

صناعة رأس المال المخاطر مصدر تمويلي بديل للمؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة

- دراسة حالة شركة "Sofinance" -

The Venture Capital Industry as an alternative source of financing for small and medium industrial enterprises-Sofinance Case Study-رامي حرید¹، سارة سلامة²¹ المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف-ميلة، r.harid@centre-univ-mila.dz² جامعة باجي مختار-عنابة، slamas-88@hotmail.com

تاريخ النشر: 2020/12/31

تاريخ القبول: 2020/12/02

تاريخ الاستلام: 2020/10/31

ملخص: تهدف هذه الدراسة إلى التعريف برأس المال المخاطر وازداد خصائصه وفعالته في تمويل المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة. كما تهدف إلى الكشف عن مدى مساهمة شركة Sofinance في تمويل المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة وفق تقنية رأس المال المخاطر.

وقد توصلت الدراسة إلى أن رأس المال المخاطر يعتبر بديلا فعالا لتمويل المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة كونه يتماشى مع أحد أهم خصائصها المالية ألا وهي خاصية عدم تماثل المعلومات، كما توصلت أيضا إلى أن عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العاملة في قطاع الصناعة والممولة من طرف شركة Sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر يبقى مقبول إذا ما نظرنا إلى إجمالي عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف شركة Sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر. كلمات مفتاحية: صناعة رأس المال المخاطر، التمويل، المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة، شركة Sofinance.

تصنيفات JEL : G24

Abstract: This study aims to define venture capital and highlight its characteristics and effectiveness as an alternative to financing for small and medium-sized industrial enterprises. It also aims to highlight the extent of the contribution of the company "Sofinance" to the financing of small and medium-sized industrial enterprises using the risk capital technique.

The study concluded that venture capital is an effective alternative to financing small and medium-sized industrial enterprises, as it goes well with one of its most important financial characteristics, which is the property of information asymmetry. It also concluded that the number of small and medium-sized enterprises operating in the industrial sector and financed by the company "Sofinance" according to the venture capital technique remains acceptable if we consider the total number of small and medium-sized enterprises financed by the technique of risk capital in the company "Sofinance".

Keywords: Venture capital industry, The financing, Small and medium-sized industrial enterprises, Company "Sofinance".

Jel Classification Codes: G24

المؤلف المرسل: رامي حرید، الإيميل: r.harid@centre-univ-mila.dz

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - خاصة الصناعية منها- قاطرة للنمو الاقتصادي والمحرك الأساسي للتنمية لما تتمتع به من مميزات عديدة ومتنوعة قلما نجدها في نوع آخر من المؤسسات مثل القدرة الكبيرة على الإبداع والابتكار وإنتاج سلع وخدمات ذات قيمة مضافة واكتشاف موارد جديدة وتنويع الهيكل الاقتصادي وخلق فرص عمل وغيرها من المزايا، ولذلك أولت دول كثيرة اهتماما خاصا بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وقدمت لها الدعم والمساعدات بمختلف السبل ووفقا للإمكانيات المتاحة. وعلى غرار هذه الدول، أدركت السلطات الجزائرية أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - خاصة الصناعية منها- في النهوض بالاقتصاد الوطني والخروج من التبعية لقطاع المحروقات؛ فقامت بتهيئة المناخ المناسب لنشاط هذه المؤسسات ومنح تسهيلات لها من أجل النمو والتطور وذلك بإنشاء العديد من الوكالات والصناديق التي تعمل على دعم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من بينها الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب، الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار، الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر، وصندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. في السياق ذاته، فقد اتجهت السلطات الجزائرية أيضا إلى وضع الأطر التشريعية والتنظيمية لنشاط الأنماط التمويلية البديلة وتحسينها باستمرار، حتى تساهم هذه الأخيرة بفعالية في سد الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي عجز على سدها نظام الإقراض بفائدة. ومن بين تلك الأنماط التمويلية البديلة نجد صناعة رأس المال المخاطر التي أثبتت فعاليتها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - خاصة الصناعية منها- كونها تتماشى مع خصائصها المالية واحتياجاتها التمويلية.

وعلى ضوء ما تقدم، يمكن حصر إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

إلى أي مدى تساهم الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف "Sofinance" في تمويل

المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة وفق تقنية رأس المال المخاطر؟

وتهدف الدراسة إلى: التعريف برأس المال المخاطر وإبراز خصائصه وتوقيت دخوله في تمويل

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وكذا فعاليته كبديل تمويلي يتماشى مع الخصائص المالية للمؤسسات

الصغيرة والمتوسطة واحتياجاتها التمويلية. كما تهدف إلى الكشف عن مدى مساهمة شركة المالية

للاستثمارات، المساهمة والتوظيف "Sofinance" في تمويل المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة

وفق تقنية رأس المال المخاطر.

وتنطلق الدراسة من فرضيات مفادها: أن رأس المال المخاطر يعتبر بديلا فعالا لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - خاصة الصناعية منها- لأنه يتماشى مع خصائصها واحتياجاتها المالية. كما تفترض أن حجم التمويل برأس المال المخاطر على مستوى شركة "Sofinance" ضعيف مقارنة بباقي التمويلات الأخرى، وأن عدد المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة الحاصلة على التمويل من طرف شركة "Sofinance" وفق تقنية رأس المال المخاطر مقبول مقارنة بالعدد الإجمالي للمؤسسات الصغيرة الممولة بتقنية رأس المال المخاطر.

2. نشأة صناعة رأس المال المخاطر، مفهومها وخصائصها

سنقوم في هذا المحور بإعطاء لمحة تاريخية عن نشأت وتطور تقنية رأس المال المخاطر، ثم عرض مفهومها، وأخيرا إلقاء الضوء على أهم السمات أو الخصائص التي تتميز بها تقنية رأس المال المخاطر.

1.2 نشأة وانتشار صناعة رأس المال المخاطر: تنسب النشأة الحديثة لرأس المال المخاطر إلى الجنرال الفرنسي Georges Doriot. هذا الأخير ولد في باريس عام 1899 ليكون ضابطا بالجيش الفرنسي أثناء الحرب العالمية الأولى، وبعد انتهاء الحرب تحصل على شهادة تخرج من جامعة باريس، ليتقل بعدها للعيش بالو.م.أ وهو في سن الثانية والعشرون، أين التحق بجامعة هارفارد (Harvard Business School) عام 1921 وأصبح أستاذ في المناجمنت الصناعية (Mangement industriel) عام 1926 (Bouatouata, 2005, p. 70).

