

فعالية رأس المال الاستثماري في تمويل المشاريع بالجزائر – دراسة تحليلية.

Effectiveness of private equity in the financing of projects in Algeria –Analytical study-

وهيبة ناصري¹، صباح قويد²¹ جامعة باجي مختار عنابة (الجزائر)، مخبر البحث في الابتكار والتحليل الاقتصادي والمالي، wahiba.nasri@univ-annaba.dz² جامعة باجي مختار عنابة (الجزائر)، مخبر المالية الدولية ودراسة الحوكمة والنهوض الاقتصادي Sabah.Guerid@univ-annaba.dz

تاريخ النشر: 2022/01/12

تاريخ القبول: 2021/11/18

تاريخ الإرسال: 2021/09/01

ملخص: تهدف هذه الدراسة الى ابراز واقع نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر وتقييم فعاليته كآلية تمويلية بديلة للتمويل التقليدي للمشاريع الاستثمارية، وذلك من خلال تحليل أداء الشركات الممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري خلال الفترة 2017-2020. توصلت الدراسة الى أن سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر لايزال محتشما رغم مرور ثلاث عقود من انشاء أول شركة ممارسة للنشاط، وهذا راجع الى العديد من العقبات التي تحول دون تحقيق الغاية المرجوة منه، أهمها عدم جاهزية السوق المالي الجزائري لتوطين هذه الآلية التمويلية، عدم كفاءة سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر، المشاكل التي تواجهها شركات رأس المال الاستثماري مع الشركات الممولة تعيق التسيير الجيد لمواردها المالية. كما خلصت الدراسة الى أن قروض الاستثمار وقرض الايجار تبقى محل جذب اهتمام المستثمرين الجزائريين أكثر من التمويل برأس المال الاستثماري.

الكلمات المفتاحية: رأس المال الاستثماري، المشاريع الاستثمارية، المشاركة في رأس المال، الدعم الإداري، تقييم الأداء.

تصنيف JEL: G23, M10

Abstract:

This study aims to highlight the reality of private equity activity in Algeria, and evaluate its effectiveness as an alternative financing mechanism for traditional financing to finance investment projects. Through analysing the performance of companies practicing this activity during the period 2017-2020.

The study reached a number of results, the most important of which is that the private equity market in Algeria is still modest after three decades have passed since the establishment of the first company practicing the activity, due to many obstacles that prevent it from achieving the desired goal, including the lack of readiness of the Algerian financial market to receive this financing mechanism, ineffectiveness of the private equity market in Algeria, problems that face private equity companies with companies that have been financed which impeded the good management of their financial resources. The study also concluded that investment loans and rental loans remain more attractive to Algerian investors attention than financing with private equity.

Keywords : private equity; Investment projects; sharing capital; administration support; performance evaluation.

Jel Classification Codes : G23, M10

* المؤلف المرسل

توطئة (مقدمة):

أثبت التمويل برأس المال الاستثماري نجاعته التنموية في العديد من الاقتصادات، لدرجة أضحى تمويلا جذابا لتجسيد المشاريع الاستثمارية والأفكار الإبداعية لتصبح حقيقة على أرض الواقع، يعود ظهور رأس المال الاستثماري الى سنة 1958 في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقل الى أوروبا. لكن لم تظهر بوادره في الجزائر الى غاية بداية تسعينات القرن الماضي وبالتحديد سنة 1991 بإنشاء أول شركة بشراكة أوروبية FINALEP.

في سبيل ترقية ودعم الاستثمار المحلي، سعت الدولة الجزائرية الى تنويع مصادر التمويل من خلال انشاء العديد من شركات رأس المال الاستثماري لمساعدة المشاريع الصغيرة والمتوسطة، وكذا الناشئة في سد الفجوة التمويلية التي تعاني منها. مواصلة لتلك الجهود، شهدت سنة 2020 ميلاد شركتين لرأس المال الاستثماري هما الصندوق الاستثماري الجزائري والصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة. واليوم بعد مرور ثلاث عقود من الزمن على انشاء أول شركة ممارسة للنشاط، تبرز إشكالية الدراسة كالتالي:

ما مدى نجاعة رأس المال الاستثماري كآلية تمويل اضافية في تمويل المشاريع بالجزائر؟

ومن أجل الامام بأهم جوانب الإشكالية، يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- هل يعكس واقع نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر متطلبات ممارسته؟
- كيف كان تطور نشاط شركات رأس المال الاستثماري وأدائها خلال الفترة المدروسة؟
- هل استطاع رأس المال الاستثماري في الجزائر جذب اهتمام المستثمرين الجزائريين مقارنة بالبدائل التمويلية التقليدية؟

وللإجابة على هذه التساؤلات تم صياغة الفرضيات التالية:

- يعكس واقع نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر متطلبات ممارسته.
- عرف نشاط سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر وأدائها تطورا ملحوظا خلال الفترة المدروسة 2017-2020.
- استطاع رأس المال الاستثماري في الجزائر جذب اهتمام المستثمرين الجزائريين نتيجة المميزات التي يختص بها هذا التمويل، والمزايا التي يحققها.

منهج الدراسة: اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي من أجل وصف وتحليل نشاط سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر خلال الفترة 2017-2020.

أهمية الدراسة: تبرز أهمية الدراسة من كون التمويل برأس المال الاستثماري أضحى مصدرا تمويليا هاما في العالم كله، يمكنه سد الفجوة التمويلية للمشاريع الاستثمارية خاصة الناشئة منها خلال جميع مراحل حياتها، وتمكين الشباب المقاول من تحقيق مشاريعهم التي كانت مجرد فكرة لتتحول الى مشروع مجسد على أرض الواقع.

الدراسات السابقة:

- سميرة لطرش، دور شركات رأس المال الاستثماري في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة: دراسة حالة الجزائر استثمار، مجلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 6، العدد 1، جوان 2020، هدفت هذه الدراسة الى ابراز واقع التمويل عن طريق شركة الجزائر استثمار احدي شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر. توصلت الدراسة الى جملة من النتائج أهمها: ان رأس المال الاستثماري يقوم بتوفير التمويل للمشروعات الصغيرة والمتوسطة ذات المخاطرة العالية وغير المسعرة في البورصة، توفير تمويل الانشاء والنمو والتوسع بالإضافة الى المرافقة

من خلال تقديم المشورة الفنية والإدارية للمؤسسات الابتكارية والواعدة، ان دورها تكميلي للبنوك وليس تعويضيًا لأن أغلبية شركات الاستثمار هي شركات عمومية وأن طبيعة ملكية رأس مالها أثرت على طريقة تسييرها.

- رابح قارة، عبد النور دحاك، صناديق رأس المال الاستثماري كأداة لسياسة الشراكة العامة والخاصة في تمويل مشاريع البنية التحتية، مجلة المنتدى للدراسات والأبحاث الاقتصادية، العدد 2، ديسمبر 2017، هدفت الدراسة أساسا الى البحث في إمكانية الاعتماد على صناديق رأس المال الاستثماري في تمويل مشاريع البنية التحتية في ظل الشراكة بين القطاعين العام والخاص، وذلك من خلال دراسة نظرية بتحليل أنماط التمويل برأس المال الاستثماري ومراحله، وكذا طريقة عمله في تمويل مشاريع البنية التحتية. توصلت الدراسة أن لنشاط رأس المال الاستثماري أهمية كبيرة بالنسبة لمشاريع البنية التحتية بشكل خاص كونها تقنية تمويلية موجهة بصفة أساسية لتمويلها، بالإضافة الى تدعيمها تقنيا واداريا، كما خلصت الى أن رأس المال الاستثماري يعبر عن الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة، لأنها تزود مشاريع البنية التحتية بأموال تندمج مع رؤوس أموالها بدون فوائد أو ضمان العائد.

- Mohamed Abadi, Asma Mairif, le capital investissement : une voie de financement alternatif, journal des études économiques contemporaines, N° 1, 2016,

هدفت هذه الدراسة الى ابراز ما يميز التمويل برأس المال الاستثماري عن طرق التمويل الأخرى، من خلال التعريف به وتوضيح استراتيجية ومنهج التمويل برأس المال الاستثماري من مرحلة ما قبل التمويل الى غاية الخروج من المشروع، بالإضافة للتطرق لمكانة هذه الصناعة في الجزائر من خلال تحديد القيود التي تحول دون تطور هذه الصناعة في الجزائر. توصلت الدراسة الى أن رأس المال الاستثماري يتميز بخصوصية تختلف عن التمويل التقليدي، تمثل في الأشكال المختلفة للخروج والطريقة التي تستعيد بها رؤوس أموالها وتحقيق أرباح، أما صناعة رأس المال الاستثماري فهي صعب أن تكرر في الجزائر بسبب الثقافة الاقتصادية والمالية للمتعاملين الجزائريين المعادية للمستجدات.

تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في التطرق لواقع نشاط كل الشركات الممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري كل على حدى من أجل تحليل نشاطها وتقييم أدائها خلال الفترة 2017-2020، مع الأخذ بعين الاعتبار اخر مستجدات السوق بعد التحاق مؤسستين جديدتين ممارستين للنشاط سنة 2020، بغية تقييم نشاط سوق رأس المال الاستثماري ككل، ومحاولة كشف مكامن الخلل في عدم تطور نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر.

