

أسلوب التمويل برأس المال المخاطر ودوره في الحد من الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

The method of financing with venture capital and its role in reducing the financing gap for SMEs

د. حكيم بوحرب¹، سعدية بن سالم²

¹ جامعة البليدة 02 لونيبي علي ، hakimbouharb7@gmail.com

² جامعة البليدة 02 لونيبي علي ، s.bensalem@univ-blida2.dz

ملخص

يعتبر مشكل التمويل أكبر عائق يحد من ظهور ونمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ما يؤدي إلى ارتفاع نسبة فشلها وعدم قدرتها على التوسع والنمو، فأصبح من الضروري تقديم الحلول من خلال إيجاد أساليب تمويلية جديدة تتلائم مع خصائص هذه المؤسسات، يهدف هذا البحث إلى إبراز دور أسلوب التمويل برأس المال المخاطر ودوره في الحد من الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذلك التعريف بنشاط التمويل برأس المال المخاطر كونه من الأساليب المستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ولتحقيق أهداف البحث تم الاعتماد على دراسة ميدانية على مستوى الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف sofiance من خلال التعرف على مختلف خطوات التمويل برأس المال المخاطر على مستوى هذه الشركة، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن نشاط التمويل برأس المال المخاطر في هذه الشركة يشمله العديد من النقائص سواء من خلال طريقة تقييمها للمشاريع الممولة وطرق الخروج من المساهمة.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التمويل، الفجوة التمويلية.

Abstract :

the financing is the biggest obstacle to the emergence and growth of SMEs, which leads to high failure and inability to expand and grow, it has become necessary to provide solutions by finding new financing methods that are appropriate to the characteristics of SMEs, In order to achieve the objectives of the research, the research included a study of the request for financing the establishment of a small enterprise by a project holder in SOFINANCE venture capital company and to identify the various stages that project holder is going through to obtain this funding, The study found that the venture capital financing activity in this company, is characterized by many shortcomings.

Key words: venture capital, SMEs, financing gap.

1. مقدمة:

يعتبر التمويل برأس المال المخاطر من أهم منتجات الابتكار المالي الذي ظهر في خمسينات القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية، وساهم بشكل كبير في تمويل مشاريع مبتكرة أصبحت فيما بعد شركات عملاقة، مثل Micro soft, Yahoo, micro système وغيرها من الشركات، ولقي فيما بعد رواج في أوروبا وانتشر في باقي دول العالم، والجزائر كغيرها من الدول تبنت هذا الأسلوب التمويلي رغبة منها في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمساهمة في حل أكبر عائق يواجه ظهورها ونموها وهو مشكل التمويل.

وعلى هذا الأساس فإن إشكالية البحث تدور حول التساؤل الرئيسي التالي:

ما هي الأساليب الواجب توفيرها لتفعيل دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟

للإمام بجوانب الموضوع ارتأينا طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو إطار النظري المفسر لأسلوب التمويل برأس المال المخاطر؟ وما هي خصائصه التمويلية؟
- ما هو واقع التمويل برأس المال المخاطر و العوائق التي تواجه تطوره في الجزائر؟
- إلى أي مدى يمكن للتمويل برأس المال المخاطر أن يمثل مدخلا للحد من الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر؟

محاولة منا للإجابة على الأسئلة الرئيسية قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: أسلوب التمويل برأس المال المخاطر هو عبارة عن أخذ مساهمات في مؤسسات صغيرة ومتوسطة غير مدرجة، ومن خصائصه التمويلية أنه يختلف عن الأساليب التقليدية الأخرى من خلال توفير التمويل اللازم دون ضمانات.

الفرضية الثانية: أسلوب التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر حديث و تطوره ضعيف و هناك عراقيل كثيرة تواجهه ويغطي أنشطة محددة.

الفرضية الثالثة: التمويل برأس المال المخاطر يمثل مدخلا للحد من الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر من خلال المساهمة في تقديم الدعم المالي والفني لهاته المؤسسات.

يسعى هذا البحث إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تتمثل في ما يلي:

- التعريف بأسلوب التمويل برأس المال المخاطر، مبادئه وخصائصه وإبراز دوره الفعال في التقليل من المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛

- التعرف على واقع التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر وما هي الأساليب الواجب توفيرها لتفعيل دور هذا التمويل؛
- تبيان طبيعة وحجم دور رأس المال المخاطر في التخفيف من حدة المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

لوصول لأهداف الدراسة وللإحاطة بالموضوع استلزم ذلك استعمال المنهج الوصفي التحليلي وذلك في الجزء النظري فهو يسمح بوصف وتحليل شامل للظاهرة المدروسة وهي الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وإبراز

دور وأهمية رأس المال المخاطر في التقليل من المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أما فيما يخص الأدوات المستخدمة في الدراسة فقد تم إجراء دراسة ميدانية من خلال التقرب إلى شركة Sofinance ودراسة كيف تتم معالجة طلب التمويل برأس المال المخاطر على مستوى هذه الشركة، كما تم الاعتماد على إجراء مقابلة مع المسؤول المكلف بالدراسات للتعرف على واقع التمويل برأس المال المخاطر على مستوى هذه الشركة التي أخذناها كعينة من مجموع شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر.

2. الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الفجوة التمويلية هي التي تصف الحالة التي تكون فيها المؤسسة الصغيرة والمتوسطة قد وصلت إلى مرحلة تطورها، أين تكون قد استخدمت كل المصادر التمويلية قصيرة الأجل ولكنها لم تصل إلى الحد الذي يسمح لها بالحصول على التمويل طويل الأجل سواء من قبل مؤسسات مالية أو عن طريق الوصول إلى السوق المالي، وذلك لعدة أسباب منها (حكيم بوحرب، 2014، ص 177):

- الفجوة المعرفية الناجمة عن الاستخدام المحدود لمختلف المصادر التمويلية هي نتيجة مباشرة لعدم الإلمام بمزاياها وتكاليفها؛
- الفجوة في عرض رؤوس الأموال التي كثيرا منها ليست متاحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وحتى في حالة توفرها فكثير منها تكلفتها أعلى بكثير من تلك المعروضة للمؤسسات الكبيرة؛
- ارتفاع المخاطر التجارية التي تتفاعل مع مخاطر السيولة والمنافسة وهشاشة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعدم كفاءة المدراء المالكين للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفي أغلب الأحيان لا يملكون المهارات اللازمة لإدارة مؤسساتهم؛
- فالفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعني وجود عدد كبير من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يمكن أن تستخدم الأموال بشكل منتج إذا كانت متاحة، لكن لا تستطيع الحصول على التمويل من خلال قنوات التمويل الرسمية (OCDE, 2006, p9).