قبل اندلاع الحرب العالمية الثانية أدرك الجيش الأمريكي أن الحروب الجديدة ستكون حروب تكنولوجية بالدرجة الأولى، وهذه الأخيرة لا يمكن بلوغها بدون مساهمة حاسمة من أشخاص متخصصين في البحث والتطوير (La recherche-développement R&D)، لذلك قام البتاغون أثناء الحرب العالمية الثانية، بمناذاة George Doriot وضمه إلى الجيش الأمريكي عام 1940 بعد تجنيسه ومنحه رتبة جنرال، وقد أسندت إليه مهمة إدارة شعبة التخطيط العسكري أين كان يعمل تحت سلطته جمع من علماء الطبقة الأولى الذين يعملون بصورة رئيسية في أعمال البحث والتطوير، وقد ساعد ذلك على تطوير وتصنيع بدلات ومعدات جديدة مقاومة للظروف المناخية، وكذا تطوير مواد بلاستيكية جديدة... إلخ (Bouatouata, 2005, pp. 69-71).

بعد أن وضعت الحرب العالمية الثانية أوزارها عاد George Doriot إلى جامعة هارفارد، وقام بناء على الخبرة التي اكتسبها طيلة فترة تواجده بوزارة الدفاع الأمريكية بتفعيل فكرة تمويل البحث

والتطوير، حيث دعا إلى ضرورة خلق شركات تحقق فتوحات (Des percées) علمية، تكنولوجية، وتنظيمية، تؤسس من طرف أشخاص تختلف طبيعتهم عن رجال الأعمال التقليديين (Businessmen Classiques) (Bouatouata, 2005, p. 71).

وقد تم تأسيس أول شركة رأس المال المخاطر في ولاية بوسطن الأمريكية عام 1946 من طرف Karl Compton مدير معهد Massachusetts للتكنولوجيا و Georges Doriot، والتي تحمل اسم الأمريكية للبحث والتطوير (American Research & Development-ARD)، بهدف المساهمة في رأس مال المؤسسات ذات المخاطر العالية والتكنولوجية المتقدمة، وقد حققت (ARD) نجاحات كبيرة في استثماراتها التي انتقلت من 70 ألف دولار إلى 335 مليون دولار في ظرف 26 سنة. وإلى فترة الستينات إلى السبعينات كانت أغلب شركات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن شركات مدرجة في سوق رأس المال، لكن في بداية الثمانينات، وبسبب التعديلات التنظيمية المتعلقة بقواعد الاستثمار المؤسسي، أصبحت شركات رأس المال المخاطر تحت الشكل القانوني لشركة ذات مسؤولية محدودة (Limited Partnership) هي السائدة (Glachant & al, 2008, p. 29).

وقد يتساءل البعض عن أسباب سبق ظهور وتطبيق رأس المال المخاطر في الو.م.أ بشكل كبير واحتلالها المراكز الأولى عالميا في هذا المجال، ونشير في هذا الصدد أنه إلى جانب التقدم التكنولوجي الهائل والاختراعات المتعددة التي تميز بها الاقتصاد الأمريكي في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، فإن هذا البلد يتميز بنظم وثقافة يحترمان ويعظمان المبادرات والمجازفات. فعلى سبيل المثال، فإن الطلاب في المدارس غالبا ما يشجعون على أخذ المجازفة، فتجد جامعتا Cornell University و Iowa State University تدعمان ريادة الأعمال من قبل هيئة التدريس والطلاب، وتعرض هاتان الجامعتان على الطلاب والخريجين فكرة بناء حياتهم المهنية من خلال إطلاق مشروع عمل، كما تدعماهم في أبحاثهم وفي تنظيم وإدارة مبادرتهم. ويضاف إلى كل هذا أن المنظومة المجتمعية الأمريكية ككل تنظر إلى الفشل كجزء متكامل من النجاح، وفقا للحكمة القائلة "إذا في البدء لم تنجح، فجرب وجرب مرة أخرى وجرب مرة جديدة" (الإسكوا، 2007، صفحة 20).

وإدراكا لكون عمل رأس المال المخاطر يمثل حافزا حيويا في تنمية العديد من الصناعات الجديدة ومن ثم فهو يشكل عاملا هاما في نمو الاقتصاد وتحقيق الثروة، بدأت العديد من الدول الأوروبية في خلق مناخ للصناعات الناجحة لرأس المال المخاطر، حيث تطور أولا في إنجلترا، ثم في فرنسا وهولندا، ثم تطور فيما

بعد في ألمانيا (Lachmann, 1999, p. 20). وقد بلغ حجم استثمار رأس المال المخاطر خلال سنة 2018 في المملكة المتحدة 7.7 مليار دولار، وفي ألمانيا 4.4 مليار دولار، وفي فرنسا 3.7 مليار دولار، أما في هولندا فقد بلغ 0.6 مليار دولار (Dealroom.co, February 2019).

2.2 تعريف صناعة رأس المال المخاطر: لقد تعددت التعاريف الخاصة بصناعة رأس المال المخاطر بتعدد وجهات النظر المتعلقة بها، وفيما يلي أهم التعريفات المتبناة للدلالة على هذه التقنية التمويلية: حسب Pierre BATTINI، رأس المال المخاطر هو عبارة عن تقنية تمويلية مبتكرة تقوم على أساس المساهمة بالأموال الخاصة في رأس مال المؤسسات الغير مدرجة بالبورصة لتمويل مختلف مراحل حياتها، من الإنشاء إلى التحويل مروراً بمرحلة الانطلاق والنمو (Battini, 2006, p. 13).

ويعرفه Françoise BASTIE على أنه عبارة عن مساهمات في رأس مال المؤسسات التي عادة ما تكون غير مسعرة (Non Cotées)، وذلك لتمويل المراحل التي تسبق إنشاؤها، و/أو تمويل انطلاقها، و/أو تمويل تطويرها، و/أو تمويل تحويل ملكيتها (Bastie & Cieply, 2008). وتعرف جمعية رأس المال المخاطر الأوروبية (EVCA) رأس المال المخاطر بأنه رأس المال الذي يمول بواسطة وسيط مالي متخصص، مثل شركة رأس المال المخاطر، لدعم مشروعات ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تنطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد، أملاً في الحصول على فائض قيمة في المستقبل البعيد نسبياً حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات (مقلاقي، 2009، صفحة 13).