1. التأسيس النظري لشركات رأس المال الاستثماري

1.1. تعريف رأس المال الاستثماري: عرفته العديد من المنظمات نذكرها فيما يلي:

عرفته الجمعية الفرنسية للاستثمار والنمو (AFIC) على أن نشاط راس المال الاستثماري يتمثل في أخذ مساهمات على شكل أغلبية أو أقلية في رأس مال مؤسسات صغيرة ومتوسطة غير مسعرة في البورصة، حيث تساعد هذه المساهمة في تمويل مرحلة الانطلاق، النمو، التحويل، وحتى التصحيح في بعض الحالات" (AFIC, 2016, p. 1).

عرف رأس المال الاستثماري على انه " هو رأس المال الذي تمنحه مؤسسات تسيير رؤوس الأموال الاستثمارية بغية الاستثمار، مرافقة ودعم مؤسسات صغيرة ومتوسطة غير مسعرة في البورصة خلال جميع مراحل حياتها، بهدف الرفع من مردوديتها نتيجة القيمة التي يخلقها التعاون بين المؤسسة والخبرة التسييرية لأصحاب رأس المال الاستثماري" (Demaria, 2020, pp. 13-14).

أما المنظمة الأوروبية لرأس المال الاستثماري والمخاطر EVCA فقد عرفته على أنه " كل رأسمال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مختلفة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تنطوي في الحال على يقين بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسة بعد عدة سنوات" (بريش، 2007، صفحة 8).

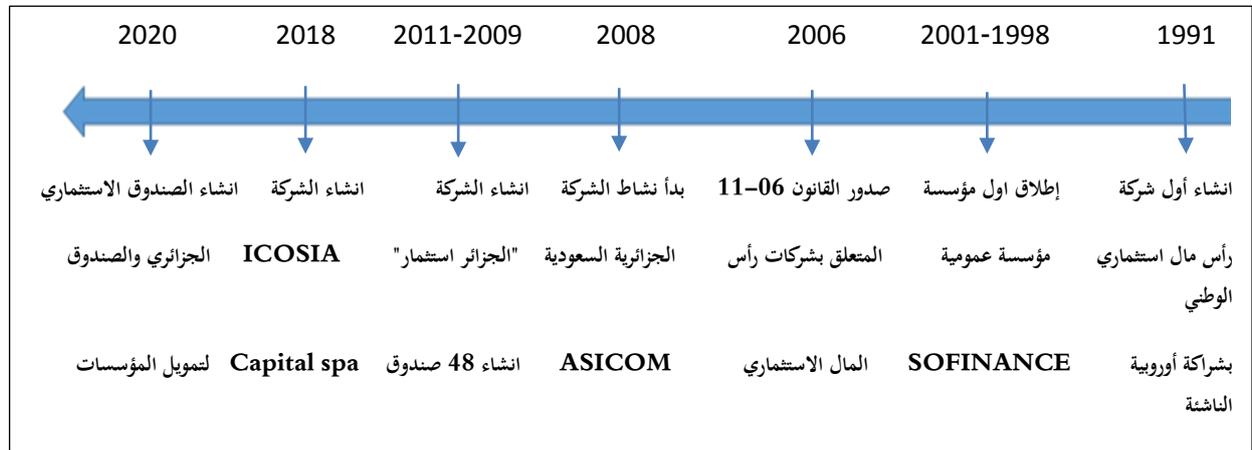
أما حسب المشرع الجزائري فجاء تعريف شركات رأس المال الاستثماري في الفصل الأول من القانون 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006، بأنها "الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس مال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة للمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوصصة" (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 42، 2006).

نستخلص من التعاريف المقدمة لشركات رأس المال الاستثماري، أن هذه الشركات هي شركات مالية متخصصة في الوساطة المالية يختلف دورها عن التمويل التقليدي، تقوم على أساس المشاركة بأخذ مساهمات في رأس مال مؤسسات ذات فرص نمو عالية وغير مسعرة في البورصة ولمدة محددة، بالإضافة الى الدعم المقدم لها من خبرة ومرافقة تسييرية واستشارية.

2.1. ظهور وتطور شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر

يمكن تلخيص ظهور وتطور شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر في الشكل التالي:

الشكل (1): المحطات الرئيسية في تطور نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر (1991-2020)



المصدر: من اعداد الباحثين

بهدف تنويع مصادر تمويل الاقتصاد الجزائري، قامت الحكومة الجزائرية بأول خطوة في سبيل تشييد سوق لرأس المال الاستثماري، وهذا من خلال انشاء أول شركة لرأس المال الاستثماري سنة 1991 وبشراكة أوروبية هي الشركة المالية الجزائرية الأوروبية FINALEP في ظل ظروف استثمار غير ملائمة، بعدها في سنة 1998 أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة الموافقة على إطلاق أول مؤسسة عمومية الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE كثاني شركة ممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري بدأت نشاطها في 2001 بعد منحها الاعتماد من بنك الجزائر.

عملت الشركتين في ظروف يغيب عنها إطار قانوني ملائم يحكم عمل هذا النوع من الشركات، الى غاية 24 جوان 2006 تاريخ صدور القانون 06-11 الخاص بهذا النوع من الشركات والذي ينظم المهنة ويحدد آليات عملها. بعدها توالت انشاء شركات أخرى ممارسة للمهنة في السوق الجزائري بالإضافة الى جذب مستثمرين أجانب لتشجيع نمو الاقتصاد الوطني كالشركة الجزائرية السعودية، بعدها الشركة الجزائر استثمار، والصناديق الولايتية بتخصيص ميزانية 48 مليار دج بمعدل مليار لكل صندوق ولائي، ثم الشركة ICOSIA Capital Spa سنة 2018، آخرها سنة 2020 تم انشاء الصندوق الاستثماري الجزائري والصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة من أجل استغلال الفرص الاستثمارية وتقديم التمويلات اللازمة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة والناشئة.

3.1. الإطار القانوني والتنظيمي لعمل شركات رأس المال الاستثماري:

أصدرت الجزائر سنة 2006 أول قانون خاص بشركات رأس المال الاستثماري والذي جاء متأخرا بـ 15 سنة عن تاريخ ظهور أول شركة لرأس المال الاستثماري FINALEP سنة 1991، حيث كانت شركات رأس المال الاستثماري تعمل وفق قانون النقد والقرض طيلة هذه الفترة. وفيما يلي القوانين التي تحكم عمل هذه الشركات:

-القانون 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006، المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري والذي حدد شروط الممارسة وكيفيات اشاء وعمل شركات رأس المال الاستثماري (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 42، 2006، صفحة 3)؛

-المرسوم التنفيذي 08-56 المؤرخ في 11 فيفري 2008 يبين شروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري من طرف المؤسسات المعنية به: الحد الأدنى لرأس مال الشركة، شروط منح رخصة مزاولة النشاط وسحبها، التأكيد على النظام الجبائي لهذه الشركات (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 09، 2008، صفحة 7)؛

- القرار المؤرخ في 27 ديسمبر 2008، يحدد مقاييس الكفاءة الاحترافية لمسيري شركة الرأسمال الاستثماري (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 05، 2009، صفحة 20) .

- القرار المؤرخ في 14 مارس 2009، الذي يحدد المعلومات الواجب توفيرها لإسناد طلب رخصة ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 28، 2009، صفحة 26)؛

- المادة 100 من الأمر 09-01 المتضمن لقانون المالية التكميلي لسنة 2009، قرار انشاء صناديق استثمار ولائحة مهمتها المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ينشعها الشباب المقاول، بتخصيص 48 مليار دج بمقدار 1 مليار لكل صندوق ولائحة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 44، 2009، صفحة 21)؛

- القرار المؤرخ في 30 ماي 2010 يحدد نموذج الالتزام ويعرف بالقواعد العملية للاحتفاظ بمساهمات شركات رأس المال الاستثماري ومراقبتها، وكيفية الحصول على الميزات الجبائية الخاصة بالمهنة (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 47، 2010، صفحة 24)؛

- التعليم رقم 14-01 المؤرخ في 17 جوان 2014، المتعلقة بطرق ممارسة الرقابة من طرف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB للشركات رأس المال الاستثماري (Règlementation COSOB, 2014)؛

- المرسوم التنفيذي رقم 16-205 المؤرخ في جويلية 2016، الذي يتعلق بكيفيات انشاء وتسيير وممارسة نشاط تسيير صناديق الاستثمار (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 45، 2016، صفحة 9)؛

- نظام لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها رقم 16-03 المؤرخ في 1 سبتمبر 2016، المتعلق بالضمانات التي يجب على شركات تسيير صناديق الاستثمار تقديمها فيما يتعلق بتنظيمها ووسائلها التقنية والمالية والمهارات المهنية (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 25، 2017، صفحة 20)؛

- نظام رقم 16-04 المؤرخ في 25 أكتوبر 2016، المتعلق بقواعد الأخلاقيات الأساسية التي يجب أن يلتزم بها شركة تسيير صناديق الاستثمار (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 25، 2017، صفحة 22).

