

دور رأس المال الاستثماري في تمويل المؤسسات الناشئة: (دراسة حالة شركة FINALEP)

The role of venture capital in financing startups (a case study of FINALEP)

د. مصطفى مبروك شافية

جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي (الجزائر)

[chazadz04@gmail.com](mailto:hazadz04@gmail.com)

تاريخ النشر: 2024/05/02

د. نعورور علي

جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي (الجزائر)

ali-naroura@univ-eloued.dz

تاريخ القبول: 2024/03/17

د. فرحات كلثوم*

جامعة الشهيد حمه لخضر الوادي (الجزائر)

ferhat-kelthoum@univ-eloued.dz

تاريخ الإستلام: 2024/03/05

ملخص:

تهدف الدراسة إلى استكشاف دور رأس المال الاستثماري في تمويل المؤسسات الناشئة، حيث يعد التمويل أحد الجوانب الأساسية في إنشاء وتشغيل وتوسيع المؤسسات الناشئة، سواء كانت صغيرة أو متوسطة الحجم، وتركز الدراسة على تلبية احتياجات هذه المؤسسات المالية لتمكينها من ممارسة أنشطتها وضمان استمراريتها في السوق، وبالتالي، فإن تطوير أدوات التمويل يعتبر أمرا بالغ الأهمية للمالين والمستثمرين. وتم اختيار الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP لدراسة نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر، حيث تمت دراسة نشاط الشركة باستخدام المنهج الوصفي. وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج، منها وجود تأثير إيجابي لتقنيات التمويل المستخدمة من قبل FINALEP على المؤسسات الناشئة. بالإضافة إلى تقديمها لعمليات تمويل بميزانيات كبيرة، تقدم الشركة أيضا خدمات استشارية ومتابعة للمؤسسات الناشئة عبر نشاطها في مجال الهندسة المالية.

الكلمات المفتاحية: رأس المال الاستثماري، مؤسسة ناشئة، رأس مال التنمية، رأس مال المخاطر، FINALEP.

تصنيفات JEL: M13; G24.

Abstract:

The study aims to explore the role of venture capital in financing startups, as financing is one of the fundamental aspects in establishing, operating, and expanding startups, whether small or medium-sized. The study focuses on meeting the financial needs of these institutions to enable them to engage in their activities and ensure their continuity in the market. Therefore, the development of financing tools is of great importance to financiers and investors. The Algerian-European Financial Contribution Company (FINALEP) was selected to study the activity of venture capital in Algeria, with the company's activity being studied using a descriptive approach. The study has yielded several results, including the positive impact of the financing techniques used by FINALEP on startups. In addition to providing financing operations with substantial budgets, the company also offers consultancy and monitoring services to startups through its activities in financial engineering.

Keywords: Venture Capital, start-up, development capital, risk capital, FINALEP.

JEL Classification: M13; G24.

* المؤلف المرسل.

دور رأس المال الاستثماري في تمويل المؤسسات الناشئة (دراسة حالة شركة finalep)

1. مقدمة:

إن تطور ونمو المؤسسات والمشروعات الاستثمارية الناشئة يعتمد على قدرتها على التكيف مع التحولات البيئية والاجتماعية المحيطة بها، والحصول على التمويل اللازم يلعب دورا أساسيا في ضمان استمراريتهما ونجاحهما، وغالبا ما تكون الموارد الخاصة غير كافية لتغطية احتياجاتها، عبر مراحل نشاطها خاصة المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية التجديدية والتوسعية، ما جعلها تتخبط في العديد من المشاكل والصعوبات التمويلية مما يجعلها تلجأ إلى التمويل الخارجي لتجاوز التحديات المالية. ووفقا لذلك ظهرت طرق وتقنيات وأدوات لمواجهة هذه المخاطر، حيث في السنوات الأخيرة، ظهر التمويل الاستثماري كبديل جديد وفعال للتمويل التقليدي، حيث يعتمد هذا النوع من التمويل على المشاركة في الربح والخسارة.

ويكون دور رأس المال الاستثماري مهما في المراحل الأولية للمشاريع الناشئة، حيث يتوفر لديها فرص عالية للعائد المالي، ولكن مع تناقص المخاطر وزيادة القدرة على التمويل الذاتي، يتحول دور رأس المال الاستثماري تدريجيا لصالح مصادر التمويل التقليدية. وباعتبار أن الجزائر تشهد نموا معتبرا للمؤسسات الاستثمارية، فرأس المال الاستثماري يسهم في دعم هذه المؤسسات وتمكينها من تحقيق أهدافها، لاسيما بالنظر إلى الدعم الشامل الذي يقدمه من الجوانب المالية والتقنية.

بناء على ما سبق فإن الإشكالية التي نسعى إلى بلورتها، يمكن حصرها في طرح التساؤل التالي:

ما دور رأس المال الاستثماري في تمويل المشاريع الناشئة في الجزائر؟.

1.1. أهداف الدراسة: تهدف من خلال الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف كالتالي:

- استعراض أساسيات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الناشئة؛
- التعرف على رأس المال الاستثماري والمؤسسة الناشئة في الجزائر؛
- الاستفادة من تجربة شركة FINALP:

1.2. أهمية الدراسة: تبرز أهمية الدراسة من خلال تحديد مكانتها النظرية والميدانية على النحو التالي:

- على المستوى النظري: يعد موضوع حاضرات الأعمال والمؤسسات الناشئة مهما وحديثا في الأدبيات النظرية والتطبيقية وتسلط الضوء على ترابطهما، يثري المادة العلمية.
- على المستوى الميداني: في الجزائر، المؤسسات الناشئة تعتبر بديلا مهما للاعتماد على الربح النفطي، ودور حاضرات الأعمال في ترقيتها يتطلب تحليل وتقديم حلول فعالة.

3.1. منهج الدراسة: تم اعتماد المنهج الوصفي في دراسة الموضوع لتحقيق الهدف البحثي والرد على الإشكالية المطروحة وذلك لضمان الإحاطة الشاملة بجوانب الموضوع وتوضيح مفاهيم الدراسة الأساسية، مما يعزز فهم أهميتها وتوضيح مسار البحث.