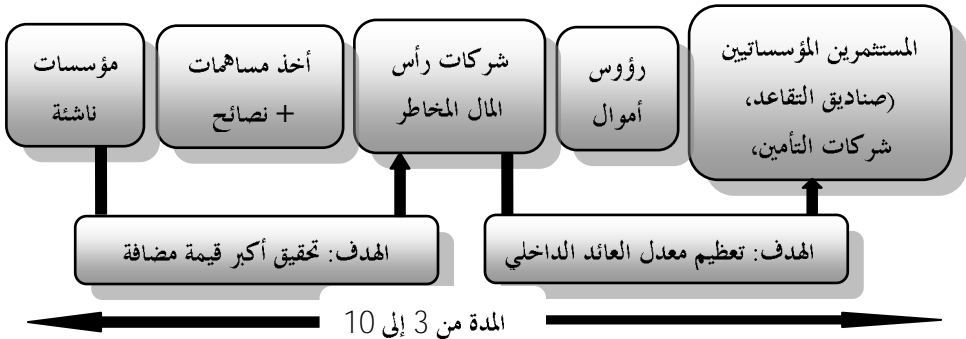
أما تعريف المشرع الجزائري لرأس المال المخاطر فجاء كما يلي: "تهدف شركة رأس المال المخاطر إلى المشاركة في رأسمال الشركة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة للمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة. يمارس نشاط رأس المال المخاطر من قبل الشركة، لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وحسب مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل. تتمثل كفاءات تدخل شركة رأس المال المخاطر في رأس مال الجدوى، رأس مال التأسيس، رأس مال النمو، رأس مال التحويل، استرجاع مساهمات، و/أو حصص يحوزها مخاطر برأس المال أخر، وتدخل شركة رأس المال المخاطر بواسطة اكتتاب أو اقتناء أسهم عادية، و/أو شهادات استثمارية،

و/أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، و/أو حصص الشركاء" (الجريدة الرسمية، 2006، صفحة 04).

مما سبق نصل إلى تعريف رأس المال المخاطر على أنه كل رأس مال يتولى توفير الغطاء التمويلي لمؤسسات عادة ما تكون غير مدرجة بالبورصة، والتي تكون فيها كل من درجة المخاطرة وإمكانيات الحصول على عوائد هامة للاستثمار مرتفعة المستوى، وتظل شركة رأس المال المخاطر شريكة في رأس المال لمدة تتراوح ما بين 3 إلى 10 سنوات تقدم خلالها للمؤسسات الممولة - إضافة للموارد المالية اللازمة- المساعدة التسييرية (Assistance Managériale) والرقابة المكثفة (Surveillance intensive) على جميع الأنشطة التي تقوم بها.

يوضح الشكل الموالي عمليات رأس المال المخاطر.

الشكل 1: عمليات رأس المال المخاطر



Source: (Cherif, 2000, p. 19)

3.2 خصائص صناعة رأس المال المخاطر: من خلال استعراضنا لمفهوم رأس المال المخاطر يتبين أنه يتميز بالعديد من الخصائص التي تجعله يتفوق على التمويل الكلاسيكي في نواحي عديدة، وفيما يلي عرض لأهم هذه الخصائص:

1.3.2 استثمار في مؤسسات غير مسعرة بالبورصة: يمارس رأس المال المخاطر نشاطه من خلال المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الغير مقيدة بالبورصة والتي تظهر إمكانيات نمو وتطور قوية، وتسمح رؤوس الأموال المقدمة من قبل المستثمرين - عادة مستثمرين مؤسساتيين- بتكوين المؤسسة وتمويل تطوير أول منتج لها، أو تمويل تصنيعه وتسويقه (Cherif, Le capital -risque, 2008, p. 49).

2.3.2 يشكل رأس المال المخاطر حصة في حقوق المساهمين: إن تدخل رأس المال المخاطر في تمويل ومساعدة المؤسسات الص والم يكون على مستوى أعلى الميزانية (Haut de Bilan)، عكس التمويل الكلاسيكي الذي يكون على مستوى أسفل الميزانية (Bas de Bilan)، وهذا ما يعطي للمخاطرين برأس المال نسب ملكية تمكنهم من ممارسة سلطة رقابية على المشاريع الممولة (Lachmann, 1999, p. 15). وغالبا ما تكون المفاوضات بين المخاطرين برأس المال

وأصحاب المشروعات التي سيتم تمويلها حول نسب الملكية المعروضة على المخاطرين برأس المال شاقة ومضنية، حيث يشكل تحديد هذه النسب عائقا كبيرا أمام ازدهار رأس المال المخاطر وتعاضم دوره في تمويل المؤسسات الص والم، إذ غالبا ما يحرص أصحاب هذه المؤسسات أن تكون هذه النسب ضئيلة بحيث لا تسمح للمخاطرين برأس المال بالسيطرة على المشروع (عبد الباقي، 2010، صفحة 12).

3.3.2 استثمار لمدة زمنية قصوى محددة: يتميز نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد

مقدما للتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادي للمشروع موضوع التمويل، حيث يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل المؤسسات الص والم غير المسعرة لفترة تتراوح من 3 إلى 10 سنوات، وخلال هذه الفترة لا يحق للمخاطرين برأس المال استرداد أصل رأس المال وعائده، وإنما يتم هذا الاسترداد من خلال بيع مساهمتهم أو إدراجها بالبورصة وذلك عندما يبدأ المشروع في تحقيق عوائد مالية (Engelhardi & Gantenbein, 2010, p. 11).

4.3.2 المستثمر عبارة عن شريك نشط: يلعب المخاطر برأس المال دورا نشطا داخل المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة التي يتم تمويلها، إذ يقوم بتقديم النصح والارشاد لإدارة المؤسسة ومتابعة كل العمليات الاستراتيجية التي تقوم بها (Cherif, Le capital-risque, 2008, p. 49). ودائما ما يكون للمخاطر برأس المال ممثلين في مجلس إدارة المشروع، وقد يشكل هذا الأمر عائقا أمام ازدهار نشاط رأس المال المخاطر، وذلك بسبب تخوف أصحاب المشروعات خاصة الصغيرة والمتوسطة منها التي يتم تمويلها برأس المال المخاطر من فقدان سيطرتهم على المشروع لصالح المخاطرين برأس المال (عبد الباقي، 2010، صفحة 13).

