

مداخلة بعنوان: رأس المال المخاطر في الجزائر بين النظرية والتطبيق
الملتقى الدولي الثالث عشر حول: دور النظام المصرفي في تمويل نمو المؤسسات الصغيرة
والمتوسطة يومي: 15 و 16 أكتوبر 2019

جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة

من إعداد:

د/ سوسن زيرق/ أستاذة محاضرة قسم أ/ جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة

د/ سارة علالي/ أستاذة محاضرة قسم ب/ جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية

رأس المال المخاطر في الجزائر بين النظرية والتطبيق

Venture capital in Algeria between theory and practice

إعداد

سارة علالي¹، سوسن زيرق²

¹ أستاذ مساعد ب؛ جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة؛ allali_sara@yahoo.fr

² أستاذ محاضر أ؛ جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة؛ sawsenzirek5@gmail.com

ملخص:

يهدف هذا البحث إلى دراسة مدى امتثال رأس المال المخاطر في الجزائر للأسس والمبادئ المؤطرة لنشاط رأس المال المخاطر على المستوى العالمي، حيث يعتبر نمطا تمويليا متفردا بخصائص ومميزات غيرت طبيعة العلاقة بين المقرض والمقترض من مجرد علاقة بين دائن ومدين إلى علاقة شراكة تضمن نمو وتطور الشركة وتحقيق معدلات نمو مرتفعة، مع تحمل مستويات عالية من المخاطرة في سبيل تمويل الأفكار والمشاريع ذات إمكانيات النمو المرتفعة.

دخل هذا النمط التمويلي حيز التطبيق رسميا في الجزائر منذ سنة 2006، إلا أنه ظهر فعليا مع بداية التسعينيات أين عايش فراغا قانونيا وتنظيميا، وقد توصلت الدراسة إلى أن شركات رأس المال المخاطر لا تمتثل لأسس وقواعد هذا النشاط نظرا لوجود العديد من الصعوبات والعوائق أهمها البيئة الاستثمارية الغير الملائمة.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر - الأسس النظرية لرأس المال المخاطر - رأس المال المخاطر في الجزائر

تصنيف (JEL): G21- G32- C9

Abstract

This research aims to examine the compliance of venture capital in Algeria for the framed foundations and principles for venture capital activity at the global level of global venture capital activity, where a unique financing pattern with characteristics that have changed the nature of the relationship between lender and borrower from a simple relationship between a creditor and a debtor to a partnership that ensures the growth and development of the company and high growth rates, with high levels of risk for the financing of ideas and projects with high growth potential. This funding pattern has been formally applied in Algeria since 2006, but as of the early 1990s it has already appeared where there was a legal and regulatory vacuum, The study found that venture capital companies do not comply with the fundamentals and rules of this activity due to the many difficulties and obstacles, the most important of which is the inadequate investment environment

Keywords: Venture capital - Theoretical bases of venture capital - Venture capital in Algeria

JEL classification: G21- G32- C9

1. مقدمة:

أظهرت التوجهات العالمية مؤخرا أن البنية الأساسية للمؤسسات الناشئة الرائدة وذات التكنولوجيا المرتفعة يتم تمويلها بشكل واسع من قبل مؤسسات رأس المال المخاطر خاصة في العالم المتقدم وبشكل أقل توسعا في البلدان النامية، حيث تعتبر صناعة رأس المال المخاطر صناعة عالمية، حققت نجاحات كبيرة على المستوى الدولي، غير أن درجة نجاحها تختلف من بلد إلى آخر ويمكن أن يعزى ذلك إلى عدة عوامل كدرجة استقرار الأسواق، توفر الموارد المالية، توفر مؤسسي أعمال مؤهلين، ثقافة المجازفة والاستثمار... إلخ، يقوم التمويل برأس المال المخاطر على عدة مبادئ وأسس نظرية تميزه عن غيره من التمويلات من أهمها المخاطرة المرتفعة والالتزام بالخروج في فترة أقصاها 10 سنوات، وكذا التوجه نحو تمويل الأفكار والمشاريع ذات التكنولوجيا العالية وإمكانيات النمو المرتفعة.

إن ظهور مهنة رأس المال المخاطر في الجزائر لم يكن متوازيا مع وضع الإطار القانوني والتشريعي المنظم لعمل هذه المهنة، حيث تجسد الظهور الفعلي لرأس المال المخاطر في الجزائر بتأسيس الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP والتي استمر نشاطها في ظل غياب التأطير القانوني إلى غاية سنة 2006 بإصدار القانون 11/06 المنظم والمؤطر لصناعة رأس المال الاستثماري في الجزائر وعليه فإن صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر مرت بمرحلتين أساسيتين نقطة الفصل بينهما تتجسد في القانون 06-11.

وبغية التعرف على مدى امتثال والتزام شركات رأس المال المخاطر في الجزائر بالأسس النظرية والمبادئ الأساسية لهذا النشاط نطرح التساؤل الرئيس التالي:

ما مدى امتثال شركات رأس المال المخاطر بالمبادئ والأسس المؤطرة لنشاط رأس المال المخاطر؟
الإجابة عن التساؤل الرئيس المطروح تقتضي الإجابة عن بعض التساؤلات الفرعية من أبرزها:

- ما المقصود بالتمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر؟
- ماهي المبادئ والأسس التي يقوم عليها نشاط رأس المال المخاطر؟
- ماهي عوامل نجاح صناعة رأس المال المخاطر؟
- هل يطبق رأس المال المخاطر في الجزائر بنفس المبادئ والأسس التي تحكم هذا النشاط على المستوى العالمي؟.

