

إشكالية تطوير رأس المال المخاطر في الجزائر

سحنون سمير

جامعة الجيلالي اليابس - سيدي بلعباس

ملخص:

عرفت تقنية رأس المال المخاطر اهتماما متزايد في الدول النامية و الدول المتحولة على حد سواء، باعتبارها تقنية معاصرة تستجيب لمتطلبات المؤسسات الصغيرة الأحجام، كما أنها وساطة مالية قادرة على توفر للمبتكرين رؤوس أموال لتحويل أفكارهم من المخاطر العلمية إلى منتجات تجارية.

من هذا المنطلق ارتأينا في هذه الورقة البحثية إلقاء الضوء على رأس المال المخاطر كمطلب معاصر لتمويل المؤسسات الابتكارية. حيث سنقوم بتعريف بالتقنيات التمويل التي توفره شركات رأس المال المخاطر. ثم التطرق إلى تجربة الجزائر في هذا المجال، و نختم بحثنا ببعض التوصيات لتطوير مهنة رأس المال المخاطر في الجزائر.

مقدمة:

قامت الجزائر بجملة من الإصلاحات الهيكلية مند بداية التسعينات من أجل بناء اقتصاد عصري يتماشى مع متطلبات السوق بما يوفر مناصب عمل لطاقات الشابة و يواكب متطلبات العولمة، و من أجل تحقيق هذا الهدف وضعت الحكومات إصلاحات عميقة مست عمق السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية، كما وضعت الحكومات المتعاقبة في وقت نفسه إستراتيجية تنمية هدفها دعم قطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة حتى تكون قادر على منافسة السلع الأجنبية بما قد يخفض فاتورة الواردات و يؤسس لترقية الصادرات خارج المحروقات.

رغم جهود المبذولة نجد أن الوساطة المالية تقليدية تقتصر على بنوك العمومية، أما سوق المالي فوضعها أسوء حيث أن بورصة الجزائر يسعر فيها عدد محدود من أسهم المؤسسات العمومية سواء من حيث الكم أو من حيث النوع.

إن وضع المنظومة المصرفية الحالية لا يواكب التحولات المؤسسية المطلوبة، ويعرقل الإستراتيجيات الحكومية التي تسعى لارتقاء بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى مستوى المطلوب دوليا. وعليه فمن الأهمية تطوير مصادر مستحدثة قادرة على تمويل مشروعات معرفية بغية فتح مناصب عمل للجامعين في مستقبل القريب. و يتمثل السؤال المحوري في هذه الدراسة على ما يلي :

ما هو دور الذي يؤديه رأس المال المخاطر في تطوير المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، و ما هي أهم عقبات اتساعه في الجزائر؟.

المحور الأول: رأس المال مخاطر: مفهوم و مجالات التمويل.

1- تعريف رأس المال المخاطر:

إن مفهوم رأس مال المخاطر مفهوم غير دقيق في الأدبيات الاقتصادية، إذ يعتبرها بعض الكتاب أنها مهنة تعمل على توفير تقنيات حديثة في التمويل و تخصص في المؤسسات الاقتصادية ابتكاريه، أما الفريق الثاني يرى أن رأس المال المخاطر هو تمويل تساهمي برأس المال الخاص لكل المؤسسات الاقتصادية في طور الانجاز أو التوسع غير مسعرة في بورصة الأوراق المالية.

فقد تباينت مفاهيم تقنية التمويل برأس المال المخاطر في الأدبيات الاقتصادية كما تعددت مصطلحات المهنة بين الدول، و يعتبر (2003) GILLE COPIN¹ أنه من الصعب تعريف المهنة من زاوية واحدة. وقام الباحث بذكر ثلاث اتجاهات رئيسية، إذ أن الاتجاه الأول يراه اتجاه ضيق ومحدود، أما الثاني فهو تعريف واسع يشمل مختلف تقنيات المهنة. و حاول الكاتب أقترح تعريف وسطيًا يجمع بين الاتجاه الأول والاتجاه الثاني.

- التعريف الضيق: إن تمويل برأس المال المخاطر هو قبول شركة مالية متخصصة في تمويل مؤسسات تكنولوجية بالمساهمة في رأس مالها الخاص، وتهدف هذه الوساطة للحصول على قيم مضافة في الآجال المتوسطة.

- التعريف الواسع: إن تقنيات رأس المال المخاطر تعمل على تقوية الهيكل المالي للمؤسسات الاقتصادية برأس المال الخاص، ويخفف في وقت نفسه الأعباء المالية لكثرة الاستدانة من الوسطاء التقليديون.

- تعريف وسطي : أن رأس المال المخاطر هو حقن رؤوس أموال خاصة في مؤسسات إنتاجية وخدماتية تمتلك إمكانية تحقيق نجاحات في الأفق سواء في مرحلة الانطلاق أو التوسع.

ويعتبر (2003) ERIC STEPHANY أن مناهج التمويل برأس المال المخاطر عديدة و متنوعة و تتأثر هذه المناهج بعوامل اقتصادية و ثقافية. أما مبادئ تمويل في هذه الوساطة متشابهة تتعلق بمحددات التالية²:

- أن تكون المرودية المتوقعة مرتفعة نسبيًا في الآجال المتوسطة.

- وجوب توفر المؤسسة طالبة التمويل على فريق متمكن تقنيا و إداريا.

- احتمال نجاح الاستثمار مقبول.

- توفر صفقات خروج مقبولة.

رغم بعض نقاط تشابه في تعريف المهنة بين الكتاب، فإنهم يختلفون في تحديد المفهوم "رأس المال المخاطر" بدقة، إذ يراها بعض أنها وساطة حديثة و معقدة، تعتمد على ضخ أموال خاصة أو شبه خاصة يتحمل الممول خطورة ضياع الأموال "وفاة المساهمة" وذلك في حالة فشل النهائي للمشروع بما أن الوساطة تغيب فيها قدرة الممول على ضمان استرداد الأموال.³

¹ Gille copin (2003) in OCDE ; stimuler l'innovation ; chapitre 05 n°14 année 2005.

² ERIC STEPHANY ; la relation capital risque & PME fondement et pratiques ; de boeck ; 2003 p17

³ GILLES MONGENOT ; tout savoir sur le capital investissement, gualino édition paris 2007 p58

يرى فريق أخرى أن الوساطة برأس المال المخاطر عقد مؤقت ينتهي بنجاحات أو فشل. حيث أشار Pierre BATTINI¹ في هذا الصدد أن عقد التمويل يشبه عقد الزواج، و عبر على أن المهنة شبيهة بعقد الزواج، إذ يرى أن المهنة هي " عقد زواج مع الوعد بالطلاق". وهذه عبارة تشير إلى دلالات تالية وهي:

- المقصود بعقد الزواج هي مساهمة في رأس مال المؤسسة وتقاسم الأرباح و الخسارة، كما تشير أيضا إلى مسؤولية الممول تجاه المؤسسة عند الحاجة.
- أما مدلول بوعد بالطلاق هو أن المشاركة في رأس المال منتهية وقد تحدد مسبقا في العقد المبرم بين الطرفين.

