

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المدرسة العليا للتجارة-الجزائر-

أطروحة مقدمة للحصول على شهادة دكتوراه علوم في العلوم التجارية والمالية.  
تخصص: مالية.

الموضوع:

دراسة محددات الطلب والعرض على التمويل برأس المال الاستثماري  
دراسة حالة – سوق رأس المال الاستثماري بالجزائر-

تحت إشراف:

إعداد الطالبة:

أ.د. بريش عبد القادر

عابد نصيرة

لجنة المناقشة

رئيسا	المدرسة العليا للتجارة-القلعية-	أستاذ التعليم العالي	دحية عبد الحفيظ
مشرفا ومقررا	المدرسة العليا للتجارة-القلعية-	أستاذ التعليم العالي	بريش عبد القادر
ممتحنا	المدرسة العليا للتجارة-القلعية-	أستاذ التعليم العالي	بوحديدة محمد
ممتحنا	مدرسة الدراسات العليا التجارية-القلعية-	أستاذ التعليم العالي	شعباني اسماعين
ممتحنا	مدرسة الدراسات العليا التجارية-القلعية-	أستاذ محاضر -أ-	صلاواتشي هشام
ممتحنا	جامعة حسيبة بن بوعلي -شلف-	أستاذ محاضر -أ-	عيادي عبد القادر

السنة الجامعية 2018/2017

## 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 تمويلاً مالياً عن طريق السوق المالية الذي لا يحظى بأية ثقة رغم وجود مؤسساته المتخصصة والتي يبقى نشاطها التمويلي ضعيفاً، أو تمويلاً 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 إبراز 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 وكألية 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 لتطوير 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 تطوير 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 تطوير 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 MOULOU D 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 إلى 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 الامام 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 مطابقة مبادئه مع مبادئ التمويل الإسلامي، ومعايير نجاح التمويل براس 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:
- حادثة هذا النوع من التمويل مما جعل الحصول على المراجع اللازمة شيء في غاية الصعوبة.
  - عدم الاستقبال من طرف بعض المؤسسات الجزائرية.
  - العزوف عن ملأ الاستبانة من طرف بعض المقاولين الجزائريين.

وتوصلنا من خلال مراحل هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج نلخصها فيما يلي:

### 1. نتائج الدراسة النظرية

- خلصنا في دراستنا هذه إلى أن التمويل برأس المال الاستثماري لما له من دور كبير في تمويل المشاريع الجديدة، فهو كذلك يعتبر مصدرا مهما في تحقيق التنمية المستدامة وتشجيع روح المقاولاتية لدى الشباب المبدع، ومن شأنه أيضا رفع اقتصاد الجزائر ودفعه نحو الأحسن، بعد تراجع مصادر التمويل التقليدية في تمويل المشاريع ذات المخاطر المرتفعة.
- ويعتبر ظهور رأس المال الاستثماري في الجزائر إلى بداية تسعينيات القرن الماضي، حيث قام الاتحاد الأوروبي بهدف توفير أدوات تسهيل إنشاء و انطلاق المنشأة الأوروبية، بإنشاء ثلاثة مؤسسات رأس مال استثماري على المستوى المغربي: المساهمة سنة 1992 في المغرب، شركة المساهمة وترقية الاستثمارات سنة 1990 في تونس و المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة finalep في الجزائر سنة 1991.

- من خلال الدراسة النظرية أيضا تبين لنا أن رأس المال الاستثماري هو البديل التمويلي الحديث للتخلص من مشكل التمويل وما يتبعه من الإجراءات الصارمة والمعقدة، والضمانات والرهنانات التي أثقلت كاهل أصحاب المشاريع الريادية، ويؤكد ذلك الأهمية البالغة التي يحظى بها هذا النمط التمويلي من قبل الدول الصناعية الكبرى على غرار الولايات المتحدة الأمريكية التي تعتبر رائدا في تقنية التمويل برأس المال الاستثماري.
- ومن عوائق تطور رأس المال الاستثماري في الجزائر هي العوائق الإدارية المتمثلة في العوائق النفسية للمسيرين الجزائريين وقلة طموحهم وتوجههم نحو الإبداع والأفكار الجديدة، وكذلك نقص المعلومات حول المؤسسات الجزائرية، مما يزيد من تضارب وتعقيد العلاقة بين المسيرين وأصحاب شركات رأس المال الاستثماري وهذا ما قد يشكل عائقا أمام نمو رأس المال الاستثماري في الجزائر.
- اتضح لنا أيضا الدور المهم والمتزايد للتمويل برأس المال الاستثماري في الاقتصاد الحديث، ودوره بالنسبة للمقاولين وتنمية روح المقاول في الاقتصاد. كما يتضح لنا أن رأس المال الاستثماري يعد البديل الأنسب لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في ظل احجام البنوك التقليدية عن تمويل هذا النوع من المؤسسات، بالنظر الى المخاطر العالية التي تكتنف هذا النوع من عمليات التمويل.
- وبالنظر الى المقاربات الاسلامية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يظهر لنا أن رأس المال الاستثماري الاسلامي يعد وسيلة ناجعة وفعالة في تمويل المؤسسات الصغيرة تتوافق بشكل كبير مع أحكام الشريعة الاسلامية، وتمثل الحل البديل والأنسب لتمويل هذه المؤسسات خصوصا تلك التي تعمل في مجالات عالية المخاطرة كالتكنولوجيا العالية وغيرها.
- ومن خلال دراستنا لنظامي المشاركة الاسلامي ورأس المال الاستثماري تبين أن هذا الأخير غير بعيد عن الأدوات الاسلامية التي تطبقها البنوك الاسلامية وأنه يمكن تكيفه ووضعها في صيغة اسلامية وهذا من زاويتين اثنتين:  
 ✓ زاوية مقاربتة بمنتجات اسلامية قائمة.  
 ✓ ومن زاوية ادخال تعديل ناتج عن نقد اسلامي متجاوز له في صيغته الحالية , كما يجري في البلاد التي لا تأخذ بنظام الاقتصاد الإسلامي.

## 2. نتائج الدراسة الميدانية

### 1.2. نتائج الدراسة الميدانية لمحددات العرض على التمويل برأس المال الاستثماري

توصلنا من خلال الدراسة الميدانية الى:

- أن أهم المحددات التي تؤثر على العرض على التمويل برأس المال الاستثماري تتمثل في النمو الاقتصادي؛ معدلات الفائدة؛ البحث والتطوير؛ معدل الضريبة على الأرباح.
- توصلنا الى صياغة دالة العرض على التمويل برأس المال الاستثماري على الشكل الآتي:

$$CI = a + \beta_1.CE + \beta_2.RD + \beta_3.TI + \beta_4.TAX$$

- من خلال دالة العرض نستنتج أن هناك علاقة طردية بين حجم التمويل برأس المال الاستثماري وكل من: الميزانية المخصصة للبحث والتطوير، النمو الاقتصادي للبلد والممثل ب حجم الناتج المحلي الإجمالي، كما أن هناك علاقة عكسية بين كل من حجم التمويل برأس المال الاستثماري وكل من: معدل الفائدة السائد في السوق، ومعدل الضريبة على الأرباح.

### 2.2. نتائج الدراسة الميدانية لمحددات الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري

#### أ. نتائج اختبار الفرضيات

- رفض الفرضية الفرعية الأولى "هناك فروق ذات دلالة إحصائية لاستجابة الأفراد حول نسبة الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر التي تعزى إلى المتغيرات الوسيطة". وبالتالي ليس هناك فروقات ذات دلالة إحصائية لاستجابة الأفراد حول نسبة الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر التي تعزى إلى المتغيرات الوسيطة التي تتمثل في (نوع المؤسسة، طبيعة المؤسسة، الإطار الذي تم انشاء المؤسسة فيه، تصرف المقاول اتجاه المخاطرة، نوع نشاط المؤسسة).
- رفض الفرضية الفرعية الثانية "هناك فروق ذات دلالة إحصائية لاستجابة الأفراد حول تقنيات تطوير التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر التي تعزى إلى المتغيرات الوسيطة". وبالتالي ليس هناك فروقات ذات دلالة إحصائية لاستجابة الأفراد حول تقنيات تطوير التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر التي تعزى إلى المتغيرات الوسيطة.
- رفض الفرضية الفرعية الثالثة: "هناك فروق ذات دلالة إحصائية لاستجابة الأفراد حول أنواع الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر التي تعزى إلى المتغيرات الوسيطة". وبالتالي ليس هناك فروقات ذات دلالة إحصائية لاستجابة الأفراد حول أنواع الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر التي تعزى إلى المتغيرات الوسيطة.

- رفض الفرضية الفرعية الرابعة: "هناك فروق ذات دلالة إحصائية لاستجابة الأفراد حول الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر التي تعزى إلى المتغيرات الوسيطة". وبالتالي ليس هناك فروقات ذات دلالة إحصائية لاستجابة الأفراد حول الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر التي تعزى إلى المتغيرات الوسيطة.
- الفرضية "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمحددات الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري على الطلب عليه" ولاختبار هذه الفرضية نقوم بصياغة معادلة خط الانحدار:
 