وفي محاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة تستوقفنا تقسيم الدراسة إلى:

المحور الأول: مفاهيم أساسية حول رأس المال الاستثماري والمؤسسات الناشئة

المحور الثاني: دراسة حالة شركة finalep

2. مفاهيم أساسية حول رأس المال الاستثماري والمؤسسات الناشئة

1.2. ماهية رأس المال الاستثماري

اختلفت وتعددت التعاريف المقدمة لصناعة رأس المال الاستثماري بتعدد الجمعيات المهنية* المهتمة بجمع المعلومات حول هذه التقنية في البلدان التي تعنى بها، وقد اتفقت في مجملها على أن رأس المال الاستثماري هو صناعة خاصة لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تسمى شركات رأس المال الاستثماري. ويمكن تعريفه كالتالي:

الجدول رقم (1): مفهوم رأس المال الاستثماري حسب أهم الهيئات

المصدر	رأس المال الاستثماري PE
(EVCA)	رأس مال الأسهم المقدم للمؤسسات غير المدرجة في سوق الأوراق المالية.
(NVCA)	هو استثمار في رأس المال الشركات غير العمومية. وعادة ما يتم تعريفه على أنه مكون من صناديق رأس المال الاستثماري.
(ABS)	هو استثمار في الشركات في مراحل لاحقة من التطوير، وكذلك الاستثمار في الشركات ذات الأداء الضعيف. لا تزال هذه الشركات قيد الإنشاء، والمخاطر لا تزال مرتفعة، ولدى المستثمرين إستراتيجية تصفية الاستثمارات مع العائد المقصود على الاستثمار بشكل أساسي في شكل مكاسب رأسمالية (بدلاً من الاستثمار طويل الأجل الذي يتضمن تدفقات دخل منتظمة).
(CVCA)	مصطلح عام للسوق الخاص يعكس جميع أشكال الاستثمار في الأسهم أو شبه الأسهم. في عالم رأس المال الاستثماري، هناك بشكل عام ثلاث قطاعات متميزة في السوق: رأس مال تحويل الملكية، رأس مال التصفية ورأس المال المخاطر
KVCA	تعني طريقة استثمار حقوق الملكية مع جمع الأموال من قبل أقل من 49 شريكاً محدوداً. يأخذ حصة أغلبية في الشركة المستثمرة، ويحسن قيمتها ثم يحصل على مكاسب رأسمالية عن طريق بيع الأسهم.
(VEC)	هي طريقة استثمار يشارك من خلالها المستثمرون في إدارة الشركات وحوكمتها لتحسين قيمتها من خلال تزويد تلك المؤسسات، في مراحل التطوير وبيئات الأعمال المختلفة، بالأموال اللازمة.

Source : (OCDE, Report 2014, p. 103)

أما تعريف المشرع الجزائري لرأس المال المخاطر فجاء كما يلي: "تهدف شركة رأس المال المخاطر إلى المشاركة 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 الخصخصة، يمارس نشاط الرأسمال المخاطر من قبل الشركة، لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وحسب مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل، تتمثل كفاءات تدخل شركة رأس المال المخاطر في رأس مال الجدي، رأس مال التأسيس، رأس مال النمو، رأس مال التحويل، استرجاع مساهمات، و/أو حصص يحوزها صاحب رأس مال مخاطر (مخاطر برأس المال) آخر، وتتدخل شركة رأس المال المخاطر بواسطة اكتتاب أو اقتناء أسهم عادية، و/أو شهادات استثمارية، و/أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، و/أو حصص الشركاء. (التنفيذي، صفحة 04)

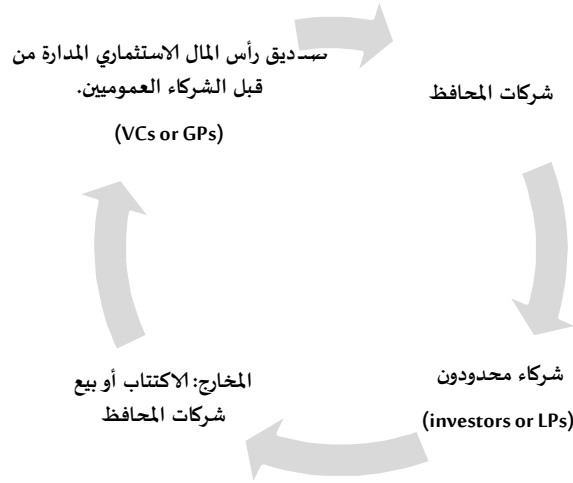
* EVCA المنظمة الأوروبية لرأس المال الاستثماري، NVCA المنظمة الوطنية لرأس المال المخاطر وم.أ. ABS المكتب الأسترالي للإحصائيات، CVCA المنظمة الكندية لرأس المال الاستثماري، KVCA المنظمة الكورية لرأس المال المخاطر، VEC مركز المؤسسة المخاطرة باليابان

دور رأس المال الاستثماري في تمويل المؤسسات الناشئة (دراسة حالة شركة finalep)

ويحتوي VC على خمس خصائص رئيسية (ANDREW METRICK, 2011, p. 03):

- رأس المال الاستثماري هو وسيط مالي، مما يعني أنه يأخذ رأس مال المستثمرين ويستثمره مباشرة في شركات المحفظة.
- استثمار رأس المال الاستثماري في الشركات الخاصة فقط. هذا يعني أنه بمجرد إجراء الاستثمارات، لا يمكن تداول الشركات على الفور في بورصة عامة.
- رأس المال الاستثماري يقوم بدور فعال في مراقبة ومساعدة الشركات في محافظتها.
- الهدف الأساسي لشركة رأس المال الاستثماري هو زيادة عائدها المالي إلى أقصى حد عن طريق الخروج من الاستثمارات من خلال البيع أو الاكتتاب العام الأولي (IPO).
- استثمار رأس مال الاستثماري لتمويل النمو الداخلي للشركات.

ويوضح الشكل التالي المتدخلون الأساسيون وتدفق الأموال في دورة رأس المال الاستثماري
شكل رقم 01: تدفق الأموال في دورة رأس المال الاستثماري



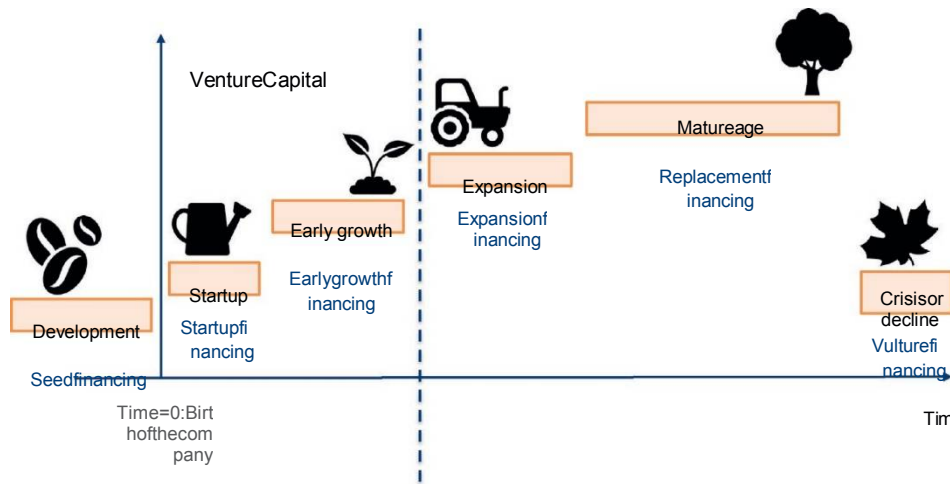
SOURCE: (ANDREW METRICK, 2011)

وتتمثل أهم صفقات أو مراحل التمويل الاستثماري للشركات الناشئة في:

- ❖ تمويل البذور: التمويل الأولي ضروري لتطوير شركة جديدة، ويشير التطوير إلى أن فكرة العمل أو خطة تطوير المنتج لم يتم إنشاؤها بعد. خلال هذا النوع من التمويل، لا يكون لدى الشركات الممولة منتج فعلي أو ناتج للبيع ولا تستطيع كسب الإيرادات، ويسمى هذا أيضا بالتمويل الأولي أو الجولة الأولى، يتم في هذه المرحلة تمويل نفقات البحث والتنمية ونفقات إجراء التجارب بما في ذلك بعث سلعة أو منتج جديد في السوق (سفيان، 2018، صفحة 107).
- ❖ التمويل في مرحلة الإنشاء: تمويل بدء مشروع جديد ينتقل من فكرة العمل إلى العمليات الأولية، أي في بداية النشاط ويتم استخدام الأموال لشراء كل ما هو ضروري للبدء (مثل المعدات والمخزون والبناء وما إلى ذلك) أي تتولى الشركة في هذه المرحلة تجسيد تطبيق المشروع على أرض الواقع (شهرزاد، 2017، صفحة 177).
- ❖ تمويل المرحلة المبكرة: توفر هذه المرحلة التمويل للشركات التي تكمل التطوير. يعد التمويل في المرحلة المبكرة أمرا ضروريا عند الانتقال من مرحلة البدء إلى دورة حياة العمل الحقيقية، في هذه المرحلة، تبدأ المبيعات ونمو الشركة. الهدف من التمويل في المرحلة المبكرة هو إنشاء منظمة مستقرة ودائمة (شهرزاد، 2017).

- ❖ تمويل التوسع: تمويل التوسعة مخصص للشركات التي تحتاج أو ترغب في توسيع نشاطها التجاري. إذا كانت ظروف السوق مناسبة، تهدف هذه المرحلة أيضا إلى استكشاف أسواق جديدة وتمويل الاستحواذ على مؤسسات أخرى أو احتياجات رأسمال العمل، وفي حالات خاصة، تقوم شركات رأسمال المخاطر بتمويل إعادة بناء المؤسسة عن طريق المساهمة في رأسمالها لمدة محددة لا تزيد عن سبع سنوات، مما يتيح للمؤسسة استعادة توازنها واستقرارها المالي والإداري (كريمو، 2013، صفحة 350).
- ❖ رأس مال تحويل الملكية: يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأس المال المشروع، أو تحويل مشروع قائم فعلا إلى شركة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدة مشاريع قائمة، ومن ثم فخلال هذه المرحلة تهتم مؤسسات رأس المال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية والمالية في المؤسسة إلى مجموعة جديدة من الملاك (السعيد، 2007، صفحة 09).
- ❖ رأس مال التصحيح وإعادة التدوير: ويخص المؤسسات الاقتصادية التي تعاني من صعوبات مالية وتشغيلية مع نية تحسين أداءها. ولكن تتوافر لديها إمكانيات ذاتية لاستعادة نشاطها، فهي تحتاج إلى دفعهم إلى جديد لتجتاز هذه الفترة تقدم شركات رأس المال المخاطر مزيجا فعالا من الدعم يتشكل هذا المزيج من رأس المال المقدم من طرفها بالإضافة إلى المهارة والخبرة التي يتمتع بها مسيروها (شهرزاد، 2017).

شكل رقم (02): يبين مراحل التمويل برأس المال الاستثماري



Source: (Negri, 2018)

2.2. ماهية المؤسسات الناشئة

المؤسسة الناشئة أو startup هو مصطلح يستخدم لتحديد الشركات حديثة النشأة، والتي نشأت من فكرة ريادية إبداعية، وأمامها احتمالات كبيرة للنمو والازدهار بسرعة.

لقد تعددت التعاريف حول مصطلح المؤسسات الناشئة ومن أهم المعايير المستخدمة في تعريف المؤسسات الناشئة المعيار الكمي، ويخص مجموعة من المؤشرات التقنية الاقتصادية، وتمثل في (صولي، 2020، صفحة 133): معيار الحد الأدنى والحد الأعلى للعمالة، معيار رأس المال المستثمر، معيار العمالة ورأس المال، معيار حجم الإنتاج أو قيمة الإنتاج، معيار قيمة المبيعات معيار القيمة المضافة.

دور رأس المال الاستثماري في تمويل المؤسسات الناشئة (دراسة حالة شركة finalep)

تعتبر الشركات الناشئة شركات حديثة الإنشاء تواجه تحديات بالغة لضمان استمراريتها. يتم تأسيس هذه الشركات عادة على أساس أفكار مبتكرة وتتطور لتحقيق النجاح. تم تسليط الضوء على هذه الظاهرة في الأدبيات الخاصة بنظريات الإدارة والتنظيم وريادة الأعمال (Aidin, 2015, p. 1).

المؤسسة الناشئة تعني مؤسسة ذات حجم صغير تميزها سهولة الإنشاء وعدم الحاجة إلى تمويل كبير. يمكن للشباب تأسيس مثل هذه المؤسسات بدلا من العمل لدى شركة ما، ويتطلب ذلك دراسة متطلبات السوق وتحليل المشروع المراد إنشاؤه لتقييم إمكانيات تنفيذه ونجاحه (سوبرنوف، 2018).

بينما عرفها Paul Graham في مقاله المشهور حول النمو growth الشركة الناشئة هي شركة مصممة للنمو السريع (growth = start-up)، أن تكون الشركة حديثة التأسيس بحد ذاتها لا تجعلها شركة ناشئة، كما أنه ليس من الضروري أن تعمل الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا، أو الحصول على تمويل المشاريع، أو الحصول على نوع من "الخروج"، الشيء الأساسي الوحيد هو النمو. وأي شيء آخر يرتبط مع الشركات الناشئة يتبع من النمو (paul, 2017). وحسب Paul Graham فإن النمو الجيد يكون بين 5 و 7 بالمائة أسبوعيا، وأحيانا بشكل استثنائي 10 بالمائة من الناحية المثالية في الأرباح (KISKA, 2014). وفقا لـ Patrick Fridenson مؤرخ الأعمال، فإن كونك شركة ناشئة لا يتعلق بالعمر أو الحجم أو الصناعة، يجب استيفاء الشروط الأربعة التالية (Wydden, 2019):

- إمكانات نمو قوية؛
 - استخدام التكنولوجيا الجديدة؛
 - تحتاج إلى تمويل ضخمة، جامعي التبرعات المشهورين؛
 - التواجد في سوق جديد حيث يصعب تقييم المخاطر.
- ينبغي للمؤسسات الناشئة أن تعزز قدرتها على التوسع والحفاظ على الربحية رغم زيادة نطاق أعمالها، يجب أيضا أن تبني جاذبية قوية، مما يعني زيادة عدد المستخدمين والإثارة للحديث عنها، يمكن تعريف المؤسسات الناشئة على أنها تسعى لتسويق وتقديم منتجات أو خدمات جديدة ومبتكرة لسوق واسع، بخلاف حجمها أو قطاعها، وتتميز بارتفاع عدم اليقين والمخاطرة من أجل تحقيق نمو سريع وقوي مع فرصة لتحقيق ربحية كبيرة في حالة نجاحها (شريفة، 2018، صفحة 420).

