختلفة من دورة حياة المؤسسة لتمويلها، وهذا ما سنبيه في هذا المبحث بالإضافة إلى التعرف على مراحل عملية الاستثمار برأسمال المخاطر وآليات خروجه من المؤسسة المملوكة.

المطلب الأول: أطراف التمويل برأسمال المخاطر.

يأخذ نشاط رأس المال المخاطر شكل وساطة مالية تقوم على أساس المشاركة بين أطراف العملية التمويلية، وتمثل الأطراف المتدخلة في صناعة رأس المال المخاطر فيما يلي:

أولاً: المستثمرون: المستثمرون في مجال رأس المال المخاطر هم عبارة عن مستثمرون مخاطرون، ذلك أن المشاريع والمؤسسات التي يستثمرون أموالهم فيها تتطوي على مخاطر عالية لأنها عادة ما تنشط في مجالات تحتاج إلى تقنيات تكنولوجية عالية¹، ويتمثل المستثمرون في:

1. **المستثمرون المؤسساتيون:** يجمع الاستثمار المؤسساتي ثلات فئات أساسية من متعاملين في السوق هي: صناديق التقاعد، شركات التأمين، والبنوك، حيث يستخدم هؤلاء استثمارات رأس المال المخاطر لتتوسيع محافظهم الاستثمارية، وبغض النظر عن الآثار التي يحدثها الاستثمار في رأس مال المؤسسات الريادية الصغيرة، فإن المستثمرين المؤسساتيين يسعون لتحقيق أهداف مالية فقط.

2. **السلطات العمومية:** نظراً للدور الكبير الذي تلعبه المؤسسات الريادية الصغيرة في التنمية الاقتصادية، تولي السلطات العمومية أهمية كبيرة برأسمال المخاطر ضمن استثماراتها، إضافة إلى برامج الدعم والمساعدة المقدمة لقطاع المؤسسات الريادية الصغيرة، وعادة ما تكون استثمارات السلطات العمومية خلال المراحل المبكرة أين تكون المخاطر مرتفعة جداً، وذلك عن طريق إنشاء ما يُعرف بالصناديق البذرية، والتي هي عبارة عن صناديق متخصصة في مجالات التكنولوجيا المتقدمة يتم إنشاؤها بمشاركة المستثمرين الخواص، وذلك لتشجيعهم على الاستثمار في المناطق الخطرة

¹ حميد رامي، **البدائل التمويلية للقروض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاديات النقد والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خضر، بسكرة، 2014_2015، ص 59.

وتحقيق مكاسب مالية كبيرة، ولا تختلف معايير انتقاء المشاريع في هذه الصناديق عن تلك المعتمدة من طرف شركات رأس المال المخاطر.

3. الأفراد الخواص: نتج عن شدة المخاطر وعدم وجود سوق شفاف لاستثمارات رأس المال المخاطر قلة في عدد المستثمرين من القطاع الخاص أي أشخاص طبيعيين الذين يستثمرون في رأس المال المخاطر، مع ذلك هناك فئة خاصة من المستثمرين التابعين للقطاع الخاص تقوم باستثمار أموالها بشكل مباشر في المؤسسات الريادية الصغيرة بدون وساطة شركات رأس المال المخاطر، هذه الفئة يطلق عليها اسم ملائكة الأعمال (Business Angels).

4. صناديق الصناديق: تقوم هذه الفئة من المستثمرين برأس المال المخاطر بجمع رؤوس الأموال من المستثمرين ومن ثم توظيفها في صناديق رأس المال المخاطر، وبالتالي فهم عبارة عن وسيط ثانٍ بين المستثمرين والمؤسسات الريادية الصغيرة، يسمح هذا النوع من المستثمرين بتسهيل المخاطر بشكل أكثر دقة وذلك نتيجة تركز السياسة الاستثمارية على توظيف الأموال المجمعة في العديد من صناديق رأس المال المخاطر.

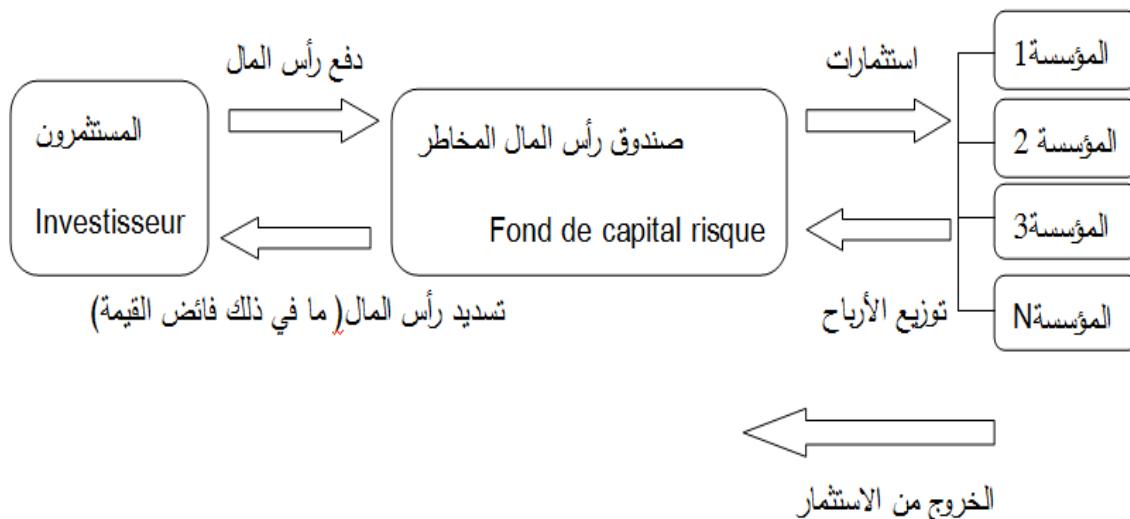
5. الشركات الكبيرة: تسعى الشركات الكبيرة بتزويدها صناعة رأس المال المخاطر برؤوس الأموال الموجهة للاستثمار في المؤسسات الريادية الصغيرة إلى تحقيق أهداف إستراتيجية ومالية، ويعتبر هذا النوع من المستثمرين نوع خاص من رأس المال المخاطر وهو ما يطلق عليه اسم رأس المال المشارك (Corporate Venture Capital).

ثانياً: شركات رأس المال المخاطر: عادة تلعب شركات رأس المال المخاطر دور الوسيط المالي بين المستثمرين (البنوك، شركات التأمين، وصناديق التقاعد...) والمؤسسات الريادية الصغيرة التي تستثمر فيها، وهناك نوعين من شركات رأس المال المخاطر، أولاً، الشركات المستقلة وهي التي تحصل على الأموال من عدة مصادر، حيث لا يكون أي مستثمر في وضعية الأغلبية، ثانياً، الشركات المقيدة وهي فروع لبنوك أو شركات تأمين أو شركات كبيرة، وبالتالي فهي تحصل على الأموال من الشركة الأم.

¹ المرجع نفسه، ص 61_60.

ثالثاً: الريادي: هو الشخص الذي يأخذ على عاتقه مجازفة اقتصادية من أجل خلق مؤسسة جديدة تسخر تقنيات تكنولوجية جديدة وقدرات ابتكارية عالية في سبيل توليد منتج ذو قيمة لآخرين ولنفسه¹.

الشكل رقم (2-1): العلاقة بين أطراف التمويل برأسمال المخاطر.



المصدر: حميد رامي، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصادية التفود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014_2015، ص64.

المطلب الثاني: توقيت دخول رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسة.

تصادف المؤسسة مشاكل أقل في الاستجابة لمطالباتها التمويلية كلما انتقلت من مرحلة إلى أخرى، وهذا ما يعكس انخفاض درجة المخاطر، ويمكن أن نميز عدة مراحل يتدخل فيها رأس المال المخاطر لتوفير الغطاء التمويلي للمؤسسة الريادية الصغيرة²، كما يلي:

مرحلة الإنشاء: يتدخل رأس المال المخاطر في هذه المرحلة برأسمال البذري لتوفير الغطاء التمويلي للمشروع في بدايته وهو ينقسم إلى قسمين:

¹ المرجع نفسه، ص63.

² ابراهيمي عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل، مداخلة مقدمة لملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، تحت إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، يومي 17/18 أفريل، الجزائر، 2006، ص390.

1. **رأس مال ما قبل الانطلاق**: وهو الموجه لتغطية مرحلة البحث والتطوير كتمويل دراسة أو تنفيذ فكرة أو اقتراح ابتكار جديد أو تجريب نماذج...الخ.

2. **رأس مال الانطلاق**: يقدم في مرحلة بداية نشاط المؤسسة وتنمية المنتج أو البحث عن سوق أولي أو تسويق المنتج في مراحله الأولى من التصنيع، لأن المؤسسة لم تتمكن بعد من جني أية مكاسب¹.

- مرحلة النمو: تكون المؤسسة في هذه المرحلة قد بلغت مرحلة الإنتاجية أي توليد إيرادات، ولكنها تقابل ضغوطات مالية تجعلها تتجه إلى مصادر تمويل خارجية حتى تتمكن من تحقيق آمالها في النمو والتوسيع، هذا النمو يكون إما داخلياً (زيادة قدراتها الإنتاجية أو زيادة قدراتها التسويقية...الخ) أو خارجياً (اكتساب فرع مملوك لمؤسسات أخرى، أو توسيع أسواق أو تصريف منتجات...الخ)، يغطي رأس المال المخاطر هذه المرحلة برأس مال النمو، وهي تنقسم إلى قسمين:

1. **مرحلة التوسيع**: في هذه المرحلة تتجه المخاطر إلى التناقص بطريقة واضحة، وتزداد القدرة على التمويل الذاتي.

2. **مرحلة النضج**: تكتسب هنا المؤسسة القدرة على الاستدامة، حيث تضمن إمكانياتها الذاتية سداد القروض، فيبدأ معها دور رأس المال المخاطر في التواري تدريجياً تاركاً العمليات التمويلية في المؤسسة لوسائل تمويل أخرى خاصة التقليدية منها.

- مرحلة التحويل: خلال هذه المرحلة يهتم رأس المال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية والمالية في المؤسسة، حيث يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأس مال المؤسسة، أو تحويل مؤسسة قائمة فعلاً إلى مؤسسة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدة مؤسسات قائمة.

- مرحلة التصحيح: يخصص هنا رأس مال التصحيح للمؤسسات القائمة فعلاً ولكنها تمر بصعوبات أو حالات خاصة، وتتوفر لديها إمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى مساعدة مالية

¹ مقالتي صحراوي، **التمويل برأس المال المخاطر منظور إسلامي**، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، مداخلة مقدمة لمؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، من 31 ماي إلى 3 جوان، الإمارات، 2009، ص16.

فيقدمها لها رأس المال المخاطر حتى تعيد ترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق وتصبح قادرة على تحقيق أرباح¹.

المطلب الثالث: مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر وأليات خروجه.

تضع شركة رأس المال المخاطر إستراتيجية واضحة ودقيقة، كما تعتمد على فريق عمل يتميز بالخبرة والكفاءة العالية، إضافة إلى هذا، فهي تحتاج إلى الالتزام بمراحل عملية الاستثمار التي تختلف فيما بينها، إلا أنه لا يوجد مراحل استثمار متفق عليها²، وسيتم عرض هذه المراحل من خلال ما يلي:

- مرحلة ما قبل المساهمة: وتسمى أيضاً بمرحلة الغزالة وهي مرحلة اقصائية في غاية الأهمية تسبق اتخاذ القرار الاستثماري، يقوم المخاطرين برأس المال خلالها باستبعاد الملفات غير المناسبة والاحتفاظ بالملفات الجيدة فقط، ومن أهم المراحل الفرعية لهذه المرحلة ما يلي:

1. مرحلة التحليل الأولي: خلال هذه المرحلة يتمكن المخاطرين برأس المال منأخذ نظرة أولية على جودة المشروع المرشح، ويعتمد في ذلك على بعض المقابلات التي تجمعه بصاحب المشروع، وكذا الدراسة الأولية لملف المشروع وإخضاعه للمعايير الأساسية لاتخاذ القرار، ومن الملاحظ أن الأمر المشترك بين كل شركات رأس المال المخاطر هو كون الاختيار يكون على أساس التحكيم الكلاسيكي بين الخطر والمردودية، أي البحث عن مشروع ذو ربحية واستعدادات عالية مقابل مخاطر متحكم فيها، بالإضافة إلى خطة العمل التي تعد استثماراً جيداً لأنها تشكل قاعدة للتفاوض مع المخاطرين برأس المال، هذا الأخير يأخذ فكرة مبدئية عن المشروع بعد الدراسة الأولية لخطة العمل وإخضاع مضمونها للمعايير الأساسية الازمة لاتخاذ القرار، وتعتبر خطة العمل بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن من تقييم فرصة الاستثمار المقترحة، حيث يقرر المخاطرين برأس المال

¹ بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث، العدد 05، جامعة قاصدي مرباط، ورقلة، 2007، ص 9_10.

² براق محمد، بن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر تجربة ونماذج عالمية، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2014، ص 21.

اعتماداً عليه المواصلة أو التوقف عن دراسة ملف الترشيح، وتكتسي خطة العمل أهمية كبيرة في صناعة رأس المال المخاطر حتى أن هناك من يسمى هذا المستند بفاتح الأبواب¹Door Opener.

2. مرحلة الدراسة المعمقة: بعد اجتياز مرحلة التحليل الأولى أصبح لدى المخاطرين برأس المال فكرة واضحة نوعاً ما عن المشروع المرشح في حال قرار الذهاب بعيداً والتقدم رفقة هذا المشروع، فإن المخاطرين برأس المال يمرون إلى مرحلة جديدة الهدف منها هو اختبار بعض النقاط الحساسة بدقة أكثر لذا قد يستعينوا باستشارة خبراء، وإن الانتقال إلى هذه المرحلة يتم بعد إمضاء وثقتين تعاقديتين ويتعلق الأمر بكل من: اتفاق السرية، خطاب النية.

3. التقييم المالي للمشروع: يعتبر التقييم المالي أهم إجراء تقييمي يقوم به المخاطرين برأس المال، حيث يتعين عليهم معرفة قيمة مردودية المشروع واستعداداته المستقبلية للنمو وتحقيق قيمة مضافة، وكذا معرفة قيمة المؤسسة.

- مرحلة التركيب القانوني والمالي: هذه المرحلة تعتبر أول خطوة رسمية لإقامة وتجسيد الشراكة بين الطرفين، وهذا بعد التأكيد من جودة وفرص نجاح المشروع، وانتهاء المفاوضات بين الطرفين بنجاح، كما لهذه المرحلة بعد عملي أكثر، حيث أن تمويل رأس المال المخاطر يقوم على مجموعة من العقود القانونية التي يهدف المخاطرين برأس المال من خلالها إلى حماية مساهماتهم التي تكون ذات الأقلية عادة من مختلف المخاطر المحتملة التي تم الوقوف عليها، ومن جهة أخرى إلى وضع شروط وقواعد شراكة ناجحة وفعالة، هذه المقاربة القانونية تكتمل باختيار الأدوات المالية التي تتشكل بواسطتها وتقوم عليها التركيبة المالية للمشروع والتي تحدد طرق متابعة المخاطرين برأس المال للمشروع وكذا طريقة الخروج المرتقب.

- مرحلة الشراكة والانفصال: يعتبر التركيب القانوني والمالي آخر الخطوات الإجرائية التي تسبق تجسيد عملية التمويل برأس المال المخاطر على أرض الواقع، حيث أنه وبعد إنتهاء كل الخطوات الإجرائية الازمة تتحصل المؤسسة على التمويل اللازم لمشروعها وتقوم شراكة بين أصحاب المؤسسة من جهة وشركة رأس المال المخاطر من جهة أخرى، هذه المرحلة يعمل فيها الطرفين سوياً وفقاً للأسس والقواعد المسطرة في

¹ بوقرة رابح، بن النوي أحلام، **استخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر**، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 01، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016، ص 3_2.

الاتفاقات والعقود المبرمة بهدف إرساء شراكة فعالة قصد تحقيق الأهداف الموضوعة في خطة العمل، هذه الشراكة غير دائمة وإنما مؤقتة وتنتهي بعد فترة معينة من الزمن تحدد بصفة تقديرية ويتم الاتفاق عليها بين الطرفين أثناء المفاوضات التي تسبق الترکيب القانوني والمالي، وهو المبدأ الذي تقوم عليه شركات رأس المال المخاطر "الشراكة المؤقتة".¹

تقوم شركة رأس المال المخاطر بالخروج من المؤسسة المملوكة فاتحة المجال أمام مستثمرين آخرين، حيث تمثل عملية الخروج من الاستثمارات الناجحة عنصر جذب للمستثمرين من خلال العوائد المرتفعة من جهة، كما أنها تسمح برفع رأس المال بالنسبة لشركة رأس المال المخاطر من جهة أخرى²، ويتم عرض مختلف آليات هذه العملية من خلال ما يلي:

بيع المساهمات في البورصة: تعتبر هذه الآلية بمثابة الطريق الملكي، هذه الحالة تكون عندما يتم قيد المؤسسة بعد نجاحها في البورصة، وهنا يمكن للمخاطرين برؤوس أموالهم بيع أسهمهم في البورصة، وتمكنهم من الحصول على سهلة نتيجة لحصول الأسهم أو الحصص على فائض قيمة معتبر عن طريق القيمة السوقية للأسهم، ما يسمح للمخاطرين برأس المال بالاستثمار في مؤسسات أخرى، ومن جهة أخرى تتمكن المؤسسة من ضمان مواصلة نموها وحصولها على تمويلات جديدة، وتحقيق مزايا أخرى كإنشاء علاقات جديدة مع مختلف المتعاملين الاقتصاديين.

إن دخول المؤسسة الريادية الصغيرة إلى البورصة يعد منعجاً مهماً في حياتها ويتطلب ذلك تحضيرات طويلة وتغيرات كثيرة، ولعل وجود المخاطرين برأس المال كشريك يساعد على إرسال إشارات للسوق بالأداء الجيد للمؤسسة نظراً للمصداقية التي يتمتع بها السوق المالي، وتسمى هذه الآلية أيضاً بالعرض العام على الجمهور³.

¹ المرجع نفسه، ص 3_4.

² براق محمد، بن الزاوي محمد الشريف، الهيكل المرافق والمُساعدة في سوق رأس المال المخاطر، مداخلة مقدمة لملتقى وطني حول: إستراتيجيات التنظيم ومرافق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، يومي 18/19 أفريل 2012، ص 4.

³ عبيش سامية، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، فرع التنظيم الاقتصادي، جامعة قسنطينة 1، 2013_2014، ص 105_104.

– التنازل للمساهمين: إن بنود الأفضلية والأولوية التي يتضمنها عقد المساهمين، تمنح لهم الحق في شراء مساهمة في رأس المال إذا كانت لهم القدرة على شرائها بسعر السوق، بغض تعزيز حصتهم في رأس مال المؤسسة والاستحواذ على الأغلبية.

– إعادة الشراء: بمعنى أن المؤسسة تقوم بشراء حصة شركة رأس المال المخاطر اعتماداً على رأس مالها دون اللجوء إلى مصادر خارجية سواء بالتخفيض من رأس مالها وسداد قيمة حصة المخاطرين برأس المال نقداً أو عن طريق القيام بالاقطاع من الاحتياطات وهنا نستطيع القول أن المؤسسة لها توجه نحو التصفية لأن في الأصل أنها بحاجة للموارد المالية لتوالى ممارسة نشاطها وتوسيعه.

– انقضاء المساهمة: ونقصد هنا الفشل الكلي للمؤسسة المملوكة وعلى اعتبار المخاطرين شركاء أيضاً يتعرضون لنفس المصير، إلا أن شركات رأس المال المخاطر تتخذ حذراً عند انتقامتها للمؤسسات والمشاريع التي تمولها، مما يقلل من معدلات الفشل.

– الخروج المالي: يتم عن طريق بيع المخاطرين برأس المال حصتهم لمساهمين ماليين آخرين، هذا النمط من الخروج يندرج ضمن منطق التمويل المرحلي وأيضاً ضمن منطق دورة تطور حياة شركة رأس المال المخاطر وشخصيتها، حيث يمكن لشركة رأس المال المخاطر بعد أن أوصلت المؤسسة إلى مرحلة معينة، أن تنسح المجال لمؤسسة أخرى متخصصة في تمويل المرحلة التي وصلت إليها المؤسسة المملوكة.

– الخروج الصناعي: ويقصد به حالة التنازل لمؤسسة أخرى أو مؤسسة قابضة في نفس القطاع أو مجمع صناعي، لكن هذا النوع من الخروج يتصرف بصعوبة تنظيم لسبعين:

1. أن المخاطرين برأس المال في وضعية الأقلية في المؤسسة في حين أن المستألف الصناعي يرغب في الحصول على الأغلبية ليتمكن من إدارة المؤسسة.
2. تخوف صاحب المؤسسة من المنافسة من طرف المستألف الصناعي.

إلا أن هذا الأخير قد يتمكن من تحقيق رغبته في حصوله على وضعية الأغلبية في الحالات التي تواجه فيها المؤسسة لصعوبات إستراتيجية أو تمويلية تضطرها إلى قبول الوضع للخروج من المشكلة بأقل الأضرار¹.

تتمثل الأطراف الأساسية في عملية التمويل برأس المال المخاطر في: المستثمرون، شركات رأس المال المخاطر، والريادي، ويمر الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر لتوضيح إستراتيجيته بثلاث مراحل هي: مرحلة ما قبل الاستثمار، مرحلة التركيب القانوني والمالي، ومرحلة الشراكة والانفصال، حيث يتدخل في جميع مراحل دورة حياة المؤسسة الريادية الصغيرة ويعتمد آليات مختلفة للخروج من رأس مال المؤسسة الممول، واعتماداً على هذا وكل ما سبق لا بد من إبراز فعالية رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الريادية الصغيرة.

المبحث الثالث: فعالية صناعة رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الريادية الصغيرة.

يمثل دعم وتمويل المؤسسات الريادية الصغيرة المجال المفضل لنشاط شركات رأس المال المخاطر، حيث تقدم الدعم المالي والفنى والإدارى، وحتى الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية انطلاقاتها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل، إلا أن تمويل هذا النوع من المؤسسات محفوف بالمخاطر ويمكن للمخاطرين برأس المال التقليل من هذه المخاطر بإتباع بعض الإجراءات وهذا ما سنوضحه خلال هذا المبحث بالإضافة إلى التطرق إلى مدى احتياج المؤسسات الريادية الصغيرة إلى هذا التمويل وآثاره عليها.

المطلب الأول: تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسة الريادية الصغيرة في ظل نظرية الوكالة.

تعرف نظرية الوكالة على أنها عقد يقوم بموجبه شخص (الموكل) بإشراك شخص آخر (الوكيل) لأداء خدمة نيابة عنه تتضمن تفويض سلطة اتخاذ قرار معينة، وبالتالي يمكن تحليل العلاقة التعاقدية القائمة بين المخاطرين برأس المال والريادي صاحب المؤسسة الريادية الصغيرة كعلاقة وكالة، وتظهر علاقة الوكالة هذه

¹ المرجع نفسه، ص 106_107.

نتيجة تباين مصالح الطرفين، ووجود معلومات غير كاملة تتعلق بحالة المؤسسة وهو ما يسمى بعدم تماثل المعلومات وهي الحالة الأكثر شيوعا¹.

وتنتج ضمن إطار الوكالة مشكلتين بين الموكيل والوكيل وذلك بسبب عدم تماثل المعلومات، أولاً: الخطر المعنوي وهو يصف الظروف التي يقوم بها الموكيل باستخدام معلومات لا يلحظها الوكيل أو يقوم بأفعال لا يلحظها الوكيل لكي يرفع من منفعته الشخصية التي تتنافى مع مصالح الأطراف الممولة، ثانياً: الاختيار المعاكس وهو يشير إلى مشكلة الوكالة التي تنشأ قبل إمضاء العقد بين الموكيل والوكيل².

ونظراً لأن حجم القيود المالية يسير جنباً إلى جنب مع عدم تماثل المعلومات، فإن تقليل هذا الأخير من شأنه أن يخفف من قيود التمويل التي تنقل كاهل أصحاب المؤسسات الريادية الصغيرة، ويمكن للمخاطرين برأس المال حل هذه المشكلة من خلال اللجوء إلى آليات مختلفة: الدراسة المعمقة لخطة العمل، النقابات وجولات التفاوض المختلفة والمراقبة، والتمثيل في مجلس الإدارة؛ ولمرحلي التمويل وآلية المراقبة الدور الأساسي للحد من حالات عدم تماثل المعلومات، ومن هذا المنظور يتم تقسيم تدخل رأس المال المخاطر لمعالجة مشكلة عدم تماثل المعلومات لثلاث مراحل:

- مرحلة ما قبل الاستثمار: تكون دراسة ما قبل الاستثمار من إيجاد أكبر قدر ممكن من المعلومات وتحليل معمق لخطة العمل، وأشارت بعض الدراسات إلى أن الفريق الإداري وجاذبية الفرص يلعبون دوراً مهماً في التقليل من عدم تماثل المعلومات، كما تشير إلى أن أحد مصادر عدم اليقين التي يحددها المخاطرين برأس المال هو مخاطر الإدارة. لكنه يمكن التقليل من هذه المخاطر عن طريق تعديل فريق الإدارة، كما لوحظ من خلال هذه الدراسات وجود علاقة طردية بين أداء المؤسسة والتحليل الأولي للفريق الذي يجريه المخاطرين برأس المال، حيث وجدوا أن المؤسسات تأخذ بعين الاعتبار هذه النقطة قبل أن يتم إدراج التمويل³.

¹ Mairif Asma, Le Financement des PME par Le Capital investissement, Mémoire de Magister, Option Finance, Ecole Supérieure de Commerce d'Alger, 2015/ 2016, p41.

² خوني رابح، حميد رامي، منطق التدرج في مصادر التمويل لدى المؤسسات الصغيرة الابتكارية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 39 / 38، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015، ص 393.

³ Guillon Bernard, Montchaud Sandra, Le Capital à Risque et Les Jeunes Entreprises Innovantes : Problématique et Enjeux, Revue Internationale PME, Vol 16, N°3_4, Presses De L'université De Québec, Canada, 2003, p64_65.

مرحلة تصميم العقود: من خلال العقد، سيوضح المخاطرين برأس المال تفاصيل طرق تخصيص الأموال وآليات التحكم، وفي بداية الأمر سيتم التعامل مع شروط الدخول إلى رأس مال المؤسسة، على وجه الخصوص النسبة المئوية لرأس المال التي يتحصل عليها الممولين (المخاطرين برأس المال) أو نوع الأوراق المالية المستخدمة. بعد ذلك، يتعلّق الأمر بالتعاقد على أساليب التمثيل في مجلس الإدارة، والعرض المنظم للنتائج، والتمويل على مراحل، والمشاركة في القرارات الإستراتيجية، وما إلى ذلك. وتهدّف صياغة عقد المساهمين إلى تنظيم العلاقات من خلال معالجة قضايا حاسمة مثل الخروج أو حتى وسائل المراقبة، وآليات التحفيز.

المشكلة الأساسية التي يجب أن تحلها هذه المرحلة هي كيف يتم توزيع الحقوق بين المستثمرين المخاطرين برأس المال وأصحاب المؤسسة. وبشكل عام، يتم تصميم العقود بشكل من وتمكّن من التعامل مع الأحداث المختلفة التي تحدث في مراحل حياة المؤسسة الريادية الصغيرة.