5.3.2 تمويل بدون ضمانات: إن التمويل برأس المال المخاطر يتحقق بدون ضمانات كونه يقوم على

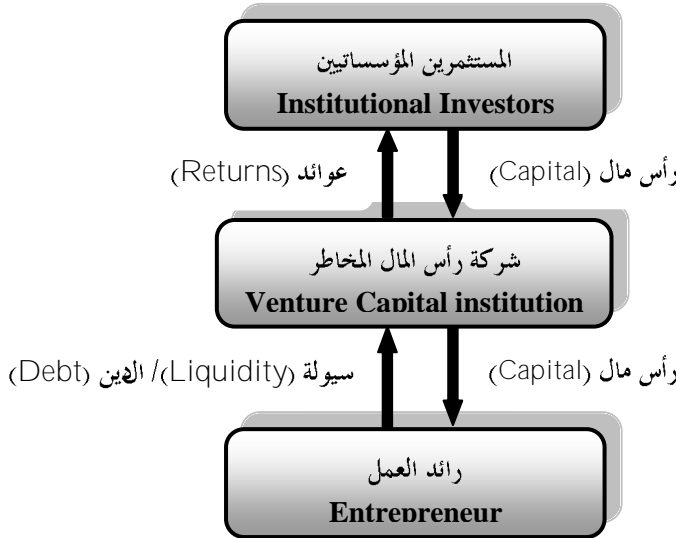
أساس المشاركة في الأرباح والخسائر، وهذا ما يجعله بديلا هاما للتمويل الكلاسيكي الذي يركز على الضمانات (رهن حيازي، رهن عقاري، كفالات...) من أجل استرداد مبلغ القرض وعائده

(Battini, 2006, p. 31)، وبما أن أغلب المؤسسات الص والم حديثة النشأة تفتقر إلى الضمانات الكافية التي تؤهلها للحصول على قرض طويل الأجل من البنوك، فإن التمويل برأس المال المخاطر يعد بديلا هاما لنموها وتطورها إذا ما تم إعداد خطة عمل جيدة تجذب بها انتباه المستثمرين لرفدها بمساهمات رأسمالية.

6.3.2 يأخذ حصة الأغلبية أو الأقلية في المؤسسات الممولة: يتوقف ذلك على عاملين هما: مبلغ الاستثمار وقيمة المؤسسة، ففي الحالة التي يكون فيها تدخل رأس المال المخاطر من أجل تمويل مرحلة التطور فإن المخاطر برأس المال يأخذ حصة الأقلية (Minoritaire) في رأس مال المؤسسة، بينما يأخذ مالكتها حصة الأكثرية (Majoritaire)، أما لو كان تدخل رأس المال المخاطر من أجل تمويل تحويل الملكية فإن المالك في هذه الحالة يأخذ حصة الأقلية، في حين يأخذ المخاطر برأس المال حصة الأكثرية بسبب المبلغ الكبير المستثمر في هذه المرحلة (Battini, 2006, p. 31).

7.3.2 يأخذ شكل وساطة مالية: يعتبر رأس المال المخاطر أيضا بمثابة وساطة مالية تقوم على أساس المشاركة بين أطراف العملية التمويلية، حيث تتلقى شركات رأس المال المخاطر الأموال من المستثمرين لتوظيفها في شكل مساهمات في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لها أسواق واعدة، والتي يكون هدفها عادة وضع أفكار وأبحاث تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع (De Fontaine Vive, 2008, p. 45)، والشكل الموالي يوضح أكثر الوساطة المالية لرأس المال

المخاطر. الشكل 2: الوساطة المالية لرأس المال المخاطر



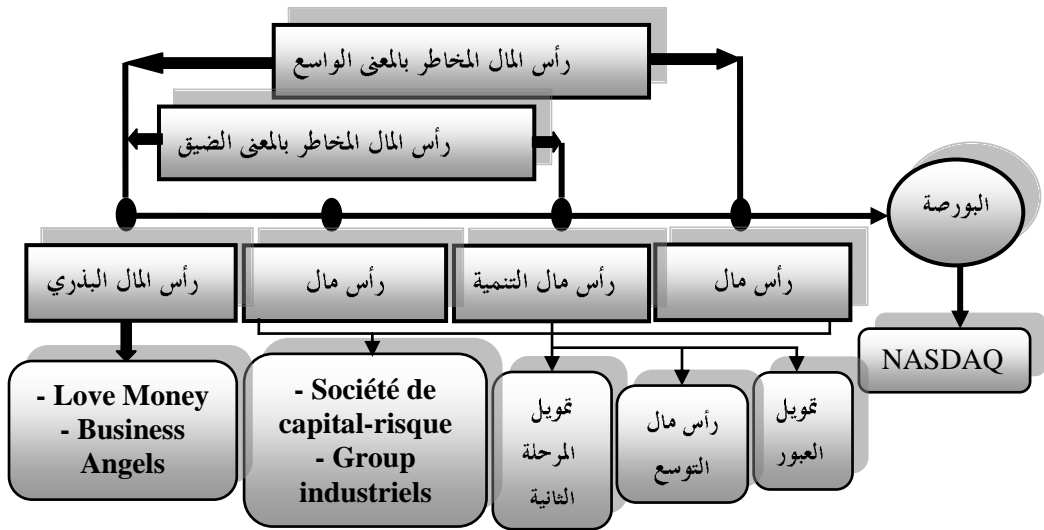
Source: (J. Cumming & A. Johan, 2009, p. 04)

بعد أن تطرقنا في المحور الأول للإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر، بتقديم نبذة تاريخية عن نشأته وتطوره إضافة إلى مفهومه وأهم خصائصه، سننتقل في المحور الموالي إلى دراسة توقيت دخوله في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

3. توقيت دخول رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل الأبحاث ودراسات الجدوى لفكرة ما، و/أو لتمويل بدء المشروع الصغير وتكوين البنية التحتية له، و/أو لتمويل مشاريع صغيرة قائمة في السوق وذات إنتاجية لكنها ترغب في التوسع والنمو، و/أو لتوفير التمويل لمساعدة المشروع الصغير والمتوسط للعبور والنجاح وتحقيق أهدافه، و/أو لتمويل تحويل الملكية. وللتوضيح أكثر نعرض الشكل الموالي الذي يبين مختلف نشاطات رأس المال المخاطر.