4.1. الشركات الممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر:

يتميز تنظيم سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر الى غياب وجود جمعية مهنية تضم المتخصصين في المهنة على غرار باقي الدول، تكون وظيفتها جمع المعلومات حول نشاط هذه الصناديق الاستثمارية، ورصد تطورها بصفة دورية، ولهذا السبب يغيب عن السوق التحديد الواضح للمتعاملين فيه. لذلك نجد 5 شركات مالية متخصصة في النشاط، و3 شركات غير متخصصة في نشاط رأس المال الاستثماري تمارسه مع خدمات مالية أخرى، يتم توضيحها في التالي:

1.4.1. الشركات المتخصصة في نشاط رأس المال الاستثماري:

الشركات المالية المتخصصة في نشاط رأس المال الاستثماري هي شركات خاضعة لرقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB، والمصرح لها بمزاولة نشاط رأس مال استثماري وفق الإطار القانوني الذي حدده القانون 06-11 في 24/06/2006 المعدل والمكمل والمتعلق بهذه الشركات، وهي (54، p. COSOB, rapport annuel, 2020): الجزائر استثمار، المالية الجزائرية للمساهمة FINALEP SPA (بعد خروج الشريك الأوروبي)، ICOSIA Spa، الصندوق الاستثماري الجزائري، الصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة.

- الشركة "الجزائر استثمار":

هي مؤسسة رأس مال استثماري، طابعتها القانوني شركة مساهمة، أنشئت في 28 ديسمبر 2009، بدأت مزاولة نشاطها في 7 جويلية 2010. وهي أول مؤسسة رأس مال استثماري تم اعتمادها من طرف وزارة المالية بتاريخ 05 ماي 2010 برأس مال اجتماعي يبلغ 1 مليار دينار جزائري موزع بنسبة 70 % لبنك الفلاحة والتنمية الريفية و30 % للصندوق الوطني للتوفير والاحتياط -بنك-. (الجزائر استثمار، 2021) كما قامت الخزينة العمومية بتوكيل شركة "الجزائر استثمار" لإدارة 12 صندوق استثمار ولائي.

- الشركة المالية الجزائرية للمساهمة Finalep SPA:

هي أول شركة رأس مال استثماري في الجزائر، أنشئت الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة سابقا) في 30 جوان 1991 في أعقاب الإصلاحات التي أجريت في النظام المصرفي والمالي الجزائري من أجل تعزيز الرأس مال الاستثماري. ينقسم رأس مالها بين الشركاء: بنك التنمية المحلية BDL والقرض الشعبي الجزائري CPA، والذي شهد عدة زيادات متتالية حتى الوصول إلى المستوى الحالي بقيمة 1.200.000.000 دج. (المالية الجزائرية للمساهمة، 2021)

تتدخل Finalep Spa عبر كامل التراب الوطني هدفها الحصول على حصص أو أسهم في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للمساهمة في تطوير وترقية وتعزيز رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة ذات الطابع الصناعي. وأوكلت لها مهمة تسيير 10 صناديق استثمارية ولائمة لحساب الخزينة العمومية في شكل مساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تكون في طور الانشاء أو التطوير، وفق ما ينص عليه قانون 06-11، للولايات التالية: تيبازة، سطيف، سكيكدة، البيض، سيدي بلعباس، مستغانم، عين تيموشنت، تيزي وزو، أدرار، الحلفة.

- الشركة ICOSIA Capital Spa:

هي شركة رأس مال استثماري، أنشئت بتفويض من وزارة المالية بقرار رقم 29 المؤرخ في 15/03/2018 برأس مال اجتماعي قدره 1,5 مليار دج بنسبة مساهمة 100 % لمجمع MADAR Holding Spa. تهدف الشركة للمساهمة في رأس مال الشركات في مرحلة الانشاء، التطوير، بالإضافة الى أنها توفر المهارات والكفاءات اللازمة لتنمية وخلق الثروة للشركات ذات فرص عالية للنمو (المؤسسات الناشئة) (ICOSIA CAPITAL Spa, 2021).

- الصندوق الاستثماري الجزائري (AIF):

أنشئ بتاريخ 29 فيفري 2020، يبلغ رأس مال شركة "صندوق الاستثمار الجزائري" 11 مليار دج، مكتتب بنسبة متساوية من قبل البنك الوطني الجزائري BNA والبنك الخارجي الجزائري BEA (57، p. COSOB, rapport annuel, 2020). تتمثل استراتيجية الشركة في الاستحواذ على حصص في شركات متوسطة الحجم ذات إمكانات نمو عالية، وتنشط في مختلف القطاعات في الجزائر.

- الصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة (ASF):

تم انشاء الصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة كشركة رأس مال استثماري لتمويل المؤسسات الناشئة بتاريخ 2 سبتمبر 2020، بشراكة بين 6 بنوك عمومية (بنك الجزائر الخارجي BEA، البنك الوطني الجزائري BNA، القرض الشعبي الجزائري CPA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنك CNEP banque، بنك التنمية المحلية BDL)، ورأس مال اجتماعي يقدر بـ 1,2 مليار دج، تمثل في 12000 سهم موزعة بمعدل 2000 سهم لكل مساهم (COSOB, rapport annuel, 2020, p. 57). أعلن عن انطلاقه الرسمي بالندوة الوطنية للمؤسسات الناشئة لجزيريا ديسمبر 2020، "يهدف هذا الصندوق لدعم وتمويل المؤسسات الناشئة، وتمكين الشباب الجزائري أصحاب المشاريع من تفادي البنوك وما ينجر عنها من ثقل الإجراءات البيروقراطية، وذلك بمنح الدعم والتمويل للمؤسسات الناشئة المتحصلة على التصنيف علامة" مؤسسة ناشئة" الى غاية مرحلة النضج كما أوضح المدير العام للصندوق.

2.4.1. الشركات غير متخصصة في نشاط رأس المال الاستثماري:

هي شركات تمارس نشاط رأس المال الاستثماري بالموازاة مع أنشطة مالية أخرى مقدمة من طرفها كقرض الايجار، قروض الاستثمار، الكفالات البنكية... الخ، وهي غير خاضعة لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة COSOB. وتمثل هذه الشركات في:

- الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف SOFINANCE:

هي شركة عمومية جاء انشاؤها ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها الحكومة الجزائرية تم اعتمادها من بنك الجزائر في 9 جانفي 2001 كشركة مساهمة برأس مال قدره 5 مليار دج ارتفع ليصل حاليا الى 10 مليار دج ممول من طرف الخزينة العمومية، تمارس كل الأنشطة المالية ماعدا الودائع (قرض الايجار، قروض الاستثمار طويلة ومتوسطة الاجل، المساهمة في رأس المال، الكفالات البنكية، خدمات استشارية) (بريش، 2007، صفحة 12). بالإضافة الى ذلك تقوم SOFINANCE بإدارة عشرة صناديق استثمارية ولائحة لحساب الخزينة العمومية.

تقوم الشركة بالمساهمة بخصص مالية في الأموال الخاصة للمؤسسات في طور الانشاء، التوسع، التحويل أو إعادة الهيكلة. حيث تضع الشركة حصصها الاجتماعية فيها لمدة منتهية محددة في ميثاق الشراكة، كما يلي:

نسبة التمويل: من 10 % الى 35 % من رأس مال الشركة، الحد الأقصى للمشاركة: 25 % من الأموال الخاصة، مدة المشاركة: من 3 سنوات الى 5 سنوات، الانسحاب: يكون من خلال البيع التجاري أو البورصة.

- الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM:

هي شركة استثمار أنشئت من خلال اتفاقية موقعة في أفريل 2004 بين وزارة المالية الجزائرية ونظيرتها السعودية، وقد باشرت أعمالها سنة 2008 برأس مال قدره 8 مليار دج مقدم مناصفة بين حكومة البلدين، وقد تم تحريره بالكامل. تهدف الشركة إلى تمويل أي نوع من الاستثمارات، وفي أي قطاع عن طريق إنجاز مشاريع جديدة أو أخذ مساهمات في شركات قائمة (الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار، 2021).

- الصندوق الوطني للاستثمار FNI:

هي مؤسسة مالية عمومية أنشئت في 7 ماي سنة 1963 بموجب القانون 63-165 تحت اسم "الصندوق الجزائري للتنمية CAD" مهمته الأساسية تمويل الاستثمارات الإنتاجية وتنفيذ الخطط والبرامج الاستثمارية المختلفة في سبيل تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية للبلاد، ساهمت في انشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العمومية والخاصة والمختلطة من خلال استثمارات المساهمة في رؤوس أموالها. مر هذا الصندوق بعدة تغييرات هيكلية كان آخرها في قانون المالية التكميلي لسنة 2011 تغيرت تسميته من "الصندوق الوطني للاستثمار - البنك الجزائري للتنمية FNI-BAD" الى "الصندوق الوطني للاستثمار FNI" حدد رأس ماله بـ 150 مليار دج، يهدف الصندوق الى ترقية المؤسسات ذات

القدرة العالية للنمو والابتكار. تدخل الصندوق يكون من خلال استثمارات الأسهم في رأس المال الاجتماعي لإنشاء وتطوير المؤسسات في إطار الشراكة مع المستثمرين المحليين و/أو الأجانب (الصندوق الوطني للاستثمار FNI، 2021).