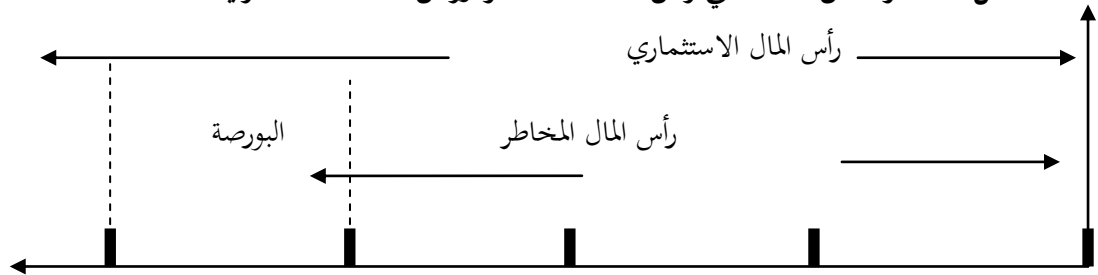
تزداد حدة مشكل التمويل إذا علمنا أن الدول المتخلفة تفتقر إلى المؤسسات المالية المتخصصة في التعامل مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وأنه في حالة وجودها تكون ذات قدرات مالية محدودة على عكس الدول المتقدمة، مما يدفع هذه المؤسسات للجوء للمؤسسات التمويلية التقليدية وعلى رأسها البنوك التجارية والتي تطبق عليها المبادئ العامة لمنح القروض التي تطبق على المؤسسات الكبيرة أي نفس معدلات الفائدة و الضمانات مما يؤدي إلى زيادة مشكل المؤسسات المتعثرة من جهة وانخفاض نصيب المؤسسات من إجمالي ما يقدم من قروض بسبب عدم قدرتها على تقديم الضمانات وإحجام البنوك على إقراضها بسبب ارتفاع معدل المخاطر فيها من جهة أخرى (رابح خوي، رقية حساني، 2008، ص 7)، التمويل البنكي قصير الأجل يعتبر المصدر التمويلي الخارجي الثاني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ولكن بالرغم من أهميته إلا أنه يثير العديد من المشاكل لدى مالكي هذه المؤسسات بحيث أن البنوك لا تمنح لهم شروط الائتمان التي تتوافق مع الوضع الفعلي لها، ومن جهة أخرى فان البنوك يبررون ذلك هذه الوضعية بخطر الإفلاس المرتفع بهذا النوع الخاص من المؤسسات، كما أن جودة التسيير المالي المطبق لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لها علاقة مباشرة بشروط الائتمان الممنوحة لها (Josée St-Pierre, 1999, pp, 52-53).

3. التمويل برأس المال المخاطر كآلية للحد من المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

نشير بداية إلى أن مصطلح رأس المال المخاطر لم يحظى بالقبول والإجماع لدى الباحثين ومختلف الهيئات المهتمة بهذا الأسلوب التمويلي، حيث نجد أن الأدبيات الناطقة باللغة الفرنسية استخدمت مصطلح رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري، أما الأدبيات الأنجلوسكسونية فقد استخدمت مصطلح رأس المال المغامر، ومن حيث المعنى فإن هذا الأخير يصف الظاهرة أحسن من المصطلح الفرنسي فالمخاطرة تتصف بها كل الاستثمارات المالية، أما المشرع الجزائري فقد استخدم مصطلح رأس المال الاستثماري أسوة بالمشرع الفرنسي.

رأس المال المخاطر باللغة الفرنسية *capital risque* هي ترجمة للكلمة الأصلية باللغة الإنجليزية *venture capital*، التي تعبر عن فكرة المغامرة ومن المعلوم أنه في المفهوم الأنجلوسكسوني المغامرة تؤخذ من الجانب الإيجابي، فهي تجربة ممتعة للعيش وغالبا ما تكون سعيدة، أما في المفهوم اللاتيني فالمغامرة ذات منظور سلبي لأنها تصرفات غير عقلانية (kamel Eddine Bouatouata, 2005, p,45)، كما توجد عدة عبارات وألفاظ في الأدبيات الاقتصادية تتعلق بمفهوم التمويل برأس المال المخاطر، غير أن التمويل برأس المال الاستثماري *capital investissement* و *capital risque* رأس المال المخاطر أكثر المصطلحات المستخدمة على الصعيد الدولي، وفي الغالب تستخدم هذه العبارات للفصل بين المناهج التمويلية المختلفة في المهنة وبعبارة أخرى فإن مصطلح رأس المال الاستثماري يعبر على جميع تقنيات التمويل التساهمي تكون فيها المؤسسة في مرحلة متقدمة، بينما يشير مصطلح رأس المخاطر كمفهوم ضيق إلى تلك التمويلات التي تتعلق بالمؤسسات الابتكارية قبل مرحلة التأسيس، أو تكون مشروعات عالية المخاطرة حديثة النشأة ويواجه الممول درجة عالية من حالات عدم التأكد، إذا تستخدم عبارة رأس المال المخاطر فقط للتعبير على تمويل مرحلة ما قبل وبعد الانطلاق وهي مرحلة تكون فيها درجة عدم التأكد في أعلى مستوى وما تبقى من أنماط تمويل مراحل النمو والتنمية فهو تمويل استثماري تساهمي ويستخدم للتعبير عنها أيضا المصطلح الإنجليزي *private equity* بمعنى دقيق تمويل بحقوق الملكية الخاصة (سحنون سمير، 2013، ص ص، 81-82)، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل 1: الفرق بين مصطلحي رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري



المصدر: أحسين عثمان، سعيد سياف حنان، يزيد تفرات، 2017، ص، 22.

رأس المال المخاطر هو علاقة تجارية بين مستثمر في رأس المال ومستثمر منشئ للمؤسسة، وهو عبارة عن وساطة مالية قائمة على الاستثمار موجه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبصفة عامة للمؤسسات غير المدرجة في البورصة

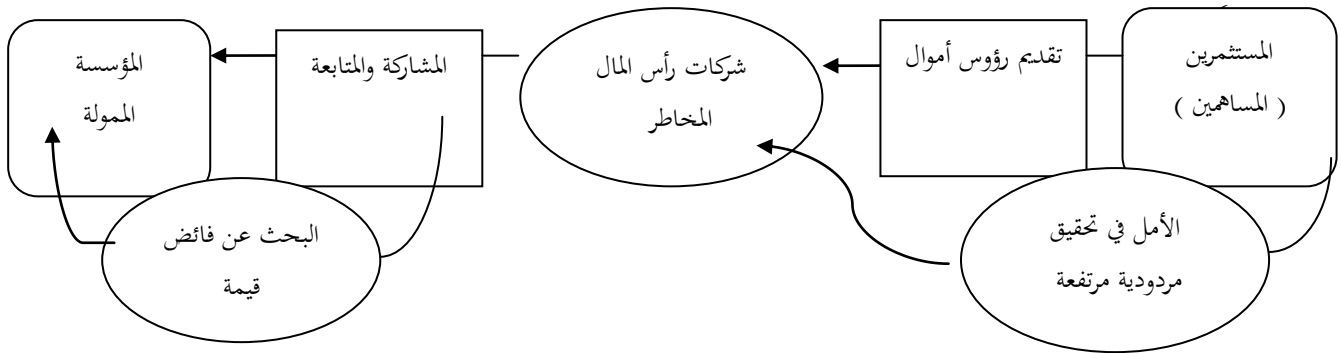
(kamel Eddine Bouatouata, 2005, pp, 21-27)، كما عرفته الجمعية الأوروبية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA 1986) بأنه كل رأس مال مستثمر عبر وسيط مالي في مؤسسات أو مشاريع خاصة ذات إمكانيات واحتمال للنمو عالية، هذا التعريف يخص المؤسسات ذات تكنولوجيا عالية مع إمكانية قوية للنمو وخطر كبير ومن جهة مرتبط بتحقيق أرباح كبيرة (Jean Lachman, 1999, P, 14)، أما الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر National Venture Capital Association ، فقد عرفته بأنها شركات تدعم المؤسسات المبتكرة والواعدة تقوم بتمويل أفكار جديدة لا يمكن لها الحصول على التمويل عن طريق التمويل البنكي التقليدي، فهو يقوم بتدعيم المواهب الريادية وبالتالي فهو يحول الأفكار إلى منتجات وخدمات (Bobby Franklin, Maryan (Bobby Franklin, Maryan & Haque, 2016, p, 6).

