

واقع استثمارات شركات رأس المال المخاطر في رساميل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية خلال الفترة (1995-2016)

د. بلعابد سيف الإسلام النوي
مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية - جامعة الجزائر 3-

مستخلص:

تسلط الضوء هذه الدراسة على موضوع واقع استثمارات شركات رأس المال المخاطر في رساميل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في الاقتصاد الجزائري خلال الفترة (1995-2016)، إذ تقسم إلى محورين، أولهما يشير إلى مدخل تعريف رأس المال المخاطر، حيث يستعرض من خلاله تعريف هذه الوساطة المالية وأساس عملها، وكذا التطرق للعلاقة التي تربط بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بينما يستعرض المحور الثاني نشاط شركات رأس المال المخاطر في الاقتصاد الجزائري.

الكلمات المفتاحية: شركات رأس المال المخاطر، مؤسسات صغيرة ومتوسطة، وساطة مالية، استثمارات.

Abstract:

This study sheds light on the subject of the venture capital firms' investments in the Algerian economy during the period (1995-2016), it's divided into two axes; first one refers to the entrance to the definitions of venture capital, Where he reviews the definition of this financial intermediation and the basis of its work, As well as addressing the relationship between venture capital firms and small and medium enterprises, While the second axis reviews the activity of venture capital companies in the Algerian economy.

Keywords: Venture capital firms, Small and medium enterprises, Financial intermediation, Investments.

مقدمة:

تمتاز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بقدرة كبيرة على تحريك عجلة التنمية الاقتصادية، الأمر الذي جعلها تهيمن على النسيج المؤسساتي لكثير من الدول، وذلك بعد إدراك دورها الهام في تنشيط عمليات الابتكار وإحداث طفرات تكنولوجية في مختلف الأنشطة، وكذا مرونتها مع التغيرات الاقتصادية المستمرة، والتي تسمح لها بالتكيف مع تغيرات المحيط. إلا أنها تظل رهينة نوعية التمويل الذي تحظى به، فتوفر مصادر التمويل المختلفة لا يعني بالضرورة أمرا إيجابيا بالنسبة لها خاصة في المراحل الأولى من نشأتها، وذلك راجع لطبيعتها وخصائصها التي تميزها عن المؤسسات الكبيرة، فاعتمادها على التمويل البنكي سيعرقل تطور أدائها بفعل ارتفاع معدلات الفوائد -في حالة اقتراضها-، وأيضا إيلاء البنوك أهمية كبيرة للضمانات مقارنة بجدوى المشروع. لذي برز رأس المال المخاطر كوساطة مالية مستحدثة، من جهة بديلة ومكملة للتمويل عن طريق البنوك أو الأسواق المالية؛ ومن جهة أخرى تتماشى مع طبيعة هذه المؤسسات نظرا لعملها بمبدأ المساهمة -المحدودة زمنيا- في رساميل المؤسسات ذات الطابع الإبتكاري سواء الحديثة النشأة أو تلك المتعثرة خلال مختلف مراحل دورة حياتها، مع تركيزها على دراسة جدوى المشاريع عوض التركيز على الضمانات، وكذا تقديمها المشورة والمساعدات في تسييرها.

في منتصف القرن 20م، ظهرت هذه الوساطة المالية بصفة منظمة لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد حققت العديد من التجارب الناجحة على مستوى دول العالم، مما سمح بنمو رأس المال المخاطر على المستوى العالمي، أين وصل حجم استثمارات شركاته "خلال سنة 2016 إلى 69.1 مليار دولار أمريكي في الو.م.أ، وقدرت في الاتحاد الأوروبي بـ 53 مليار يورو من بينها 12.3 مليار يورو وظفت في فرنسا".¹

استنادا لهذه المعايينة، وفي ظل سعي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية إلى إيجاد مصادر تمويل تتجاوز الشروط المرتبطة بالمنتجات التقليدية، تظهر أهمية دراسة مدى استيعاب هذه الشركات (المقيمة وغير المقيمة) للمؤسسات الجزائرية، الأمر الذي قادنا إلى محاولة دراسة وتقييم النشاط الاستثماري لهذه الشركات الناشطة في الاقتصاد الجزائري، وهذا ما يؤدي لطرح التساؤل الرئيسي التالي:

إلى أي مدى وصلت استثمارات شركات رأس المال المخاطر في رساميل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية؟

انطلاقا من الإشكالية سالفة الذكر، وسعيا للإجابة عليها، قمنا بتفكيك الدراسة إلى قسمين، القسم الأول يختص في التعريف بماهية رأس المال المخاطر، بينما يختص القسم الثاني للجانب الميداني، أين يتم التعرف على استثمارات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

وقصد الإجابة على التساؤل الرئيسي للدراسة، ننتقل من الفرضية التالية:

✓ تتسم استثمارات شركات رأس المال المخاطر في المؤسسات الجزائرية بالمحدودية.

تهدف هذه الدراسة إلى الإجابة على الإشكالية الرئيسية من خلال اختبار الفرضية المتبناة، مما يسمح بدراسة واقع النشاط الاستثماري لشركات رأس المال المخاطر في الجزائر، كما انطلقت الدراسة وفق حدود مكانية وزمنية لم يتم تجاوزهما، إذ يمكن توضيح هذه الحدود فيما يلي:

✓ الحدود المكانية: تنحصر الحدود المكانية لهذه الدراسة في شركات رأس المال المخاطر (المقيمة وغير المقيمة) التي لديها استثمارات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر؛

✓ الحدود الزمنية: تنحصر زمنيا هذه الدراسة منذ أول تمويل برأس المال المخاطر في سنة 1995 إلى غاية سنة 2016 نظرا لما توفر من بيانات حول هذا النشاط التمويلي.

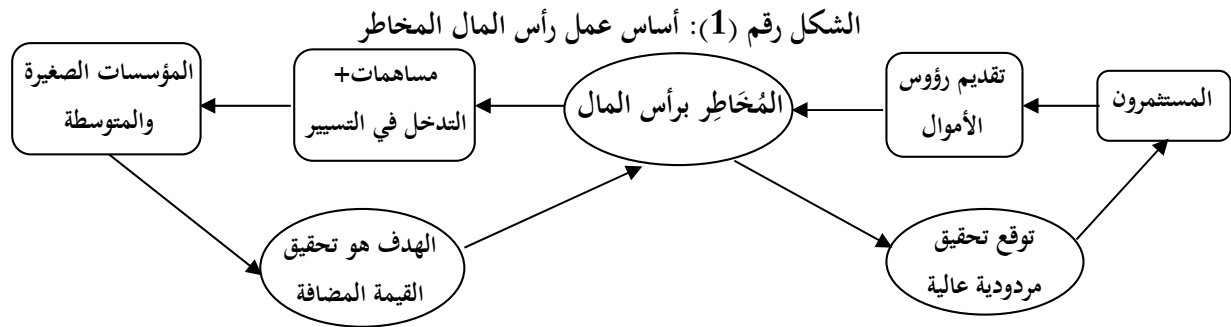
I. مدخل تعريف رأس المال المخاطر:

سنتطرق في هذا المحور لماهية رأس المال المخاطر وأساس عمل شركات وأهمية دورها، ومن ثَمَّ نخرج على العلاقة التي تربط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشركات رأس المال المخاطر، وكذا أسباب تفضيلها للتمويل عن طريق هذه الأخيرة.

1- تعريف رأس المال المخاطر وأساس عمله:

عرفته الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA)² بأنه: "كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي، لكنها لا تنطوي على يقين بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك هو مصدر المخاطر)، أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات".³ في حين اعتبرته الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل بكونه: "التمويل الذي يستهدف الابتكارات التي لديها فرص كبيرة للنجاح وفي الوقت نفسه المخاطرة فيها عالية، وبالتالي فاحتمال الخسارة كبير، وهذه المؤسسات غالبا نوعية وجديدة تعتمد الابتكار، فهي تبدأ في الجامعات أو مراكز البحث أو تكون أفكارا اكتملت لدى بعض المبتكرين، وبدأت تظهر في صورتها النهائية، ونجد أنّ نجاح كثير من المشاريع التقنية التي كان لها أثر كبير عالميا كان من خلال دعم رأس المال المخاطر".⁴ بينما أكد (Klein, 2010) بأنه يختص في تمويل المراحل المبكرة لنشأة المؤسسات، حيث يعرفه بـ "رأس المال المالي الذي يتم توفيره من قبل المتعاملين به للمؤسسات في مرحلة مبكرة من نشأتها، وتكون هذه المؤسسات تتميز بهامش نمو كبير لكن مع مخاطر عالية جدا".⁵

جدير بالذكر، أنّ رأس المال المخاطر لا يستحوذ على المخاطرة دون غيره من الأساليب التمويلية بل يكون أشد ارتباطا بالمخاطرة مقارنة بها، وذلك نظرا لكون أساس عمله يكمن في المساهمة في مؤسسات ذات معدل نمو قوي مع هامش مخاطرة مرتفع، مما ينجر عنها لمشاركة في الخسائر والأرباح مثلما يبينه الشكل الموالي:



المصدر: روية عبد السميع، حجازي إسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، يومي 17 - 18 أبريل 2006، ص 308.

من خلال الشكل رقم (1) نلاحظ أنّ إجراءات تمويل شركات رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتلخص في ثلاث مراحل رئيسية:

- ✓ المرحلة الأولى: في هذه المرحلة يركز عمل المُخاطر برأس المال⁶ على تجميع رؤوس الأموال من خلال جذب المستثمرين؛
- ✓ المرحلة الثانية: وبعد المرحلة الأولى، تأتي مرحلة إدارة ملفات الترشيح التيقتد ممن طرف المؤسسات الطالبة للتمويل، ثم يتم اختيار المؤسسات الأجدر بهذا التمويل وتحديد التوقيت المناسب وطريقة المساهمة فيها، والعمل على تطويرها من جميع الجوانب التسييرية والمالية؛
- ✓ المرحلة الثالثة: خلال هذه المرحلة، تقوم شركة رأس المال المخاطر بإعادة بيع مساهمتها للخروج من رأس مال المؤسسة الممولة (عن طريق: البورصة، الاندماج والاستحواذ، الخروج الصناعي، طرح المشروع للاكتتاب الخاص، بيعها لصاحب المؤسسة)، ثمّ تعيد استثمار الأموال المسترجعة في مؤسسات أخرى.

2- أهمية دور شركات رأس المال المخاطر:

يعتبر رأس المال المخاطر جزء لا يتجزأ من مكونات سوق رأس المال وهناك من الباحثين من اعتبره صناعة مالية في حد ذاته، حيث يحظى بأهمية كبيرة، لما تلعبه شركاته من دور فعال في عملية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فميزتها أنّها لا تمنح لهذه الأخيرة التمويل فقط بل يتعدى دورها إلى إفادتها بالخبرات وطرق التسيير الحديثة، وكل هذا عن طريق

مساهمتها في رساميل المؤسسات، مما يجعل تمويلها محفزا لهذه الأخيرة، فتسعى إلى تعظيم أرباحها بعكس أسلوب التمويل بالاستدانة المحفوف بخطر عدم السداد وخطر سعر الفائدة وإشكالية الضمانات وغيرها.

على ضوء ما سبق، يتضح لنا سبب اهتمام الولايات المتحدة الأمريكية وعدة دول على مستوى العالم بهذا الأسلوب التمويلي المعاصر، مما أدى إلى نمو استثماراته بمعدل متزايد، حيث قُدرت الاستثمارات وفق هذا الأسلوب التمويلي في الو.م.أ ب 481 مليون دولار في سنة 1978، لتضاعف قيمتها ب 10 أضعاف في سنة 1988 أين قدرت ب 4.5 مليار دولار، وقد شهدت الاستثمارات أقصى ارتفاع لها في سنة 2000 حين قاربت 105.8 مليار دولار.⁷

أضحى التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر من بين أهم أنواع الوساطة المالية نظرا لتوافقه مع طبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات معدلات النمو والمخاطر المرتفعة، وذلك عن طريق لعبها دور البديل التمويلي خصوصا مع عدم قدرة هذه المؤسسات على تلبية شروط البنوك أو السوق المالي، إذ تهدف لتطورها ما يؤدي إلى خلق قيمة مضافة، ومن ثمّ سيرفع من احتمالية تنويع وتنمية اقتصاديات البلدان النفطية والرفع من نسبة النمو الاقتصادي خاصة في البلدان النامية.

3- أسباب تفضيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتمويل برأس المال المخاطر:

يرجع سبب انجذاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتقنية التمويل التي تطرحها شركات رأس المال المخاطر عن باقي التقنيات الأخرى إلى مجموعة من الأسباب، نذكرها فيما يلي:

- ✓ تقديمه أساس راسخ ومرن لرساميل المؤسسات من أجل مجابهة النمو والتطور المستقبلي؛
- ✓ تركز عوائد المتعاملين به على مدى نجاح ونمو نشاط المؤسسات المستثمر فيها، وهذا ما يمكن اعتباره حافزا لهم لتطوير وإنجاح هذه المؤسسات؛
- ✓ حتى وإن انخفضت نسبة مساهمة رواد الأعمال في مشاريعهم، لكن بعد عدة سنوات، ستصبح أكبر بكثير من لو أنه فضل الاحتفاظ بكامل حصته ولم يستفد من التمويل برأس المال المخاطر؛
- ✓ انطلاقه من مبدأ أساسي يتمثل في الخروج بعد مدة زمنية من المساهمة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛⁸
- ✓ تقديم خدمات ذات قيمة مضافة للمؤسسات الممولة، مثل الاستشارات الفنية، والإدارية، والتسويقية، والإستراتيجية؛ وهذا يزيد من فرصة نجاحها؛
- ✓ تمويله لمشاريع ناشئة صغيرة أو متوسطة، مبنية على أفكار جديدة إبداعية علمية أو تقنية ذات مخاطرة عالية، وهذه المشاريع في الغالب يصعب تمويلها عن طريق الاقتراض البنكي أو الأسواق المالية.⁹

4- العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

يتحدد حجم استثمارات شركة رأس المال المخاطر بعاملين أساسيين:¹⁰

✓ شركة رأس المال المخاطر تشترط إلزاميا حصولها على حصة من ملكية المؤسسة الممولة على حسب مساهمتها في الأموال الخاصة مقارنة بالقيمة الإجمالية للمؤسسة. مثال على ذلك، في حال قدمت شركة رأس المال المخاطر مليوني يورو، وقدرت قيمة المؤسسة بـ 10 ملايين يورو، فبالتالي ستشترط أن تصبح مالكة لحوالي 20% من المؤسسة؛

✓ إذا كانت المؤسسة لها إمكانية الحصول على تمويل من مصادر أخرى، فهذا سيقوي موقفها التفاوضي مع شركة رأس المال المخاطر، ومن ثمّ يمكنها تخفيض الحصة التي تشترطها شركة رأس المال المخاطر إلى أدنى حد ممكن. أما في حالة عدم توفر مصادر تمويل أخرى لدى المؤسسة، سيؤدي هذا إلى إضعاف موقفها في مرحلة التفاوض مما سينجر عنه تفريطها في حصة كبيرة من ملكيتها مقابل الحصول على الأموال المطلوبة.

العلاقة بين شركة رأس المال المخاطر والمؤسسة قائمة على الأرباح المتوقعة، فالمؤسسة تستفيد من مهارات التسيير والتنظيم لشركة رأس المال المخاطر التي تضيف لها المصداقية اللازمة، مما يسمح لها بجذب بمصادر تمويل إضافية، كما يمكن أن تستفيد من خبرة هذه الشركات في تنظيم الاكتتاب العام في السوق الأولي، الأمر الذي يجعل أسهمها متداولة في البورصة.

من جانب آخر، تستفيد شركة رأس المال المخاطر من عوائد كبيرة، لكن بشرط أن تكون استثمارات في المؤسسات المختارة موفقة، وكذا إفادة هذه الأخيرة بالنصائح ومهارات التسيير. زيادة على ذلك، يمكن لشركة رأس المال المخاطر أن تحصل على عوائد إذا بقيت المؤسسة الممولة غير مدرجة، لكن تحصل على الأرباح الرأسمالية حين تصبح المؤسسة مدرجة في البورصة، ومن ثمّ تحول شركة رأس المال المخاطر استثماراتها إلى سيولة بالسعر السوقي، حيث ليس من عادة شركات رأس المال المخاطر بيع حصصها قبل دخول المؤسسة الممولة إلى البورصة، بل تفضل أن تلعب دورا أكثر في التسيير.¹¹ لكن هذا لا يمنع من تفضيل قنوات أخرى للخروج، ويعتمد ذلك على مدى توفر آليات الخروج في السوق، والسعر المعروض لشراء حصصها من رساميل المؤسسات.

II. نشاط شركات رأس المال المخاطر في الاقتصاد الجزائري:

خلال سنة 2017، أصبح سوق رأس المال المخاطر الجزائري يحتوي على سبع شركات تنشط فيه، ثلاثة منها تنشط بموجب حصولها على رخصة ممارسة نشاط رأس المال المخاطر في الاقتصاد الجزائري، وهذا في إطار القانون رقم 06-11 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري المؤرخ في 24 جوان 2006، وهي كل من: المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، الجزائر استثمار، Algeria Capital Invest؛ بالإضافة إلى شركة عمومية وأخرى مختلطة

الملكية،¹² فضلا عن شركتين غير مقيمتين، لكن سنتطرق في هذه الدراسة إلى ست شركات رأس مال مخاطر ناشطة في الجزائر،¹³ ويمكن توضيحها في الجدول التالي:

الجدول رقم (1): شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الاقتصاد الجزائري

الشركات العمومية	الشركات الخاصة	الشركات المختلطة الملكية	الشركات غير المقيمة
شركة الجزائر استثمار	شركة "Algeria Capital Invest"	شركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة	شركة "Africinvest"
شركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف	/	الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار	شركة "Abraaj"

المصدر: من إعداد الباحث.

1- نشاط الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة:

تعتبر شركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP)¹⁴ عميدة شركات رأس المال المخاطر في الجزائر، فهي شركة مختلطة الملكية، حيث تجسدت في إطار برامج التعاون الجزائرية الأوروبية بهدف المساهمة في تطوير قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إذ أنشئت في 30 جوان 1991 برأسمال قدره 159.7 مليون دج، وذلك إثر مبادرة عدة أطراف تتمثل في: بنك التنمية المحلية، القرض الشعبي الجزائري، الصندوق المركزي للتعاون الاقتصادي (حاليا أصبح يسمى الوكالة الفرنسية للتنمية)، ثم رُفع رأسمالها إلى 191.7 مليون دج موزع على المساهمين كالتالي:¹⁵

✓ بنك التنمية المحلية: 91.08 مليون دج؛

✓ الوكالة الفرنسية للتنمية: 55.08 مليون دج؛

✓ بنك القرض الشعبي الجزائري: 45.54 مليون دج.

لكن في جوان 2016، خُفِضَ رأسمالها إلى 151.6 مليون دج نظرا للخسائر التي حققتها خلال السنوات الأخيرة.¹⁶

الجدول رقم (2): المؤسسات الممولة من طرف شركة Finalep خلال الفترة (1991 – 2016)

المؤسسة	قطاع النشاط	مكان النشاط
ATLAS TOBACCO-SPA	إنتاج التبغ	تيزازة
TECHNOSOLAR système photovoltaïque	صناعة ألواح الطاقة	الجزائر

واقع استثمارات شركات رأس المال المخاطر في رساميل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية .

	الشمسية	
واد السمار ولاية الجزائر	صناعة الأدوية	SOMEDIAL
عنابة	صناعة المركبات الغذائية	Hyppone Industrie
سطاوالي ولاية الجزائر	الصناعات الالكترونية	Electronique Industrie Service
حسين داي ولاية الجزائر	الصناعات الميكانيكية	Recta Industries Spa
عنابة	البناء والتهيئة العقارية	MEDITBAT
الجزائر	الصناعات الغذائية	SOYAMIN
تلمسان	صناعة الزجاج	V.I.A
عين تيموشنت	زراعة الكروم	RICHTER
الأغواط	المواد الغذائية	MILOK- SPA
البليدة	الصناعات الالكترونية	CORELEC

المصدر: من إعداد الباحث.¹⁷

بدأت شركة Finalep نشاطها الفعلي في سنة 1995، حيث ساهمت في رأسمال أول مؤسسة تنشط في تجارة التبغ، وقد كانت عبارة عن شراكة بين متعاملين جزائريين ويونانيين، ثم واصلت تمويلها عن طريق الأموال الخاصة لتسع مؤسسات أخرى إلى غاية سنة 2001، مما جعل محفظتها الاستثمارية تتكون من 10 مؤسسات صغيرة ومتوسطة، لكن خلال سنتي 2004 و 2005 قامت الشركة بـ 3 عمليات خروج، وفي 31 ديسمبر 2006، تشكلت محفظتها من سبع مؤسسات بقيمة 177.41 مليون دج،¹⁸ ثم بعدها حازت الشركة مساهمتين جديدتين، كما تخلت الشركة عن أربع مساهمات بعد إتمامها لعمليات الخروج من رأسمالها.¹⁹

الجدول رقم (3): تطور أصول محفظة شركة Finalep خلال الفترة (2012 – 2016)

السنة	2012	2013	2014	2015	2016
عدد المؤسسات	5	5	5	5	5
المبلغ الإجمالي للاستثمار (مليون دج، تراكمي)	231.705	231.705	231.705	231.705	231.705

المصدر: من إعداد الباحث.²⁰

نلاحظ من خلال الجدول رقم (3)، أن استثمارات شركة finalep خلال الفترة (2012-2016) بقيت ثابتة - سواء كان ذلك من جهة عدد المؤسسات المكونة للمحفظة الاستثمارية أو من جهة المبلغ الإجمالي للاستثمار-، حيث بقيت محفظتها في كل سنة متكونة من خمس مؤسسات بقيمة إجمالية تقدر بـ 213.705 مليون دج، ويمكن إرجاع ذلك لعدم حيازتها لمساهمات جديدة بسبب مجموعة من الصعوبات التي تعيق هذه الوساطة المالية في الجزائر،²¹ كما تتراوح "نسبة مساهمة شركة Finalep في رأس المال الاجتماعي لهذه المؤسسات ما بين 4.55% و 35%"،²² أما بالنسبة للمؤسسات الممولة عن طريق ستة صناديق استثمارية ولائية (تبيازة، جيجل، سطيف، سكيكدة، سيدي بلعباس، البيض)،²³ فقد تم تمويل ثلاث مؤسسات في قطاع الصناعة بمبلغ إجمالي قدره 118 مليون دج، علما أن الشركة قامت برفع دعوى قضائية ضد إحدى هذه المؤسسات (مولت بـ 18 مليون دج) بسبب وجود حالة نزاع.

يمكن التعليق على استثمارات هذه الشركة في الجزائر منذ نشأتها إلى غاية سنة 2016 بأنها جد ضعيفة سواء من ناحية عدد المؤسسات أو من ناحية المبالغ المستثمرة، حيث نجدها استثمرت بأموالها الخاصة في 12 مؤسسة بالإضافة إلى ثلاث مؤسسات أخرى عن طريق الصناديق الاستثمارية الولائية، أي بشكل إجمالي مولت 15 مؤسسة، وهو عدد ضعيف إذا ما قورن بالشركات التي تنشط في الدول المتقدمة، وبالتالي هذا تأكيد للمحدودية والنقص الفادح في التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر.

2- نشاط الشركة المالية للاستثمار، المساهمة و التوظيف:

تعد شركة Sofinance²⁴ بمثابة هيئة تمويل عمومية، اعتمدت من طرف بنك الجزائر بتاريخ 9 جانفي 2001، ورأسمال اجتماعي قدره خمسة مليار دج، حيث أنشئت وفقا لمبادرة مجلس مساهمات الدولة (CPE)²⁵، وتعتمد في تمويلها للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة على عدة أساليب تمويلية، من بينها رأس المال المخاطر، وذلك من خلال حيازتها لحصص مساهمة²⁶ (لا تتجاوز 49%) في الأموال الخاصة للمؤسسات الناشطة في شتى مجالات الإنتاج والخدمات - بشرط أن لا تكون ناشطة في قطاعي التجارة والزراعة-، والتي تكون في مرحلة الإنشاء، النمو، إعادة الهيكلة، أو التحويل، وتتراوح مدة المساهمة ما بين 5 - 7 سنوات، تستفيد خلالها من النصائح والدعم في المجالات التالية:²⁷

- ✓ تطوير مخطط الأعمال؛
- ✓ دراسة السوق؛
- ✓ تشخيص وتقييم المؤسسات؛
- ✓ البحث عن المساهمين وتنظيم الموائد المستديرة؛
- ✓ المساعدة على إدراج المؤسسات في البورصة.

الجدول رقم (4): تطور حجم محفظة شركة SOFINANCE خلال الفترة (2013-2016)

2016		2015		2014		2013		نمط التمويل
%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	%	المبلغ	(الوحدة: ألف دج، تراكمي)
9.4	1047000	11.7	1245600	12.8	119562	10.0	795626	المساهمة في رأس المال
				4	6	7		
46.13	5138000	46.3	4933000	44.9	418294	54.0	427332	الإيجار المالي
		5		1	3	9	8	
14.44	1608000	6.31	672000	6.17	575000	6.84	541000	التزامات بالتوقيع
25.54	2845000	30.9	3292000	30.7	285900	18.2	144000	قروض متوسطة وطويلة الأجل
		3			0	2	0	
4.49	500000	4.7	500000	5.37	500000	10.7	850000	سندات
						5		
100	1113800	100	1064260	100	931256	100	789995	المجموع
	0		0		9		4	

Source: Le site officiel de la

SOFINANCE, <https://www.sofinance.dz/index.php?page=chiffre> Consulté le: 10/04/2017 à 12:25.

يشير الجدول رقم (4) إلى النمو المتزايد لإجمالي مبالغ التمويل برأس المال المخاطر (المساهمة في رأس المال) من طرف شركة Sofinance خلال الفترة (2013-2015)، إذ قدر في سنة 2013 بـ 795.6 مليون دج، ليرتفع في سنة 2014 بمعدل نمو يتجاوز 50.2%، ثم في سنة 2015، واصلت الشركة استثماراتها التي قدرتها بـ 1245.6 مليون دج، أي بمعدل نمو 56.55% مقارنة بما وصلت إليه في سنة 2013، وهذا يدل على أن شركة Sofinance أخذت مساهمات جديدة في رأسمال مؤسسات أخرى، لكن في سنة 2016، انخفض حجم مساهمتها في رأسمال المؤسسات، حيث أصبحت تمثل 9.4% فقط من إجمالي استثماراتها، وهذا دليل على اكتفاء الشركة بإجراء عمليات خروج من مؤسسة أو أكثر مع عدم إعادة استثمار تلك الأموال عن طريق رأس المال المخاطر في مؤسسات أخرى.

لكن ما يلفت الانتباه، هو أنّ النمط التمويلي الرئيسي لشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف في سنة 2013 يتمثل في الإيجار المالي بنسبة وصلت إلى 54.09% من إجمالي أصول محفظتها الاستثمارية، ثم خلال سنتي 2014 و 2015، أصبحت تعتمد على الإيجار المالي والقروض المتوسطة وطويلة الأجل بنسبة تقدر بـ 44.91% و 30.7% على الترتيب في سنة 2014، و بـ 46.35% و 30.93% على الترتيب في سنة 2015، وواصلت الاعتماد على الإيجار المالي بنسبة 46.13% في سنة 2016، فيما انخفض اعتمادها على القروض المتوسطة و الطويلة الأجل إلى

25.54%، بينما نجد أن توجيه أموالها نحو المساهمة في رأس المال لم يتجاوز 12.84% من إجمالي أصول المحفظة الاستثمارية خلال سنوات الدراسة، وهي نسبة ضئيلة إذا أخذنا في الاعتبار أن الشركة متخصصة في مجال رأس المال المخاطر.

الجدول رقم (5): استثمارات شركة Sofinance خلال الفترة (2001-2016)

المؤسسة	COPREL	GI/RFS	STAEM	SIFACO	SMPCA	SANCELLA	فندق "MARAVALL"	مؤسسة ملكة البحر
قطاع النشاط	تركيب الأجهزة الالكترونية	الترقية العقارية	إنتاج التبغ	إنتاج التبغ	صناعة الكبريت	صناعة المنتجات الصحية	سياحة	بحيرات لتربية الأسماك
مكان النشاط	البلدية	الجزائر	الجزائر	الجزائر، م شطها من المركز الوطني للسجل التجاري"	وهران	الجزائر	وهران	بجاية

المصدر: من إعداد الباحث.²⁸

تتسم مهنة رأس المال المخاطر في الجزائر بالمحدودية وقلة حجم الاستثمارات، فمنذ أبريل 2001²⁹ إلى غاية سنة 2016، يشير الجدول رقم (5) إلى قيام شركة Sofinance بالاستثمار في ثماني مؤسسات صغيرة ومتوسطة، وقدر إجمالي أصول محفظتها الاستثمارية في مجال رأس المال المخاطر بـ 104.7 مليون دج في سنة 2016، وهو مبلغ ضعيف مقارنة بنظيرتها من الشركات الأجنبية، فشركة Africinvest يقدر إجمالي أصول محفظتها الاستثمارية بواحد مليار دولار أمريكي خلال سنة 2016، كذلك تتجنب شركة Sofinance الاستثمار في المشاريع ذات درجة المخاطرة المرتفعة، حيث يقتصر نشاطها الاستثماري في مجالات: إنتاج التبغ، السياحة، تربية الأسماك، الترقية العقارية، تركيب الأجهزة الالكترونية، صناعة المنتجات الصحية.

3- نشاط شركة "الجزائر استثمار":

شركة "الجزائر استثمار" هي شركة ذات مساهمة تختص في التمويل برأس المال المخاطر، أنشئت في 28 ديسمبر 2009 بمبادرة من بنكين عموميين هما: بنك الفلاحة والتنمية الريفية، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط، بينما اعتمدت من طرف وزارة المالية بتاريخ 11 ماي 2010، يتمثل النشاط الرئيسي لهذه الشركة في توفير تمويل مالي

لمعالجة العجز في أعلى جدول ميزانيات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك بمساهمة نقدية (لا تتجاوز 49% من رأسمال المؤسسة) وبصفة مؤقتة (تستمر على الأقل خمس سنوات) في الأموال الخاصة وشبه الخاصة. هذا وقد بدأت نشاطها رسميا في 7 جويلية 2010 برأسمال اجتماعي يبلغ واحد مليار دج موزع مثلما يوضحه الجدول التالي:

الجدول رقم (6): تركيبة رأسمال شركة "الجزائر استثمار"

المساهمون	مبلغ رأس المال	الحصص في رأس المال
بنك الفلاحة والتنمية الريفية	700000000 دج	70%
الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك -	300000000 دج	30%
المجموع	1000000000 دج	100%

المصدر: الموقع الرسمي لشركة "الجزائر استثمار" <https://www.eldjazair-istithmar.dz/> اطلع عليه بتاريخ:

2016/09/10 على الساعة 07:45.

وتعزيزا لما سبق، يؤكد المدير العام لشركة "الجزائر استثمار"، بأن تطوير المؤسسات الصغيرة إلى مستوى كيانات اقتصادية سيكتسي فاعلية أكبر عبر الصيغة المستحدثة رأس المال المخاطر، الذي يعد الأكثر مواءمة لتمويل كل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الخاضعة للقانون الجزائري والنشطة بالقطاعات العام والخاص في إنتاج السلع والخدمات. كما أن تجربة المؤسسات المصغرة في الجزائر على حداتها (انطلقت سنة 2000)، بين حاجتها الماسة لتعزيز رساميلها وتحسين قدراتها، وهو ما يوفرها لاتجاه الجديد القائم على رصد رساميل موجهة لتمويل تطوير المؤسسات، إضافة إلى توفير خدمات مساهمين ماليين يقدمون خبرات ويتمتعون بكفاءات في التسيير".³⁰

سجلت شركة "الجزائر استثمار" في سنة 2012 عجزا بمقدار تسع ملايين دج،³¹ ويرجع ذلك لكون محفظتها الاستثمارية تتكون أغلبيتها من مؤسسات في مرحلة الإنشاء،³² وأيضا بسبب حداثة نشأة الشركة التي هي في السنوات الأولى من نشاطها، ومن المتوقع تحقيقها لنتائج إيجابية فور بداية نشاط المؤسسات الممولة.

الجدول رقم (7): النشاط التمويلي لشركة "الجزائر استثمار" خلال الفترة (2012 - 2016)

السنة (نهاية السداسي الأول)	عدد طلبات التمويل	عدد المؤسسات الممولة			إجمالي مبالغ التمويل (مليون دج)		
		صندوق الاستثمار الولائي	الأموال الخاصة للشركة	المجموع	صندوق الاستثمار الولائي	الأموال الخاصة للشركة	المجموع
2012	104	4	2	6	125.5	91.7	217.2
2013	93	0	3	3	0	243	243

191.5	146	45.5	3	2	1	85	2014
67.99	49.49	18.5	2	1	1	53	2015
36.51	36.51	0	1	1	0	58	2016

المصدر: من إعداد الباحث.³³

خلال نهاية السداسي الأول من سنة 2012، تم تمويل أربع مؤسسات عن طريق الصندوق الاستثماري الولائي، ويمثل حجم الاستثمار الإجمالي بـ 125.5 مليون دج، كما قامت شركة الجزائر استثمار بتمويل مؤسستين عن طريق أموالها الخاصة بمبلغ إجمالي قدره 91.7 مليون دج، ثم في نهاية السداسي الأول من سنة 2013، مولت ثلاث مؤسسات كلها عن طريق الأموال الخاصة للشركة بمبلغ إجمالي قدره 243 مليون دج، إذ حدث نمو بمعدل 11.87% في إجمالي مبالغ التمويل مقارنة بالسنة السابقة، لكن ابتداء من سنة 2014، شهدت وتيرة الاستثمارات انخفاضا مستمرا، حيث قدرت بـ 191.5 مليون دج في سنة 2014، و 67.99 مليون دج في سنة 2015، لتصل خلال سنة 2016 إلى 36.51 مليون دج فقط، أي بمعدل انخفاض حوالي 84.9% مقارنة التمويلات الإجمالية لسنة 2013. (انظر للجدول رقم 7).

منذ نشأة شركة "الجزائر استثمار" إلى غاية 30 جوان 2016، ساهمت في 15 مؤسسة بمبلغ إجمالي قدر بـ 756.2 مليون دج (تسع مؤسسات مولت عن طريق الأموال الخاصة للشركة بـ 566.7 مليون دج، و ست مؤسسات مولت عن طريق صندوق الاستثمار الولائي بـ 189.5 مليون دج)، وقد تراوحت نسب المساهمة في هذه المؤسسات ما بين 6% و 49% مع تحديدها لفترة ما بين 5- 8 سنوات (تحتسب ابتداء من توقيع اتفاق المساهمين، أو بدءا من تاريخ انطلاق نشاط المؤسسة) كحد أقصى لتنفيذ عملية الخروج.³⁴

يبين الجدول رقم (7)، أن عدد طلبات التمويل المرفوضة كبير جدا مقارنة بعدد المؤسسات الممولة، ففي السداسي الأول من سنة 2016، استقبلت الشركة 58 طلب تمويل مقارنة بـ 53 طلب تمويل في نهاية السداسي الأول من سنة 2015، وهذا يعني ارتفاع بمعدل نمو حوالي 9.43%، بيد أنها اقتصر على تمويل مؤسسة واحدة فقط، يمكن تفسير هذه الحالة بالأسباب التالية:

- ✓ عدم وضوح الرؤية على المدى المتوسط للسوق؛
- ✓ ضعف العوائد المتوقعة للمؤسسات؛
- ✓ تخلي صاحب المؤسسة عن طلب التمويل؛
- ✓ عدم وجود إمكانية لخروج شركة "الجزائر الاستثمار" على المدى المتوسط، وذلك بسبب الحجم الكبير لديون المؤسسة.

4- نشاط الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار:

تأسست بموجب الاتفاقية الموقعة بين وزارتي المالية لكل من الجزائر والسعودية في أبريل 2004، وانهقدت الجمعية التأسيسية للشركة في مارس 2008 بمقرها المتواجد في الجزائر العاصمة، حيث قدر رأسمالها بـ 8 مليار دج، ثم بدأت نشاطها في شهر جوان 2008، كما تم الاتفاق على أن يكون مجلس الإدارة متكونا من ستة أعضاء، ولكل طرف ثلاث مقاعد فيه، ويكون رئيس مجلس الإدارة من أحد الأعضاء السعوديين، أما المديرية العامة فيشرف عليها شخص حامل للجنسية الجزائرية، علما أن مجلس الإدارة يجتمع بصفة منتظمة على الأقل مرة واحدة كل ثلاثة أشهر.³⁵

تحرص شركة ASICOM - مثلها مثل أي شركة رأس مال مخاطر - على تدخلها في تسيير المؤسسات التي تشارك في رساميلها، وذلك من خلال وضع ممثلين لها في مجالس إدارة هذه المؤسسات وفي غالب الأحيان تترأس هذه المجالس، كما تعتمد هذه الشركة على أكثر من أسلوب تمويلي واحد، فيمكن أن تقوم بـ:

- ✓ المساهمة في رؤوس أموال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة أو القائمة؛
- ✓ تقديم تمويلات تكميلية على شكل قروض أو سندات المساهمة؛
- ✓ إعادة أو مراجعة دراسات الجدوى الاقتصادية؛
- ✓ البحث عن شركاء آخرين في المشاريع التي تستثمر فيها؛
- ✓ إعداد تركيبة التمويلات للمؤسسات التي استثمرت فيها.

قامت شركة الجزائرية السعودية للاستثمار منذ نشأتها في جوان 2008 إلى غاية نهاية سنة 2016 بعدة عمليات استثمار وفق تقنية رأس المال المخاطر، حيث ساهمت في الأموال الخاصة لعشرة مؤسسات على النحو الموضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم (8): النشاط الاستثماري لشركة ASICOM خلال الفترة (جوان 2008 - 2016)

المؤسسة	العدد 03 / ديسمبر 2018	المقر	رأس المال	نسبة المساهمة	سنة الخروج
ROTO ALGERIE Spa	مطبعة	الجزائر	1900000000 دج	32%	2012 افتتحت أجا
المواد الحمراء أوراس. Spa	إنتاج الأجور الأحمر للبناء	خنشلة	840000000 دج	34%	لم يتم
SIAHA. SPA	قرية سياحية	سكيكدة	2300000000 دج	53%	لم يتم
CITY MALL.Spa	فندق 4 نجوم	قسطنطينة	549860000 دج	67%	لم يتم
SHIFABE. Eurl	فندق 4 نجوم	بجاية	700000000 دج	100%	لم يتم
OCEANO CENTER. SPA	مركز تجاري	الجزائر	58133000 دج	51%	لم يتم
EL.DJAZAIR IDJAR. Spa	الإيجار المالي	الجزائر	3500000000 دج	6%	لم يتم
MST BAT. Sarl	الأشغال العمومية	الجزائر	20000000 دج	70%	لم يتم
HYPER DISTRIBUTION ALGERIE. Spa	مركز تجاري	الجزائر	720000000 دج	29%	لم يتم
ATA. Spa	تشكيل الحديد المخصص للبناء	البليدة	تكلفة = 882353000 دج	51%	لم يتم

المصدر: من إعداد الباحث.³⁶

ملاحظة: يتضح من خلال الجدول أعلاه بأن بعض مساهمات شركة ASICOM تتجاوز نسبة 49%، وها على عكس ما جاء في القانون رقم 06-11، ويمكن إرجاع ذلك لكون هذه الشركة لم تقدم بعد طلب الحصول على ترخيص من طرف لجنة COSOB.

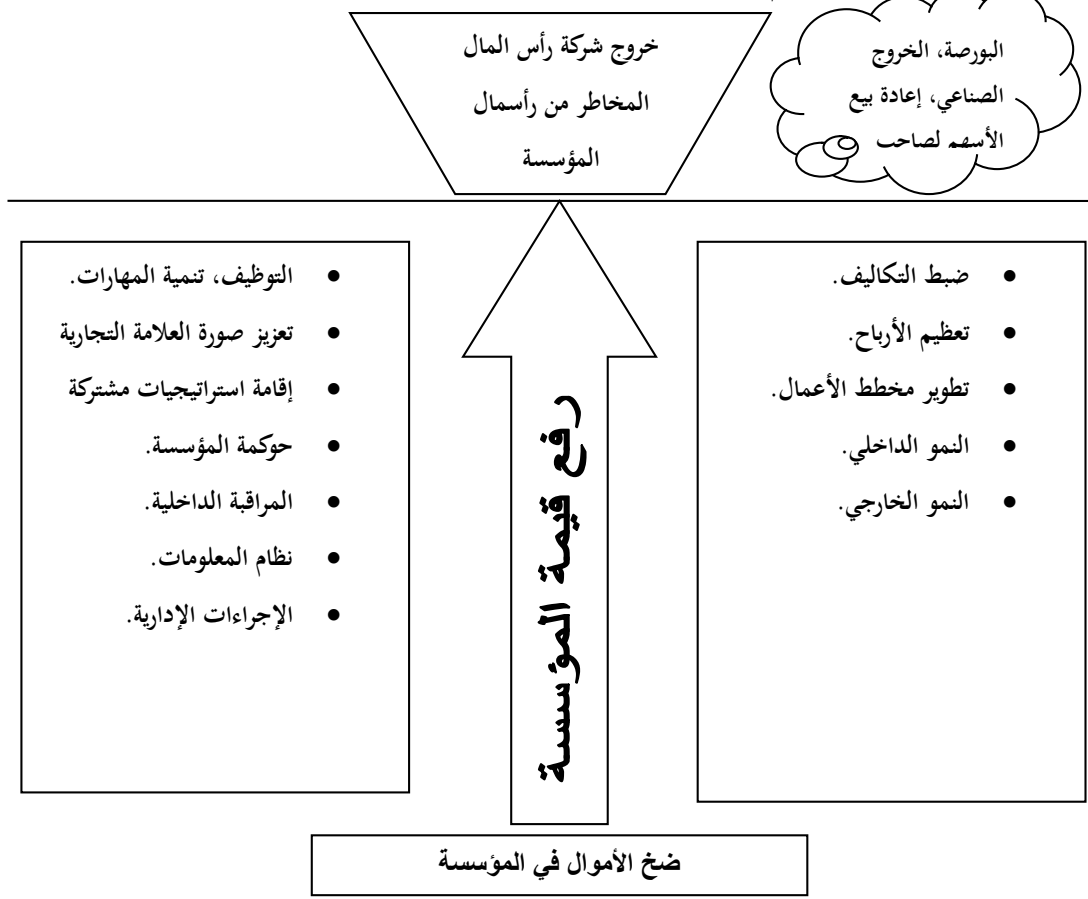
يتضح لنا من خلال الجدول رقم (8)، أنّ شركة الجزائرية السعودية للاستثمار استغرقت تقريبا ستة أشهر عن تاريخ نشأتها لكي تحوز أول مساهمة لها، وقد كان ذلك في رأسمال مؤسسة "ROTO ALGERIE"، وللتنبؤ فإنها أتمت عملية الخروج من رأسمال هذه الأخيرة في سنة 2012، وذلك عن طريق بيع حصصها لأحد مساهمي المؤسسة، لتصبح في سنة 2015، محفظتها الاستثمارية متكونة من تسع مؤسسات بقيمة إجمالية فاقت 8269.54 مليون دج.

5- نشاط الشركات غير المقيمة بالجزائر: شركات رأس المال المخاطر غير المقيمة هي تلك الشركات التي تنشط في الجزائر، ولكن ليست ذات جنسية جزائرية، بل معظمها نجده ينشط في الموطن الأم مع توسيع نطاق تدخلها على المستوى الدولي، وذلك عن طريق فتح مكتب تمثيلي لها أو فرع في البلد المراد استغلال الفرص الاستثمارية الموجودة فيه، ففي الجزائر، نجد تدخل شركتين أجنبيتين في رساميل عدد من المؤسسات الجزائرية، نستعرض هاتين الشركتين فيما يلي:

5-1- شركة "Africinvest": تأسست سنة 1994 في تونس، وهي شركة تختص في تقديم الخدمات المالية والاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر، فمنذ نشأتها، قامت الشركة بالاستثمار في 135 مؤسسة صغيرة

ومتوسطة موزعة على 24 دولة إفريقية، وقد كانت هذه الاستثمارات مخصصة للمجالات ذات هامش النمو المرتفع مثل: الخدمات المالية، الزراعة الصناعية، التعليم، الرعاية الصحية... إلخ، مما مكنها من إجراء أكثر من 70 عملية خروج ناجحة، كما أوضحت خلال سنة 2016، تسير حوالي واحد مليار دولار موزعين على 16 صندوق استثماري.³⁷

الشكل رقم (2): مراحل تطوير شركة Africinvest للمؤسسة الممولة



Source : Financem titutionnels, Les matinale de CARE avec le soutien de la délégation de l'Union Européenne, Hôtel Hilton, Alger, 3 juin 2014, p8.

تقتضي عملية تطوير شركة Africinvest للمؤسسة الممولة ضرورة المرور بعدة مراحل فيصليه هامة (انظر للشكل رقم 2)، تكون بدايتها من خلال تقديم المؤسسة لطلب التمويل أو عن طريق تقديم الشركة لعرض التمويل، ثم بعد ذلك، هذه

الأخيرة تقوم بإعداد دراسة (تقنية، تجارية... إلخ) شاملة للمؤسسة، ومعرفة هامش نموها والعائد المتوقع منها، وأيضاً يشترط على مالك المؤسسة أن يفتح رأسمالها ويحولها إلى مؤسسة ذات أسهم،³⁸ وبعد أن تستوفي المؤسسة كل شروط التمويل، يقوم المساهمون بتوقيع اتفاق المساهمين، ومن بعدها تُصَحّ الأموال في المؤسسة مقابل حصول شركة Africinvest على عدد من الأسهم العادية (أو السندات القابلة للتحويل إلى أسهم) -بقدر مساهمتها-، ومثلما هو معلوم، فدور شركة رأس المال المخاطر لا يقتصر على التمويل فقط، بل يتم المساهمة في رفع قيمة المؤسسة عن طريق القيام بعدة مهام من أهمها:

- ✓ حوكمة المؤسسة؛
- ✓ ضبط التكاليف وتعظيم الأرباح؛
- ✓ تعزيز صورة العلامة التجارية؛
- ✓ المراقبة الداخلية من خلال ممثلي الشركة في مجلس الإدارة؛
- ✓ تقديم التوجيه والدعم والإرشادات ضمن نطاق المسائل التسييرية.

وتستمر الشركة في مرافقة المؤسسة الممولة (5 - 7 سنوات، وقد تصل إلى أكثر من 10 سنوات لو رافقتها ابتداء من مرحلة ما قبل الإنشاء) إلى غاية تطويرها ورفع قيمتها، وهذا من أجل تحصيل أرباح رأسمالية³⁹ عند تنفيذ عملية الخروج عن طريق إحدى قنوات الخروج كالبورصة، الخروج الصناعي... إلخ.

يؤكد المناجير العام لشركة Africinvest في الجزائر: "شركتنا لا يقتصر نشاطها على استقبال طلبات التمويل فقط، بل إنّ ما يميزها هو أنّها هي من تبحث عن الفرص الاستثمارية، وتعرض عليها التمويل"،⁴⁰ لكنها قامت بتمويل ثماني مؤسسات صغيرة ومتوسطة فقط، نذكرها فيما يلي:⁴¹

- ✓ مؤسسة "NCA Rouiba": مقرها بالجزائر، تختص في إنتاج وتوزيع العصائر والمشروبات، مولت خلال مرحلة النمو؛
- ✓ مؤسسة "TMF": تأسست في سنة 2004، مقرها بجاية، وهي تنشط في مجال نقل السلع، وقد مولت خلال مرحلة النمو؛
- ✓ مؤسسة "SODINCO": تأسست في سنة 1999، ويقع مقرها في بابا علي ولاية الجزائر، تشغل 150 عامل، ومتخصصة في تركيب الأجهزة الكهربائية، وتم تمويلها في مرحلة ما بعد الإنشاء؛
- ✓ مؤسسة "SNAX": يقع مقرها بالجزائر، وهي تختص في إنتاج وتوزيع الوجبات الخفيفة المالحة، وتستحوذ على أكثر من 50% من السوق الجزائري، وتم تمويلها عن طريق Leveraged Buy Out؛

- ✓ مؤسسة "Maghreb Leasing Algerie": تأسست في ديسمبر 2006، ويقع مقرها في الجزائر، كما تشغل 70 موظف، وتنشط في مجال الخدمات المالية، وتمّ تمويلها خلال مرحلة ما بعد الإنشاء؛
- ✓ مؤسسة "INPHA-MEDIS": هي مؤسسة تختص في تصنيع وتسويق الأدوية الجنيسة، يقع مقرها في عنابة، وقد بدأت نشاطها في سنة 2005، وتحصلت على التمويل في مرحلة ما بعد الإنشاء؛
- ✓ مؤسسة "ICOSNET": يقع مقرها بالجزائر، وتختص في التوريد بخدمة الانترنت؛
- ✓ مؤسسة "Amimer Energy": يقع مقرها في الجزائر، وتختص في بناء محطات توليد الكهرباء.

5-2- شركة "Abraaj": تأسست في سنة 2002، وهي عبارة عن شركة عالمية تستثمر في عدة أسواق على غرار إفريقيا، آسيا، أمريكا اللاتينية، الشرق الأوسط، تركيا، مما جعل قيمة أصول محافظتها الاستثمارية تتكون من أكثر من 190 استثمار بقيمة 11 مليار دولار أمريكي في 15 سبتمبر 2017⁴²، حيث تعتمد في عملية اقتناصها للفرص الاستثمارية على إستراتيجية خاصة بها، إذا أنّها تفضل المؤسسات الناشئة سريعة النمو، والتي تهدف لتغطية الفجوة ما بين العرض والطلب على المنتج/الخدمة المراد تسويقه في السوق، ضف إلى ذلك الاحتكام إلى مدى تناسب المنطقة الجغرافية مع نوعية المنتج/الخدمة المراد إنتاجه وتسويقه، وغالبا ما تستهدف مجالات: النقل، المنتجات الصحية، العقارات، محطات توليد الكهرباء للبنى التحتية مثل المستشفيات.⁴³

قامت شركة "Abraaj" بالدخول إلى الاقتصاد الوطني عن طريق تمويلها لمؤسستين هما:⁴⁴

- ✓ مؤسسة "CEPRO": تمّ الاستثمار فيها بتاريخ جانفي 2016، ويقع مقرها بالجزائر العاصمة، إذ تنشط في مجال المنتجات الصحية، لقد تأسست في سنة 2003 من طرف مجمع مهري، ولقد أضحت خلال سنة 2017 تحتل الريادة في السوق الجزائرية، كما أصبحت تشغل أكثر من 300 عامل، مما يوضح مدى تطورها في ظرف وجيز؛

- ✓ مؤسسة "La Fleche Bleue Algérienne": تمّ الاستثمار فيها بتاريخ أبريل 2014، ويقع مقرها في ولاية سكيكدة، إذ تنشط في مجال الخدمات اللوجيستكية والنقل، لقد تأسست في سنة 2004، حيث أضحت أكبر مؤسسة تقدم خدمات لوجيستكية متنوعة في الجزائر، فهي توفر النقل البري، إدارة المستودعات وعمليات التخزين...إلخ، وذلك في عدة قطاعات مثل: المشروبات، المواد الغذائية، المنتجات الواسعة الاستهلاك.

خاتمة:

نستنتج من خلال هذه الدراسة بأنّ ظهور مهنة رأس المال المخاطر في الجزائر يعود إلى سنة 1991 حين أنشئت أول شركة (شركة Finalep) تعمل في هذا المجال التمويلي، لكن أول نشاط استثماري كان في سنة 1995، ليصبح بعدها سوق رأس المال المخاطر في سنة 2016 يحوز على ست شركات تنشط فيه:

✓ شركتين عموميتين هما شركة Sofinance التي مولت ثماني مؤسسات، وقُدِّر إجمالي أصول محافظتها الاستثمارية في مجال رأس المال المخاطر بـ 104.7 مليون دج خلال سنة 2016، وهو مبلغ ضعيف مقارنة بنظيرتها من الشركات الأجنبية، وتجدر الإشارة إلى أنّ توجيه أموالها نحو المساهمة في رأس المال لم يتجاوز 12.84% من إجمالي أصول المحفظة الاستثمارية خلال سنوات الدراسة، وهي نسبة ضئيلة إذا أخذنا في الاعتبار أنّها شركة متخصصة في مجال رأس المال المخاطر. بينما استثمرت شركة "الجزائر استثمار" في 15 مؤسسة من بينها تسعة عن طريق أموالها الخاصة والباقي عن طريق الصناديق الولائية؛

✓ والباقي شركات مختلطة: شركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة التي مولت 12 مؤسسة بأموالها الخاصة وثلاث مؤسسات عن طريق الصناديق الاستثمارية الولائية، وبالنسبة لشركة Asicom التي قامت بتسعة استثمارات، بالإضافة إلى استثمارات شركتين غير مقيمتين هما: شركة Africinvest بثماني استثمارات، وشركة Abraaj باستثمارين فقط.

علاوة على ذلك، تتجنب هذه الشركات كل عملية استثمار في المؤسسات ذات درجة المخاطرة المرتفعة، حيث يقتصر نشاطها الاستثماري في مجالات: إنتاج التبغ، السياحة، تربية الأسماك، الترقية العقارية، تركيب الأجهزة الالكترونية، صناعة المنتجات الصحية.

على ضوء المعاينة السابقة، يتضح لنا بأنّ نشاط شركات رأس المال المخاطر (المقيمة وغير المقيمة) في الجزائر يتسم بالمحدودية وقلة حجم استثمارات، فمنذ سنة 1995 إلى غاية سنة 2016، قدر إجمالي الاستثمارات بأكثر من 5.32 مليار دج في 57 مؤسسة صغيرة ومتوسطة، وهذا عدد ضعيف جدا مقارنة بما تمّ استثماره في باقي الدول التي حققت تجارب ناجحة في هذا المجال، ومن هنا يتبين لنا صحة فرضية الدراسة التي جاءت وفق الصياغة التالية:

✓ تتسم استثمارات شركات رأس المال المخاطر في المؤسسات الجزائرية بالمحدودية.

وفي الختام، نتفق لنا من نتائج هذه الدراسة آفاق بحثية لعل من أبرزها: دراسة أسباب محدودية نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر، وذلك من خلال دراسة المعوقات والمشاكل التي تصادفها.

● المراجع والهوامش:

¹ بالاعتماد على:

- National venture capital association, **Yearbook 2017**, Data provided by PitchBook, March 2017, p5. Sur le site officiel de NVCA : <https://nvca.org/download/5080/> Consulté le: 01/08/2017 à 06 :00.

- **2016 European Private Equity Activity –Statistics on Fundraising, Investments & Divestments**, Invest Europe, July 2017, p4. Sur le site : <https://www.investeurope.eu/media/651727/invest-europe-2016-european-private-equity-activity-final.pdf> Consulté le : 07/08/2017 à 17:00.

- Association Française des Investisseurs en Capital, **Activité des acteurs français du capital investissement**, 27^{ème} édition, 28 mars 2017, p36. Sur le site : <http://www.afic.asso.fr/> Consulté le : 18/04/2017 à 05:22.