5.1. الأنماط التمويلية لشركات رأس المال الاستثماري:

تساهم شركات رأس المال الاستثماري في تمويل المشاريع الاستثمارية في مختلف مراحل حياتها منذ انشائها الى غاية مرحلة النضج، وفيما يلي كفاءات تدخل شركات رأس المال الاستثماري (Abadi & Mairif, 2016, p. 10):

-رأس المال المخاطر: ويشمل تمويل المراحل الأولى من حياة المؤسسة، والذي يشمل:

- رأس مال الجدوى أو رأس مال الانطلاق: ويتمثل في رأس مال ما قبل الانشاء، حيث تتميز هذه المرحلة بالمخاطر المرتفعة. ويتدخل رأس المال لتغطية نفقات البحث وتطوير المنتج وفي الغالب عملية تجرته في السوق ومعرفة مدى الاقبال عليه.
 - رأس مال التأسيس: يتدخل رأس المال الاستثماري في بداية النشاط أي في السنوات الأولى من التواجد، حيث تكون في حاجة الى تمويل تنمية منتج، أو سوق أولي، أو تغطية نفقات تسويق المنتجات، أو البدء في الإنتاج.
- رأس مال النمو: يمولى مرحلة نمو وتطوير المؤسسة، حيث يكون المشروع في هذه المرحلة التمويلية قد بلغ مرحلة الإنتاجية أي توليد الإيرادات، ولكنه يقابل ضغوطا مالية تجعله يلجأ الى مصادر تمويل خارجية حتى يستطيع تحقيق آماله في النمو والتوسع، هذا النمو اما أن يكون داخليا (كزيادة قدراتها الإنتاجية أو التسويقية... الخ) أو خارجيا (كاستئجار مشروع، أو فرع جديد، أو تنويع أسواق، أو تصريف منتجات... الخ).

-رأس مال التحويل: يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأس مال المشروع أو تحويل مشروع قائم فعلا الى شركة قابضة مالية تسعى الى شراء عدة مشاريع قائمة وبالتالي خلال هذه المرحلة تهتم مؤسسات رأس المال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية والمالية في المشروع الى مجموعة جديدة من الملاك.

-رأس مال التصحيح أو الانهاض: يخصص هذا التمويل للصناعات القائمة والتي تمر بصعوبات مالية خاصة، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية اللازمة لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج الى انماض مالي فتأخذ شركة رأس المال الاستثماري بيدها حتى تعيد ترتيب امورها، وتستقر من جديد في السوق وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح.

2. أداء الشركات الممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر:

بعد التطرق لتعريف الشركات الممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر، سيتم في هذا الجزء اتباع المنهج الوصفي التحليلي، لتحليل نشاط كل الشركات وتقييم أدائها خلال الفترة 2017-2020، كالاتي:

1.2. أداء الشركتين "الجزائر استثمار" والشركة المالية الجزائرية للمساهمة **Finalep SPA**:

يوضح الجدول الموالي محفظة استثمارات كل من الشركتين "الجزائر استثمار" والشركة المالية الجزائرية للمساهمة Finalep Spa خلال الفترة المدروسة 2017-2020، وذلك من أجل رصد وتحليل تطور عدد المشاريع المساهم فيها من طرف الشركتين وحجم المبالغ المستثمرة من طرفيهما كل سنة.

الجدول رقم (1): محفظة استثمارات الشركة "الجزائر استثمار" والشركة Finalep Spa ما بين الفترة 2017-2020

(الوحدة: مليون دج)

2020		2019		2018		2017		مصدر رأس المال المستثمر
المبلغ	عدد المشاريع الممولة							
								<u>الأموال الخاصة للشركة:</u>
								- الجزائر استثمار
87	8	570,6	9	500,6	8	571,6	10	- المالية الجزائرية
1333,9	17	864,9	11	863,7	11	776,7	9	للمساهمة
								<u>صناديق الاستثمار</u>
								<u>الولائية</u>
								- الجزائر استثمار
17,7	4	247	4	147	3	195	5	- المالية الجزائرية
2948,5	37	2924	36	2461	31	1871	25	للمساهمة
								<u>رأس مال مختلط</u>
								- الجزائر استثمار
-	-	195	3	205	3	-	-	- المالية الجزائرية
-	-	-	-	-	-	-	-	للمساهمة
104,7	12	1012,6	16	852,6	14	766,6	15	مجموع الجزائر استثمار
4282,4	54	3788,9	47	3324,7	42	2647,7	34	مجموع المالية الجزائرية للمساهمة

المصدر: (COSOB, rapport annuel, 2018, 2019, 2020, pp. 35, 41, 54)

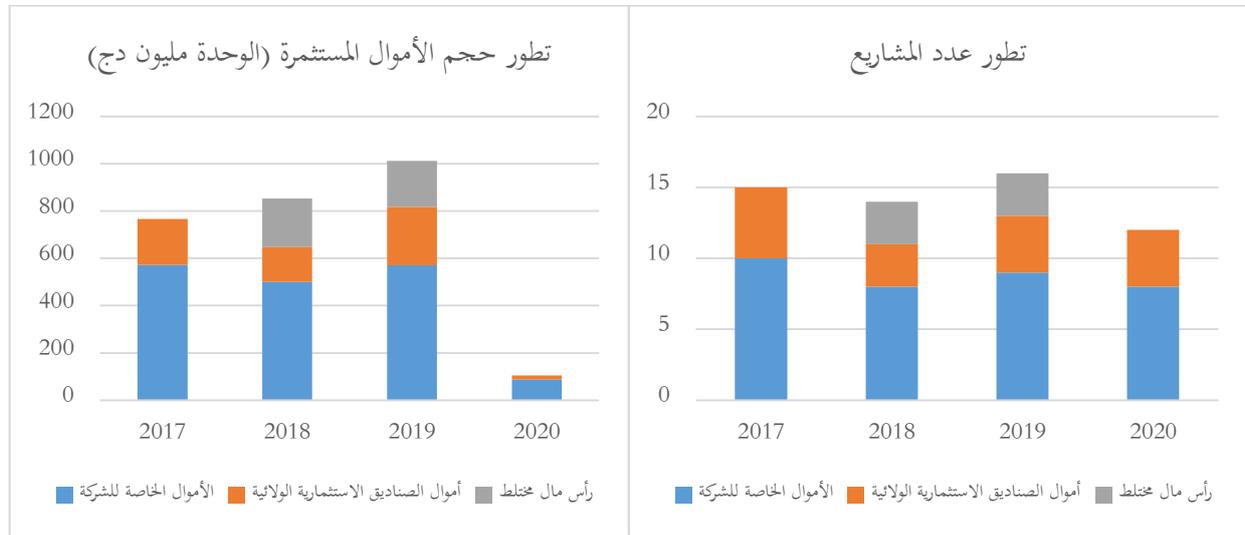
- تحليل نشاط الشركة "الجزائر استثمار":

يبدو من معطيات الجدول، انخفاض معتبر في عدد وحجم المشاريع الممولة من طرف الشركة "الجزائر استثمار" سنة 2020 مقارنة بسنة 2019، حيث سجلت سنة 2020 اثني عشر مشروعا في رأس مال المشاريع الممولة بقيمة اجمالية 104,7 مليون دج (مقارنة بـ 16 مشروعا بقيمة اجمالية 1012,6 مليون دج)، مولت الشركة ثمانية مشاريع من أموالها الخاصة بمبلغ قدره 87 مليون دج وهي بذلك استغلت نسبة 8,7 % من رأس مال الشركة وهي نسبة ضعيفة جدا، ومقارنة بما سمح لها القانون باستثماره وهو 15 % من الأموال الخاصة في المشروع الواحد - حسب المادة 17 من القانون 06-11- نجد أن هذا المبلغ تقريبا يساوي نصف المبلغ المسموح باستثماره في المشروع الواحد، هذا يدل على ضعف تسيير موارد الشركة المالية، وربما يرجع كذلك للظروف السائدة خلال هذه الفترة نتيجة الأزمة الصحية جائحة كوفيد-19 والتي كان لها التأثير الواضح على الاقتصاد ككل. بينما أربعة مشاريع الباقية كان تمويلها عن طريق أموال صناديق الاستثمار الولائية التي تقع تحت تسييرها بمبلغ 17,7 مليون دج وهو مبلغ زهيد جدا مقارنة بـ 12 مليار دج أي ما يمثل نسبة 0,15 % من رأس مال الصناديق.

تجدر الإشارة أن صناديق الاستثمار الولائية لها الحق في استثمار 50 مليون دج في المشروع الواحد ما تمثل نسبة 5% من رأس مال الصندوق حسب القانون، يعني أن مبلغ 17,7 مليون دج يمثل ما نسبته 8,85% من 200 مليون الذي هو نصيب المشاريع الأربعة من أموال الصناديق، هذا يدل على أن المشاريع التي مولت لم تصل فيها سقف المساهمة الى الحد الأدنى المنصوص عليه، هذه النتائج تنطبق على كامل فترة الدراسة 2017-2020 حيث أعلى نسبة استغلال أموال صناديق الاستثمار الولائية هي 2% من رأس مال الصناديق خلال سنة 2019، هذا يعني بقاء موارد العديد من الصناديق دون استغلال وتجميد أكثر من 11,5 مليار دج.

بالإضافة الى ذلك، وحسب ما ورد في آخر تقرير لـ COSOB أن الشركة حققت نتيجة مالية سلبية، أي أنها سجلت خسارة فمن أصل 16 مساهمة، 6 شركات فقط حققت نتائج إيجابية (COSOB, rapport annuel, 2020, p. 55)، وهذا يمكن تفسير سببه الاختيار غير الصائب للمشاريع أو ما يسمى الاختيار العكسي (أنظر (ولد عابد، و عابد، و صلواتشي، 2018)). والشكل الموالي يوضح تطور محفظة الشركة "الجزائر استثمار

الشكل (2): تطور محفظة الشركة الجزائر استثمار خلال الفترة 2017-2020



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم 1.

