

رأس المال المخاطر كآلية من آليات الهندسة المالية لتمويل المشاريع الإستثمارية
- دراسة سوق رأس المال المخاطر في الجزائر -

**Venture Capital As A Mechanism Of Financial Engineering To
Finance Investment Projects - Study of the Venture Capital
- Market in Algeria**

أ. زادور كيب منير

جامعة البليدة 2 الجزائر

تاريخ الاستلام: 2019/09/17 ؛ تاريخ القبول: 2019/10/09 تاريخ النشر : 2019/12/31

ملخص

تحاول هذه الدراسة إبراز أهمية رأس المال المخاطر كآلية من آليات الهندسة المالية المستحدثة في التمويل، كون أن مشكل التمويل يبقى يعيق تطور المؤسسات المنحزة للمشاريع، حيث تمثل الإشكال المطروح في ما مدى مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الإستثمارية، من خلال تسليط الضوء على المؤسسة المالية للإستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE نموذجاً، وهذا باستعمال المنهج الوصفي وأسلوب دراسة حالة، وتوصلت الدراسة إلى أن شركة SOFINANCE بالإضافة إلى كونها تقوم بعمليات التمويل، فهي تقوم أيضاً بتقديم الإستشارة والمتابعة للمؤسسات. كما أن نشاط سوق رأس المال المخاطر في الجزائر حديث الوجود، ولا تتعدى مساهمته في التمويل نسبة ضئيلة جداً. الكلمات المفتاحية: هندسة مالية، رأس المال المخاطر، شركة رأس المال المخاطر، سوق رأس المال المخاطر، شركة مالية للإستثمار.

Abstract

This study attempts to highlight the importance of venture capital as a mechanism of financial engineering, which is innovative in financing, as the problem of financing continues to impede the development of institutions completed projects. The problem is the extent to which venture capital companies contribute to the financing of investment projects, SOFINANCE, as a model, using a descriptive approach and a case study method. The study concluded that SOFINANCE, in addition to being financing, also provides consultation and follow-up to institutions. The venture capital market activity in Algeria is recent and its contribution to financing is very small.

Keywords : Financial Engineering, Venture Capital, Venture Capital Company, Venture Capital Market, Financial Investment Company.

Résumé :

Cette étude tente de souligner l'importance du capital-risque en tant que mécanisme d'ingénierie financière innovant au financement, le problème du financement continuant d'empêcher le développement des projets achevés par les entreprises. Le problème est de savoir dans quelle mesure les sociétés de capital-risque contribuent au financement des projets d'investissement, SOFINANCE, en

tant que modèle, en utilisant une approche descriptive et une méthode d'études de cas. L'étude a conclu que SOFINANCE, en plus de ses financements, fournit également des consultations et suivi aux entreprises. L'activité du marché du capital-risque en Algérie est récente et sa contribution au financement est très faible.

Mots-clés : Ingénierie financière, Capital-risque, Société de capital-risque, Marché du capital-risque, Société financière d'investissement.

1. مقدمة

توجه الاقتصاد العالمي بفضل العولمة وما يرافقها من تطورات إلى تحرير التجارة وفتح الأسواق، محولاً بذلك العالم إلى سوق عالمية واحدة، حاملاً في طياته مرحلة هامة اعتبرت بها المشاريع الإستثمارية مركز سياسة التحوّل نحو ما يعرف باقتصاد السوق، فأصبحت بذلك طريق جديد ومهم لأجل تحقيق تنمية اقتصادية. ولذلك أولت دول كثيرة لهذه المشاريع اهتماماً متزايداً، وقدمت لها العون والمساعدة بمختلف السبل ووفقاً للإمكانيات المتاحة، خاصة في جانب التمويل الذي يعد مهماً كثيراً لها والذي يلاحظ فيه عموماً قصور الآليات والصيغ التمويلية المتاحة أمام المشاريع الإستثمارية التي تنجزها المؤسسات بمختلف أشكالها، الأمر الذي يستدعي ضرورة العمل على إدخال صيغ جديدة للتمويل تستفيد من تجارب الدول المتطورة في هذا، ولعل من نتائج التطور المستمر للوسائل التمويلية، ظهور نمط تمويلي جديد يختلف عن الطرق التمويلية التقليدية (البورصة، والقروض البنكية،...)، من حيث نظرته للمخاطرة المالية، لهذا سمي برأس المال المخاطر أو المغامر. حيث ينظر الكثير من الباحثين في قضايا المال والاستثمار إلى رأس المال المخاطر كأحد أهم آليات الهندسة المالية التي استطاع الفكر الاستثماري المالي ابتكارها إلى الآن.

وتماشياً مع هذا الطرح، اهتمت الجزائر بالمؤسسات التي تقوم بإنجاز المشاريع الإستثمارية وأقدمت على تشجيعها وتمويلها ودعمها بكافة الطرق الممكنة، من خلال إصدار القانون 06-11 المتعلق بشركات الرأسمال الإستثماري التي تتدخل على مراحل في تمويل المشاريع الناشئة بدءاً برأس المال المخاطر الذي يهتم بالمراحل الأولى لإنطلاق نشاط المؤسسة وهو موضوع هذه الدراسة.

● الإشكالية

على ضوء المعطيات السابقة، تبلورت معالم إشكالية البحث التي يمكن صياغتها على النحو التالي: ما مدى مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الإستثمارية بالجزائر؟

● الفرضيات

وكمنطلق للدراسة والبحث ارتكزنا على الفرضيات التالية للوصول إلى الجواب على الإشكالية وهي:

- تساعد آلية رأس المال المخاطر على توفير الهيكلة المالية اللازمة للمؤسسات المنجزة للمشاريع الإستثمارية؛

- يساهم سوق رأس المال المخاطر في الجزائر بشكل كبير في تمويل المشاريع الإستثمارية الناشئة؛

- يكمن دور الشركة المالية للإستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE في توفير التمويل الضروري لتحسين الوضعية المالية للمؤسسات المنجزة للمشاريع الإستثمارية.