رغم تباين المفاهيم الوساطة قام بعض الباحثين بتعريف رأس المال المخاطر تقنيا، فقد عرف DUBOCAGE (2003) EMMANUELLE² " أن رأس مال المخاطر نشاط ممولون متخصصون يوفرون رأس المال لمدة معلومة، وذلك بأمل الحصول على مردود عالي نسبيا من خلال نتائج سنوية أو من خلال بيع حصص المساهمة في بورصة الأوراق المالية".

بينما يعرف ERIC STEPHANY (2003)³ تمويل برأس المال المخاطر " أنه نمط تمويل معاصر يتماشى مع متطلبات نمو المؤسسات الاقتصادية سواء كانت المؤسسة في مرحلة الانطلاق، أو مرحلة التطوير".
و في الو.م أ يرى الباحثين أن رأس المال المخاطر صناعة متكاملة *Industrie du capital risque* وتقوم على مجموعة غير متجانسة من أنماط التمويل لفائدة مؤسسات اقتصادية قادرة على توليد أرباح معتبرة في الأفاق.

يشير معظم الباحثين أن المهنة تتطلب طاقم إداري قادر على قيام بدراسات تقنية وفنية للمشاريع عند الطلب، كما أن الشركات الممولة مجبرة على البحث والتدقيق في المعلومات المتوفرة تخص ميدان التمويل، التكنولوجية، أوضاع البورصة، كما يحصل الممولين على معلومات من خلال شبكة المتعاملين (بنوك، صناديق الاستثمار، مؤسسات الاقتصادية) وذلك لتدقيق محددات المحيط و دراسة طلبات التمويل.
و محاولة منا تعريف المهنة " إن رأس المال مخاطر هو تمويل تساهمي في مشروع اقتصادي، يمنح الممول رؤوس الأموال ويحصل على عوائد و جزء من سلطة القرار، وله الحق في تصويت في مجالس إدارتها".

¹ Pierre BATTINI il a exercé pratiquement tout les métier lies au capital risque dans plusieurs établissement connues et renommés tel que SOFINNOVA, ELCTRONOVA, La casse des dépôt , il a également crée l'enseignement du capital risque a PARIS Dauphine et la Sorbonne (PANTHEON)

² Emmanuelle DUBOGAGE ; le capital risque un mode de financement dans un contexte d'incertitude ; thèse de doctorat paris 13 ; 2003 p28

³ ERIC STEPHANY ;Op ;Cit ; 2003 p20.

2 - تأسيس التاريخي لمهنة رأس المال المخاطر.

2-1- نشأة رأس المال المخاطر:

يؤرخ معظم كتاب الدول الصناعية أمثال (2003) Pierre BATTINI و، Gilles MONGENOT أن نشأة مهنة رأس المال المخاطر في شكلها البدائي عرفت النور مع مشروع العالم الرياضي في الهندسة Tales Milet وذلك بعد أن تطلبت فكرة بناء مصنع الزيوت تصورها طالس بتقنية جديدة لكنه عجز عن توفير أموال كافية لتنفيذ المشروع، حيث قام أنداك بطرحها بين الأثرياء المدينة كما روج أن نجاح الفكرة سيولد أرباح معتبرة، ثم حصل الرياضي على رؤوس أموال من الممولين (رجال أثرياء) في شكل مساهمة بهدف بناء و تشغيل مصنع الزيوت مقابل تقاسم النواتج بعد توليد الأرباح. و بعد مرور فترة وجيزة حصل كل من "طالس" و شركائه أنداك على أرباح طائلة و احتكروا سوق الزيوت في تلك الحقبة.

واعتمد المسلون في عصر النهضة (قرون الوسطى) على أساليب التمويل الإسلامية القريبة من تقنية رأس المال المخاطر مبدأها الغرم بالغرم (الربح و الخسارة) استندا إلى الشريعة الإسلام المحرمة للتعامل بالربا و الفوائد المسبقة¹.

كما وضع رجال أثرياء تحت تصرف "كريسوف كولومبوس" في قرن 15 عشر أموال لتجهيز المون و العدة في رحلته مقابل حصولهم على المعادن النفيسة من خارج أوروبا.

أما في التاريخ المعاصر وقبل الحرب العالمية الثانية عرفت مهنة تمويل برأس المال المخاطر تطورا كبيرا في اقتصاديات الصناعية بصورة غير رسمية حيث ساهمت في تمويل مشاريع اقتصادية كثيرة، ثم اتسعت وتخصصت بعد الحرب العالمية في الدول الصناعية لتمويل مشاريع ابتكاره في مرحلة الإقلاع. و تشير أدبيات الاقتصادية الانكليزية إلى دور التي أدته الوساطة الخفية في بروز مخرجات معرفية.

إن مصطلح رأس مال الملائكي Angel capital هو مصطلح الشائع المستخدم لتعبير عن نشاط تمويل الغير رسمي برأس المال المخاطر. فقد عرف كل من (1996) HARISSON et MASOM تمويل برأس المال المخاطر غير الرسمي " أنه نشاط منظمين برجوازيين أو موظفين متقاعدین ينشطون في مؤسسات كبرى ويستثمرون أموالهم الشخصية في مشاريع ناشئة يملكون فيها الخبرة و الكفاءة اللازمة". إن مبدأ تمويل بالمشاركة في المشروع للممولين الغير رسميون يختلف مع تمويل الأفراد من العائلة و الأصدقاء المسمى برأس المال الصديق capital amical، حيث نجد أن الفارق أساسي بينهما هو أن مساهمة أفراد في رأس المال المخاطر مبنية على مبدأ الكفاءة و الثقة المتبادلة لا ترتبط المهنة على صلة القرابة و العاطفة. كما أن دول الصناعية تدعم نشاط الممولون الشخصيون لاعتبارهم وسطاء مهمين لتمويل الابتكار.

¹ د. صحراوي مقلتي، تمويل برأس المال المخاطر في المنظور الإسلامي، مؤتمر المصارف الإسلامية 21، مايو إلى 4 جوان الإمارات العربية المتحدة 2009 ص 19

وتشير أيضا أن حجم التمويلات الغير رسمية بالمشاركة ليس من سهل حصرها كما هو الحال للتمويل غير الرسمي التقليدي.

أما الوساطة الحديثة حيث يعتقد معظم الكتاب و المؤرخين في التاريخ المعاصر و التي بدأت بعد الحرب العالمية الثانية بما أن مهنة التمويل برأس المال المخاطر **venture capital** أو ما يسمى حاليا في أوساط المالية بشركات التمويل المؤسسية ¹OCR تتسبب إلى الممول الفرنسي أصل ²Doriot حيث قام هذا الرجل بفتح أول مؤسسة متخصصة في تمويل برأس المال الخاص تقتصر على المؤسسات ذات طابع ابتكاري في الولايات المتحدة الأمريكية وتختص كلها في صناعة دقائق الكمبيوتر **composant intégré**.

و منذ ذلك التاريخ انتشرت المؤسسات المالية المتخصصة و اتسع نشاطها في دول المنتجة للتكنولوجيا بدافع حاجة مؤسسات الجيل الجديد ذات الاستثمارات غير المادية لمصادر تمويل مرنة، و تنتمي أغلب المؤسسات الممولة في المهنة إلى القطاعات الحيوية، و نذكر منها مشاريع الاتصال و الإعلام **Tic**، مؤسسات صناعة البرمجيات **logiciels**، و مؤسسات خدمات الانترنت **Internet**.