مراقبة ومتابعة المؤسسة: اعتماداً على المستثمرين المهتمين بربحية الأموال المستثمرة، يجب على شركة رأس المال المخاطر مراقبة المؤسسة المملوكة من طرفهم، وإلى جانب الرقابة الرسمية هناك ما يسمى بالرقابة غير الرسمية القائمة على تأثير رأس المال المخاطر في البيئة المالية للمؤسسة وعلى سمعتها التي تشكّل رأس مال ثمين في وقت العرض العام على الجمهور وبالتالي الحد من السلوك الانتهازي لصاحب المؤسسة.

يؤكد Gompres على أن الاستثمار المرتبط بكثافة البحث والتطوير يحتاج إلى سيطرة متزايدة، ويسمح التمويل المرحلي لرأس المال المخاطر بجمع المعلومات ومراقبة تقدم الأعمال مع الاحتفاظ بإمكانية التخلّي عن تمويل المؤسسة¹.

المطلب الثاني: مدى احتياج المؤسسة الريادية الصغيرة للدعم والتمويل برأس المال المخاطر.

تشير الدراسات والتجارب التي تمت في دول متقدمة إلى أن الثروات الصناعية الأربع الحديثة (الإلكترونيات الدقيقة، المعلومات الدقيقة، تكنولوجيا المعلومات والتكنولوجيا الحديثة) قد تحققت بفضل ديناميكية تقنية تمويلية حديثة تتمثل في رأس المال المخاطر. حيث أضحت المؤسسات الريادية الصغيرة

¹IBID, p65_66.

الممولة بواسطتها بعد سنوات قليلة متوسطة ففازت أغلبها بعد ذلك إلى مصاف المؤسسات الكبيرة التي تغزو منتجاتها كافة أسواق العالم، فالمؤسسات الريادية الصغيرة تميل بحكم طبيعتها إلى روح الإبداع والابتكار إذ تسمح لها شركات رأس المال المخاطر بأن تمول نشأتها ومراحل نموها وتطورها، فبدون هذا الوسيط المالي ستتصادف هذه المؤسسات صعوبة كبيرة في توفير الغطاء المالي المناسب لها وذلك لأكثر من سبب:

- عندما يتعلق الأمر ب مجالات استثمارية عالية الخطورة والتي لا تتلاءم مع متطلبات الاقتراض البنكي التقليدي. حيث قدر أنه ما يزيد عن 80% من المؤسسات الريادية الصغيرة تبدأ نشأتها دون تدعيم من البنوك وهو ما يؤكد حاجتها إلى مؤسسات خاصة للتمويل.
- حاجة المؤسسات الريادية الصغيرة الملحة للتمويل اللازم خاصة وأنها عادة ما تكون غير مسيرة في البورصة لعدم قدرتها على إصدار أسهم وسندات وطرحها للاكتتاب نظراً لعدم استيفائها شروط الدخول للسوق المالي، وهنا تبرز خاصية رأس المال المخاطر بتمويله للمؤسسات غير المسيرة في البورصة.
- تتميز المؤسسات الريادية الصغيرة بطول مدة دورتها الاستثمارية والتي تدوم سنوات عديدة بداعياً من انطلاق المؤسسة حتى وصولها إلى مرحلة النضج، وطول الفترة التمويلية لرأس المال المخاطر تتماشى وهذه الخاصية للمؤسسات الريادية الصغيرة¹.
- يجب تحليل أفكار وإستراتيجيات المؤسسات الريادية الصغيرة قبل تقرير تمويلها وذلك التحليل لا يمكن أن تقوم به إلا مؤسسات مالية متخصصة كشركات رأس المال المخاطر.
- باستطاعة الفكرة تلبية حاجة في السوق وإطلاق نشاط تجاري حولها عندما يتم تطويرها إلى منتج ملموس خاصية إذا كانت تتنمي إلى صناعة تعرف نمواً متسارعاً. لكن الأفكار الجيدة وحدها لا تكفل النجاح ففي بعض الأحيان تكون الفكرة الجيدة سابقة لأوانها أو يكون توقيتها غير مناسب أو أن يكون الدعم المالي غير كافي لإنجاحها، فال فكرة الجيدة من دون دعم مالي وإداري مناسب لها لا يمكن أن ترى النور أبداً، ولذلك يكون رأس المال المخاطر بمثابة خزينة تمويلية لهذه المؤسسات بالإضافة إلى مد يد المساعدة لها بالمشورة والخبرة.

¹ طحي سماح، دور البائع الحديث في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص مالية، جامعة العربي بن مهيدى، ألم الباقي، 2013_2014، ص192.

- المستثمر المالي في رأس المال المخاطر يمتلك القدرة على التصرف الجيد والتي تعتبر حاجة ملحة وميزة إيجابية للمؤسسات الريادية الصغيرة حيث تمكنها من تحسين أدائها، وذلك من خلال مراقبتها ومتابعة القرارات التي تتخذها إدارة المؤسسة الأمر الذي يجعل هذه الأخيرة ذات كفاءة عالية وشفافية أكبر.
- تعمل إستراتيجيات التمويل بشركات رأس المال المخاطر على متابعة المؤسسة الريادية الصغيرة في كل مراحل نموها. حيث تحاول توفير الأموال اللازمة لزيادة حجم رأس مال المؤسسة من نشأتها حتى مراحل نموها الأولى، كما تساعد على اختيار طرق التمويل المناسبة حسب مستويات ومعدلات نموها. وفي غالب الأحيان عندما يقرر المخاطرين برأس المال الخروج جزئياً أو كلياً فإنهم يقومون بإدخال المؤسسة الريادية الصغيرة إلى البورصة وبالتالي يحولها من طريقة التمويل بالاعتماد على وسيط مالي إلى التمويل المباشر.

انطلاقاً من هذه الأسباب وغيرها يعتبر رأس المال المخاطر في الاقتصاديات الحديثة من أهم وسائل الدعم المالي والفنى للمؤسسات الريادية الصغيرة، وذلك نظراً لما يتميز به من قدرة على التعامل مع المخاطر بأسلوب فعال إلى درجة أصبح معها رأس المال المخاطر مهنة وصناعة دولية أكثر منه تقنية تمويلية، إذا تشير الإحصائيات إلى أن نسبة الإخفاقات داخل المؤسسات التي تمولها شركات رأس المال المخاطر منخفضة جداً، ويرجع ذلك إلى أنها تنتهي بعناية المؤسسات التي تقرر تمويلها، فرأس المال المخاطر لا يخصص لأي مؤسسة كانت، وإنما فقط إلى المؤسسات ذات الأفق الرياحية، الأمر الذي جعل الفكر المالي يعتبرها تقنية خاصة تميز العصر الحديث¹.

المطلب الثالث: أثر تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسة الريادية الصغيرة.

تلعب المؤسسات الريادية دوراً اقتصادياً واجتماعياً هاماً، بمساهمتها في التنمية الاقتصادية ومحاربة الفقر والبطالة، ويعتبر رأس المال المخاطر البديل الأنسب لتمويلها. وبالتالي فإنه يترتب عن تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسات الريادية الصغيرة عدة آثار على المستويين الاقتصاديين الكلي والجزئي.

¹ المرجع نفسه، ص 193.

فعلى المستوى الاقتصادي الجزئي، يتعلّق الأمر بانعكاسات تمويل رأس المال المخاطر على المؤسسة المملوكة. حيث يساهم وجود المخاطرين برأس المال المخاطر في تحسين أداء وتسريع نمو المؤسسة، وذلك بواسطة عدة عوامل يمكن أن نلخص أهمها في ما يلي:

- الاستفادة من الخبرة التسويقية للمخاطرين برأس المال في مختلف المجالات: التمويل، التسويق، التنظيم،... أي حوكمة المؤسسة بصفة عامة.
- الاستفادة من شبكة اتصالات المخاطرين برأس المال.
- وجود مخاطرين برأس المال داخل المؤسسة يساهم في تقليل عدم تماثل المعلومات ويرسل إشارات إيجابية للسوق، ما يشجع المتعاملين الاقتصاديين على التعامل معها.
- ارتفاع نسبة الاستقلالية المالية وانخفاض نسبة المديونية للمؤسسة الريادية الصغيرة، حيث أن وجود المخاطرين برأس المال يؤدي إلى زيادة نسبة الأموال الخاصة، ما يزيد من إمكانية الاقتراض، إضافة إلى أن وجوده يعطي إشارة إيجابية للبنوك عن جودة المؤسسة ما يشجعهم على إقراضها.¹
- رأس المال المخاطر استثمار يضاعف القدرة الابتكارية للمؤسسات وللأشخاص الرياديّين حيث تقدم هذه المؤسسات والتي يشتمل رأس مالها على مساهمات من المخاطرين برأس المال براءات اختراع متعلقة بابتكارات جذرية أكثر من مؤسسات أخرى.²

رغم الانعكاسات الإيجابية لرأس المال المخاطر على المؤسسة المملوكة، لكنه لم يسلم من الانتقادات لبعض الآثار التي تعتبر سلبية، لعل أبرزها طغيان الجانب المالي المتمثل في تحقيق قيمة مضافة على اهتمام المخاطرين برأس المال.

كما ينبع عن تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسات الريادية الصغيرة عدة انعكاسات على المستوى الاقتصادي الكلي، حيث يلعب هذا النمط التمويلي دورا هاما في تمويل اقتصاديات الدول المتطرفة ونذكر على سبيل المثال ما يلي:

¹ السبتي محمد، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2008_2009، ص.90.

² Villemeur Alain, Alexandre André, Le Capital-Investissement et ses Leviers pour accélérer L'innovation, Complément à Rapport sur :Private Equity et Capitalisme Français, La Documentation Français, 2008, P226.

- زيادة الإنتاجية الإجمالية للاقتصاد بتقديمه الأموال لقطاعات أكثر إنتاجية وأكثر إبداع.
- خلق مناصب شغل، حيث أن 90% من 11 مليون منصب شغل خلق في الـ 10 سنوات ما بين 2002 و 2007 سببها إنشاء مؤسسات جديدة.
- إثراء الحصيلة الضريبية، والمساهمات الاجتماعية.
- المساهمة في مكافحة هجرة الأدمغة وتنمية نتائج البحث العلمي.
- المساهمة في التنمية المحلية، خاصة بواسطة رأس المال المخاطر الجهوي¹.

الجدول رقم (2-1): مقارنة بين المؤسسات المملوكة برأس المال المخاطر والمؤسسات المملوكة ذاتيا في الـ 10 سنوات.

المؤسسات المملوكة ذاتيا	المؤسسات المملوكة برأس المال المخاطر	أوجه المقارنة
%59+	%59+	توفير عمالة كافية
%03-	%25+	العمالة المنشأة سنويا
8000	16000	نفقات البحث والتطوير
%09+	%35+	معدل الاستثمار سنويا
%05+	%12+	معدل الإنتاجية سنويا

المصدر: حجازي اسماعيل، روينة عبد السميم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، مداخلة مقدمة لملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، تحت إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعايد بالشلف، يومي 17 و 18 أبريل، الجزائر، 2006، ص 315.

من جهة أخرى، تعتبر البيئة التمكينية للمؤسسات الريادية الصغيرة مفتاح لتنمية صناعة رأس المال المخاطر، ويتمثل العائق الرئيسي أمام تطوير رأس المال المخاطر في عدم وجود مؤسسات تتناسب مع خصائص رأس المال المخاطر، وتعد ثقافة المخاطرة والثقة بالنفس والاهتمام بريادة الأعمال من العوامل التي تشجع على ظهور أشخاص رياديّين وبالتالي ظهور مؤسسات رياضية صغيرة².

¹ السبتي محمد، مراجع سبق ذكره، ص 90_91.

² Organization of Cooperation and Development Economic (OCDE), New Approaches to SME and Entrepreneurship financing : Broadening The Range of Instruments, Istanbul, 9_10 February 2015, p80.

خلاصة الفصل:

تطرقنا في هذا الفصل إلى نشأة ومفهوم صناعة رأس المال المخاطر والخصائص التي تميزها، مع توضيح وتبيان ميكانيزمات عمل هذه الصناعة، وفعاليتها في دعم وتمويل المؤسسات الريادية الصغيرة.

وتوصلنا من خلال هذا الفصل أن رأس المال المخاطر رسم نفسه تدريجياً كبديل تمويلي مناسب للمؤسسات الريادية الصغيرة، وهو صناعة انتقائية للغاية حيث ترتكز على القطاعات ذات إمكانية نمو عالية، وهذا ما بناه في هذا الفصل من خلال تطرقنا إلى مجموعة من التعريفات لرأس المال المخاطر، أهم خصائصه والتي تتناسب مع خصائص ومميزات المؤسسة الريادية الصغيرة، كما تعرفنا على الأطراف الأساسية المتدخلة في صناعة رأس المال المخاطر وتمثل في: المستثمرون، شركات رأس المال المخاطر والتي تعتبر الوسيط المالي بين المستثمرين والريادي صاحب المؤسسة المستفيدة من التمويل، وتمر الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر بثلاث مراحل تهدف لتوضيح إستراتيجيته بداية من مرحلة ما قبل الاستثمار، وصولاً إلى مرحلة الشراكة والانفصال بعد مرحلة التركيب القانوني والمالي، وللتقليل من حالة عدم تمايز المعلومات الشائعة لدى المؤسسات الريادية الصغيرة يتبع المخاطرين برأس المال مجموعة من الإجراءات تطبق على ثلاثة مراحل: مرحلة ما قبل الاستثمار، مرحلة تصميم العقود، مرحلة المراقبة والمتابعة، ويتربّع عن تمويل رأس المال المخاطر آثار إيجابية على المؤسسة الريادية الصغيرة وعلى الاقتصاد ككل. ولإثبات هذه الفعالية تقوم في الفصل المولى بالإشارة إلى أهم التجارب الدولية الرائدة في هذا المجال.

الفصل الثالث:

دراسة تجارب دولية رائدة في

التمويل برأس المال المخاطر

تمهيد الفصل:

بعد الانتشار الواسع التي عرفه صناعة رأس المال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية، برزت مجموعة من التجارب الناجحة في هذه الصناعة، وتعتبر تجربة الولايات المتحدة الأمريكية أهم هذه التجارب باعتبارها مهد لها، وبمستوى التطور الذي بلغته أصبحت نموذجاً مثالياً لصناعة التمويل برأسمال المخاطر. وفي القارة الأوروبية تعد التجربة الفرنسية من أبرز التجارب الناجحة في هذه الصناعة بعدها تمكنت من تطويرها هذه الصناعة في فترة زمنية قصيرة، وبهذا احتلت مراكز رائدة عالمياً.

وعلى الرغم من الظهور الحديث لصناعة رأس المال المخاطر في الدول العربية، إلا أن هناك بعض التجارب التي عرفت تطويراً ملحوظاً في هذه الصناعة، ومن أهم التجارب العربية المتميزة في هذا المجال التجربة التونسية، وتجربة المملكة العربية السعودية. ومن خلال هذا الفصل سنقوم بعرض هذه التجارب واستخلاص ما يميز كل تجربة، وكذا الإشارة إلى آفاق الاستفادة من هذه التجارب في الجزائر، وعليه سوف نقسم الفصل إلى المباحث التالية:

- ❖ **المبحث الأول:** بعض تجارب الدول المتقدمة في التمويل برأسمال المخاطر.
- ❖ **المبحث الثاني:** بعض تجارب الدول النامية في التمويل برأسمال المخاطر.
- ❖ **المبحث الثالث:** سبل الاستفادة من التجارب الدولية الرائدة في تطوير صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر.

المبحث الأول: تجارب بعض الدول المتقدمة في التمويل برأس المال المخاطر.

نعرض من خلال هذا المبحث أهم تجربتين في التمويل برأس المال المخاطر، التجربة الأمريكية والتجربة الفرنسية، حيث تعتبر التجربة الأمريكية نموذج رائد عالميا في احتضان وتطوير صناعة رأس المال المخاطر، أما فرنسا استطاعت خلال فترة قصيرة من تطوير هذه الصناعة والوصول بها إلى مراتب متقدمة ورائدة عالميا.

المطلب الأول: التجربة الأمريكية في التمويل برأس المال المخاطر.

تنتصدر الولايات المتحدة الأمريكية صناعة التمويل برأس المال المخاطر على المستوى العالمي، فهي تعتبر مهد هذه الصناعة التمويلية ونموذج مثالي لها، وقبل أن تصل إلى هذا المستوى التي تعرفه حاليا في هذا المجال قطعت عدة مراحل من أجل تطوير هذه الصناعة، حيث ساعدتها في ذلك مجموعة من البرامج وكذا تدخل السلطات العمومية في اتخاذها لعدة إجراءات صبت في مصلحة قطاع رأس المال المخاطر، بالإضافة إلى عوامل أخرى ساعدت على نجاح الولايات المتحدة الأمريكية وفق هذه الصناعة التمويلية.

أولاً: مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية:

مررت صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية منذ ظهورها بمراحل عديدة كانت نتيجة التعديلات المؤسسية، الهيكلية والاقتصادية وكذا مختلف الأزمات التي عرفها الاقتصاد الأمريكي، والتي ساهمت في تطوير هذه الصناعة لمستوى التي تعرف به حاليا¹، ونلخص هذه المراحل في ما يلي:

1. مرحلة الانطلاق الفعلي 1960-1970:

إن عملية انطلاق رأس المال المخاطر الأمريكي كانت في نهاية الخمسينات من القرن الماضي نتيجة لرغبة الحكومة الأمريكية في الرد على التحديات العلمية للإتحاد السوفيتي إبان الحرب الباردة، أين اهتمت

¹ خليفة وفاء، صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية... النموذج المثالي، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، المجلد 05، العدد 02، مخبر الصناعات التقليدية، جامعة الجزائر 3، 2016، ص 419.

بمجال تطوير التقنيات الحديثة واستمرت في زيادة الميزانيات المتخصصة لتمويل الأبحاث وإنشاء المؤسسات القائمة على التكنولوجيا. كما أقر الكونغرس الأمريكي سنة 1953 قانون هام ساهم في تطور ونمو رأس

رأس المال المخاطر، والمتمثل في قانون المؤسسات الصغيرة SBA* الذي نص على أن تقوم الحكومة الأمريكية بتقديم المساعدة، النصح والحماية للمؤسسات الصغيرة. وقد أدى هذا القانون سنة 1958 إلى تبني مرسوم مؤسسات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة SBIC** الذي ساهم بدوره في تكوين قاعدة صلبة لصناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، حيث تمثل مبدؤه في دعم مساهمات رأس المال المخاطر لصالح المؤسسات الصغيرة ومنها شهادة SBIC، بالإضافة إلى هذا شهدت سنوات السبعينات أحداث هامة، كازدهار السوق المالي ما ساعد في تحقيق مؤسسات رأس المال المخاطر لعوائد مرتفعة ناتجة عن عمليات الخروج الملكي.

2. مرحلة التوسيع 1970-1990:

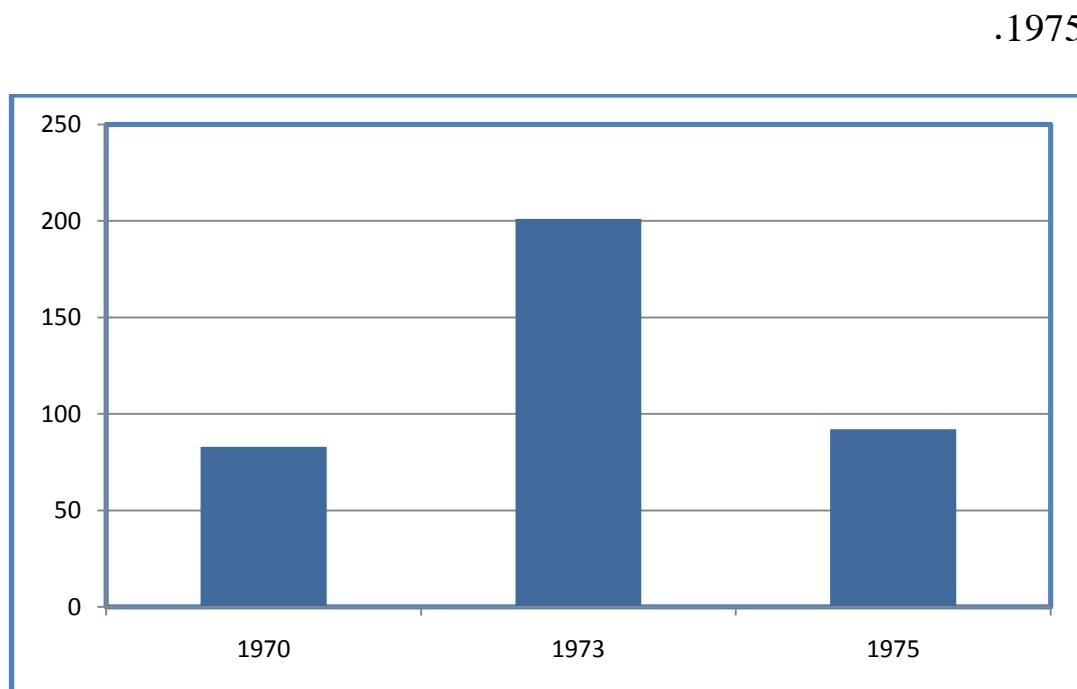
تميزت هذه الفترة من تاريخ صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية بأحداث عديدة كان لها الأثر الكبير في تحديد مستقبل هذه الصناعة، من أهمها التعديلات المؤسساتية التي عرفها الاقتصاد الأمريكي والمتمثلة في صدور مرسوم فدرالي يتضمن إنشاء سوق جديد للأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات ذات التوجه التكنولوجي تحت اسم NASDAQ سنة 1971، وهو سوق أسس للمؤسسات التي لا تستطيع الانضمام إلى البورصات الكبرى لعدم استيفاء الشروط، هذا ما قدم فرص جديدة للممولين برأس المال المخاطر حيث عرفت المبالغ المستثمرة ارتفاعاً معتبراً، فبعدما بلغت 83 مليون دولار سنة 1970 ارتفعت لتبلغ 201 مليون دولار سنة 1973. لكن عجلة نمو رأس المال المخاطر الأمريكية اصطدمت ابتداءً من سنة 1973 بعدها عوامل أدت إلى كبحها، على غرار الانهيار الكبير لسوق الأوراق المالية سنوي 1973 و1974، والذي يعتبر من أسوأ حالات ركود سوق الأوراق المالية في التاريخ الحديث وصادمت النفط الأولى عام 1973، عندما قامت منظمة أوبك بإعلان حظر نفطي على الولايات المتحدة الأمريكية، الأمر الذي أدى إلى تراجع حجم الاستثمارات رأس المال المخاطر من 201 مليون دولار سنة 1973 إلى 92 مليون دولار سنة 1975.

* The small Business Act.

** Small Business Investment Corporation.

¹ المرجع نفسه، ص 419_420.

الشكل رقم(1-3): تطور استثمارات رأس المال المخاطر في اليوم خلال السنوات 1971_1973_1975



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على ما سبق.

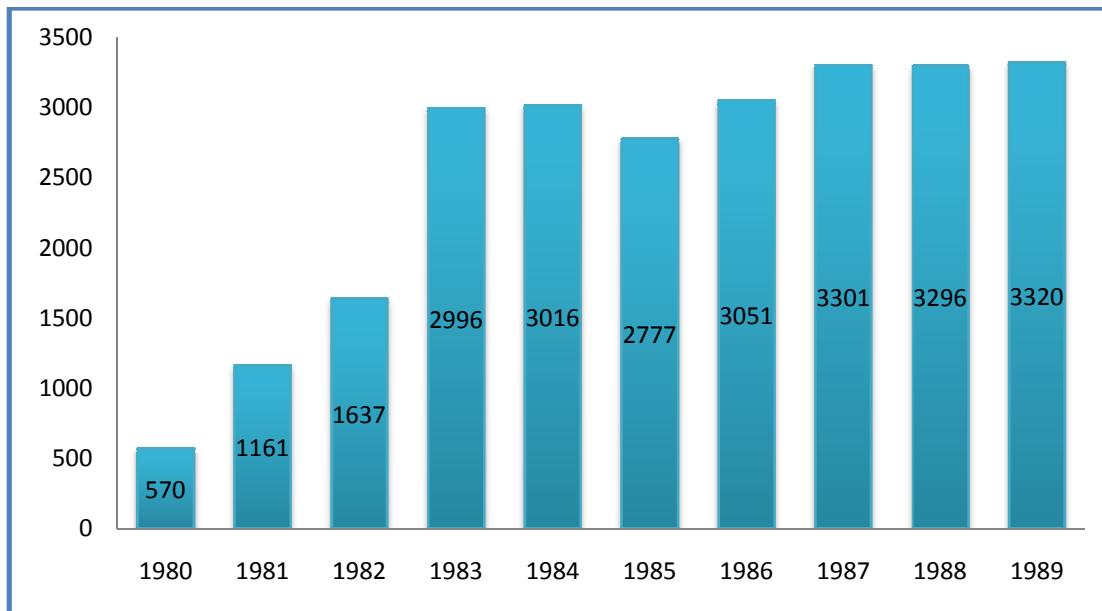
لكن مع نهاية سبعينيات القرن الماضي استعاد رأس المال المخاطر الأمريكي نشاطه وبدأت استثماراته تحقق توسعات كبيرة بفضل عدة عوامل أهمها:

- خفض الضرائب على القيمة المضافة.
- انتعاش السوق المالي بفعل إدراج عدة مؤسسات كبرى سنة 1978.
- إدخال تعديلات جديدة على قانون أمن عائد تقاعد الموظف سنة 1978، بالسماح لصناديق التقاعد من الاستفادة من شرط الرجل الحذر، أين قرر الكونغرس الأمريكي استثمار جزء من أموال المعاشات في مؤسسات رأس المال المخاطر.

وبهذا تحسنت الأوضاع وازداد الطلب على المشاريع التكنولوجية، وبدأ رأس المال المخاطر الأمريكي في رحلة نمو جديدة أين ارتفعت المبالغ المستثمرة في هذا المجال¹.

¹ المرجع نفسه، ص 421.

الشكل رقم(2): استثمارات رأس المال المخاطر في الـ 1980-1989.



المصدر: خليفة وفاء، صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية... النموذج المثالي، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، المجلد 5، العدد 2، جامعة الجزائر 3، 2016، ص421.

3. مرحلة الدوت كوم 1991-2001

ترجع هذه التسمية للتطور الرهيب لوسائل الإعلام والاتصال خاصة خدمات الشبكة العنكبوتية التي أثارت فضول العديد من الشباب في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد بلغت استثمارات رأس المال المخاطر مستويات قياسية بفضل اتساع مجال الابتكار والمخاطرة في المؤسسات الصغيرة، ما أدى إلى إنشاء أكبر الصناديق الاستثمارية التي عملت على تمويل قطاع الإعلام والاتصال.

وقد تهافت العديد من الشباب الأمريكي على تطوير نماذج التواصل والمبيعات على الانترنت، ظنا منهم أن تطوير مثل هذه النماذج يكون غير معقد ومنخفض التكلفة ما يمكنهم من تحقيق عوائد معتبرة إلا أن الحقيقة عكس ذلك، ورغم بوادر فشل عدد هائل من الشباب قدمت الانترنت فرص استثمارية كبيرة، حيث عرفت أسعار أسهم المؤسسات المماثلة في السوق المالية ارتفاعا غير مسبوق ما أدى إلى اندفاع الممولين برأس المال المخاطر للاستثمار في هذا النوع من المؤسسات بشكل سريع غابت فيه قواعد الحبطة والحذر¹.