وقد بنيت هذه الدراسة على فرضية أساسية مفادها أن:

شركات رأس المال المخاطر في الجزائر لا تمتثل للأسس والمبادئ المؤطرة لهذا النشاط.

وبغية الإجابة عن التساؤلات المطروحة واختبار فرضية الدراسة اعتمدنا المنهج الوصفي التحليلي الملائم لغرض وصف رأس المال المخاطر كنمط تمويلي متميز قائم على أسس ومبادئ جعلت منه ملاذا للمشاريع الناشئة والأفكار الإبداعية ذات مستويات الخطر المرتفعة، وكذا تحليل نتائج المقابلة المقننة المجراة مع إطارات كافة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر.

2. أساسيات صناعة رأس المال المخاطر:

رأس المال المخاطر هو تمويل بالمشاركة لمرحلة إنشاء مشروع مبتدئ ذو إمكانية نمو عالية عن طريق شركات تدعى شركات رأس المال المخاطر، وهي لا تكتفي بتقديم التمويل المالي فحسب بل تقوم على مبدأ المشاركة حيث يتم تمويل المشروع بجزء من رأس المال دون ضمان العائد وهنا تبرز الخطورة، هذا النمط التمويلي عبارة عن علاقة تتوسط فيها مؤسسات رأس المال المخاطر بين أصحاب الفائض "المستثمرون" والمؤسسات المستهدفة، حيث تعمل مؤسسات رأس المال المخاطر على تحصيل الأموال من المستثمرين وتقوم بتوظيفها لدى المؤسسات المستهدفة، كما يتدخل في هذه العملية التمويلية طرف رابع مهم جدا يتمثل في المشترين أو المستأنفين والذين يقومون بشراء حصص مؤسسات رأس المال المخاطر ومواصلة المشوار بدلا منها، حتى تنفرغ للبحث عن مشاريع جديدة بحاجة للتمويل والدعم والتطوير، بحيث تسير هذه العملية وفق مراحل منظمة تحددها أدبيات التمويل برأس المال المخاطر وتتمثل في: المرحلة التمهيديّة (تجميع الأموال من المستثمرين ودراسة ملفات المشاريع الراغبة في التمويل)، مرحلة التركيب المالي والقانوني، مرحلة المتابعة وأخيرا مرحلة الانفصال، هذا الأخير يتخذ عدة أشكال نلخصها فيما يلي:

❖ الخروج عن طريق المستأنفين الصناعيين (الخروج الصناعي): وتتمثل في قيام شركة رأس المال المخاطر ببيع أسهمها لمجمعات صناعية كبرى، تكون لديها رغبة في تطوير شبكة علاقاتها وتتنوع نشاطها. (taalba, 2003, p. 95)

❖ الخروج عن طريق المستأنفين الماليين (خروج المالي): ويتمثل في قيام شركة رأس المال المخاطر ببيع أسهمها لشركة رأس مال استثماري أخرى لتقوم بمواصلة المشوار بدلا عنها في أطوار أخرى من النمو. (السبتي، 2008/2009، صفحة 83)

❖ الخروج عن طريق البورصة: هذا النمط من الخروج يعبر عنه المستثمرون في كثير من الأحيان "بالطريق الملكي"؛ فالإكتتاب في البورصة يعتبر بمثابة الإقرار والاعتراف بإمكانية النمو للمؤسسة وكذلك ضمان لاستمراريتها ووسيلة لتوفير طرق جديدة للتمويل. (Stephany, 2003, pp. 182-183)

❖ الاستئناف باستخدام الرفع المالي: وفي هذه الحالة تقوم شركة رأس المال المخاطر ببيع أسهمها لصالح مؤسس المنشأة والذي يتمتع دائما بأولوية امتلاك مؤسسته.

❖ موت المساهمة: ونميز بين حالتين لموت أو فشل مساهمة شركة رأس المال المخاطر: (lachmann, 1999, p. 83)

➤ حالة المؤسسات الحديثة النشأة: التي لم تنجح في الانطلاق، حيث تشير الإحصائيات أن مؤسسة واحدة من كل مؤسستين تندثر في الخمس سنوات الأولى التي تلي إنشائها، أما بالنسبة للمؤسسات التكنولوجية فنسبة الفشل تصل إلى 70%.

➤ حالة المؤسسات الموجودة أصلا: في هذه الحالة فإن نسبة الفشل تكون ضعيفة تتراوح في العادة بين 10% و 20%.

من هنا نستخلص أن التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، يعتبر وساطة مالية متعددة الأطراف يترأسها المستثمرون كمصدر لأموال مؤسسات رأس المال المخاطر التي تقوم بدورها بدعم المؤسسات الناشئة بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية والفنية.