فيما يخص الجزائر فكما قلنا سابقا فهي تستعمل مصطلح رأس المال الاستثماري، وقد عرفته بأنه تقنية تمويلية عن طريق المشاركة النقدية والمؤقتة في رأس مال مؤسسة (<http://mdipi.org.dz> , consulté le 02/05/2018).

نستنتج من التعريف السابقة أن رأس المال المخاطر هو عبارة عن وساطة مالية خاصة بتمويل مؤسسات صغيرة ومتوسطة غير مدرجة في البورصة، وتكون مبتكرة وذات احتمال نمو عالي، ومفهوم رأس المال المخاطر يجب أن يندرج لتمويل المراحل الأولى لتطور المؤسسة (الإنشاء، النمو، دراسة الجدوى) وهو يستند على المعايير التالية (Eric Stéphaney, 2003, p, 11).

1. مساهمة أقلية في مؤسسات صغيرة ومتوسطة غير مدرجة مع احتمال نمو عالي؛
2. تكون الفترة الزمنية للمساهمة في رأس المال محدودة، يتراوح عادة بين 3 و 7 سنوات لإنجاح المشروع الممول ولكن في نفس الوقت فإن تاريخ الخروج من رأس مال المؤسسة لا يكون معلوم مسبقا؛
3. المتابعة الدائمة والمستمرة لنشاط المشاركة والابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
4. الرقابة مستندة من عقد ضمني وصريح؛
5. ربح شركة رأس المال المخاطر تتحقق عند بيع مساهمته في المؤسسة، أي يبيع قيمة مشاركته.

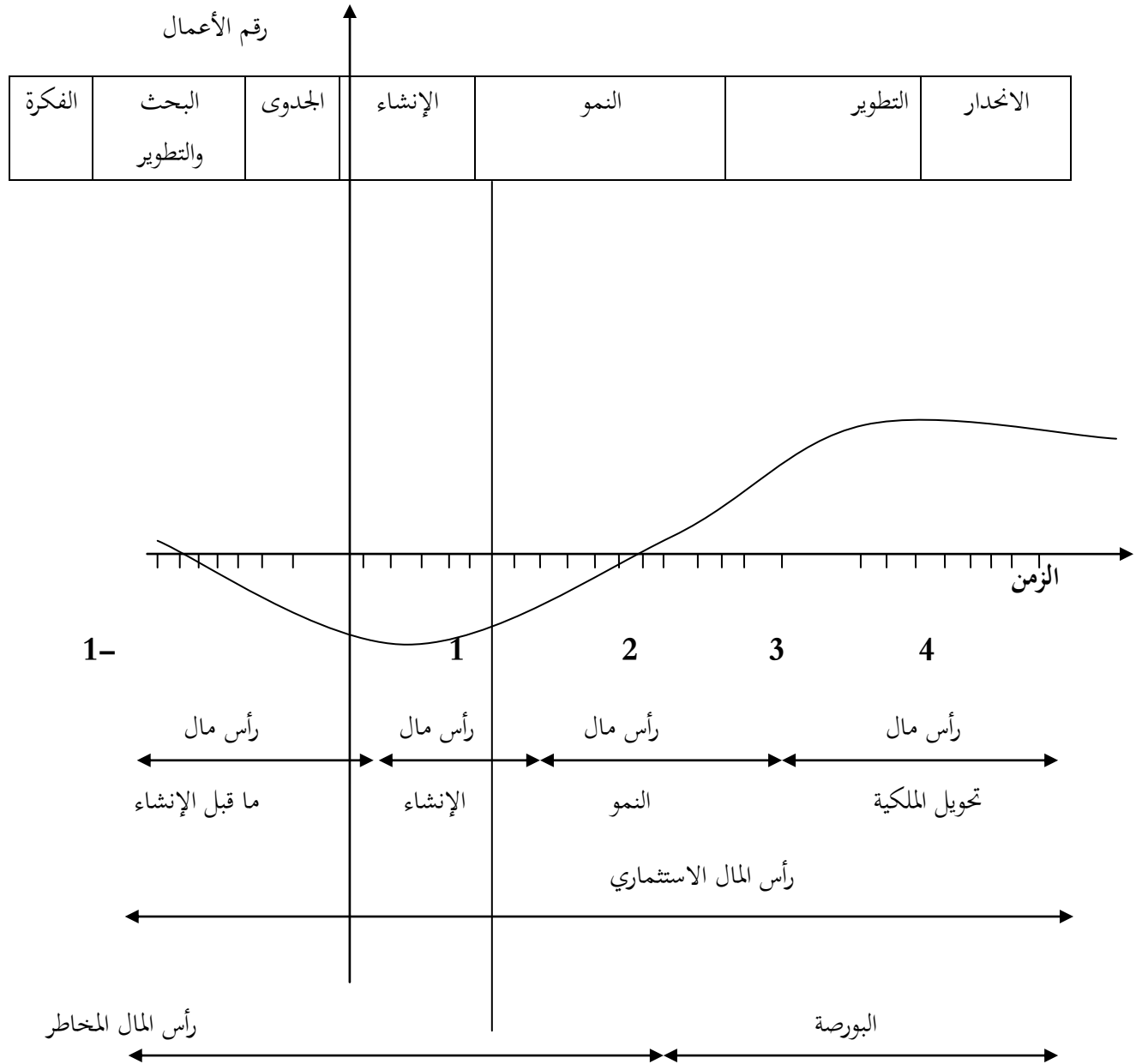
الشكل 2: متعاملي رأس المال المخاطر



Source: Kamel Eddine Bouatouata, 2005, p 17.

يوضح الشكل أعلاه الدور الذي تلعبه شركات رأس المال مخاطر كوسيط مالي، رؤوس أموالها ناتجة عن مساهمات مستثمرين خارجيين وهذه الأموال تشارك بها في تمويل مختلف المؤسسات وكذا تقديم الدعم الفني والتقني لإدارة المشاريع باعتبارها ذات خبرة واسعة، المخاطرون برأس المال يساهمون في المؤسسات الاقتصادية لفترة محدودة مسبقا بهدف إعادة بيع حصصهم وتحقيق فائض قيمة، وبالتالي سوق رأس المال المخاطر يتكون من المستثمرين (حاملو رؤوس أموال) مؤسسات رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة المبتكرة عالية التكنولوجيا بصفة خاصة (صليحة قسايسية، 2016، ص ص، 206-207).