● أهداف البحث

يمكن عرض أهم أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- إبراز أهمية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الإستثمارية؛
- التعرف على واقع سوق رأس المال المخاطر بالجزائر؛
- التعرف على كيفية تمويل المؤسسات من خلال استخدام رأس المال المخاطر ومدى مساهمته وفعالته.

• منهج البحث

من أجل اختبار الفرضيات المطروحة والإحاطة بكل جوانب الموضوع استخدمنا المنهج الوصفي، بالإضافة إلى استعمال أسلوب دراسة حالة لتبيان واقع سوق رأس المال المخاطر في الجزائر وكذا إظهار مدى مساهمة الشركة المالية للإستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE في توفير التمويل للمؤسسات.

1.1.1. الأهمية التمويلية للهندسة المالية

تعد الهندسة المالية عملية تطويرية انطلاقا من الدور الذي تؤديه في تنشيط الأسواق المالية العالمية، وكذا الأثر الذي أحدثته في التفكير الإستراتيجي التمويلي للمؤسسات.

1.1.1.1. مفهوم الهندسة المالية

تُعرف الهندسة المالية بأنها "التصميم والتطوير لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل" (D.Finnerty, 1988, p. 14). أو بصيغة أخرى فإنّ " الهندسة المالية هي عملية خلق منتجات مالية جديدة، ويشار إليها أحيانا بالهندسة المالية وهو الابتكار الذي أدى إلى تحسين فرص إدارة المخاطر" (M.Chance & Brooks, 2010, p. 04).

أمّا من وجهة نظر الأسواق المالية فإنّ مصطلح الهندسة المالية يُستعمل لوصف تحليل البيانات المحصّلة من السوق المالية بطريقة علمية. يأخذ مثل هذا التحليل عادة شكل الخوارزميات الرياضية أو النماذج المالية. وتستخدم الهندسة المالية كثيرا في السوق المالية (مع إجراء تعديلات عليها)، خاصة في تجارة العملات، تسعير الخيارات وأسهم المستقبلات. ويسمح استعمال أدوات وتقنيات الهندسة المالية للمهندسين الماليين من فهم أفضل للسوق المالية، وبالتالي فهم أفضل من طرف المتعاملين. ويعتبر هذا مهما جدا بالنسبة للمتعاملين لأنّ دقّة المعلومات وسرعتها أساسية في اتخاذ القرارات. (فندوز، 2008، صفحة 28)

2.1.1. أهداف الهندسة المالية

هي تسعى إلى ابتكار أدوات مالية جديدة، وابتكار آليات تمويلية جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشروعات معيّنة تلائم الظروف المحيطة بالعمل، ولا بدّ أن تكون هذه الابتكارات متميّزة إلى درجة تحقيق مستوى أفضل من الكفاءة والفعالية، بشكل يحقق ما لا تستطيع الأدوات السائدة تحقيقه. (بن يوسف، 2013، صفحة 05)

كما أنها تهدف أيضا لضمان قدرة تنافسية أكبر للمؤسسات، وتنويع مصادر الربحية لها، وتقليل مخاطر الإستثمار بتنويع صيغه وقطاعاته، وتجنب تقادم المنتجات الحالية للمحافظة على النمو، فلكل منتج دورة حياة يتوقف الطلب عليه عند نقطة معيّنة وزمن معيّن. (بن يوسف، 2013، صفحة 05)

3.1.1. منتجات الهندسة المالية

إنّ ما يميّز أيّ صناعة هو منتجاتها لأنّ مزايا هذه المنتجات والحاجة إليها هي التي تُحدّد الطلب عليها وتضمن استدامتها، مما جعل الإبتكارات المالية ضرورة مُلحّة في البنوك والأسواق المالية. ومن أهم منتجات وآليات الهندسة المالية نجد: المشتقات المالية بمختلف أنواعها (عقود الخيار، العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود المبادلات)، إتفاقية إعادة الشراء، اليورودولار، التوريق، شهادات الإيداع الدولية، مستحدثات الأسهم العادية والممتازة، مستحدثات السندات، الشراء الهامشي، البيع على المكشوف، إدارة الأصول والخصوم، الشركات القابضة، التمويل المصغر، عقود البوت، رأس المال المخاطر...إلخ.

2.1. التمويل برأس المال المخاطر

نظرا للحاجة إلى تمويل المشاريع الإستثمارية، إستدعى هذا الأمر ضرورة العمل على إدخال صيغ جديدة للتمويل تختلف عن الطرق التمويلية التقليدية، نذكر منها رأس المال المخاطر أو المغامر أو الجريء.

1.2.1. مفهوم الرأس المال الإستثماري:

يلاحظ كل متفحص في الأدبيات التي تناولت موضوع رأس المال المخاطر، أنه لا يوجد تعريف موحد لهذا النمط التمويلي. حيث تختلف التسميات الرسمية من دولة لأخرى، بل ومن كاتب لآخر، وإن تشابهت التسميات أو تطابقت في بعض الأحيان فإن الإختلاف يكون في تحديد مجالات ومراحل التدخل، فعلى سبيل المثال يقول الفرنسي Gilles MOUGENOT: "إننا نستعمل دون تمييز عبارتي رأس المال المخاطر Capital Risque (ترجمة المصطلح الإنجليزي Venture Capital) والرأس المال الإستثماري. الرأس المال الإستثماري عادة ما يستعمل كمرادف للمفهوم الأنجلوسكسوني "حصص خاصة" Privat Equity، لكن غياب الدقة في تحديد هذا المفهوم أدى إلى إختلاف وعدم تجانس التعريفات التي تقدمها وتبناها مختلف المؤسسات الرسمية، المهنية وحتى العلمية. (سبتي، 2009/2008، صفحة 19)

2.2.1. مفهوم رأس المال المخاطر:

يعتبر رأس المال المخاطر أول أشكال الرأسمال الإستثماري ظهورا، وهو تمويل يتدخل في المراحل المبكرة من حياة المنشأة، وحتى قبل انطلاقتها.