¹ المرجع نفسه، ص422.

4. مرحلة ما بعد الدوت كوم 2001-2007:

رغم أن استثمارات رأس المال المخاطر عرفت نموا غير مسبوق في المرحلة السابقة، إلا أن هذه المرحلة لم تدم طويلا، بل يمكن اعتبار تلك المبالغ الضخمة المستثمرة بذور للأزمة، وهذا راجع لدخول عدد من المؤسسات الصغيرة عديمة الفعالية، وكذا اندفاع الممولين برأس المال المخاطر في الاستثمار مع عدم توخي الحيطة والحذر، وهو ما ساهم في بروز فقاعة افتراضية في بورصة الأوراق المالية، انفجرت مخلفة وراءها انعكاسات سلبية أدت إلى تغيير مسار صناعة رأس المال المخاطر في الألفية الثانية.

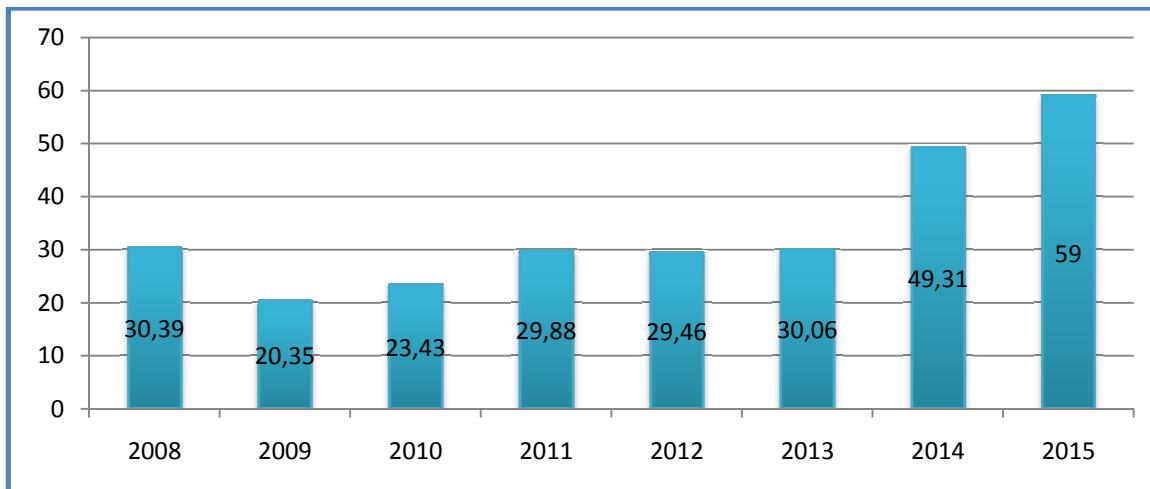
5. مرحلة ما بعد الأزمة المالية العالمية 2008:

انهارت الأسواق المالية الأمريكية بفعل الأزمة المالية العالمية سنة 2008، مما أدى إلى انخفاض استثمارات رأس المال المخاطر في سنوات 2008 و 2009، ثم بدأت تشهد بعض التحسن بعد الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في سنة 2010 و سنة 2011.

وبعدما بدأ الاقتصاد الأمريكي يتعافى في الأزمة المالية، بدأت صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية تشهد انتعاشا ابتداء من سنة 2014¹، وسنوضح هذا التطور في الشكل التالي:

¹ بلعاد سيف الإسلام النوي، قدي عبد المجيد، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 47، جامعة الإخوة منتوري، قسنطينة، 2017، ص 275_276.

الشكل رقم(3-3): استثمارات رأس المال المخاطر في العالم في الفترة 2008_2015.



المصدر: بلعادب سيف الإسلام النوي، قدي عبد المجيد، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 47، جامعة الإخوة منتوري، قسنطينة، 2017، ص 277.

ثانياً: مصادر رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية:

في الولايات المتحدة الأمريكية نجد أن أهم مصادر أموال رأس المال المخاطر كل من المؤسسات المالية

والمساهمات الحكومية، نذكرها كما يلي¹:

1. المؤسسات الدولية والصناديق المالية متعددة الأطراف:

تكشف دراسة سوق رأس المال المخاطر الدور الهام الذي تلعبه هيئات الدعم والمساعدة، مثل الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية USAID* والبنك الأمريكي المحيط للتنمية IADB** وصندوق الاستثمار متعدد الأطراف MIF*** وغيرها، وخاصة عندما يتعلق الأمر باستهداف قطاع معين مثل قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فقد شاركت هذه الهيئات الأمريكية سنة 1987 في تأسيس شركة تعزيز المشروعات التجارية في تايلاند، وهي شركة لرأس المال المخاطر تستهدف الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتميز

¹ نقية لياس، متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعاية للتنمية الاقتصادية، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 12، العدد 24، المدرسة العليا للتجارة، 2017، ص 162.

* United States Agency International Development.

** Inter-American Development Bank.

*** Multilateral Investment Fund.

باحتمال نمو قوي. أما في أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي، فقد أسمهم البنك الأمريكي المحلي للتنمية IADB إلى جانب صندوق الاستثمار متعدد الأطراف MFI في العديد من المشاريع التي تستهدف الاستثمار في رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2. المساهمات الحكومية:

إن دراسة الاقتصاد في الدول المتقدمة بعانياً يفيد بأن معظم مبادرات رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في العالم تدعمها وتسندها بل وتمويلها أحياناً الحكومة الأمريكية، إن تجربة العالم تعرض معدل مرتفع من النجاح وقد ركزت الدراسة في تحليلها بصفة أساسية، على المبادرات التي قامت بها إدارة المشاريع الصغيرة SBA وشركة استثمار الأعمال الصغيرة SBIC، لكونهما الهيئتين الحكوميةين الأساسيةتين في العالم بفضل أنشطتهما واسعة الانتشار في مجال رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ثالثاً: عوامل نجاح صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية:

تطور صناعة رأس المال المخاطر في العالم يكن صدفة بل كان نتاج عمل حكومي وتتوفر مناخ محفز لها، ولعل من أهم مركبات نجاحه مقارنة بالدول الأخرى هي:

1. تدخل الدولة: عملت الدولة على دعم هذه الصناعة من خلال مجموعة، البرامج والقوانين أهمها:

- **برنامج مؤسسات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة:** أطلق هذا البرنامج من طرف الكونغرس الأمريكي من أجل تشجيع الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهو عبارة عن مؤسسات استثمار بالأموال الخاصة والقروض مع تقديم خبرات في المجال التسويقي.

- **برنامج مع أبحاث ابتكار المؤسسات الصغيرة:** هدف هذا البرنامج دعم المشاريع الريادية وذلك عن طريق مساعدات قدمت من وكالات البحث الفدرالية خاصة في مجالات الدفاع، الصحة والطاقة حيث تخصص هذه الأخيرة نسبة 2,5% من ميزانيتها لدعمها. وبعد هذا البرنامج من أهم البرامج التي دعمت ونشطت صناعة رأس المال المخاطر في الفترة 1993_1997 فقط تم الدعم بإجمالي 7 مليارات دولار أمريكي.

بالإضافة إلى هذه البرامج نجد برامج أخرى كبرنامج تحويل تكنولوجيا المؤسسات الصغيرة، قانون Bayh Dole لتشجيع الجامعات على البحث ونقل التكنولوجيا وبرنامج شراكة التكنولوجية الصناعية.¹

2. دور وادي السيليكون: هو وادي سنتا كلارا المحاذي لجامعة ستانفورد العريقة في شمال ولاية كاليفورنيا الأمريكية، وهو اسم يصف مجمعا للصناعات التكنولوجية ويرتبط بأحدث منجزات التكنولوجيا، بمعنى تجمع هائل من الشركات والصناعات والأبحاث، وحتى المواهب المتعلقة بالتقنية الحديثة مثل الحواسيب والترانزستورات، ما جعل اسمه يطلق على أي مجمع مشابه في أي بلد في العالم.

يضم الوادي أشهر شركات العالم في مجال التقنية الحديثة مثل: أدوبي، أبل، غوغل، ياهو، فيسبوك، مايكرو سوفت، حيث ذكر تقرير الجريدة Wall Street عام 2006 ، أن 10 بلدات في هذا الوادي كانت من بين 20 بلدة هي الأكثر إبداعا في العالم ، عاصمة الوادي، مدينة سان خوسيه، وحدها قدمت ذلك العام 3867 براءة اختراع ما يفسر ازدهار صناعة رأس المال المخاطر.

3. بورصة NASDAQ: لا يمكن نجاح صناعة رأس المال المخاطر دون وجود سوق مالية نشطة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وقد أنشأت سنة 1971 ، مقرها الرئيسي يقع في مدينة نيويورك ، وهي أكبر بورصة تعمل على أساس الشاشات الإلكترونية في العالم مع نحو 3200 شركة مدرجة بها، كما أن متوسط عدد الأسهم المباعة بها يوميات أعلى من أي بورصة أمريكية أخرى. أغلب المؤسسات المدرجة بها تكنولوجية وتعتبر المؤشر الرئيسي في السوق التكنولوجي الأمريكي.

في الأخير نستنتج أن منظومة العمل المتكاملة بين الدور الحكومي والثقافة المقاولاتية والجامعات ومراكز البحث قد ساهمت بالحصة الأكبر في نجاح العالم في تنشيط صناعة رأس المال المخاطر.².

¹ بوعبدالله هيبة، حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 06، العدد 01، جامعة البليدة 2، ص161.

² المرجع نفسه، ص162.

رابعاً: تحليل نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة 2016_2020:

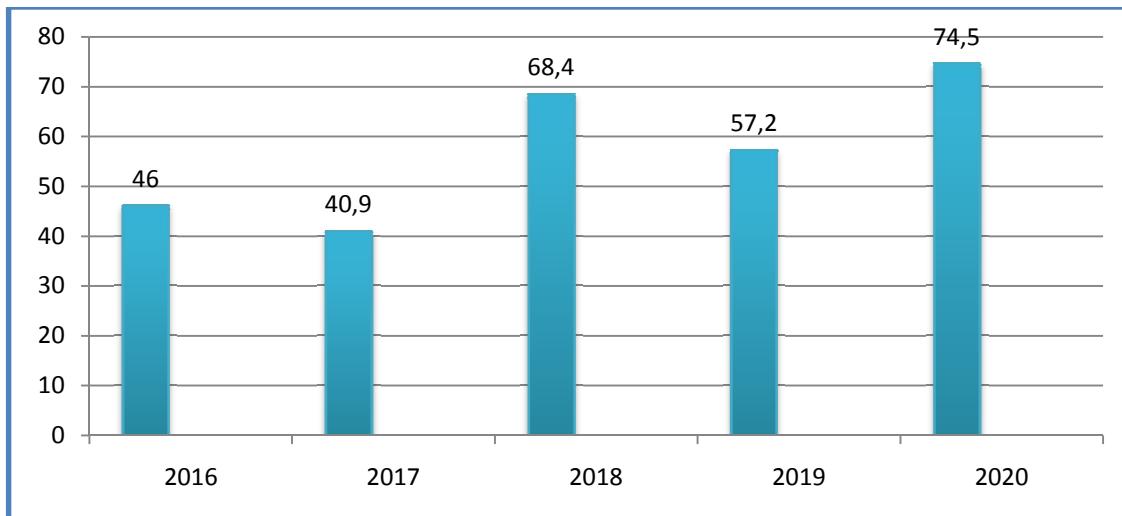
مكّن رأس المال المخاطر الولايات المتحدة الأمريكية خلال هذه الفترة من دعم ريادة الأعمال من خلال البحث عن رواد الأعمال الذين يتعاملون مع الأسواق العالمية، ولديهم قابلية للتطوير، ومن خلال هذا العنصر سنحاول تحليل نشاطه من خلال الفترة 2016_2020 وذلك بالاعتماد على عدة جوانب أساسية:

- تطور حجم رأس المال المخاطر المحصل في السنة.
- تطور عدد المؤسسات المملوكة وحجم رأس المال المخاطر المستثمر فيها.
- تطور رأس المال المخاطر المستثمر حسب القطاعات المملوكة.
- تطور رأس المال المخاطر المستثمر حسب المرحلة التمويلية.
- آليات خروج رأس المال المخاطر من المؤسسة المملوكة.

1. تطور حجم رأس المال المخاطر المحصل في السنة خلال الفترة 2016_2020:

كانت الولايات المتحدة الأمريكية خلال فترة 2016_2020 الوجهة نحو نصف دولارات الاستثمار العالمي في رأس المال المخاطر، وهذا ما يعبر عنه بالتطور في حجم الأموال المحصلة خلال السنة، وإلإراز ذلك ندرج الشكل التالي:

الشكل رقم(3-4): رأس المال المخاطر المحصل خلال الفترة 2016_2020 في الو م أ (الوحدة: بليون دولار).



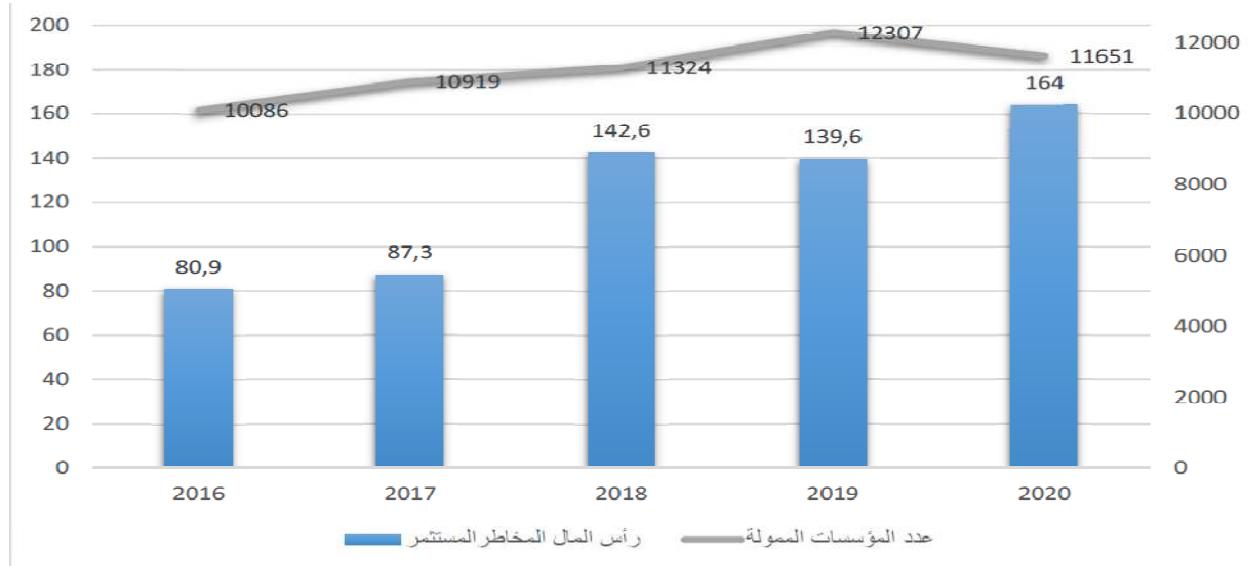
Source : Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2021, Data Provided by PitchBook,USA, 2021, p 13.

نلاحظ من خلال الشكل رقم(3-4) النمو المتذبذب لحجم الأموال المحصلة في سوق رأس المال المخاطر خلال فترة الدراسة، حيث سجلت أقل قيمة سنة 2017 قدرت بـ 40,9 بليون دولار، ثم عرف ارتفاعاً لرأس المال المخاطر به حيث قدر بـ 68,4 بليون دولار في سنة 2018، ورغم حالة عدم اليقين الاقتصادي التي سادت بلدان العالم إثر جائحة COVID-19 إلا أن أعلى قيمة لرأس المال المخاطر المحصل خلال فترة 2016_2020 سجلت في هذه سنة 2020 بقيمة 74,5 بليون دولار.

2. تطور عدد المؤسسات المملوكة برأس المال المخاطر وحجم رأس المال المخاطر المستثمر فيها خلال الفترة 2016_2020:

إن عدد المؤسسات المملوكة برأس المال المخاطر وحجم المبالغ المستثمرة فيها يعكس الدور التمويلي لرأس المال المخاطر، ونوضح هذا من خلال الشكل المولاي:

الشكل رقم (3-5): تطور رأس المال المخاطر المستثمر وعدد المؤسسات المستثمر فيها خلال الفترة 2016_2020 في العالم (الوحدة: بليون دولار).



Source : Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2021, Data Provided by PitchBook, USA, 2021, p27.

نلاحظ من خلال الشكل السابق أن عدد المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر عرفت نموا مستمراً خلال السنوات من 2016 إلى 2019 ثم انخفض سنة 2020 ليصل إلى 11651 مؤسسة، إلا أنها حصلت في هذه السنة على أعلى مبلغ مستثمر خلال فترة الدراسة 2016_2020، حيث قدرت المبلغ الإجمالي لها 164 بليون دولار، في حين شهد رأس المال المخاطر المستثمر خلال هذه الفترة نموا متذبذباً.

3. تطور استثمارات رأس المال المخاطر حسب قطاع النشاط خلال الفترة 2016_2020:

يختص رأس المال المخاطر الأمريكي عادة في تمويل القطاعات التكنولوجية التي تتطلب على مخاطر كبيرة ولها فرص نمو عالية، وهذا ما يوضحه الجدول المولى:

الجدول رقم(3-1): استثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي حسب القطاعات خلال الفترة 2016_2020 (الوحدة: بليون دولار).

2020	2019	2018	2017	2016	
8,7	14,0	5,40	4,68	3,46	- خدمات تجارية.
4,5	6,3	2,63	2,5	2,13	- السلع الاستهلاكية والترفيه.
1,9	1,5	1,75	1,19	1,35	- قطاع الطاقة.
7,8	5,7	5,87	4,8	3,86	- أجهزة ومستلزمات الرعاية الصحية.
11,6	7,1	6,80	4,77	3,32	- خدمات وأنظمة الرعاية الصحية.
5	3,9	2,28	2,36	2,52	- أجهزة وتقنولوجيا المعلومات.
3,5	2,9	1,87	1,61	1,42	- وسائل الإعلام.
41,1	30,6	40,63	10,4	10,27	- قطاعات أخرى.
28,3	16,7	17,38	9, 3	7,79	- الصيدلة والتكنولوجيا الحيوية.
51,6	44,8	46,82	35,1	32,98	- البرمجيات.

Source : from our preparation depending on : Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2017, Data Provided by PitchBook,USA, 2017,p20 ; PitchBook-NVCA, Venture Monitor Q4 2018, USA, 2019, p11 ; Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2019, Data Provided by PitchBook,USA, 2019, p25 ; Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2020, Data Provided by PitchBook,USA, 2020, p26 ; Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2021, Data Provided by PitchBook,USA, 2021, p29.

من خلال الجدول نلاحظ أن قطاع البرمجيات حصل على أكبر قدر من رأس المال المخاطر المستثمر بين جميع القطاعات خلال الفترة 2016_2020 ثم يليه قطاع الصيدلة والتكنولوجيا الحيوية، كما حصل قطاعي أجهزة ومستلزمات الرعاية الصحية، وخدمات وأنظمة الرعاية الصحية على استثمارات معتبرة من رأس المال المخاطر، في حين حصل قطاع الطاقة على أقل قيمة من الاستثمارات خلال فترة الدراسة، كما نلاحظ أن في سنة 2020 عرفت استثمارات رأس المال المخاطر في كل من قطاع الصيدلة والتكنولوجيا الحيوية وأجهزة ومستلزمات الرعاية الصحية، وخدمات وأنظمة الرعاية الصحية ارتفاعاً ملحوظاً، وذلك بسبب اهتمام المستثمرين بدعم المؤسسات المشاركة في مكافحة COVID-19، وتزويد المستشفيات والأنظمة الصحية بالمعدات والأجهزة الطبية اللازمة وهذا من أجل الوصول للقاحات مضادة ل COVID-19 والتصدي لهذه الأزمة الصحية.

4. تطور استثمارات رأس المال المخاطر حسب المرحلة التمويلية في الفترة 2016_2020:

ينتقل رأس المال المخاطر الأمريكي في تمويل المؤسسة الريادية الصغيرة عبر ثلاثة مراحل رئيسية:

- مرحلة ما قبل الإنشاء.
- مرحلة الانطلاق.
- مرحلة النمو والتوسيع (مرحلة التمويل اللاحقة).

ويختلف نشاط رأس المال المخاطر حسب هذه المراحل، ويوضح هذا في الجدول المولى:

الجدول رقم(3-2): رأس المال المخاطر المستثمر في الولايات المتحدة الأمريكية حسب المرحلة خلال الفترة 2016_2020 (الوحدة: بليون دولار).

2020	2019	2018	2017	2016	
10,4	9,6	7,5	6,3	6,61	- مرحلة ما قبل الإنشاء.
43,6	43,2	4,1	19,9	24,11	- مرحلة الانطلاق.
110,3	80,7	82,42	60	38,39	- مرحلة التمويل اللاحقة.

Source :from our preparation depending on : Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2017, Data Provided by PitchBook,USA, 2017,p20 ; PitchBook-NVCA, Venture Monitor Q4 2018, USA, 2019, p9 ; Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2019, Data Provided by PitchBook, USA, 2019,p24 ; Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2020, Data Provided by PitchBook, USA, 2020,p25 ; Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2021, Data Provided by PitchBook,USA, 2021, p28.

من خلال الشكل أعلاه يمكن ملاحظة أن مرحلة ما قبل الإنشاء حازت على أصغر حصة من التمويل برأس المال المخاطر وهذا راجع إلى محدودية احتياجاتها التمويلية التي تتحصر في تكاليف دراسة الجدوى والبحوث وتجريب نماذج جديدة، في حين حصلت مرحلة الانطلاق على حصة معتبرة من التمويل برأس المال المخاطر حيث وصلت ذروتها في سنة 2019 و2020 بمبلغ 43,2 و43,6 على التوالي، وأما بالنسبة لمرحلة التمويل اللاحقة فكان لها الحصة الأكبر من استثمارات رأس المال المخاطر مقارنة بالمراحل الأخرى من خلال تسجيل أكبر قيمة للتمويل سنوي 2018 و 2020 بما يقدر بـ: 82,42 و 110,3 على التوالي، وهذا راجع إلى أن هذه المرحلة تخص المؤسسات التي بلغت مرحلة النمو والتوزع.

5. آليات خروج رأس المال المخاطر حسب عدد الصفقات وقيمتها خلال الفترة 2016_2020:

تعتبر هذه المرحلة مقياس حقيقي لنجاح المؤسسات المدعومة برأس المال المخاطر، فنجاح هذه المرحلة يعكس قيمة رأس المال المؤسسة وينتيح لها فرصة لتوسيع استثماراتها، ويتم خروج رأس المال المخاطر من المؤسسة عن طريق طرحها للاكتتاب العام أو عن طريق الاندماج والاستحواذ أي بيعها لكيانات أكبر، ومن خلال الجدول المولاي سوف نسلط الضوء على حصة هذان الآليتان سواء من حيث عدد عمليات الخروج أو من حيث الإيرادات المحققة من هذه العمليات.

الجدول رقم(3): الإيرادات المحققة من عمليات خروج رأس المال المخاطر الأمريكي خلال الفترة 2016_2020 (الوحدة: بليون دولار).

الخروج عن طريق الاندماج والاستحواذ		الخروج عن طريق الاكتتاب العام		
الإيرادات المحققة	عدد المؤسسات	الإيرادات المحققة	عدد المؤسسات	
60179,1	898	12363,6	41	2016
48659,1	923	51290,0	60	2017
68244,8	1010	55030,8	90	2018
60300,9	1042	197182,4	82	2019
74665,5	886	221911,7	103	2020

Source : National Venture Capital Association, Yearbook 2021, Data Provided by PitchBook, USA, 2021, p 37_38_39.

ازدادت الإيرادات المحققة من عمليات الخروج عن طريق الاكتتاب العام مع تزايد عددها خلال الفترة ما بين 2016_2020 وهذا ما لوحظ من خلال الجدول أعلاه، حيث ارتفعت قيمة الإيرادات المحققة من 12363,6 سنة 2016 إلى 221911,7 سنة 2020 وهذا ما يدل على زيادة الطلب على الأوراق المالية للمؤسسات المملوكة برأس المال المخاطر وهو ما يؤكد فعالية رأس المال المخاطر الأمريكي في تمويل المؤسسات الصغيرة، في حين شهدت هذه الفترة تذبذب في قيمة الإيرادات المحققة من عمليات الخروج بهذه الآلية في الفترة 2019_2020، ثم عرض عمليات الخروج عن طريق الاندماج والاستحواذ انخفاضا محسوسا في سنة 2020 إلا أن الإيرادات المحققة خلال هذه السنة كانت أكبر من تلك المحققة في الفترة ما بين 2016_2020.

من خلال دراستنا للتجربة الأمريكية في التمويل برأس المال المخاطر نستخلص النقاط التالية:

- تعد البنوك وصناديق الاستثمار والمساهمات الحكومية أهم مصادر شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.
- تشجع الحكومة الأمريكية الجامعات على البحث والتطوير لدعم صناعة رأس المال المخاطر.
- تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية الوجهة الأفضل للاستثمار العالمي في رأس المال المخاطر.
- يهتم رأس المال المخاطر الأمريكي بتمويل القطاعات التكنولوجية، وبالتالي القطاعات التي تتطوي على مخاطر عالية.
- تعتمد شركات رأس المال المخاطر الأمريكية على آلية الطرح للاكتتاب العام، وآلية الاندماج والاستحواذ كأهم آليتين للخروج من المؤسسة المملوكة.

المطلب الثاني: التجربة الفرنسية في صناعة برأس المال المخاطر.

تعد التجربة الفرنسية من أهم تجارب رأس المال المخاطر، وفرنسا من أوائل الدول المحتضنة لهذه الصناعة تاريخياً بعد الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا وقد مر تطور صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية بعدة مراحل.

أولاً: مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية:

مر تطور صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية بالمراحل التالية:

1. مرحلة الظهور:

اهتمت السلطات الفرنسية برأس المال المخاطر رسمياً في بداية السبعينات بعد صدور القانون المنظم لصناعة رأس المال المخاطر الذي يعمل على تحديد مجالها وأهدافها، كما تم على المستوى المؤسسي تأسيس مؤسسة مالية لابتكار عرفها القانون المؤرخ في 11 جويلية 1972 بالمؤسسة المالية لابتكار^{*} SFI من أجل تعزيز الصناعات المحلية وتنمية الابتكار في المؤسسات الصناعية وبالتالي تطوير المخرجات الابتكارية¹، وفي نهاية سنة 1972 عرفت فرنسا بروز مؤسسة جديدة تدعى SOFINNONA وهي تملك نفس خصائص المؤسسة الأولى مالها نفس الإطار القانوني حيث تختص بمرحلة الانطلاق للمؤسسات الابتكارية وساهمت هذه المؤسسة على تجسيد براءات الاختراع المحلية ثم تحولت بصفة قانونية أخرى بعد صدور قوانين جديدة خاصة بالصناعة.