شكل 3: مراحل تدخل شركات رأس المال المخاطر



Source: Eric Stéphaney, 2003, p 10.

رأس مال ما قبل الإنشاء (**seed capital**): موجه لتمويل فكرة مشروع أو نشاط البحث من أجل إنتاج فكرة مشروع، الأموال في هذه المرحلة لا تستعمل للإنشاء هي فقط موجهة لتمويل عملية البحث (Stefano Caselli, 2010, p19).

رأس مال الإنشاء أو الانطلاق (**start-up financing**): يقدم للمؤسسات القائمة قانونا والتي عملت على نموذج المنتج وهي مستعدة لاختبار إمكاناتها السوقية، وفيه تبدأ عملية تطوير الفريق الإداري (Darek Klonowski, 2018, p 13).

رأس مال النمو والتطوير (**expansion financing**): يخصص للمؤسسات التي وصلت إلى تحقيق عتبة المردودية، التدخل هنا يستهدف تمويل قدرات جديدة للإنتاج أو لحيازة وتطوير منتجات جديدة (Erik Stéphaney, 2003, p9).

رأس مال تحويل الملكية (**replacement financing**): التدخل هنا يخص مؤسسة ناشئة تريد تنفيذ قرار استراتيجي مرتبط بعملية الاستحواذ، مثلا: الاكتتاب في البورصة الاستحواذ بالاستدانة (leverage buyout) (Stefano Caselli, 2010, p23).

4. نشاط التمويل برأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف sofinance

تبنت الجزائر التمويل برأس المال المخاطر كغيرها من الدول وحاولت أن تواكب التطور الحاصل في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إضافة إلى كل ما تمنحه من دعم لهذا القطاع من خلال الهيئات والآليات التي أوجدتها الحكومة، إيماناً منها بضرورة منح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الدور اللازم في تحقيق التنمية والتوازن الاقتصادي وتنويع مصادر الدخل الوطني، الجدول التالي يوضح تطور نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر:

الجدول 1 : تطور نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر

اسم الشركة	تاريخ الانشاء	اسم الشركة	تاريخ الانشاء
الصندوق الوطني للاستثمار	1963	المغربية للاستثمار (صندوق المغاربة للأسهم الخاصة)	2000
الجزائرية الليبية القابضة	1981	صندوق دعم الاستثمار من أجل الشغل	2004
الصندوق الجزائري الكويتي للاستثمار	1988	الجزائرية السعودية للاستثمار	2008
المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة	1991	صندوق الاستثمار الولائي	2009
المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف	2000	الجزائر استثمار	2009

المصدر: حكيم بوحرب، 2015، ص، 256.

بالرغم من ظهور نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر بداية التسعينات إلا أنه لم يكن هناك قانون واضح خاص بممارسة هذا النشاط بشكل منظم، وبقي خاضع لقانون النقد والقرض حسب الأمر 03-11 لسنة 2003 المادة 74 التي تنص على: يمكن للبنوك والمؤسسات المالية أن تأخذ مساهمات وتحويزها، ولا يجوز أن تتعدى هذه المساهمات بالنسبة للبنوك، الحدود التي رسمها مجلس النقد والقرض (أمر رقم 03-11 المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق 26

غشت سنة 2003 والمتعلق بالنقد والقرض) ، وبعدها ظهر المرسوم رقم 06-11 في 24 جوان 2006 المتعلق بشركة رأس المال الاستثماري، يهدف هذا القانون إلى تحديد شروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري من قبل شركة رأس المال الاستثماري وكذا كيفية إنشائها وتسييرها.

4. 1. التعريف بالمؤسسة

المؤسسة المالية للاستثمارات والمساهمة والتوظيف، هي مؤسسة مالية عمومية معتمدة من بنك الجزائر في 9 جانفي 2001 برأس مال اجتماعي تجاوز 10.000.000.000 دج، تم انشاؤها بمبادرة من المجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE : conseil national des participations de l'état) بمهمة أساسية وهي متابعة وتحديث أدوات إنتاج وطنية وتطوير منتجات مالية جديدة، مجال نشاط sofinance يغطي الأنشطة المالية من خلال المشاركة في رأس مال مؤسسات، عن طريق التمويل الإجمالي، القروض الكلاسيكية والالتزام بالتوقيع، تقديم الدعم والمشورة للمؤسسات (http://www.sofinance.dz)، لدى sofinance وكالات على مستوى بنك التنمية المحلية (BDL) كما أنه هناك تفويض لوكالات في إطار تسييرها لصناديق استثمار ولائية في ولايات البلدة، بجاية، باتنة، أم البواقي، وهران، تيارت، ميلة، أغواط، عين الدفلى، تبسة، المهمة الأساسية ل sofinance هي المساهمة في إنعاش الاقتصاد من خلال تقديم نهج جديد في تمويل المؤسسات كما تتمثل المهام الأساسية ل sofinance في تحديث معدات الإنتاج من خلال ترقية وتحديث الاستثمارات وتكثيف النسيج الصناعي وإنعاش المؤسسات العمومية، البحث عن شريك تقني و/ أو مالي للحصول على مساهمات، يتميز رأس التمويل برأس المال المخاطر على مستوى sofinance بما يلي:

- القطاعات المستهدفة من التمويل برأس المال المخاطر هي كل أنشطة إنتاج سلع وخدمات باستثناء الأنشطة التجارية والزراعية؛

- تتدخل في مؤسسات في مرحلة الإنشاء، النمو، إعادة الهيكلة وتحويل الملكية؛

- تتدخل sofinance بأموالها الخاصة أو عن طريق صناديق الاستثمار الولائية؛

- مدة التدخل بين 5 و 7 سنوات والمساهمة لا تتجاوز 49% من رأس مال المؤسسة ولا تكون أقل من 34%؛

- كما أن طريقة خروج sofinance من المساهمة يكون حسب ما هو محدد في ميثاق المساهمين؛

- بالنسبة للمساهمة عن طريق صناديق الاستثمار الولائية فإن مبلغ المساهمة ارتفع من 50.000.000 دج إلى

100.000.000 دج (مقابلة مع المكلف بالدراسات، مديرية المساهمات والهندسة المالية على مستوى مؤسسة

sofinance)، تقوم sofinance بتقييم المؤسسات، دراسة السوق، المرافقة في إنجاز المشاريع وتقديم المشورة، المرافقة

القانونية والمالية، مقارنة مع باقي الأنشطة المالية ل sofinance يمكن اعتبار التمويل الإجمالي هو الناشط الأساسي

لدى المؤسسة ومن بين أوجه التدخل، التدخل برأسمالها أو في إطار صناديق الاستثمار الولائية التابعة للخزينة العمومية

بموجب اتفاقية بين وزارة المالية ومؤسسة sofinance المتعلقة بتسيير صناديق الاستثمار الولائية والمسجلة في إطار قانون

المالية التكميلي لسنة 2009، الذي سمح بإنشاء صناديق استثمار ولائية مهمتها المساهمة في رأس مال المؤسسات