1.2.2.1. تعريف رأس المال المخاطر:

يعرف رأس المال المخاطر بأنه "هو تمويل المشاريع الإستثمارية لكل من المؤسسات الصغيرة والحديثة،

في

مرحلة ما بعد الإنشاء، من خلال المساهمة برأس المال، وتقديم الخبرة والمشورة لتسيير هذه المؤسسات"، ويتميّز رأس المال المخاطر بثلاث خصائص تتمثل في المساهمة برأس المال، متابعة الإستثمارات لمدة طويلة والتدخل النشط والمستمر في تسيير المؤسسة. (Lim & Saunders, 1990, p. 14)

كما يمكن تعريفه بأنه "استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، وهو مرتبط بمراحل الإستثمار في المؤسسة" (Thompson, 2008, p. 12)، "يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لإستغلال الفرص المتاحة في السوق لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد" (Durrani & Boocock, 2006, p. 36)، "وتعد مؤسسات رأس المال المخاطر وسيطا بين مصادر التمويل (في الغالب

مستثمرون مؤسساتيون) وشركات المقاوله التي تتميز بالنمو السريع والتكنولوجيا العاليه" (J.Cumming & A.Johan, 2014, p. 03).

1.2.2.2. تعريف رأس المال المخاطر حسب القانون الجزائري:

يعرف المشرع الجزائري في القانون رقم: 06-11 الصادر بتاريخ: 2006/06/24 شركات رأس المال الإستثماري بأنها: "الشركات التي تهدف للمشاركة في رأسمال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة" (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية، 2006، صفحة 04).

1.2.3. دواعي اللجوء للتمويل بواسطة رأسمال المخاطر:

كثيرا ما تضطر المؤسسات إلى الإستعانة بمصادر تمويل خارجية لتوفير احتياجاتها من رؤوس الأموال بسبب ضعف قدرتها على التمويل الذاتي، إذ تكاد البنوك أن تكون الملجأ الوحيد حيث تمثل تكلفة القروض إلى جانب التكاليف المرتبطة بإنشاء المشروع من مصاريف التسجيل وأعباء الدراسات من أكبر العوائق أمام هذه المؤسسات، وبالتالي محمدا حاسما لقرار الإستثمار لديها، حيث تبين الإحصائيات أن أغلب هذه المشروعات الإستثمارية يكون مآلها الفشل نتيجة عجزها عن تسديد أصل الدين بالإضافة إلى الفوائد المتركمة عنها. ومن هنا وجب البحث عن آليات تمويلية لا يتوقف دورها عند حد تقديم التمويل بل تتجاوزه لأن يكون الممول فيها بمثابة شريك حقيقي في المشروع، كما أن أعباء التمويل وأخطار الإستثمار تكون موزعة بينهما حسب نسبة متفق عليها. (عبدش، 2014/2013، صفحة 10)

1.2.4. أثر رأس المال المخاطر على الإقتصاد الكلي

يؤدي رأس المال المخاطر دورا مهما في تكوين الصناعات الجديدة، كما أن إمكانية إخفاق المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر صغيرة، إذا ما قورنت بالمؤسسات الممولة تقليديا، إضافة إلى تأثيره المضاعف الذي يؤدي إلى رفع عدد المؤسسات الجديدة المكونة وحتى صناعات بأكملها، مما يؤدي إلى تكوين إقتصاد مرن يتيح فرص استثمار جذابة وواعدة للمستثمرين من أجل إنشاء مؤسسات جديدة والتي بدورها تؤدي إلى زيادة الطلب على رأس المال المخاطر (Durrani & Boocock, 2006, p. 47). كما يساهم رأس المال المخاطر في النمو الإقتصادي من خلال قناتين رئيسيتين، تتمثل الأولى في إدخال منتجات وعمليات جديدة على السوق، أما القناة الثانية فتتمثل في تحسين القدرة على تحصيل المعرفة وتطويرها من خلال مؤسسات بحث عمومية أو خاصة (Romain & van Pottelsberghe, 2004, p. 14).

وقد بينت العديد من الدراسات أثر رأس المال المخاطر على الإقتصاد الكلي، والتي يمكن إجمالها في مجموعتين تتمثلان في: المجموعة الأولى تضم دراسات خاصة حول مواضيع محددة كالإبداع وتوفير فرص العمل، أما المجموعة الثانية فتضم الدراسات التي تركز على تأثير المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر على الإقتصاد ككل. وقد أثبتت مجموعة الدراسات الإحصائية الأولى أن هناك ارتباطا إيجابيا قويا بين رأس المال المخاطر والإبداع، إذ أخذت معظم هذه الدراسات بعين الإعتبار عدد براءات الإختراع 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. (Alemany & Marti, March 2005, p. 03)

3.1. دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل الإستثمارات

تعتبر شركات رأس المال المخاطر في الإقتصاديات الحديثة من أهم وسائل الدعم المالي للمشروعات الجديدة.

1.3.1. تعريف شركات رأس المال المخاطر

تتميز شركات رأس المال المخاطر بقدرات وكفاءات عالية في التعامل مع المخاطر التي يمكن أن تواجهها المؤسسات، وذلك بأسلوب سليم وسريع نظرا لخبرتها وإمكانياتها الواسعة على اعتبار أنها متخصصة في مجال التمويل الذي يختلف عن التمويل التقليدي حيث لا تكمن أهمية هذه الشركات في جلب رؤوس الأموال اللازمة لتمويل

المشروعات فقط وإنما تقدم لها مساعدات غير مالية كالإدارة والتسيير أيضا. (عبدش، 2013/2014، صفحة 08)

2.3.1. أهم الأدوات المالية المستعملة من قبل شركات رأس المال المخاطر

إن شركات رأس المال المخاطر تستخدم آليات وأدوات مالية وهذا من أجل الإحتفاظ بالأغلبية في رأسمال المؤسسة الممولة من طرفها، ويمكن تلخيصها كما يلي:

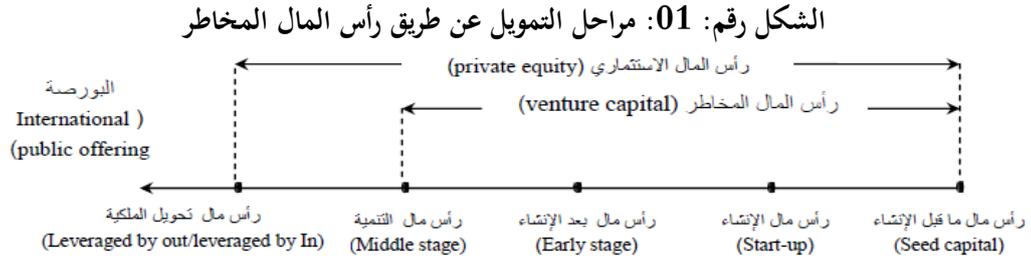
1.2.3.1. الإكتتاب في رأسمال المؤسسة: وهي الطريقة التقليدية والمتعارف عليها لدى هذا القطاع المالي ويكون عن طريق الإكتتاب في أسهم المؤسسة صاحبة المشروع لتمويلها والتي تكون متاحة حسب القوانين التجارية السارية المفعول أو حسب القوانين المنظمة لعملها داخل دولة مقر المؤسسة. (أيدروج، 2015، صفحة 110)

2.2.3.1. الأدوات المالية الأخرى: وهي في غاية الأهمية لها وهذا حتى تحافظ على معيار الأقلية في رأسمال المؤسسة الممولة ولكنها تمنحها مزايا مالية كزيادة المراقبة على هذه المؤسسات وهي: التسيقات في الحساب الجاري للمساهمين، السندات العادية أو القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، حقوق الإكتتاب في الأسهم، قروض المشاركة. (أيدروج، 2015، الصفحات 110-111)

3.3.1. تصنيف مؤسسات رأس المال المخاطر:

تستثمر بعض رؤوس الأموال المخاطرة في مؤسسات من كافة الأحجام والقطاعات، لكن أغلب مؤسسات رأس المال المخاطر تستثمر فقط في مؤسسات ضمن مراحل وقطاعات خاصة. وعليه، يمكن تصنيف مؤسسات رأس المال المخاطر حسب مراحل حياة المؤسسة التي تستهدفها كما هو موضح في الشكل رقم: 01، فيأتي أولا رأس مال ما قبل الإنشاء لتغطية نفقات البحث وتطوير المنتج وإجراء التجارب عليه، فهو يهتم بالمؤسسات الجديدة التي تنشط في مجال البحث والتطوير، يليه رأس مال الإنشاء ثم رأس مال بعد الإنشاء هو الأكثر انتشارا، وأخيرا رأس مال التنمية، الذي يهتم بتمويل المؤسسات التي تملك منتجات في

السوق وتعرف مرحلة نمو سريع، إذ يصبح هنا الخطر تجاريا وحجم المبالغ المستثمرة أكبر. (براق و بن زاوي، 18-19 أبريل 2012، الصفحات 03-04)



المصدر: (براق و بن زاوي، 18-19 أبريل 2012، صفحة 04)

4.3.1. خروج مؤسسات رأس المال المخاطر من الإستثمار

بالتركيز على مؤسسات رأس المال المخاطر يلاحظ أنها تمنح أهمية كبيرة لفترة الإستثمار، كونها تهتم بتمويل المؤسسات حتى تصل إلى مستويات معينة من النمو، ثم تقوم بالخروج منها فاتحة المجال أمام مستثمرين آخرين.

1.4.3.1. أهمية عملية الخروج من الإستثمار:

يمثل رأس المال المخاطر استثمارات تتميز بدرجة سيولة منخفضة لا يمكن بيعها بسهولة وبسرعة كالأوراق المالية في البورصة، وهو يركز على الإستثمار في المؤسسات التي هي في مرحلة الإنشاء أو بعد الإنشاء، وتتراوح مدة استثماره بين سبع وعشر سنوات، وتمثل عملية الخروج من الإستثمار الناجحة عنصر جذب للمستثمرين من خلال العائدات المرتفعة من جهة، كما أنها تسمح برفع رأس المال بالنسبة لمؤسسة رأس المال المخاطر من جهة أخرى. (Povaly, 2007, p. 117)

2.4.3.1. طرق الخروج من الإستثمار:

توجد خمس طرق رئيسية للخروج من التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، الطريقة الأولى تتمثل في العرض العام على الجمهور (IPOs: Initial Public Offerings)، بحيث تدخل المؤسسة المستثمرة البورصة للمرة الأولى، الطريقة الثانية تكون عن طريق البيع من خلالها يتم شراء المؤسسة من طرف مؤسسات كبرى، ويقوم كل من المستثمر وشركة رأس المال المخاطر ببيع حصته في المؤسسة. الطريقة الثالثة تكون عن طريق البيع الثانوي، أي أن شركة رأس المال المخاطر تبيع حصتها في المؤسسة المستثمرة لشركة رأس مال مخاطر أخرى أو لمؤسسة أخرى، في حين يحتفظ المستثمر بحصته فيها. الطريقة الرابعة هي إعادة الشراء، بحيث يقوم المستثمر بشراء حصة شركة رأس المال المخاطر في المؤسسة. في حين تتمثل الطريقة الخامسة في التصفية، أين يخرج المستثمرون بعائدات صغيرة أو معدومة. (Cumming, Fleming, & Schwienbacher, June 2004, p. 05)

4.1. واقع سوق رأس المال المخاطر بالجزائر

نتطرق في هذا المحور لواقع سوق رأس المخاطر بالجزائر، من حيث التنظيم وكيفية نشاط مؤسسات رأس المخاطر ومدى مساهمة شركة SOFINANCE في تمويل المشاريع الإستثمارية بالجزائر.

1.4.1. تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر

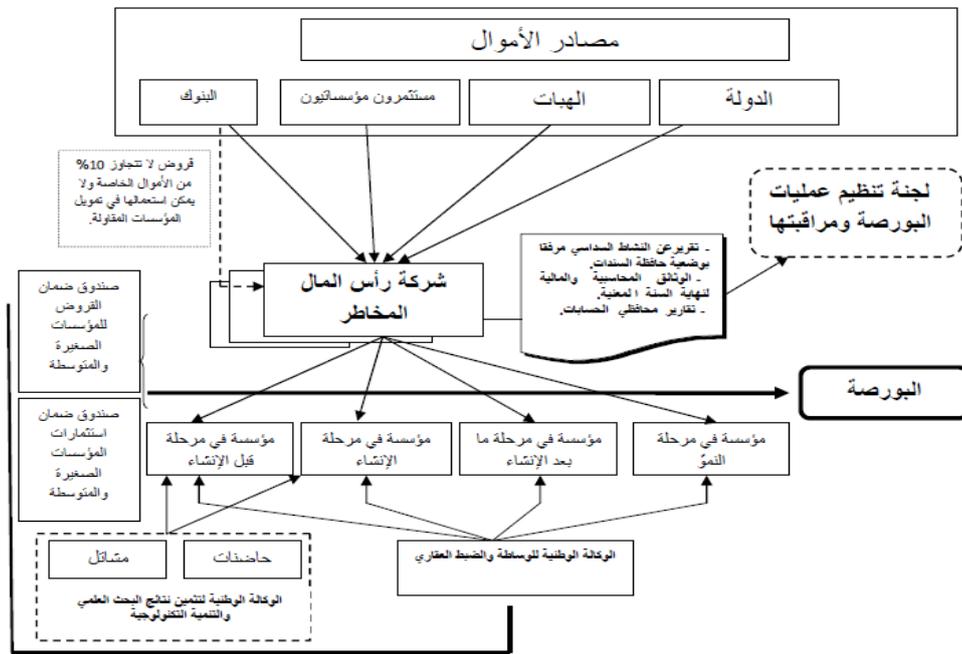
ظهر رأس المال المخاطر بالجزائر في سنة 1991، وهذا من خلال إعطاء الموافقة من طرف مجلس النقد والقرض للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة **FINALEP** كمؤسسة مالية متخصصة في التمويل عن طريق رأس المال الإستثماري بتاريخ: 1991/02/24، غير أن النشاط الفعلي لها بدأ سنة 1995. وبعدها تم أيضا إنشاء مؤسسة أخرى هي الشركة المالية للإستثمار **SOFINANCE**. وفي سنة 2009 تم محاولة بث الحيوية والنشاط في هذا السوق من خلال إنشاء الحكومة لـ **48 صندوق إستثمار** يخص جميع الولايات.

يبين الشكل رقم: 02 التنظيم العام لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر، ويوضح مختلف المؤسسات،

الهيكل

والهيئات المتدخلة فيه.

الشكل رقم: 02: تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر



المؤسسات والهيكل المساعدة

المصدر: (براق و بن زاوي، 18-19 أبريل 2012، صفحة 08)

2.4.1. كيفية عمل مؤسسات رأس مال الإستثمار (المخاطر) في الجزائر:

رأس مال الإستثمار هو أسلوب تمويل من خلال إمتلاك مساهمات قليلة ومؤقتة في رأسمال مؤسسة ما، وهو يأخذ عدة أشكال منها: تخاطر مؤسسة رأس المال لتمويل المؤسسة، رأس المال التطوير موجه لتطوير المؤسسة. (وزارة الصناعة والمناجم، 2018)

يساعد تدخل مؤسسة رأس مال الإستثمار على تعزيز الصناديق الخاصة للمؤسسة الممولة، وتحسين قدرات الاقتراض من البنوك. الميزة التي يوفرها رأس مال الاستثمار بالنسبة لشباب صاحب مشروع هي أن يكون لديه شريك مالي يوفر له أيضا الخبرة ومهارات التسيير. وتتم عملية تدخل مؤسسة رأس مال الإستثمار "دون

أخذ ضمانات حقيقية أو شخصية"، وبالتالي "تشارك في الأرباح والخسائر حسب مساهمتها". حيث يحدد القانون في الجزائر نسبة مساهمة مؤسسة رأس المال الإستثمار بـ 49% على أقصى حد في رأسمال المؤسسة ومدة المساهمة تتراوح ما بين 5 و7 سنوات. (وزارة الصناعة والمناجم، 2018)

هناك ستة مؤسسات رأس المال الخطر عملياتية أو في طور الإنشاء. كلها فروع تابعة لبنوك عمومية؛

بنك

التنمية الريفية، البنك الوطني الجزائري، بنك الجزائر الخارجي، البنك الجزائري للتنمية، بنك التنمية المحلية والقرض الشعبي الجزائري. الإجراء الذي يجب أن يتبعه أصحاب المشاريع للحصول على التمويل هو نفسه عند خلق مؤسسة، توسيع النشاط أو استرجاع شركة. يمكن لأصحاب المشاريع اللجوء إلى واحدة من هذه الشركات الاستثمارية للمساهمة في رأسمال المؤسسة المراد خلقها. (وزارة الصناعة والمناجم، 2018)

3.4.1. صناديق الاستثمار الولائية (مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر):

تطبيقاً لأحكام المادة 100 من الأمر المتعلق بقانون المالية التكميلي لسنة 2009، أنشأت الحكومة 48 صندوق استثمار يخص جميع الولايات حيث أوكلت إدارتهم لصالح حساب الدولة، وبموجب الاتفاقات الموقعة مع وزارة المالية تم تعيين ثلاثة (3) شركات رأس المال الإستثمار وفرعين للبنكين في طور الإنشاء (الوكالة الوطنية لتطوير الإستثمار، 2017). حيث أن هذه الصناديق تمارس نشاط رأس المال المخاطر.

الجدول رقم: 1: التعريف الجغرافي لشركات الإستثمار (مؤسسات رأس المال المخاطر)

الجزائر إستثمار EL DJAZAIR ISTITHMAR	الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة FINALEP	المؤسسة المالية للإستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE	فرع البنك الوطني الجزائري Filiale BNA	فرع البنك الخارجي الجزائري Filiale BEA
الجزائر	باتنة	البيض	بشار	برج بوعريريج
عنابة	بجاية	سطيف	بومرداس	الشلف
بسكرة	البليدة	سيدي بلعباس	البويرة	غرداية
قسنطينة	وهران	سكيكدة	ورقلة	المسيلة
خنشلة	أم البواقي	تيزابزة	معسكر	سعيدة
تلمسان	تيارت	تيزي وزو	تمنراست	غليزان
سوق أهراس	عين الدفلى	الجلفة	تندوف	تيسمسيلت
الواد	ميلة	أدرار	إليزي	الطارف
جيجل		عين تموشنت		
النعامة		مستغانم		
قالمة				

المصدر: (الوكالة الوطنية لتطوير الإستثمار، 2017)

الجدول رقم: 01 يبين التوزيع الجغرافي لشركات رأس المال المخاطر بالجزائر، والملاحظ من خلاله إنتشار مؤسسة الجزائر استثمار في 12 ولاية تليها شركة SOFINANCE في 10 ولايات.

4.4.1. مساهمة الشركة المالية للإستثمار SOFINANCE في تمويل المشاريع الإستثمارية بالجزائر:

الشركة المالية للإستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE هي مؤسسة مالية عمومية معتمدة من قبل بنك الجزائر في: 2001/01/09، ويبلغ رأسمالها 10.000.000.000 دج. تم إنشائها بمبادرة من المجلس الوطني لمشاركات الدولة (CNPE) مع دعم المهام الرئيسية في تحديث أداء الإنتاج الوطنية وتطوير منتجات مالية جديدة. (Société Financière d'Investissements de Participations et de Placement, 2019)

يشمل غرض الشركة جميع الأعمال التي طورها البنك العالمي باستثناء ودائع العملاء وإدارة وسائل الدفع، حيث يغطي نطاقها الأنشطة المالية التالية: التمويل التأجيري، المساهمة في رأس المال، الإلتزام من خلال التوقيع والقروض الكلاسيكية، المشورة والمساعدة للشركات. (Société Financière d'Investissements de Participations et de Placement, 2019)

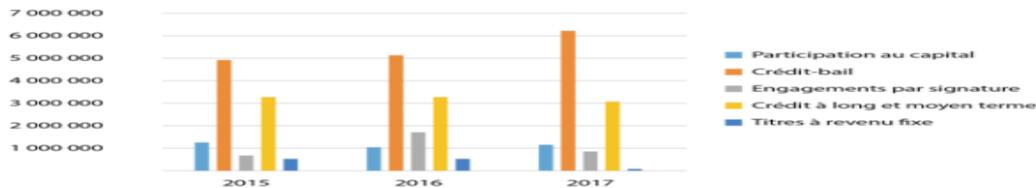
الجدول رقم: 2: مساهمة شركة SOFINANCE في تمويل المشاريع الإستثمارية بالجزائر (الوحدة: 10³ دج)

2017	2016	2015	2014	نوع المساهمة
1.163.937	1.047.000	1.245.600	1.195.626	المساهمة في رأس المال
6.250.598	5.138.000	4.933.000	4.182.943	التمويل التأجيري
827.966	1.608.000	672.000	575.000	الإلتزام من خلال التوقيع
3.077.998	2.845.000	3.292.000	2.859.000	قروض قصيرة وطويلة الأجل
50.000	50.000	500.000	500.000	الأوراق المالية ذات الدخل الثابت

Source: (Société Financière d'Investissements de Participations et de Placement, 2019)

الشكل رقم: 03: مساهمة شركة SOFINANCE في تمويل المشاريع الإستثمارية بالجزائر

(الوحدة: 10³ دج)



Source: (Société Financière d'Investissements de Participations et de Placement, 2019)

الجدول رقم: 2 والشكل رقم: 03 يوضحان مدى مساهمة الشركة المالية للإستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE في تمويل المشاريع الإستثمارية بالجزائر.

فمن خلال الجدول والشكل البياني نلاحظ بأن شركة SOFINANCE تساهم بنسبة كبيرة في تمويل المشاريع الإستثمارية من خلال صيغة التمويل التأجيري وهي في ارتفاع مستمر حيث بلغت قيمة التمويل بهذه الصيغة سنة 2017 ما قيمته 6.250.598.000 دج، يليها التمويل من خلال صيغة القروض القصيرة والطويلة الأجل التي بلغت أعلى قيمة لها سنة 2015 بـ 3.292.000.000 دج، لتأتي بعدها بقية الصيغ الأخرى وهي التمويل من خلال المساهمة في رأس المال (أعلى قيمة له سنة 2015 بـ 1.608.000.000 دج)، الإلتزام من خلال التوقيع (أعلى قيمة له سنة 2016 بـ 1.245.600.000 دج) ثم التمويل من خلال الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (أعلى قيمة له خلال سنتي 2014 و 2015 بـ 500.000.000 دج).

2. الطريقة والأدوات

من خلال هذه الدراسة حاولنا التعريف بآلية رأس المال المخاطر والتي تعتبر إحدى ابتكارات الهندسة المالية وكذا مدى مساهمتها في تمويل المشاريع الإستثمارية، وهذا بالتطرق إلى واقع سوق رأس المال المخاطر في الجزائر ودوره التمويلي، مع تسليط الضوء على المؤسسة المالية للإستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE كنموذج.

أما الأدوات التي تمّ الإعتماد عليها في هذه الدراسة لإثراء الجانبين النظري والتطبيقي فتنوعت بين: الكتب (العربية - الإنجليزية) - رسائل - مجلات - مؤتمرات وملتقيات - مواقع إلكترونية - جرائد رسمية.

3. النتائج ومناقشتها

لقد تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

• نتائج اختبار فرضيات الدراسة

- يتميز أسلوب التمويل برأس المال المخاطر بكونه يسعى لتمويل المشاريع الإستثمارية من خلال توفير احتياجاتها من رؤوس الأموال بسبب ضعف قدرة المؤسسات المنجزة لهذه المشاريع على التمويل الذاتي. وهو ما يؤكد صحة الفرضية الأولى.

- يعتبر سوق رأس المال المخاطر في الجزائر حديث النشأة، ومازال الكثير مما يجب عمله من أجل النهوض بهذه الصناعة الرائدة حتى تتمكن من لعب الدور المنتظر منها في الاقتصاد الوطني. كما أن مساهمته في التمويل لا تتعدى إلا نسبة ضئيلة جدا. وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية الثانية.

- لا يقتصر دور الشركة المالية للإستثمار SOFINANCE في الدعم المالي للمشاريع الإستثمارية فحسب، بل تشارك أيضا في تحمل المخاطر الناجمة عن نشاط المؤسسات. وهذا ما يثبت عدم صحة الفرضية الثالثة.

• النتائج العامة للدراسة

من بين النتائج التي توصلت إليها الدراسة ما يلي:

- لم تحقق آلية رأس المال المخاطر في الجزائر النتائج المرجوة منها نظرا لحدثة التجربة وتواضعها؛

- انعدام المحيط المحفز والملائم لتطبيق آلية رأس المال المخاطر بالجزائر؛
- لا يقتصر دور الشركة المالية للإستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE في الدعم المالي للمشاريع الإستثمارية فحسب، بل تشارك أيضا في تحمل المخاطر الناجمة عن المؤسسة.

4. الخلاصة

يتضح من خلال هذه الدراسة أن رأس المال المخاطر يعتبر أهم آلية تمويلية استحدثتها الهندسة المالية تتناسب

وطبيعة هذه الفترة التي تمتاز بالتغيرات التكنولوجية السريعة والمنافسة، فالتمويل التقليدي أضحي غير قادر على تلبية حاجات المؤسسات بسبب قلة الضمانات؛ أما عن فعاليته بصفة عامة فقد ثبت أنه جد فعال. كما يعتبر سوق رأس المال المخاطر في الجزائر حديث النشأة، غير أن مساهمته في التمويل لا تتعدى إلا نسبة ضئيلة جدا، وهو ما أوضحته الإحصائيات المتعلقة بالشركة المالية للإستثمار التي اختيرت كنموذج.

• التوصيات والإقتراحات

- بناء على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، هناك مجموعة من الإقتراحات والتوصيات وهي كما يلي:
- ضرورة دعم أساليب التمويل التي تقوم بها مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر؛
- ضرورة تفعيل دور المؤسسة المالية للإستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE باعتبارها مؤسسة لرأس المال المخاطر، لتلعب الدور الإستراتيجي لها في الجزائر، وذلك بتوفير مناخ استثماري ملائم اقتصاديا وسياسيا؛

- تشجيع إنشاء شركات رأس المال المخاطر وطنية كانت أو أجنبية؛

• آفاق الدراسة

- ومن خلال ما سبق يمكن اقتراح مجموعة المواضيع التي تحتاج إلى الدراسة وتمثل في:
- عوامل النهوض بشركات رأس المال المخاطر في الجزائر.
- دور شركات رأس المال المخاطر في تنشيط السوق المالي الجزائري.
- أثر رأس المال المخاطر على الهيكل التمويلي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر.

5. المراجع

✓ المراجع باللغة العربية

الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية. (25 جوان، 2006). المادة 02 من القانون رقم: 06-11 المؤرخ في: 24 جوان 2006 المتعلق بشركة الرأسمال الإستثماري. (العدد 42)، صفحة 04.

الوكالة الوطنية لتطوير الإستثمار. (أفريل، 2017). *صناديق الإستثمار*. تاريخ الاسترداد 23 نوفمبر، 2018، من الوكالة الوطنية لتطوير الإستثمار: <http://www.andi.dz/index.php/ar/fonds-d-investissement>

جمال ايدروج. (2015). دور شركات رأس المال المخاطر في تحسين حوكمة المؤسسات الممولة. *مجلة الإحصاء والإقتصاد التطبيقي* (العدد 24)، 105-125.

سامية عبديش. (2014/2013). شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة (رسالة ماجستير). كلية الحقوق. قسنطينة: جامعة قسنطينة 1.

عبدالكريم قندوز. (2008). الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق (الإصدار الطبعة الأولى). لبنان: مؤسسة الرسالة ناشرون.

محمد براق، و محمد الشريف بن زاوي. (18-19 أبريل 2012). الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر. ملتقى وطني حول: إستراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (الصفحات 01-15). ورقة: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة قاصدي مرباح.

محمد بن يوسف. (2013). الابتكارات المالية في المصارف التقليدية والإسلامية. مجلة الدراسات المالية والمصرفية (العدد الرابع)، 05.

محمد سبتي. (2009/2008). فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة - دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة *Final ep* (رسالة ماجستير). كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. قسنطينة: جامعة منتوري.

وزارة الصناعة والمناجم. (2018). مؤسسات رأس مال الإستثمار. تاريخ الاسترداد 22 نوفمبر، 2018، من وزارة الصناعة والمناجم: <http://www.mdipi.gov.dz/?مؤسسات-رأس-مال>

✓ المراجع باللغة الأجنبية

- Aleman, L., & Marti, J. (March 2005). Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms. *EFA 2005 Moscow Meetings Paper*. Moscow.
- Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (June 2004). Legality and Venture Capital Exits. *CAFR Symposium*, (pp. 01-37). Hong Kong.
- D.Finnerty, J. (1988). *Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview*. United States of America: Financial Management Association International and Wiley-Blackwell publishing.
- Durrani, M., & Boocock, G. (2006). *Venture Capital : Islamic Finance and SMEs – Valuation, Structuring and Monitoring Practices in India*. United States of America: Palgrave Macmillan.
- J.Cumming, D., & A.Johan, S. (2014). *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective* (éd. Second). United States of America: Elsevier Inc.
- Lim, J., & Saunders, A. (1990). *Initial Public Offerings: The Role of Venture Capitalists*. United States of America: The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts.
- M.Chance, D., & Brooks, R. (2010). *An Introduction to Derivatives and Risk Management* (éd. Eighth). United States of America: South –Western Cengage Learning.
- Povaly, S. (2007). *Private Equity Exits : Divestment Process Management for Leveraged Buyouts*. Berlin, Germany: Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
- Romain, A., & van Pottelsberghe, B. (2004). *The Economic Impact of Venture Capital (Discussion Paper – Series 1 – N° 18/2004)*. The Economic Research Centre. Germany: Deutsche Bundesbank.

Société Financière d'Investissements de Participations et de Placement. (2019). *Présentation de SOFINANCE*. Consulté le Juillet 21, 2019, sur SOFINANCE: <http://sofinance.dz/presentation/>

Société Financière d'Investissements de Participations et de Placement. (2019). *SOFINANCE en chiffres*. Consulté le Juillet 22, 2019, sur SOFINANCE: <http://sofinance.dz/sofinanceenchiffre/>

Thompson, R. (2008). *Real Venture Capital : Building International Businesses* (éd. Third). United States of America: Palgrave Macmillan.

✓ باللغة الإنجليزية:

➤ **In Arabic:**

1-Official Journal of the People's Democratic Republic of Algeria. (June 25, 2006). *Article 20 of Law No. 06-11 of 24 June 2006 concerning the Capital Investment Company*. (Issue 42), p 04.

2-National Agency for Investment Development. (Avril, 2017). *investment funds*. Date of redemption November 23, 2018, from the National Agency for Investment Development: <http://www.andi.dz/index.php/en/fonds-d-investissement>

3-Jamal Aidroj. (2015). *The role of venture capital companies in improving the governance of financing institutions*. Journal of Statistics and Applied Economics (No. 24), 105-125.

4-Samia Abdish. (2013/2014). *Venture capital firms have their role in creating and financing emerging projects (Magister Thesis)*. college of Law. Constantine: University of Constantine1.

5-Abdulkarim Gunduz. (2008). *Islamic Financial Engineering between Theory and Practice* (First Edition). Lebanon: The Foundation of the Message Publishers.

6-Mohammed Beraq, and Mohammed Sharif ben Zawai. (18-19 April 2012). *Accompanying structures and assistance in the venture capital market in Algeria*. National Forum on: Strategies for organizing and accompanying small and medium enterprises in Algeria (pp. 01-15). Ouargla: Faculty of Economic and Commercial Sciences and Management Sciences, University of Qasidi Marbah.

7-Mohamed Ben Youssef. (2013). *Financial innovations in conventional and Islamic banks*. Journal of Financial and Banking Studies (Issue 4), 05.

8-Mohammed Sabti. (2008/2009). *Risk Capital Effectiveness in Financing Emerging Projects – Case Study of the Algerian-European Financial Contribution to Finalep (Magister Thesis)*. Faculty of Economic Sciences and Management Sciences. Constantine: University of Mentori.

9-Ministry of Industry and Mines. (2018). *Capital investment institutions*. Date of redemption November 22, 2018, from the Ministry of Industry and Mines: [http://www.mdipi.gov.dz/-Institutions – capital](http://www.mdipi.gov.dz/-Institutions-capital)

➤ **In Foreign Language:**

1-Alemany, L., & Marti, J. (March 2005). *Unbiased Estimation of Economic Impact of Venture Capital Backed Firms. EFA 2005 Moscow Meetings Paper*. Moscow.

2-Cumming, D., Fleming, G., & Schwienbacher, A. (June 2004). *Legality and Venture Capital Exits. CAFR Symposium*, (pp. 01-37). Hong Kong.

- 3-D.Finnerty, J. (1988).** *Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview*. United States of America: Financial Management Association International and Wiley-Blackwell publishing.
- 4-Durrani, M., & Boocock, G. (2006).** *Venture Capital : Islamic Finance and SMEs – Valuation, Structuring and Monitoring Practices in India*. United States of America: Palgrave Macmillan.
- 5-J.Cumming, D., & A.Johan, S. (2014).** *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective* (éd. Second). United States of America: Elsevier Inc.
- 6-Lim, J., & Saunders, A. (1990).** *Initial Public Offerings: The Role of Venture Capitalists*. United States of America: The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts.
- 7-M.Chance, D., & Brooks, R. (2010).** *An Introduction to Derivatives and Risk Management* (éd. Eighth). United States of America: South –Western Cengage Learning.
- 8-Povaly, S. (2007).** *Private Equity Exits : Divestment Process Management for Leveraged Buyouts*. Berlin, Germany: Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
- 9-Romain, A., & van Pottelsberghe, B. (2004).** *The Economic Impact of Venture Capital (Discussion Paper – Series 1 – N° 18/2004)*. The Economic Research Centre. Germany: Deutsche Bundesbank.
- 10-Financial Company of Investments Participation and Placement. (2019).** *Presentation of SOFINANCE*. Accessed July 21, 2019, on SOFINANCE: <http://sofinance.dz/presentation/>
- 11-Financial Company of Investments Participation and Placement. (2019).** *SOFINANCE in numbers*. Accessed on July 22, 2019, on SOFINANCE: <http://sofinance.dz/sofinanceenchiffre/>
- 12-Thompson, R. (2008).** *Real Venture Capital : Building International Businesses* (éd. Third). United States of America: Palgrave Macmillan.