

أ. مدخل

تعتبر مشكلة التمويل من أبرز ما يعيق تطور المؤسسات الاقتصادية وخاصة منها التي تعتمد على تكنولوجيا عالية، وأيضاً المؤسسات التي تكون في مرحلة الانطلاق أو التوسع، وحيث أن اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة و الذاتية كمصدر تمويلي داخلي غالباً ما تكون غير كافية لتغطية مختلف احتياجاتها عبر مراحل نشاطها خاصة المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية التجديدية و التوسعية وهذا مما يجعلها ذات مخاطرة مرتفعة، فلا يكون أمامها إلا خيار اللجوء إلى التمويل الخارجي المتضمن تمويلًا ماليًا عن طريق السوق المالية الذي لا يحظى بأية ثقة رغم وجود مؤسساته المتخصصة والتي يبقى نشاطها التمويلي ضعيفاً، أو تمويلًا بنكيًا عن طريق الوساطة البنكية الذي لا يزال يشكل المصدر الأكثر أهمية في الجزائر دون أن تتمكن المؤسسات التي تتقدم بطلب القروض البنكية من الحصول عليها بالشروط الملائمة، نظراً لعدة عوامل متداخلة تجعل الاستفادة من التمويل المصرفي تتميز بالمحدودية، منها ما يخص البنوك فيما يتعلق بثقل عنصر الضمانات المطلوبة بمختلف أنواعها و ارتفاع تكلفة القروض التي لا تشجع على الاستثمار.

وفي ظل كل هذه الظروف أصبح من الضروري البحث عن مصادر تمويلية جديدة من شأنها أن توفر التمويل المالي والدعم الفني للمؤسسات الاقتصادية لاسيما التي تمتاز بالمخاطرة المرتفعة، والتي يتوقع منها عوائد مستقبلية عالية.

وهنا برز التمويل برأس المال الاستثماري كخيار تمويلي استراتيجي للمؤسسات الاقتصادية، يقوم على مبدأ المشاركة بين شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسة الممولة، يختلف عن التمويل التقليدي في نظره لمستويات المخاطرة في استثمارات وأعمال الشركات التي تحتاج إلى التمويل، ويقوم على تمويل استثمارات ذات درجات مخاطرة أعلى مع احتمالية تحقيق أرباح عالية أيضاً في حالة النجاح.

وتزايد اهتمام الدول المتقدمة بهذا النوع من التمويل لما له من مزايا، وأثار إيجابية على الاقتصاد الوطني، وتوفير الدعم للمقاولين وأصحاب المشاريع الريادية، وهذا ما أدى إلى ظهور دراسات اقتصادية تقوم بتحليل سوق رأس المال الاستثماري، ودراسة كل من جانبي الطلب والعرض، لمعرفة العوامل التي تؤثر على الطلب والعوامل التي تؤثر على العرض وهذا من أجل استنتاج أهم السياسات الإصلاحية التي تساعد على تطوير التمويل برأس المال الاستثماري.

ب. الإشكالية الرئيسية

ومما سبق يمكن ابراز معالم الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة من خلال الانطلاق من السؤال المصاغ على النحو التالي :

ما هي محددات الطلب والعرض على التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر؟ وما هي آليات تحفيز الطلب والعرض في هذه السوق؟

ت. الأسئلة الفرعية

ويمكن أن تتفرع من الإشكالية الرئيسية عدة أسئلة فرعية تتمثل في:

1. ما مدى أهمية سوق رأس المال الاستثماري في الاقتصاد الجزائري؟
2. هل يمكن اعتبار التمويل برأس المال الاستثماري كاستراتيجية تمويل إسلامية؟
3. ما هي المتغيرات التي تحدد حجم العرض على التمويل برأس المال الاستثماري؟
4. ما هي المتغيرات التي تحدد حجم الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري؟
5. ما هي أهم الحلول والاقتراحات لتنشيط سوق رأس المال الاستثماري؟

ث. فرضيات الدراسة

بعد تجميع المعلومات التي نعتقد أنها ترتبط بالموضوع الذي نحن بصدد البحث فيه، والتي استطعنا الحصول عليها، قمنا بصياغة عدة فرضيات تتمثل فيما يلي:

❖ **الفرضية الرئيسية:** المتغيرات التي تؤثر على العرض على التمويل برأس المال الاستثماري تتمثل في: ربحية السوق الصناعية، الضريبة على الأرباح الرأسمالية، البحث والتطوير، معدل الفائدة. وهناك عدة متغيرات تؤثر على الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري منها: نقص اطلاع المقاولين الجزائريين على هذه الآلية من التمويل، عدم تقبل المقاول الجزائري لفتح رأس مال مؤسسته للمشاركة، نقص استراتيجيات الخروج لشركات رأس المال الاستثماري من المؤسسة الممولة، عدم توفر الشفافية بالنسبة لمناخ الأعمال بصفة عامة.

❖ **الفرضيات الفرعية**

- هناك فروقات ذات دلالة إحصائية لاستجابة الأفراد حول نسبة الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري التي تعزى الى المتغيرات الوسيطة (طبيعة المؤسسة، نوع المؤسسة، نوع النشاط، الإطار الذي تم انشاء فيه المؤسسة، تصرف المقاول اتجاه المخاطرة)

- هناك فروقات ذات دلالة إحصائية لاستجابة الأفراد حول تقنيات تطوير التمويل برأس المال الاستثماري التي تعزى الى المتغيرات الوسيطة.
- هناك فروقات ذات دلالة إحصائية لاستجابة الأفراد حول أنواع الطلب على التمويل التي تعزى الى المتغيرات الوسيطة.
- هناك فروقات ذات دلالة إحصائية لاستجابة الأفراد حول الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري التي تعزى الى المتغيرات الوسيطة.
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمحددات الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري على الطلب عليه.
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمحددات الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري وأهم تقنيات تطوير رأس المال الاستثماري على أنواع الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري.
- يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمحددات الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري وأهم تقنيات تطوير رأس المال الاستثماري على الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري.

ج. أهمية الدراسة

- وتتمثل أهمية هذه الدراسة في إبراز أهمية سوق رأس المال الاستثماري كخيار تمويلي استراتيجي للمؤسسات الاقتصادية من جهة وكآلية لتمويل الاقتصاد الوطني من جهة أخرى، كما تهتم بمقارنة التمويل برأس المال الاستثماري بالتمويل الإسلامي والتطرق إلى إمكانية تكييفه ليصبح نموذج تمويلي إسلامي.
- وتزداد أهمية الدراسة لتشمل مدى تطور شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر، وأهمية العرض الذي تقدمه هذه الشركات والعوائق التي تقف أمامها خلال قيامها بنشاطاتها التمويلية والتي حالت دون تطور أو ظهور شركات رأس مال استثماري جديدة تلبى حاجيات المؤسسات الاقتصادية.
- كما تتمثل أهمية هذه الدراسة أيضا في تحديد العوامل التي تتدخل في تحديد حجم العرض والطلب على التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر، رغبة في إيجاد الحلول لتطوير سوق رأس المال الاستثماري على غرار الدول المتقدمة.

ح. أهداف الدراسة

- تهدف هذه الدراسة للوصول الى الأهداف الآتية:
- المراجعة النظرية لاستراتيجية التمويل برأس المال الاستثماري.

- البحث عن تطور رأس المال الاستثماري في الجزائر.
- البحث عن أهم المتغيرات المؤثرة في التمويل برأس المال الاستثماري.
- إيجاد حلول لتطويع سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر.

خ. أسباب اختيار الموضوع

لكل باحث أسباب ودوافع تجعله يتمسك بموضوع بحثه، من بينها أسباب موضوعية وأسباب ذاتية، ويعتبر التخصص من بين أهم العوامل الذاتية التي أدت إلى اختيار هذا الموضوع، بالإضافة إلى الرغبة في التعمق أكثر في هذا الموضوع. أما فيما يخص العوامل الموضوعية هي توصيات الصندوق الدولي للنقد، على تطويع سوق رأس المال الاستثماري من أجل تحقيق التنمية للدول النامية، وتزايد أهمية التمويل برأس المال الاستثماري في تمويل الصناعات والتكنولوجيا الجديدة ومساهمته في دفع عجلة الاقتصاد الوطني.