الصغيرة والمتوسطة المنشأة من طرف المقاولين الشباب، توكل لها مهمة تسهيل الحصول على التمويل لهاته المؤسسات عن

طريق تقنية رأس المال المخاطر، هذه الاتفاقية تتألف من 14 مادة تهدف إلى تحديد شروط وطريقة تسيير هذه الصناديق، القطاعات التي تتدخل فيها، اختيار المشاريع الممولة بطريقة التدخل (رأس مال مخاطر، رأس مال النمو، إعادة الهيكلة، شراء مساهمات وحصص رأس مال مخاطر أخرى)، متابعة المساهمة، مدة الاتفاقية والمحددة ب 5 سنوات قابلة للتجديد بموافقة الطرفين، ممارسة نشاط رأس المال المخاطر يتم على مستوى مديرية المساهمات والهندسة المالية، حيث هي المسؤولة عن التمويل بالمشاركة برأس المال المخاطر، ومن أهم نشاطات هذا القسم استكشاف المشاريع الصغيرة والمتوسطة، تقييم ودراسية جدوى المشاريع المقترحة، وضع الاستراتيجيات المالية وتقييم المشاريع وتحديد طريقة الخروج من المساهمة، من أهم القطاعات التي تتدخل فيها الشركة في إطار التمويل برأس المال المخاطر هي (وثائق مقدمة من طرف Sofinance، مديرية المساهمات والهندسة المالية) :

القطاع الإنتاجي خاصة الصناعة الغذائية، الصناعة التحويلية، استغلال الموارد المعدنية كالمياه المعدنية، الصناعة الهندسية والالكترونيات والبناء والاتصالات، توزيع المياه لصالح المستهلكين والزراعة، والهدف الأساسي للمساهمة هو الدفع إلى تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتفعيل دورها في القطاع الاقتصادي ونقل الخبرات في تسيير المشاريع.

تعتمد مؤسسة Sofinance على عدة معايير لاختيار المشاريع لتمويلها برأس المال المخاطر، تتمثل في (وثائق مقدمة من طرف Sofinance) مديرية المساهمات والهندسة المالية، *procédure de gestion des fonds d'investissement de wilaya*: خصائص المشروع (التقنية، الاقتصادية والمالية)، جودة خطة العمل (المردودية الاقتصادية والمالية على المدى المتوسط)، الكفاءة التقنية والتسييرية لحامل المشروع، خلق مناصب العمل، أهمية المشروع في تطوير الاقتصادي والاجتماعي المحلي واحترام البيئة والمحيط، كما أن شخصية المقاول (طالب التمويل) ومدى قدرته في إقناع المؤسسة بفكرة مشروعه ومدى حماسه لإنجاح المشروع، تلعب دور أساسي في قبول أو رفض طلب التمويل (مقابلة مع المكلف بالدراسات على مستوى Sofinance، مديرية المساهمات والهندسة المالية).

المبالغ الناتجة من عمليات الخروج من مساهمات المؤسسات الممولة، الأرباح الموزعة وفائض القيمة تعود للخزينة، لكن في مقابل تسييرها للصناديق الاستثمار الولاية تحصل Sofinance على (وثائق مقدمة من طرف Sofinance، مديرية المساهمات والهندسة المالية، *procédure de gestion des fonds d'investissement de wilaya*) :

- مبلغ 5.000.000 دج لكل صندوق، تغطي مختلف تكاليف البحث وغيرها من التكاليف؛
- 1% من مبلغ التمويل تتحصل عليه في نفس الوقت عند تحويل مبلغ المساهمة من الخزينة؛
- مبلغ 300.000 دج لكل مساهمة لتغطية تكاليف المتابعة؛
- الحصول سنويا على 15% من قيمة الأرباح الموزعة وعلى 15% من مبلغ فائض القيمة عند الخروج من المساهمة في المؤسسة الممولة.

كما يتم تشكيل لجنة للرقابة لمتابعة المساهمة في المؤسسات الممولة، أعضاء هذه اللجنة يتم تعيينهم من طرف أعضاء مجلس الإدارة عند إنشاء المؤسسة، لجنة الرقابة عبارة عن هيئة دائمة طيلة فترة المساهمة، تتكون من ممثلين للمساهمين ورئيس يتم اختياره من بين الأعضاء المكونين للجنة، أما من يمثل Sofinance يتم تعيينه من طرف المديرية العامة من

بين إشارات المؤسسة (وثائق مقدمة من طرف Sofinance، مديرية المساهمات والهندسة المالية)، مهمتها الأساسية هي المعاينة فهو عبارة عن هيئة ترجع إليها المديرية العامة في إطار تحقيق برامج الاستثمار، تجتمع لجنة الرقابة مرة في الشهر خلال مرحلة الإنشاء، وكل 3 أشهر خلال مرحلة الاستغلال ولضمان دور هذه اللجنة يمكن أن تجتمع خارج الأوقات المحددة سابقا، ممثل شركة Sofinance يقوم بإرسال تقرير للمديرية العامة للشركة. فيما يلي حصيلة نشاط رأس المال المخاطر على مستوى شركة Sofinance خلال فترة 2017 – 2018.

الجدول 2 : حصيلة نشاط رأس المال المخاطر على مستوى شركة Sofinance 2017 – 2018.

2017					
نتيجة الطلب	مبلغ المساهمة المطلوب	مرحلة نمو المشروع	تكلفة المشروع	الولاية	نوع النشاط
مقبول	100.000.000 دج	إنشاء	300.000.000 دج	تيارت	إنتاج مواد
مقبول	98000.000 دج	إنشاء	200.000.000 دج	بجاية	صيدلانية
مرفوض	120.000.000 دج	إنشاء	440314000 دج	تيارت	لوحات ذكية
مقبول	91922000 دج	إنشاء	264964493 دج	تيارت	صناعة غذاء
مرفوض	49.000.000 دج	إنشاء	362638000 دج	تيارت	الماشية
مقبول	100.000.000 دج	إنشاء	100.000.000 دج	وهران	إنتاج عصائر
مرفوض	100.000.000 دج	إنشاء	4700.000.000 دج	باتنة	زراعة الفطر
مرفوض	104.000.000 دج	إنشاء	256.000.000 دج	وهران	صناعة القوالب
مرفوض	41.881.000 دج	إنشاء	95.000.000 دج		تحويل المعادن
قيد الدراسة	75.000.000 دج	إنشاء	175.000.000 دج	عين دغلي	إنتاج الخضر
مقبول	120.000.000 دج	إنشاء	596.000.000 دج	وهران	المجمدة
مرفوض	50.000.000 دج	إنشاء	108.000.000 دج		إنتاج غبرة بكاربونات مستودع للتبريد عيادة صناعة قطع الغيار
2018					

إنتاج عصائر	بجاية	493.000.000 دج	إنشاء	288.000.000 د	مرفوض
إنتاج البسكويت	باتنة	366.000.000 دج	إنشاء	ج	قيد الدراسة
الألواح الشمسية	ميلة	366100 دج	إنشاء	100.000.000 د	قيد الدراسة
تغليف	تيارت	21795000 دج	إنشاء	ج	قيد الدراسة
إنتاج الخرسانة	تيارت	8713000 دج	إنشاء		قيد الدراسة
إنتاج الأحذية	باتنة	281126000 دج	إنشاء		قيد الدراسة