2-2- لمن رأس المال المخاطر؟

يعتقد (2004) ³GILLES MUGENOT أن تقنيات تمويل برأس المال المخاطر تتلاءم مع احتياجات المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، بشرط أن لا تكون مسعرة في البورصة الأوراق المالية. أما الفئات المستهدفة من أصحاب رأس المال المخاطر هم كل الأفراد الذين يودون إنشاء مؤسسات أو يسعون إلى تطوير أفكار مخبريه يمكن أن تحقق أرباح مستقبلية.

و ينشط الوسطاء المتخصصون في تمويل فئة عريض من المبتكرين، و الباحثين، و المنظمين بشرط أنهم يملكون أفكار و طموحات مستقبلية وهم⁴:

- أفراد طبيعيون لهم أفكار جديدة مبتكرة أو آليات جديد من أجل تطوير مخرجات موجود في السوق.
- أفراد (منظمين) يملكون خبرة في إحدى الصناعات و يتحكمون نسبيا في التقنيات الحديثة.
- مؤسسات في مرحلة البدرة **stade de création** و يبحث مؤسسوها على مصادر تمويل أو شراكة في مشروع ابتكارية.
- مؤسسات قائمة منذ شهر، أسبوع، سنة، أو بعض السنوات (**post création**) و تحتاج المؤسسة إلى رؤوس أموال خارجية.

¹OCR : Organisme de Capital Risque

² GEOGUE DORIOT (24 septembre 1899 PARIS _ 2 juin 1987 BOSTON) est professeur de management et investisseur du capital risque modère ; diplômée de L'HARVARD, il est a la sixième place dans le classement universelle du monde des entrepreneur

³ GILLES MONGENOT ; tout savoir sur le capital investissement, gualino édition paris 2007 p58.

⁴ PIERRE BATTINI ; capital risque mode d'emploi ; éditions organisation 2001 p08

- مالك مسيرون يؤمنون أن الشراكة مع متخصصين فرصة من أجل رفع التحديات و تنفيذ الخطط المستقبلية واعدة.

- مؤسسات صغيرة و متوسطة راغبة في دخول سوق الأوراق المالية.

3- تقنيات التمويل برأس المال المخاطر.

تحتاج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمصادر تمويل تتماشى مع دورة حياتها¹، فكلما انتقل مشروع من مرحلة إلى أخرى تغيرت حاجته التمويلية، و لهذا الغرض يقوم المشاركون برأس المال المخاطر على دراسة المشروع ، ثم يتم تمويل حاجة المؤسسة المالية سواء تعلق الأمر بإنشاء، النمو والتنمية، أو تحويل الملكية.

3-1- مرحلة النشأة و الانطلاق: CAPITAL CREATION

إن مرحلة النشأة و الانطلاق هي اخطر مراحل التمويل المهنة ولذلك يقوم الممولون برأس المال المخاطر بوضع جملة من القرارات الاحترازية من اجل تقدير وتدقيق المخاطر المرتبطة بالمشروع قبل عملية ضخ رؤوس الأموال².

فإذا كانت العوائد مترقبة أعلى من الخسارة المحتملة، تكون المخاطرة مبررة. و في ظل هذا السيناريو يتخذ أصحاب رأس المال المخاطر قرار الاستثمار النهائي (تحرير العقد). كما يضعون تحت تصرف مالك المسير رؤوس أموال دون أي ضمان بأمل إتجاح الفكرة و تحقيق أرباح منشودة.

و يمكن تمييز بين نوعان من تمويل البذري، أو بعبارة أخرى تأخذ هذه مرحلة طابقين مختلفين وهما:

تمويل ما قبل الانطلاق capital d'amorçage (Seed Capital) : إن تمويل ما قبل الانطلاق هو تمويل دراسات و تصاميم المنتج النمطي prototype، و مهام الممول برأس المال المخاطر في هذه الفترة هو دعم لوجيستي لدراسات المؤسسة. كما يدعم الممول الاستثمارات الغير مادية أخرى، كتقديم الإعانات الفنية و التقنية و دفع رواتب خبراء فرع النشاط. ويتفق الممولون أن مرحلة التمويل ما قبل الانطلاق اخطر مراحل التمويل في هذه المهنة، فقد تنتهي هذه المرحلة بسيناريوهين³ :

يتمثل الاحتمال الأول حدوث السيناريو الغير مرغوب فيه أي فشل فكرة المشروع و تؤكد أطراف العقد من عدم قابلية تنفيذه من الناحية التقنية أو التسويقية. فقد يستمر الممول في حالات نادرة تنفيذ المشروع إما في تمويل مشروع جديد (التعديل) أو بحث عن فكرة جديدة.

أما السيناريو الثاني فهو وضع المرغوب فيه ويحصل تقدم في جدوى الفكرة و يستمر الممول في عملية تخصيص الأموال للمراحل المتقدمة.

¹ Jean LACHMAN ; capital risque et capital investissement ; édition economica 199 p 29

² Constantin ZOPOUMIDIS ; la gestion du capital risque ; édition economica 1990, p66

³ Jean LACHMAN ; le seed capital une nouvelle forme de capital risque ; ed economica 1992 p34

ونشير أن رؤوس أموال تخصص في هذه فترة لتغطية معظم نفقات البحث و التطوير و جدوى المنتجات المبتكرة و فرص اختراق الأسواق المحلية و الدولية. وإذا نجحت هذه الفترة تبدأ المؤسسة في عمليات التجارية.

تمويل مرحلة الانطلاق « start-up » Capital Démarrage : يقصد بمرحلة الانطلاق هي مرحلة بداية نشاط التجاري للمؤسسة كما أنها مرحلة استكمال البنية الأساسية لهياكل المؤسسة حيث يقوم الممول بوضع رؤوس أموال لتمويل تكاليف بدء المشروع.¹

و تبقى هذه المرحلة من اخطر المراحل كسابقتها لأنها مرحلة لا تستوفي شروط تمويل مؤسسي سواء من البنوك أو من خلال طرح أسهم للاكتتاب العام في البورصة². فقد تواجه المؤسسة في هذه الفترة تحديات صعبة لا يمكن قياسها.

إن ابرز تحديات المؤسسة في فترة الانطلاق هو تقدير حجم الطلب من الزبائن المحليين و الدوليين ، أو أخطار بروز منتجات أو خدمات بديلة منافسة قبل الانطلاق، أو تغير أوضاع الأسواق الآتية، أو وجود معلومات عن تحولات مستقبلية في آجال القريبة لا تخدم مصالح المشروع.

كما تؤثر هذه المتغيرات على عملية اتخاذ قرار الممولين وفي حالة قبول التمويل يقوم المساهم برأس المال بدراسة دوريا و مستمرة للاستراتيجيات المناسبة لمواجهة تحديات الانطلاق.

3-2- تمويل مراحل التوسع و التنمية.