د. الدراسات السابقة

- سمير سحنون، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر -دراسة

حالة تونس، المغرب والجزائر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد

-تلمسان-، الجزائر، 2013.

اهتمت هذه الدراسة بالإلمام بالجانب النظري لرأس المال المخاطر، ثم دراسة واقع هذا التمويل في بعض الدول المتقدمة ودول المغرب العربي الثلاث، كما سلطت الضوء على محددات هذا النوع من التمويل وذلك حسب الأدبيات والدراسات التي قام بها باحثون سابقون في الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية، لتخرج في الأخير بنتائج هامة من شأنها تطويع سوق رأس المال المخاطر في دول المغرب العربي.

- محمد الشريف بن زواي، هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر(حالة الجزائر)، مذكرة

ماجستير في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، 2011.

قدمت هذه الدراسة واقع سوق رأس المال المخاطر في الجزائر، كما وضحت بعض النماذج والتجارب التي قامت بها مجموعة من الدول لتشجيع سوق رأس المال الاستثماري.

- Sunil Jagwani, Supply and demand of venture capital in U.S., The park place economic /volume VIII, pp:90-98.

قام الباحث بإجراء دراسة قياسية على العوامل المؤثرة في سوق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، واستعمل قاعدة معلومات للمدة الزمنية الممتدة من 1978 إلى 1995، ووصل إلى أن أهم المحددات التي تؤثر على العرض والطلب معا على التمويل برأس المال الاستثماري هي: ربحية السوق الصناعية، معدل الفائدة السائد في السوق، معدل الضريبة على الأرباح، ميزانية البحث والتطوير.

- Ammar Yahiaoui, **Le capital investissement en Algérie, Etat des lieux et contraintes**, mémoire de magistère en science économique, université de MOULOUD Mammeri de Tizi-Ouzou, Algérie, 2011.

اهتمت هذه الدراسة ببحث مختلف القيود التي تعرقل نشاط ونجاح مؤسسات رأس المال الاستثماري في الجزائر، وكذا تحليل العلاقة الموجودة بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين.

- Arvin sahayan, Kevin steensma, Jeffrey Q.Barden, **The influence of R&D investment on the use of corporate venture capital: an industry level analysis**, Journal of business venturing, December PhD 2008.

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر استثمارات البحث والتطوير على استخدام شركات رأس المال الاستثماري وكيف يختلف هذا الأثر من نشاط إلى آخر، بالإضافة إلى تحليل العلاقة بين الاستثمار في R&D ووجود رأس المال الاستثماري. وعموماً فإن استثمارات البحوث والتطوير لها أثر قوي وبشكل خاص على استخدام شركات رأس المال الاستثماري في الصناعات التي تنمو بسرعة من الناحية التكنولوجية.

واعتمدت الدراسة على مجموعة من الفرضيات تتمثل في:

الفرضية الأولى: توجد علاقة إحصائية بين مستوى الاستثمار في البحث والتطوير وحجم رأس المال الاستثماري.

الفرضية الثانية: توجد علاقة إحصائية بين المستوى التكنولوجي وحجم رأس المال الاستثماري.

الفرضية الثالثة: تؤثر البحوث والتطوير إيجابياً على شركات رأس المال الاستثماري، وبصفة خاصة في مجال الصناعات ذات التغيير التكنولوجي المرتفع عن الصناعات الأخرى ذات التغيير التكنولوجي المنخفض.

وتوصلت الدراسة الى وجود تأثير متداخل لنشاط البحث والتطوير والتطور التكنولوجي.