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معلومات مقدمة من طرف sofinance، مديرية المساهمات والهندسة المالية. نلاحظ من الجدول السابق أن مؤسسة sofinance خلال سنة 2017 تلقت 12 طلب تمويل برأس المال المخاطر كما أنه هناك تنوع في المشاريع المقترحة، من إنتاج مواد صيدلانية إلى الصناعات الغذائية والتحويلية، تم قبول 5 مشاريع مقترحة ورفض 6 منها، وهناك مشروع واحد لا يزال قيد الدراسة، أما في سنة 2018 فأغلب المشاريع لا تزال قيد الدراسة، هناك عدة أسباب لرفض طلب التمويل برأس المال المخاطر على مستوى مؤسسة sofinance أهمها (مقابلة مع المكلف بالدراسات على مستوى sofinance، مديرية المساهمات والهندسة المالية):

- 1- لا يتم الاتفاق حول نسبة التدخل، إما تكون فوق ما هو مسموح به (49%) أو أقل (34%)؛
- 2- السوق مشبعة وكذلك عدم ملائمة موقع المشروع (السوق)؛
- 3- عدم خلق ثروة ومناصب العمل في المنطقة.

4. 2. مراحل التمويل برأس المال المخاطر على مستوى شركة sofinance:

تمر عملية التمويل برأس المال المخاطر بعدة خطوات بدءا من استلام طلب التمويل وخطة العمل إلى إعداد دراسة جدوى المشروع وصولا إلى إمضاء ميثاق المساهمين، تتم دراسة طلب التمويل المقدم من طرف حاملي المشاريع على مستوى مديرية المساهمات والهندسة المالية لشركة sofinance، فهذه المديرية هي المسؤولة عن تقييم المشاريع وإعداد دراسة الجدوى للوصول إلى القرار النهائي المتمثل في قبول أو رفض طلب التمويل. المدة الزمنية اللازمة لدراسة طلب التمويل قد تمتد في المتوسط من 4 أشهر إلى سنة حسب طبيعة كل مشروع ومدى توفير حامل المشروع للوثائق اللازمة (مقابلة مع المكلف بالدراسات على مستوى شركة sofinance، مديرية المساهمات والهندسة المالية)، كما تعتمد sofinance على عدة مصادر لجمع المعلومات حول المشروع لاتخاذ قرار التمويل، هذه المصادر تتمثل في دراسة جدوى المشروع، التقارير التي ترسلها مكاتب الاستثمار الولائية (délégation commerciale) من خلال المعاينة الميدانية لموقع المشروع وللممتلكات كالمباني والمعدات وإجراء مقابلة شخصية مع حامل المشروع (مقابلة مع المكلف بالدراسات على مستوى شركة sofinance، مديرية المساهمات والهندسة المالية)، دراسة الجدوى هي عبارة عن دراسة معمقة للمشروع من خلال تقدير الربح والمردودية وفائض القيمة المتوقع، وهذا خلال طول فترة مساهمة sofinance (5 إلى 7 سنوات) يبدأ حساب مدة المساهمة من سنة الدخول في الاستغلال، هذه الدراسة يقوم بها المكلف بالدراسات على مستوى مديرية المساهمات والهندسة المالية للشركة، كما أن sofinance لا تعتمد بصفة كبيرة على خطة العمل

المقدمة من طرف حامل المشروع لأن هذا الأخير غالبا ما يقدم أرقام مغلوبة كتضخيم رقم الأعمال المتوقع وعدد مناصب العمل المنشأة، تنقسم دراسة الجدوى إلى أربعة محاور وهي: تقديم وتحليل معمق للمشروع، تحليل هيكل التمويل، الاستغلال المتوقع، وبعد إعداد دراسة الجدوى واتخاذ قرار التمويل في حالة الموافقة على الطلب يتم الإضاء على ميثاق المساهمين.

بعد مساهمة Sofinance في رأس مال المؤسسة يتم تحديد ميزانية المشروع التي توضح مساهمة كل من Sofinance والمؤسسة الممولة أو حامل المشروع.

بعد تحديد ميزانية المشروع ومساهمة كل من Sofinance وحامل المشروع، يتم إعداد جدول لرقم الأعمال المحتمل كما للوصول في الأخير إلى إعداد جدول حسابات النتائج بناء على التوقعات السابقة من أجل التنبؤ بالنتائج والتدفقات النقدية والأرباح الموزعة، وللحكم على مدى نجاعة المشروع وهذا طول مدة مساهمة Sofinance، ثم تأتي أهم مرحلة وهي تحديد التوقعات لمردودية Sofinance من خلال مجموعة من الفرضيات، مثال عن هاته الفرضيات كما يلي:

- مساهمة Sofinance بمبلغ إجمالي يقدر ب 100.000.000,00 دج، 36,63% من رأس المال الاجتماعي؛
- توزيع الأرباح بنسبة 30% بدءا من سنة 2019، أما الباقي (70%) يتم إعادة استثماره (mise en report à nouveau)، مع العلم أن نسبة توزيع الأرباح الموزعة قابلة للتفاوض، لكن في أغلب الأحيان يتم اعتماد نسبة 30%؛