وحدد المشرع الجزائري بموجبه المقصود من المؤسسة الناشئة في أحكام المادة 11 منه في الفصل الرابع من المرسوم التنفيذي رقم 20-254 المتعلق بإنشاء مؤسسة ناشئة ومشروع مبتكر وحاضنة الأعمال مع تحديد مهامها وتشكيلتها وسيرها المعنون بـ "شروط منح علامة" مؤسسة ناشئة بذكر مجموعة من المعايير كالتالي (الرسمية، صفحة 11):

- يجب أن تكون المؤسسة الناشئة خاضعة للقانون الجزائري.
- يجب ألا يتجاوز عمر المؤسسة ثمانية 8 سنوات
- يجب أن يعتمد أن نموذج أعمال المؤسسة على المنتجات، أو خدمات، أو نموذج أعمال، أو فكرة مبتكرة.
- يجب ألا يتجاوز رقم الأعمال السنوي للمؤسسة المبلغ الذي تحدده اللجنة الوطنية.
- يجب أن تكون رأس مال الشركة مملوكة بنسبة 50% على الأقل من قبل أشخاص طبيعيين أو صناديق الاستثمار معتمده أو من طرف مؤسسات أخرى حاصله على علامة مؤسسه ناشئة.

- يجب أن تكون إمكانيات نمو المؤسسة كبيرة بما فيه الكفاية.

- يجب ألا يتجاوز عدد العمال 250 عاملاً.

تتمثل أهم مميزاتها في (Codeglia, 2019):

- ❖ الشركات الجديدة: نعم، هذا صحيح. يقع الكثير من الأشخاص في خطأ عند تصنيف الشركات الصغيرة على أنها شركات ناشئة، ولكن ليس كل الشركات الصغيرة تنطبق عليها هذه الصفة. الشركات الناشئة تتميز بكونها شابة ومتطورة، وتواجه خيارين محددتين: إما النمو والتحول إلى شركات ناجحة، أو إغلاق أبوابها وتكبد الخسائر.
- ❖ الشركات ذات الفرص النمو الكبيرة: إحدى سمات الشركات الناشئة هي قدرتها على النمو السريع وتحقيق إيرادات أسرع بكثير مما تكلفته للعمل، تستطيع هذه الشركات زيادة إنتاجها ومبيعاتها دون زيادة كبيرة في التكاليف، مما يؤدي إلى زيادة ملحوظة في الأرباح. بمعنى آخر، الشركات الناشئة قادرة على تحقيق أرباح هائلة بسرعة.
- ❖ الشركات التكنولوجية: تعتمد هذه الشركات بشكل رئيسي على التكنولوجيا لتنفيذ أفكارها وتلبية احتياجات السوق بطريقة ذكية وحديثة. يعتمد مؤسسو هذه الشركات على التكنولوجيا لتحقيق التقدم والنمو، ويسعون للحصول على التمويل من خلال المنصات الإلكترونية ودعم حاضنات الأعمال.
- ❖ الشركات ذات التكاليف المنخفضة: تعتبر الشركات الناشئة منخفضة التكلفة بالمقارنة مع الأرباح التي تحققها، وغالبا ما تحقق هذه الشركات أرباحا سريعة ومفاجئة. أمثلة على الشركات الناشئة تشمل أمازون، أبل، جوجل ومايكروسوفت

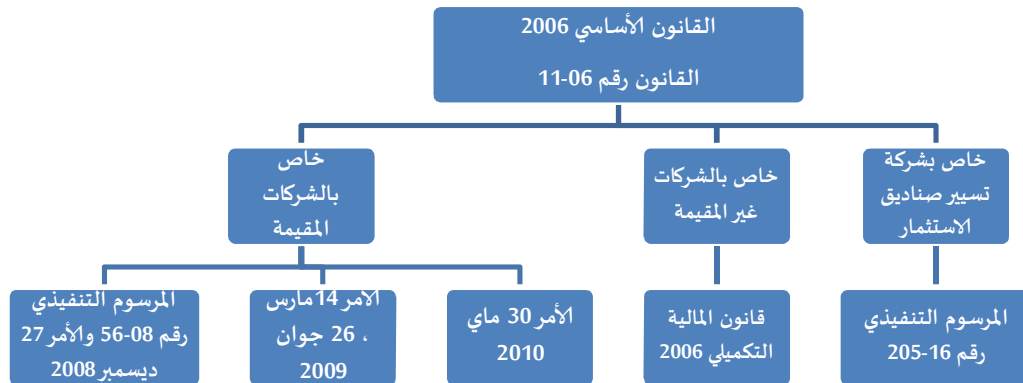
3. الإطار القانوني والتنظيمي لرأس المال الاستثماري في الجزائر

يهدف تنشيط سوق رأس المال المخاطر في الجزائر، عملت الحكومة على وضع إطار قانوني وجبائي ينظم ويضبط سوق رأس المال المخاطر، ويقدم التحفيزات الجبائية اللازمة لكل من رواد الأعمال وشركات رأس المال المخاطر، وكذا تسهيلات متعلقة بطرق الخروج من الاستثمارات.

1.3 القوانين المفروضة على شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر

هناك مجموعة من الضوابط فرضها المشرع الجزائري، نص عليها القانون 06-11، المؤرخ في 04 جوان سنة 2006 (06-11)، تم توضيحها أكثر في المرسوم التنفيذي رقم 08-56 الصادر في 11 فيفري 2008* والمتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة رأس المال الاستثماري (08-56).

الشكل رقم (03): الإطار القانوني لشركات رأس المال الاستثماري في الجزائر



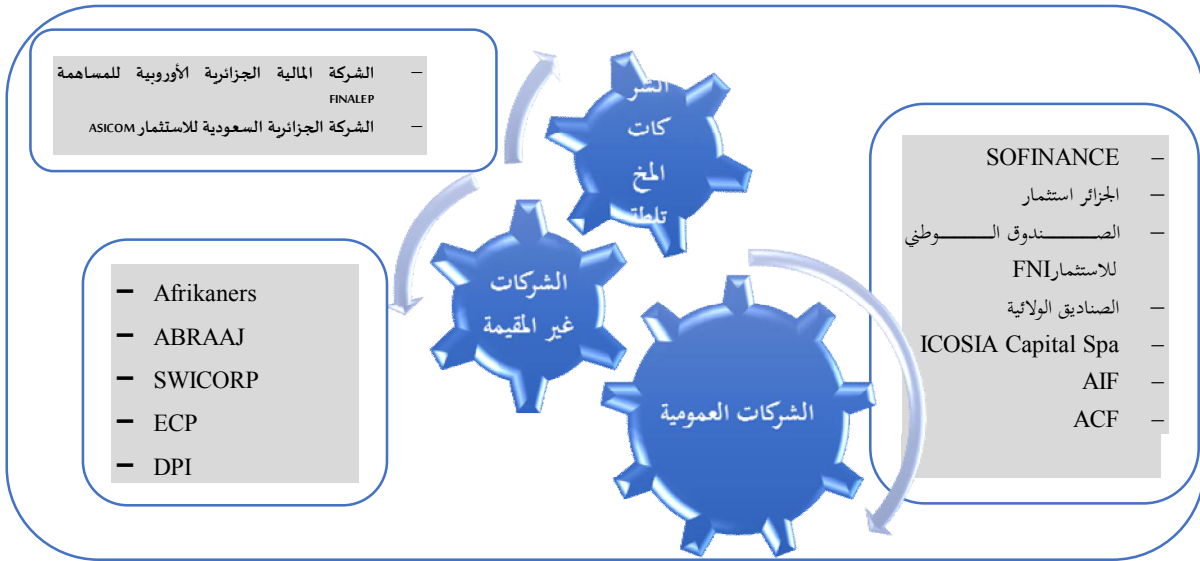
المصدر: من إعداد الباحثين بناء على القوانين في الشكل أعلاه.