الشكل 3: نشاطات رأس المال المخاطر



Source: (Cherif, Le capital-risque, 2008, p. 39)

1.3 رأس المال البذري (**Capital d'amorçage**): يتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل المرحلة التي تسبق الإنشاء (Stephany, 2003, p. 09)، أو كما يسميها البعض مرحلة الصفر (**Zéro stage**) (Lachmann, 1999, p. 30)، حيث يوفر رؤوس الأموال اللازمة لتغطية الاحتياجات التمويلية للمرحلة ما قبل البداية التجارية للمشروع وما تتضمنه من نفقات البحث والتطوير (R&D) وتحليل السوق (Analysis of the Market)، وبما أن رأس المال البذري

نشاط تمويلي عالي المخاطرة بسبب احتمالات النجاح التي تبقى غير مؤكدة فإن تأمينه صعب جدا، حيث لا يجذب اهتمام المستثمرين، إلا أولئك الذين لهم معرفة عن قرب بالصناعة المتعلقة بهذه الفكرة، ورؤية لما يمكن أن ينتج عنها، وبالتالي لا يمكن تصور تقديم رأس المال البذري إلا من مصدرين أحدهما غير رسمي من الأفراد والأصدقاء (Love Money) وملائكة الأعمال (Business Angels)، والثاني رسمي من السلطات العمومية عن طريق الصناديق البذرية (Fonds d'amorçage) (Engelhardi & Gantenbein, 2010, p. 13). وبانتهاء هذه المرحلة تكون المؤسسة قد أعدت خطة عمل من أجل إقناع المستثمرين على تمويل الانطلاق (Lachmann, 1999, p. 30).

2.3 رأس مال الانطلاق (**Capital de démarrage**): يتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل مرحلتي الإنشاء (La création) والنمو الأولى (La post-création)، حيث يوفر في المرحلة الأولى الأموال اللازمة لاستكمال تطوير المنتجات التي لا تزال في طور الاختبار أو الإنتاج التحريبي (Onimus, 2011, p. 08)، كما يوفر أيضا الأموال اللازمة لتغطية التكاليف المبدئية وهي تكلفة الأرض والمباني والآلات والمعدات (مصطفى، 2005، صفحة 1594). أما في مرحلة النمو الأولى (الستين الأولى والثانية من حياة المؤسسة) تكون المؤسسة قد انتهت من تطوير منتجاتها ودخلت في مرحلة البدء في التصنيع وتحويل الابتكار إلى نشاط تجاري، وكذا البدء في وضع استراتيجية تسويقية لمنتجاتها... إلخ، كل ذلك يتطلب رؤوس أموال كبيرة توفرها شركات رأس المال المخاطر بتدخلها لتمويل هذه المرحلة ومرحلة الإنشاء (Engelhardi & Gantenbein, 2010, p. 13).

3.3 رأس مال النمو (**Capital de développement**): وهو رأس مال محجوز للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الابتكارية التي بلغت نقطة التعادل أو عتبة المردود (Seuil de rentabilité) (Stephany, 2003, p. 09)، وأصبحت في حاجة إلى رؤوس أموال خاصة لتمويل نموها، وذلك عن طريق مثلا تعزيز سياستها التجارية، إجراء تعديلات على مستوى الإنتاج، إطلاق منتج جديد، اختراق أسواق خارجية... إلخ (Lachmann, 1999, p. 31). وعلى العموم فإن رأس مال التنمية يستجيب لاحتياجات كل من (Lachmann, 1999, pp. 31-32): أولا، تمويل مرحلة النمو الثانية (Second stage): أو الدورة التمويلية الثانية (Deuxième tour de table financier)، حيث تسمح الموارد المالية الوفيرة من تغطية

الاحتياجات من رأس المال العامل الناتجة عن النمو في المبيعات؛ ثانيا، تمويل التوسع (Expansion capital): أو الدورة التمويلية الثالثة (Troisième tour de table financier)، حيث تسمح الموارد المالية الموفرة بإجراء توسعات جديدة في القدرات الانتاجية أو توسيع وتطوير الشبكة التجارية؛ ثالثا؛ تمويل الانتظار (Le financement d'attente): أو تمويل الميزانين (Mezzanine Financing)، أو تمويل الجسر (Bridge Financing)، حيث يوفر رأس المال المخاطر في هذه المرحلة دورة تمويلية إضافية تسمح بالعبور إلى الثمرة النهائية للمشروع، أين تستأنف المؤسسة من قبل شركة أخرى أو تدرج بالبورصة.

4.3 رأس مال التحويل (Capital-transmission): ويسمى أيضا رأس مال الاستئناف (Capital-reprise) (Stephany, 2003, p. 09)، حيث يتدخل المخاطرين برأس المال في هذه المرحلة لتقديم المساعدة للفريق المسير، أو للعمال، أو للفريق المسير الجديد من أجل شراء المؤسسة (Bouatouata, 2005, p. 53).

5.3 رأس مال التصحيح (Capital-retournement): يخصص رأس مال التصحيح للمؤسسات القائمة فعلا ولكنها تعاني من صعوبات مالية أو تشغيلية، بهدف تقويمها وتمكينها من تحسين أدائها (Onimus, 2011, p. 10). حيث يقوم المخاطرين برأس المال بالاستحواذ على كل رأس مال المؤسسة أو على حصة الأغلبية في رأسمالها (Part Majoritaire)، ومن ثم حقن الموارد المالية اللازمة لتنفيذ خطة الإنعاش أو التقويم (Plan de Redressement)، والتي تهدف إلى الحفاظ على مناصب العمل الموجودة أولا ثم إدخال إصلاحات وتعديلات على باقي أقسام المؤسسة (Glachant & al, 2008, p. 25). ويستمر تواجد رأس مال التصحيح في المؤسسة حتى تعيد هذه الأخيرة ترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح.

4. فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة

إن المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة التي هي في مراحل نشأتها الأولى والتي قد يرى الآخرون أن مشاريعها تنطوي على مخاطر شديدة فلا يرجح أن تتاح لها إمكانية اللجوء إلى التمويل الداخلي أو أن تتمكن من إيجاد تدفقات نقدية كافية على وجه السرعة. وفي هذه الحالات، تبرز أوجه عدم تماثل المعلومات بوزن شديد لأنه لا يوجد سجل سابق (Track record) للمؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة يمكن من خلاله الإطلاع على مهارات المقاوله لدى مسيرها أو على

رمجيتها (UNCTAD, 2008, p. 93). ونتيجة لذلك، فإن المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة تواجه صعوبات جسيمة في الحصول على قروض مصرفية طويلة الأجل خاصة في ظل نقص الضمانات.

وهنا يأتي الدور على المخاطرين برأس المال (Capital-riskueurs) لتمويل المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة ذات المخاطر المرتفعة التي لا يقبل على تمويلها عادة البنوك التقليدية والمؤسسات المالية الأخرى، وذلك بسبب عدم تماثل المعلومات وشدة المخاطر الناتجة بالأساس عن نقص الأصول التي يمكن استخدامها كضمانة. وبعبارة أخرى، يقبل المخاطرين برأس المال، على عكس البنوك، على التمويل بدون ضمانات.

وفقا لـ Lerner، فإن المخاطرين برأس المال يقدمون أيضا مشورتهم الفنية إلى المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة مقابل جزء من القيمة التي تنشئها هذه المؤسسات. فمعارفهم وتجاربهم التقنية تمكنهم أيضا من تقديم مشورة غير مالية أو أداء مهام إدارية تؤدي إلى تقييم أفضل لما إذا كان المشروع الاستثماري ممكنا من الناحيتين الصناعية والتجارية. وقد تثبت هذه المهام غير المالية فعلا أنها أهم من المساهمة المالية وحدها لأنها تساعد على إدارة مخاطر وقوع خسارة في استثمار معين وعلى تحقيق الحد الأقصى لمردود هذا الاستثمار (UNCTAD, 2008, p. 95).

وقد يعتبر المخاطرين برأس المال أخصائيين في جمع المعلومات عن حالة الوضع المالي للمؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة. وبالنظر أيضا إلى حيازة المخاطرين برأس المال لمعارف تقنية في أحيان كثيرة، فإنهم لا يعانون من عدم تماثل المعلومات بقدر ما يعاني منه مقدمو القروض المصرفية التقليدية (UNCTAD, 2008, p. 95). هذا فضلا عن التدابير التي يتبعها المخاطرين برأس المال للتقليل من درجة عدم التماثل في المعلومة، منها ما تنتهج قبل الدخول في رأس مال المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة وتشمل: اختيار الأوراق المالية الهجينة، عقد المساهمين، هيكل تنظيم مجلس الإدارة؛ وأخرى بعد توقيع العقد وتشمل: التهديد بتغيير المسيرين المؤسسين، التمويل على مراحل، وضع نظام تحفيزي، تشويه السمعة.

5. واقع تمويل المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر على مستوى الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف (Sofinance).

سنركز في هذا المحور على التعريف بالشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف وإبراز وظائفها الأساسية ومختلف أساليب التمويل التي تتبعها في تمويلها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا

الوقوف على حجم التمويلات المقدمة من طرف شركة ، بالإضافة إلى التوزيع القطاعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي شملها تمويل الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف وفق تقنية رأس المال المخاطر.

1.5 التعريف بالشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف (Sofinance): وهي مؤسسة مالية عمومية أنشئت سنة 2000 برأس مال اجتماعي قدره 10 مليار دينار جزائري، انطلقت في نشاطها بعد أن حصلت على الاعتماد من بنك الجزائر بتاريخ 2001/01/09 (Site officiel de la Sofinance). وتؤدي شركة Sofinance مهامها ووظائفها بهدف تدعيم وإنعاش الاقتصاد الوطني وذلك ببعث انطلاقة جديدة فيما يتعلق بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتلخص فيما يلي (بريش، 2007، صفحة 12):

- تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة في رأسمالها؛
- امتلاك حصص في رأس مال المؤسسات المحلية أو الأجنبية باختلاف أماكن نشاطها؛
- ترقية الاعتماد على قرض الإيجار باتجاه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛ رابعا، حيازة كل الديون والأوراق التجارية، والمساهمة كوسيط في المعاملات الخاصة بها وبالأسهام والسندات.
إضافة إلى الوظائف المذكورة وبموجب قرار المجلس الوطني لمساهمات الدولة تم تحديد النقطتين التاليتين (بريش، 2007، صفحة 12): أولا، تركيز نشاط الشركة على القطاع العام وتوسيع تدخلاتها في المهام فيما يتعلق بمساعدة المؤسسات في عملية الخوصصة؛ ثانيا، تركيز مهام الشركة على دعم وتطوير المؤسسات عن طريق إرشادها ومساندتها في إعادة هيكلتها المالية والاستراتيجية وتوفير كل فرص التمويل الملائمة.

2.5 أساليب التمويل في الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف (Sofinance):
من أجل بلوغ الأهداف التي أنشئت مـن أجلها؛ فإن شركة Sofinance تمارس ثلاث أساليب تمويلية عندما يتعلق الأمر بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي (Site officiel de la Sofinance):

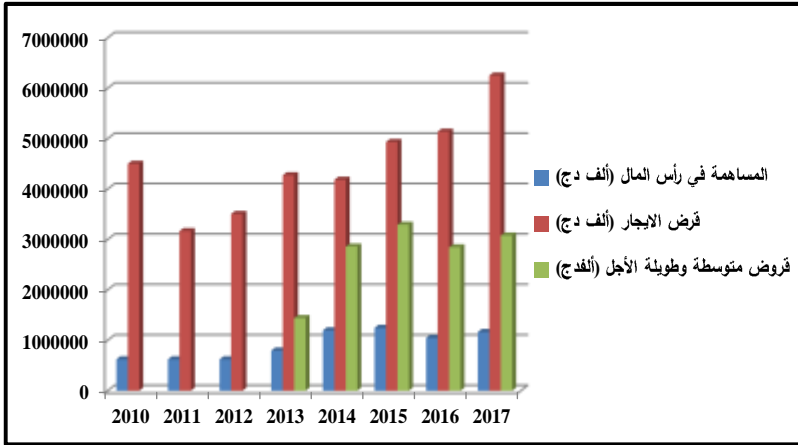
• مساهمات في رأس المال (Participations au capital): تتدخل شركة Sofinance لمنح التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتواجدة في مرحلة الانشاء، أو النمو، أو التحويل، أو التصحيح؛ ويكون ذلك على مستوى أعلى الميزانية (Haut de Bilan)؛

- **قرض الایجار (Crédit-Bail):** تتدخل شركة Sofinance لمنح التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في صورة تمويل تأجيري منتهي بالتمليك (Location avec cession) لمعدات وتجهيزات؛
- **قرض متوسط وطويل الأجل (Crédit Moyen et Long terme):** تتدخل شركة Sofinance لمنح التمويل في صورة قرض متوسط أو طويل الأجل لكل مؤسسة صغيرة ومتوسطة ترغب في الاستثمار أو حيازة وسائل انتاج جديدة.