- خروج Sofinance يكون في السنة الخامسة (جويلية 2023)؛

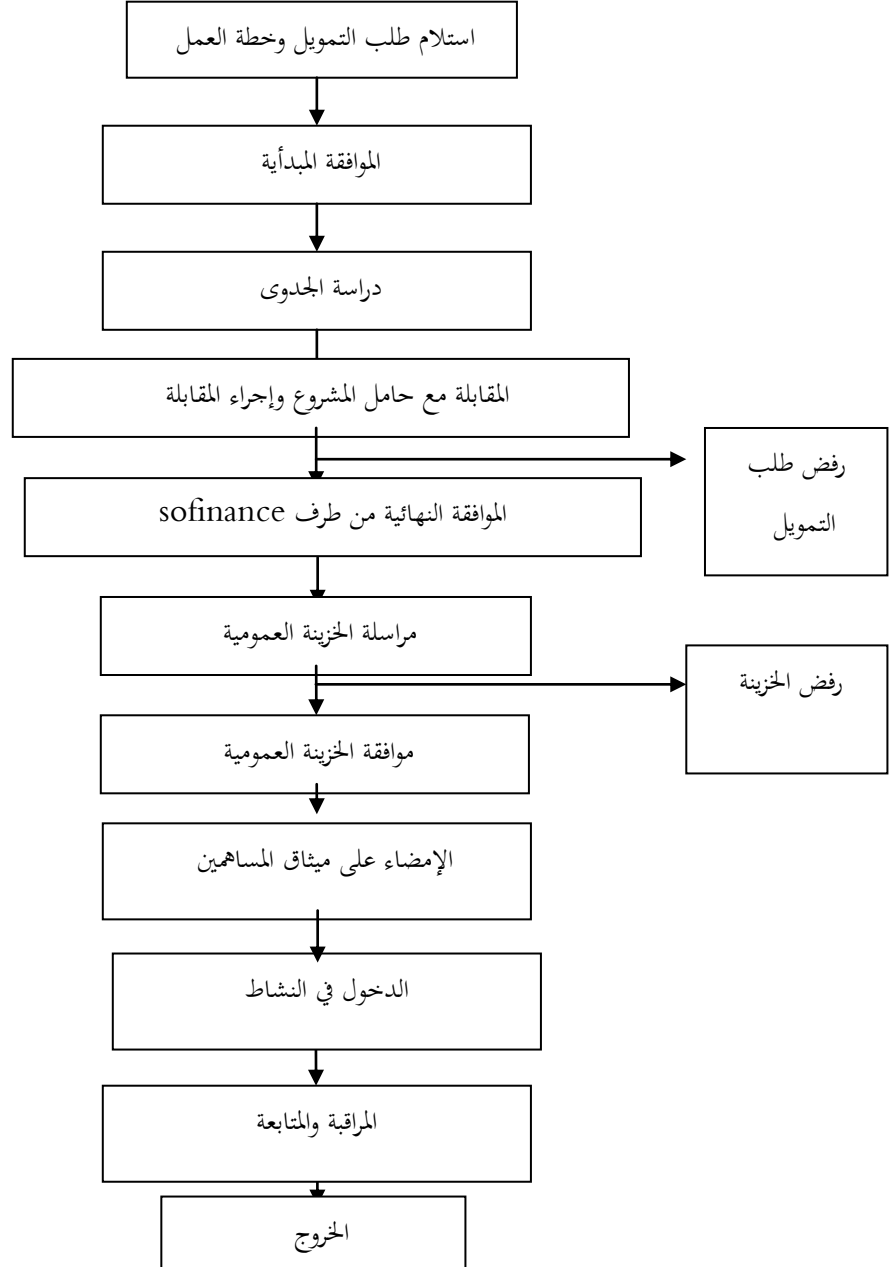
- معدل التحويل 8% (معدل التحويل يقدم من طرف بنك الجزائر ونشير إلى أن هذا المعامل يختلف من مؤسسة إلى أخرى، ومن نشاط إلى آخر بمعنى أنه غير ثابت).

للوصول فيما بعد إلى فائض القيمة plus value التي تحصل عليه المؤسسة بعد مساهمتها في هذا المشروع

كما يتم حساب معدل العائد الداخلي للمشروع TRI

وفي الأخير يتم اتخاذ القرار إما بقبول تمويل المشروع المقترح أو رفضه بناء عن ما سبق من دراسة للمشروع، في حالة القبول وإذا كان هذا التدخل في إطار صناديق الإستثمار العمومية وليس بالأموال الخاصة ل Sofinance، يتم مراسلة الخزينة العمومية لإعلامها بالمساهمة في رأس مال هذه المؤسسة، تطلب فيه موافقة الخزينة على هذا التمويل مرفقة بالبطاقة التقنية للمشروع وتقرير الخبرة القضائية للمساهمات العينية وأي معلومة أو وثيقة إضافة تطلبها الخزينة، ثم يتم الرد من طرف هاته الأخيرة إما بالموافقة أو الرفض، بعد موافقة Sofinance على طلب التمويل وكذا الحصول على موافقة الخزينة العمومية، تأتي مرحلة الإجراءات القانونية لتحقيق المشاركة من خلال إبرام ميثاق المساهمين الذي يحدد ويحكم العلاقة بين Sofinance والمؤسسة الممولة والمساهمين فيها، في هذا الميثاق يتم تحديد طرق وشروط ومدة المساهمة في رأس مال المؤسسة والهدف المشترك لكل الأطراف هو المساهمة في تحقيق وإنجاح المشروع، مواد الميثاق يتم صياغتها من طرف محامي Sofinance وهي قابلة للتفاوض مع المساهمين من أجل حماية حقوق جميع الأطراف، الشكل الموالي يلخص لنا جميع مراحل التمويل برأس المال المخاطر على مستوى Sofinance :

شكل 2 : مراحل التمويل برأس المال المخاطر على مستوى sofinance



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على معلومات مقدمة من طرف sofinance، مديرية المساهمات والهندسة المالية.

5. تحليل النتائج:

من خلال الدراسة التي قمنا بها وتطرقنا إلى أسلوب التمويل برأس المال المخاطر كالية للحد من الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بشقيه النظري والتطبيقي، يمكننا التأكد من صحة الفرضيات المطروحة في هاته الدراسة كما يلي:

الفرضية الأولى: من خلال دراستنا النظرية لرأس المال المخاطر نؤكد صحة الفرضية فهو عبارة عن وساطة مالية خاصة بتمويل مؤسسات صغيرة ومتوسطة غير مدرجة لا يمكنها الحصول على التمويل من المصادر الأخرى.

الفرضية الثانية: من خلال الفصل الثالث وتطرقنا لواقع نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر نؤكد صحة هذه الفرضية فنشاط التمويل برأس المال المخاطر حديث في الجزائر بالرغم من إنشاء أول شركة متخصصة FINALEP سنة 1991 إلا أن نشاطها الفعلي لم يبدأ إلا مع بداية سنة 2000 وما تبعه من دعم كبير من طرف الحكومة لإنشاء ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وإصدار القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة سنة 2001 وما صاحبه من إنشاء عدد كبير منها، كما أن هذا النشاط يقيى محدود بوجود 6 شركات رأس مال مخاطر في الجزائر إضافة إلى صناديق الاستثمار الولاية.

الفرضية الثالثة: نؤكد صحة هذه الفرضية وإضافة إلى الشركات الدور الذي تلعبه صناديق الاستثمار الولاية في تفعيل نشاط التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر.

بعد تطرقنا للموضوع من جانبه النظري وبعد الدراسة التطبيقية التي قمنا بها على مستوى شركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف توصلنا إلى النتائج التالية:

- تتمثل الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في صعوبة وصول هذه الأخيرة للمصادر التمويلية التقليدية كالبنوك والسوق المالي ومشكل التمويل أهم عائق يحد من نشأتها وتطورها ؛

- أفضل طريق لخروج شركات الرأس المال المخاطر هو الخروج المالي عن طريق الدخول للبورصة؛

- التمويل برأس المال المخاطر يزيد من كفاءة وأداء المؤسسات الممولة عن طريق المساهمة النشطة والرقابة على نشاط المؤسسة كما تتدخل شركات رأس المال المخاطر في كل مراحل نمو المؤسسة، كما أنه يخول لها متابعة كل الخيشتات التسييرية للمؤسسات المستهدفة؛

- التمويل برأس المال المخاطر يحد من الفجوة التمويلية للمؤسسات الممولة عن طريق تقديم أسلوب تمويلي يتناسب مع الخصوصيات المالية لهاته المؤسسات، ولأنه لا يتطلب ضمانات لتقديم التمويل اللازم.

- محدودية تدخل sofinance بالأموال الخاصة ولولا وجود صندوق الولاية لا أصبح هذا الأسلوب التمويلي شبه راكد، كما أنه هناك غياب لنموذج احصائي رياضي خاص بتقييم مخاطر المشاريع المستهدفة وهو ما يزيد من حالة اللاتأكد على مستوى شركة usofinance وهي ليست شركة متخصصة بالتمويل برأس المال المخاطر لكنه نشاط ثانوي.