تحتاج المؤسسات الإنتاجية لمصادر تمويل معتبرة من أجل تطوير أعمال جديدة بعد عملية تأسيس الشركة أو مرحلة تحقيق جملة من النجاحات السوقية، و تستخدم أموال شركات تمويل برأس المال المخاطر لتنفيذ خطط عمل جديدة بمشاركة مالية. و يبقى غرض التمويل هو تسويق المخرجات (المنتج أو الخدمة) في نطاق أوسع أو بغرض تطوير المنتج لتحقيق عوائد معتبرة في الآجال القريبة.

مرحلة تمويل عمليات النمو: يتدخل رأس المال المخاطر في هذه المرحلة للتمويل نشاط توسع مؤسسات صغيرة و متوسطة القائمة و يشترط الممولون أن تكون عملية التوسع تولد أرباح إضافية للمشروع و تؤمن عملية التوسع استمرار المؤسسة في السوق في المدى المتوسط.³

و يقوم ممولون بتدبير التمويل اللازم لتوسع في المشروع من الناحية التسويقية من أجل تطوير حجم المبيعات و زيادة نمو الإيرادات.

و في أحسن الظروف يمكن أن تستمر المؤسسة في تطوير أسواقها لرفع من فرص طرح الأسهم في اكتتاب العام فقد يأخذ ممولون على عاتقهم توفير موارد مالية إضافية تسمح للوصول إلى أعلى ذروة في حجم المبيعات. و تدعى هذه المرحلة أيضا بمرحلة " تمويل العبور".

¹ د. بريس السعيد: رأس مال مخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مجلة العلوم الاقتصادية، 2006، ص 05

² Emmanuelle DUBOIS ; le capital risque ed organisation 2006 p58

³ Constantin ZOPONDIS ; Op,Cit ; p42.

رأس مال التنمية: **capital de développement** : تحتاج المؤسسات القائمة في المجالات الحيوية لمصادر إضافية من أجل وضع خط إنتاج جديد أو تجديد منتجات قائمة تتطلب التحديث، أي أن تمويل هذه المرحلة يكون غرضه مواصلة نمو أسواق المؤسسة أو بهدف تنمية منتجاتها و في كلتا الحالتين تكون مؤسسة مضطرة للقيام بنشاط "بحث و تطوير" بصورة مكثفة. ومن أجل بلوغ هذا الهدف تتدخل مؤسسات تمويل متخصصة في توفير جزء معتبر من رؤوس الأموال.

وتتطلب عملية تنمية شروط توفر الدعم و المرافقة طوال المرحلة حيث تكون مؤسسات مجبرة على بحث و توظيف مدراء محترفين و تنفيذ كل مقاييس إدارة الجودة الشاملة TQM .

و يرى كثير من المختصين في هذا المجال أن صناديق التمويل تقبل تمويل مرحلة نمو و تنمية أكثر من مرحلة الإنشاء الأولية لأنها مرحلة أقل خطورة¹.

3-3- تمويل فترات تحويل الملكية و الحالات الخاصة.

تعتبر مرحلة تمويل متقدمة أحد مجالات التمويل في مهنة راس المال المخاطر و نجد حالتين وهما:

رأس المال تحويل الملكية²: **capital transmission (LBO)**

يستخدم هذا نمط من التمويل عندما يرغب المؤسسين تحويل مشروع إلى شركة قابضة مالية أي يتم تحويل ملكية المؤسسة للمجموعة جديد من الملاك.

وتتدخل رأس مال المخاطر في مرحلة التحويل في حالة إذا ما فضل الورثة عدم استمرار في نشاط مؤسسة مثلا و يتم ذلك عبر تكوين شركة مالية قابضة تمنح قروضا لشركاء جدد. وبعد سداد الالتزامات المالية تنتقل ملكية للشركاء في شركة متفرعة.

تمويل مرحلة إعادة الهيكلة: (مرحلة الإنهاض).

تعتبر مرحلة إنهاض مرحلة حرجة وخطرة وعمل مطلوب هو إعادة هيكلة نشاط المؤسسة و قيام بجديد عمليات الإنتاج أو تجديد يمس الهيكل و التنظيم، التكنولوجيا، التسويق. ومن دون شك تكون عملية الإنهاض خطيرة و تحتاج عملية لمصادر مالية كبيرة.

إن تدخل رأس المال المخاطر في هذه المرحلة يتطلب مجموعة من خبراء من أجل تقديم حلول مناسبة للمالك المسيرين، و يتم أيضا إعادة هيكلة المشروع و توظيف مهارات جديد يتحكمون في التكنولوجيات الحديثة بما يناسب ظروف المؤسسة.

المحور الثاني: شركات تمويل برأس المال المخاطر

1- شركات رأس المال الخاطر:

نعرف شركات رأس المال المخاطر أنها نشاط وسطاء متخصصون عملهم أساسي هو جلب رؤوس أموال من أصحاب الفائض ويضعونها تحت تصرف المؤسسات الصغيرة و المتوسطة ابتكاره بصفة خاصة

¹ Jean LACHMAN ; capital risque et capital investissement ; OP ,Cit ; p35

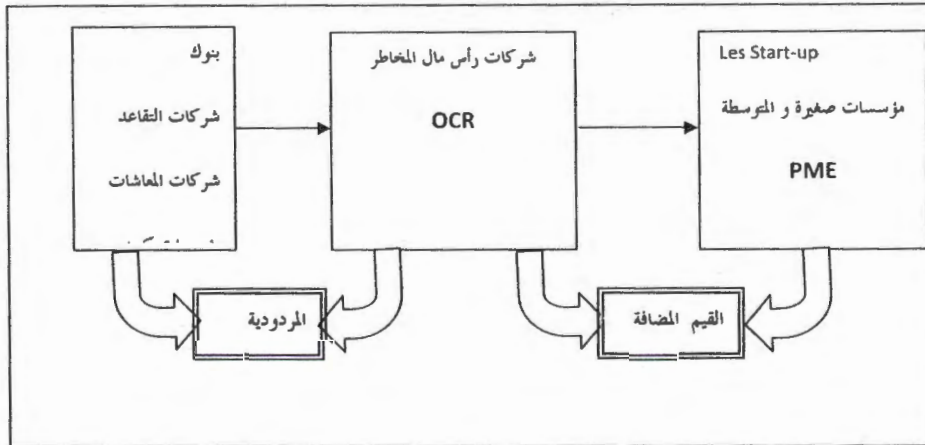
² Xavier THONMIEUX ; le LBO ; Edition de books, 2003 ; p17

ومؤسسات غير مسعرة في البورصة بصفة عامة. كما تعرف أنها وسيط مالي متخصص يقوم بتمويل مشاريع عالية المخاطر نسبيا من خلال المشاركة المحدودة¹. أما من حيث طبيعة الإدارة فقد تكون الشركة مستقلة تدير رأس مالها الخاص بصورة حرة، كما يمكن أن تكون فرعا من مصرف تجاري كبير.

