

تمهيد:

تحتل المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الدول المتقدمة بالأولوية ضمن مختلف الاستراتيجيات المتبناة كونها المحرك الأساسي للتنمية، وذلك من خلال توفير مختلف الوسائل اللازمة لنجاح هذه المشروعات وخاصة تلك المتعلقة بالحصول على التمويل من عدة مصادر وذلك بفضل تنوع الخدمات التمويلية المتاحة بالسوق التمويلية وابتكار واستخدام تقنيات حديثة على مستوى البنوك بما يمكنها من التحكم في المخاطر والتكاليف ومن ثم التوجه نحو خدمة هذا القطاع، وهذا ما نجده جليا في و. م. أ حيث عمدت هذه الأخيرة إلى تشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك بدعم وتسهيل الإجراءات لنجاح صناعة رأس المال المخاطر، وهذا ما أدى إلى تطور هذه الصناعة وتوسعها وتحقيق هذه الشركات لعوائد مالية ضخمة ساهمت في تحقيق التنمية في و. م. أ.

عكس الدول النامية ومن بينها الجزائر التي تواجه مشكلة كبيرة في مجال التمويل وهذا ما يعيق تطور صناعة رأس المال المخاطر في مرحلة الانطلاق والتوسع، في ظل عدم قدرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الاعتماد على مصادر تمويلها الذاتية بالنظر إلى قصورها وضعفها بفعل محدودية رأس مالها وعدم قدرتها على الاستدانة الخارجية بفعل عدم وجود سوق مالي يمكنها من الحصول على الأموال اللازمة لتطوير مشاريعها، إضافة إلى عدم وجود بيئة مناسبة تشجع على قيام مؤسسات رأس المال المخاطر بالنظر إلى ارتفاع درجة المخاطر، بحيث يواجه المستثمر نوعين من المخاطر: مخاطر داخلية تخص المؤسسة، ومخاطر خارجية تتعلق بالحصول على الأموال، وهذا ما يتجلى بوضوح في الدول النامية وخاصة الجزائر التي تواجه مشكلة التمويل بسبب ضعف جهازها البنكي وكذا غياب ثقافة الادخار لدى الأفراد.

انطلاقا مما تقدم يمكن طرح التساؤل التالي:

ما هو الدور الذي يلعبه رأس المال المخاطر في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

هل يلعب رأس المال المخاطر دورا في تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة؟

1. **التساؤلات الفرعية:** انطلاقا من التساؤل الرئيس، يمكن طرح التساؤلات التالية:

- ما المقصود برأس المال المخاطر؟

- ما هي مصادر تمويل شركات رأس المال المخاطر؟

- هل لرأس المال المخاطر تأثير على الاقتصاد الكلي؟

- ما هي الدروس المستفادة من التجربة الأمريكية في صناعة رأس المال المخاطر بالنسبة للحالة الجزائرية؟

2. **الفرضيات:** بهدف الوصول إلى النتائج المرجوة من الدراسة، تم وضع الفرضيات التالية:

- رأس المال المخاطر هو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي في مشروعات خاصة لفترة طويلة الأجل، وينم فيها تقاسم الأرباح والخسائر المتوقعة.

- تتنوع مصادر تمويل رأس المال المخاطر، حيث يشترك جملة من الفاعلين في عملية تمويله كشركات التأمين والمؤسسات الحكومية.

- هناك تأثير كبير لرأس المال المخاطر على الاقتصاد الكلي من خلال مساهمته في تحقيق النمو الاقتصادي، وذلك بإدخاله لمنتجات جديدة إلى السوق وكذا تحسينه لقدرات المؤسسات المعرفية مما يجعلها تستمر في المنافسة داخل السوق.

- هناك العديد من النقاط التي يجب على الجزائر أخذها بعين الاعتبار حتى تحقق التطور لاقتصادها، وأبرز هذه النقاط هي إصلاح نظامها الاقتصادي والتشريعي.

3. أهمية الدراسة: تستمد الدراسة أهميتها من:

- حداثة الموضوع والأهمية الكبيرة التي بات يكتسبها، حيث أصبح محل اهتمام جميع الدول المتقدمة منها والنامية.
- التحديات الكبيرة التي تواجه الاقتصاد الوطني، خاصة في ظل البحث عن مصدر بديل للمحروقات وما يحتمه ذلك من ضرورة الاعتماد على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كأساس لهذا التحول وما يستلزمه من ضرورة توفير الظروف المواتية لهذه المؤسسات لضمان بقائها واستمرارها.

4. أهداف الدراسة: يمكن إبرازها في:

- التعرف على موضوع رأس المال المخاطر.
 - تحليل إيجابيا وسلبيا رأس المال المخاطر على المؤسسة وعلى الاقتصاد ككل.
 - محاولة إيجاد حلول لمعالجة الاقتصاد الوطني بالاستناد إلى تجارب دول رائدة في مجال صناعة رأس المال المخاطر.
5. هيكل الدراسة: قصد الوصول إلى الهدف المرجو من الدراسة، تم تقسيمها إلى المحاور التالية:

أولاً: ماهية رأس المال المخاطر وأسباب اللجوء إليه.

ثانياً: محددات وعوامل نجاح رأس المال المخاطر ومصادره تمويله.

ثالثاً: رأس المال المخاطر: مراحل، مؤسساته وانعكاساته.

رابعاً: تجربة و. م. أ في رأس المال المخاطر.

خامساً: الدروس المستفادة بالنسبة للحالة الجزائرية.

أولاً: ماهية رأس المال المخاطر وأسباب اللجوء إليه.

1. مفهوم رأس المال المخاطر:

رأس المال المخاطر كما جاء في تقرير الجمعية الأوروبية هو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة 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، وهذه الحالة تعتبر مصدر المخاطر أملاً في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبياً حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة وهذه الحالة تعتبر تعويضاً للمخاطر.