- غياب إستراتيجية التدخل في إدارة وتسيير الأنشطة الممولة بالرغم من الحقوق الممنوحة لها في هذا الجانب كونها تستحوذ على السواد الأعظم من المساهمة في رأس مال المشروع، وتكتفي بالرقابة والمتابعة للمؤسسة الممولة؛

- محدودية سيناريوهات وخيارات الخروج ناتج عن ركود بورصة الأوراق المالية؛

- sofinance لا تقوم بتمويل مرحلة ما قبل الإنشاء (البحث والتطوير) وتكتفي فقط بتمويل باقي المراحل (الإنشاء، النمو والتطوير)؛

- لا يحق للمؤسسة الممولة أن تنهي الشراكة وتسحب من المشروع، هذا الحق ممنوح فقط لشركة رأس المال المخاطر مانحة التمويل؛
- تعتمد Sofinance في تقييمها للمشاريع الممولة على فصل تقييم مساهمتها عن المشروع ككل، لكن اتخذت قرار بالتخلي عن هذا الأسلوب في المشاريع التي ستمولها مستقبلا وإضافة إلى حساب صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية ومعدل العائد الداخلي في تقييمها للمشاريع الممولة، تم هذه السنة إضافة أسلوب جديد وهو حساب قيمة المؤسسة سنة الخروج (الرسكلة)؛
- عكس ما هو سائد في التمويل برأس المال المخاطر من حيث أهمية والدور الكبير الذي تلعبه خطة العمل في إقناع شركة رأس المال المخاطر للحصول على التمويل، فإن Sofinance لا تعتمد كثيرا على خطة العمل وتعتبرها أمر ثانوي في اتخاذ قرار التمويل لأنها ترى أن خطة العمل المقدمة لا تقدم المعلومات والأرقام الحقيقية حول المشروع خاصة فيما يخص تكلفة المشروع، جدول حسابات النتائج وعدد مناصب العمل المنشأة؛
- عدم مساهمة الخواص في نشاط التمويل برأس المال المخاطر فأغلب هذه الشركات هي فروع تابعة لبنوك عمومية؛
- الأنشطة الممولة أغلبها تابعة لمجال الصناعة التحويلية، عكس ما هو سائد في الولايات المتحدة الأمريكية أين ظهر التمويل برأس المال المخاطر، وباعتبارها أنجح تجربة لممارسة هذا التمويل بحيث المستفيد منه هم أصحاب الأفكار الإبداعية والمبتكرة وخاصة في المجال التكنولوجي كمجال الاتصالات؛
- التمويل برأس المال المخاطر دور فعال في التقليل والحد من الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة وذلك من خلال تقديم التمويل اللازم دون اشتراط ضمانات، وتزيد من فرص نجاح المؤسسات الممولة من خلال دراسة جدوى المشروع التي تقوم بها شركة رأس المال المخاطر؛
- العدد المحدود لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر، إضافة إلى محدودية انتشارها الجغرافي فكلها تتخذ من العاصمة مقرا لها يحد من أدائها.

5. خاتمة:

- حاولنا من خلال هذه الدراسة إبراز دور أسلوب التمويل برأس المال المخاطر في التقليل والحد من المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ونظرا للدور الكبير الذي تلعبه في شتى الميادين أصبحت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تأخذ حيز كبير من الدراسات لتفعيل دورها ومساعدة حاملي المشاريع على إنشاء مؤسسات خاصة بهم تستوعب أفكارهم وإدخال مدخراتهم في الدورة الاقتصادية، وبما أن التمويل برأس المال المخاطر من الأساليب التمويلية الأكثر ملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وممارسة هذا النشاط يعتبر حديث في الجزائر فكان لزاما على الحكومة من القيام بعدة إجراءات لتفعيل دور التمويل برأس المال المخاطر من خلال الإقتراحات التالية:
- تطوير السوق المالي في الجزائر كون الخروج المالي من أنجح وأفضل طرق خروج شركات رأس المال المخاطر من المساهمة؛
 - توسيع وتنويع التوزيع الجغرافي لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر فأغلبها تقع وسط البلاد (العاصمة)، فعلى الراغبين التعامل مع هاته الشركات الانتقال إلى مقر الرئيسي بالعاصمة؛

- الإعلام والتعريف بأسلوب التمويل برأس المال المخاطر من خلال القيام بمحاضرات وملتقيات، وإنشاء قاعدة بيانات خاصة بنشاط التمويل برأس المال المخاطر يمكن اعتمادها والرجوع إليها للحصول على معلومات حول أدائها والإحصائيات المتعلقة بنشاطها وبالتالي القدرة على تقييم أدائها؛

- إنشاء شركات متخصصة تمارس التمويل برأس المال المخاطر وليس نشاط ثانوي ضمن الأنشطة التي تقدمها والرفع من عددها ونفس الشيء بالنسبة لمكاتب الاستثمار الولائية.

6. قائمة المراجع:

- (1) حكيم بوحرب، دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 11، 2014.
- (2) The sme financing gap, theory and evidence, volume 01, ocde, 2006
- (3) رابع خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، ط1، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
- (4) Josée St-Pierre, **la gestion financière des pme théorie et pratiques**, presse de l'université du Québec, Canada, 1999
- (5) Kamel Eddine Bouatouata, le capital investissement capital risque usa Europe Tunisie Maroc Algérie, édition grand-Alger livres, 2005.
- (6) سحنون سمير، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر (دراسة حالة، تونس، المغرب، الجزائر)، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بالكايد، تلمسان، 2012-2013.
- (7) Kamel Eddine Bouatouata, op-cit.
- (8) Jean Lachman, capital- risque et capital investissement, economica, Paris, 1999
- (13) Bobby Franklin, Maryan Haque, national venture capital yearbook , March 2016.
- (14) موقع وزارة الصناعة والمناجم، <http://www.mdipi.org.dz>، تاريخ الإطلاع، 2018/05/02.
- (14) Eric Stéphaney, la relation capital-risque / pme fondements et pratiques, de Book, 1^{ere} édition, 2003.
- (15) صليحة قسايسية، الدور التمويلي لمؤسسة رأس المال المخاطر للمشاريع المصغرة، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة بليدة 2، العدد، 14، جوان 2016.
- (16) Stefano Caselli, private equity and venture capital in Europe market techniques and deals, Academic press advanced and finance series, UK, 2010.
- (17) Darek Klonowski, The venture capital investment process, British library 2010.

(18) أمر رقم 03-11 المؤرخ في 27 جمادى الثانية عام 1424 الموافق 26 غشت سنة 2003 والمتعلق بالنقد والقرض.

(19) الموقع الإلكتروني للشركة المالية للإستثمارات المساهمة والتوظيف , sofinance <http://www.sofinance.dz>

(20) مقابلة مع المكلف بالدراسات، مديرية المساهمات والهندسة المالية على مستوى مؤسسة sofinance.

(21) وثائق مقدمة من طرف مديرية المساهمات والهندسة المالية على مستوى مؤسسة sofinance.