- خصائص رأس المال المخاطر: يتميز رأس المال المخاطر بجملة من الخصائص تميزه عن غيره من التمويلات من أبرزها: (cherif, 2003, p. 49)

- ❖ رأس المال المخاطر هو مساهمة بالأموال الخاصة في رأس مال مؤسسات مبتكرة في طور الإنشاء حيث أن هذه المؤسسات غير مدرجة في البورصة ولديها إمكانيات عالية للنمو والتطور.
- ❖ المستثمر أو شركة رأس المال المخاطر هي عبارة عن شريك نشط، لا تقتصر مشاركته على تقديم جزء من رأس المال بل تتعدى إلى تقديم مساعدات ونصائح إدارية.
- ❖ على عكس البنك الكلاسيكي الذي يتطلب ضمانات حقيقية ويؤكد على ملاءة وسيولة الزبون، فإن شركة رأس المال المخاطر تتقاسم مخاطر الانطلاق والنمو وفي المقابل تحصل على عوائد جد مرتفعة في حالة نجاح المشروع.
- ❖ نشاط المشروعات الناشئة يتوجه نحو فروع مبتكرة ذات تكنولوجيا عالية وذات إمكانيات نمو وتطور جد مرتفعة.
- ❖ يتميز نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد بصرف النظر عن العمر الاقتصادي للمشروع موضوع التمويل.

_ القطاعات المستهدفة من طرف شركات رأس المال المخاطر:

توجه التمويل المخاطر في السنوات الأخيرة نحو مجالات محددة تمثلت بشكل رئيسي في قطاع خدمات المستهلكين والتي تشمل التجارة الالكترونية وألعاب الانترنت والتسويق الشبكي وتطبيقاته، الجوالات وقطاع تكنولوجيا المعلومات من أمثلتها البرمجيات وخدمات معلومات العملاء، كما برز مؤخرا قطاع آخر مهم جلب إليه اهتمام التمويل المخاطر وهو الرعاية الصحية والذي يشمل علوم الحياة والتكنولوجيا الحيوية، وتطوير الأجهزة الطبية. (قندوز، 2017، صفحة 114)

الجدول (01): التوزيع القطاعي لاستثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2016

القطاع	نسبة استثمارات رأس المال المخاطر
قطاع الأعمال والخدمات المالية	19%
سلع المستهلكين	3%
خدمات المستهلكين	41%
قطاع الطاقة	1%
الرعاية الصحية	19%
الصناعة	2%

تكنولوجيا المعلومات	15%
---------------------	-----

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: venture capital Report, Dow Jonesventuresource. Us/2q/2016.

يؤكد الجدول السابق توجهات التمويل بشركات رأس المال المخاطر نحو الثلاث قطاعات السابقة الذكر "الرعاية الصحية، خدمات المستهلكين وتكنولوجيا المعلومات" بالإضافة إلى قطاع الأعمال والخدمات المالية، حيث يحتل قطاع خدمات المستهلكين المرتبة الأولى في حيز القطاعات المستهدفة من طرف شركات رأس المال المخاطر بنسبة 41% ما يساوي 6.52 بليون دولار.

- عوامل نجاح صناعة رأس المال المخاطر على المستوى العالمي: إن نجاح رأس المال المخاطر يرتبط بمجموعة من العوامل نحددها فيما يلي: (Groh, 2010, pp. 205-224)

1- النمو الاقتصادي: حيث يؤثر الوضع الاقتصادي للدولة على نشاط سوق رأس المال المخاطر فحجم الاقتصاديات ومعدلات التوظيف، عدد الشركات المحلية ونشاط المقاول، وفرة الصفقات الاستثمارية كلها عوامل تؤثر على معدل النمو الاقتصادي فحسب Lerner و Gompers؛ أهم الصفقات الاستثمارية المحفزة لنشاط رأس المال المخاطر تتوفر في حالة النمو الاقتصادي السريع حيث يؤكدان علاقة الارتباط بين معدل النمو الاقتصادي ونشاط سوق رأس المال المخاطر. (lerner, 1998, pp. 149-192)

2- السوق المالي: أكدت دراسة Black Kand Gilson، في مقارنتها بين الاقتصاديات ذات التوجه البنكي والاقتصاديات ذات التوجه نحو سوق المال، أن هذه الأخيرة تعتبر أكثر جاذبية لنشاط رأس المال المخاطر وتعتبر أكثر قدرة على بناء بنية تحتية من شأنها دعم صفقات رأس المال المخاطر، حيث كلما زاد نشاط السوق المالي كلما زاد نشاط رأس المال المخاطر خاصة فيما يتعلق بمرحلة التأسيس والإنشاء. (gilson, 1998, pp. 243-277)

3- النظام الضريبي: يؤثر النظام الضريبي على نشاط سوق رأس المال المخاطر باعتباره يؤثر على نشاط المقاول؛ حيث أن الضرائب المباشرة والغير مباشرة تؤثر بشكل كبير على نشاط المقاول كما أن النظام الضريبي يؤثر على قرار الدخول أو الخروج من الاستثمار (kov, 2008). كما أكدت دراسات أخرى أن الإعفاءات والتخفيضات الضريبية المقدمة لشركات رأس المال المخاطر، والتي تشمل الضرائب على أرباح الشركات، الأرباح الرأسمالية أو الأرباح الموزعة من شأنها تشجيع نشاط رأس المال المخاطر. (rigo, 2001, p. 32)