$$Y = 2.221 - 0.015X_1 + 0.282X_2$$
- المتغير المستقل والمتغير التابع أي بين محددات الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري والطلب عليه يساوي  $R = 0.237$  بمعنى الارتباط ضعيف، وهذا يعني أن المتغيرات المدرجة في النموذج تؤثر على الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري بنسبة 1.4%، أما النسبة الباقية تعود إلى عوامل أخرى خارج النموذج، كخصائص المقاول الجزائري والعقيدة الإسلامية، وأيضا نقص الثقافة المقاولاتية، ويبقى المشكل الذي يقف أمام الاقتصاديين هو أن معظم المقاولين لا يملكون الشهادات الكافية التي تمكنهم من إدارة المشاريع ويفتقدون إلى المستوى التعليمي المطلوب.
- الفرضية "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمحددات الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري وأهم تقنيات تطوير رأس المال الاستثماري على أنواع الطلب على التمويل" ولاختبار هذه الفرضية نقوم بصياغة معادلة خط الانحدار:  $Y_1 = 1.601 - 1.38X_1 + 0.402X_2$  ، تم قبول هذه الفرضية نوعا ما لأن معامل الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع أي بين محددات الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري وتقنيات تطوير رأس المال الاستثماري وأنواع الطلب على التمويل يساوي  $R = 0.227$  بمعنى الارتباط ضعيف.
- الفرضية "يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لمحددات الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري وأهم تقنيات تطوير رأس المال الاستثماري على الطلب على التمويل" ولاختبار هذه الفرضية نقوم بصياغة معادلة خط الانحدار:  $Y_2 = 2.840 - 0.107X_1 + 0.161X_2$  ، أيضا تم قبولها نوعا ما لأن معامل الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير التابع أي بين محددات الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري وتقنيات تطوير رأس المال الاستثماري والطلب على التمويل برأس المال الاستثماري  $R = 0.120$  بمعنى الارتباط ضعيف.

### ب. نتائج ميدانية

- هناك اهتمام كبير من طرف المقاولين بمصادر التمويل الإسلامي، وكذلك المصادر التي تقدم لهم التمويل النقدي والدعم الفني في التسيير والإدارة، كما التمسنا اهتمامهم بالتمويل برأس المال الاستثماري الذي يعتبر من أهم مصادر التمويل التي ترافق وتدعم أصحاب المشاريع الناشئة.
- يعود أسباب ضعف نسبة الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر الى مناخ الأعمال وغياب الشفافية، وعدم تقبل بعض المقاولين وأصحاب المؤسسات لمراقبة وتدخّل شركات رأس المال الاستثماري في الإدارة، أيضا نقص الاطلاع على هذا النوع من اليات التمويل من طرف المقاولين.
- من أهم اليات وتطوير تقنيات رأس المال الاستثماري في الجزائر من وجهة نظر المقاولين هو الترويج والدعاية لفائدة هذا النوع من التمويل، أيضا بناء إطار قانوني فعال يحمي أطراف العقد، وتكوين إطارات متخصصة في الاستثمارات ذات المخاطر العالية.
- ❖ يمكن استنتاج محددات نوعية للطلب على التمويل برأس المال الاستثماري تتمثل في 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.
- وبالتالي نقبل الفرضية الرئيسية لهذه الدراسة.

### 3. التوصيات والاقتراحات

- ان تفعيل سوق رأس المال الاستثماري مازال يحتاج الى الكثير من الجهودات لتحسين البيئة الاستثمارية، وإصلاح المنظومة المصرفية وفتح المجال لصناديق التقاعد والمعاشات لاستثمار أموالها في شركات رأس المال الاستثماري.
- تعديل القوانين بما يقتضيه المحيط، وذلك لغرض تشجيع شركات رأس المال الاستثماري على عرض التمويل على أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- كذلك تطور سوق رأس المال الاستثماري بحاجة الى توفر المقاول المبدع، والمحب للمخاطرة الطموح الذي يسعى الى الوصول الى النجاح، ورواج التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر لا يحتاج فقط الى اصلاح المنظومة القانونية فقط، انما يحتاج أيضا الى دعم الكفاءات واستقطابها.
- ان ثقافة المقاولاتية، انجاز العمل الحر والرغبة في المخاطرة لإثبات الذات لا يمكن تحقيقها الا بتعليم متكامل، خاصة في طور التعليم العالي.

- بناء علاقات وجسور قوية بين الجامعات والمؤسسات الاقتصادية، ومختلف المراكز العلمية التي تدعم الابتكار والابداع، ودعم وظيفة البحث والتطوير، وانشاء مجتمعات صناعية وعناقيد صناعية.
- تخصيص مبالغ اضافية في ميزانية الدولة من أجل تمويل المشاريع الابتكارية.
- دراسة إمكانية فتح مكاتب لشركات رأس المال الاستثماري في الجامعات، من أجل الترويج لهذا النوع من التمويل.

#### 4. افاق الدراسة

- في ضوء نتائج الدراسة النظرية والميدانية، يمكن صياغة عدة مواضيع تصلح كدراسات مستقبلية، تتمثل في:
  - رأس المال المخاطر ودوره في تحقيق التنمية المستدامة.
  - رأس المال الاستثماري ودوره في خلق القيمة.
  - دور السوق المالية في تطوير التمويل برأس المال الاستثماري.