* صدر هذا المرسوم في 11 فيفري 2008 ليبيّن شروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري من طرف المؤسسات المعنية به.

دور رأس المال الاستثماري في تمويل المؤسسات الناشئة (دراسة حالة شركة finalep)

2.2 المؤسسات الناشطة والوسطاء الماليون المتدخلون في سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر
حسب القانون رقم 06-11 فإن شركات رأس المال الاستثماري تشارك في رأس مال المؤسسات فيطور التأسيس والنمو والتحويل أو الخصخصة، بخصص خاصة أو شبه خاصة*، وتخضع لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وسمح لها القانون بممارسة كل ما يخدم أهدافها كشركة مساهمة. حيث توجد شركتان وحيدتان لرأس المال الاستثماري في الجزائر وهما: الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة وشركة "الجزائر استثمار"، تخضعان لرقابة اللجنة. يوضح الشكل الموالي كل شركات الوساطة المالية الممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر، وليس فقط تلك الخاضعة لرقابة COSOB.

الشكل رقم (04): شركات الوساطة المالية في سوق رأس المال المخاطر الجزائري



المصدر: من إعداد الباحثون.

3.2. الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP

تعتبر "فينالبي" * رائدة حقيقية في الرأسمال الاستثماري في الجزائر، وهي أول تجربة في هذا المجال. تم إنشاء المالية الجزائرية للمساهمة (المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة سابقا) في 30 جوان 1991 بمبادرة من البنكين الجزائريين بموجب القانون رقم 10-90 المتعلق بالنقد والقروض، بشراكة أوروبية جزائرية، وقد باشرت أعمالها في سنة 1995، خضع رأسمالها لعدة زيادات متتالية ليصل إلى مستوى 3.200.000.000 دينار جزائري.

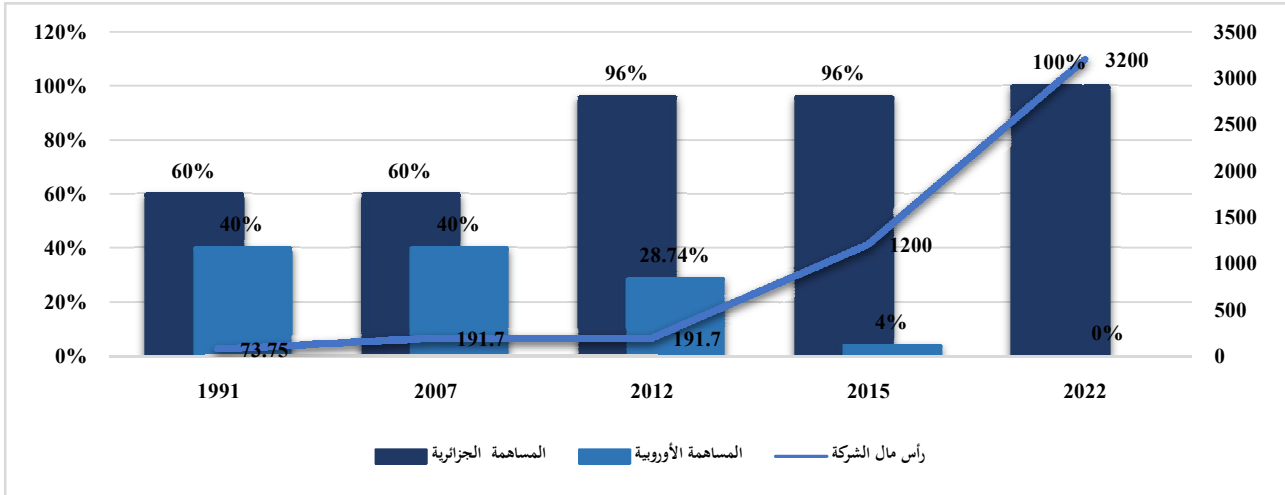
تم إنشاؤها في أبريل 1991 برأسمال قدره 73.750 مليون دينار جزائري، بين شركاء جزائريين بأغلبية 60% (40% لبنك التنمية المحلية، 20% للقروض الشعبي الجزائري) وشركاء أوروبيين بنسبة 40%. 28.74% مملوكة لوكالة التنمية الفرنسية و 11.26% مملوكة لبنك الاستثمار الأوروبي).

نفذت FINALEP أول زيادة لرأس المال من 73.750 مليون درهم في عام 1991 إلى 191.70 مليون درهم في عام 2007.

* تتمثل في مصدرين هما: الموارد الممنوحة من قبل الغير لاستثمارها في عمليات رأس مال استثماري، والأموال العامة الممنوحة من قبل الدولة لاستثمارها في نفس العملية والتي تتم الاستثمار في مؤسسات صغيرة ومتوسطة ومنتجة لسلع وخدمات، والهبات. حسب المادة 21 من القانون 06-11.

* غيرت الشركة اسمها بعد الخروج النهائي للوكالة الفرنسية للتنمية (AFD) من رأسمال الشركة، واستبدالها بـ Financière Algérienne de Partition، بالاختصار "FINALEPSPA".

الشكل رقم (05): تطور المساهمة الجزائرية في رأس مال FINALEP



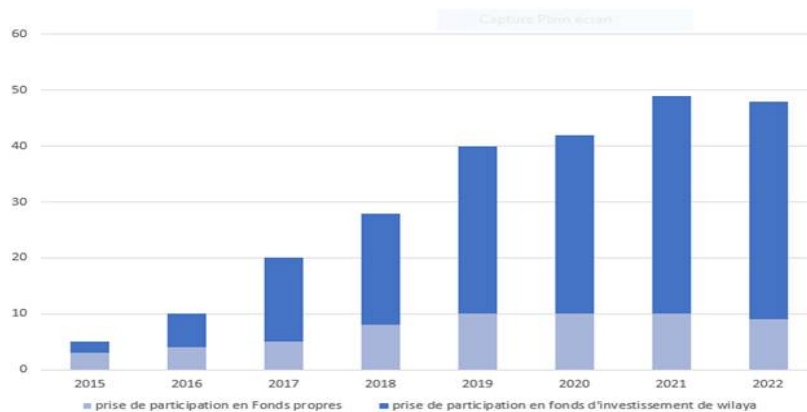
المصدر: من إعداد الباحثين بناء على تقرير COSOB, 2012,2014,2021

السياسة الجديدة لإعادة التوجيه الإستراتيجي لفينال ب تنبع من رغبتها القوية في التمركز وتعزيز علاقاتها مع شركائها. تتميز الإستراتيجية الجديدة لفينال ب برغبتها في التميز برؤيتها في ظل نسج اقتصادي متطلب، والذي يتم في إطاره تعزيز القوة الترويجية مما يعكس تطور إنجازاتها الأخيرة.