يظهر جليا من الشكل، أن عدد المشاريع الممولة ضعيف جدا حيث لم يتعدى 16 مشروعا خلال الفترة 2017-2020 بالرغم من تلقي الشركة العديد من طلبات تمويل الاستثمار حيث قدرت بـ 54 طلب تمويل خلال السداسي الأول لسنة 2020 و136 طلب خلال سنة 2019 (COSOB, rapport annuel, 2020, p. 55) وفي جميع مراحل حياة المؤسسة وفي قطاعات مختلفة. كما أن حجم الأموال المستثمرة كذلك لم تتعدى المليار دج خلال نفس الفترة. أفضل سنة كانت سنة 2019 حيث سجلت ارتفاعا معتبرا يقابله تزايد محتشما في عدد المشاريع الممولة. لكن تبقى حجم الأموال المستثمرة ضئيل جدا مقارنة بالموارد المالية التي تسيطر عليها الشركة الجزائر استثمار والصناديق الولائية التي تقع تحت تسييرها.

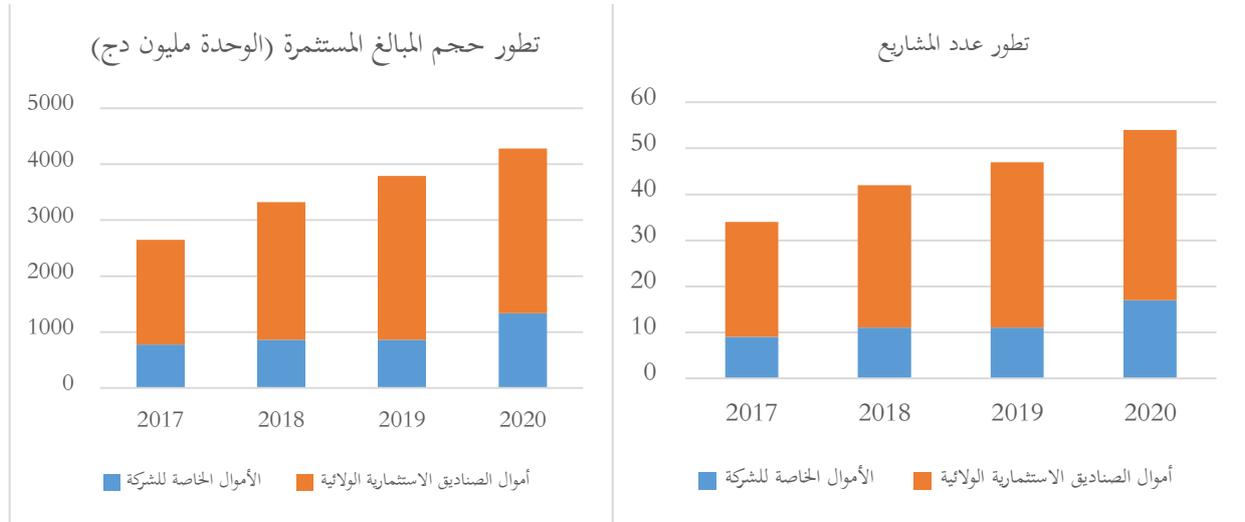
- تحليل نشاط الشركة "المالية الجزائرية للمساهمة Finalep Spa":

يظهر جليا من الجدول أعلاه، تزايد في عدد وحجم الأموال المستثمرة في المشاريع الاستثمارية من سنة الى أخرى خلال فترة الدراسة، حيث سجلت سنة 2020 زيادة بـ 7 مشاريع، مولت الصناديق الاستثمارية الولائية مشروعا واحدا في قطاع الصناعة بقيمة 24,5 مليون دج، في حين مولت الشركة من أموالها الخاصة 6 مشاريع تنشط في قطاع الصناعة والمواد الغذائية الفلاحية بقيمة اجمالية 469 مليون دج، لكن تبقى هذه المشاريع المقبولة من طرف الشركة في انتظار التأكيد من طرف المديرية العامة للخزينة (وزارة المالية). الملاحظ أن FINALEP استغل

أموالها الخاصة استغلالا جيدا، أما الموارد المالية لـ 10 صناديق ولائية والذي بلغ المبلغ المستثمر 2948,5 مليون دج سنة 2020 يمثل نسبة 29,5% من مجموع موارد الصناديق يعني بقاء أموال معتبرة دون استغلال.

استطاعت الشركة سنة 2019 -حسب ما ورد في آخر تقرير لـ COSOB- من تحقيق زيادة موجبة في النتيجة المالية لسنة 2019 بقيمة 49 مليون دج مقارنة بـ 44 مليون دج سنة 2018، وتجدر الإشارة أن الشركة استرجعت عافيتها في تحقيق نتائج إيجابية منذ السنة المالية 2016 وهذا راجع الى تحسن رقم أعمالها (COSOB, rapport annuel, 2020, p. 56). والشكل التالي يوضح تطور محفظة الشركة خلال الفترة المدروسة.

الشكل(3): تطور محفظة Finalep Spa للفترة (2010-2019)



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على الجدول رقم 2.

3.2. أداء الشركة ICOSIA Capital Spa:

اقتصرت نشاط الشركة خلال سنة 2018 -سنة الإنشاء- على استكمال الإجراءات الإدارية اللازمة لاستئناف الشركة لمهامها، بالإضافة الى استطلاع آراء بعض الشركات الصغيرة والمتوسطة الباحثة عن التمويل. في حين بلغ عدد المشاريع المقبولة قيد الدراسة سنة 2019، 6 مشاريع بقيمة اجمالية تقدر بـ 716 مليون دج، هذه المشاريع تخص مجالات التأمين، الصحة والصناعة والتي تتعلق بمختلف مراحل حياة المؤسسة: الإنشاء، التطوير، والتحويل.

أما سنة 2020، فقد وصل عدد المشاريع قيد الدراسة الى 13 مشروعا كلها في مرحلة الانشاء، تتعلق بمجالات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، الصحة، والصناعة. نهاية السداسي الأول من سنة 2020 قامت الشركة باستثمار واحد فقط في رأس مال شركة في مرحلة الانشاء تعمل في المجال الصناعي وذلك بالتزام مالي قدره 29,4 مليون دج ما يمثل نسبة 49% من رأس مال الشركة المنشئة. في حين أن السداسي الثاني من سنة 2020 لم تساهم الشركة في أي استثمار بسبب توقف نشاطها بسبب عدم استلامها للمعدات اللازمة لمواصلة أشغالها وهذا راجع للظروف التي عاشها العالم والجزائر خصوصا بسبب الأزمة الصحية -جائحة كوفيد 19-.

وحسب ما ورد في آخر تقرير للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB يشير الى أن الشركة تواصلت في تسجيل خسائر بسبب عدم توفر محفظة مالية كافية ومتوازنة من المساهمات، مما يمكنها من توليد أرباح قادرة على تغطية نفقات التشغيل، في حين أن معظم الدخل مصدره الوداع لأجل المودعة في المؤسسات المالية والأنشطة ذات الصلة (COSOB, rapport annuel, 2020, p. 56).

4.2. أداء الصندوق الاستثماري الجزائري والصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة:

حسب ما ورد في تقرير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB أن الصندوقان لم يقوما بأي مساهمة خلال سنة 2020، بينما اقتصر نشاطهما فقط على استكمال الإجراءات القانونية والإدارية اللازمة لاستئناف العمل (COSOB, rapport annuel, 2020).

5.2. أداء الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف SOFINANCE:

تجدر الإشارة أن الشركة تمارس نشاط رأس المال الاستثماري ضمن مجموعة من الأنشطة المالية الأخرى، لذا كان الهدف تحليل نشاط الشركة Sofinance خلال فترة الدراسة، وذلك من خلال رصد تطور حجم الأموال المساهم بها في رأس مال المشاريع وكذا حجم استثماراتها الأخرى، للوقوف على نسبة رأس المال الاستثماري من مجموع استثماراتها، والجدول والشكل المواليين يوضحان ذلك:

الجدول رقم (2): مساهمات الشركة SOFINANCE في رأس مال المشاريع خلال فترة 2017-2019

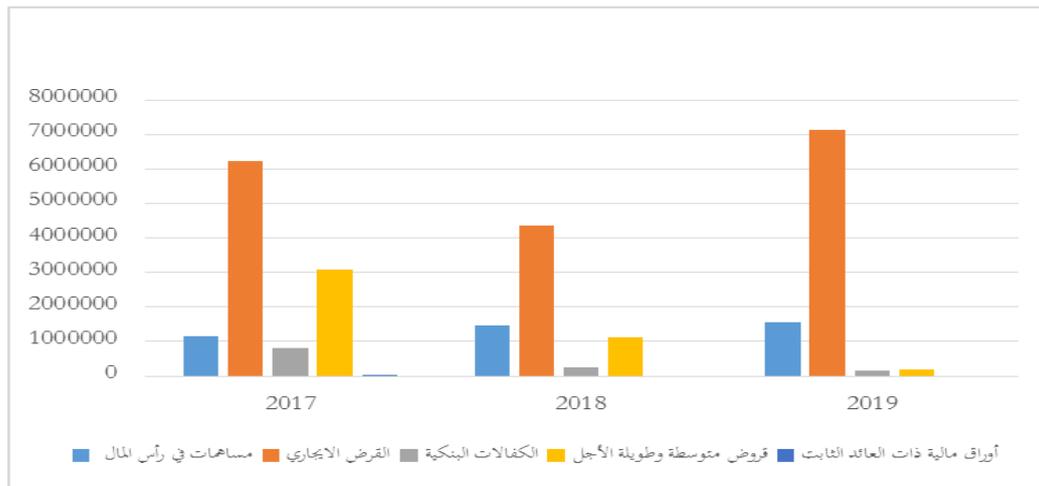
(الوحدة: ألف دج)

2019	2018	2017	مصدر الأموال المستثمرة
1563937	1463937	1163937	الأموال الخاصة للشركة
950580	777580	777580	أموال صناديق الاستثمار الولائية
2514517	2241517	1941517	المجموع
12,18	15,45	-	نسبة التغير %

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على معلومات الشركة

ويمكن توضيح استثمارات الشركة ككل خلال فترة الدراسة في الشكل رقم (4) التالي:

الشكل (4): استثمارات SOFINANCE خلال الفترة 2017-2019



المصدر: من اعداد الباحثين بناء على معلومات الشركة

يبدو من معطيات الجدول والشكل، أن الشركة SOFINANCE حققت تطورا في نشاط رأس المال الاستثماري خلال فترة الدراسة 2017-2019 لكن بنسب نمو منخفضة، يمثل نشاط رأس المال الاستثماري سنة 2019 نسبة 17 % فقط من مجموع استثماراتها، يأتي

في المرتبة الثانية بعد قروض الایجار التي استحوذت على حصة الأسد من استثمارات الشركة بنسبة 79 ٪. من خلال هذه النتائج يمكن استنتاج أن قرض الایجار استطاع جذب اهتمام المستثمرين أكثر من التمويل برأس المال الاستثماري، يرجع هذا الى سهولة إجراءات التمويل بالإيجار، وكذلك الى ذهنية المستثمر وطريقة تفكيره كون المؤجر دائما مؤقتا وبالتالي يكون أكثر أريحية في التعامل معه عكس التمويل المشارك في رأس المال.

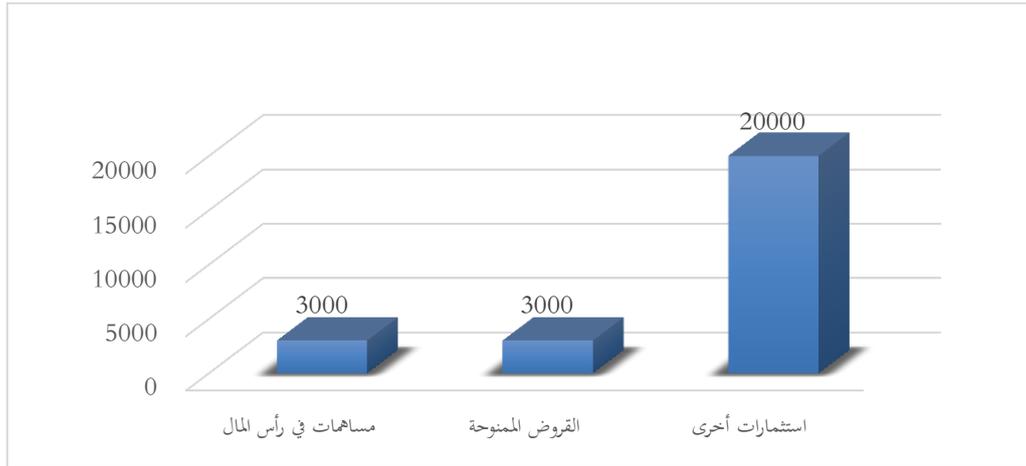
استطاعت SOFINANCE الى غاية سنة 2019 المشاركة في رأس مال 14 مشروعا، كلها كانت في طور الانشاء ركزت الشركة على التمويل برأس المال المخاطر وذلك للاستفادة من الميزات الجبائية الممنوحة من طرف الدولة الجزائرية في هذا الإطار. توجهت المشاريع الممولة الى مختلف القطاعات الاقتصادية حظي فيها قطاع الصناعة بالنصيب الأكبر بنسبة 57 ٪ من اجمالي المشاريع.

6.2. أداء الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM:

منذ بداية نشاطها الى غاية سنة 2019 جسدت ASICOM عدة عمليات استثمارية في قطاعات مختلفة، وذلك بصفة انفرادية أو بالشراكة مع الغير (بنوك، أشخاص طبيعيين، القطاع الخاص، شركات مالية). تتكون المحفظة الاستثمارية للشركة من 9 مشاريع حيث دخلت البعض منها في النشاط والبعض الآخر لا يزال في طور التنفيذ. (الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار، 2021)

الشكل (5): نشاط الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM خلال سنة 2019

(الوحدة: مليون دج)



المصدر: من اعداد الباحثين بناء على: (الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار، 2021)

يظهر جليا من الشكل، أن استثمارات الشركة في رأس مال المشاريع الاستثمارية الى غاية 2019 يقدر بـ 3 مليار دج، أي بنسبة 11,5 ٪ من مجموع استثماراتها، حيث تتميز محفظة استثمارات الشركة بتنوع القطاعات الاقتصادية استحوذ قطاع الخدمات فيها على النسبة الأكبر من مجموع المشاريع بنسبة تقارب 67 ٪ تتمثل هذه الخدمات في خدمات سياحية، خدمات مالية، خدمات تجارية. بينما نسبة مساهمة ASICOM في المشاريع الاستثمارية فيوجد بعض المشاريع فاقت نسبة المساهمة فيها 49 ٪ من رأس مال المشروع الممول كون الشركة غير متخصصة في نشاط رأس المال الاستثماري وبالتالي فهي لا تخضع للقانون 06-11 والذي تنص المادة 18 منه على عدم تجاوز هذه النسبة في المشروع الواحد، الأمر الذي فتح المجال أمام الشركة لممارسة نشاط رأس المال الاستثماري بكل أريحية ومرونة والاستجابة للاحتياجات التمويلية.

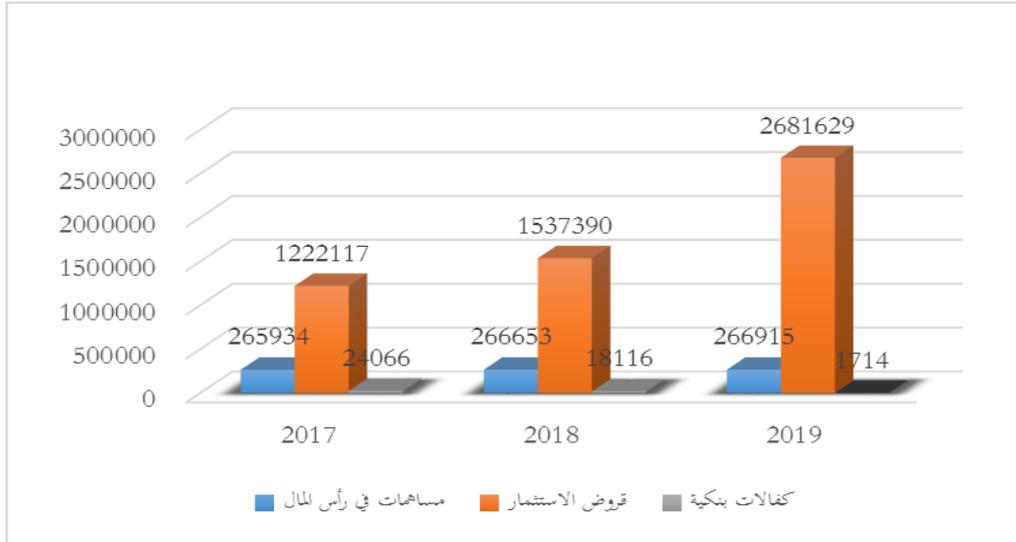
7.2. أداء الصندوق الوطني للاستثمار FNI:

يمارس الصندوق الوطني للاستثمار نشاط رأس المال الاستثماري من خلال أخذ مساهمات في رأس مال الشركات التي هي في طور الإنشاء، التطوير أو إعادة الهيكلة، وفق شروط محددة من بينها: عدم تجاوز نسبة المساهمة 34 ٪. لكن يمكن تجاوز هذه النسبة في حالة المشاريع العمومية،

ويكون الشكل القانوني للشركة الممولة شركة ذات أسهم، كما يجب أن يندرج المشروع الاستثماري في إحدى القطاعات التالية: أي نشاط لإنتاج السلع والخدمات مع استثناء أنشطة التجارة والزراعة، تكنولوجيا المعلومات والاتصالات والابتكار التكنولوجي، البناء والأشغال العمومية، السياحة، الصناعات الغذائية، الصناعات والمقاولات الصناعية، الطاقات المتجددة، الخدمات المالية، النقل واللوجستيك، أما المشاريع المدرجة في مجالات التجارة، البيع على الحالة والترقية العقارية ليست مؤهلة للتمويل من طرف الصندوق الوطني للاستثمار.

الشكل (6): نشاط الصندوق الوطني للاستثمار FNI خلال الفترة 2017-2019

(الوحدة: مليون دج)



المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على (الصندوق الوطني للاستثمار FNI، 2021)

يبدو من الجدول توجه الصندوق الوطني للاستثمار للمشاركة في رأس مال المشاريع الاستثمارية بمبالغ جد معتبرة وهذا يرجع الى الموارد الضخمة التي سخرتها له الدولة الجزائرية، يبدو من الشكل أن المبالغ المستثمرة في شكل أخذ مساهمات ثابتة تقريبا خلال فترة الدراسة 2019-2017. لكن بمقارنة الأموال المستثمرة في نشاط رأس المال الاستثماري مع الأنشطة المالية الأخرى التي يقوم بها الصندوق نجد أن نشاط المساهمة في رأس المال خلال سنة 2019 لا تتجاوز نسبة 9% من مجموع استثمارات الصندوق، يعني أن الصندوق يركز على قروض الاستثمار المتوسطة والطويلة الأجل أكثر من الأنشطة المالية الأخرى. ساهم الصندوق الوطني للاستثمار في رأس مال 10 مؤسسات: رونو الجزائر انتاج، الجزائرية القطرية للصلب، أكسا الجزائر للتأمين، تالا الجزائر للتأمين، مجمع كوسيدار (COSIDER, DJEZZY OTA, ... FNI, 2018, p. 15)

3. تقييم سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر

1.3 مصدر الأموال المستثمرة في شكل رأس المال الاستثماري في الجزائر:

حدد قانون شركات رأس المال الاستثماري الموارد المالية الأساسية المشكلة لرأس مال هذه الشركات أنها تتمثل في رأس مال الشركة، الاحتياطيات، وغيرها من الأموال الخاصة، الأموال الشبه الخاصة التي تشمل الموارد الممنوحة من الغير لاستثمارها، والأموال العامة الممنوحة من قبل الدولة المنتجة لسلع وخدمات وكذلك الهبات (الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 42، 2006).

لكن ما هو ملاحظ في عملية جمع الأموال من طرف شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر أنها تتميز بنوع من الخصوصية، حيث تمثل الدولة المساهم الرئيسي لرأس مال هذه الشركات على عكس الدول الأوروبية والانجلوسكسونية أين عملية جمع الأموال يساهم فيها مؤسسات مالية

(بنوك، صناديق التقاعد، شركات التأمين...) بنسبة كبيرة، كذلك تعاني هذه الشركات من نقص في الموارد المالية التي توظفها في المشاريع الاستثمارية، في حين سخرت لها الحكومة موارد كبيرة من خلال الصناديق الولائية والصندوق الوطني للاستثمار FNI. والشكل التالي يوضح ذلك:

الجدول (3): مصدر الأموال المستثمرة في شكل رأس المال الاستثماري في الجزائر

المساهمون في رأس مال				رأس المال (مليار دج)	الشركة
شركات اقتصادية	المستثمرون الأجانب	الخزينة العمومية	بنوك عمومية		
-	-	-	1	1	الجزائر استثمار
-	-	-	1,2	1,2	Finalep Spa
1,5	-	-	-	1,5	ICOSIA CAPITAL
-	-	-	11	11	الصندوق الاستثماري الجزائري
-	-	-	1,2	1,2	الصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة
-	-	10	-	10	SOFINANCE
-	4	4	-	8	ASICOM
-	-	48	-	48	الصناديق الولائية
-	-	150	-	150	FNI
1,5	4	212	14,4		مجموع المساهمات (مليار دج)
0,65	1,7	91,4	6,2		نسبة المساهمة (%)

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على معلومات الشركات

يظهر جليا من خلال الجدول أعلاه، أن 97,6 % من الموارد المالية المجمعة بغرض استثمارها في رأس مال المشروعات الاستثمارية هي ذات مصدر حكومي، حيث توجد ستة بنوك عمومية وهي: BNA, BADR, BDL, CNEP-Banque، BEA، CPA في رأس مال أربع شركات رأس مال استثماري وهي: الجزائر استثمار، Finalep Spa، الصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة، الصندوق الاستثمار الجزائري بمبلغ إجمالي قدره 14,4 مليار دج. وهذا راجع الى ضعف النظام البنكي الجزائري الذي يغلب عليه سيطرة البنوك العمومية.

كذلك قدمت الخزينة العمومية مواردها المالية لشركتين هما ASICOM، SOFINANCE، علاوة على ذلك الأموال الضخمة التي وضعتها تحت تصرف 48 صندوقا ولائيا والصندوق الوطني للاستثمار FNI. أما المستثمرون الأجانب فهي دولة السعودية التي تحوز نسبة

50 % من رأس مال الشركة ASICOM، أما الشركات الاقتصادية فهي تتمثل في شركة MADAR Holding التي تستحوذ بنسبة 100 % على رأس مال الشركة ICOSIA CAPITAL Spa.

2.3. حجم الأموال المستثمرة من إجمالي سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر

قامت الشركات الممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري بأخذ مساهمات في رأس مال العديد من المشاريع الاستثمارية، رغم هذا يلاحظ تباين في حجم هذه الأموال المستثمرة خاصة الصندوق الوطني للاستثمار FNI، وهذا راجع لحجم الموارد التي تسييرها كل شركة ومدة تواجدها في سوق رأس المال الاستثماري الجزائري. والشكل الموالي يوضح حجم الأموال المستثمرة من سوق رأس المال الاستثماري.

الجدول رقم (4): مجموع الأموال المستثمرة من سوق رأس المال الاستثماري في سنة 2019

المبالغ المستثمرة في شكل أخذ مساهمات (مليار دج)	مجموع الموارد المالية الموضوعة تحت تصرفها (مليار دج)	الشركة
1,0126	*13	الجزائر استثمار
3,7889	*11,2	Finalep Spa
0	1,5	ICOSIA CAPITAL
2,5145	*20	SOFINANCE
3	8	ASICOM
10,316	65,9	المجموع

* بما فيها أموال الصناديق الولائية الخاضعة لتسييرها.

المصدر: من اعداد الباحثين بناء على المعلومات السابقة

الملاحظ من الجدول أعلاه، أن سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر يتميز بضعف واضح في قيمة المبالغ المستثمرة في رأس مال المشاريع التي تم تمويلها - ما عدا الصندوق الوطني للاستثمار FNI-، حيث أن مجموع الأموال المستثمرة في شكل أخذ مساهمات في رأس مال المشاريع الممولة للشركات الأربعة بما فيها أموال الصناديق الولائية الخاضعة تحت تسييرها تساوي 10316 مليون دج، تحتل الشركة SPA FINALEP المرتبة الأولى بنسبة 36,7 %، هذا الضعف في حجم الأموال المستثمرة راجع بشكل أساسي الى عوامل وأسباب مرتبطة بالمشاريع الصغيرة والمتوسطة مثل الطابع العائلي لهذا النوع من المشاريع، واعتمادها على السوق الموازية وبالتالي مشاركة شركات رأس المال الاستثماري لها يتطلب الشفافية والمصادقية وتوثيق المعاملات. ربما كذلك تحفظ هذه الشركات على الاستثمار في العديد من المشاريع راجع الى فكرة المشروع وقدرته على خلق القيمة، بالإضافة الى بعض الشروط التي تضمنها القانون 06-11 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري منها تحديد سقف 15 % من أموالها الخاصة كمساهمة في رأس مال مؤسسة واحدة، كما لا يجوز أن تحوز على أكثر من 49 % من رأس مال المؤسسة الممولة.

3. النتائج ومناقشتها :

قامت الدولة الجزائرية بإنشاء العديد من شركات رأس المال الاستثماري، كان آخرها الصندوق الاستثماري الجزائري والصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة سنة 2020. وذلك في سبيل دفع حركة التنمية الاقتصادية من خلال تشجيع الاستثمار في المجالات الواعدة والابتكارية، وتخفيف الشباب المقاوم لتحقيق طموحاته. لكن رغم الجهود المبذولة من طرف الحكومة الجزائرية مازال هذا السوق لم يرق للمستوى المطلوب بسبب العديد من العقبات والتحديات التي حالت دون تحقيق الغاية من انشائه.

من خلال ما تقدم، توصلت الدراسة الى جملة من النتائج:

- يمثل رأس المال الاستثماري بديلا تمويليا هاما لتمويل المشاريع الاستثمارية خاصة الناشئة منها، خلال جميع مراحل حياتها خصوصا المرحلة المبكرة من حياتها والتي تتميز بارتفاع المخاطر وغياب الضمانات اللازمة.

- يتميز سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر بضعف واضح في قيمة المبالغ المستثمرة في رأس مال المشاريع التي تم تمويلها - ما عدا الصندوق الوطني للاستثمار FNI - مقارنة مع ما وفرته الدولة من موارد مالية هامة وضعتها تحت تصرفها، حيث أن سنة 2019 بلغ مجموع الأموال المستثمرة في شكل أخذ مساهمات في رأس مال المشاريع لكل الشركات الممارسة للنشاط بما فيها أموال الصناديق الولائية الخاضعة تحت تسييرها تساوي 10,316 مليار دج.

- سجلت الشركات الممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري ضعف ملحوظ في عدد المشاريع وحجم الأموال المستثمرة في شكل أخذ مساهمات خلال فترة الدراسة 2017-2020.