4- قوانين حماية المستثمر وحوكمة المؤسسات: تؤثر جودة النظام القانوني خاصة فيما يتعلق بقوانين حماية الاستثمار وضبط ومراقبة حوكمة المؤسسات على نشاط رأس المال المخاطر وتقدم تسهيلات كبيرة في إطار ممارسة عمليات التمويل برأس المال المخاطر، حيث أن جودة النظام القانوني تعتبر أكثر تأثيراً على نشاط رأس المال المخاطر من نشاط السوق المالي. (cuming, 2006, pp. 214-245)

5- البيئة الاجتماعية والثقافية: يعتبر البعد الاجتماعي والثقافي أهم عوامل نجاح رأس المال المخاطر حيث اعتبر أن نمو صناعة رأس المال المخاطر يرتبط بشكل كبير بالبيئة الاجتماعية والثقافية للمجتمع، (Migginson, 2004, pp. 89-107) كما أن انتشار الفساد والجريمة توسع السوق الموازي، البيروقراطية تعتبر عائقا كبيرا يحد من نشاط رأس المال المخاطر. (kov, courts the regulation of entry quarterly, 2002, pp. 1-37)

6- ثقافة المقاوله وتوفر الفرص والصفقات: تعتبر ثقافة المقاوله وروح المخاطرة أهم عوامل نجاح رأس المال المخاطر على الإطلاق فغياب الثقافة التسييرية والكوادر المتخصصة من شأنه التأثير بشكل سلبي على رأس المال المخاطر، بالإضافة إلى أن توفر الفرص والصفقات يعتبر حجر الزاوية في نجاح رأس المال المخاطر أو فشله وفي هذا الإطار تبرز أهمية نفقات البحث والتطوير، فقد أثبت Lerner و Gompers (Lerner, 1998, pp. 149-192) العلاقة الطردية بين نفقات البحث والتطوير وتوفر الفرص والصفقات وبالتالي نشاط رأس المال المخاطر.

تعتبر العوامل السالفة الذكر أهم العوامل المحددة لنجاح رأس المال المخاطر حيث جمعها T. HILMN في 3 عوامل أساسية: (t.hilman, 2008, p. 52)

- تطور السوق المالي.
- توفر الفرص الاستثمارية الجذابة.
- السياسات الحكومية في مجال التمويل، قوانين حماية حقوق الملكية، الحوافز الضريبية للمتعاملين في سوق رأس المال المخاطر.

3. رأس المال المخاطر في الجزائر:

تمارس نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر عدة شركات نتعرف عليها فيما يلي:

1- الجزائر استثمار:

1-1-تعريفها: هي مؤسسة رأسمال استثماري، طابعها القانوني ذات مساهمة، يحكمها القانون رقم 11/06 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركة رأس المال الاستثماري، أنشئت في 28 ديسمبر 2009 بينما بدأت نشاطها في 7 جويلية 2010.

تم إنشاؤها بمبادرة من بنكين عموميين هما بنك الفلاحة والتنمية الريفية والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، بحيث اعتمدت من طرف وزارة المالية بتاريخ 11 ماي 2010 برأسمال اجتماعي قدره مليار دينار جزائري موزع كآآتي:

الجدول(02): هيكل المساهمة في شركة الجزائر استثمار

المساهمون	مبلغ رأس المال	الحصص في رأس المال
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	700.000.000 دج	70%
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط	300.000.000 دج	30%

بنك		
المجموع	1.000.000.000 دج	%100

Source : www.eldjazair-istithmar.dz

1-2- المحفظة الاستثمارية للجزائر استثمار: يوضح الجدول الموالي قائمة المشاريع الممولة من طرف شركة الجزائر الاستثمار منذ إنشائها وإلى غاية سنة 2015.

الجدول (03): قائمة المشاريع الممولة من طرف شركة الجزائر استثمار

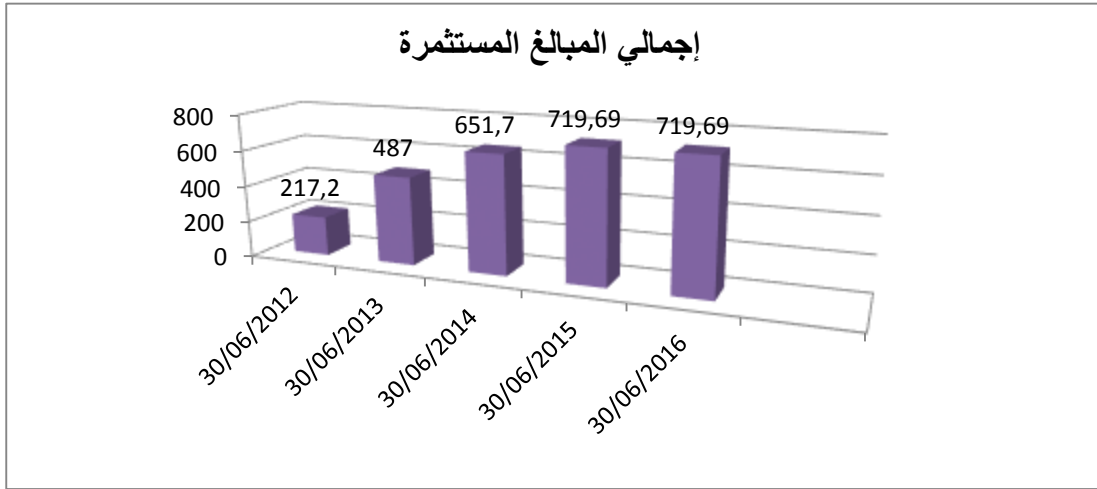
السنة	المؤسسات	المنطقة	قطاع النشاط	نسبة المساهمة	المبلغ الإجمالي (دج)
2011	1	الوسط	نجارة الألمنيوم	%49	21.700.000
	2	الشرق	صناعة البلاستيك	%28.50	
2012	1	الوسط	الإعلام الآلي	%36.43	186.500.000
	2	الشرق	المعدات والمواد الحمراء	%6.94	
	3	الغرب	الأفرشة	%39.06	
	4	الجنوب	معدات البناء	%45.54	
	5	الجنوب	الحليب ومشتقاته	%38.60	
2013	1	الوسط	مجمع مذابح	%46.51	293.490.000
	2	الشرق	المواد الغذائية	%17	
	3	الشرق	معدات البناء	%49	
	4	الشرق	المواد الحمراء	%6.94	
	5	الجنوب	مجمع سياحي	%45.90	
2014	1	الشرق	الحليب ومشتقاته	%37.60	148.000.000
	2	الغرب	حفظ السمك	%26.13	
2015	لا توجد أية استثمارات				