المهمة الرئيسية للشركة المساهمة في تطوير وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة ذات الطابع الصناعي وتعزيز رأسمالها، وذلك لحسابها الخاص أو لصالح الغير، بغية الخروج منه لاحقا. وتهدف إلى الحصول على حصص اجتماعية أو أسهم عن طريق المساهمة في تمويل إنشاء استثمارات جديدة، ودعم مشاريع توسعية ومرافقة الاستثمارات الأجنبية، ولهذا فهي قادرة على التدخل في مختلف مراحل حياة الشركة من خلال الأشكال التالية:

- رأسمال المخاطرة (مرحلة الإنشاء)، رأسمال التنمية، إعادة شراء المساهمات التي يملكها رأس مال استثماري آخر.
- من أجل أخذ المساهمات في رأسمال الشركات، يمكن لـ "فينال ب" استعمال أموالها الخاصة وكذلك الموارد الخارجية: صناديق استثمار الولائية المنشأة من قبل السلطات العامة، بموجب قانون المالية التكميلي لعام 2009.
- تعطي الشركة الأولوية للمشاريع التي تجمع شركاء جزائريين وأوروبيين، أو موجهة جزئيا للتصدير، ولها أثر على التطور الاقتصادي والاجتماعي، كخلق مناصب الشغل وتصدير السلع والخدمات التي تولد العملة الأجنبية ويوضح الشكل التالي تطور محفظة فينال ب:

شكل رقم (06): تطور محفظة فينال ب



المصدر: <https://www.finalep.dz>

دور رأس المال الاستثماري في تمويل المؤسسات الناشئة (دراسة حالة شركة finalep)

بالنسبة للاستثمارات في أسهم صناديق الاستثمار الولائية، فقد شهدت نموًا إيجابيًا حيث بلغت في ديسمبر 2019 عدد ستة وثلاثين (36) شركة بقيمة إجمالية قدرها 2,924 مليون دينار (مقابل إحدى وثلاثين شركة في عام 2018 بقيمة إجمالية قدرها 2,461 مليون دينار)، معظم هذه الاستثمارات في الأسهم تتم في القطاع الصناعي، ومن بين 15 شركة عاملة (دخول الإنتاج 2015-2019)، حققت تسع (09) منها نتائج إيجابية. ويتراوح حجم الاستثمارات في الأسهم بين 21 و100 مليون دينار. أما نسبة المشاركة في رأس مال هذه الشركات فتتراوح بين 14% و49%.

في سجل أنشطة الشركة، تمتلك FINALEPspa، حتى 31 ديسمبر 2020، محفظة مكونة من عشر مشاركات مقارنة بإحدى عشرة مشاركة في عام 2019، بالتزام إجمالي قدره 684.9 مليون دينار (مقابل 864.9 مليون دينار في عام 2019). خلال هذه السنة المالية، قامت FINALEP ببيع حصة في شركة تعمل في مجال المنتجات الصيدلانية (190 مليون دينار، مما أدى إلى تحقيق ربح رأسمالي قدره 10 مليون دينار). وتجدر الإشارة إلى أن خمس مشاركات من بين الممولين من أموالهم الخاصة استفادت من تمويل إضافي في إطار نظام صناديق الاستثمار الولائية، يتراوح مبلغه بين 60 و100 مليون دينار.

بالنسبة للاستثمارات في أسهم رأس المال المقدمة من صناديق الاستثمار الولائية، فقد شهدت نموًا إيجابيًا حيث بلغ عددها، في ديسمبر 2020، عدد (38) ثمانية وثلاثين شركة بقيمة إجمالية بلغت 3,049 مليون دينار مقابل 2,924 مليون دينار في عام 2019. وأغلب هذه الاستثمارات في الأسهم هي صنع في القطاع الصناعي. ومن بين الشركات العشرين العاملة (الدخول في الإنتاج 2015-2020)، حققت إحدى عشرة (11) منها نتائج إيجابية. ويتراوح حجم الاستثمارات في الأسهم بين 21 و100 مليون دينار. أما نسبة المشاركة في رأس مال هذه الشركات فتتراوح بين 14% و49%.

ومن حيث ربحية محفظتها، فقد لوحظ انخفاض في نتائج الشركة. سجلت شركة FINALEP سنة 2020 20 مليون دينار مقابل 49 مليون دينار سنة 2019. وأرجعت الشركة في تقريرها التسييري هذا التراجع في الأداء خاصة إلى تداعيات أزمة كوفيد 19 بسبب التباطؤ العام للنشاط خلال هذه الفترة. وفي نهاية النصف الأول من 2021، أبرمت الشركة شراكتين في القطاع الصناعي (مقابل شراكة واحدة في النصف الأول من 2019) تم تطويرهما في إطار نظام صناديق الاستثمار الولائية بمبلغ 107,7 مليون دينار. مشاركة جديدة بقيمة 87 مليون دينار مسجلة في مشروع يتعلق بالقطاع الصناعي (الأجهزة المنزلية) هي حاليا في مرحلة إجراءات التوثيق، بعد الحصول على موافقة المديرية العامة للخزينة.

تعتبر الموارد المالية للـFINALEP ضئيلة مقارنة بالموارد التي تم رصدها للمتعاملين العموميين، فرأس مالها يزيد عن رأس مال الهياكل حديثة النشأة في السوق ("الجزائر استثمار" والصناديق الولائية) بقيمة 200 مليون دج فقط، لهذا لم تتمكن FINALEP من توسيع محفظة استثماراتها بالشكل اللازم. تضم محفظة أصول الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة المشاريع الموضحة في الجدول رقم 02.

الجدول رقم (02): محفظة استثمارات الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة بأموال الصناديق الاستثمارية

الرقم	قطاع النشاط	نسبة المساهمة %	مرحلة التمويل	الصندوق الولائي
1	صفائح معدنية- نحاسة	49	إنشاء	تيازة
2	إنتاج مستحضرات التجميل	48.89	إنشاء	
3	تربية الأسماك	27.24	إنشاء	
4	صناعة البلاستيك	19.38	إنشاء	سطيف
5	صناعة الجير ومشتقاته	38.13	إنشاء	
6	معدات الطوارئ	41.22	إنشاء	
7	تصنيع أحادي الطبقة	33.40	إنشاء	
8	تصنيع القران والعناصر الخزفية	46.16	إنشاء	
9	صناعة ومعالجة الكرتون	18.57	إنشاء	
10	صناعة أوراق لينة للتغليف	36.39	إنشاء	
11	إنتاج المياه المعدنية	47.53	إنشاء	
12	صناعة الأحذية	28.22	نمو	
13	صناعة الأدوية	19.04	إنشاء	
14	صناعة الأحذية	/	إنشاء	
15	صناعة المبادلات الحرارية	26.35	إنشاء	
16	فندقة	44.89	إنشاء	البيضاء
17	منتجات الألبان	38.67	إنشاء	
18	استخراج وإنتاج الملح	35.47	إنشاء	
19	مدرسة تكوين المسعفين والمعلوماتية	35.48	إنشاء	تيزي وزو
20	ش.د.م.م السن الأبيض	/	إنشاء	
21	تحويل البطاطا	48.90	إنشاء	مستغانم
22	إنتاج أعلاف الماشية	47.65	إنشاء	الجلفة
23	ش.د.م.م أشيرلي	/	إنشاء	
24	زيوت التشحيم	48.90	إنشاء	
25	تحويل البلاستيك	16.66	نمو	أدرار
26	صناعة الطوب	34.12	إنشاء	
27	مركز تموين منتجات غذائية	48.88	إنشاء	
28	مجمع سياحي	39.16	إنشاء	عين تموشنت
29	صناعة غذائية	49	إنشاء	
30	دواجن	49	إنشاء	
31	تحويل الحديد	32.14	إنشاء	
32	الميكانيكا الدقيقة	37.50	إنشاء	
33	حديقة مائية	19.16	إنشاء	سكيكدة
34	ش.د.م.م عيادة الرشيد	/	إنشاء	
35	فندقة	13.40	إنشاء	

المصدر: من إعداد الباحثون.