² EVCA= European Venture Capital Association.

³ عبد الله إبراهيمي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مواجهة مشكلة التمويل، الملتقى الدولي حول: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، يومي 17 و 18 أبريل 2006، ص 389.

⁴ صلاح بن فهد الشلهوب، رأس المال المغامر والتمويل الإسلامي، عن موقع الهيئة العالمية للاقتصاد والتمويل: <http://www.iifef.com/node/1352> اطلع عليه يوم 2015/10/28 على 11:30.

⁵ Nicolas Klein, **Drivers of Venture Capital Fundraising and the Financial Crisis**, Seminar paper: Venture Capital and the financial crisis, University of Technology Munich, Germany, December 20th.2010,P1.

⁶ المخاطر برأس المال هو في الأغلب عبارة عن شركة رأس المال المخاطر أو صندوق رأس المال المخاطر.

⁷ Gilles Mougenot, **Tout savoir sur le capital investissement**, 5^e édition, Gualino éditeur, France, 2014, P145.

⁸ وزارة المالية المصرية، تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ورقة بحثية، مصر، جوان 2004، ص 15.

⁹ محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية، المشروع رقم 01-21، السعودية، 2012، ص 36.

¹⁰ Aswath Damodaran, **Finance d'entreprise –théorie et pratique-**, traduction de la 2^e édition américaine sous la direction de Gérard Hirigoyen, 2^e édition, De Boeck & Larcier, Belgique, 2006, pp 655 – 656.

¹¹ Idem, p 656.

¹² شركة Sofinance وشركة ASICOM تمارسان نشاطهما بصفة عادية، ولكن لم يتقدما بطلب الحصول على رخصة من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها مثلما ينص عليه القانون رقم 06-11 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري المؤرخ في 24 جوان 2006.

¹³ تستثنى شركة Algeria Capital Invest لكونها حديثة النشأة ولم تقم بعد بأي عملية استثمارية.

¹⁴ FINALEP= Financière Algéro-Européenne de participation.

¹⁵ COSOB, **Rapport annuel 2014**, p38. Sur le lien : <http://www.cosob.org/rapports-annuels/> Consulté le : 08/01/2017 à 16 :40.

¹⁶ COSOB, **Rapport annuel 2016**, p50. Sur le lien : <http://www.cosob.org/rapports-annuels/> Consulté le : 16/02/2017 à 22 :55.

¹⁷ بالاعتماد على معلومات متحصل عليها من شركة Finalep.

¹⁸ Omar Belaid, **FINALEP une Expérience de Capital Investissement en Algérie**, Rencontre sur le capital investissement, Hotel El Aurassi, Alger, Les 14 – 15 novembre 2007, pp 3-4-9. Sur le lien : www.ubm.org.tn/upload/pdf/s4/Omar_belaid.pdf Consulté le: 12/11/2016 à 15:00.

¹⁹ حسب السيدة شافع لامية المكلفة بالأعمال في شركة Finalep، فإنه لم تقم هذه الأخيرة بأية عملية خروج عن طريق البورصة.

²⁰ بالاعتماد على معطيات لجنة COSOB.

²¹ للعلم فإن هذه المؤسسات الخمس لا تزال شركة Finalep مساهمة فيها منذ أكثر من 10 سنوات حسب التقرير السنوي للجنة COSOB في سنة 2016.

²² COSOB, Rapport annuel 2016, Op.cit,p50.

²³ كل صندوق بقيمة واحد مليار دج، وهذه الصناديق تدير من طرف شركة Finalep لحساب الخزينة العمومية. كما تحدد المساهمة بواسطة أموال هذا الصندوق في رساميل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمبلغ 50 مليون دج مع شرط أن لا يتجاوز نسبة 49% كمساهمة في رأس المال.

²⁴ Sofinance= Société Financière d'Investissement, de Participation et de Placement.

²⁵ كان يسمى في السابق بالمجلس الوطني لمساهمات الدولة (CNPE).

²⁶ تعتمد شركة Sofinance في عملية اختيارها للمؤسسات الجديرة بالتمويل على معايير وجب أن تتوفر في هذه المؤسسات، مثل: جودة مخطط الأعمال، جودة مهارات التسيير، المساهمة في الحفاظ على البيئة، الجدوى الفنية والتجارية للمشروع، ومدى قدرتها على خلق مناصب العمل.

²⁷ معلومات متحصل عليها من طرف السيد فريد مطاهري الممثل التجاري لشركة Sofinance في ولاية وهران، بتاريخ 2017/01/15.

²⁸ بالاعتماد على معلومات من طرف شركة Sofinance.

²⁹ أول مساهمة لشركة Sofinance في رأسمال مؤسسة صغيرة ومتوسطة كانت في شهر أبريل من سنة 2001.

³⁰ السيد يوسف لشعب المدير العام لشركة الجزائر استثمار، قيام كيانات اقتصادية كبرى ضرورة حيوية للجزائر، جريدة السلام، يوم 22 أوت 2012. اطلع عليه من خلال الرابط: <http://www.essalamonline.com/ara/permalink/14528.html> بتاريخ 2017/01/15 على الساعة 09:00.

³¹ COSOB, Rapport annuel 2013, P59. Sur le lien : <http://www.cosob.org/rapports-annuels/> Consulté le : 08/09/2018 à 17 :35.

³² Idem, P59.

33 بالاعتماد على التقارير السنوية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها التالية:

- COSOB, Rapport annuel 2012, pp58-59. Sur le lien : <http://www.cosob.org/rapports-annuels/> Consulté le : 08/01/2017 à 16 :55.

- COSOB, Rapport annuel 2013, Op.cit, pp58-59.

- COSOB, Rapport annuel 2014, Op.cit, p37.

- COSOB, Rapport annuel 2015, p44. Sur le lien : <http://www.cosob.org/rapports-annuels/> Consulté le : 20/10/2018 à 10 :00.

- COSOB, Rapport annuel 2016, Op.cit, p48.

³⁴ COSOB, Rapport annuel 2016, Op.cit, p48.

³⁵ الموقع الرسمي لشركة "ASICOM": <http://www.asicom.dz/> اطلع عليه بتاريخ: 2016/08/10 على الساعة 21:30.

³⁶ بالاعتماد على قاعدة بيانات شركة ASICOM من خلال الموقع الرسمي لها: <http://www.asicom.dz/> اطلع عليه بتاريخ: 2017/02/03 على الساعة 06:00.

³⁷ من خلال الموقع الرسمي لشركة "Africinvest": <http://www.africinvest.com/portfolio/key-figures> اطلع عليه في: 2017/09/21 على الساعة 21:23.

³⁸ في حالة ما إذا كانت الصيغة القانونية لمؤسسته ليست بـ "مؤسسة ذات أسهم".

³⁹ نقصد هنا استرجاع المبالغ المستثمرة في المؤسسة مضافا إليها هامش ربح كبير.

⁴⁰ طرح سؤال للمناجير العام لشركة Africinvest في الجزائر السيد محمد سبتي، وذلك بمناسبة اليوم الدراسي الموسوم بـ "القرض المصغر كسياسة للنهوض بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، جامعة قسنطينة 2، بتاريخ 2016/03/07.

⁴¹ من خلال الموقع الرسمي لشركة "Africinvest": <http://www.africinvest.com/portfolio/key-figures> اطلع عليه في: 2017/06/05 على الساعة 03:46.

⁴² من خلال الموقع الرسمي لشركة "Abraaj": <https://www.abraaj.com/our-firm/about-abraaj> اطلع عليه في: 2017/09/15 على الساعة 03:30.

⁴³ The ABRAAJ GROUP, Sustainability Report 2015/2016, p5. Sur le lien :

<http://www.abraaj.com/sustainability/sustainability-report-2015-16/> Consulté le : 02/02/2017 à 12 :25.

⁴⁴ Le site officiel de la société abraaj : https://www.abraaj.com/investments/partner-companies?_sft_portfolio_tag=middle-east-and-north-africa Consulté le: 02/06/2017 à 12:15.