المصدر: وثائق مقدمة من طرف شركة الجزائر استثمار.

يتضح من خلال الجدول السابق تركيز مساهمات شركة الجزائر استثمار في المناطق الشرقية مقارنة بالمناطق الأخرى خلال الفترة 2011-2015، وقد سجلت سنة 2014 أقل نسبة مساهمة في التمويل، نظرا لمحدودية الموارد المالية للشركة وعدم انتهاء المساهمات السابقة في رأس المال.

1-3- إحصائيات عن استثمارات شركة الجزائر استثمار: توضح الأشكال الموالية إحصائيات عن استثمارات شركة الجزائر استثمار حسب التقارير السداسية المقدمة من طرف الشركة للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

الشكل (01): استثمارات شركة الجزائر استثمار (الوحدة: مليون دج)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير السداسية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. يوضح الشكل السابق إجمالي استثمارات شركة الجزائر استثمار منذ إنشائها وحتى الوقت الحالي غير أنه تجدر الإشارة إلى أن هذه الأرقام لا تخص كل سنة بمفردها وإنما هي تعبر عن الاستثمارات التراكمية للشركة.

2- الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف (Sofinance):

2-1- تعريفها: الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف هي مؤسسة مالية عمومية ذات أسهم، اعتمدت من طرف بنك الجزائر بتاريخ 09 جانفي 2001، برأس مال اجتماعي قدر بـ 5 مليار دج.

لقد أنشأت الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف، بمبادرة من المجلس الوطني لمساهمات الدولة بتاريخ 04 أفريل 2000، ومن أبرز نشاطاتها:

- التمويل عن طريق قرض الإيجار.
- المساهمة في رأس المال.
- القروض الكلاسيكية والالتزامات بالتوقيع.
- تقديم الاستشارة والمساعدة للمؤسسات.

2-2- المحفظة الاستثمارية للشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف:

تتكون المحفظة الاستثمارية الحالية لشركة sofinance، فيما يتعلق بنشاط رأس المال الاستثماري من عدة مشاريع استثمارية نوضحها من خلال الجدول الموالي:

الجدول (04): المحفظة الاستثمارية الحالية لشركة sofinance

المنطقة	النشاط	مرحلة التدخل
وهران	محطة بنزين	مرحلة الإنشاء
وهران	فندق	مرحلة الإنشاء

مرحلة الإنشاء	مصنع لصناعة العصير والمشروبات	باتنة
مرحلة النمو والتوسع	شركة اسمنت	أم البواقي
مرحلة الإنشاء	فندق + عيادة طبية	تيارت
مرحلة الإنشاء	عيادة طبية	البلدية
مرحلة الإنشاء	إنتاج السكر	بجاية
مرحلة الإنشاء	السياحة	بجاية
مرحلة الإنشاء	مواد البناء	بجاية

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادا على معلومات مقدمة من طرف شركة sofinance.

نلاحظ أن معظم تدخلات شركات sofinance تخص مرحلة الإنشاء، وبالتالي تدخل ضمن إطار رأس المال المخاطر، غير أن نوعية المشاريع بعيدة عن مجال التكنولوجيا العالية والابتكار والتي هي من أبرز اهتمامات صناعة رأس المال المخاطر العالمية.

2-3- استثمارات شركة sofinance:

يوضح الجدول الموالي التمويلات المقدمة من طرف شركة sofinance خلال سنوات 2013، 2014 و 2015 في إطار المساهمات في رأس المال، قرض الإيجار، الالتزامات بالتوقيع، القروض الطويلة والمتوسطة الأجل، أوراق مالية ذات العائد الثابت.

الجدول (05): التمويلات المقدمة من طرف شركة sofinance

الوحدة: ألف دينار جزائري.