3.5 حجم التمويل المقدم من طرف الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف

(Sofinance): سبق وأن أشرنا إلى أنه من المهام الأساسية لشركة Sofinance منح التمويل لإنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و/أو تنميتها و/أو توسعتها، ويكون ذلك إما عن طريق المساهمة بالأموال الخاصة، أو عن طريق قروض متوسطة وطويلة الأجل، أو في شكل قروض إيجارية. ويوضح الشكل الموالي حجم التمويل المقدم من طرف Sofinance في الأساليب الثلاثة وذلك خلال الفترة 2010-2017.

الشكل 4: حجم التمويل المقدم من طرف شركة Sofinance خلال الفترة 2010-2017



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: (Site officiel de la Sofinance)

نلاحظ من الشكل البياني أن مساهمة شركة Sofinance في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ثابتة خلال الفترة الممتدة ما بين سنتي 2010 و 2012، ويفسر ذلك بأن شركة Sofinance لم تقدم على أخذ مساهمات جديدة في رأس مال مؤسسات صغيرة ومتوسطة أخرى خلال الفترة 2010-2012. كما نلاحظ من الشكل السابق أن حجم التمويل بالأموال الخاصة المقدم من طرف الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف خلال الفترة الممتدة ما بين سنتي

2010 و 2017 عرف نمو متذبذب وغير مستقر؛ ففي سنة 2015 تم منح مبلغ قدره 1245626 ألف دج وهي أعلى قيمة تمويل مقدمة خلال الفترة المأخوذة كعينة للدراسة، لينخفض المبلغ سنة 2016 إلى 1047000 ألف دج، إلا أن مبلغ التمويل المقدم عاود الارتفاع من جديد ليصل إلى حوالي 1163937 مليون دج سنة 2017. والملاحظ من الشكل أيضا أن قرض الإيجار يمثل الجزء الأكبر من التمويلات الممنوحة من طرف الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف بنسبة وصلت إلى حوالي 60% سنة 2017، بعد أن كانت حوالي 57% و 52% خلال سنتي 2016 و 2015 على التوالي.

4.5 التوزيع القطاعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف شركة Sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر: يوضح الجدول الموالي التوزيع القطاعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف (Sofinance) وذلك خلال الفترة 2012-2017.

الجدول 1: التوزيع القطاعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف شركة Sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر خلال الفترة 2012-2017.

نوع التمويل	قطاع النشاط	نوع النشاط	المنطقة
تمويل النمو	خدمات	شركة قرض الإيجار	العاصمة
تمويل الانشاء	صناعة	صناعة الأجر	خنشلة
تمويل الانشاء	خدمات	مدينة سياحية	سكيكدة
تمويل الانشاء	خدمات	سكن سياحي	غرداية
تمويل النمو	صناعة	الخرسانة	أم البواقي
تمويل الانشاء	صناعة	وحدة تلحيم	أم البواقي
تمويل الانشاء	صناعة	مشروبات وعصائر	باتنة
تمويل النمو	صناعة	تصنيع منتجات الغلق المحكم	بجاية
تمويل الانشاء	صناعة	توضيب السكر	بجاية
تمويل الانشاء	خدمات	سياحة جبلية	بجاية
تمويل الانشاء	صناعة	انتاج مواد البناء	بجاية
تمويل الانشاء	خدمات	مركز علاج طبيعي	البليدة

تمويل الانشاء	صناعة	تصنيع كبريتات الألمنيوم	وهران
تمويل الانشاء	خدمات	محطة خدمات	وهران
تمويل الانشاء	خدمات	فندق	وهران
تمويل الانشاء	خدمات	فندق	تيارت
تمويل الانشاء	خدمات	عيادة	تيارت
تمويل الانشاء	صناعة	انتاج عصائر الليمون	تيارت
تمويل الانشاء	صناعة	انتاج صيدلاني	تيارت

المصدر: (بوقفة، 2017-2018، الصفحات 206-207)

نلاحظ من الجدول أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف شركة Sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر تتركز في إحدى عشرة ولاية بما مجموعه تسعة عشرة (19) مؤسسة مموله، حيث يوجد النصيب الأكبر منها بولاية تيارت واللتان توزان على ثمانية (08) مؤسسات صغيرة ومتوسطة استفادة من التمويل وفق تقنية رأس المال المخاطر، تليهما ولاية وهران بثلاثة (03) مؤسسات، ثم ولاية أم البواقي بمؤسستين (02)، أما باقي الولايات والتي عددها ستة فلم يتعدى عدد المؤسسات الممولة بالأموال الخاصة في كل واحدة منها مؤسسة واحدة. كما نلاحظ من الجدول أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي حظيت بفرصة التمويل برأس المال المخاطر في شركة Sofinance عشرة (10) منها تنتمي لقطاع الصناعة وتسعة (09) لقطاع الخدمات بفروعه المختلفة. والملاحظ أيضا من الجدول السابق أن أغلب تدخلات شركة Sofinance لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق تقنية رأس المال المخاطر كانت في مرحلة الانشاء، ما عدا ثلاث (03) تدخلات كانت في مرحلة النمو، وهذه نقطة إيجابية تحسب لشركة Sofinance التي أثبتت فعلا أنها من الداعمين لتمويل إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - خاصة الصناعية منها، وأن لديها ما يكفي من الخبرة والمعارف التقنية التي تساعد في تسيير مخاطر عدم تماثل المعلومات (الاختيار المعاكس والخطر المعنوي).