تدريجياً عرفت فرنسا اتساع الوسطاء لتمويل مرحلة الانطلاق الأكثر خطورة على الوسطاء التقليديون حيث شهدت نهاية السبعينات بروز مؤسسات مالية محلية، وتنكر دراسات أن بداية نشاط هذا النوع من المؤسسات بدأ في سنة 1977 واستطاعت تثمين الصناعات الصغيرة والابتكارات الجهوية بفعالية أكثر من سابقتها.

بالرغم من ذلك فإن مساهمة مؤسسات التمويل لا تتعدي نسبة 35% من رأس مال المؤسسة ويجب احترام القاعدة المعمول بها آنذاك وهي أن لا تستثمر المؤسسة أكثر من 25% من رأس المال في مؤسسة واحدة.

إن التطور على المستوى الوطني وعلى مستوى المحافظات لم يحظى بنجاحات كبيرة في فرنسا، حيث أن رأس المال المخاطر لم يعرف انطلاقة فعلية كما يحدث في المملكة المتحدة، واقتصر نشاط الممولون على تمويل عدد محدود من المؤسسات الريادية، ولم تتمكن المؤسسات السابقة من أداء دور كبير نظراً

* Société Financière D'innovation.

¹ سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر، رسالة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص اقتصاد التنمية، جامعة أبي بكر بلقايد، تلمسان، 2012_2013، ص 172.

لغياب الموارد المالية، حتى بعد إصدار مرسوم جديد مؤرخ في 3 جانفي 1983 قامت السلطات بتطوير منظومتها القانونية وأعادت تحديد نشاط شركات رأس المال المخاطر.

يعتبر المشرع الفرنسي FCPR^{*} أنه الوسيلة المستحدثة لتطوير صناعة رأس المال المخاطر من حيث عرض وحشد الموارد بشكل جماعي واستثمارها في رأس المال المخاطر، ويشمل هذا القانون كل شركات التمويل برأس المال التي تستثمر في مؤسسات اقتصادية غير مسيرة في البورصة. كما يشير هذا القانون أن هذا الصنف من الصناديق يجب إدارتها بشركات رأس المال المخاطر، وعرف نشاط هذه الصناديق تطوراً سريعاً بعد أن حققت إيرادات معترفة.

استمرت فرنسا بتطوير منظومتها القانونية بصدور مرسوم تشريعي بتاريخ 12 جويلية 1985 الذي يعرف شركات رأس المال المخاطر أنها شركة تجارية تملك إطار ضريبي خاص بحكم أنها تستثمر أموالها الخاصة وشبيه الخاصة في المؤسسات الاقتصادية.¹

2. مرحلة الأزمة: تأثرت صناعة رأس المال المخاطر بجملة من الظروف غير المواتية، كان أولها انهيار البورصة في 19 أكتوبر 1987، إضافة إلى:

- استمرار ارتفاع معدلات الفائدة.
- مواجهة أهم مؤجري الأموال (بنوك، شركات التأمين ...) (صعوبات دفعهم إلى إعادة تركيز استثماراتهم نحو نشاطاتهم الأساسية.
- مواجهة المستثمرين صعوبات عند مرحلة الخروج، خصوصاً عبر الطريق الملكي (البورصة)، حيث كانت عمليات الخروج خلال الفترة 1991_1995 صناعية في معظمها.
- غموض في ما يخص مقاييس الأداء التي تشجع المستثمرين والتي تبين مدى مردودية الاستثمار في رأس المال المخاطر.

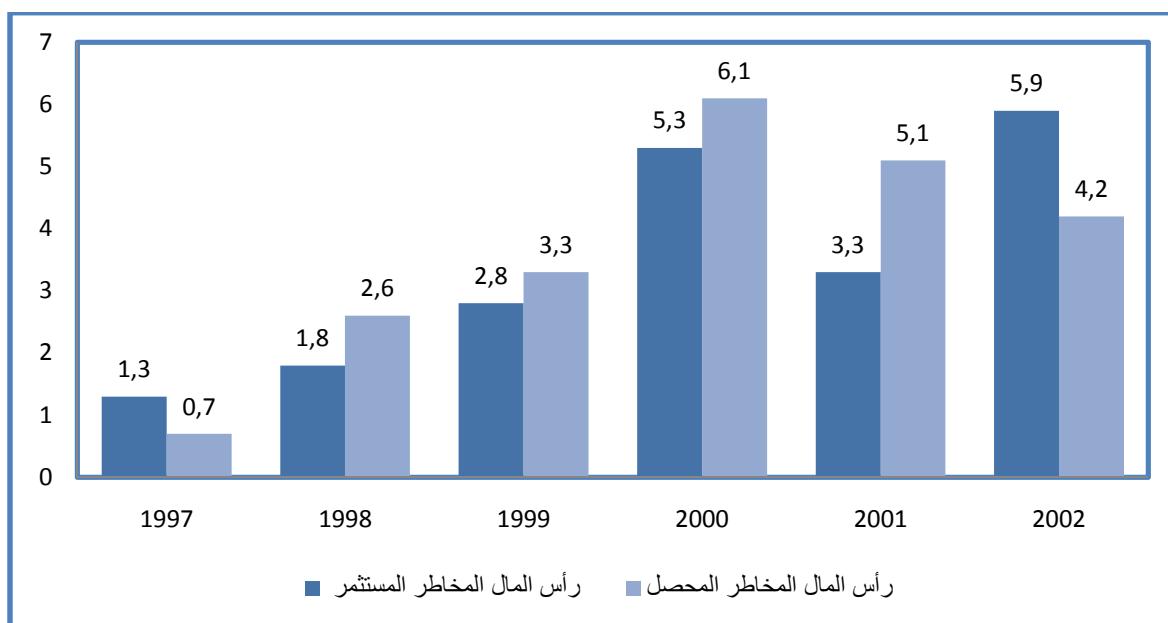
هذه أهم الأسباب التي أدت إلى انخفاض الاستثمارات بمقدار 41,6% بين سنتي 1991 و 1992، وكان من الواجب انتظار سنة 1997 حتى يعود حجم الاستثمارات إلى مستوى سنة 1991.

* Fonds Commun de Placement à Risque.

¹ المرجع نفسه، ص 172_173.

3. مرحلة الانطلاق من جديد: بعد الأزمة التي شهدتها صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية بدأت مظاهر التحسن تظهر سنة 1994، لكن الاستثمارات لم تعد إلى مستواها إلا بحلول سنة 1997. حيث شهدت هذه المرحلة انجذاب المستثمرين نحو رأس المال المخاطر، هذا الانجذاب يعود إلى تطور تقنيات الإعلام والاتصال وقطاع التكنولوجيا الحيوية من جهة، وقدوم جيل جديد من المبادرين أكثر افتتاحاً من جهة أخرى.¹.

الشكل رقم(3-6): نشاط رأس المال المخاطر خلال الفترة 1997_2002 في فرنسا.



Source : de notre préparation selon :France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-investissement, 27^{ème} édition, France, 2017, p6 ; France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement, 28^{ème} édition, France, 2018, p13.

ثانياً: المستثمرون في صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية:

تعتبر البنوك وشركات الاستثمار مؤسسات وساطة مالية تقوم بمنح قروض، وتنستثمر في رأس المال المخاطر كنشاط إضافي، أما فيما يخص الصناديق المغلقة استثمارها في رأس المال المخاطر هو نشاطها الأساسي.

¹ السبتي محمد، مرجع سبق ذكره، ص110.

1. **البنوك:** تعد البنوك المستثمر الأول في رأس المال المخاطر في فرنسا، وحسب تنظيمات الإتحاد الأوروبي، إذا استثمر البنك في حقوق الملكية، فإنه يجب وضع حد أقصى لاستثمارات الأسهم لأنها تؤثر على رأس المال القانوني، مثلها مثل الأصول المصرفية الأخرى.

2. **شركات الاستثمار:** إن إنشاء شركة استثمار في فرنسا يتطلب مراقبة وإشراف عليها، فهي لا يمكنها القيام بأنشطة البنك ولكن يمكنها ممارسة الأنشطة التالية، الاستثمار في الحصص الخاصة، الإقراض، خدمات وتحويل النقود، وسيط للعملات. وحسب تنظيمات الإتحاد الأوروبي كل هذه الأنشطة تمارس دون حدود ودون سقف الاستثمار.

3. **الصناديق ذات النهاية المغلقة:** هي تلك الصناديق ذات رأس مال ثابت، التي لا يجوز لها بيع شهادات استثمار إضافية بعد الانتهاء من الإصدار الأولي للصندوق فهي تقوم ببيع الوثائق أو الأسهم للمستثمرين ولكنها لا تشتري منهم هذه الوثائق بعد بيعها، هذا يعني أنه يمكن بيع هذه الوثائق أو الأسهم للمستثمرين ولكنها لا تشتري منهم هذه الوثائق بعد بيعها، هذا يعني أنه يمكن بيع هذه الوثائق أو الأسهم في البورصة. كما يلاحظ أن عدد الأسهم أو الوثائق المباعة بواسطة صناديق الاستثمار المغلقة يظل ثابتاً حيث يساوي حجم الإصدار الأولي، وبذلك نجد أنه في حالة زيادة الطلب على هذا النوع من الوثائق فإن السعر السوفي لصافي الأصول تكون أكبر من قيمتها الصافية الأصلية.¹.

ثالثاً: عوامل نجاح صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية:

خلال فترة قصيرة من الزمن تطورت صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية بشكل كبير، وذلك راجع لعدة عوامل أهمها:

1. **الصناديق العمومية لرأس المال المخاطر:** قامت السلطات الفرنسية بإنشاء صناديق عديدة نذكر بهدف تحقيق الرفع المالي، نذكر منها على سبيل المثال "صندوق الصناديق" الذي أنشأته سنة 1998 ، وأوكلت إليه مهمة أخذ مساهمات في صناديق رأس المال المخاطر الخاصة، ساهم كل من

¹ بوفقة أحلام، *رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية*، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص محاسبة ومالية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة، 2017_2018، ص153_154.

الفرنسية للاتصالات والبنك الأوروبي للاستثمار بما قدره 600 و300 مليون فرنك فرنسي على الترتيب.

2. المحيط القانوني الملائم: حيث قامت السلطات الفرنسية ومنذ الخمسينيات بصياغة تشريعات قانونية مختلفة ساهمت في خلق محيط قانوني لممارسة صناعة رأس المال المخاطر، ولعل أبرز مثال على ذلك هو تنوع المستثمرين في هذه الصناعة¹.

3. التحفيزات الضريبية المغربية: حيث تعفي المداخيل أو القيم المضافة التي تتحققها الاستثمارات مرتفعة المخاطر، خصوصاً بالنسبة لكل من الصناديق الجماعية للتوظيفات في الابتكار وعقود تأمين الحياة المستمرة في شكل أسهم. وتوجه الأولى للأشخاص الطبيعيين أما الثانية فهي تخص شركات التأمين التي تستثمر في رأس المال المخاطر.

4. صندوق الودائع والاحتياطات (CDC^{*}) يلعب هذا الصندوق دوراً هاماً من أجل تطوير الاستثمار بالأموال الخاصة، حيث يلعب دوراً تحفيزياً، عن طريق ثلاثة هيأكل:

- صندوق الودائع والاحتياطات للمساهمات (CDC PARTICIPATIONS) يسير صناديق لفائدة صندوق الودائع والاحتياطات وأيضاً لفائدة أطراف أخرى.
- صندوق الودائع والاحتياطات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (CDC^{**} PME) يتدخل في المؤسسات الجهوية لرأس المال النمو، صناديق الانطلاق وكذلك حاضنات الأعمال.
- الصندوق العمومي لرأس المال المخاطر.

5. صناديق الانطلاق والحاضنات العمومية: أطلقت الوزارة المكلفة بالبحث والتكنولوجيا مشروع "الحضن ورأس مال الانطلاق" سنة 1999. تتمثل وظيفة الحاضنات العمومية في مساعدة فرق البحث من أجل إثبات القابلية التقنية لمشاريعهم، حيث تستقبل الباحثين حاملي المشاريع ذات

¹ السبتي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 114.

* La Caisse des Dépôts et Consignation.

** Petite et Moyenne Entreprise.

المضمون التكنولوجي الكبير، وتقديم لهم خدمات كذلك التي تقدمها مؤسسة كبيرة لفروعها الشابة: خدمات قانونية، تجارية،... لكن المشرع الفرنسي لا يسمح للحاضنات بأخذ مساهمات في رأس مال المؤسسة الريادية الصغيرة، الأمر الذي يوكله لصناديق الانطلاق العمومية والخاصة التي تستثمر في المشاريع وليدة البحث العمومي بسبب عدم وجود عدد كاف من ملائكة الأعمال.

6. دور **OSEO**: أنشأ هذا الهيكل سنة 2005، ويجمع ثلات تنظيمات لعبت دورا تاريخيا هاما في

خدمة المشاريع الصغيرة، ويتعلق الأمر بـ:

- **الوكالة الوطنية لتنمية البحث (ANVAR)**^{*}: التي أنشأت سنة 1968 وساهمت بشكل كبير في دعم البحث والمشاريع الصغيرة، سواء عن طريق تقديم معلومات عن السوق التكنولوجي، دعم مالي يغطي 50% من نفقات توظيف الباحثين، تسييرات مالية دون فوائد لابتكارات لا تسدد إلا في حالة نجاح المؤسسة.
- **بنك تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (BDPME) العمومي**^{**}: يعبر فرعه المؤسسة الفرنسية لضمان تمويل المؤسسات الصغيرة المتوسطة التي تقوم بضمان جميع أشكال التمويل المقدم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سواء قروض أو أموال خاصة. حيث تقوم بتعويض من 50% إلى 75% من الخسائر المحتملة في العملية التمويلية مقابل عمولة تدفعها الجهة المملوكة لحصولها على ضمان.¹.

• **جمع المصالح الاقتصادية، وكالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (GTE agence des PME)**: هذه التنظيمات أصبحت على الترتيب:

1. **OSEO anvar** بعد أن حولت إلى شركة أموال المراقبة وتمويل المشاريع ذات المضمون التكنولوجي والأفق التجارية الواضحة.
2. **OSEO bdpme** لتمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال مع البنوك، وفرعها **sofaris** لضمان القروض البنكية والتمويلات بالأموال الخاصة.
3. **OSEO services**

* Agence National de Valorisation de la recherche.

** Banque de Développement des Petites et Moyennes Entreprises.

¹ المرجع نفسه، ص 115.

7. الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال المخاطر: تضم معظم المستثمرين الفرنسيين، كما تلعب دوراً تنظيمياً ورقابياً لممارسة صناعة رأس المال إضافة إلى الخدمات القانونية الضريبية، المحاسبية، الدراسات والإحصائيات التي تنشرها دوريًا، وكذلك الدورات التكوينية. مهمتها توحيد، تمثيل وتطوير صناعة رأس المال المخاطر لدى المستثمرين المؤسسيين، المبادرين، والسلطات العمومية.

8. أسواق مالية مكيفة لصناعة رأس المال المخاطر: حيث أنشئ سنة 1996 السوق الجديد الموجه لاستقبال المؤسسات الريادية الصغيرة ذات الاستعداد الكبير للنمو، سوق EASDAK سنة 2000 المحاكي لسوق NASDAQ الأمريكي الذي يعتبر تجمع لعدة أسواق أوروبية من ضمنها سوق باريس. بالإضافة إلى سوق الجملة للأوراق المالية للمؤسسات غير المدرجة في البورصة¹

رابعاً: نشاط رأس المال المخاطر في فرنسا خلال الفترة 2016-2020:

بعد المرور بالمراحل السابقة وبفضل العوامل التي ساهمت في نجاح صناعة رأس المال المخاطر الفرنسية وكذلك تعدد المستثمرين في هذه الصناعة، عرف نشاط التمويل برأس المال المخاطر في فرنسا تطوراً ملحوظاً خلال الفترة 2016-2020 وأصبحت في الوقت الراهن تحتل مراكز رياضية عالمياً.

ولمعرفة حجم هذا التطور نقوم بتحليل البيانات المتعلقة بالجوانب التالية:

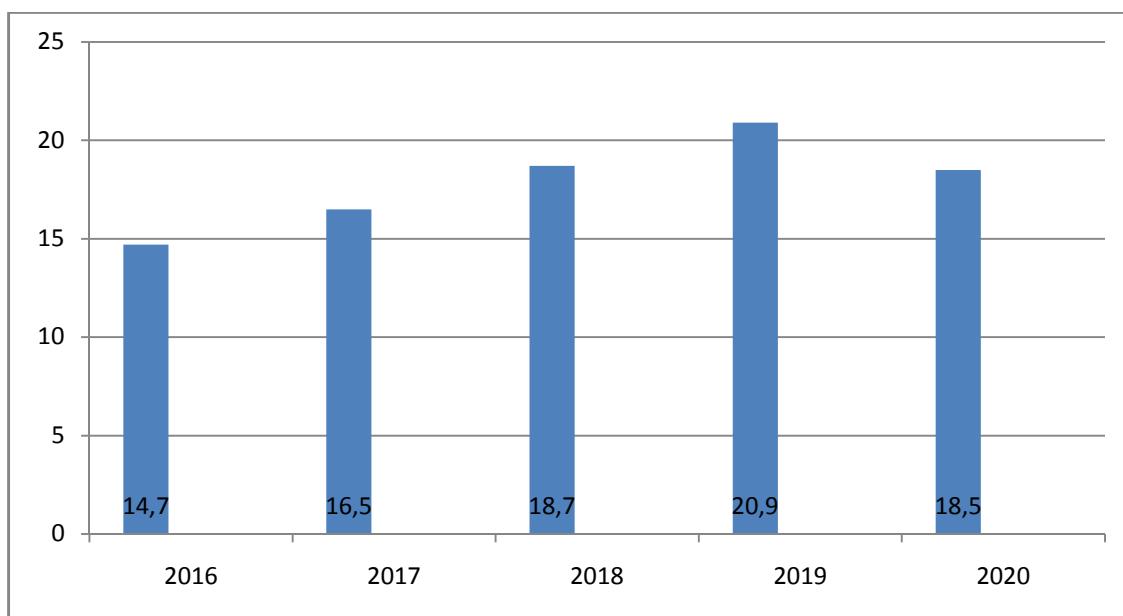
- رأس المال المخاطر المحصل سنويًا.
- رأس المال المخاطر المستثمر وعدد المؤسسات المستثمر فيها.
- المستثمرون في رأس المال المخاطر الفرنسي.
- رأس المال المخاطر المستثمر حسب مرحلة التدخل.
- حجم استثمارات رأس المال المخاطر حسب القطاعات الممولة.
- عمليات الخروج من المؤسسات الممولة والإيرادات المحققة من خاللها.

1. رأس المال المخاطر المحصل خلال الفترة 2016-2020:

¹ المرجع نفسه، ص 116.

تقوم شركات رأس المال المخاطر الفرنسية بجمع وتحصيل الأموال من مجموعة من المستثمرين، مستثمرين مؤسسيين، مستثمرين من القطاع الخاص ومستثمرين من القطاع العام، ويتميز سوق رأس المال المخاطر الفرنسي بتنوع المستثمرين فيه لتوضيح ذلك ندرج الشكل المولاي:

الشكل رقم(3-7): رأس المال المخاطر الفرنسي المحصل خلال الفترة 2016_2020 (الوحدة: مiliار يورو).



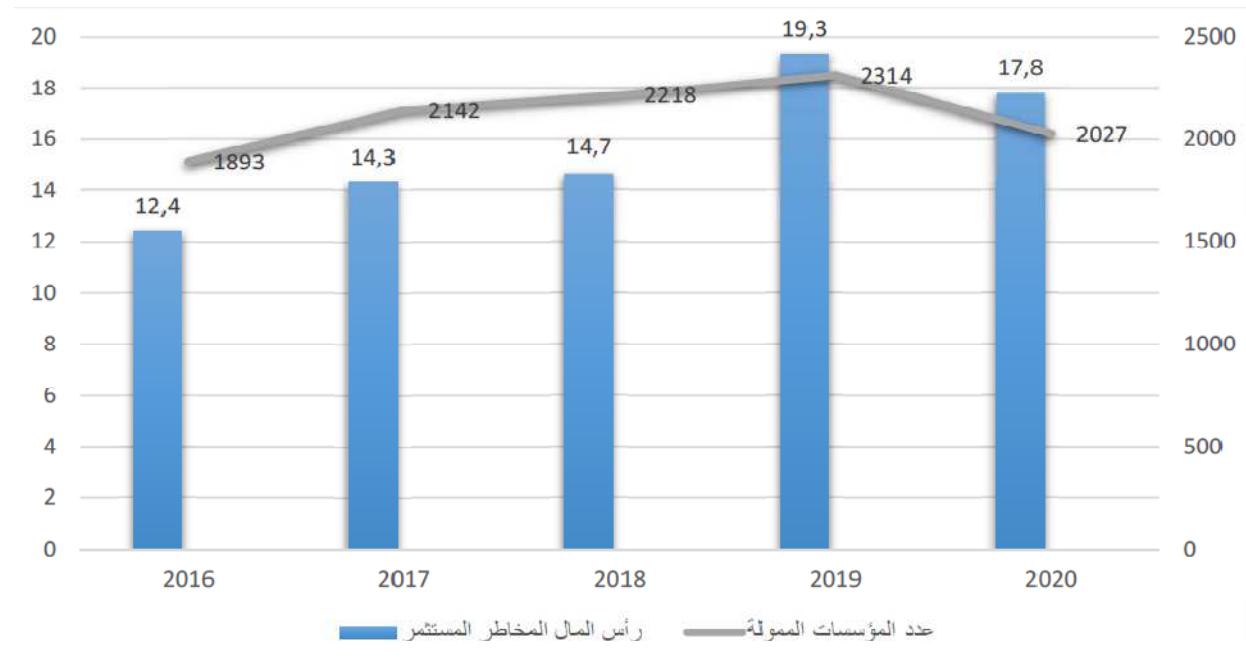
Source :France Invest, Activité Du Non-Coté En France : Capital-Investissement et Infrastructure, 34^{ème} édition, France, 2021, p13.

من خلال الشكل رقم (3-7) نلاحظ أن تحصيل رأس المال المخاطر في فرنسا عرف نموا مستمرا خلال الفترة 2016_2020، حيث كانت المبالغ المحصلة متزايدة من سنة 2016 حتى 2019، وذلك بتحصيل مبلغ 20,9 مليار يورو سنة 2019، بينما كان المبلغ المحصل عليه سنة 2016 14,7 مليار يورو وهذا راجع إلى الأزمة الصحية التي تواجه العالم منذ أواخر سنة 2019.

2. تطور رأس المال المخاطر المستثمر خلال الفترة 2016_2020 وعدد المؤسسات المستثمر فيها:

عادة ما تكون هناك علاقة طردية بين عدد المؤسسات الممولة وإجمالي المبلغ المستثمر في تمويلها، وهذا ما يمثله تطور رأس المال المخاطر الفرنسي المستثمر وعدد المؤسسات المستثمر فيها خلال الفترة 2016_2020 في الشكل المولاي:

الشكل رقم (3-8): رأس المال المخاطر الفرنسي المستثمر خلال الفترة 2016_2020 وعدد المؤسسات المستثمر فيها (الوحدة: مليار يورو).



Source : France Invest, Activité Du Non-Coté En France : Capital-Investissement et Infrastructure, 34^{ème} édition, France, 2021, p20_21.

من خلال الشكل رقم (3-8) نلاحظ تسجيل زيادة مستمرة في كل من عدد المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر والمبلغ المستثمر فيها، خلال الفترة من 2016 حتى 2019 ، بعدها عرف كليهما انخفاضا سنة 2020 تأثرا بجائحة COVID-19 إلا أنه كان انخفاضا بسيطا.

3. المستثرون النشطون في رأس المال المخاطر الفرنسي خلال فترة 2016_2020:

يتميز سوق رأس المال المخاطر الفرنسي بتنوع وتنوع المستثمرين فيه، وهذا ما ساهم في تطوير هذه الصناعة خلال فترة قياسية، وسنوضح هذا من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(3-4): المبالغ المستثمرة في رأس المال المخاطر الفرنسي حسب نوع المستثمر خلال الفترة (2016_2020) (الوحدة: مليون يورو).

2020	2019	2018	2017	2016	
4834	2960	3035	3288	3054	شركات التأمين
3080	8387	4206	3922	2795	صناديق الصناديق
2795	1583	2245	1799	1091	القطاع العام
2387	2623	2811	2311	2213	الأشخاص الطبيعيين والمكاتب العائلية
1822	1073	1091	1550	1416	البنوك
1668	2194	2899	1581	1764	صناديق التقاعد وصناديق المعاشات
731	472	704	1017	367	مستثمرون صناعيون
701	1436	1328	1004	1613	الصناديق السيادية

Source :de notre préparation selon : France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement, 27^{ème} édition, France, 2017, p8; France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement, 28^{ème} édition, France, 2018, p8; France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement, 30^{ème} édition, France, 2019, p8; France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement, 32^{ème} édition, France, 2020, p9; France Invest, Activité Du Non-Coté En France : Capital-Investissement et Infrastructure, 34^{ème} édition, France, 2021, p15.

تعتبر شركات التأمين، وصناديق الصناديق، والأشخاص الطبيعيين والمكاتب العائلية أهم المستثمرين في رأس المال المخاطر الفرنسي، حيث تقدم استثمارات تفوق 2000 مليون يورو، وهذا ما لوحظ من خلال الجدول رقم (3-4)، بالإضافة إلى المستثمرون الآخرون الذين يقدمون مبالغ لا بأس بها، حيث نلاحظ أيضاً أن شركات التأمين وصناديق الصناديق يحتلان الصدارة من حيث المبالغ المستثمرة في رأس المال المخاطر خلال الفترة 2016_2020، كما شاهد عام 2020 نمو قوي في المبالغ المستثمرة من طرف شركات التأمين، القطاع العام، والبنوك حيث حققت زيادة بنسبة: 63%， 70% على التوالي مقارنة بسنة 2019.

4. تطور رأس المال المخاطر حسب مرحلة التدخل خلال الفترة 2016_2020 :

من خلال الجدول المولاي نوضح تطور استثمارات رأس المال المخاطر الفرنسي حسب مراحل تدخله في المؤسسة.

الجدول رقم(3-5): رأس المال المخاطر الفرنسي المستثمر حسب مرحلة التدخل خلال الفترة 2016_2020 (الوحدة: مليون يورو).

2020	2019	2018	2017	2016	
3376	2498	2596	2572	1648	رأس مال التأسيس
7172	5314	6001	4778	3716	رأس مال النمو
7968	13100	9978	9176	9308	رأس مال التحويل
32	11	118	11	19	رأس مال التصحيح

Source : de notre préparation selon : France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement, 27^{ème} édition, France, 2017, p12; France Invest, Activité Du Non-Coté En France : Capital-Investissement et Infrastructure, 34^{ème} édition, France, 2021, p17.

نلاحظ من الجدول السابق أن مرحلة التمويل ومرحلة النمو حازت على أكبر حصة من التمويل برأس المال المخاطر الفرنسي خلال الفترة 2016_2020، ثم تلتها مرحلة التأسيس، وأقل حصة من التمويل خلال تلك الفترة وجهت لتمويل مرحلة التصحيح.

5. حجم استثمارات رأس المال المخاطر حسب القطاعات الممولة خلال الفترة 2016_2020:

يهم رأس المال المخاطر الفرنسي بتمويل قطاع الصيدلة الطبية والتكنولوجيا الحيوية، وقطاع الحوسبة الرقمية والخدمات الصناعية، والسلع والخدمات الاستهلاكية، وسنوضح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(3-6): استثمارات رأس المال المخاطر الفرنسي حسب القطاعات الممولة خلال فترة 2020_2016 (الوحدة: مليون يورو).