و يرى د رحيب حسين (2010) أن التعريف الوسيط برأس المال مخاطر يتضمن خمسة أبعاد محددة لطبيعة المهنة و هي كالتالي²:

- 1- شركة رأس مال المخاطر وسيط مالي يجمع رؤوس أموال متوسطة و طويلة الأجل من مستثمرين و رأسماله الخاص، ثم يشارك في رأس المال الخاص للمشروعات الاقتصادية.
- 2- شركة متخصصة و لذلك يخرج من نطاقها تمويل العمليات التجارية.
- 3- المؤسسات الممولة تتسم بدرجة عالية من المخاطرة مقارنة بالمؤسسات التقليدية و منها مؤسسات اقتصادية تكنولوجية، نشاط البحث و تطوير، و تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة سريعة النمو.
- 4- إن أسلوب التمويل في شركات رأس المال المخاطر هو المشاركة المحدودة من حيث المدة و من حيث المبلغ و أحيانا من حيث فرع النشاط.
- 5- يشترط في المؤسسات الممولة أن تكون غير ممنوعة أو مضررة بالمجتمع.

الشكل (1): شركات تمويل برأس المال المخاطر



Source : Jean Lachmann ; capital-risque & capital investissement, édition ECONOMICA ; PARIS P17

2- إستراتيجية شركات رأس المال المخاطر:

¹ Jean LACHMAN ; le seed capital une nouvelle forme de capital risque ; op cit p34

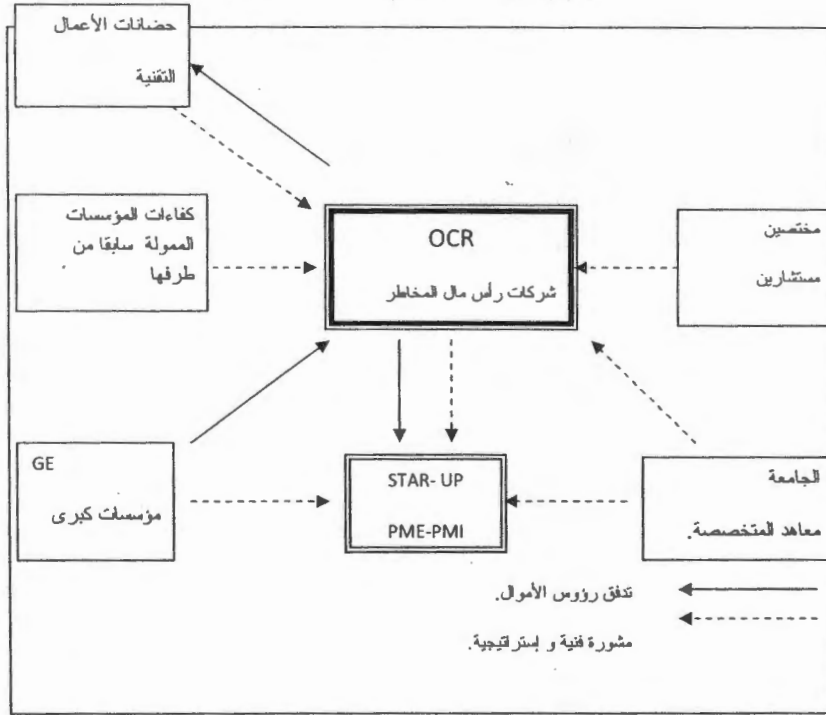
² حسين رحيب ، نحو تطوير الوساطة المالية في الجزائر: نموذج مصرف مشاركة المخاطر مجلة العلوم الاقتصادية عدد 3 2010، ص

تتعامل شركات المالية المتخصصة تجاه عامل المخاطر بأسلوب حكيم و موضوعي فأغلب شركات و صناديق الاستثمار تتوفر على إطارات و كوادر بشرية في مجالات متنوعة (كهندسة المالية، التسويق، تقنيات صناعية...). ويعمل هؤلاء على دراسة مخطط الأعمال business plan ويوفرون المعونة التقنية اللازمة للمؤسسات الاقتصادية الممولة¹.

فقد يفتقر صغار منظمين و خريجي الجامعات إلى تلك النظرة الإستراتيجية والمعلومات الضرورية في أسواق المحلية وأسواق الدولية، ولذلك فإن شركات رأس مال المخاطر توفر إلى جانب التمويل مستوى مناسب من الكفاءات و التقنية الإدارية المعاصرة من أجل احتواء نقائص خطط الإستراتيجية للمؤسسة، ومن أجل إجراء تغييرات معينة في الوقت المناسب.

والجدير بالإشارة أن رغم أهمية المتابعة عميقة في المؤسسات الممولة في مرحلة الانطلاق و التوسع إلا أن مجال تدخل شركات رأس المال بشكل عام محدود في الظروف العادية² و لذلك تبقى الاستشارات التقنية و التنظيمية و المراقبة الدورية للمؤسسة عمل هام لتحقيق مردود مقبول وتجنب أخطار التسيير.

شكل (2): شبكة متدخلين في رأس المال المخاطر



Source : EMMAUELLE DUBOCAGE ; thèse, op cit. p 127

¹ Eric STEPHANI ; Op , Cit ; p55

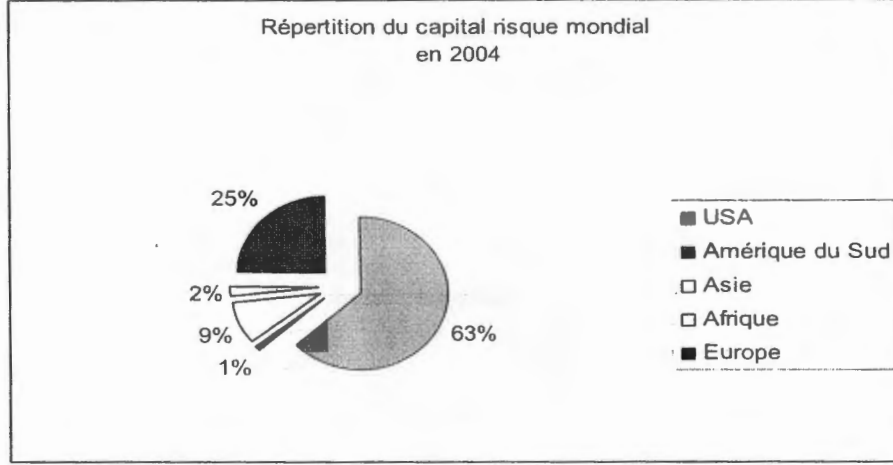
² PIERRE BATTINI ; captal risque mode d'emploi ; Op cit ; p28.

إن مساهمة متابعة تقنية و معونة إدارية و مشورة فنية غير مبرمجة لدى المؤسسات الممولة وليست ضرورية في الوساطة المتخصصة، فمتابعة و المشورة الفنية المكثفة تقتضها الظروف داخلية وتطورات الحاصلة في نشاط المؤسسة، فقد يقتصر مساهمة الممولون في هذا الصدد على تكوين شبكة من الشركاء فاعلين في نشاط المؤسسة (الموردين، والزبائن) لتعزيز قدرات التنافسية.

3- مكانة دولية لرأس المال المخاطر:

تختلف مكانة مهنة رأس المال المخاطر من دولة إلى أخرى و هي تعرف رواجاً كبيراً في الدول الصناعية و على رأسها الو.م.إ.، أما في الإتحاد الأوروبي نجد تباين بين مختلف الدول منطقة الأورو و ذلك راجع لأسباب اقتصادية وثقافية، سنقتصر في هذا الجزء على تجربة الو.م.إ. و التجربة الفرنسية.

شكل (3): مكانة الدولية لرأس المال المخاطر.



Source : PRICE WATER HOUSE COOPERS ; po5; www.pwc.com

ويشير الشكل السابق إلى ترتيب حجم التمويلات في المهنة لرأس المال المخاطر في إطار دولي، حيث تستحوذ الولايات المتحدة و كندا على 63% من رأس المال المخاطر في العالم. و يأتي في المرتبة الثانية الدول الأوروبية بـ 25%. و نجد في المرتبة الثالثة دولة أسبوية وتمثل اليابان و كوريا الجنوبية 70% من حجم تمويلات في القارة. أما حصة آسيا فتصل لحدود 9% من رأس المال المخاطر العالمي. أما دول الجنوب فيتراوح حجم المهنة في آخر ترتيب الدولي وهو لا يتعدى 2% في إفريقيا و 1% في أمريكا الجنوبية.

3-1- تجربة الولايات المتحدة الأمريكية:

عرفت مهنة رأس مال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية رواج كبيراً بعد الحرب العالمية الثانية و يرى معظم الكتاب و خبراء أمثال LACHMANN, CHERIF, PATTANI أن محددات اقتصادية، تسهيلات المؤسساتية، وحجم براءة الاختراع، وعامل ثقافي عوامل رئيسية لتطوير المهنة.

واجتمعت هذه العوامل في الو.م. ولذلك تعرف الوساطة المالية المتخصصة برأس المال المغامر *venture capital* رواج كبيرا في هذا البلد أكثر من الدول الصناعية أخرى.

كما أن الأفراد والمؤسسات في الو.م.أ مغامرون لا يعرفون اليأس، حيث أن شركات مالية في الولايات المتحدة الأمريكية تقبل مغامرة في مؤسسات ناشئة شديدة خطورة، قد تكون حظوظ قبول ملفاتها في المؤسسات المالية متخصصة ضعيفة في باقي الدول الصناعية.

تشير إحصائيات ¹ NVCA "الجمعية الأمريكية لرأس مال المخاطر" أن في ظرف ثلاثة سنوات من 2001 إلى نهاية 2004 سجلت المؤسسات ممولة بتقنية رأس المال المخاطر عوائد مالية ضخمة و تأتي معظم القيم المضافة من المؤسسات الاقتصادية حديثة النشأة التي تنتمي جلها إلى قطاع تكنولوجيا و قطاع إعلام و اتصال حيث وصلت القيم المضافة الإجمالية المحققة إلى 1.6 ترليون دولار أمريكي. كما ساهمت المهنة في فتح 10 مليون فرصة عمل جديدة.

يوجد في الو.م.أ أكبر صناعة لرأس المال المخاطر *Venture Capital Industrie* و تؤمن هذه الصناعة صناديق استثمارية ضخمة الموارد المالية وكوادر البشرية، فقد يصل دورة حيات الصندوق إلى 10 سنوات، كون أنها تحصل على موارد مالية معتبرة و بأحسن الآجال من صناديق المعاشات و التقاعد. وتشير إحصاءات أن مساهمة شركات المعاشات و التقاعد الأمريكية يفوق 40 % من مجموع المساهمات، أما في الدول دول أوروبية نجد أن حصة صناديق التقاعد و المعاشات لا تتعدى 23% من حصيلة المصادر المعينة للتمويل.

فقد ساهمت صناديق تمويل رأس المال المخاطر في إقلاع استثمارات شديدة الخطورة تنتمي منها الفروع تجديدية و المؤسسات العاملة في التكنولوجيات العالية. و مست تمويلات حسب إحصاءات الجمعية صناعة البرمجيات، صناعة الحاسوب، و صناعة الهواتف النقالة.

كما عرفت صناعة البرمجيات أكبر حصة تمويل في 2006 من مجمل الاستثمارات، و باقي التمويلات كانت من نصيب المؤسسات ناشطة في مجال الاتصال، و شبكات اتصالات، و صناعة الصيدلانية على ترتيب.

3-2- تجربة فرنسا:

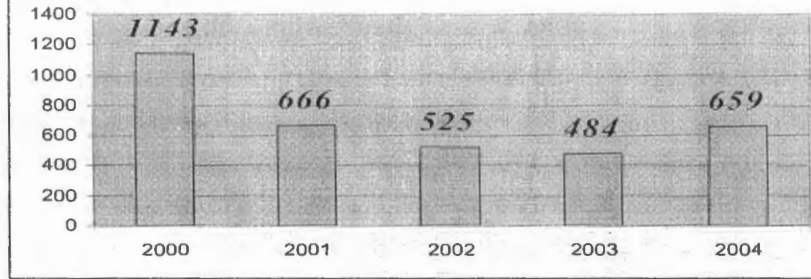
تتعامل شركات تمويل رأس المال المخاطر بمنهج و مبادئ تختلف جذريا عن مؤسسات التمويل بالاستدانة في جمهورية الفرنسية، ففي دراسة أجريت من طرف جمعية مستثمرين AFIC² 1² تبين أن متوسط 1200 مؤسسة ابتكارية يتم تمويلها سنويا بشركات مالية متخصصة (رأس المال المخاطر).

تشير جمعية أن حجم مصادر التمويل الموضوع تحت تصرف شركات رأس المال المخاطر يتراوح بين 4 إلى 6 مليار فرنك في فترة 1995 إلى نهاية 1998. أما في يتعلق بالتمويلين (أصحاب رؤوس الأموال) نجد أن 50% هم بنوك و شركات مالية، ثم حصة شركات التأمين و التقاعد التي وصلت إلى حدود 25 %، أما حصة الصناعيين (المؤسسات الكبرى) تقدر ب 9%. و 16% الباقية مصدرها أشخاص طبيعيين و صناديق الحكومية الداعمة للمهنة. شكل رقم(4): تطور حجم تمويلات رأس المال المخاطر في فرنسا. بملايين أورو^o

¹ NVCA ; private equity performance ; January, 2007; www.nvca.org.

² AFIC ; association française des investisseurs en capital risque. ; l'indicateur chausson finance 2006

Evolution des Investissement en capital-risque français en 2004



Source : indicateur chausson finance ; capital risque en France 2006 ; www.chaussonfinance.com

إن مكانة رأس المال المخاطر في فرنسا أحسن بكثير على باقي دول الأوربية كألمانيا و أسبانيا رغم ذلك فإن حجم التمويلات لفائدة المؤسسات الابتكارية ضعيف¹. و يري بعض الخبراء أن ذلك ناتج عن طبيعة شركات التمويل التي ترفض المجازفة في مشاريع أكثر خطورة.

و يعتقد² PATTINI pierre أن شركات تمويل لا تملك موارد مالية طويلة الأجل بحجم المطلوب، ويشير الكاتب أن المصدر الوحيد و رئيسي لتمويل مشروعات حيوية و خطرة في هذه المهنة يتوقف كثير على تعبئة المصادر الطويل الأجل. و تتمثل مصادر المتعلق بتأمين على الحياة أكثر مصادر حيوية، غير أن 90% من هذا المصدر في فرنسا يستثمر دون مخاطرة من طرف شركات التأمين على الحياة لشراء سندات حكومية الصادرة في السوق المالي و غرض من ذلك هو تمويل عجز الميزانية.

و أمام ندرة الموارد المالية فقد وضعت الحكومة الفرنسية سياسة تحفيزية جديدة تتعلق بتحفيز الأفراد على تأمين الحياة بهدف ضمان الادخار طويل الأمد. كما أسست حكومات بعض استشارات الخبراء الجامعين و أصحاب المهنة لترقية ابتكار ابتداء 1998 صناديق حكومية محلية برأس مال يقارب 600 مليون فرنك فرنسي لدعم الابتكار في المناطق الغير حضارية.

المحور الثالث: واقع رأس مال الاستثماري في الجزائر:

تعرف الجزائر تأخرا شديدا في بناء وساطة مالية معاصرة. فهي تسعى جاهدة بإمكانياتها المتاحة لتوفير وساطة تواكب اقتصاد السوق و تعمل على توفير التمويل اللازم للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة. و لذلك قامت الدولة بوضع عدة برامج ، فكانت أول مبادرة في هذا الصدد هي إنشاء صندوق ضمان القروض بخلاف مالي يتجاوز 30 مليار دج، أما في يتعلق بتمويل التساهمي فقد عرفت الجزائر مبادرة إنشاء شركتين توفر صيغ تمويل بديلة مكتملة لقروض البنوك التجارية.

¹ Emmanuelle DUBOGAGE ; capital risque ; Éditions organisation ; 2006 p 66

² PIERRE BATTINI ; op, cit ; p17

1- الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة¹ FINALEP

إن نشأة الشركة المالية جاءت في إطار الإصلاحات النقدية و المالية وبدأت مباشرة بعد صدور قانون النقد و القرض بأمل تطوير وساطة مالية تواكب التحولات و تعمل على تطوير بدائل تمويل القطاع الإنتاجي . تعتبر Finalep شركة مالية مشترك بين الجزائر و اتحاد الأوروبي، تأسست بتاريخ 30 جوان 1991 بمشاركة بنوك وطنية وهم بنك التنمية المحلية PDL والقرض الشعبي الجزائري CPA، أما المساهم الأوروبي فهو صندوق مركزي للتعاون الاقتصادي و يدعى حاليا بالوكالة الفرنسية للتنمية AFD . وبعده حصولها على ترخيص من مجلس القرض و النقد² عرف نشاط الشركة صعوبات كبيرة جراء الأوضاع الأمنية و الاقتصادية في التسعينات، كما أن غياب الإطار التشريعي المنظم للمهنة عرقله انطلاق الفعلي للشركة. انتهج الصندوق في ظل غياب التام لإطار التشريعي طرق متعارف عنها في دول الأوروبية، و أهم البنود النشاط كانت كما يلي:

1. مشاركة في رأس مال لا يتعدى 49% من حقوق الملكية.
 2. مشاركة القسوى في مؤسسة الاقتصادية يقل عن 25% من رأسمالها الخاص.
 3. حصول على مقعد في مجلس إدارة المؤسسة.
- و يمكن القول أن النشاط الفعلي لشركة انطلاق في 1995 بمساهمة في تمويل أول مشروع جزائري يوناني لصناعة و توزيع التبغ. وحسب المعلومات النادرة متحصل عليها فإن محفظة الشركة تحتوى على 7 مؤسسات في 2006/12/31.

2- شركة مالية غير متخصصة : SOFINANCE³

حصلت Sofinance على اعتماد من الهيئة المصرفية المركزية (بنك الجزائر) في جاتفي 2001 برأس مال وطني يقدر بحوالي 5 مليار دج. و توفر شركة المالية صيغ تمويل متعددة منها التمويل بالإيجار leasing و تمويل برأس المال الاستثماري capital investissement . و من مهام هذه المؤسسة المالية توفير التمويل لمشاريع محلية أو أجنبية كما ترافقها في مختلف المراحل نشاط ابتداء من دراسة جدوى و الهندسة المالية (السوق ، التسويق) ، كما تتدخل في عمليات الخصخصة.

2 - مبادئ و أهداف شركة SOFINANCE :تنطوي أهداف و مبادئ المؤسسة على الاعتبارات التالية:

- مساهمة الشركة محدودة وهي تتراوح ما بين 10% إلى حدود 35% من رأس مال الجماعي كأقصى حد.
- حدود مساهمة في رأسمال المؤسسات الممولة لا يجب أن يتعدى 25% من مجموع أسهم شركة سوفينس.

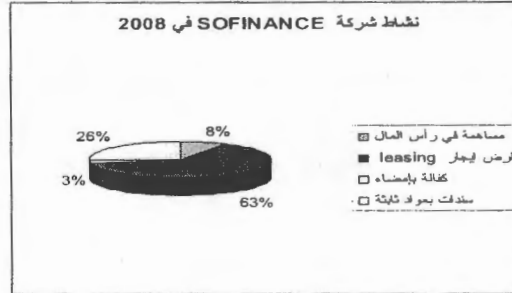
¹ FINALEP ; la financière algérienne -européenne de participation ; Observatoire ANIMA 2008 p28.

² AVIS ; n° 012 du conseil du 04fevrier 1991 relative a FINALEP.

³ SOFINANCE ; société financière ;site www.sofinance.dz

- يتم الانسحاب من مؤسسة في فترة زمنية تتراوح من 3 إلى 5 سنوات.
- صفقات الخروج تتم إما ببيع الأسهم أو عن طريق الاكتتاب العام في السوق المالي.
- تقديم قروض خاصة أو قروض بإيجار.
- تمويل القطاعات الصناعية، بناء و أشغال العمومية BTP.
- تمويل المؤسسات برأس مال خاص، و مساهمة في بناء خطط إستراتيجية للمؤسسة.
- تقوم شركة بمتابعة دورية للمؤسسات الممولة و تقدم المشورة الفنية عند الحاجة.

شكل (3): أنماط تمويل شركة Sofinance .



Source : Sofinance ;www.sofinance .dz

نلاحظ من الشكل أن نشاط الشركة الوطنية في تمويل شركات الوطنية برأس مال الاستثماري محدود حسب نتائج سنة 2008 و هي تمثل نسبة 8% من حجم تمويلات المقبولة.

إن تمويل برأس مال المخاطر (الاستثماري) متواضع و بعيد كل البعد عن مؤسسات تمويل برأس المال المخاطر المعاصرة. وما قدمته شركة "سوفينس" يشبه كثير نشاط بنوك التجارية بما أن أكثر من 63% هي عبارة عن قروض الإيجار.

كما أن نسبة المشاركة في رأس المال لا يتعدى 35% في المؤسسات الممولة و نعتقد أنها نسبة جد ضئيلة للمؤسسات الواعدة بالنمو والمؤسسات ذات طابع ابتكاري. كما أن مساهمة في رأس مال يقتصر على مؤسسات اقتصادية عمومية تنشط في قطاعات ضئيلة المخاطر.

رغم المبادرة التي تمت لدعم و تخطي مشكلة التمويل منذ الإصلاحات النقدية تبقى الوساطة المالية متخصصة محدودة و تقتصر على شركتين محدودة الإمكانيات المادية. إن بروز شركات مختصة في الجزائر و في ذات وقت تطوير نشاط شركة الوطنية SOFINANCE بتمويل بتقنية رأس مال المخاطر يتطلب مقومات سنحاول إبراز أهمها في الجزء الأخير.

4 - عراقل تطور المهنة في الجزائر:

إن قيام أسلوب التمويل برأس مال المخاطر كنمط تمويل استراتيجي و فعال في الجزائر ضرورة قصوى في الوقت الراهن. لأن شركات رأس المال الخاطر توفر رؤوس أموال بمبدأ المشاركة في الأرباح و الخسائر كما تساهم في وقت نفسه في دعم إدارة المؤسسة بما يحقق فرص أكبر لاستمرارها.

غير أن قيام هذا النوع من الوساطة يصطدم بعدة عقبات مؤسسية واقتصادية وثقافية. إن ثقافة التمويل متغير رئيسي في نجاح هذه المهنة إذ أن غالب في الأمر أن يرفض مبدئياً الأفراد تمويل بالمشاركة أو يحرص ملاك الأصليين للمؤسسات القائمة على عدم استيلاء مساهمين الجدد على حقوق الملكية وبالتالي على قراراتها الإستراتيجية وهذا العامل الثقافي قد يعرقل اللجوء إلى شركات الممولة، ولا شك أن فعالية المهنة في تمويل الاستثمارات المنتجة يتطلب مقومات أساسية تفتقدها الجزائر.

- توجد معوقات متشابهة بين الدول النامية والمتحولة في ازدهارها هذا نوع من التمويل للأسباب صنفها إلى ما يلي:
- إن تمويل برأس مال المخاطر يعتبر مساهمة مالية مؤقتة قد يعتبرها كثير من ملاك مسيرونها الخواص نوع من تقاسم الجهود واستيلاء على قرارات المؤسسة.
 - تفتشى في جزائر عقلية المشاريع العالمية التي ترفض فتح رأس مالها.
 - غياب مشاريع مؤهلة ذات فرص نجاح واعدة، وكثرة مؤسسات قائمة ذات طابع تقليدي في النسيج الاقتصادي.
 - غياب سوق المال عقبة جوهرية في مهنة وعدم فعالية البورصة يمثل غياب رؤية مستقبلية بالنسبة للانحساب شركات رأس مال " OCR " من المؤسسات الاقتصادية.
 - عدم قدرات لأنظمة المصرفية على جلب ادخار متوسطة وطويلة الأجل.

خاتمة:

إن تطوير الاقتصاد الوطني وتفعيل اقتصاد عصري قائم على المعرفة يتطلب تمويل استثمارات تكنولوجية وتحفيز أنشطة البحث والتطوير في المؤسسات الاقتصادية، فقد تجسدت جل الاختراعات التي يعرفها البشر اليوم بفضل وسطاء يخاطرون بأموالهم ويقدمون معارفهم الإدارية وفنية لتحويل فكر مخبري إلى منتج تجاري.

وهذه الورقة إلى محاولة لتعريف بأهمية تقنيات رأس المال المخاطر وفي ضوء ما قدمناه بأهمية المهنة ودورها في تسهيل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نرى على الدولة تأهيل المحيط المالي من خلال تطوير بنوكها وتحفيز قانوني لنشأة وسطاء ماليين سواء كانوا محليون أو أجانب من أجل بناء وساطة مالية متخصصة. كما أن المهنة لن تتطور في الجزائر بدون تأهيل المنظومة المصرفية من جهة وتوفير البنية التحتية داعمة لعملية الابتكار من جهة ثانية. ونجاح في تطور المهنة يتعلق أيضاً بقيام سوق مالي كملجأ مفضل للوسطاء بأنه يراعي الحقوق لأصحاب العقود.

تبقى تجربة الجزائر محدودة وما توفره من بدائل لا يشمل قطاعات ذات مخاطر عالية، وفعاليتها تتطلب أخذ بالمخاطرة في مشاريع وطنية ناشئة وفي ذات الوقت تشجيع ممولين خواص في إنشاء أو المشاركة في هذا النوع من الشركات.

ومن خلال ما سبق يمكن إدراج بعض التوصيات التي تعمل على رواج تقنية رأس المال المخاطر في الجزائر. ونرى أنها تتطلب بيئة مناسبة ومقومات مالية وغير مالية نوجزها في ما يلي:

- إن ثقافة ريادة الأعمال والابتكار عامل حاسم، ولا يمكن تحقيقها بدون نظام تعليمي متطور.

- يجب إسراع في بناء جسور جامعية مع مؤسسات اقتصادية من أجل تطوير الابتكار المحلي. وضع إجراءات تحمي العقود والصفقات و المبتكرين.
- وضع تشريعات محفزة لقيام هذا النوع من الوساطة و توفير منظومة قانونية واضحة التي تفسر مؤسسات رأسمال مخاطر OCR .
- سماح للمدخرين الخواص و تمكين صناديق التقاعد و التأمين في الاستثمار في شركات المالية.
- اتخاذ تدابير لتعزيز حماية حقوق الملكية الفكرية وبراءات الاختراع و حقوق التأليف من جهة و من جهة أخرى تشجيع الاستثمار في الأصول غير الملموسة.
- ضرورة قيام الدولة بتأسيس و تمويل صناديق حكومية مستقلة يديرها أفراد أصحاب كفاءات.

المراجع:

1. تقرير الأمم المتحدة للجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغرب آسيا، رأس مال المخاطر ، تكنولوجيا الاتصال و الإعلام (الاسكو) 2006/12.2006/ESCWA/ICTD
2. د.بريش السعيد: رأس مال مخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة مجلة العلوم الاقتصادية .2006.
3. د صحراوي مقلاتي: راس المال المخاطر في المنظور إسلامي مؤثر المصارف الإسلامية دبي الامارات العربية المتحدة 2مايو الى 5 جوان 2009
4. عبد الرحمان يسرى احمد : تنمية الصناعات الصغيرة و مشكلات تمويلها، دار الجامعة 1998 .
5. د رحيم حسين
6. ERIC STEPHANY ; la relation capital risque & PME fondement et pratiques ; de boeck ; 2003 p17
7. Gilles MONGENOT ; tout savoir sur le capital investissement gualino édition paris 2007
8. Mondher cherif ; le capital risque revu banque 2007.
9. Jean Lachmann ; capital-risque & capital investissement, édition economica ; PARIS P17
10. Emmanuelle DUBOGAGE ; le capital risque un mode de financement dans un contexte d'incertitude ; thèse de doctorat paris 13 ; 2003.
11. Emmanuelle DUBOGAGE ; capital risque ; édition organisation ; 2006
12. Constantan CHRISTOFIDIS & Olivier DEBANDE ; innovative firms through venture capital ; pj industry february 2001.
13. Xavier THONMIEUX ; le LBO ; Edition de books 2003
14. Marc BEMLONECHE ; Le Capital-Risque ; édition banque 2001.
15. Cyril DEMARIA : introduction au private equity ; revue banque 2008.
16. www.sofinance.dz.