- بقاء أموال معتبرة جدا دون استغلال من أموال الصناديق الولائية الخاضعة لتسيير شركات رأس المال الاستثماري، حيث استغلت الشركة الجزائرية استثمار نسبة 0,15% فقط من مجموع أموال 12 صندوق ولائي، أما الشركة Finalep Spa فقد استغلت ما نسبته 29,5% فقط من مجموع أموال 10 صناديق ولائية سنة 2020، بينما استغلت الشركة Sofinance نسبة 9,5% فقط من مجموع أموال 10 صناديق ولائية.

- قلة عدد الشركات الممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر (8 شركات فقط ممارسة للنشاط) أدى الى تأخر تطور سوق رأس المال الاستثماري وعدم تحقق الغاية من نشوئه في تنويع مصادر تمويل المشاريع ودفع عجلة التنمية الاقتصادية.

- ضعف المبالغ المستثمرة في شكل مساهمات في رأس مال المشاريع مقارنة بالأموال الممنوحة في إطار قروض الاستثمار أو قروض ايجار، حيث يمثل نشاط رأس المال الاستثماري ما نسبته 17%، 11,5%، 9% فقط من مجموع استثمارات الشركات Sofinance، Asicom، FNI على الترتيب.

- 97,6% من الأموال المجمعة بغرض استثمارها في رأس مال المشاريع ذات مصدر عمومي. وهو ما لا يتماشى مع متطلبات صناعة رأس المال الاستثماري في العالم، أين عملية جمع الأموال يساهم فيها مؤسسات مالية كشركات التأمين، وصناديق التقاعد... الخ

- حققت الشركتين المتخصصتين في نشاط رأس المال الاستثماري "الجزائر استثمار" والشركة ICOSIA CAPITAL نتائج مالية سلبية وهذا راجع الى الاختيار غير الصائب للمشاريع الممولة، في المقابل كان أداء الشركة Finalep Spa جيد حيث استرجعت عافيتها في تحقيق نتائج إيجابية منذ سنة 2016.

- عدم توفر بورصة نشطة في الجزائر أحد أسباب تعطل تطور سوق رأس المال الاستثماري، لأن تحقق هذا الأخير يرجع الى توفر ميكانيزمات للخروج أو الانسحاب من المشروع بعد انتهاء المدة والبورصة تعد أنسب سبيل لذلك.

- يعتبر الإطار القانوني المنظم لعمل شركات رأس المال الاستثماري أحد معوقات تطور نشاطها، حيث حققت الشركات الممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري لكن غير متخصصة فيه أداء أفضل من الشركات المتخصصة في النشاط كونها تتميز بالمرونة في المساهمة في رأس مال المشاريع دون أن تخضع لشروط القانون 06-11 والذي يشترط عدم تجاوز نسبة التمويل 15% من الأموال الخاصة لشركة رأس المال الاستثماري في المشروع الواحد، وعدم تجاوز نسبة المشاركة في رأس المال نسبة 49% من رأس مال المشروع.

- غياب وجود جمعية مهنية تضم المتخصصين في المهنة على غرار العديد من الدول ومنها الجارة المغرب، تكون وظيفتها جمع المعلومات حول نشاط هذه الصناديق الاستثمارية، ورصد تطورها بصفة دورية.

الخلاصة:

سعت هذه الدراسة بشكل عام الى ابراز واقع نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر وتقييم فعاليته في تمويل المشاريع الاستثمارية كونه مصدرا تمويليا هاما أخذ مكانته في العالم. وذلك من خلال تحليل نشاط شركات رأس المال الاستثماري وتقييم أدائها خلال الفترة 2017-2020. من خلال ما تم تقديمه في هذا البحث تم التوصل الى الاستنتاجات الرئيسية التالية:

- نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر لا يزال في مراحله الأولى من التطور ولم يرتق مستوى النجاح المنتظرة منه لتحقيق الغاية من نشأته في تنوع مصادر التمويل والنهوض بالاقتصاد الوطني، بسبب الضعف الملحوظ في عدد وحجم الأموال المستثمرة في رأس مال المشاريع الممولة خلال الفترة المدروسة، تحقيق الشركات المتخصصة في رأس المال الاستثماري في الجزائري لنتائج سلبية ماعدا الشركة Finalep Spa التي استعادت عافيتها لتحقيق نتائج إيجابية منذ سنة 2016. وبالتالي نرفض الفرضية الثانية. كذلك خلصت الدراسة الى ضعف الهيكل المؤسساتي لسوق رأس المال الاستثماري، وأن الدولة لا تزال هي المساهم الرئيسي في رأس مال جل الشركات الممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري ومن هنا نرفض الفرضية الأولى. كذلك تفضيل المستثمرين الجزائريين لمصادر التمويل التقليدية (قروض الاستثمار، قروض الايجار) مقارنة برأس المال الاستثماري وهذا راجع لخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر الذي يغلب عليها الطابع العائلي ورفض تدخل طرف أجنبي في قراراتها واعتمادها على السوق الموازية لذلك نرفض الفرضية الثالثة.

ولمواجهة التحديات التي تقف في وجه تطور سوق رأس المال الاستثماري، حاولت الدراسة تقديم المقترحات التالية:

- تنوع مصادر جمع الأموال من المستثمرين المؤسساتيين الأمر الذي يساعد على التسيير الجيد لشركات رأس المال الاستثماري وتحسين عملية اتخاذ القرارات.

- ان تطور سوق رأس المال الاستثماري يعتمد على توفر إطار قانوني وجبائي ملائم يعطي مرونة أحسن لعمل الشركات الممارسة للنشاط، ويقدم الحوافز المالية والضريبية المشجعة.

- توفير هيكل مؤسساتي مناسب لنشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر الذي من شأنه أن يساهم في تطوير هذا السوق.

- تأسيس جمعية مهنية مستقلة تضم المتخصصين في مهنة رأس المال الاستثماري وذوي خبرة في المجال تعنى بدراسة تطور سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر من خلال جمع البيانات والاحصائيات واجراء التحليلات والدراسات السوقية ونشرها، الترويج للمهنة لدى المستثمرين المؤسساتيين ورجال الأعمال، والتأكيد على الأثر الأخلاقي الاجتماعي والاقتصادي لهذا التمويل.

- نشر الوعي والثقافة المالية بشأن هذه الآلية.

المراجع والاحالات:

- 1- Abadi, M., & Mairif, A. (2016). le capital investissement: une voie de financement alternatif. *journal des etudes economique contemporaines N 1*, 8-14.
- 2- AFIC. (2016). plaqueette-présentation-AFIC, Qu'est-ce que le capital *investissement?* Consulté le 08 25, 2021, sur Association française des investisseur en capital: <https://www.franceinvest.eu/>
- 3- COSOB. (2018, 2019, 2020). *rapport annuel*. Alger: COSOB.
- 4- COSOB. (2020). *rapport annuel*. Alger: COSOB. Récupéré sur www.cosob.org
- 5- Demaria, c. (2020). *introduction to private equity, debt and real assets*. United Kingdom: John Wiley & sons Ltd.

- 6- FINALEP . تاريخ الاسترداد 06 01، 2021، من المالية *FINALEP* المالية الجزائرية للمساهمة. (2021). *المالية الجزائرية للمساهمة* FINALEP: www.finalep.dz
- 7- FNI. (2018). *rapport annuel*.
- 8- ICOSIA CAPITAL Spa. (2021). *ICOSIA CAPITAL SPA*. Consulté le 07 30, 2021, sur <https://www.icosia.com/>
- 9- Règlements COSOB. (2014, 06 17). instruction n°14-01 du 17 juin 2014. Alger.
 - 10- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 05. (21 01، 2009). القرار المؤرخ في 27 ديسمبر 2008.
 - 11- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 09. (11 02، 2008). المرسوم التنفيذي 08-56.
 - 12- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 25. (19 04، 2017). نظام رقم 04-16 المؤرخ في 25 أكتوبر 2016.
 - 13- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم . (10 05، 2009). 28. القرار المؤرخ في 14 مارس . 2009
 - 14- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 42. (24 06، 2006). القانون 06-11 المتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.
 - 15- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 44. (22 07، 2009). الامر 09-01 المتضمن لقانون المالية التكميلي لسنة 2009.
 - 16- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 45. (31 07، 2016). المرسوم التنفيذي رقم 205-16 المؤرخ في 25 جويلية 2016.
 - 17- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية رقم 47. (22 08، 2010). الأمر 30 ماي 2010.
- 18- الجزائر استثمار. (2021). *eldjazair-istithmar*. تاريخ الاسترداد 06 01، 2021، من [eldjazair-istithmar: https://www.eldjazair-istithmar.dz](https://www.eldjazair-istithmar.dz)
- 19- السعيد بريش. (2007). رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-دراسة حالة شركة SOFINANCE. *مجلة الباحث*، عدد 5، 7-14.
- 20- الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار. (2021). *الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM*. تاريخ الاسترداد 08 19، 2021، من [/https://www.asicom.dz](https://www.asicom.dz)
- 21- الصندوق الوطني للاستثمار FNI. (18 08، 2021). *الصندوق الوطني للاستثمار*. (الصندوق الوطني للاستثمار FNI، المنتج) تم الاسترداد من <https://www.fni.dz/notre-histoire>
- 22- عمر ولد عابد، نصيرة عابد، و هشام سفيان صلواتشي. (2018). حوكمة التمويل برأس المال المخاطر-دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر. *مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة* رقم 8، 101-124.