2020	2019	2018	2017	2016	
4287	2903	1995	2272	1911	الصيدلة الطبية والتكنولوجيا الحيوية
3893	5340	3641	3726	3384	سلع خدمات استهلاكية
3644	5060	4629	4613	3455	سلع وخدمات صناعية
3509	2865	1844	1441	1873	الحوسبة الرقمية
687	444	815	177	629	الاتصال
333	425	157	751	236	البناء
182	408	119	227	188	الطاقة
1131	1700	1344	951	595	النقل والخدمات المالية
94	163	167	119	126	قطاعات أخرى

Source :de notre préparation selon : France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement,28^{ème} édition, France, 2018, p16; France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement,30^{ème} édition, France, 2019, p16; France Invest, Activité Du Non-Coté En France : Capital-Investissement et Infrastructure, 34^{ème} édition, France, 2021, p23.

خلال الفترة 2016_2020 وجه رأس المال المخاطر الفرنسي إلى تمويل مجموعة من القطاعات، منها قطاعات قائمة على التكنولوجيا وقطاعات استهلاكية، في حين عرف قطاع الصيدلة الطبية والتكنولوجيا الحيوية زيادة كبيرة في المبالغ المستثمرة خلال سنة 2020 وهذا بسبب جانبية هذا القطاع خلال الأزمة الصحية.

6. آليات خروج رأس المال المخاطر الفرنسي من المؤسسات المملوكة خلال الفترة 2016_2020:

تنتهج شركات رأس المال المخاطر الفرنسية آليات عدة الخروج من المؤسسات المملوكة، ولمعرفة مدى تطور نشاط رأس المال المخاطر الفرنسي من ناحية عمليات الخروج سنتطرق لإجمالي الإيرادات المحققة من كل آلية متبعة من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم(3-7): الإيرادات المحققة من كل عمليات خروج رأس المال المخاطر الفرنسي خلال الفترة 2016_2020 (الوحدة: مليون يورو).

2020	2019	2018	2017	2016	
1209	1469	1238	1347	1279	التنازل للمساهمين
636	616	887	721	1289	إعادة الشراء
2767	2763	3596	3726	3178	التنازل لشركة رأس مال مخاطر أخرى
403	548	670	1205	516	بيع الأوراق المالية المدرجة
1778	1268	2289	1939	2314	الخروج الصناعي
168	273	364	298	237	انقضاء المساهمة
120	662	721	244	145	الخروج المالي
0	2	58	148	3	الطرح للاكتتاب العام

Source :de notre préparation selon : France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement, 27^{ème} édition, France, 2017, p28; France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement, 30^{ème} édition, France, 2019, p27; France Invest, Activité Du Non-Coté En France : Capital-Investissement et Infrastructure, 34^{ème} édition, France, 2021, p32.

يبين الجدول رقم (3-7) الإيرادات المحققة من كل آلية متبعة للخروج من المؤسسات، حيث حققت شركات رأس المال المخاطر الفرنسية عن طريق التنازل لشركة رأس مال مخاطر أخرى أعلى الإيرادات خلال الفترة، تليها تلك المحققة بالخروج الصناعي، في حين حققت أقل الإيرادات من خلال الطرح للاكتتاب العام وهذا خلال الفترة 2016_2020.

نستخلص من دراسة التجربة الفرنسية في التمويل برأس المال المخاطر أهم النقاط التالية:

- التشريعات القانونية المناسبة التي صاغتها الحكومة الفرنسية كان لها دور كبير في تطوير صناعة رأس المخاطر الفرنسية وذلك بخلق محيط قانوني ملائم لممارسة هذه الصناعة.
- تقدم الحكومة الفرنسية تحفيزات ضريبية مغرية للمستثمرين لا سيما تلك لموجهة للأشخاص الطبيعيين وشركات التأمين.
- يتميز رأس المال المخاطر الفرنسي بتنوع المستثمرين فيه، حيث تعد البنوك المستثمر الأول في رأس المال المخاطر الفرنسي، بالإضافة إلى شركات التأمين وصناديق الصناديق وكذلك الأشخاص الطبيعيين.
- تتبع شركات رأس المال المخاطر الفرنسية آليات مختلفة للخروج من المؤسسات المملوكة.

المبحث الثاني: تجارب بعض الدول النامية في التمويل برأس المال المخاطر.

لقد أدركت الدول النامية أن رأس المال المخاطر هو أحد المفاتيح الهامة لتحقيق عدة أهداف اقتصادية، ومن خلاله يمكن استغلال فرص جديدة، وتبني دعم الابتكارات الحديثة، ونقل التقنية العالمية، وتوفير فرص العمل.

المطلب الأول: التجربة السعودية في التمويل برأس المال المخاطر.

رغم الظهور الحديث لرأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية إلا أنها احتلت مراكز متقدمة عربياً وحتى عالمياً، بعد تنامي هذه الصناعة في الآونة الأخيرة.

أولاً: ظهور وتطور رأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية:

بعد ما سعت المملكة العربية السعودية إلى تنويع اقتصادها وعدم الاعتماد على النفط كمصدر للدخل، ركزت رؤاها على إنشاء اقتصاد مبني على المعرفة والابتكار، فقامت بزيادة عدد الجامعات في مختلف أنحاء المملكة، وإنشاء قرى تقنية في بعض هذه الجامعات، مع زيادة عدد الحاضنات العلمية وتأسيس جامعة الملك عبد الله للعلوم والتقنية المتخصصة في الأبحاث، لكن وجدت أن هذه الأبحاث والابتكارات تحتاج إلى تمويل مناسب لتحول إلى مؤسسات تساهم في نمو الاقتصاد¹، وبعد رأس المال المخاطر أبرز نموذج تمويلي لهذه الأبحاث والابتكارات لذلك ازداد اهتمام المملكة برأس المال المخاطر وجسد ذلك في مجموعة من المبادرات، نذكر منها ما يلي:

- تأسيس مجموعة الملز التابعة للقطاع الخاص سنة 2000 للدعم والتمويل برأس المال المخاطر والملكية الخاصة مقرها الرياض، تستمر في مجموعة من المؤسسات المبنية على أفكار في مجال الاتصالات، وتقنية المعلومات والرعاية الصحية، والتعليم داخل المملكة ومنطقة الشرق الأوسط.

¹ محمد سعد ناصر، رأس المال المخاطر: نموذج واحد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، رسالة ماجستير، جامعة الإمام محمد بن سعود، المملكة العربية السعودية، 2012، ص 52.

- توقيع الهيئة العامة للاستثمار لاتفاقية تعاون مع مصرف *venture capital* و *globalenerging markets* لتأسيس شركة مستقلة برأس مال يقدر بحوالي 375 مليون ريال سعودي سنة 2006 وتهدف هذه الاتفاقية إلى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر.
- عقد المنتدى الثاني للجمعية الخليجية لرأس المال المخاطر في عام 2008 في مدينة الرياض بتنظيم من صندوق المؤدية. وبعد هذا المنتدى أكّر تجمع المستثمري رأس المال المخاطر والمهتمين به في منطقة الخليج العربي.
- إقرار خطة التنمية التاسعة بندرة شركات رأس المال المخاطر الخاصة وأوصت بتذليل المعوقات التنظيمية التي تقف أمام هذا النشاط في المملكة سنة 2010.
- تأسيس شركة وادي الرياض للتقنية بموجب مرسوم ملكي في عام 2010، وهي شركة استثمارية تابعة لجامعة الملك سعود تستثمر في التقنيات والابتكارات والملكيات الفكرية لغرض توظيف التقنية وتحقيق التنمية المستدامة للملكة.
- تأسيس الشركة السعودية للتنمية والاستثمار التقني بقرار ملكي عام 2010. وهي شركة حكومية مملوكة لصندوق الاستثمارات العامة تهدف إلى استثمار مخرجات البحوث والبرامج التطبيقية الاقتصادية ذات الصفة الإستراتيجية مثل: تحلية المياه المالحة، والنفط والغاز، والبتروكيمياويات والأمن، والصناعات المتقدمة....الخ، وبعد رأس المال المخاطر من التقنيات التمويلية المعتمدة للتمويل في هذه الشركة.
- زيادة اهتمام القطاع الخاص بالاستثمار في رأس المال المخاطر، فقد قامت شركة الاتصالات السعودية STC^{*} بالاستثمار في إنشاء صندوق رأس المال المخاطر في عام 2011 بقيمة مبدئية تقدر بحوالي 50 مليون دولار أمريكي. وهذا الصندوق متخصص في تمويل المؤسسات الصغيرة في مجال الاتصالات وتقنية المعلومات.
- تأسيس صندوق سابق لتمويل رأس المال المخاطر SABIC ventures في هولندا عام 2011. وبهدف الصندوق إلى الاستثمار في المؤسسات الابتكارية في مجالات الطاقة والبتروكيمياويات.¹.

* Saudi Telecom Company.

¹ المرجع نفسه، ص 52_53

- تأسيس أرامكو السعودية لشركة "واعد" الاستثمارية بتمويل قدره 750 مليون ريال سعودي عام 2011، وتهدف شركة واعد إلى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات الأفكار الجديدة والمبتكرة عن طريق مبدأ المشاركة من خلال شراء حصة في تلك المؤسسات.
- انعقاد منتدى رأس المال الجريء "الواقع وأفاق المستقبل" في مدينة الرياض عام 2011 بتنظيم من الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل ومشاركة نخبة من الخبراء والمسؤولين والمحترفين من داخل المملكة العربية السعودية وخارجها وكان من أبرز توصيات المنتدى ضرورة حث الجهات الحكومية والقطاع الخاص على زيادة المساهمة في تمويل صناديق رأس المال المخاطر.
- تأسيس برنامج صندوق البذور seed fund الذي يوفر التمويل والدعم للطلبة وأعضاء هيئة التدريس والموظفين في جامعة الملك عبد الله للعلوم والتقنية لتطوير اكتشافاتهم وتحويلها إلى مؤسسات تجارية تخدم الاقتصاد الوطني. ويركز الصندوق على تمويل المؤسسات في مراحلها الأولية في مختلف المجالات العلمية والتقنية التي تهتم بها الجامعة.
- تكوين مجموعة عقال من قبل مجموعة من الشباب سنة 2011 للربط بين رواد الأعمال من أصحاب الأفكار والابتكارات والمستثمرين من أصحاب الأموال للاستثمار في المؤسسات الوعادة القابلة للنمو. وتقوم المجموعة بعد لقاءات دورية تجمع بين رواد الأعمال والمستثمرين يتم فيها التعارف والاستفادة من التجارب والخبرات وعرض الأفكار الجديدة وتقييمها ومن ثم يصدر القرار بالاستثمار فيها من عدمه، وتستهدف هذه المجموعة المؤسسات ذات القيمة المضافة في المراحل الأولى والتي تتطلب استثماراً يتراوح بين 100 ألف و 5 ملايين ريال سعودي¹.
- تأسيس جمعية رأس المال الجريء والملكية الخاصة في السعودية عام 2019 لغايات تعزيز قطاع الملكية الخاصة ورأس المال المخاطر وتحفيز الاستثمارات من خلال تنفيذ الشراكات وورش العمل والدورات التدريبية والمؤتمرات حول قطاع الملكية ورأس المال المخاطر².

¹ المرجع نفسه، ص54

² الشركة السعودية للاستثمار الجريء، تقرير الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية لعام 2019، المملكة العربية السعودية، 2020، ص10.

ثانياً: البيئة التمكينية لنشاط شركات رأس المال المخاطر:

تعتبر بيئة الأعمال السائدة في المملكة العربية السعودية بشكل عام ملائمة جداً لقيام شركات رأس المال المخاطر، إضافة إلى توفر كل المكونات الأساسية الأخرى الضرورية لوجود هذه الصناعة، ونذكرها كما يلي:

- **من جانب المشروعات وتوفيرها:** تتوفر المملكة على جامعات قوية ذات تصنيفات عالمية عالية، كجامعة الملك سعود وجامعة الإمام وجامعة مستوى العالمين العربي والإسلامي. بعض هذه الجامعات خطت خطوات معتبرة في مجال تشجيع الابتكار والتطوير، وقدمت الكثير من المقترنات التي يمكن تطبيقها على أرض الواقع ويمكن أن تصبح مؤسسات ناجحة. كما تم تسجيل الكثير من براءات الاختراعات بهذه الجامعات.
- **الممولون:** هناك الكثير من المؤسسات الكبرى في مختلف القطاعات والتي تحقق أرباحاً عالية ولديها فوائض كبيرة، وهذه المؤسسات يمكنها القيام بإنشاء شركات رأس المال المخاطر، كما يمكنها المساهمة مع مؤسسات أخرى في إنشاء شركات رأس المال المخاطر وذلك لتقليل المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها، ويمكن اعتبار ذلك جزءاً من المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات الكبرى، على اعتبار أن التمويل سيؤول في النهاية لمؤسسات صغيرة أصحابها عادة شباب طموح لديهم أفكار ابتكارية تبحث عن تجسيد، فهذا يعتبر من قبيل الدعم الموجه للمؤسسات الصغيرة مما يقلل من البطالة والفقر إضافة إلى أنه يساهم في التنمية التكنولوجية للبلد.
- البنوك الإسلامية بدورها يمكن أن تقوم بهذا الدور، فإذا كان أساس عمل البنوك الإسلامية هو الاعتماد على التمويلات القائمة على المشاركة على حساب التمويلات القائمة على المدaiنات، فإن شركات رأس المال المخاطر هي فرصة جيدة لتحقيق عدة أهداف أهمها تنويع التمويلات الممنوحة من جهة، وتقليل التمويلات القائمة على المدaiنات، كما يمكن للبنوك الإسلامية إنشاء صناديق رأس مال مخاطر منفردة أو مشتركة لتمويل المؤسسات الجديدة والابتكارية.¹

¹ فندوز عبد الكريم أحمد، مقترنات لتفعيل دور التمويل برأس المال المخاطر بالملكة العربية السعودية، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد السادس، جامعة محمد الأول، وجدة-المغرب، 2017، ص 127_128.

إضافة إلى ما سبق، يمكن إضافة العناصر التالية كعوامل مساعدة على قيام شركات رأس المال المخاطر:

- وجود سوق مالية قوية يساعد على قيام شركات رأس المال المخاطر ببيع مساهماتها من خلال تلك السوق.
- وجود قوانين خاصة بحماية الملكية الفكرية وبراءات الاختراع، لما يضمن لأصحاب الأفكار الجديدة كامل حقوقهم المعنوية والمادية، وهو ما يخلق بيئة محفزة ومشجعة على الابتكار وبالتالي بيئة مساعدة لإنشاء شركات رأس المال المخاطر.
- على الرغم من أن معظم التمويل لمختلف القطاعات بالمملكة يأتي من القطاع المصرفي، إلا أنه يتركز على المؤسسات الكبيرة ذات السمعة الحسنة، كما أنه يعتمد في العادة على طلب ضمانات، وهذا ما يستدعي أن تخصص البنوك السعودية جزءاً من مواردها لتمويل الأفكار الإبتكارية التي تتطوّي على مخاطر.
- تمثل البنوك الإسلامية حصة جد معتبرة من النظام المصرفي للملكة، وأن رأس المال المخاطر أشبه ما يكون بعقود المشاركات ويشكل خاص المشاركة المتافقية المنتهية بالتمليك، فهذا يعتبر دافعاً قوياً لأن تتولى هذه البنوك تمويل المؤسسات الريادية.
- من المهم إيجاد قنوات استثمارية صحية لاستيعاب السيولة لدى القطاع الصناعي وقطاع البنوك، وقد يكون تخصيصها للتمويلات المخاطرة أمراً يستحق المجازفة، إذ أن العائد المتوقع منها عالي جداً¹.

ثالثاً: تحليل نشاط رأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية خلال الفترة 2016_2020:

كما ذكرنا سابقاً سعت المملكة العربية السعودية إلى بناء اقتصاد قائم على الابتكار والمعرفة، وبذلك زاد اهتمامها بصناعة رأس المال المخاطر وبالفعل قد مكّنها من النهوض بقطاع ريادة الأعمال وساهم في نمو مؤسساتها في فترة قصيرة منذ ظهور صناعة رأس المال المخاطر، وللوقوف على هذا نقوم من خلال هذا

¹ المرجع نفسه، ص 130.

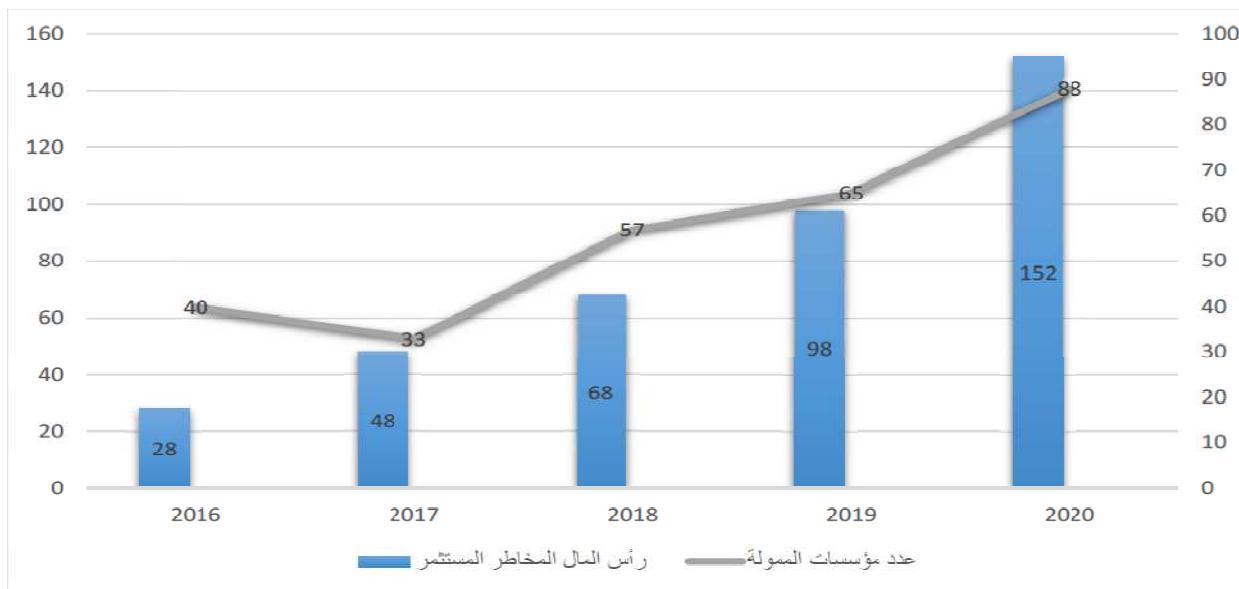
العنصر بتحليل نشاط رأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية خلال الفترة 2016_2020 من حيث:

- رأس المال المخاطر المستثمر وعدد المؤسسات المستثمر فيها.
- رأس المال المخاطر المستثمر حسب المرحلة التمويلية للمؤسسة.
- القطاعات المملوكة برأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية .
- المستثمرون في رأس المال المخاطر النشطون في المملكة العربية السعودية.

1. تطور رأس المال المخاطر المستثمر في المملكة العربية السعودية وعدد المؤسسات المستثمر فيها خلال الفترة 2016_2020 :

عرف رأس المال المخاطر في المملكة نشاطاً كبيراً خلال الفترة 2016_2020، حيث شهد كل من عدد المؤسسات المملوكة برأس المال المخاطر وإجمالي مبلغ رأس المال المخاطر المستثمر فيها اتجاهها تصاعدياً خلال هذه الفترة، والشكل المولى يوضح ذلك:

الشكل رقم(3-9): تطور رأس المال المخاطر السعودي المستثمر وعدد المؤسسات المستثمر فيها خلال الفترة 2016_2020 (الوحدة: مليون دولار).



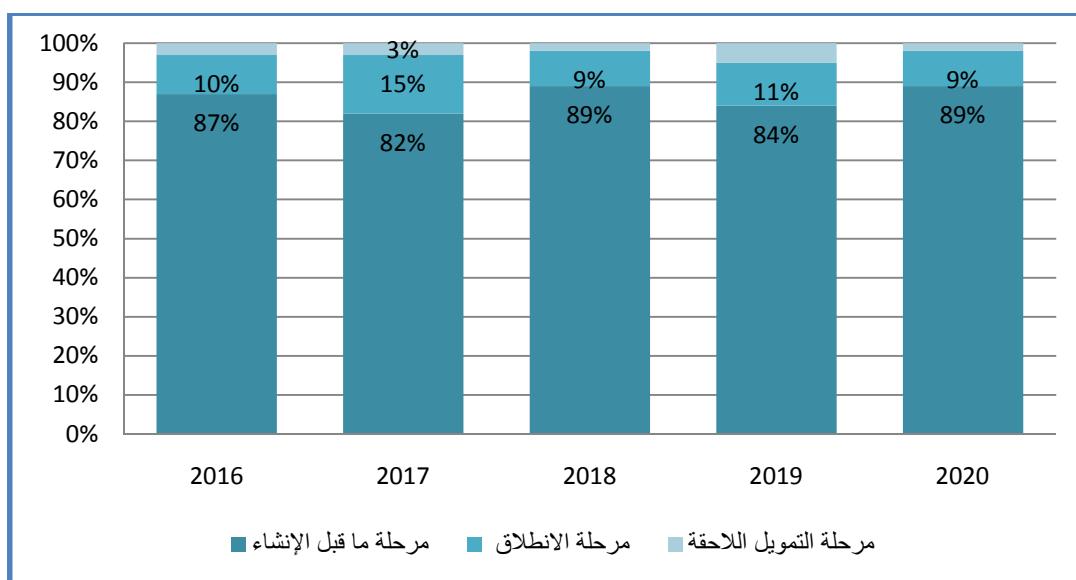
المصدر: الشركة السعودية للاستثمارجريء، تقرير الاستثمارجريء في المملكة العربية السعودية 2020، المملكة العربية السعودية، 2021، ص.6

يبين الشكل رقم (3-9) التطور المستمر في رأس المال المخاطر المستمر وعدد المؤسسات المستثمر فيها خلال الفترة 2016_2020 حيث بلغ إجمالي رأس المال المخاطر المستثمر خلال سنة 2020 67 مليون دولار استثمر في 71 مؤسسة، بعد ما استثمر مبلغ 7 مليون دولار في 16 مؤسسة خلال سنة 2016، ويرجع هذا الارتفاع المتوازي إلى زيادة المبادرات الحكومية خلال فترة الدراسة كتأسيس الهيئة العامة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة سنة 2016، بالتعاون بين القطاع الخاص، وتأسيس الشركة السعودية للاستثمار الجريء عام 2018 من قبل منشآت.

2. رأس المال المخاطر المستثمر حسب المرحلة التمويلية للمؤسسة خلال الفترة 2016_2020:

تمثل الإحصائيات الممثلة في الشكل المعايير نسبة كل مرحلة تمويلية للمؤسسات المملوكة برأسمال المخاطر من إجمالي المبلغ المستثمر.

الشكل رقم (3-10): نسبة رأس المال المخاطر المستثمرة في حسب المراحل التمويلية خلال الفترة 2020_2016.



المصدر: الشركة السعودية للاستثمار الجريء، التقرير الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية 2020، المملكة العربية السعودية، 2021، ص 16.

نلاحظ من خلال الشكل (3-10) أن أكبر حصة من رأس المال المخاطر استثمرت في مرحلة ما قبل الإنشاء للمؤسسة حيث تتراوح هذه النسبة ما بين 82% و 89% وهذا خلال الفترة 2016_2020، في حين تكون الحصص المستثمرة في مرحلة الانطلاق ومرحلة التمويل اللاحقة أقل.

3. تطور رأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية حسب القطاعات الممولة خلالالفترة 2018-2020:

كما في التجارب السابقة يهتم رأس المال المخاطر بتمويل القطاعات التكنولوجية، ومن أهم القطاعات الممولة برأس المال المخاطر السعودي: قطاع التجارة الإلكترونية، وقطاع تقنية المعلومات...الخ، ومن خلال الجدول المولى نبين تطور رأس المال المخاطر حسب القطاعات الممولة خلال الفترة 2018-2020.

الجدول رقم(3-8): استثمارات رأس المال المخاطر السعودي حسب القطاعات الممولة خلال الفترة 2018-2020.

2020	2019	2018	
68,4	24,58	14,96	التجارة الإلكترونية
15,2	25,48	14,28	التوصيل والنقل
13,68	12,75	4,76	التعليم
12,16	5,88	4,08	خدمات الشركات
10,64	7,84	27,88	حلول تقنية المعلومات
31,92	22,54	2,04	قطاعات أخرى

المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على: الشركة السعودية للاستثمار الجريء، التقرير الاستثماري الجريء في المملكة العربية السعودية 2019، المملكة العربية السعودية، 2020، ص7؛ الشركة السعودية للاستثمار الجريء، التقرير الاستثماري الجريء في المملكة العربية السعودية 2020، المملكة العربية السعودية، 2021، ص13.

من خلال الجدول رقم(3-8) نلاحظ تصدر قطاع التجارة الإلكترونية القطاعات الممولة برأس المال المخاطر السعودي، حيث وجة مبلغ 14,96 مليون دولار، 24,58 مليون دولار، 68,4 مليون دولار خلال السنوات: 2018، 2019، 2020 على التوالي: لتمويل هذا القطاع، يليه قطاع التوصيل والنقل، وقطاع التعليم، وقطاع تقنية المعلومات بالإضافة إلى قطاعات أخرى.

4. المستثمرون في رأس المال المخاطر النشطون من خلال الفترة 2016-2020:

يختلف الاستثمار في رأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية عن باقي الدول التي رأيناها سابقاً، ففي المملكة العربية السعودية أي استثمار أو تمويل موجه للمؤسسات الريادية الصغيرة يعتبر تمويلاً برأس المال المخاطر سواء كان مقدم من شركات رأس المال المخاطر أو من جهة تمويلية أخرى، وهو ما

يختلف في الدول الأخرى التي يتم فيها التمويل برأس المال المخاطر مقدماً من طرف شركات رأس المال المخاطر بعد جمعها الأموال من مجموعة من المستثمرين إلى المؤسسات الطالبة لهذا التمويل. ومن أهم المستثمرون الذين نشطوا في رأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية خلال الفترة 2016_2020:

- شركة أرامكو السعودية وهي شركة كبرى تعمل في مجال النفط والغاز الطبيعي والبتروكيميات.
- جامعة الملك عبد الله للعلوم والتقنية.
- الشركة السعودية للاستثمار الجريء.
- شركة دراية المالية وهي شركة مساهمة.
- مسرعة الأعمال "مسك 500".

من خلال دراستنا لتجربة التمويل برأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية، نستخلص أهم النقاط التالية:

- عملت المملكة العربية السعودية على تجسيد مبادرات هدفت مجملها إلى تطوير صناعة رأس المال المخاطر، ودعم الأبحاث والابتكارات.
- ساهمت الجامعات السعودية في خلق بيئة مناسبة لنشاط رأس المال المخاطر، وذلك بتشجيعها للأبحاث والابتكارات.
- وجود قوانين تحمي براءات الاختراع خلق بيئة محفزة لابتكار وبالتالي زيادة نشاط التمويل برأس المال المخاطر.
- تعتبر البنوك الإسلامية في السعودية بديلاً للتمويل برأس المال المخاطر لتمويل المؤسسات الريادية الصغيرة، كونها تقوم بالتمويل عن طريق المشاركة.
- يمارس نشاط رأس المال المخاطر في السعودية من طرف أي مؤسسة اقتصادية أو مالية ولا يقتصر على شركات رأس المال المخاطر فقط، وهذا ما أدى إلى تنويع المستثمرون في نشاط رأس المال المخاطر وساعد في تطويره في فترة زمنية قصيرة.

المطلب الثاني: التجربة التونسية في التمويل برأس المال المخاطر.

تعتبر التجربة التونسية في التمويل برأس المال المخاطر من أوائل التجارب في المنطقة العربية وأكثرها تميزا، وقد كرست الحكومة التونسية منذ الثمانينات جهودا كثيفة لتطوير هذه الصناعة.

أولا: ظهور رأس المال المخاطر في تونس وتطوره:

ظهرت فكرة رأس المال المخاطر في تونس منذ السبعينات، ولكن في ظل عدم وجود إطار قانوني وتنظيمي مناسب، فإن أول شركة لرأس المال المخاطر ^{*}SICAR لم تؤت ثمارها. وفي ذلك الوقت اضطر رواد الأعمال الأوائل في تونس إلى اللجوء للبنوك لتمويل أفكارهم. ونظرا لكون هذه الأفكار متطلبة لرأس مال كبير وتحمل مخاطر عالية كانت البنوك في أغلب الأحيان تتجنب تمويل تلك الأفكار الابتكارية، وكان هذا الموقف المنتسм بالحذر والنفور من المخاطرة من جانب البنوك في ذلك الوقت سببا في خلق فراغ مزدوج: اقتصادي، ومالي، يمكن الفراغ الاقتصادي في حقيقة أن البنوك مولت العديد من المؤسسات الكلاسيكية مثل المؤسسات التجارية والعقارات ووحدات الطعام التقليدية¹. ويمكن الفراغ المالي في حقيقة أن غالبية رواد الأعمال ليس لديهم رأس مال كافي يصل إلى 30% على الأقل من إجمالي تكلفة الاستثمار التي تتطلبها البنوك وليس لديهم أي ضمانات في حد ذاتها.

ومنذ عام 1973، تم ملئ هذا الفراغ المالي تدريجيا وجزئيا من خلال إنشاء سلسلة من الصناديق مثل ^{**}FOPRODI ، هذا الصندوق الذي أنشأته الدولة، يهدف إلى تمويل التنمية الإقليمية وكذلك تشجيع إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وقد دعم هذا الصندوق مبادرة العديد من رواد الأعمال الذين انضموا إلى شركاء أجانب لإنشاء وحدات صناعية بعد الحوافز التي أصدرها قانون أبريل 1972، وبالتالي، سمح بتطوير مجموعة جديدة من المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة التي تستهدف منتجاتها الأسواق الخارجية، وخاصة أوروبا، وقد تم دعم هذا الاتجاه بعد اتفاقية التعاون التي وقعتها تونس عام 1976 مع المجتمع الأوروبي، ونظرا للطلب الملحوظ من قبل رواد الأعمال على التمويل برأس المال، شرعت السلطات

* Société D'investissement à Capital Risque.

¹Zouari Ezzeddine,Haddad Samia, Le financement par Le Capital-Risque En Tunisie : Réalités et Contraintes, Revue Marché et Organisations, N°26, 2016, p169.

** Le Fonds de Promotion et de Décentralisation Industrielles.

العامة في إصدار القانون الأول رقم 88-92 المؤرخ 2 أوت 1988 المتعلق بإنشاء فئتين من شركات الاستثمار وهما: شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير^{*} SICAV، وشركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت^{**} SICAF، وهذا القانون هو الأول الذي وضع بالفعل أسس رأس المال المخاطر في تونس وقد تم تعديله على التوالي في عامي 1992 و1995 ليأخذ بعين الاعتبار خصوصيات هذا النشاط.

وفي القانون 98-2000 المؤرخ 25 ديسمبر 2000 المتعلق بقانون المالية لعام 2001، دعمت الدولة روح الابتكار في أنشطة SICAR من خلال تشجيعها على استثمار 30% على الأقل من مواردها، وحتى الصناديق الأخرى التي تتم إدارتها، في مشاريع تكنولوجية جديدة.

كما أعلنت الحكومة في ديسمبر 1998 عن إنشاء صندوق آخر لرأس المال المخاطر، وهو صندوق الحواجز للابتكار في تكنولوجيا المعلومات FITI، الذي تتمثل مهمته في دعم المؤسسات الريادية الصغيرة في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصال.

وبعد إصلاح FOPRODI الذي تم في جانفي 1999 والذي حل محل الوقف القابل للسداد للدولة بالمشاركة في رأس المال الذي تديره SICAR، مع رفع سقف الاستثمار، كما تم اتخاذ إجراء عام 2002 لصالح رواد الأعمال الجدد وهو زيادة حصة الدولة في رأس مال مشاريع FOPRODI، والتي تتراوح من 45% إلى 60%. ثم اتخاذ هذا الإجراء على حساب مشاركة SICAR في نفس رأس المال، والتي تم تخفيضها من 45% إلى 30% من ناحية أخرى فإن قانون المالية لعام 2009 وسع نطاق تدخل SICAR، باستخدام 75% من أموالها في التنمية الإقليمية¹.

ونتيجة لتميز التجربة التونسية فقد تم ترشيحها من قبل جامعة الدول العربية في عام 2004 لتكون مقرًا للإتحاد العام العربي لرأس المال المخاطر².

* Société D'investissement à Capital Variable.

** Société D'investissement à Capital Fixe.

¹ IDEM, p169,172.

² قدور نبيلة، العربي حمزة، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاريه في بعض دول العالم، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد السابع، جامعة أم البوقي، 2017، ص895.

ثانياً: العوامل التي تشجع رأس المال المخاطر في تونس:

- نشر النصوص التشريعية المناسبة ل SICAR، والحوافز الضريبية والابتكار في FOPRODI وإطلاق مبادرة FITI، تعتبر نماذج ملموسة لتطور المجال المالي في تونس، وتميل هذه الجهود إلى رفع تونس من موقع المستهلك للتكنولوجيات المستوردة إلى بلد مبتكر.
- إطلاق مشاريع عديدة وتوسيع العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف صناديق FOPRODI مدعومة من شركات SICAR، لكن لا تزال هناك عوامل تمنع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من الحصول على نظام تمويل كامل، وهناك مجموعة من العناصر تعد بمثابة تفسيرات للتنمية المحدودة لرأس المال المخاطر التونسي.
- أولها يتعلق بالعدد المحدود من شركات SICAR بالإضافة إلى جهل رواد الأعمال بهذه الشركات.
- ثانياً طبيعة صندوق رأس المال المخاطر الذي يسمح بتمويل المشاريع المقدمة، وعلى الرغم من النظام الضريبي الموضع لصالح إنشاء وتطوير المشاريع إلا أن الممولين والمستثمرين لا يزالون ينفرون من المخاطرة، وهذا ما أدى بأغلبية شركة SICAR بالمطالبة بضمانات.
- وهناك عناصر أخرى تعد ثقافية واقتصادية، كعدم وجود ثقافة التنظيم والتخطيط للمشاريع، وعدم انتشار طرق خروج محددة لرأس المال المخاطر وهذا ما شكل عائقاً لتنمية صناعة رأس المال المخاطر.
- من العوامل المشجعة أيضاً مخرجات علاقة الشراكة بين المؤسسة أو رائد الأعمال وشركات SICAR، فهي تنتهي بمؤسسة مجده اقتصادية ومدير كفاءة¹.

ثالثاً: تطور نشاط رأس المال المخاطر في تونس خلال الفترة 2016-2020:

عملت الحكومة التونسية خلال هذه الفترة على تطوير وتعزيز صناعة رأس المال المخاطر واستكشاف مجالات جديدة لاستثماراتها، ونبرز تطور هذه الصناعة في خلال فترة الدراسة بالاعتماد على:

- تطور حجم رأس المال المخاطر المحصل.

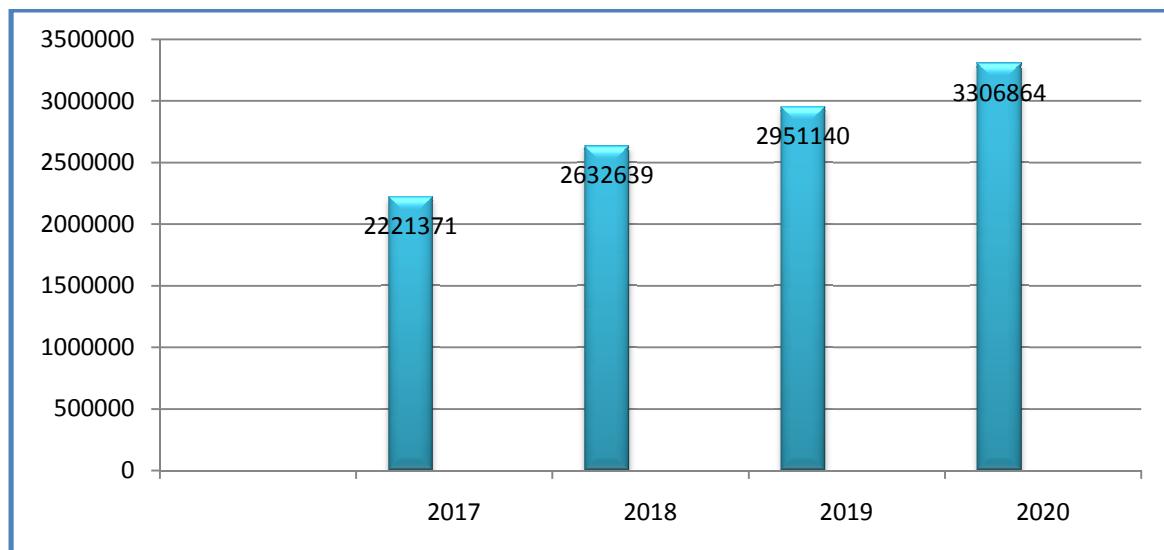
¹Ati Abdessatar, Gannoun Ibtissem, Le Capital-Risque et Le Financement Des PME en Tunisie, Revue Tunisienne D'économie, 2018, p30_31.

- تطور حجم رأس المال المخاطر وعدد المؤسسات المستثمر فيها.
- حجم رأس المال المخاطر المستثمر حسب مرحلة التدخل.
- حجم رأس المال المخاطر المستثمر حسب القطاعات.

1. تطور رأس المال المخاطر المحصل في تونس خلال الفترة 2017_2020:

خلال السنوات من 2017 إلى 2020 ازدادت تحصيلات رأس المال المخاطر التونسي من طرف المستثمرين، والشكل المموالي يوضح ذلك:

الشكل رقم(3-11): رأس المال المخاطر المحصل في تونس خلال الفترة 2017_2020 (الوحدة: ألف دينار تونسي).

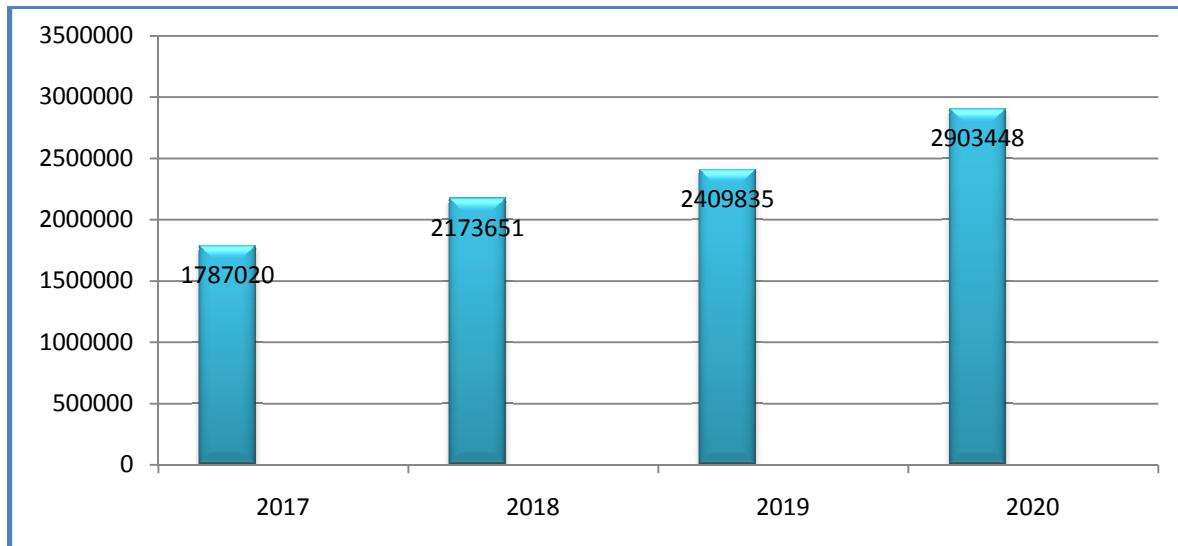


Source : de notre préparation selon : Association Tunisienne des Investisseurs en Capital, Rapport Annuel 2018, Tunisie, 2019, p13 ; Association Tunisienne des Investisseurs en Capital, Rapport D'activités 2019, Tunisie, 2020, p11 ; Association Tunisienne des Investisseurs en Capital, Rapport Annuel 2020, Tunisie, 2021, p17.

يوضح الشكل رقم (3-11) الارتفاع المستمر لرأس المال المخاطر المحصل في تونس خلال الفترة 2017_2020، حيث ارتفع من 2.221.371 ألف دينار تونسي في سنة 2017 إلى 3.309.864 ألف دينار تونسي سنة 2020. وتعود أكبر نسبة محصلة خلال هذه الفترة إلى البنوك، ويبين الشكل التالي الأموال المحصلة من طرف البنوك خلال الفترة 2017_2020.

وتعد أكبر نسبة محصلة خلال هذه الفترة للبنوك، ويبين الشكل التالي الأموال المحصلة من طرف البنوك خلال الفترة 2017_2020.

الشكل رقم(3-12): الأموال المستثمرة من طرف البنوك في رأس المال المخاطر التونسي خلال الفترة (الوحدة: ألف دينار تونسي).

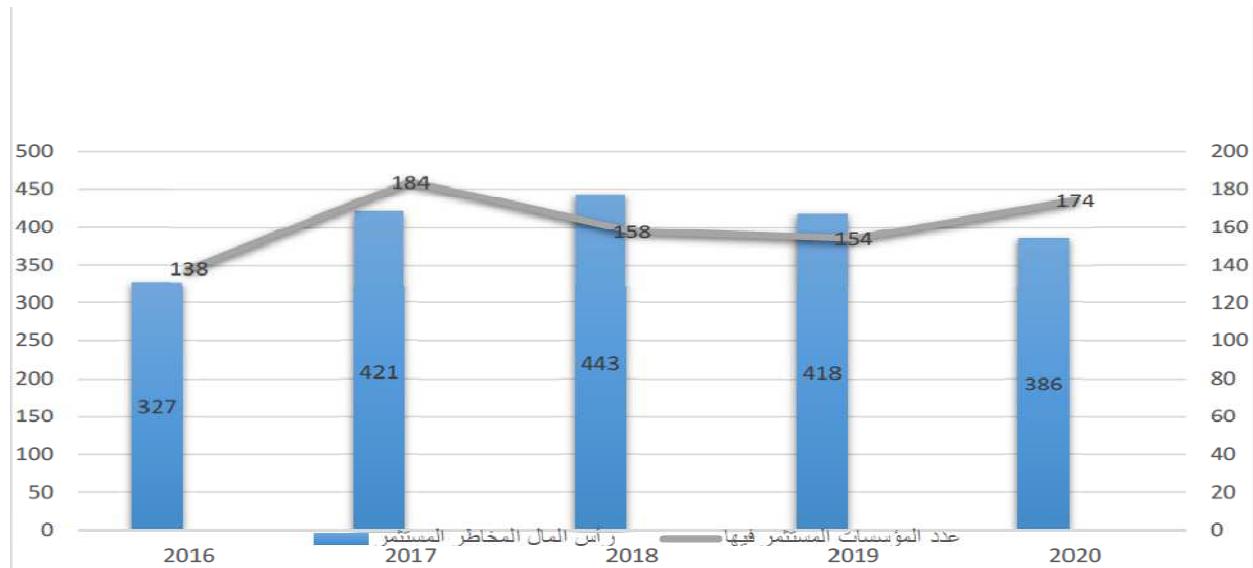


Source : Association Tunisienne Des Investisseurs en Capital, Rapport Annuel 2020, Tunisie, 2021, p18.

2. تطور رأس المال المخاطر المستثمر في تونس خلال الفترة 2016_2020 وتطور عدد المؤسسات المستثمر فيها:

عرف رأس المال المخاطر المستثمر في تونس خلال الفترة 2016_2020 نموا متذبذبا وللوضيح ذلك ندرج الشكل المولاي:

الشكل رقم(3-13): رأس المال المخاطر المستثمر في تونس وعدد المؤسسات المستثمر فيها خلال الفترة 2016_2020 (الوحدة: مليون دينار تونسي).



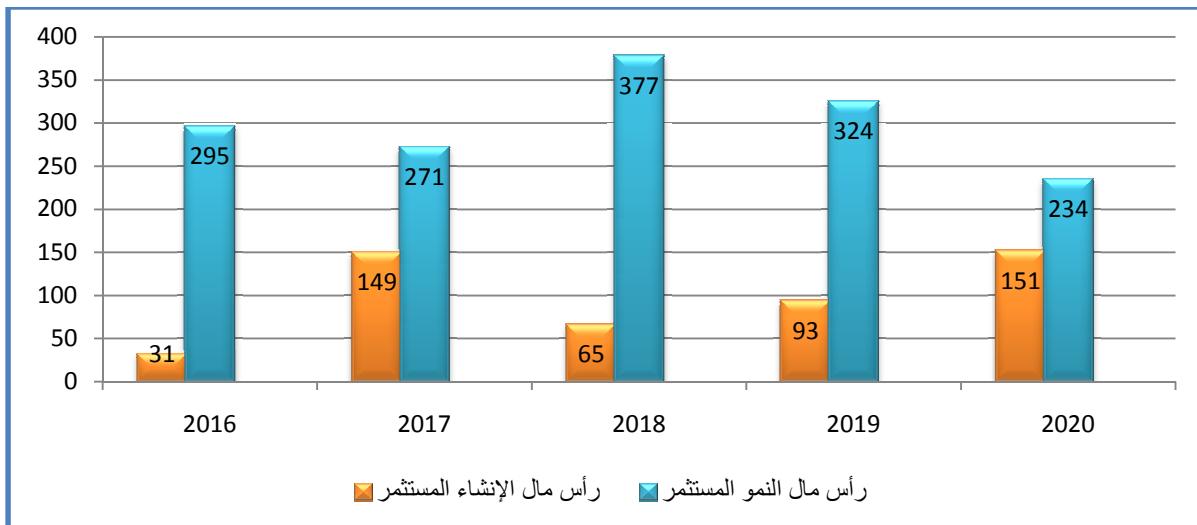
Source : Association Tunisienne Des Investisseurs en Capital, Rapport Annuel 2020, Tunisie, 2021, p6.

يوضح الشكل السابق التذبذب الذي عرفه رأس المال المخاطر المستثمر وكذا عدد المؤسسات المستثمر فيها، حيث استثمر خلال سنة 2016 مبلغ قدره 327 مليون دينار تونسي في 138 مؤسسة، ثم ارتفع خلال السنين 2017 و 2018 ليستثمر أعلى مبلغ استثمر خلال الفترة سنة 2018 حيث قدر بـ: 443 مليون دينار تونسي استثمر في 158 مؤسسة، بعدها عرف انخفاضا سنة 2019 و2020، حيث قدر المبلغ المستثمر خلال 2020 بـ: 386 مليون دينار تونسي وجه للاستثمار في 174 مؤسسة.

3. حجم رأس المال المخاطر المستثمر حسب مرحلة تدخله خلال الفترة 2016_2020:

يتدخل رأس المال المخاطر التونسي في تمويل مرحلة الإنشاء ومرحلة النمو للمؤسسة الطالبة للتمويل، حيث يتدخل برأس مال الإنشاء في مرحلة الإنشاء ويرأس مال النمو في مرحلة النمو، ونوضح تطور رأس المال المخاطر المستثمر حسب المرحلتين من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (3-14): رأس المال المخاطر المستثمر في تونس حسب مرحلة التدخل خلال الفترة 2016_2020 (الوحدة: مليون دينار تونسي).

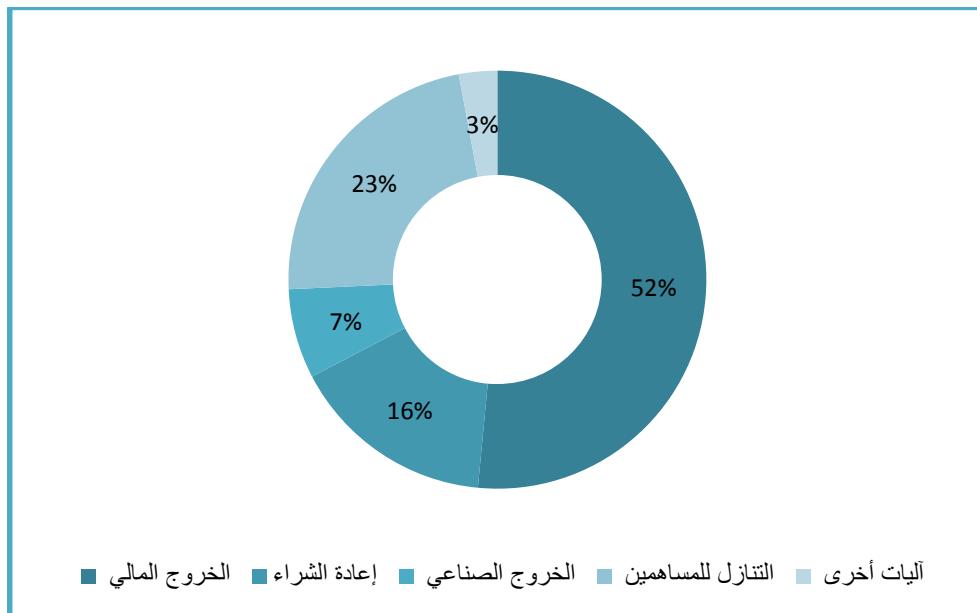


Source : Association Tunisienne Des Investisseurs en Capital, Rapport Annuel 2020, Tunisie, 2021, p 7.

نلاحظ من خلال الشكل رقم (3-14) أن رأس المال المخاطر المستثمر في مرحلة النمو خلال سنوات فترة الدراسة أكبر من رأس المال المخاطر المستثمر في مرحلة الإنشاء ب 151 مليون دينار تونسي في سنة 2020.

ومن حيث الخروج من المؤسسة المملوكة تتبع شركات رأس المال المخاطر آليات خروج متعددة، حيث سجلت خلال سنة 2020 أعلى الإيرادات المحققة عن طريق آية الخروج المالي قدرت ب: 57 مليون دينار تونسي، تليها تلك التي حققت عن طريق التنازل للمساهمين قدرت ب 25 مليون دينار تونسي والشكل المولاي يوضح آليات الخروج المتتبعة خلال سنة 2020:

الشكل رقم(3-15): آليات الخروج المتبعة من طرف شركات رأس المال المخاطر التونسية خلال سنة 2020.



Source : Association Tunisienne Des Investisseurs en Capital, Rapport Annuel 2020, Tunisie, 2021, p14 .

4. حجم رأس المال المخاطر المستثمر حسب القطاعات خلال الفترة 2016-2020:

يوجه رأس المال المخاطر التونسي لتمويل مجموعة من القطاعات، نعددها في الجدول التالي:

الجدول رقم (3-9): رأس المال المخاطر المستثمر حسب القطاعات في تونس خلال الفترة 2018_2020 (الوحدة: ألف دينار تونسي).

2020	2019	2018	
16609	33295	10099	قطاع الخدمات
6200	957	275	قطاع التعليم
6283	15498	7222	تكنولوجيا الاتصال وال المعلومات
5923	5785	415	السياحة والترفيه
875	825	1160	صناعة النسيج والملابس
100031	47611	64981	صناعة مواد البناء من السيراميك والزجاج
4312	8460	12	الصناعات الكهربائية والالكترونية والأجهزة الكهرومنزلية
36838	52382	45199	الصناعات الكيماوية
64549	79818	125082	الصناعات الغذائية
28323	22663	9270	قطاع الزراعة
114265	137722	134494	صناعات أخرى مختلفة

Source :de notre préparation selon :Association Tunisienne des Investisseurs en Capital, Rapport Annuel 2018,Tunisie, 2019, p11 ; Association Tunisienne des Investisseurs en Capital, Rapport D'activités 2019,Tunisie, 2020, p10 ; Association Tunisienne des Investisseurs en Capital, Rapport Annuel 2020,Tunisie, 2021, p11.

من خلال الجدول رقم (3-9) نلاحظ أن أهم القطاعات الممولة برأس المال المخاطر خلال السنوات 2018، 2019، 2020 نجد: الصناعات الغذائية، الصناعات الكيماوية، صناعة مواد البناء، وقطاع الخدمات، حيث وجهت مبالغ كبيرة من رأس المال المخاطر لتمويلها، بالإضافة إلى قطاعات أخرى حصلت على تمويل برأس المال المخاطر كقطاع التعليم، قطاع السياحة والترفيه، والصناعات الكهربائية والإلكترونية... الخ.

ومن التجربة التونسية في التمويل برأس المال المخاطر نستخلص ما يلي:

- تشجع صناديق رأس المال المخاطر التونسية على إنشاء مؤسسات صغيرة ومتوسطة وكذا تشجع على الابتكار.
- خفضت الحكومة التونسية من حصة شركة رأس المال المخاطر في رأس مال الشركة المملوكة، وهذا لصالح رواد الأعمال.
- كباقي الدول السابقة تسيطر البنوك في تونس على أعلى الاستثمارات في رأس المال المخاطر.
- تتبع شركات رأس المال المخاطر التونسية آليات عديدة للخروج من المؤسسة المملوكة، ويعود الخروج المالي أهم آلية متبعة.

المبحث الثالث: واقع وأفاق صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر.

يعود الاهتمام بصناعة رأس المال المخاطر في الجزائر إلى النجاح الباهر الذي حققه في الولم أ وفرنسا، وتعتبر التجربة الجزائرية في هذه الصناعة حديثة مقارنة بتلك التجارب الدولية. وللتعرف على واقع وأفاق التجربة الجزائرية في صناعة رأس المال المخاطر يجب التطرق إلى الإطار التشريعي والتنظيمي لها وكذا سبل تفعيلها.

المطلب الأول: واقع صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر.

قبل التطرق للإطار التشريعي والتنظيمي لصناعة رأس المال المخاطر الجزائرية، لابد من إعطاء لمحة عن ظهورها.

أولاً: لمحـة عن ظهـور صـناعـة رـأس المـال المـخـاطـر في الجـزـائـر:

ظهر رأس المال المخاطر بالجزائر سنة 1991، وهذا من خلال إعطاء الموافقة من طرف مجلس النقد والفرص للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP^{*} كمؤسسة مالية متخصصة في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بتاريخ 24/02/1991، غير أن النشاط الفعلي لها بدأ سنة 1995¹.

بعدها أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة موافقته على إطلاق ثاني شركة ممارسة لنشاط رأس المال المخاطر، وهي الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE^{**} وكان ذلك في 1998، وانطلق نشاطها سنة 2001 بعدما منحها بنك الجزائر الاعتماد على أساس أنها مؤسسة مالية، وجاءت كل من FINALEP و SOFINANCE بمقتضى القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض، وحتى سنة 2006 كانت الشركتان تعملان في غياب تشريع خاص ينظم الصناعة، ويحدد آليات عملها.

ولأن للجانب القانوني والضريبي أهمية لا يمكن تجاهلها في تحفيز قطاع رأس المال المخاطر، كان لزاماً صياغة قانون خاص بهذه الشركات².

ثانياً: الإطار التشريعي والتنظيمي لرأس المال المخاطر في الجزائر:

تم إصدار أول قانون ينظم ويضبط سوق رأس المال المخاطر بالجزائر في 24 جوان 2006، قانون رقم 11-06، تم من خلاله تحديد آليات عمل شركات رأس المال المخاطر وطبيعتها القانونية، وقواعد الحصول على مساهمات فيها، مواردها المالية، والرقابة عليها، ونظامها الجبائي، وذلك على النحو التالي:

1. آلية عمل شركات رأس المال المخاطر: حسب المادتين 03 و 02 من القانون 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006، يتمثل عمل شركات رأس المال المخاطر في تقديم حصة من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة، وتمارس هذه الشركات نشاط رأس المال المخاطر لحسابها الخاص أو لحساب الغير، حسب مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل،

* Financière Algéro-européenne de Participation.

¹ زادوكرب منير، رأس المال المخاطر كآلية من آليات الهندسة المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البليدة، 2019، ص 137.

² ** Société Financière D'investissement, de Participation et de Placement.

² بوقحة أحلام، مراجع سبق ذكره، ص 195_196.

وكما جاء في المادة 04 من نفس القانون، تتدخل شركات رأس المال المخاطر في جميع مراحل المؤسسة بـ: رأس مال الإنشاء الذي يشمل الذي يشمل رأس مال ما قبل الانطلاق ورأس مال الانطلاق، رأس مال النمو لتنمية طاقات المؤسسة بعد إنشاءها، رأس مال التحويل لاسترجاع مؤسسة من قبل مشتري داخلي أو خارجي، واسترجاع مساهمات و/أو حصص يحوزها صاحب رأس مال مخاطر آخر، وتتدخل عن طريق اكتتاب واقتتال أسهم عادية، شهادات استثمارية، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حصص الشركاء، وبوجه عام جميع فئات القيم المنقولة الأخرى المماثلة لأموال خاصة، وتتولى شركة رأس المال المخاطر تسيير هذه القيم المنقولة وهذا حسب المادة 05 من القانون¹.

2. الطبيعة القانونية لشركات رأس المال المخاطر: حدد الإطار القانوني لشركات رأس المال المخاطر من خلال المواد 07، 08، 09، حيث يتم تأسيس هذا النوع من الشركات في شكل شركة مساهمة، يحدد رأس المال الأدنى عن طريق التنظيم، ويحدد وفق كيفيتين: 50% عند تاريخ تأسيس الشركات، و50% وفقاً للأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري، حيث يحوز رأس المال شركة رأس المال المخاطر مستثمرون عموميون أو خواص، سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو معنويين وحسب المادة 10 تخضع ممارسة نشاط إلى رخصة مسبقة يسلّمها الوزير المكلف بالمالية، بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، وبنك الجزائر، وتتضمن المواد 14 و15 و16 شروط منح رخصة ممارسة نشاط رأس المال المخاطر وكذا الشروط المتعلقة بسحبها².

كما جاء في المواد 11 و12 من القانون مؤهلات مسير شركة رأس المال المخاطر، حيث يجب أن يتمتع بحقوقه المدنية ويجب أن يستوفي مقاييس الكفاءة والاحترافية.

3. قواعد الحصول على المساهمات في شركات رأس المال المخاطر: حسب المواد من 17 إلى 20 لا يجوز لشركة رأس المال المخاطر أن تستثمر أكثر من 15% من رأس مالها واحتياطاتها في مؤسسة واحدة، كما لا يخول لها أن تحور أسهماً تمثل أكثر من 49% من رأس مال المؤسسة المملوكة، كما لا يجوز لها أن تساهم في مؤسسة إلا على أساس عقد المساهمين الذي يوضح على وجه الخصوص مدة

¹ المادة 02، 03، 04، 05 من القانون 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006، يتعلّق بـ شركات رأس الاستثماري، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة بتاريخ 25/06/2006، ص.4.

² المواد من 07 إلى 16 من نفس القانون 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة في تاريخ 25/06/2006، ص.4.

المساهمة في الاستثمار وشروط الانسحاب من شركة رأس المال المخاطر، ولا يمكن أن تقوم بافتراضات تفوق حدود 10% من أموالها الخاصة الصافية¹.

4. الموارد المالية لشركة رأس المال المخاطر: تعدد المادة 21 من نص القانون الموارد المالية لشركة رأس المال المخاطر التي تمثل في: الأموال الخاصة للشركة، الأموال شبه الخاصة التي تشمل: الموارد المنوحة من قبل الغير، الأموال العامة الممنوحة من قبل الدولة، والهبات، حيث يتم تمييز هذه الموارد في إطار اتفاقية تبرم بين شركة رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار، أو بين شركة رأس المال المخاطر والدولة، وتهدف هذه الاتفاقية إلى تحديد مستوى الالتزام وكيفيات التدخل وهذا حسب المادتين 22 و 23².

5. ممارسة الرقابة على شركات رأس المال المخاطر: تخضع شركة رأس المال المخاطر لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB*، والتي بدورها تتأكد من مطابقة نشاط الشركة للأحكام التحكيمية والتشريعية والتنظيمية المعمول بها وهذا ما نصت عليه المادة 24 من القانون، وحسب المادة 26 يلزم على شركة رأس المال المخاطر تقديم تقريرا على النشاط السداسي والوثائق المحاسبية والمالية. لنهاية السنة المعنية، وكذا تقديم تقارير مخاطبي الحسابات وأية وثيقة أخرى ضرورية لممارسة الرقابة³.

7. النظام الجبائي لشركة رأس المال المخاطر: حسب المادة 27 من القانون، تعفى شركة رأس المال المخاطر من الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخليل المتأتية من: الأرباح، نواتج توظيف الأموال، ونواتج قيم التنازل عن الأسهم والحقوق، وت تخضع إلى تخفيض 5% على الضريبة على أرباح الشركات المتأتية من مداخليل أخرى، وتستفيد شركة رأس المال المخاطر المتدخلة في المراحل المبكرة للمؤسسة الطالبة للتمويل من الإعفاء من الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس سنوات ابتداء من انطلاق نشاطها وت تخضع شركة رأس المال المخاطر إلى

¹ المواد من 17 إلى 20 من القانون 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة في 25/06/2006، ص 5-6.

² المواد من 21 إلى 23 من القانون 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة في 25/06/2006، ص 6.

* Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse.

³ المادة 24 و 26 من القانون 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة في 25/06/2006، ص 6.

رسم تسجيل ثابت مبلغه خمسمائة دينار (500 دج) وعشرون دينار (20 دج) عن كل صفحة بالنسبة لكل عقد تأسيسي، أو زيادة في رأس المال أو تخفيفه، أو التنازل عن قيم منقولة وهذا ما تنص عليه المادة 28 من نفس القانون¹.

ثالثا: شركات رأس المخاطر الناشطة في الجزائر:

فيما يلي أهم شركات رأس المال المخاطر المنشأة في الجزائر.

1. الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP: أسست بعد مجموعة من الاجتماعات التي قام بها بنك الجزائر ووزارة المالية مع البنك الأوروبي للاستثمار في الجزائر. بتاريخ 15 نوفمبر 1990، تم إمضاء اتفاقية سمحت بإنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة. وقد بلغ رأس مال الشركة عند إنشاءها 73.750.000 دج موزعة على بنك التنمية المحلية بنسبة 40%， القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 40%， وبعد انضمام البنك الأوروبي للاستثمار وصل رأس مالها إلى 159.750.000 دج يحوز عليه كل من بنك التنمية المحلية بنسبة 40%， الوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 28,74%， القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20%， والبنك الأوروبي للاستثمار بنسبة 11,23%².

وتهدف الشركة إلى تحقيق الأهداف التالية:

- إدخال تقنية التمويل برأس المال المخاطر إلى الجزائر وتركيزها على إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- توعية مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمزايا هذا الأسلوب من التمويل مقارنة بالتمويل البنكي.
- المساهمات المالية في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمدة تتراوح من 05 إلى 10 سنوات على الأكثـر.

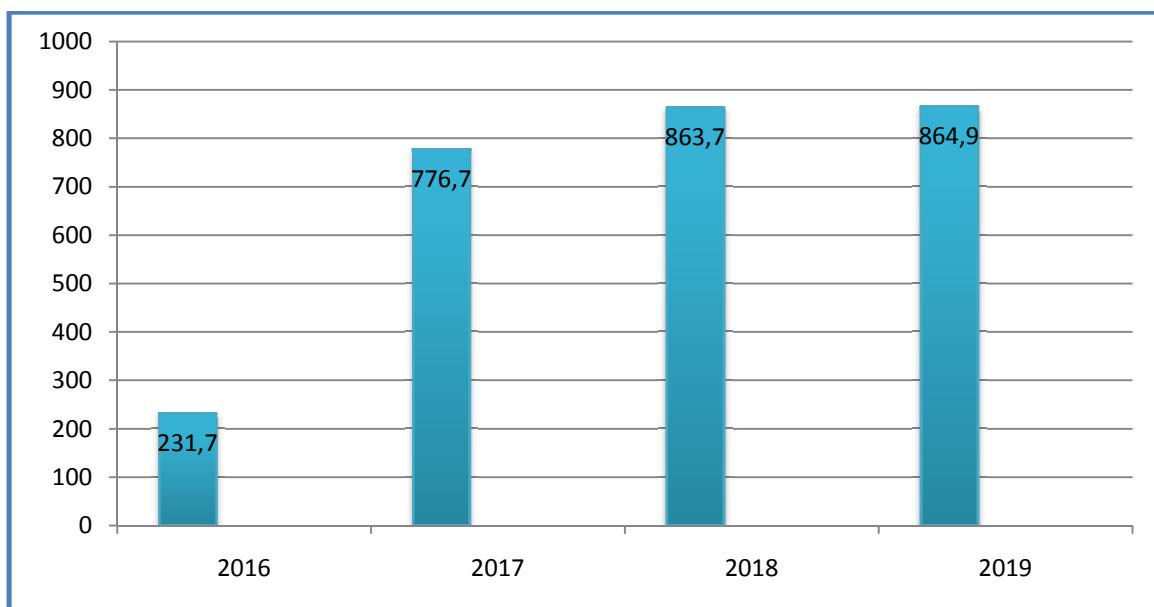
¹ المادة 27 و 28 من القانون 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة في 25/06/2006، ص 7.

² سماعي علي، أولاد ابراهيم ليلي، شركات رأس المال المخاطر كتقنية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، العدد 01، جامعة الأغواط، 2018، ص 107.

- إعطاء الأولوية للمشاريع التي تساهم بشكل مؤكّد في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر.¹

وللوقوف على نجاح الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة في تمويل المؤسسات يجب تحليل المعطيات التالية:

الشكل رقم(3-16): تطور نشاط FINALEP خلال الفترة 2016_2019 (الوحدة: مليون دج).



Source :de notre préparation selon : Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, Rapport Annuel 2017, Algérie, 2018, p48 ;Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, Rapport Annuel 2019, Algérie, 2020, p42 ;Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, Rapport Annuel 2020, Algérie, 2021, p55.

من خلال الشكل (3-16) نلاحظ أن استثمارات شركة FINALEP شهدت ارتفاعا محسوسا سنة 2017 بلغت قيمتها 776,7 مليون دج بينما كانت 231,7 مليون دج سنة 2016، وواصلت الارتفاع في السنطين 2018 و2019، حيث بلغت قيمة استثماراتها على التوالي 863,7 و864,9 مليون دج.

¹ بوالريحان فاروق، لواج منير، بلحاج فاروق، دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر، كتاب جماعي بعنوان: اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة حيجل، 2021، ص336.

ومن أهم المؤسسات التي ساهمت FINALEP في تمويلها، شركة الكيماو الصناعية التي تقدم الصيانة الصناعية والتنظيف الصناعي، وكذلك شركة COCMMA التي تنتج الياغورت والعصير والحلب من الصودا، وأيضا الزراعة الغذائية TABCCOUS، شركة MAS لإنتاج التبغ، وأيضا مؤسسة التحويل المعدني الصناعية¹ SOYAMINMETAL.

2. الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE : منح المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998 موافقته على تأسيس الشركة المالية للاستثمارات، المساهمات والتوظيف بموجب قانون النقد والقرض 90/10. طلبت الشركة اعتمادها من بنك الجزائر في 19 نوفمبر 2000، وقد وافق البنك على طلبها في مقرر 01-2001 الذي يقتضي باعتمادها بصفة مؤسسة مالية، طبعتها القانونية شركة مساهمة، يمكنها القيام بكل العمليات المعترف بها للمؤسسات المالية، برأس مال اجتماعي قدره 5 مليار دج مقدم من الخزينة العمومية، حيث انطلقت في مباشرة نشاطها في 09 جانفي 2001. كما تعمل هذه المؤسسة المالية في إطار قانون رقم 96-09 المنظم لعمليات قرض الإيجار، وهو أول نشاط مارسته SOFINANCE.

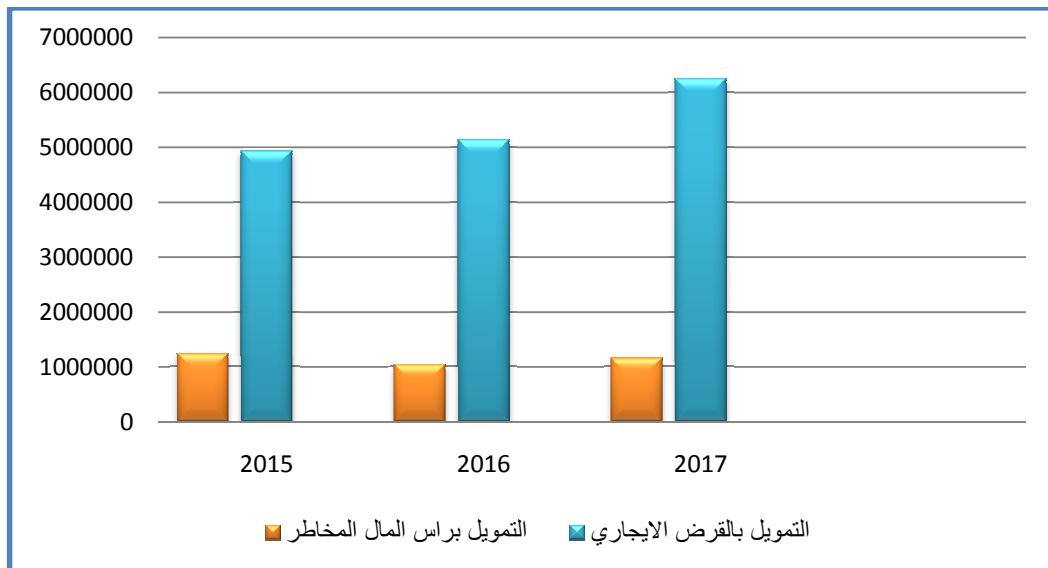
تساهم SOFINANCE في إنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة المؤسسات الصغيرة الريادية، من خلال أخذ مساهمات في رأس مالها، كما تساهم في برامج تأهيلها، ويعتبر التمويل عن طريق قرض الإيجار لمصلحة هذه المؤسسات من المهن الأساسية التي تمارسها الشركة. تهدف SOFINANCE، من خلال المهام التي تقوم بها لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لإنشاء مناصب عمل وإظهار الكفاءات كما أنها تعمل على تحريك السوق المالي².

ومن خلال الشكل المولاي نوضح استثمارات SOFINANCE من خلال التمويل بالقرض الإيجاري و التمويل برأس المال المخاطر.

¹ قدور نبيلة، العربي حمزة، مراجع سبق ذكره، ص 897.

² بوققة أحلام، واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، المجلد الرابع، العدد الأول، جامعة أم البوachi، 2017، ص 109.

الشكل رقم (3-17): استثمارات SOFINANCE خلال الفترة 2015_2017 (الوحدة: ألف دج).



Source : WWW. SOFINANCE. Com, Consulter à 21/05/2021.

يظهر الشكل رقم (3-17) أن التمويل بقرض الإيجار هو النشاط الأكثر ممارسة من قبل SOFINANCE، حيث كانت المبالغ المستثمرة في قرض الإيجار وعلى مدار 3 سنوات أكبر من المبالغ المستثمرة في رأس المال المخاطر.

3. الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM: تم إنشاءها سنة 2004 بمساهمة رؤوس أموال عوممية جزائرية وسعودية، قد كانت أول مساهماتها في أبريل 2009 بإعادة شراء 32% من رأس مال شركة خاصة متخصصة في الطباعة برأسمال قدره 60 مليون دج.

يتمثل نشاطها الحالي في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في المؤسسات التي هي في مرحلة الإنشاء أو ما بعد الإنشاء، فضلا عن نشاطات أخرى كالتمويل بقرض الإيجار ومنح القروض الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل.

تهدف الشركة الجزائرية السعودية إلى الاستثمار في كل المجالات وجميع القطاعات خاصة في الصناعة والبناء والسياحة والزراعة من خلال:

- إقامة مؤسسات أو المساهمة في مؤسسات قائمة أو اقتداء حصص في مؤسسات.
- منح القروض الاستثمارية.

- القرض الإيجاري، تمارس المؤسسة هذا النشاط من خلال إحدى المؤسسات المساهمة فيها.
- الحسابات الجارية المساهمة.

تم إداره ^{*}ASICOM من قبل مجلس إدارة مكون من ستة أعضاء (ثلاثة ممثلين لكل مساهم) ويرأسها عضو سعودي أما الإدارة العامة فيقوم بها جزائري¹.

وقد قامت ASICOM بالعمليات الاستثمارية التالية:

الجدول رقم(3-10): العمليات الاستثمارية التي قامت بها ASICOM

نسبة المساهمة	مبلغ المساهمة	
55%	2.085	SIAHA شركة
100%	700	SHIFAB شركة
51%	450	ATA شركة
70%	14	W2S شركة أشغال البناء
33%	289	EPRA شركة الطوب الأحمر
51%	29	OCEAN CENTER شركة
67%	368	CITY MALL شركة
26%	187	HDA شركة
6%	210	EL DJAZAIR IDJAR شركة

Source : WWW. ASICOM.Com, Consulter à 21/05/2021.

4. شركة الجزائر استثمار EL DJAZAIR ISTITHMAR: هي شركة مساهمة تم تأسيسها في 28 ديسمبر 2009 وبدأ النشاط الفعلي لها منذ 7 جويلية 2010 وقد تمت الموافقة عليها من قبل الوزارة المالية

* Société Algéro-Saoudienne D'investissement.

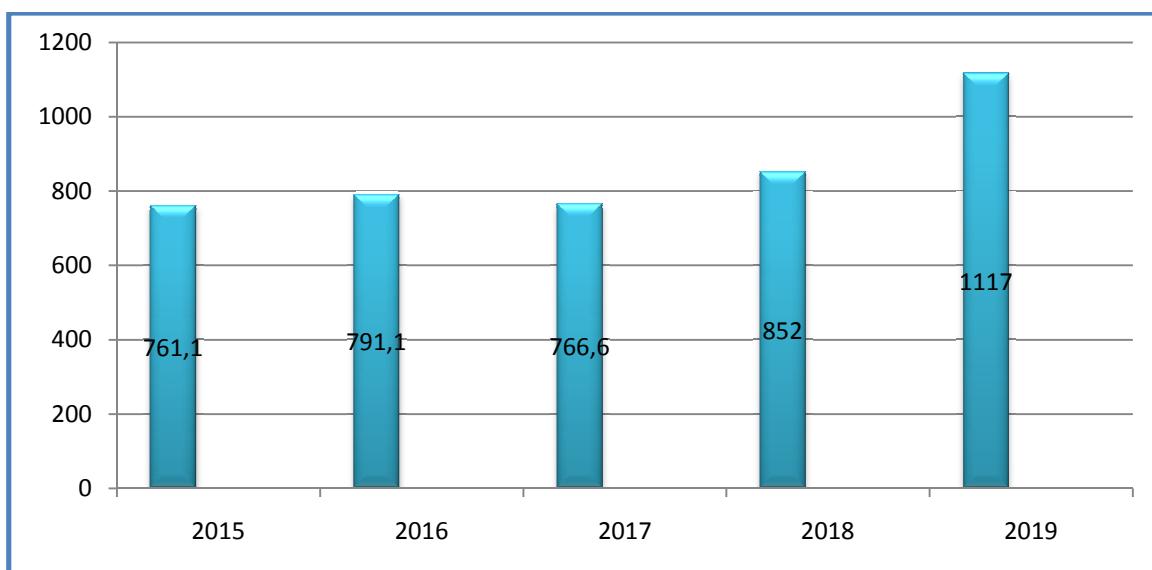
¹ بلعة جويدة، "رأس المال المخاطر: طريقة رائدة لتمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية"، كتاب جماعي بعنوان: إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، مرجع سبق ذكره، ص285.

منذ 11 ماي 2010. تم إنشاء الجزائر استثمار من قبل بنكين عموميين جزائريين، **BADR**^{*} الذي يمتلك 70% من رأس المال، و **CNEP**^{**} يمتلك 30% من رأس المال، حيث بلغ مالها واحد مليار دج.

الهدف من إنشاء الجزائر استثمار هو الحصول على حصص أقلية ومؤقتة في رأس مال مؤسسة صغيرة ومتوسطة وبالتالي كل عملية تتكون من مساهمات في الأموال الخاصة وشبه الأموال الخاصة.¹.

ومن خلال الشكل المولاي نبرز تطور نشاط الجزائر استثمار:

الشكل رقم(3-18): تطور نشاط الجزائر استثمار خلال الفترة 2015_2019 (الوحدة: مليون دج).



Source :de notre préparation selon : Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, **Rapport Annuel 2017**, Algérie, 2018, p46 ;Commission D'Organisation et de Surveillance des Opération de Bourse, **Rapport Annuel 2018**, Algérie, 2019,p35 ;Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, **Rapport Annuel 2019**, Algérie, 2020, p41 ;Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, **Rapport Annuel 2020**, Algérie, 2021, p54.

من خلال الشكل أعلاه نلاحظ التطور المستمر في نشاط الجزائر استثمار منذ سنة 2015 حتى سنة 2019، وخلال هذه الفترة سجلت أعلى قيمة لاستثماراتها سنة 2019 حيث بلغت 1117 مليون دج.

* Banque de L'Agriculture et du Développement Rural.

** La Caisse Nationale D'épargne et de Prévoyance.

¹Himrane Mohammed, Salhi Mohammed, **Le financement des PME par des Sociétés de Capital de Risque en Algérie**, Revue Economies, Financières Bancaires ET de Management, Vol 5, Université, 2019, P268_269.

رابعاً: مصادر الأموال المستثمرة في شركات رأس المال المخاطر في الجزائر:

تعاني شركات رأس المال المخاطر في الجزائر من نقص في الموارد المالية، وفي نفس الوقت قد سخرت لها الحكومة موارد كبيرة من خلال الصندوق السيادي FNI^{*} والصناديق الولاية. شريعيا، وحسب القانون 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006 كما ذكرنا سابقاً أن الموارد المالية الأساسية لشركات رأس المال المخاطر في: رأس مال الشركة والاحتياطات وغيرها من الأموال الخاصة، الأموال شبه الخاصة التي تشمل الموارد المنوحة من الغير لاستثمارها والأموال العامة المنوحة من قبل الدولة، وكذلك الهبات. أما عملياً تتمثل الموارد المالية الأساسية لشركات رأس المال المخاطر في موارد الدولة¹، وسنوضح هذا من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (3-19): مصادر الأموال المستثمرة في رأس المال المخاطر في الجزائر.



المصدر: بوقفة أحلام، **رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص محاسبة ومالية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة، 2017، ص 225.

* Fonds Nationale D'investissement.

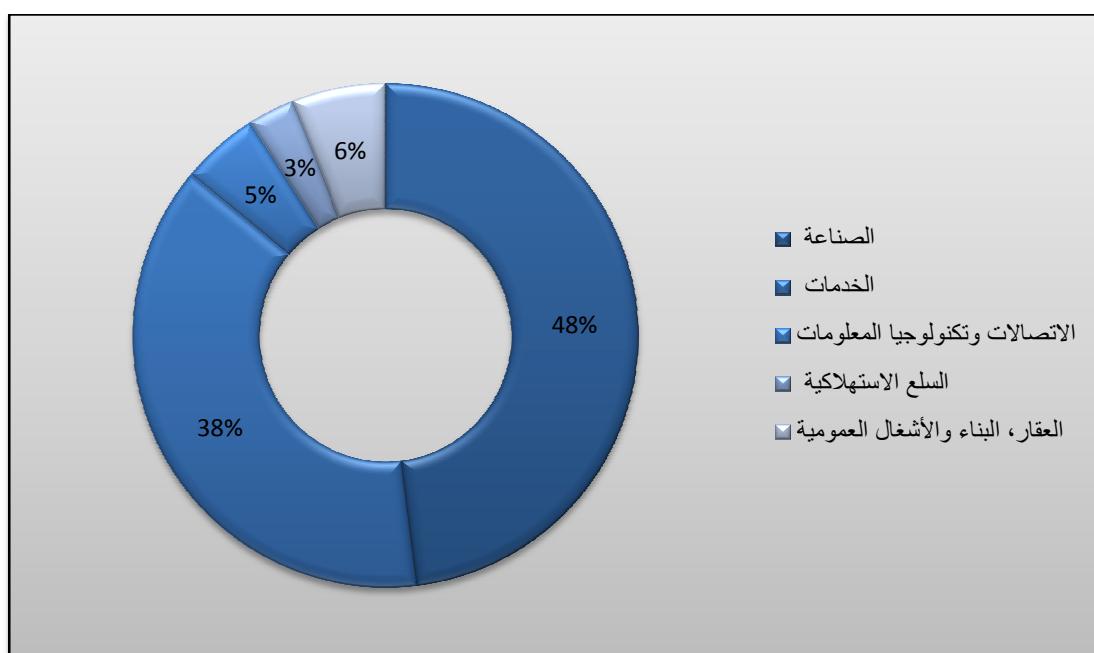
¹ بوقفة أحلام، **رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية**، مرجع سبق ذكره، ص 225.

على عكس التجارب الدولية السابقة التي تتمثل مصادر الأموال لشركات رأس المال المخاطر فيها في المؤسسات المالية كالبنوك، صناديق التقاعد، وشركات التأمين بنسبة كبيرة، إلا أن الواقع في الجزائر يختلف عن ذلك، حيث نلاحظ من خلال الشكل رقم(3-19) أن المصدر الحكومي يمثل 80% من الموارد المالية الموجهة لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

خامسا: القطاعات المملوكة من طرف شركات رأس المال المخاطر في الجزائر:

نبين في الشكل المولاي القطاعات التي يوجه إليها رأس المال المخاطر في الجزائر.