ذ. مساهمة الدراسة

بعد الاطلاع والتحليل العميق للدراسات السابقة، يمكننا التأكيد على مجموعة من النقاط التالية:

- معظم الدراسات السابقة كانت دراسات نظرية تفتقر للدراسة الميدانية.
- معظم الدراسات السابقة كانت في بيئة غير البيئة الجزائرية، ولذا لا يمكن باي حال من الأحوال تعميم نتائجها والأخذ بنتائجها كمرجعيات لتقييم العرض والطلب على التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر.
- معظم الدراسات ركزت على جانب واحد فقط دون الالمام بالجانبين معا، فهناك دراسات اهتمت بالطلب فقط، أي من جانب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فقط، ودراسات أخرى اهتمت بدراسة العرض على التمويل برأس المال الاستثماري فقط.
- وانطلاقا مما سبق يمكن القول ان مساهمة هذه الدراسة بصفة عامة تظهر من خلال كونها من الدراسات التي ستحاول الجمع بين دراسة الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري والعرض عليه، كما قمنا بدراسة ميدانية لاستقصاء عينة من المقاولين للخروج بنموذج لدالة الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري.

ر. المنهج المتبع

يستلزم انجاز هذا البحث إتباع المنهج الاستنباطي بأداتيه الوصف والتحليل للمعطيات التي بواسطتها يتم إيجاد وتحليل مدى تطور العرض والطلب على التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر، واستنتاج العوامل التي تؤثر فيه من خلال دراسة تجريبية لشركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر ومجموعة من المقاولين الذين لا يزالون في مرحلة البحث عن التمويل.

ز. حدود الدراسة

- الحدود المكانية: سوف تقتصر هذه الدراسة على آراء المقاولين في ولاية الجزائر.
- الحدود البشرية: سيتم اختيار عينة من المقاولين وأصحاب المؤسسات من ولاية الجزائر.
- الحدود الزمانية: كانت الدراسة خلال الفترة الممتدة بين نوفمبر 2016 و جانفي 2018.

س. هيكل الدراسة

من أجل انجاز هذه الدراسة والإجابة على الإشكالية واختبار كل الفرضيات، تنقسم هذه الدراسة إلى أربع فصول، يتمثل الفصل الأول والثاني في الجانب النظري ويشمل الفصل الأول الاطار النظري لاستراتيجية التمويل برأس المال الاستثماري، نشأته، الية عمله وأهميته، أما الفصل الثاني تحت عنوان

دور وأهمية التمويل برأس المال الاستثماري في دعم روح المقاولاتية، حيث يبين أهمية هذا النوع من التمويل في تشجيع المقاولين وخاصة أصحاب الأفكار الجديدة والتكنولوجيا المتطورة، ويحوي مقارنة بين التمويل برأس المال الاستثماري و مصادر التمويل الأخرى على غرار التمويل البنكي والتمويل الإسلامي، ومدى مطابقتها مبادئه مع مبادئ التمويل الإسلامي، ومعايير نجاح التمويل برأس المال الاستثماري في الدول الأخرى.

أما الفصل الثالث فهو عبارة عن جانب تطبيقي يشمل دراسة ميدانية لعرض شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر، والذي سيتم فيه تحليل البيانات والمعطيات حول الظروف التي تعمل بها هذه الشركات، وأهم القيود التي تعيقها، كما يتم مسح لأهم المراجع التي تناولت الموضوع وذلك من أجل استنتاج أهم المحددات التي تؤثر على العرض على التمويل برأس المال الاستثماري، أما الفصل الرابع فيتمثل في دراسة تطبيقية لمجموعة من المقاولين الذين يرغبون في الحصول على تمويل لمشاريعهم، وتتمثل في دراسة استبيان من أجل الوصول إلى معرفة أسباب لجوء هؤلاء المقاولين لصنف معين من التمويل وما هي أسباب عدم توجههم لطلب التمويل برأس المال الاستثماري، وهذا بغية الوصول إلى معرفة المحفزات التي يمكن أن توجه المقاولين لطلب التمويل برأس المال الاستثماري.

ش. صعوبات الدراسة

- لقد واجهنا في بحثنا عن المعلومات عدة صعوبات نذكر منها:
- حداثة هذا النوع من التمويل مما جعل الحصول على المراجع اللازمة شيء في غاية الصعوبة.
 - عدم الاستقبال من طرف بعض المؤسسات الجزائرية.
 - العزوف عن ملاء الاستبانة من طرف بعض المقاولين الجزائريين.