ويعتبر رأس المال المخاطر أسلوباً من أساليب التمويل لكن بتقنية وصيغة خاصة فهو يجمع بين تقديم النقد وتقديم المساعدة في إدارة الشركة مما يحقق تطورها، ويمثل صورة من صور الوساطة المالية من خلال رؤوس الأموال التي يرغب الادخار العام أو ادخار المؤسسات (بنوك، شركات تأمين، مؤسسات، سلطات عمومية) باستثمارها بمخاطر مرتفعة مع توقع تحقيق عائد مرتفع قد يصل في بعض البلدان كأمريكا من 30% إلى 40%¹.

على ضوء ما تقدم يمكن استخلاص الميزات التالية للرأس المال المخاطر:

- يشكل رأس المال المخاطر حصة في حقوق المساهمين في مشروعات غير مقيدة بالبورصة، وغالبا ما تكون المفاوضات بين أصحاب رأس المال المخاطر وأصحاب المشروعات التي سيتم تمويلها حول نسب الملكية المعروضة على أصحاب رأس المال المخاطر شاقة ومضنية، ويشكل تحديد هذه النسب عائقا كبيرا أمام ازدهار رأس المال المخاطر وتعاضم دوره في تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة، إذ غالبا ما يحرص أصحاب هذه الشركات أن تركز هذه النسب ضئيلة بحيث لا تسمح لأصحاب رأس المال المخاطر بالسيطرة على المشروع.
- يعد نشاط رأس المال المخاطر من الأنشطة طويلة الأجل والتي تتراوح فيها مدة مشاركة رأس المال المخاطر من 5 إلى 7 سنوات وذلك بصرف النظر عن حجم المشروع الذي يتم تمويله.
- يتميز نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدما للتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادي أو الفني للمشروع موضوع التمويل، حيث لا يدخل رأس المال المخاطر لتمويل مشروع ويبقى مستمرا ولكن ليخرج بعد فترة تتراوح من 5 إلى 7 سنوات وأثناء هذه الفترة لا يطلب المستثمر مقدم رأس المال المخاطر استرداد أصل رأس المال وعائده، وإنما يتم الاسترداد من خلال بيع حصص رأس المال المخاطر وذلك عندما يبدأ المشروع في توليد التدفقات النقدية أو تحقيق عوائد مالية.
- يتم اتخاذ القرار الاستثماري من جانب المستثمر مقدم رأس المال المخاطر بناء على النتائج المتوقعة للمشروع الذي يتم تمويله وفي تاريخ مستقبلي وتمثل النتائج في العائد خلال فترة التمويل.
- يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل إقامة مشروعات صغيرة ومتوسطة أو تمويل التوسع في مشروعات قائمة أو لإعادة هيكلة شركات قائمة أو لتمويل عمليات التعثر المالي، غالبا ما تكون ذات مخاطر مرتفعة، ولكن العائد المتوقع لها يكون كبيرا.
- يتم تحصيل العائد على رأس المال المخاطر عند خروجه وعندئذ يحصل المستثمر في مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال بالإضافة إلى العائد الرأسمالي المتوقع وهو العائد الأساسي المستهدف من الاستثمار.
- يلعب المستثمر في مجال رأس المال المخاطر دورا نشطا داخل المشروع الذي يتم تمويله، إذ يقوم بتقديم النصح والإرشاد لإدارة المشروع أو تسهيل توظيف أصحاب الخبرات داخل المشروع ودائما ما يكون للمستثمر مقدم رأس المال المخاطر 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 المستثمرين مقدمي رأس المال المخاطر.
- غالبا ما يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مشروعات لها أسواق واعدة من ناحية التنمية الاقتصادية، كما أنها غالبا ما تكون مشروعات هدفها وضع أفكار وأبحاث علمية أو تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع والتي لا يتوافر لأصحابها الأموال اللازمة لمثل هذا التنفيذ.
- إذا كان صحيحا أن القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها من قبل المستثمرين في مجال رأس المال المخاطر تتأسس على استراتيجية أو خطة تجارية، فإنها لا تأخذ بالدرجة الأولى في الحسبان قدرة المشروع على إعطاء تدفقات مالية، وإنما تأخذ في الاعتبار قدرات وخبرات وانسجام الفريق الذي يدير الكيان الخاص برأس المال المخاطر، وقدرته على اختيار الفرص الاستثمارية في مناطق واعدة تنمويا وإدارة الخطة التمويلية للمشروع المستهدف عبر مراحل تنفيذ المشروع المختلفة.
- وبعبارة أخرى يرى المستثمرون في مجال رأس المال المخاطر عدم جدوى تمويل مشروعات ذات عائدات يتوقع أن تكون مرتفعة في حالة عدم توافر الخبرات اللازمة للإدارة القائمة على تخصص أصول الكيان القائمة على إدارة أموال أصحاب رأس المال المخاطر خصوصا إذا أخذنا في الاعتبار أن معظم المشروعات التي يتم تمويلها برأس مال مخاطر هي مشروعات تتأسس على تنفيذ أفكار تكنولوجية حديثة.

- تتأسس مشاركة رأس المال المخاطر في المشروعات المختلفة بناء على حجم العوائد والأرباح المتوقعة من تشغيل المشروع، ويرجع ذلك إلى أن مقدم رأس المال المخاطر ليس مقرضا ينتظر الحصول على قرضه بغض النظر عما إذا كان المشروع سيحقق أرباحا من عدمه، وإنما هو شريك يتملك حصة من المشروع الذي يتم تمويله، ولكنه في ذات الوقت ليس شريكا عاديا وإنما هو شريك مستعد للتضحية وتحمل الكثير من المخاطر انتظارا لعوائد مالية مرتفعة، كما يمكن القول بأنه شريك مؤقت دخل المشروع ليخرج عندما يكون متأكدا من الحصول على أصل رأس المال وعوائده المتوقعة، ونخلص من ذلك أن ارتباط العائد على رأس المال المخاطر بمدى نجاح المشروع الذي يتم تمويله يشكل حافزا لرأس المال المخاطر ويجعله معنيا بنجاح المشروع حيث أنه سوف يجني ثمار المشروع إذا نجح، وسيتحمل بالمقابل خسائر المشروع إذا فشل.²

2. التطور التاريخي لرأس المال المخاطر:

بعد أن توارى أسلوب المضاربة الذي اقتبسته أوروبا من الاقتصاد الإسلامي خصوصا في القرن 19، أخذ مرة أخرى يظهر في شركات رأس المال المخاطر.

تنسب نشأة رأس المال المخاطر إلى الجنرال الفرنسي DORIoT الذي أنشأ في أمريكا سنة 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم ADR التي تخصصت في تمويل الشركات الالكترونية الشابة، ظل بعد ذلك نمو مؤسسات رأس المال المخاطر بطيئا في السوق الأمريكية إلى غاية 1977، أما في أوروبا فقد عرفت في تاريخ أحدث لكنها لقيت عناية كبيرة من الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر التي تأسست في بروكسل عام 1983 لتطوير حرفة رأسمال المخاطر في أوروبا تصل أرباحها في حدودها العادية ما بين 250 % و 300 % سنويا، وتظهر أهمية ذلك إذا علمنا أن الاستثمار طويل الأجل بلغ بين سنتي 1990 و 1993 في و. م. أ 54 مليار دولار، أي أن رأس المال المخاطر يمثل 60 % منها، وهي تنسب إلى بنوك كبيرة يبلغ عمرها 200 سنة، بينما لم يزد عمر رأس المال المخاطر عن نصف قرن، إضافة إلى أن النسبة التي يمولها رأسمال المخاطر تصل إلى 64 % من المشاريع عالية المخاطر.

فشركات رأسمال المخاطر أنقذت أمريكا من التخلف التكنولوجي أمام اليابان، وهي عبارة عن رؤوس أموال تتجمع في البنوك وتعطى للمشاريع الريادية والابتكارات، فشركات ماكنوتوش وميكروفتست كانت عبارة عن محلات بقالة عام 1980. وقد سارعت كل الدول المتقدمة إلى تبني هذا الأسلوب، ولكن النتائج اختلفت، فبينما نجحت إنجلترا وهولندا تعثرت في إيطاليا وإسبانيا وألمانيا.³

3. الأسباب التي تدفع إلى اللجوء إلى رأس المال المخاطر:

يمكن إبرازها في الآتي:

- يشكل رأس المال المخاطر أحد الحلول الهامة لمعالجة مشكلة التمويل التي تواجه المشروعات الصغيرة والمتوسطة عند نشأتها أي خلال مرحلة التكوين والنمو المبكر والتي يصعب تمويلها من خلال الاقتراض أو من خلال حقوق الملكية.
- يساهم رأس المال المخاطر في تحقيق النمو الاقتصادي والتدليل على ذلك نجد أن تمويل المشروعات التكنولوجية يعتمد أساسا على أساس مال مخاطر وتساهم هذه المشروعات في تحقيق النمو الاقتصادي في و. م. أ بنسبة لا تقل عن الثلث ولا تزيد عن النصف يضاف إلى ذلك أنه كلما زادت المشروعات التكنولوجية الحديثة التي يتم تمويلها برأس المال المخاطر زادت القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني خاصة في ظل عالم بدون حواجز جمركية.

- يساهم رأس المال المخاطر في توفير وظائف جديدة في القطاعات التكنولوجية التي يتم تمويلها برأس المال المخاطر.
- يقوم رأس المال المخاطر بتمويل مشروعات ذات مخاطر مرتفعة لا يقبل على تمويلها عادة البنوك والمؤسسات المالية المختلفة وذلك لغياب الأصول التي تشكل الوعاء الرئيسي للضمانات التي تتطلبها عادة هذه البنوك كشرط لتقديم التمويل اللازم وبعبارة أخرى يقبل أصحاب رأس المال المخاطر على عكس البنوك على التمويل بدون ضمانات وفي بعض الأحيان التمويل على المكشوف أي دون وجود رأس مال مملوك من قبل أصحاب فكرة المشروع.

- ولا يقتصر دور رأس المال المخاطر على توفير التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة والمتوسطة سواء عند نشأتها أو عند التوسع في أنشطتها وإنما يمتد ليشمل إمداد مثل هذه المشروعات بالكوادر والخبرات الفنية والإدارية التي تفتقد إليها وهو ما يطلق عليه في التمويل "إعادة الهيكلة البشرية والإدارية"⁴.

ثانيا: محددات وعوامل نجاح رأس المال المخاطر ومصادر تمويله.

1. محددات وعوامل نجاح رأس المال المخاطر:

إن ديناميكية ونجاح صناعة رأس المال المخاطر مرتبطان بعدة عوامل أهمها:

- **دور السلطات العمومية:** تلعب الدولة والهيئات الرسمية دورا محوريا في صناعة رأس المال المخاطر، لأنها تحدد المحيط القانوني، الضريبي، المالي والتنظيمي الذي تمارس فيه هاته الصناعة، هذا ما يمكننا تسميته بالتدخل غير المباشر، كما تتدخل أيضا مباشرة بتوظيف الأموال العمومية في مؤسسات وصناديق رأس المال المخاطر.
- **دور الجمعيات المهنية:** تلعب الجمعيات المهنية لصناعة رأس المال المخاطر دورا تنظيميا ورقابيا هاما يساهم في تطويرها وتقوم بتهيئة محيط ملائم لممارسة المهنة، نذكر على سبيل لجان أخلاقيات المهنة للجمعية الفرنسية للمستثمرين لرأس المال، والكتاب الأبيض للجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر الذي ينظم مختلف الجوانب المتعلقة بممارسة المهنة.
- **دور المستثمرين المؤسسيين:** يلعب المستثمرون المؤسسيون دورا محوريا في تطوير صناعة رأس المال المخاطر خصوصا فيما يتعلق بجانب عرض الأموال ومن أبرز المستثمرين المؤسسيين نجد صناديق التقاعد التي توفر الادخار طويل الأجل وكذلك البنوك نظرا لما تمتلكه من إمكانيات تحولها لعب دور محوري في صناعة رأس المال المخاطر.
- **دور السوق المالي:** نظرا للاهتمام الكبير الذي يعيره المخاطر برأس المال للخروج ورغم أن السوق المالي يمثل الطريقة المفضلة للخروج لتمكينه من تحقيق عوائد أكبر من الطرق الأخرى، إلا أن شروط وضوابط هذا الأخير تعتبر أكثر ملاءمة للمؤسسات الكبرى وغير ملائمة للمشاريع الناشئة، الأمر الذي دعا إلى ضرورة إنشاء أسواق متخصصة بشروط أقل تشددا على غرار سوق ناسداك الأمريكي الذي أنشئت أسواق مشابهة له في مناطق عديدة من العالم، لكن النتائج كانت مختلفة.
- **أهمية الكفاءات:** يعتبر عامل الكفاءات عنصرا هاما من أجل تطوير صناعة رأس المال المخاطر وذلك في جانبي العرض والطلب على حد سواء فمن جانب العرض تتطلب عمليات تسيير المحافظ، انتقاء تقييم ومتابعة المشاريع الناشئة كفاءات عالية متميزة ومتنوعة يجب توافرها في المخاطر برأس المال، أم من جانب الطلب فإن المبادرين لكونهم خريجي الجامعات ومخابر البحث فإنهم عادة ما يفتقرون للخبرة التسييرية اللازمة، وثقافة العمل ضمن فريق مع المخاطرين برأس المال الأمر الذي يدعو إلى إيجاد حلول تكوينية في هذا الصدد.
- **أهمية براءات الاختراع:** يهتم المخاطر برأس المال بشكل كبير بحماية الفكرة التي يقوم عليها المشروع عن طريق امتلاك المبادر لبراءة الاختراع، حتى يضمن الأول احتكار السوق وبالتالي عائدات أكبر، إذن لا بد من إرساء ثقافة براءات الاختراع لدى المبتكرين وتسهيل

إجراءات حصولهم عليها، لتحفيز المخاطرين برأس المال ولعل ذلك يتم عن طريق خلق أجهزة متخصصة في هذا المجال على غرار الوكالة الوطنية للابتكار بفرنسا ANVAR أو الديوان الأوروبي لبراءات الاختراع.⁵

ثالثا: رأس المال المخاطر: مراحله، مؤسساته وانعكاساته.

1. أطراف العملية التمويلية برأس المال المخاطر:

1.1 **المستثمر investor:** المستثمر هو من يرغب في استثمار أمواله على المدى المتوسط والطويل والحصول من ثم على عوائد مرتفعة نسبيا، هذه الفئة تشمل الأثرياء والموسورين، كما تشمل مؤسسات الادخار، مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين، هذا النوع من الاستثمار يتميز عموما بالاستعداد للانتظار مددا طويلة نسبيا، ولذلك فهم يبحثون عن عوائد عالية في المقابل.

2.1 **الممول venture capital:** أما الممول فهو يقوم بتوجيه أموال الصندوق واستثمارها في الشركات ذات المشاريع الأجدى والأعلى ربحية، وعادة ما يكون الممول ذا خبرة فنية في بعض الصناعات كالصناعات الكيماوية أو الحاسوبية مثلا، بالإضافة إلى الخبرة الإدارية المالية ويشترك الممول بنسبة قريبة من 1% من رأس مال الصندوق، وهو من الناحية النظرية يتحمل حال الخسارة أكثر من حصته (مسؤولية لا محدودة) لكن هذا الشرط ليس له أثر كبير على أداء العمل نظرا لأن الصندوق لا يقترض و لا تتجاوز خصومه أصوله، في المقابل يصرف للممول مصاريف إدارية سنوية تعادل 2.5% من رأس مال الصندوق كما يستحق من 15-30% من أرباح الصندوق.

3.1 **الرائد Entrepreneur:** ما يقارب من 93% من الشركات التي تدعمها رساميل المخاطرة تعتبر صغيرة وتمثل الشركات الصغيرة الغالبية العظمى من الشركات والمؤسسات في و. م. أ وفي أغلب بلاد العالم ويسمى مالك المنشأة الصغيرة ومؤسسها "الرائد"، غالبا ما يبدأ الرائد منشأته بأمواله الخاصة، وقد يستعين بأصدقائه أو أقربائه.

إن نحو 50% من الشركات الصغيرة تفشل خلال السنوات الأولى من عمرها والسبب يرجع في الغالب إلى نقص الكفاءة الإدارية والمالية بالإضافة إلى نقص التمويل الكافي.

وتعتبر رساميل المخاطرة أحد المصادر الأساسية لتمويل المنشآت الصغيرة.⁶

2. المراحل التمويلية برأس المال المخاطر:

تدور بصفة أساسية حول أربع مراحل رئيسية هي:

1.2 **مرحلة الإنشاء:** في هذه المرحلة يتم الغطاء التمويلي للمشروع في بدايته، إذ تحقيق به المخاطر ولديه أمل كبير في التطور. وهذا التمويل ينقسم إلى قسمين:

- رأس مال ما قبل الانطلاق: هو رأس المال الموجه لتغطية مرحلة البحث والتطوير كتمويل دراسة تنفيذ فكرة أو اقتراح جديد أو تنفيذ النموذج الأصلي... إلى آخره

- رأس مال الانطلاق: هو رأس مال المرحلة الأساسية لتدخل رأس المال المخاطر، وهو يُخصص لتمويل المشروعات التي دخلت مرحلة الإنشاء، أو في بداية النشاط أي في السنوات الأولى من التواجد، حيث تكون في حاجة إلى تمويل تنمية منتج أو سوق أولى أو تغطية نفقات تسويق المنتجات، أو البدء في التنفيذ التصنيعي، ونشير في هذا الموضوع إلى دخول المشروعات التي انتهت من تطوير منتجاتها في هذه المرحلة، لكنها في حاجة إلى التمويل لانطلاق التصنيع والتسويق حيث لم تتمكن بعد من توليد أية مكاسب، يتفرع رأس مال الانطلاق إلى مرحلتين: مرحلة الانطلاق أو البداية التي تغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية لحياة المشروع، ثم المرحلة الأولى من التمويل التي تغطي نفقات البداية التجارية.

2.2. مرحلة التنمية: عند بلوغ المشروع مرحلة الإنتاجية وتوليد الإيرادات تأتي هذه المرحلة التمويلية لتقابل ضغوطا مالية ترجع إلى اتساع وعمق حاجات المشروع المالية لتمويل النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه بين 5% إلى 10% سنويا كزيادة القدرات الإنتاجية أو زيادة رأس المال الجاري، أو زيادة قدرات البيع، أو تطوير منتجات جديدة أو اكتساب مشروع أو فرع جديد، أو تنويع أسواق التصريف... الخ

وتنقسم هذه المرحلة إلى قسمين:

- **مرحلة التوسع:** في هذه المرحلة نجد أن المشروع لا يزال عاجزا عن توفير التمويل ذاتيا، رغم أن المخاطر هنا تتميز بأنها ذات مستوى أقل، فنموه سريع وهو في حاجة إلى أموال كالاستثمار والتدوير الذي يمكنه من الوصول إلى نقطة الاستغلال الكامل وهنا تبقى مؤسسات رأس المال المخاطر أكثر استجابة وأقل صعوبة من طرق التمويل التقليدية الأولى.
- **مرحلة التطور والنضج:** إن المخاطر في هذه المرحلة تتجه إلى التناقض بطريقة واضحة إذ يتغير الوضع بطريقة كبيرة وتكتسب المشروعات القدرة على الاستدانة، حيث تضمن إمكاناتها الذاتية سداد أعباء القروض مما يبدأ معه تقلص وانحصار دور مؤسسات رأس المال المخاطر في التمويل، تاركة الساحة شيئا فشيئا لوسائل التمويل التقليدية، وهذا يحدث للمشروعات التي لديها معدل إيراد مرتفع وتطور متوقع مأمول، أما بالنسبة للمشروعات التي تتطلب متابعتها تكلفة إدارية مرتفعة جدا وذات مخاطر مرتفعة نسبيا، فيبقى تمويلها مقرونا دائما بمؤسسات رأس المال المخاطر.

3.2. مرحلة تحويل الملكية: يتمثل هذا التمويل في تغيير الأغلبية المالكة لرأس مال المشروع مثل شراء المشروع من طرف الأجراء أو وارث واحد أو فريق جديد من الملاك كالشراء بواسطة مشروع آخر... إلى غيره، وما يلتفت عادة الانتباه رغبة تحويل الملكية لأي سبب من الأسباب السابقة، بنقص الإمكانيات المالية وفي هذه المرحلة تتدخل مؤسسات رأس المال المخاطر، ويتم عن طريق تكوين شركة مالية قابضة تتولى الإشراف، ومنح هذه الشركة قروض للشركاء وبعد سداد الالتزامات المالية المتفق عليها تنتقل الملكية إلى الشركاء المستثمرين في الشركة المنفردة.

4.2. مرحلة التقويم: إن المشروعات القائمة، قد تمر بصعوبات خاصة ولكن لديها إمكانيات ذاتية للنهوض مرة أخرى والتغلب على هذه الصعوبات، لذا يخصص لها رأس مال التقويم للنهوض ماليا، فلا تجد أمامها سوى مؤسسة رأس المال المخاطر لتأخذ بيدها حتى تعيد ترتيب أوضاعها، وتستقر في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق المكاسب.⁷

3. مؤسسات رأس المال المخاطر:

تلعب هذه المؤسسات دور الوسيط المالي بين المستثمرين والمنشآت المستفيدة من التمويل، ويمكن إنجاز أشكال هذه المؤسسات فيما يلي:

1.1. رأس المال المخاطر المؤسسي institutional venture capital: وهو الذي يكون مرتبطا

بطريقة أو بأخرى بمؤسسات مالية خاصة أو عمومية مكرسة خصيصا لنشاط رأس المال المخاطر.

2.3. رأس المال المخاطر المشترك corporate venture capital: ويسمى أيضا برأس المال المخاطر

الصناعي وهو نشاط الشركات والمجمعات الصناعية الكبرى في رأس المال المخاطر، فزيادة على تدخلها كمستثمرين في

مؤسسات رأس المال المخاطر، هناك 3 أوجه أخرى لنشاط المجمعات الصناعية في مهنة رأس المال المخاطر:

- الاستثمار مباشرة في المشروع أو المنشأة الناشئة.
- إنشاء فرع خاص متخصص في الاستثمار برأس المال المخاطر.
- عمليات الانبثاق والتي تعني مرافقة إطارات الجمع في إنشاء منشأهم الخاصة.

3.3. رأس المال المخاطر غير الرسمي **informal venture capital**: وهو النشاط الممارس بصفة ظرفية

أو دائمة من طرف هياكل صغيرة مستقلة، أو من طرف أشخاص طبيعيين وعائلات غنية.⁸

4. مصادر تمويل رأس المال المخاطرة:

يمثل المستثمرون المؤسسيون الأجانب والمؤسسات المالية المحلية والبنوك ووكالات التنمية متعددة الأطراف والمستثمرون الأجانب وشركات التأمين والصناديق المالية ثنائية الأطراف والقطاعين العام والخاص والمؤسسات المالية الدولية والحكومية، جميعا يمثلون المستثمرين واللاعبين الرئيسيين الذين يدعمون ويساهمون في صندوق رأس المال المخاطر.

وترتبط مصالحهم ومساهماتهم بطبيعة أعمال رأس المال المخاطر التي تسعى إلى تحقيق أعلى ربحية من خلال الاستثمار في مجالات محددة من النشاط مع ارتباطها بنسبة المخاطرة العالية.⁹

5. انعكاسات رأس المال المخاطر:

يمكن أن نميز بين مزايا لرأس المال المخاطر وما بين سلبيات بالنسبة للمشروع وللمستثمر برأس المال، وكذا تأثير على الاقتصاد الكلي.

1.5. مزايا رأس المال المخاطر: نلخصها في ما يلي:

- **المشاركة:** حيث أن شركة رأس المال المخاطر تركز شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح من 15-30 % بالإضافة إلى 2.5 % مقابل المصاريف الإدارية سنويا. كما تتحمل جزءا من الخسارة في حالة حصولها، كما أن الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيد للشركة ويساعد على نجاحها وهي تفتح المجال للمشاركة طويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوفر في الديون قصيرة الأجل.
- **الانتقاء:** أمام الممول فرصة لاختيار المشروع فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكذلك ذات طابع أرباح متوقعة عالية، وقادرة على رفع قيمة أصولها بينما في حالة الرقض تبحث المؤسسات والبنوك عن المؤسسات المليئة أي القادرة على السداد وبالتالي فهي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي لم تعد تمتلك طاقات ابتكار.
- **المرحلية:** من خصائص التمويل برأس المال المخاطر أنه يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة، فبعد انتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من جديد إلى الممول وفي هذا ضمان لصدق الاستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة وهذا من شأنه إعطاء فرص جديدة، حين فشل المشروع وقبل تراكم الخسائر.
- **التنوع:** يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر بحيث ما يمكن أن نخسره مع مشروع تربيته مع آخر، إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها فضلا على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.
- **التنمية والتطوير:** إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع. وقد ثبت هنا في تمويل شركات مبتدئة كآبل وميكروسوفت وكومبات ولميرال إكسبريس وجينيتيك وغيرها، وكانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية.
- **توسيع قاعدة الملكية:** تستمر الشراكة إلى أن تستوي الشركة، فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته أو تطرح كأسهم ويمول العائد ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة.

2.5. عيوب رأس المال المخاطر: نوجزها في:

على عكس المزايا السابقة قد يمثل المخاطرون للمؤسسين عبئا معينا يرجع إلى:

- الحقوق المتولدة للمخاطرين عن المشاركة (كالمشاركة في القرارات والتدخل وتوجيه مسار المشروع).
- تطلب مبلغا مرتفعا في حالة نجاح المشروع لاسترداد حصص المخاطرين.¹⁰

3.5. أثر رأس المال المخاطر على الاقتصاد الكلي:

يؤدي رأس المال المخاطر دورا مهما في تكرين الصناعات الجديدة، كما أن إمكانية إخفاق المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر صغيرة، إذا ما قورنت بالمؤسسات الممولة تقليديا، فضلا عن أن أثر المضاعف الذي يؤدي إلى رفع عدد المؤسسات الجديدة المكونة وحتى صناعات بأكملها، مما يؤدي إلى تكوين اقتصاد مرن يتيح فرص استثمار واعدة للمقاولين من أجل إنشاء مؤسسات جديدة، والتي بدورها تؤدي إلى زيادة الطلب على رأس المال المخاطر.

يسهم رأس المال المخاطر في النمو الاقتصادي من خلال قناتين رئيسيتين تتمثل الأولى في إدخال منتجات وعمليات جديدة على السوق أما القناة الثانية فتتمثل في تطوير القدرة على تحصيل المعرفة وتحسينها من خلال مؤسسات بحث عمومية أو خاصة.

يمكن إجمال معظم الدراسات حول أثر رأس المال المخاطر على الاقتصاد الكلي في مجموعتين:

المجموعة الأولى تضم دراسات خاصة حول مواضيع محددة كالإبداع وتوفير فرص العمل.

أما المجموعة الثانية، فتتضمن الدراسات التي تركز على أثر المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر على الاقتصاد الكلي.

وقد أثبتت مجموعة الدراسات الإحصائية الأولى أن هناك ارتباطا إيجابيا قويا بين رأس المال المخاطر والإبداع، إذ أخذت معظم هذه الدراسات بعين الاعتبار عدد براءات الاختراع لكل مؤسسة.

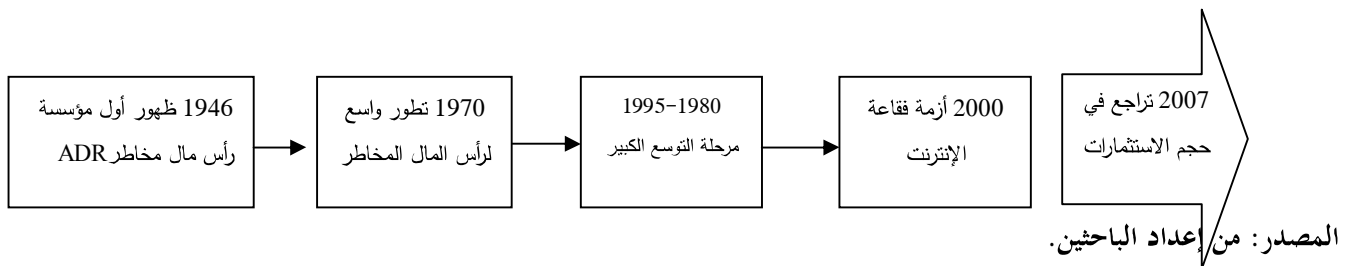
وفيما يخص توفير فرص العمل فقد ركزت الدراسات على العلاقة بين زيادة فرص العمل مع النمو في رأس المال المخاطر وأثبتت أن هناك زيادة في نسبة استثمارات رأس المال المخاطر نسبة إلى الدخل المحلي الخام وذلك في العديد من الدول وهذا ما يؤكد أن لرأس المال المخاطر أثرا إيجابيا على عدد فرص العمل المتاحة، كما أثبتت المجموعة الثانية من الدراسات أن لرأس المال المخاطر أثرا إيجابيا على المبيعات، دفع الضرائب وتوفير فرص العمل.¹¹

رابعا: تجربة و. م. أ في رأس المال المخاطر.

قبل أن يبلغ رأس المال المخاطر الأمريكي مستواه الحالي من التطور مر بمراحل عديدة مستفيدا من عدة إجراءات شكلت محيطا مناسباً ساعد على أن تبلغ صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية مستوى التطور الذي هي عليه اليوم.

ويمكن إبراز أهم المراحل التي مر بها رأس المال المخاطر أثناء تطوره في و. م. أ في الشكل التالي:

شكل رقم (1): يوضح التطور التاريخي لرأس المال المخاطر في و. م. أ:



ووفقا لتجربة أجريت على 500 شركة أمريكية تم تمويلها برأس المال المخاطر، أكثر من نصف هذه الشركات لا يتجاوز عمرها 4 سنوات وما يقارب 80 % منها يعمل في القطاع التكنولوجي، الحقل الخصب والمفضل لها وبعد مقارنة هذه التجربة بعدد مماثل من المشروعات المتوسطة والصغيرة التي مولت ذاتيا عن طريق أصحابها.¹²

جدول (1): يوضح مقارن بين المشروعات الممولة برأس المال المخاطر والمشروعات الممولة ذاتيا.

أوجه المقارنة	مشروعات رأس المال المخاطر	مشروعات التمويل الذاتي
خلق عمالة كفاءة %	+59 %	-59%
العمالة المنشأة سنويا %	+25%	-3%
نفقات البحث والتطوير بالنسبة لشخص واحد (دولار)	16000	8000
معدل الاستثمارات السنوية %	+35%	+9%
معدل الإنتاجية السنوية %	+12%	+5%

المصدر: السعيد بريش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة شركة **sofinance**، مجلة الباحث، العدد 5، ورقة، الجزائر، 2007، ص 11.

خلال الجدول أعلاه يمكن ملاحظة الفروق الشاسعة بين المشروعات الممولة برأس المال المخاطر والمشروعات الممولة ذاتيا وذلك في جميع أوجه المقارنة. إذ تتفوق المشروعات الممولة برأس المال المخاطر على المشروعات الممولة ذاتيا.

عوامل نجاح صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية:

من أبرز أسباب هذا النجاح ما يلي:

1. **تدخل الدولة:** لعبت السلطات العمومية الأمريكية دورا فاعلا في تطوير صناعة رأس المال المخاطر الوطنية بأشكال عديدة لعل أبرزها يتمثل في البرامج الحكومية المختلفة التي تهدف إلى خلق إطار ملائم للإبداع وتمويله، مثل برنامج مؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة SBIC، برنامج أبحاث ابتكار المنشآت الصغيرة SBIR.
2. **دور هضبة السيليكون:** تعتبر هضبة السيليكون أبرز معالم صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، وأكثر العوامل التي ساهمت في نجاحها حيث أنها المنطقة التي تحقق أكثر المبالغ الاستثمارية. تضم الهضبة ثلاثة عناصر أساسية ساهمت في تطوير رأس المال المخاطر هي على النحو:

- **العنصر الأول:** يتمثل في الجامعات ومراكز البحث التابعة للتنظيمات العمومية والمؤسسات الكبيرة، يشكل هذا العنصر خزانة للمبادرين المستقبليين.
- **العنصر الثاني:** يتمثل في مؤسسات رأس المال المخاطر التي ينشئها مهندسون ومسكرون وليس ماليون كما هو سائد في المناطق الأخرى، حيث احتضنت الهضبة إنشاء أول مؤسسات رأس المال المخاطر ولحد الآن ما زالت تحتل الصدارة بل وتمثل نسبة هامة من حيث عدد مؤسسات رأس المال المخاطر الأمريكية.
- **العنصر الثالث:** ورغم أهميته فإن الكثير يجهلون، ويتمثل في الوسطاء المتخصصين الذين يساندون إنشاء نمو المشاريع الناشئة كالحامين، المستشارين، حيث وزيادة على الخدمات التي يقدمونها نجدهم يصلون بين المنشآت ومؤسسات رأس المال المخاطر ما يسهل إنشاءها.

3. دور سوق ناسداك: لا يمكن الحديث عن الدور الذي لعبته العوامل السابقة الذكر في تطوير صناعة رأس المال المخاطر دون الحديث عن الدور المحور الذي لعبه سوق ناسداك المالي، بما أن السوق المالي يعتبر المستأنف المفضل للمخاطرين برأس المال ولعدم إمكانية إدراج المشاريع الصغيرة الشابة ببورصة نيويورك NYSE، أنشأ سوق ناسداك كبديل لهذه الأخيرة سنة 1971، وهو موجه خصيصا للمشاريع الناشئة متوسطة القيمة، بعد أن اجتاز بورصة نيويورك سنة 1990 من حيث عدد الشركات المدرجة أصبح ناسداك أكبر سوق مالي متخصص في الالكترونيات، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة ب 3200 مقابل 2764 شركة ببورصة نيويورك نهاية 2006.¹³

إضافة إلى توفر عوامل أخرى منها نذكر:

- دور صناديق التقاعد في توفير الأموال لنشاط رأس المال المخاطر.
- ديناميكية السوق التكنولوجي.
- التقدم التكنولوجي.
- كون و. م. أ الرائد العالمي في صناعة رأس المال المخاطر بلا منازع لم يكن محض الصدفة بل هو نتج عمل متكامل ساهمت فيه أطراف وعوامل عدة.

خامسا: الدروس المستفادة بالنسبة للجزائر.

إن نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر بالجزائر أكثر ضعفا من نظيرتها في الدول النامية وهو حديث الوجود بل وتعداده قليل جدا، وذلك راجع ل:

- ضعف الدعم الحكومي لهذه المشاريع.
- عدم وجود إرادة قوية لدعم نشاط رأس المال المخاطر.
- نقص معيار الأمان.
- حداثة نشاط رأس المال المخاطر وقلة الإقبال عليه من قبل المستثمرين.
- ضعف رأس المال المخصص لهذا النشاط.
- اقتصراره على أنشطة محددة، وانحصاره على الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية.
- انطلاقا من التجربة الجزائرية المتواضعة في مجال صناعة رأس المال المخاطر، وعلى ضوء التجارب الرائدة للدول المتقدمة، يمكن إبراز أهم النقاط التي يجب على الجزائر أخذها بعين الاعتبار لتطوير نشاط رأس المال المخاطر، وهي على النحو التالي:
- إصلاح الجوانب التشريعية، السياسية والاقتصادية لأنه كلما ارتفعت المخاطر كلما أحجم المستثمرون على الاستثمار في محيط المخاطر.
- تشجيع إنشاء شركات رأس المال المخاطر في الجزائر بغض النظر عن جنسية مؤسسيها.
- دعم أساليب الشراكة مع مؤسسات رأس المال المخاطر الأجنبية خاصة المالكة لتكنولوجيا عالية.
- إنشاء مراكز البحث والتطوير لدعم شركات رأس المال المخاطر.
- إنشاء سوق مالي في الجزائر ل يتم فيه تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات رأس المال المخاطر.
- إصلاح النظام البنكي الجزائري وتشجيع الادخار لتوفير المبالغ اللازمة لنشاط رأس المال المخاطر.

- العمل على تدريب وتأهيل خريجي الجامعات بهدف الحصول على إشارات ذوي خبرة وكفاءة لتقديم المشورة للشركات الناشئة.
- وضع جملة من البرامج الداعمة لرأس المال المخاطر وكذا إنشاء هيئات للإشراف على ذلك.

خلاصة:

يحتل موضوع رأس المال المخاطر بأهمية بالغة على الصعيد الدولي بالنظر إلى الدور الكبير الذي يلعبه كمصدر تمويل مستحدث للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، وكذا كأداة تمويل طويلة الأجل فضلا عن المشورات والخبرات الفنية التي تستفيد منها المؤسسات الممولة بواسطته، مما يجعلها أكثر قوة وثباتا بل وأكثر قدرة على الاستمرار والتوسع.

انطلاقا مما تقدم، يمكن استخلاص النتائج التالية:

- يعتبر رأس المال المخاطر مصدر تمويل طويل الأجل وكذا مصدرا للخبرات والمشورة التي تحتاجها المؤسسات خاصة أثناء مرحلة الانطلاق وأحيانا في مرحلة الإنشاء، إذ يعد بمثابة الراعي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى اعتباره موجهها لها أثناء مراحل العملية التمويلية إلى أن تصبح قادرة على الاعتماد على مواردها الذاتية التي تخولها المنافسة.
- هناك العديد من المصادر التي تستمد من خلالها شركات رأس المال المخاطر أموالها، حيث كلما تعددت هذه المصادر وتنوعت كلما ساهم ذلك في توسع نشاطها بل وتعدى ذلك إلى التأثير إيجابا على الاقتصاد الكلي سواء من ناحية تنشيط العملية الإنتاجية والتي ينتج عنها حدوث نمو اقتصادي أو من ناحية توفير الأموال والفوائض التي تساهم في إنشاء مشاريع أخرى تساعد على دفع عجلة التنمية للبلاد. ومن بين هذه المصادر نذكر البنوك، صناديق التقاعد والمؤسسات الحكومية.
- كون الجزائر بلدا ناميا فهي قليلة التجربة والخبرة في مجال صناعة رأس المال المخاطر وذلك يرجع لعدة أسباب أهمها غياب مناخ موات يشجع قيام هذه الصناعة ويدعم أصحاب الشركات ويدفعهم نحو تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويهدف تحقيق نهضة في الاقتصاد الوطني لا بد للجزائر أن تصلح المنظومة الاقتصادية وذلك بوضع وإنشاء نظام اقتصادي قائم على ترابط جميع حلقاته، ومستمد من استراتيجية كلية تخدم الاقتصاد ككل بل وتساهم في تفعيل وتحريك القطاعات لبعضها البعض، عدا عن ضرورة إصلاحها لنظامها البنكي الذي يعتبر بمثابة الكيان دون روح، لأن البنك يعتبر المصدر الأساسي لتوليد الأموال لا مصدرا لامتنعاص أموال المشاريع الأخرى، فضلا عن ضرورة تشجيع الادخار الذي يعتبر مصدرا هاما لتمويل شركات رأس المال المخاطر، وإنشاء سوق مالي الذي يعتبر مصدرا أساسيا للأموال بالنسبة لمؤسسات رأس المال المخاطر والبنوك وحتى الحكومة.

الاحالات والمراجع:

1. الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر -دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد الإسلامي، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2008، ص 88.
2. سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، الهيئة العامة للرقابة المالية، مصر، 2010، ص ص 12-14.
3. السعيد بريش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة شركة **sofinance**، مجلة الباحث، العدد 5، ورقلة، الجزائر، 2007، ص ص 8-9.
4. سامي عبد الباقي، مرجع سابق، ص ص 17-19.
5. محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة -دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة **finalep**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009، ص ص 93-97.
6. سامي السويلم، التمويل بالمشاركة دروس مستفادة من التجربة الأمريكية، مركز بحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، 1997، ص ص 4-6.
7. عبد الله بلعدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 95-98.
8. محمد السبتي، مرجع سبق ذكره، ص ص 76-77.
9. وزارة المالية، تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع الشركات الصغيرة والمتوسطة، مصر، 2004، ص 29.
10. السعيد بريش، مرجع سبق ذكره، ص ص 10-11.
11. محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، ملتقى وطني حول: استراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 18-19/4/2012، ص ص 5-6.
12. السعيد بريش، مرجع سابق، ص 11.
13. محمد السبتي، مرجع سبق ذكره، ص ص 102-107.