الشكل رقم(3-20): القطاعات المملوكة برأسي المال المخاطر في الجزائر.



المصدر: برققة أحلام، رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص محاسبة ومالية، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة، 2017، ص230.

يختلف توجه استثمارات رأس المال المخاطر في الجزائر عن توجه استثماراته في الدول الأخرى، لا سيما التي تطرقنا إلى تجاربها في التمويل برأسي المال المخاطر سابقا، حيث توجه أكبر نسبة من إجمالي رأس المال المخاطر المستثمر في هذه الدول للقطاعات التكنولوجية والتي تتسم بمخاطر أعلى عادة، في حين يوجه رأس المال المخاطر في الجزائر لقطاع الصناعة وقطاع الخدمات حيث تمثل 48% و38% من

إجمالي رأس المال المخاطر المستثمر في القطاعين على التوالي، ويحوز قطاع تكنولوجيا المعلومات على نسبة ضئيلة من إجمالي استثمارات رأس المال المخاطر والتي تمثل 5%.

المطلب الثاني: سبل تفعيل صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر:

تعتبر التجربة الجزائرية في التمويل برأس المال المخاطر مقارنة بالدول المذكورة سابقاً تجربة ضئيلة، وهذا يعود إلى بعض العوامل التي تعرقل نمو هذه الصناعة، نذكرها كما يلي¹:

- وجود نواقص في القانون المتعلق بتنظيم آلية عمل شركات رأس المال المخاطر، لا سيما فيما يتعلق بتحديد سقف مشاركة شركات رأس المال المخاطر الذي يضعها في وضعية الأغلبية رغم أن مساهماتها في حصة الأقلية.
- إسناد عملية الرقابة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، والذي يؤثر سلباً على نشاط شركات رأس المال المخاطر نظراً لبطء إجراءات هذا التنظيم.
- محدودية الموارد المالية، نتيجة غياب صناديق استثمار عمومية تعمل بكفاءة، إضافة إلى عدم توظيف المؤسسات المالية لأموالها في نشاط رأس المال المخاطر.
- غياب آليات خروج ملائمة، حيث أن عمليات الخروج تتم إما عن طريق الخروج الصناعي، أو بيع الحصة للأصحاب المؤسسة الأصلية.
- غياب آليات تضمن مساهمات شركات رأس المال المخاطر، عكس ما هو سائد في كثير من الدول التي أنشأت صناديق تتکفل بضمان مساهمات شركات رأس المال المخاطر.
- نقص الموارد البشرية المتخصصة، في حين تتطلب صناعة رأس المال المخاطر مهارات متخصصة.
- عدم وجود جمعية مهنية للمستثمرين برأس المال، حيث تمارس دوراً هاماً في تطوير صناعة رأس المال المخاطر من ناحية التنظيم والرقابة، كما يمكنها أن تمثل متعاملين رأس المال المخاطر أمام السلطات.

¹ قريشي محمد الصغير، *التمويل برأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة في الجزائر*، المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال، المجلد 07، العدد 01، مركز رفاد للدراسات والابحاث، 2019، ص28_29.

- غياب ثقافة المقاولة، وغياب روح المغامرة والمخاطرة لدى المؤسسات المالية الجزائرية، وكذا نقص الوعي وعدم الفهم الجيد لتقنية التمويل برأس المال المخاطر.

ولتفعيل هذه الصناعة في الجزائر نقترح السبل والآليات التالية:

- ❖ تحديد سقف مشاركة شركات رأس المال المخاطر في رأس مال المؤسسة المملوكة بأقل من 50%， لضمان بقاء أصحاب المؤسسة، كما هو الحال في صناعة رأس المال المخاطر التونسية تمثل حصة شركات رأس المال المخاطر 30% من رأس مال المؤسسة المملوكة.
- ❖ وضع إطار قانوني وضريبي يشجع المستثمرين محليين أم أجانبين على ممارسة نشاط رأس المال المخاطر.
- ❖ إنشاء صناديق استثمار عمومية تساهم في رأس مال المؤسسة، لتشجيع القطاع الخاص في هذا المجال.
- ❖ توفير آليات خروج ملائمة، تسهل وتشجع عملية التمويل برأس المال المخاطر.
- ❖ وضع آليات لضمان مساهمات شركات رأس المال المخاطر لتغطية المخاطر التي تسود عملية التمويل به.
- ❖ تكوين موارد بشرية متخصصة تعمل على مراقبة المشاريع والمؤسسات المملوكة، وكذا توفير مكاتب دراسات تقدم الاستشارة وخطط العمل ودراسات الجدوى الاقتصادية.
- ❖ نشر الثقافة المقاولاتية والتعريف بصناعة رأس المال المخاطر ونشاطها، وذلك لزيادة الوعي بهذه الصناعة.
- ❖ إنشاء جمعية مهنية للمستثمرين في رأس المال تعمل على تنظيم والرقابة على صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر.
- ❖ تحفيز شركات رأس المال المخاطر على تمويل ومتابعة المؤسسات في كل مراحل حياتها: مرحلة ما قبل الإنشاء، الانطلاق والتوسيع.
- ❖ تعتبر آلية الخروج عن طريق الطرح للاكتتاب العام خروجا ملكيا للمخاطرين برأس المال، لذا يجب تفعيل عمل بورصة الجزائر لتوفير سوق مالي لتمويل المؤسسات ويكون آلية خروج أفضل للمخاطرين برأس المال.

- ❖ تفعيل دور المؤسسات المالية على الاستثمار في رأس المال المخاطر خاصة البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد، والتي تعتبر أهم المستثمرين في رأس المال المخاطر في الدول الأخرى على غرار: الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، تونس وال السعودية.
- ❖ تفعيل دور حاضنات ومسرعات الأعمال من أجل دعم رواد الأعمال الشباب.
- ❖ تشجيع الابتكار والبحث والتطوير في الجامعات ومراكز البحث.

خلاصة الفصل:

تطرقنا خلال هذا الفصل إلى أهم التجارب الدولية الرائدة في صناعة رأس المال المخاطر، حيث قمنا بتحليل واقع صناعة رأس المال المخاطر في بعض الدول التي حققت نجاحاً باهراً في هذه الصناعة بغض النظر عن كونها دولة صناعية متطرفة أو دولة نامية، حيث توصلنا إلى أن النموذج الأمريكي يمثل النموذج الأمثل في هذه الصناعة، كما كانت التجربة الفرنسية من أكثر التجارب تميزاً من خلال التطور التي عرفته صناعة رأس المال المخاطر فيها في وقت قياسي، ورغم حداثة ظهور هذه الصناعة في البلدان العربية إلا أنها برزت مجموعة من التجارب الناجحة في هذا المجال على غرار المملكة العربية السعودية، وتونس اللتان تمكنتا من إرساء قواعد هذه الصناعة لدعم مؤسساتها و مختلف قطاعاتها الاقتصادية.

كما أشرنا في هذا الفصل إلى واقع صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر، والعوامل التي تعيق تطورها باعتبارها تجربة ضئيلة وغير كافية، كما ارتأينا أيضاً إلى تقديم اقتراحات لتفعيل هذه الصناعة في الجزائر والارتقاء بها على المستوى المطلوب.

خاتمة

خاتمة:

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج، واستخلصنا جملة من التوصيات التي تساهم في تفعيل وتطوير صناعة رأس المال المخاطر وتعزيز دورها في دعم قطاع ريادة الأعمال والنهوض بمؤسساته في الجزائر، وهذا انطلاقاً من التجارب الناجحة في هذا المجال.

تتمثل أهم نتائج الدراسة في ما يلي:

- ✓ الريادة عملية تنشأ عن فعل الريادي وتعتمد على مجموعة من الاستراتيجيات تتمثل في: الإبداع، الابتكار، التفرد، أخذ المخاطرة، والمبادرة.
- ✓ المؤسسات الريادية الصغيرة هي مؤسسات واعدة النمو تتطوي على مخاطر عالية، قائمة على أفكار مبتكرة كما تتطلب تكاليف صغيرة مقارنة بالأرباح التي تتحققها، وهذا ما جعلها تتميز على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التقليدية، بالإضافة إلى أنها مؤسسات قائمة على التغيير عكس المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تقوم على الثبات (وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى).
- ✓ في الوقت الراهن أصبحت المؤسسات الريادية الصغيرة من الدعائم الرئيسية لتحقيق التنمية بشقيها الاقتصادي والاجتماعي.
- ✓ قبل الوصول إلى مستوى النمو المتوقع من المؤسسة الريادية الصغيرة، تمر هذه الأخيرة بعدة مراحل تشهد فيها صعوبات وتذبذب في نشاطها، كما تختلف احتياجاتها المالية باختلاف مراحل حياتها التي تمر بها.
- ✓ تشكل الخصائص المالية للمؤسسات الريادية الصغيرة عائقاً أمام البنوك لتمويل هذا النوع من المؤسسات (وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية).
- ✓ يقوم التمويل برأس المال المخاطر على مبدأ المشاركة، فهو يزود المؤسسة الطالبة للتمويل بأموال تدمج في رأس مالها الخاص.
- ✓ ينطوي تحت مفهوم رأس المال المخاطر خصائص تتماشى وتناسب مع خصائص وميزات المؤسسة الريادية الصغيرة (وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة).
- ✓ صناعة رأس المال المخاطر صناعة انتقائية ترتكز على القطاعات ذات إمكانيات نمو عالية.

خاتمة

- ✓ يجمع رأس المال المخاطر رؤوس أموال من مستثمرين يتدخل بها في مختلف مراحل المؤسسة المملوكة.
- ✓ الشراكة التي تقوم بين شركات رأس المال المخاطر وأصحاب المؤسسة المملوكة هي شراكة مؤقتة غير دائمة، حيث تقوم شركة رأس المال المخاطر بالخروج من المؤسسة المملوكة عن طريق آليات للخروج، فاتحة المجال أمام مستثمرين آخرين.
- ✓ يلجأ المخاطرين برأس المال إلى إتباع إجراءات للتقليل من حالة عدم تماثل المعلومات التي تسود المؤسسات الريادية الصغيرة، من بين هذه الإجراءات: الدراسة المعمقة لخطة العمل، التمثيل في مجلس الإدارة، مرحلية التمويل، والمراقبة.
- ✓ يلعب رأس المال المخاطر دوراً مهماً في تمويل اقتصاديات الدول المتقدمة.
- ✓ قدمت الورقة نموذجاً عالمياً في صناعة رأس المال المخاطر، بالإضافة إلى التجربة الفرنسية، السعودية، و التونسية التي توجت بالنجاح في تطوير هذه الصناعة، وتعتبر تجارب دولية رائدة في هذا المجال، في حين كانت التجربة الجزائرية في صناعة رأس المال المخاطر متواضعة مقارنة بتلك التجارب والتي على ضوئها تسعى الحكومة الجزائرية لتفعيل وتطوير هذه صناعة (وهذا ما يؤكد على صحة الفرضية الرابعة).

على ضوء ما سبق نقدم التوصيات التالية:

- يجب العمل على نشر الثقافة المقاولاتية لدى المجتمع الجزائري، والتركيز على فئة الطلبة الجامعيين وذلك بإعداد برامج تكوينية ذات فعالية في الجامعات.
- يجب تشجيع الابتكار والبحث والتطوير في الجامعات ومرتكز البحث.
- تفعيل دور حاضنات الأعمال ومسرعات الأعمال لدعم الشباب وررواد الأعمال.
- تطوير وتفعيل دور الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولاتية في تمويل ودعم المؤسسات الريادية الصغيرة لتعويض إخفاق الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب في ذلك.
- زيادة الوعي بصناعة رأس المال المخاطر من خلال برمجة دورات ومحاضرات للتعرف بهذه الصناعة.
- إضافة تعديلات على القانون 11-06 خصوصاً فيما يتعلق بتحديد نسبة مساهمة شركات رأس المال المخاطر في رأس مال المؤسسة المملوكة.

خاتمة

- يجب على الحكومة تقديم تحفيزات ضريبية تشجع المستثمرين المحليين والأجانب على ممارسة نشاط رأس المال المخاطر.
- تشجيع القطاع الخاص على ممارسة نشاط رأس المال المخاطر من خلال إنشاء صناديق استثمار من طرف الدولة للمساهمة في رأس مال المؤسسات.
- توفير آليات تضمن مساهمات شركات رأس المال المخاطر في رأس مال المؤسسة، وذلك لتغطية المخاطر التمويلية الناجمة.
- تشجيع البنوك، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد على الاستثمار في رأس المال المخاطر.
- إنشاء جمعية مهنية للمستثمرين في رأس المال لتنظيم نشاط صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر.
- إنشاء معاهد مختصة في تكوين موارد بشرية تعمل على مرافقة ومتابعة المشاريع والمؤسسات المملوكة.
- تفعيل عمل السوق المالي الجزائري لتوفير قاعدة تمويلية للمؤسسات من جهة، وتوفير آلية خروج للمخاطرين برأس المال من جهة أخرى.
- توفير آليات خروج متنوعة وملائمة، تسهل عملية التمويل برأس المال المخاطر.
- التمعن والتحليل أكثر للنموذج الأمريكي والتجارب الأخرى الناجحة في صناعة رأس المال المخاطر، واستخلاص ايجابيات كل تجربة والاستفادة منها للنهوض بصناعة رأس المال المخاطر الجزائرية.

من خلال هذه الدراسة نقترح المواضيع التالية كمواضيع بحث مستقبلية:

- حوكمة العلاقة بين أطراف رأس التمويل برأس المال المخاطر.
- متطلبات تفعيل السوق المالي من أجل النهوض بصناعة رأس المال المخاطر.

قائمة المراجع

الكتب:

- باللغة العربية:

- السكارنة بلال خلف، الريادة وإدارة منظمات الأعمال، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الثالثة، الأردن، 2016.
- الشميري أحمد عبد الرحمن، المبيريك وفاء بنت ناصر، مبادئ ريادة الأعمال: المفاهيم والتطبيقات الأساسية لغير التخصصين، العبيكان للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، 2019.
- براق محمد، بن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2014.
- برنوطى سعاد نائف، إدارة الأعمال الصغيرة: أبعاد الريادة، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، الأردن، 2010.
- بوزرب خير الدين وآخرون، اشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، 2021.
- جراد علياء محمود، الصيفي فاطمة، ريادة الأعمال والمشروعات الصغيرة، مكتبة الاقتصاد بجامعة الإسكندرية، مصر، 2019.
- خريوطلي عامر، ريادة الأعمال وإدارة المشروعات الصغيرة والمتوسطة، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2018.
- خساونة عاكف لطفي، إدارة الإبداع والابتكار في منظمات الأعمال، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011.
- سويد داليا محفوظ، رمضان عبير حسن، ريادة الأعمال والمشروعات الصغيرة، مكتبة الاقتصاد بجامعة الإسكندرية، مصر، 2019.
- عبد الستار محمد العلي، النجار فايز جمعة صالح، الريادة وإدارة الأعمال الصغيرة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2008.
- عرفة سيد سالم، الجديد في إدارة المشاريع الصغيرة، دار الراية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- كافى مصطفى يوسف، ريادة الأعمال وإدارة المشاريع الصغيرة، دارأسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2019.
- مبارك مجدى عوض، الريادة في الأعمال: المفاهيم والمدخل العلمية، عالم الكتب الحديث للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.

- باللغة الفرنسية:

- Cherif Mondher, Dubreille Stéphane, Création De Valeur et Capital-Investissement, preason Education, France, 2009.

- باللغة الإنجليزية:

1. Thompson Richard, **Real venture capital**, Palgrave Macmillan, Third Edition, New York, United States, 2008.
2. wright Mike, **Entrepreneurship : a very short introduction**, oxford university press, first edition, UK, 2013.
3. Eric Ries, **The lean startup**,first edition, Crown Business, New yourk, 2011.

المجلات:

- باللغة العربية:

1. بربش السعيد، **رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر**، مجلة الباحث، العدد 05، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، 2007.
2. بعلوچ بلعيد، بوقفة أحلام، **دور رأس المال الاستثماري في تنوع مصادر التمويل في الجزائر**، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 01، العدد 04، جامعة عبد الحميد مهري، قسنطينة، 2017.
3. بلعابد سيف الإسلام النوي، قدي عبد المجيد، **مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 47، جامعة الإخوة منتوري، قسنطينة، 2017.
4. بلعيدي عبد الله، مقالتي عاشور، **المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع امكانية التكامل التنموي بينهما**، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 17، السادس الثاني، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2017.
5. بلعما أسماء، **التمويل الجماعي آلية مبتكرة لزيادة فرص تمويل الشركات الناشئة**، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 05، العدد 02، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2020.
6. بن دعاس زهير، عويسى أمين، **صيغ التمويل الإسلامي بين الواقع والمأمول**، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 04، جامعة المسيلة.
7. بوالشعور شريفة، **دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة startup:دراسة حالة الجزائر**، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الرابع، العدد 2، جامعة طاهري محمد، بشار، 2018.
8. بوعبد الله هيبة، حسين رحيم، **تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر**، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 06، العدد 01، جامعة البليدة 2.
9. بوقرة رابح، بن النوي أحلام، **استخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر**، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد 01، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016.
10. بوقفة أحلام، **واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE**، مجلة البحث الاقتصادية والمالية، المجلد الرابع، العدد الأول، جامعة أم البوقي، 2017.
11. تقية لياس، **متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كداعمة للتنمية الاقتصادية**، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 12، العدد 24، المدرسة العليا للتجارة، 2017.

12. حريد رامي، سالمة سارة، صناعة رأس المال المخاطر مصدر تمويلي بديل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الاقتصادية المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 09، العدد 02، جامعة محمد خضر، بسكرة، 2020.
13. حساني رقية، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 16، جامعة محمد خضر، بسكرة، 2009.
14. حمانة كمال، ضياف علية، رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05، جامعة 20 أكتوبر 1955، سكيكدة، 2016.
15. خليفة وفاء، صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية... النموذج المثالي، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، المجلد 05، العدد 02، مخبر الصناعات التقليدية، جامعة الجزائر 3، 2016.
16. خليل عبد القادر، زيدان عبد الرزاق، متطلبات تحقيق الريادة في القطاع المصرفي حالة بنك الفلاحة والتنمية الريفية، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 17، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2017.
17. خوني رابح، حريد رامي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 09، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2015.
18. خوني رابح، حريد رامي، منطق التدرج في مصادر التمويل لدى المؤسسات الصغيرة الإتكارية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 38/39، جامعة محمد خضر، بسكرة، 2015.
19. زادوكرب منير، رأس المال المخاطر كآلية من آليات الهندسة المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، جامعة البلدية، 2019.
20. سماي علي، أولاد ابراهيم ليلي، شركات رأس المال المخاطر كتقنية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة أبحاث اقتصادية معاصرة، العدد 01، جامعة الأغواط، 2018.
21. صاولي مراد، رأس المال المخاطر: استراتيجية رائدة لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد 43، فلسطين، 2018.
22. صولي علي، بورنان مصطفى، الاستراتيجيات المستخدمة في دعم و تمويل المؤسسات الناشئة، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 11، العدد 1، جامعة الجلفة، 2020.
23. قدور نبيلة، العربي حمزة، التمويل يرأس المال المخاطر وأهم تجاربها في بعض دول العالم، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد السابع، جامعة أم البوقي، 2017.
24. قريشي محمد الأخضر، ملائكة الأعمال كبديل تمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، المجلد 04، العدد 01، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2018.
25. قريشي محمد الصغير، التمويل يرأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبكرة في الجزائر، المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال، المجلد 07، العدد 01، مركز رفاد للدراسات والأبحاث، 2019.
26. قندوز عبد الكريم أحمد، مقترنات لتفعيل دور التمويل يرأس المال المخاطر بالملكة العربية السعودية، مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسهيل، العدد السادس، جامعة محمد الأول، وجدة-المغرب، 2017.

- باللغة الفرنسية:

1. Ati Abdessatar, Gannoun Ibtissem, Le Capital-Risque et Le Financement Des PME en Tunisie, Revue Tunisienne D'économie, 2018.
2. Himrane Mohammed, Salhi Mohammed, Le financement des PME par des Sociétés de Capital de Risque en Algérie, Revue Economies, Financières Bancaires ET de Management, Vol 5, Université, 2019.
3. Guillon Bernard, Montchaud Sandra, Le Capital à Risque et Les Jeunes Entreprises Innovantes : Problématique et Enjeux, Revue Internationale PME, Vol 16, N°3_4, Presses De L'université De Québec, Canada, 2003.
4. Villemeur Alian, Kettani Ghizlane, Le capital-Risque : Un Financement Efficace de L'innovation Sur Le long Term, Revue D'économie Financière, N°108, France, 2012.
5. Zouari Ezzeddine,Haddad Samia, Le financement par Le Capital-Risque En Tunisie : Réalités et Contraintes, Revue Marché et Organisations, N°26, 2016.

المدخلات:

- باللغة العربية:

1. ابراهيمي عبد الله، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل، مداخلة مقدمة لملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، تحت إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، يومي 17/18 أبريل، الجزائر، 2006.
2. إيثار عبد الهاדי محمد، سعدون محمد سلمان، دور ريادة منظمات الأعمال في التنمية الاقتصادية، مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الثاني حول الأداء المتميز للمنظمات والحكومات، جامعة ورقلة، يومي 22/23 نوفمبر، 2011.
3. براق محمد، بن الزاوي محمد الشريف، الهيكل المرافق والممساعدة في سوق رأس المال المخاطر، مداخلة مقدمة لملتقى وطني حول: إستراتيجيات التنظيم ومراقبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، يومي 18/19 أبريل 2012.
4. حجازي اسماعيل، روبنة عبد السميم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، مداخلة مقدمة لملتقى دولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، تحت إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، يومي 17 و 18 أبريل، الجزائر، 2006.
5. طرطار أحمد ، جباري شوقي ، شركات رأس المال المخاطر أداة فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مداخلة مقدمة في الأيام العلمية الدولية الثانية، حول المقاولاتية بعنوان: آليات دعم ومساعدة إنشاء المؤسسات في الجزائر الفرص والوعائق، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 03/04/05 ماي 2011.
6. مقلاتي صهراوي، التمويل برأس المال المخاطر منظور إسلامي، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، مداخلة مقدمة لمؤتمر المصادر الإسلامية بين الواقع والمأمول، من 31 ماي إلى 3 جوان، الإمارات، 2009.

- باللغة الإنجليزية:

1. Organization of Cooperation and Development Economic (OCDE), New Approaches to SME and Entrepreneurship financing : Broadening The Range of Instruments, Istanbul, 9_10 February 2015.

البحوث والدراسات والتقارير:

- باللغة العربية:

1. الشركة السعودية للاستثمار الجريء، تقرير الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية 2019، المملكة العربية السعودية، 2020.

2. الشركة السعودية للاستثمار الجريء، تقرير الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية 2020، المملكة العربية السعودية، 2021.

- باللغة الفرنسية:

1. Association Française Des Investisseurs En Capital, Le livre Blanc Du Capital-Investissement, France, 2012.
2. Association Marocaine Des Investisseurs En Capital, Capital Investissement Au Maroc : Guide Pratique Pour Entrepreneurs, Conférence des Nations Unies Sur le Commerce et Le Développement, Maroc, 2012.
3. Association Tunisienne des Investisseurs en Capital, Rapport Annuel 2018, Tunisie, 2019.
4. Association Tunisienne des Investisseurs en Capital, Rapport D'activités 2019, Tunisie, 2020.
5. Association Tunisienne des Investisseurs en Capital, Rapport Annuel 2020, Tunisie, 2021.
6. Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, Rapport Annuel 2017, Algérie, 2018.
7. Commission D'Organisation et de Surveillance des Opération de Bourse, Rapport Annuel 2018, Algérie, 2019.
8. Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, Rapport Annuel 2019, Algérie, 2020.
9. Commission D'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, Rapport Annuel 2020, Algérie, 2021.
10. France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement, 27^{ème} édition, France, 2017.
11. France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement, 28^{ème} édition, France, 2018.
12. France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement, 30^{ème} édition, France, 2019.
13. France Invest, Activité des Acteurs Français du Capital-Investissement, 32^{ème} édition, France, 2020.

14. France Invest, Activité Du Non-Coté En France : Capital-Investissement et Infrastructure, 34^{ème} édition, France, 2021.
15. Villemeur Alain, Alexandre André, Le Capital-Investissement et ses Leviers pour accélérer L'innovation, Complément à Rapport sur : Private Equity et Capitalisme Français, La Documentation Français, 2008.

- باللغة الإنجليزية :

1. Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2017, Data Provided by PitchBook, USA, 2017.
2. Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2019, Data Provided by PitchBook, USA, 2019.
3. Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2020, Data Provided by PitchBook, USA, 2020.
4. Nationale Venture Capital Association, Yearbook 2021, Data Provided by PitchBook, USA, 2021.
5. PitchBook-NVCA, Venture Monitor Q4 2018, USA, 2019.

الرسائل والمذكرات الجامعية :

- باللغة العربية :

1. السبتي محمد, فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة, مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير, تخصص إدارة مالية, جامعة منتوري, قسنطينة, 2008_2009.
2. بلعيدي عبد الله, التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة, مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير, تخصص اقتصاد إسلامي, جامعة الحاج لخضر, باتنة, 2007_2008.
3. بوقة أحلام, رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية, أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه, تخصص محاسبة ومالية, جامعة عبد الحميد مهري, قسنطينة, 2017_2018.
4. حريد رامي, البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة, رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه, تخصص اقتصاديات النقد والبنوك والأسواق المالية, جامعة محمد خضر، بسكرة, 2014_2015.
5. سحنون سمير, فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر, رسالة لنيل شهادة الدكتوراه, تخصص اقتصاد التنمية, جامعة أبي بكر بلقايد, تلمسان, 2012_2013.
6. طالبي خالد, دور القرض الإيجاري في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة, مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية, تخصص تمويل دولي والمؤسسات التقنية والمالية, جامعة منتوري قسنطينة, 2010_2011.

7. طحي سماح، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص مالية، جامعة العربي بن مهدي، أم البوقي، 2013_2014.
8. عبيش سامية، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، فرع التنظيم الاقتصادي، جامعة قسنطينة 1، 2013_2014.
9. محمد سعد ناصر، رأس المال المخاطر : نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، رسالة ماجستير، جامعة الإمام محمد بن سعود، المملكة العربية السعودية، 2012.

- باللغة الفرنسية:

1. Ganon Stéphanie, L'innovation ouverte en support à la phase d'expansion de la startup, thèse de magister présenté à L'École de thechnologie sepérieure, université de québec, canada, 2018.
2. Mairif Asma, Le Financement des PME par Le Capital investissement, Mémoire de Magister, Option Finance, Ecole Supérieure de Commerce d'Alger, 2015_ 2016.
3. Taalba Yazid, Le capital-risque réalités algériennes et perspectives de développement, Mémoire de fin d'études, Ecole supérieure de banque, Algérie, 2003.

القوانين:

- باللغة العربية:

1. القانون 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006، يتعلق بشركات رأس الاستثماري، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة بتاريخ 2006/06/25.

موقع الانترنت:

1. WWW. ASICOM.Com.
2. WWW. SOFINANCE. Com.
3. Paul graham.com/growth.html.