يظهر الجدول رقم 02 بوضوح انجذاب الشركة نحو تمويل المؤسسات التي تكون في المراحل الأولى من حياتها، حيث قدمت تمويلا برأس مال مخاطر لثمانية مشاريع استثمارية من أصل عشرة، أي ما نسبته 80% وهذا يدل على اهتمام الشركة بتمويل الأفكار الابتكارية في الجزائر، وإعطائها فرصة التجسيد على أرض الواقع وتطويرها.

دور رأس المال الاستثماري في تمويل المؤسسات الناشئة (دراسة حالة شركة finalep)

وهو ما توضحه اتجاه مساهمات الشركة نحو المشاريع في المراحل الأولى منحياتها، حيث قدمت تمويلا برأس مال مخاطر لعشرة مشاريع من أصل سبعة عشر، أي ما نسبته 58.82% كما نلاحظ وجود 5 مساهمات قديمة مكتسبة منذ أكثر من 19 سنة بأموالها الخاصة بمبلغ 231.7 مليون دج، لم تستطع الانسحاب منها بسبب اقتضار طرق الخروج من المشاريع، في ظل غياب سوق مالية فعالة وعدم قدرة صاحب المشروع على شراء حصته من الشركة (فرحات، 2023).

أن الشركة تتعامل مع قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تساهم بأقلية في رأس مالها الاجتماعي بمعدل يتراوح بين 4.55% و 38.71% واتبعت سياسة التنوع في عدة قطاعات وفي مناطق مختلفة عبر الوطن للحد من مخاطر الاستثمار، فاهتمت بتمويل العديد من القطاعات: المياه المعدنية، التبغ، البناء والأشغال العمومية، الصناعة الغذائية، الصناعة التحويلية، الفلاحة، المنتجات الطبية، الصناعة الإلكترونية، التكنولوجيا الحيوية، الطاقة والبيئة وتوزع الشركة نشاطاتها على العديد من المناطق الجغرافية، كالجزائر وتيبازة شمالا، وسطيف وعنابة شرقا وتلمسان وسيدي بلعباس غربا والأغواط جنوبا (فرحات، 2023).

الجدول رقم (03): محفظة مساهمات شركة FINALEP بأموالها الخاصة

الرقم	تاريخ الدخول	قطاع النشاط	نسبة المساهمة %	مرحلة التمويل	المنطقة	تاريخ الخروج
1	01/11/1995	زراعة التبغ	7.14	إنشاء	تیبازة	07/03/2012
2	17/12/1997	الطاقة والبيئة (معدات طاقة شمسية)	18	إنشاء	الجزائر	01/07/2004
3	25/02/1998	صناعة الأدوية	4.55	نمو	الجزائر	-
4	27/10/1998	صناعة ميكانيكية (صوامع لتخزين الحبوب)	19	إنشاء	عنابة	01/12/2005
5	10/12/1998	صناعة أضواء النيون	19.69	إنشاء	البليدة	11/05/2004
6	11/10/1999	صناعة إلكترونية	30	نمو	الجزائر	-
7	12/01/2000	صناعة الزجاج	25.32	نمو	تلمسان	-
8	09/02/2000	صناعة ميكانيكية (سباكة معادن غير حديدية)	17.78	إنشاء	الجزائر	13/03/2011
9	02/04/2000	بناء وترقية عقارية	29.63	إنشاء	عنابة	-
10	17/12/2001	تكييف المياه المعدنية	35.71	إنشاء	الأغواط	18/09/2017
11	12/02/2017	تربية الأسماك	9.08	إنشاء	تیبازة	-
12	15/02/2017	الطاقة والبيئة	25	إنشاء	باتنة	-
13	08/06/2017	أ. عمومية والهندسة الهيدروليكية	38.71	نمو	بومرداس	-
14	09/10/2017	صناعة الأدوية	19.61	نمو	الجزائر	-
15	11/12/2017	صناعة الأدوية	13.22	إنشاء	سيدي بلعباس	-
16	23/05/2018	منشأة التكوين المهني	13.13	نمو	تيزي وزو	-
17	05/11/2018	صناعة الأغلفة اللينة	13.78	نمو	سطيف	-

المصدر: من إعداد الباحثون اعتمادا على (فرحات، 2023).

4. خاتمة:

وكخلاصة هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على مساهمة رأس المال الاستثماري في التخفيف من حدة مشكلة التمويل في ظل الظروف المناسبة، سواء للشركات الناشئة، أو المشاريع الجديدة، أو المؤسسات التوسعية التي تتميز بمخاطرها العالية وإمكاناتها للنمو والعائدات العالية. وبالتالي، فإن رأس المال الاستثماري يعمل كوسيلة لتمويل المؤسسات غير القادرة على إدارة شؤونها المالية بشكل مستقل. بناء على النتائج التي تم عرضها في هذا البحث، فقد تم استخلاص عدة استنتاجات تؤكد أو ترفض الفرضيات، وذلك على النحو التالي:

- مع تطور المؤسسات الناشئة، لم تعد طرق التمويل التقليدية تتوافق مع احتياجاتهم، مما دفعهم إلى البحث عن بدائل مبتكرة. ومع ذلك، فإن الظروف غير المستقرة التي تواجهها هذه المشاريع، إلى جانب احتياجاتها المالية المتزايدة واللوائح الصارمة، دفعتها إلى تجنب طرق التمويل التقليدية لصالح رأس المال الاستثماري.
- يعتبر التمويل من خلال الرأس المال الاستثماري البديل الأمثل الذي يتناسب مع خصائص الشركات الناشئة، إلا أن تجربة الجزائر في هذه التكنولوجيا محدودة مقارنة بالدول الأخرى.
- يعد التمويل من خلال رأس المال الاستثماري من أهم البدائل المبتكرة لمعالجة مشكلة التمويل التي تعد من أصعب القضايا التي تواجه الشركات الناشئة، خاصة في ظل محدودية التمويل التقليدي.
- وعلى الرغم من العدد المحدود لشركات رأس مال الاستثماري في الجزائر، فإن نشاطها يتطور بشكل مستمر، حيث لا تتجاوز مساهمتها القصوى في رأس المال 49%، وهي أنشطة تمويلية تتميز بالمخاطر الضعيفة.
- شركة FINALEP هي شركة رأسمال استثماري تتميز بتمويل العديد من الأنشطة في جميع القطاعات حيث ساهمت في تطوير وترقية المؤسسات الناشئة في الولايات المعنية بها رغم وجود بعض العراقيل التي تعيقها في عملية النمو.