6. خاتمة:

تعرضنا في هذا البحث إلى أحد البدائل المستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - خاصة الصناعية منها- ألا وهو صناعة رأس المال المخاطر، حيث تطرقنا في المحور الأول إلى نشأته ومراحل تطوره وتعريفاته لدى العديد من الباحثين وصولا إلى تحديد تعريف شامل لهذا البديل التمويلي. كما تطرقنا أيضا إلى مجموعة من الخصائص والسمات المميزة لصناعة رأس المال المخاطر والتي

جعلت منها بديلا حقيقيا لنظام الاقراض بفائدة. أما في المحور الثاني فقد تطرقنا إلى توقيت دخول رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك على اعتبار أنه في كل مرحلة من مراحل نمو المؤسسة الصغيرة والمتوسطة يتدخل المخاطر برأس المال بنوع محدد من أنواع رأس المال المخاطر. وفي المحور الثالث تطرقنا إلى فعالية رأس المال المخاطر من خلال إظهار نقاط القوة التي أكسبته ميزة التأقلم مع الخصائص المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة واحتياجاتها التمويلية. وفي المحور الرابع والأخير قمنا بدراسة واقع تمويل المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة وفق تقنية رأس المال المخاطر على مستوى الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف، حيث قمنا بالتعريف بالشركة وإبراز أهم وظائفها وأهدافها، وكذا حجم التمويل المقدم من طرف الشركة في مختلف أساليب التمويل المعتمدة لديها، بالإضافة إلى التوزيع القطاعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف الشركة محل الدراسة وفق تقنية رأس المال المخاطر. وقد توصلت الدراسة إلى أن رأس المال المخاطر هو تقنية تمويلية تقوم على أساس المشاركة بالأموال الخاصة والشبه الخاصة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الغير مدرجة بالبورصة وذلك لمدة قد تصل إلى 10 سنوات، وخلالها يقدم المخاطرين برأس المال - بالإضافة إلى الأموال- مشورتهم الفنية إلى الملاك المسيرين للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقابل جزء من القيمة التي تنشئها هذه المؤسسات. كذلك نجد أن المخاطر برأس المال يحوز على معرفة تقنية تمكنه في أغلب الأحيان من تجاوز مشكل عدم تماثل المعلومات والمفاضلة بيسر بين الفرص العالية القيمة والفرص المتدنية القيمة. ومن النتائج المتوصل إليها أيضا أن شركة Sofinance بالرغم من ممارستها للتمويل برأس المال المخاطر إلا أن حجمه يبقى ضعيف مقارنة بأساليب التمويل الأخرى خاصة التمويل بقرض الايجار الذي فاق حجمه في بعض السنوات المأخوذة كعينة للدراسة 60% من إجمالي التمويلات الممنوحة من طرف شركة Sofinance. وبخصوص عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العاملة في قطاع الصناعة والممولة من طرف شركة Sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر فنجد أن عددها مقبول نوعا ما إذا ما نظرنا إلى إجمالي عدد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف شركة Sofinance وفق تقنية رأس المال المخاطر.

7. قائمة المراجع:

1. Battini, P. (2006). *Financier son entreprise de la création à la transmission par le capital investissement*. Paris: Edition Maxima.
2. Bouatouata, K. E. (2005). *Le Capital Investissement- Capital-risque (USA- Europe- Tunisie- Maroc- Algérie) Enjeux & Perspectives*. Alger: Edition Grand-Alger Livres.
3. Engelhardi, J., & Gantenbein, P. (2010). *Venture capital in Switzerland : an Empirical Analysis of the Market for Early-stage investments and their Economic*. Switzerland: Haut Berne.
4. J. Cumming, D., & A. Johan, S. (2009). *Venture capital and Private Equity contracted: An international Perspective*. United States: Elsevier Inc.
5. Lachmann, J. (1999). *Capital-risque et Capital-investissement*. Paris: Edition Economica.
6. Mondher Cherif .(2000) .*Le capital-risque pour financier la croissance et L'emploi* .Paris: Edition d'organisation.
7. Onimus, J. (2011). *Assessing the economic value of venture capital contracts: An option pricing approach*. Germany: Gabler.
8. Stephany, E. (2003). *La relation capital-risque/PME, Fondements et Pratiques*. Belgique: Editions De Boeck Université.
9. أحلام بوقفة. (2017-2018). رأس المال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية- حالة الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف (Sofinance) (أطروحة دكتوراه). جامعة قسنطينة 02، 206-207. قسنطينة، الجزائر.
10. Bastie, F., & Cieply, S. (2008). Quel rôle pour les organisation de capital-investissement sur le marché de la cession-reprise ? *Revue d'économie financière, Vol 93(N 03)*, 149.
11. Cherif, M. (2008). *Le capital-risque*. Paris: Edition Revue Banque.
12. De Fontaine Vive, P. (2008). L'Europe et le capital-risque. *Revue d'économie Financière, Vol 93(N 93)*, p. 45.
13. السعيد برييش. (2007). رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر- دراسة حالة شركة SOFINANCE. مجلة الباحث(05)، صفحة 12.
14. صحراوي مقلاتي. (31-03 ماي/جوان، 2009). التمويل برأس المال المخاطر من منظور إسلامي. المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، 13. أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة.
15. محمد عبده محمد مصطفى. (ماي، 2005). رأس المال المخاطر استراتيجية مقترحة للتعاون بين المصارف الإسلامية. المؤسسات المالية الإسلامية، 1594. أبو ظبي، الامارات العربية المتحدة.

16. سامي عبد الباقي. (جويلية، 2010). دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر. سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، الهيئة العامة للرقابة المالية (EFSA)، 12. القاهرة، مصر.
17. الجريدة الرسمية. (25 جوان، 2006). المواد 2 و 3 و 4 و 5 من القانون رقم 11/06 المؤرخ في 2006/06/24 والمتعلق بشركات رأس المال المخاطر(42)، 04. الجزائر.
18. Dealroom.co. (February 2019). *Annual European Venture Capital Report (2018)*. Amsterdam: Dealroom.co.
19. Glachant, J., & al, e. (2008). *Private equity et capitalisme français. paris: la documentation française*.
20. UNCTAD. (2008). *Trade and development report 2008*. New York & Geneva: United Nations.
21. الإسكوا. (2007). الموارد المالية ورأس المال المخاطر وريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. الأمم المتحدة، نيويورك.
22. *Site officiel de la Sofinance*. (s.d.). Consulté le Mai 23, 2020, sur Présentation de la Sofinance: <http://www.sofinance.dz/presentation>