2015	2014	2013	نوع التمويل
1245600	1195626	795626	المساهمات في رأس المال
4933000	4182943	4273328	قرض الإيجار
672000	575000	541000	الالتزامات بالتوقيع
3292000	2859000	1440000	القروض الطويلة والمتوسطة الأجل
500000	500000	850000	أوراق مالية ذات عائد ثابت

Source : www.sofinance.dz

ينتضح من معطيات الجدول السابق أن استثمارات شركة sofinance في مجال رأس المال المخاطر في تزايد مستمر، غير أن نشاط رأس المال المخاطر لا يمثل سوى 10.07%، 12.83%، 11.70% من

إجمالي نشاط الشركة خلال السنوات 2013، 2014، 2015 على التوالي، وهي نسبة ضئيلة مقارنة بنسب النشاطات الأخرى للشركة.

3- الصندوق الوطني للاستثمار FNI:

3-1- نشاط الصندوق الوطني للاستثمار: قررت السلطات العامة تأسيس الصندوق الوطني للاستثمار من خلال إعادة هيكلة البنك الوطني للتنمية، بغرض تعزيز أدوات جديدة لتدخل الدولة في تمويل التنمية، وجاء هذا في إطار إتمام عملية إصلاح القطاع المالي والبنكي التي جاء بها قانون المالية التكميلي لسنة 2009، حيث تمت عملية إعادة الهيكلة بتعويض تسمية البنك الوطني للتنمية بتسمية الصندوق الوطني للاستثمار، ويقدر رأس مال هذا الصندوق بـ 150 مليار دينار جزائري. (<http://www.fni.dz>)

4- الصناديق الولائية للاستثمار: وفقا لأحكام المادة 100 من الأمر المتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2009، أنشأت الحكومة 48 صندوق استثمار يخص جميع الولايات حيث أوكلت إدارتها لصالح حساب الدولة، وبموجب الاتفاقات الموقعة مع وزارة المالية إلى ثلاثة شركات رأسمال استثماري وبنكين عموميين هي على التوالي: الجزائر استثمار، المؤسسة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف، الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، البنك الخارجي الجزائري والبنك الوطني الجزائري، وتتمثل مهام الصناديق الولائية للاستثمار فيما يلي: (www.andi.dz)

- تمويل المشاريع المنجزة من طرف أصحاب المشاريع الشباب بالمساهمة في رأس مال شركاتهم الصغيرة والمتوسطة.
- تسهيل وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات الرأس المال الضئيل إلى الائتمان المصرفي من خلال تحسين هيكلها التمويلية.

5- الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP:

5-1- نشأتها: تأسست الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP بتاريخ 30 جوان 1991، بمبادرة من بنكين جزائريين هما بنك التنمية المحلية (BDL) وبنك القرض الشعبي الجزائري (CPA) بالشراكة مع الصندوق الوطني للتعاون الاقتصادي (الوكالة الفرنسية للتنمية AFD)، عقب الإصلاحات التي مست القطاع المالي والمصرفي الجزائري والتي سمحت بإدخال هذا النمط التمويلي وتطبيقه في الجزائر، وفي سنة 1995، توسعت شركة FINALEP بدخول شريك رابع هو البنك الأوروبي للاستثمار (BEI)، وبدخوله كان الانطلاق الفعلي لنشاط الشركة. (belaid, 2016, p. 2)

5-2- المحفظة الاستثمارية لشركة FINALEP:

حسب معطيات مقدمة من طرف إدارات شركة FINALEP تضم المحفظة الاستثمارية الحالية للشركة تسعة مساهمات في رأس المال: مساهمتين على مستوى الجزائر العاصمة، ثلاثة مساهمات في سطيف، مساهمة واحدة بالأغواط، مساهمة بعنابة، مساهمة بتلمسان، ومساهمة على مستوى ولاية تيبازة، حوالي 80% من المساهمات تتعلق بمؤسسات في مرحلة الإنشاء.

6- الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM):

6-1 نشأتها: أنشئت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بموجب اتفاقية بين الجزائر والمملكة العربية السعودية وقد دخلت الشركة حيز النشاط في شهر جوان 2008، يبلغ رأسمال الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار 8 مليار دينار جزائري، حيث تساهم كل دولة بنسبة 50%، يتمثل نشاط الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار في الاستثمار بصفة عامة وعلى وجه الخصوص في قطاعات الصناعة، العقار، السياحة والزراعة، حيث يتم تجسيده سواء عن طريق إنشاء شركات أو المساهمة في مشاريع قائمة.

6-2 المحفظة الاستثمارية لشركة ASICOM: يمكن توضيح مكونات المحفظة الاستثمارية لشركة ASICOM من خلال الجدول الموالي:

الجدول (06): المحفظة الاستثمارية لشركة ASICOM لسنة 2016

المنطقة	المشروع	نسبة مساهمة ASICOM
البلدية	مشروع صناعة هياكل حديدية مخصصة للبناء	51%
قسنطينة	مشروع مركز تجاري وفندق (في طور الإنجاز)	67%
بجاية	مشروع فندق (في طور الإنجاز)	100%
سكيكدة	قرية سياحية (في طور الإنجاز)	52%

المصدر: وثائق مقدمة من طرف شركة ASICOM.

إن نسب مساهمة شركة ASICOM في المشروعات الواردة في الجدول أعلاه يوضح عدم التزامها باحترام الحد الأقصى للمساهمة في رأس المال المحدد بـ 49% وفق المادة 2 من الأمر 56/08 المنظم لشروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري.