5. التوصيات:

- لتعزيز قطاع الشركات الناشئة، يجب أن تركز الجهود على الحد من المشاكل التي يواجهها، خاصة فيما يتعلق بالتمويل. وفي هذا الصدد، تقترح التوصيات التالية:
- منح امتيازات ضريبية وحوافز للمؤسسات المالية التي تقدم خدمات تمويل مبتكرة لشركات رأس المال الاستثماري.
- تشجيع التحول نحو أشكال التمويل المبتكرة كفرصة بديلة، على الرغم من ارتفاع تكاليفها ومتطلبات الضمانات الثقيلة.
- دعم نهج الشراكة مع مؤسسات رأس المال الاستثماري الأجنبية، وخاصة تلك التي تمتلك أصول التكنولوجيا المتقدمة.
- تحسين الإطار القانوني والتشريعي لرأس المال الاستثماري الذي يعاني حالياً من العديد من أوجه القصور.
- الإسراع في إنشاء سوق الأوراق المالية لتداول أسهم وأوراق هذه الشركات.
- إنشاء مراكز بحثية وتدريبية لمساعدة الشركات الناشئة في تقديم الاستشارات ومراقبة أنشطتها.

دور رأس المال الاستثماري في تمويل المؤسسات الناشئة (دراسة حالة شركة finalep)

6. قائمة المراجع:

1. Aidin, S. H. (2015). Startup Companies: Life Cycle and Challenges, August 2015, Conference Paper.
2. ANDREW METRICK, A. Y. (2011). VENTURE CAPITAL & THE FINANCE OF INNOVATION. United States of America, 2nd: John Wiley & Sons, Inc.
3. Codeglia, A. (2019). لتواكب العصر Startup إقامة الشركات الناشئة :تعرف الآن على الاتجاه العصري في الأعمال التجارية. Récupéré sur <https://blog.hotmart.com/ar/%D9%85%D8%A7-%D9%85%D8%B9%D9%86%D9%89-%D8%A7%D9%84%D8%B4%D8%B1%D9%83%D8%A9-%D8%A7%D9%84%D9%86%D8%A7%D8%B4%D8%A6%D8%A9-start-up/>.
4. KISKA, A. (2014, 10 27). What Is a Startup? Récupéré sur www.netocratic.com/wht-is-a-startup-3612.
5. Negri, S. C. (2018). Private Equity and Venture Capital in Europe Markets, Techniques, and Deals., Second Edition, United Kingdom: Academic Press is an imprint of Elsevier.
6. OCDE. (Report 2014). Entrepreneurship at a glance.
7. paul, G. (2017, 9 12). startup-Growth. Récupéré sur www.paulgraham.com/growth.html.
8. Radjah, T. (2019, 04). l'évaluation et la révision du SCF. revue périodique el mohassib(n°4).
9. Wydden. (2019, 7 14). <https://wydden.com/dis-cest-quoi-une-start-up/>. Récupéré sur Dis, c'est quoi une start-up... ? dimanche.
10. Décret exécutif n° 08-56 du 11 février 2008 relatif aux conditions d'exercice de l'activité de la Société decapital investissement, le journal officiel de la république algérienne, n°09 du 24 février 2008.
11. الجريدة الرسمية. (بلا تاريخ). مرسوم تنفيذي رقم 254-20 مؤرخ في 27 محرم 1442 الموافق 15 سبتمبر 2020، يتضمن إنشاء لجنة وطنية لمنح علامة "مؤسسة ناشئة" و "مشروع مبتكر" و "حاضنة أعمال"، وتحديد مهامها وتشكيلتها وسيرها.
12. القانون رقم 07-11. (2007/11/25). يتضمن النظام المحاسبي المالي. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية (العدد 74)، الصفحات: 3-6.
13. المادة 02، 03، 04، 05 من المرسوم التنفيذي. (بلا تاريخ). رقم 06/11 المؤرخ في 24/06/2006، يتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري، الجريدة الرسمية، العدد 42، الصادرة في 25/06/2006. الجزائر.
14. المرسوم التنفيذي رقم 08-56. (بلا تاريخ). الصادر في 11 فيفري 2008 يتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة الرأسمال الاستثماري. الجريدة الرسمية، العدد 09 الصادرة في 24 فيفري 2008.
15. باهية زعيم، و عبد الغاني دادن. (2016، 12 31). واقع ومعوقات استخدام القيمة العادلة في القياس المحاسبي دراسة تحليلية مقارنة بين مجموعة من الدول النامية (الجزائر، مصر، السعودية، الأردن). مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، العدد 01.
16. بربيش السعيد. (1 جوان، 2007). رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE. مجلة الباحث، مج 5، ع 5، الصفحات 7-14.
17. بوالشعور، شريفة. (11، 2018). دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة: Startups دراسة حالة الجزائر. مجلة البشائر الاقتصادية المجلد 4، العدد 2، الصفحات 417-431.
18. خالد جمال الجعارات. (2017). المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية - الجزء الأول (الإصدار 1). عمان: دار الصفاء للنشر والتوزيع.
19. دراجو كريمو. (سبتمبر، 2013). شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات دراسة حالة الجزائر. مجلة الاقتصاد الجديد، ع9، ص 343-354.
20. عبد القادر بكيجل، وعاشور كتوش. (01 01، 2016). المعايير المحاسبية الدولية IAS-IFRS بين مزايا وصعوبات التطبيق - دراسة حالة الجزائر. مجلة الاكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، العدد 01.
21. فؤاد عنون، وحمزة ضويفي. (01 08، 2021). توجه الجزائر نحو تحيين النظام المحاسبي المالي في ظل مستجدات معايير الإبلاغ المالي الدولية. مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 02، الصفحات 577-596.
22. قانون رقم 11-06. (بلا تاريخ). مؤرخ في 28 جمادى الأولى عام 1427 الموافق ل 24 يونيو سنة 2006 يتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري.
23. كلثوم فرحات. (11 نوفمبر، 2023). استراتيجيات ريادة الاعمال ودورها في استقطاب رأس المال المخاطر واستدامة المؤسسات المبتكرة. اطروحة دكتوراه. الوادي، الجزائر: جامعة الوادي.
24. لوكال أمال شهرزاد. (جوان، 2017). رهانات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر. مجلة أبعاد اقتصادية، مج 7، ع 1، ص 173-193.
25. محمد الحبيب مرحوم. (2020). الاطار الفكري للنظام المحاسبي المالي الجزائري. تلمسان، الجزائر: النشر الجامعي الجديد NPU.
26. مصطفى بورنان، علي صولي. (2020). الاستراتيجيات المستخدمة في دعم وتمويل المؤسسات الناشئة (حلول لإنجاح المؤسسات الناشئة الناشئة. مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 12، العدد 1، الصفحات 148-131.
27. هيئة تحرير سوبرنوف. (16 8، 2018). <https://www.supernova-dz.net/>. تم الاسترداد من الشركات الناشئة ستدعم التنمية الاقتصادية في الجزائر.
28. ولد عابد عمر، عابد نصيرة، صلواتشي هشام سفيان. (2018). حوكمة التمويل برأس المال المخاطر-دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشئة في الجزائر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، مج 3، ع 2، الصفحات 101-124.