7- الإفريقية للاستثمار AFRICINVEST:

تأسست الإفريقية للاستثمار سنة 1994 من طرف Integra group الفرع المتخصص في نشاط رأس المال الاستثماري، مقرها في تونس توسعت الشركة على مستوى المغرب العربي فحملت تسمية Magreb invest ومن ثمة واصلت توسعها على مستوى القارة الإفريقية لتحمل تسمية Africinvest، حيث ساهمت الشركة منذ تأسيسها إلى الوقت الحاضر في رأس مال 135 مؤسسة ضمن 24 دولة إفريقية. (www.africinvest.com)

أطلق رسميا الفرع المتخصص في نشاط رأس المال الاستثماري للإفريقية للاستثمار في الجزائر في نوفمبر سنة 2006 برأسمال انطلاق قدره 65 مليون يورو، تم رفعه إلى 124 مليون يورو سنة 2008. (السبتي، 2008/2009، الصفحات 176-177)

8- صندوق دعم الاستثمار من أجل الشغل (FSIE):

تم إنشاء الصندوق في إطار قانون المالية لسنة 2005، وحدد المرسوم التنفيذي رقم 117-06 الصادر بتاريخ 12 مارس 2006 قانونه الأساسي، لينطلق في نشاطه فعليا في سبتمبر 2007، يعتمد الصندوق على جمع المدخرات الصغيرة الطويلة الأجل للعمال الأجراء الذين يشترون أسهم حددت قيمتها بـ 200 دج مع حسم بقيمة 100% تتحمله الدولة، حيث يتم استثمار نصف الأموال المجمعة بتقنية رأس المال المخاطر في إطار مساهمات في رأسمال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أن لا تتعدى نسبة المساهمة 15% من رأسمال هذه المؤسسات، أما النصف الآخر فيتم استثماره في شكل سندات خزينة أو سندات مؤسسات عمومية تضمنها الدولة. (السبتي، 2008/2009، صفحة 178)

9- الجزائرية لرأس المال الاستثماري ACI: حصلت الجزائرية لرأس المال الاستثماري على ترخيص وزارة المالية لممارسة نشاط رأس المال الاستثماري وفق القرار رقم 54 الصادر في 04 جوان 2015 برأسمال قدره 100.000.000 دج. (www.cosob.org/2016)

نستخلص مما تقدم أن رأس المال المخاطر في الجزائر يحظى بإطار تنظيمي خاص به يؤطر وينظم عملياته، كما يحظى بدعم حكومي يتجسد في بعض المزايا الضريبية والتسهيلات فيما يتعلق بعملية الخروج وكذا توفير الهياكل المرافقة والمساعدة، ويتدخل في سوق رأس المال المخاطر مجموعة من المتعاملين ينقسمون إلى صناديق استثمار عمومية، مختلطة وصناديق غير مقيمة تعمل تحت رقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.

❖ دراسة مدى امتثال شركات رأس المال المخاطر في الجزائر للمبادئ والأسس المؤطرة لنشاط رأس المال المخاطر على المستوى العالمي:

1- مصادر الموارد المالية لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر: أكدت إجابات الإطارات حول مصادر الموارد المالية لشركاتهم هيمنة كل من الخزينة العمومية والبنوك التجارية على هيكل المصادر التمويلية لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر، الأمر الذي من شأنه أن ينعكس على أداء هذه الشركات ويحد من ميلها للمخاطرة التي تعتبر أساس نشاط رأس المال المخاطر بسبب تحفظ العقلية البنكية والعمومية اتجاه عامل المخاطرة والميل أكثر نحو جانب الأمان. حيث يهيمن التمويل الحكومي بشكل كبير على المصادر التمويلية لشركات رأس المال المخاطر مقارنة بالتمويل الخاص، مما يقيد نشاط هذه الأخيرة ويجعلها تفتقد عقلية الاستثمار المصاحب للمخاطرة وبالتالي غياب أهم سمات شركات رأس المال المخاطر.

2- مراحل تدخل شركات رأس المال المخاطر في المشاريع الممولة: تتدخل شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر خلال مرحلتين فقط هما مرحلة الإنشاء ومرحلة التوسع، وبالتالي غياب تام لتمويل ما قبل الإنشاء الذي يقوم على تشجيع الأفكار والدراسات والأبحاث وتمويلها لتحقيق مشاريع ابتكارية وإبداعية تقدم قيمة مضافة للاقتصاد، حيث يعتبر تمويل هذه المرحلة سمة حصرية لشركات رأس المال المخاطر، غير أن هذا لا يفي أن التدخل خلال مرحلة الإنشاء يشكل دعما كبيرا لقطاع

الاستثمار ويمثل حافزا قويا لزيادة تعداد المؤسسات كما أن التدخل على مستوى مرحلة التوسع يقدم للمؤسسات فرصة لتوسيع وتطوير نشاطها وبالتالي تعزيز حصصها السوقية.

3- طبيعة المشاريع الاستثمارية الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر في الجزائر: حسب إشارات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر أكثر من 80% من مجموع المشاريع الممولة برأس المال المخاطر في الجزائر تعتبر مشاريعا متوسطة المخاطر، حوالي 20% من هذه المشاريع تنتم بانخفاض درجة المخاطرة مع انعدام نسبة المشاريع العالية المخاطر ويمكن تفسير هذا التحفظ اتجاه المخاطرة بتصدر البنوك التجارية والخزينة العمومية لقائمة الممولين في شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

4- نسبة المساهمة في المشاريع الاستثمارية:

نسبة مساهمة شركات رأس المال المخاطر في رأسمال المؤسسات المستهدفة تتجاوز في حوالي 17% من المشاريع الممولة الحد الأقصى للمساهمة في رأس المال المنصوص عليه في القانون 06/11 المؤرخ في 24 يونيو 2006 والمقدر بتسعة وأربعين في المائة (49%) الأمر الذي يجعلها تقترب أكثر لكونها شركة استثمار أكثر من كونها شركة رأسمال مخاطر.

5- مدة التمويل أو المساهمة:

الملاحظ من إجابات إشارات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر هو أن مدة التمويل أو المساهمة في رأس المال تفوق في الغالب العشرة سنوات الأمر الذي فسره إشارات شركات رأس المال المخاطر بعدم توفر إمكانيات الخروج، كما لفتنا إصرار أحد الشركات على أنها لم تسجل أية حالة خروج من كافة استثماراتها ليس بسبب عدم توافر إمكانيات الخروج وإنما لعدم توفر نية الخروج أساسا.

6- مرحلة الخروج: أكثر طرق الخروج استخداما في الجزائر هي بيع الحصة إلى المقاول سواء بشكل تدريجي أو عند نهاية العقد، أما طرق الخروج الأخرى فدرجة استخدامها ضعيفة جدا وتكاد تكون منعدمة الأمر الذي يؤكد غياب ميكانيزمات الخروج.

7- مستوى الطلب على رأس المال المخاطر حسب القطاعات الاقتصادية: يرتبط نشاط رأس المال المخاطر بشكل أساسي بعامل المخاطرة الأمر الذي يجعل من هذا التمويل يركز على القطاعات الحساسة ذات التكنولوجيا العالية التي تتميز بارتفاع مستوى المخاطرة، إلا أن أكثر القطاعات طلبا للتمويل برأس المال المخاطر في الجزائر هي قطاع السياحة، قطاع الصناعة وقطاع الصحة مع انخفاض كبير في مستوى الطلب بالنسبة للقطاعات الأخرى حيث يتراوح بين الضعيف والضعيف جدا ويندرج ضمن ذلك حتى قطاع الصناعات ذات التكنولوجيا المرتفعة والذي يعتبر من أهم القطاعات التي يمولها رأس المال المخاطر على المستوى العالمي.

4. خاتمة

على ضوء ما تقدم نستخلص أن شركات رأس المال المخاطر في تبتعد بل وتخالف إلى حد كبير المبادئ والأسس المؤطرة لفكر رأس المال المخاطر، وعليه من هنا نستطيع تأكيد وقبول فرضية الدراسة والتي تنص على أن: شركات رأس المال المخاطر في الجزائر لا تمتثل للأسس والمبادئ المؤطرة لهذا النشاط. وحسب مسيري شركات رأس المال المخاطر فإن هذا الاختلال المسجل بين الأسس والمبادئ الفكرية والتطبيق العملي لهذه الصناعة في الجزائر راجع بالأساس إلى وجود العديد من العوائق والصعوبات من أهمها البيئة الاستثمارية الغير الملائمة، غياب الفرص الاستثمارية الابتكارية، غياب ثقافة المقاوله وكذا النقص الكبير المسجل في مجال البحث العلمي والتكنولوجي.

5. المراجع

- belaid, o. (2016). *finalep une expérience de capital investissement en algerie*. alger: www.ubm.org.tn/upload/pdf/su/omar-belaid.
- cherif, M. (2003). *ingenieurie financière and private équity*. paris: Revue Banque.
- cuming. (2006). *legality and venture capital exits*. amsterdam: journal corporate finance.
- gilson, b. b. (1998). *what drives venture fundraising*. new york: journal of financial economics.
- Groh, a. a. (2010). *the global venture capital and private equity country attractiveness index*. espagne: journal of corporate finance „Issue2,volume16.
- kov, d. (2002). *courts the regulation of entry quarterly*. cambridge: journal of economics.
- kov, d. (2008). *the effect of corporate taxes on investment and entrepreneurship*. cambridge: NBER working paper 13756.
- lachmann, j. (1999). *capital risque et capital investissement*. paris: éconómica.
- lerner, g. a. (1998). *what drives venture fundraising*. america: brooking paper on economie activity.
- Migginson. (2004). *toward a global model of venture capital?* amsterdam: journal of applied corporate finance.
- rigo, c. (2001). *le financement des entreprises par capital risque*. belgique: bank national de belgique, working paper n:13.
- Stephany, E. (2003). *la relation capital-risque/pme:fondement et pratiques*. Bruxelles: édition de Boeck.
- t.hilman. (2008). *financement des start-up et de l'innovation dans les PME*. enterprenarial net work development in emmanuel Noutary.
- taalba, y. (2003). *le capital risque:réalités algerienne et perspectives de développement*. alger: ESB.
- عبد الكريم قندوز. (2017). مقترحات لتفعيل دور التمويل برأس المال المخاطر بالمملكة العربية السعودية. السعودية: مجلة ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد السادس.
- محمد السبتي. (2008/2009). فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة. قسنطينة: كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري.