

دور رأسمال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر – دراسة حالة شركة فينالب-

**The role of venture capital in financing startups in Algeria- case study of
FINALEP company –**

إلهام مواسة*، جامعة باجي مختار عنابة، الجزائر.

m_ilhem@hotmail.com

تاريخ التسليم: (2020/10/30)، تاريخ المراجعة: (2021/02/28)، تاريخ القبول: (2021/04/19)

Abstract

الملخص

This study aims to highlight the venture capital in Algeria as a modern and specialized financing technology. It has a group of advantages compared to traditional financing alternatives which enable it to respond to all the financing and non-financing requirements of start-up companies, by providing financial, technical and management support to these high-risk institutions. but with a high capacity to grow and achieve high returns. The achievement of this goal we studied the case of FINALEP company which was the most important venture company in Algeria. the study concluded that venture capital is the most suitable financing alternative for start-ups, but its use in Algeria remains limited due to lack of awareness and as well as specialized providers of this type of financing.

Key words : Startups, venture capital, FINALEP company.

تهدف هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على رأسمال المخاطر في الجزائر كتقنية تمويلية حديثة و متخصصة تمتلك مجموعة من المميزات مقارنة بالبدايل التمويلية التقليدية تمكنها من الاستجابة لكافة المتطلبات التمويلية وغير التمويلية للمؤسسات الناشئة التي تمتاز بدرجة عالية من المخاطر مع قدرة كبيرة على النمو ولتحقيق هذا الهدف قمنا بدراسة حالة لشركة FINALEP كونها أهم شركة رأسمال المخاطر في الجزائر، وخلصت الدراسة إلى أن رأسمال المخاطر هو البديل التمويلي الأنسب للمؤسسات الناشئة لكن استعماله في الجزائر يبقى محدودا بسبب نقص الوعي ونقص الجهات المتخصصة .

الكلمات المفتاحية: المؤسسات الناشئة،

رأسمال المخاطر، شركة فينالب.

* المؤلف المراسل: إلهام مواسة ، الإيميل : m_ilhem@hotmail.com

1. مقدمة:

ازداد الاهتمام بالمؤسسات الناشئة في الآونة الأخيرة باعتبارها من أهم روافد التنمية الاقتصادية، وذلك بالنظر لقدرتها على زيادة الطاقة الإنتاجية وقدرتها الإبداعية والابتكارية ومساهمتها الفعالة في تحقيق التنمية، ويعتبر التمويل العائق الأساسي المحدد لبقاء ونمو هذه المؤسسات لذلك حظيت مسألة تمويل هذه المؤسسات في الدول المتقدمة بالأولوية ضمن مختلف استراتيجيات المرصدة للتنمية، وذلك بفضل تنوع الخدمات التمويلية، المتاحة بسوق الأموال و استخدام تقنيات حديثة يمكنها التحكم في المخاطر والتكاليف ، في حين نجد مثيلاتها في الدول النامية عامة والجزائر خاصة لازالت تعترضها صعوبات عديدة عند محاولة حصولها على مصادر التمويل الضرورية.

ومن هنا برز نمط تمويلي حديث اصطلح على تسميته برأس المال المخاطر يقوم بتمويل مشاريع استثمارية تحتوي على نسب مخاطرة أعلى من المتوسط المتعارف عليه، وتزداد الحاجة إلى هذا التمويل عندما تقفل مصادر التمويل التقليدية أبوابها خاصة أمام المشاريع الناشئة، وتظهر أهمية رأس مال المخاطر كتقنية تمويلية تسعى إلى توفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية بغض النظر عن المخاطر التي تنجم عن تلك المشاريع، كما أنها لا تكتفي فقط بتمويل هذه المشاريع بل تقوم بتقديم الدعم الفني والإداري لها في مختلف مراحلها كما أن نظامها التمويلي القائم على الشراكة في الربح و الخسارة بين مقدمي الأموال والمقاولين يجعلها تقنية استثمارية تمويلية ذات اثر ايجابي على الاقتصاد الكلي و آلية تجمع الاستثمار الحقيقي والمالي.

اشكالية الدراسة

بناء على ما سبق تتبلور إشكالية الدراسة والتي يمكن صياغتها كالتالي:

ما هو دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر؟

يندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي عدة أسئلة فرعية منها:

- ما المقصود بالمؤسسات الناشئة؟ وما الذي يميزها عن المؤسسات الكلاسيكية؟
- ما المقصود برأس مال المخاطر؟ وما الذي يجعل منه تقنية جذابة للتمويل؟
- كيف تساهم شركة FINALEP في عملية التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر؟

فرضيات الدراسة

لتفسير مشكلة الدراسة ومحاولة الإجابة عن الأسئلة المطروحة سابقا، يمكن تصميم وصياغة الفرضيات التالية:

- المؤسسات الناشئة هي مؤسسات حديثة النشأة تتميز بقدرة عالية على النمو؛
- رأس مال المخاطر تقنية تمويلية متخصصة تمتلك مجموعة من المميزات تمكنها من الاستجابة لكافة المتطلبات التمويلية والغير التمويلية للمشاريع الاستثمارية؛
- يساهم رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر من خلال تحمل المخاطر وتقديم الدعم الفني و الاداري للرازمين.

أهداف الدراسة

تتمثل أهداف الدراسة في النقاط التالية:

- التعريف بمصطلح المؤسسات الناشئة كمصطلح حديث في الجزائر؛
 - تسليط الضوء على التمويل برأس المال المخاطر كبديل تمويلي مستحدث؛
 - إثبات مدى مساهمة شركة Finalep في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر.
- محاور الدراسة:** قسمت الدراسة إلى المحاور التالية:
- المحور الأول: مفاهيم عامة حول المؤسسات الناشئة؛
 - المحور الثاني: الإطار النظري لرأسمال المخاطر؛
 - المحور الثالث: واقع رأسمال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر.

2. المحور الأول : مفاهيم عامة حول المؤسسات الناشئة

1.2 تعريف المؤسسة الناشئة Start-up:

بدأ استخدام مصطلح المؤسسة الناشئة أو كما تعرف باللغة الانجليزية بـ start-up بعد الحرب العالمية الثانية مباشرة مع بداية ظهور شركات رأسمال المخاطر، وأصبح هذا المصطلح متداولاً على نطاق عالمي بعد فقاعة الانترنت عندما تم تأسيس عدد كبير من شركات الدوت كوم . ويتكون مصطلح start-up من جزئين: "Start" وهو ما يشير إلى فكرة الانطلاق و "up" وهو ما يشير إلى فكرة النمو القوي.

تعرف المؤسسة الناشئة اصطلاحا حسب القاموس الانجليزي على أنها: " مشروع صغير بدأ للتو". وتعرف حسب القاموس الفرنسي على أنها: "المؤسسات الشابة المبتكرة في قطاع التكنولوجيا الحديثة" كما تعرف على أنها مؤسسة ذات تاريخ تشغيلي قصير، و غالباً ما تكون حديثة الإنشاء و في طور النمو والبحث عن الأسواق، وتشير المؤسسة الناشئة إلى المؤسسات الجديدة التي تنوي أن تتخطى المؤسس المنفرد ولديها موظفون، وتنوي أن تنمو بشكل كبير، و تواجه درجة عالية من

عدم اليقين، ولديها معدلات عالية من الفشل، لكن الأقلية التي تستمر لتصبح شركات ناجحة يجب أن تصبح كبيرة ومؤثرة (<https://ar.wikipedia.org/wiki/start-up>).
و يعرفها Paul Graham على أنها: " شركة صممت لتتو بسرعة، وكون الشركة تأسست حديثاً لا يجعلها شركة ناشئة، كما أنه من غير الضروري على الشركة الناشئة أن تعمل في قطاع التقنية أو أن تقبل تمويلاً مخاطراً أو أن يكون لها أي نوع من خطط الخروج، الشيء الوحيد الأساسي هو النمو، وكل شيء آخر يتم ربطه بالشركات الناشئة فهو يتبع النمو" (Paul Graham,2012).
كما بين Patrick Fridenson أنه: " لتكون الشركة ناشئة لا يتعلق الموضوع بالعمر ولا بالحجم ولا بقطاع النشاط، وإنما يركز على النقاط الأربعة التالية:
- نمو قوي محتمل؛ استخدام تكنولوجيا حديثة؛ تمويل ضخم وسوق جديد حيث يصعب تقييم المخاطرة".

من التعاريف السابقة يمكن تعريف المؤسسة الناشئة على أنها مؤسسة تسعى لطرح وتسويق منتج جديد أو خدمة مبتكرة تستهدف بها سوق كبيرة بغض النظر عن حجمها أو مجال نشاطها، كما أنها تتميز بارتفاع عدم التأكد و مخاطرة عالية مقابل تحقيقها لنمو قوي وسريع مع احتمال جنيها لأرباح ضخمة في حالة نجاحها.

2.2 دورة حياة المؤسسة الناشئة

من خلال التعريف المقدم أعلاه قد يخيل إلينا أن ما يميز المؤسسات الناشئة هو النمو المستمر إلا أن الواقع غير ذلك، فهذه المؤسسات كثيراً ما تتعثر وتمر بمراحل صعبة وتذبذب شديد قبل أن تعرف طريقها نحو القمة، ويمكن توضيح ذلك في المنحنى المصمم من قبل Paul Graham:

شكل رقم (01) : دورة حياة المؤسسة الناشئة



Source:Paul Graham, startup happiness curve

<https://twitter.com/aarrieta/status/474936879809585153?lang=fr> /visité le 27/10 2020

à 15h.

من خلال الشكل أعلاه يمكن القول أن الشركات الناشئة تمر بستة مراحل كالتالي:

المرحلة الأولى: مرحلة ما قبل الانطلاق: وتبدأ قبل انطلاق المؤسسة الناشئة، حيث يقوم فرد أو مجموعة أفراد بطرح نموذج أولي لفكرة إبداعية جديدة، وخلال هاته المرحلة يتم التعمق في البحث ، دراسة الفكرة جيدا، دراسة السوق، سلوك وأذواق المستهلكين المستهدفين للتأكد من امكانية تنفيذها على أرض الواقع، وتطويرها واستمرارها في المستقبل، والبحث عن مصادر تمويلها، وعادة ما يكون التمويل في هاته المرحلة ذاتيا مع إمكانية الحصول عل بعض الإعانات الحكومية.

المرحلة الثانية: مرحلة الانطلاق: في هاته المرحلة يتم اطلاق الجيل الأول من المنتج أو الخدمة، حيث تكون غير معروفة، وربما أصعب شيء يمكن أن يواجه رائد الأعمال في هاته المرحلة هو أن يجد من يتبنى الفكرة على أرض الواقع ويمولها ماديا ، وعادة ما يلجأ إلى ما يعرف بـ FFF (Friends,Family,Fools)، فغالبا ما يكون الأصدقاء و العائلة هم المصدر الأول الذي يلجأ إليه للحصول على تمويل، كما يمكن له الحصول على تمويل من قبل الحمقى إن صح القول وهم الأشخاص المستعدين للمغامرة بأموالهم خاصة عند البداية حيث تكزن درجة المخاطرة عالية، في هذه المرحلة يكون المنتج بحاجة إلى الترويج و الدعاية كما يمكن أن يكون السعر مرتفعا

المرحلة الثالثة: مرحلة مبكرة من الاقلاع و النمو: في هاته المرحلة يبلغ المنتج الذروة، ويكون هناك حماس مرتفع، كما يمكن أن يتوسع النشاط إلى خارج مبتكره الأوائل فيبدأ الضغط السلبي، حيث يتزايد عدد العارضين للمنتج ويبدأ الفشل، أو ظهور عوائق أخرى تدفع المنحنى نحو التراجع.

المرحلة الرابعة: مرحلة الانزلاق في الوادي: بالرغم من استمرار الممولين المغامرين(رأس المال المغامر) بتمويل المشروع إلا أنه يستمر في التراجع حتى يصل إلى مرحلة يمكن تسميتها وادي الحزن أو وادي الموت، وهو ما قد يؤدي إلى خروج المشروع من السوق في حالة عدم التدارك خاصة وأن معدلات النمو في هذه المرحلة تكون جد منخفضة.

المرحلة الخامسة: مرحلة تسلق المنحدر: في هاته المرحلة يستمر رائد الأعمال في إدخال تعديلات على منتجه واطلاق اصدارات محسنة لتبدأ الشركة الناشئة بالنهوض من جديد بفضل الاستراتيجيات المطبقة واكتساب الخبرة لفريق العمل، كما يتم اطلاق الجيل الثاني من المنتج وضبط سعره وتسويقه على نطاق أوسع.

المرحلة السادسة: مرحلة النمو المرتفع: في هاته المرحلة يتم تطوير المنتج بشكل نهائي ويخرج

من مرحلة التجربة و الاختبار، ويتم طرحه في السوق المناسبة، وتبدأ الشركة الناشئة في النمو المستمر ويأخذ المنحنى بالارتفاع حيث يحتمل أن 20 إلى 30 % من الجمهور المستهدف قد اعتمد الابتكار الجديد لتبدأ مرحلة اقتصاديات الحجم وتحقيق الأرباح الضخمة.

3- الفرق بين المؤسسة الناشئة و المؤسسة الكلاسيكية: أن تكون مؤسسة ناشئة هو وضع مؤقت إما بسبب عدم تحقيق نموذج الأعمال وبالتالي فإن المؤسسة الناشئة تفشل وتخفي ، أو بسبب انها نجحت وتم امتصاصها او تحولها إلى مؤسسة كلاسيكية او تقليدية تقريبا، و التحول من مؤسسة ناشئة إلى مؤسسة كبيرة يعبر عن اللحظة التي يقرر فيها النمو مستقبل المؤسسة الناشئة، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (02) الفرق بين المؤسسة الناشئة و المؤسسة الكلاسيكية



الشكل أعلاه يوضح الفرق بين مسار نمو المؤسسة الناشئة و المؤسسة الكلاسيكية، حيث يعبر الخط الأسود عن مسار نمو مؤسسة ناشئة، بينما يمثل الخط باللون الأحمر مسار نمو مؤسسة كلاسيكية، وعليه فإن أهم عنصر يصنع الاختلاف بين المؤسسة الناشئة و الكلاسيكية هو النمو الكبير، ويمكن حصر نقاط الاختلاف فيما يلي:

- يمكن ان يكون هناك تشابه بين دورة مؤسسة كلاسيكية تمر بمرحلة انطلاق، نمو ثم نضج وبعدها تبدأ مرحلة التراجع، بينما الشركات الناشئة تمر بسلسلة من التراجع والتقدم غير قابلة للتنبؤ في المرحلة ما بين الانطلاق و النمو، وبمجرد ما تصل إلى مرحلة النضج ستستمر في الارتفاع و النمو وأحسن مثال: شركة Twiter وشركة Apple ؛

- المؤسسة الناشئة تقدم منتجها لسوق كبير على عكس الشركات الكلاسيكية؛

- المؤسسة الناشئة بالرغم من الخطر المرتفع المرتبط بها فإن المستثمرين يقومون بالاستثمار في هذا النوع من المؤسسات بالموازنة بين العائد الضخم المحتمل في حال نجاح المشروع، بينما

المؤسسات الكلاسيكية يتوجه المستثمر لسوق تتخفّض فيه درجة عدم التأكد وتحقيق أرباح عادية؛ - بالإضافة إلى الاختلاف في مصادر التمويل حيث تعتمد المؤسسة الناشئة على المستثمر المالك، رأسمال المخاطر نظرا لإحجام البنوك على تمويل هذا النوع من المشاريع عالية المخاطر بينما تحصل الشركات الكلاسيكية على التمويل من القروض البنكية أو المساعدات الحكومية.

3. المحور الثاني: الإطار النظري لرأسمال المخاطر

1.3 نشأة وتطور رأس المال المخاطر

يرجع أصل نشأة مهنة رأس المال المخاطر إلى اليوناني Thales mite مؤسس علم الهندسة الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي من خلال استخراج الزيت من الزيتون بفضل القروض التي حصل عليها من مقرضين مخاطرين والتي مكنته من إنشاء وتطوير مشروعه، بعدها تكررت التجربة حوالي ألفي عام من الزمن مع رحلات الاسبان والبرتغاليين إلى العالم الجديد خلال القرنين 15م و16م، حيث لم يكن البحارة المقامرون يملكون شيئا سوا فـن ركوب البحر بينما تعهد الرأسماليون المخاطرون بأعداد والتجهيزات والمؤن، فقاموا بشراء السفن ومولوا هؤلاء البحارة.

أما بالنسبة لرأس مال المخاطر كمصطلح اقتصادي أمريكي فقد نشأ مع نهاية الحرب العالمية الثانية وذلك على يد الجنرال Doriot Georges والذي يعتبر أبا لرأس مال المخاطر، حيث أنه قد بادر بإنشاء أول شركة لرأسمال المخاطر سنة 1946 والتي تعرف باسم "المؤسسة الأمريكية للبحوث والتنمية" (ARD) والتي كانت تستثمر أموالها في مشاريع مبتكرة والتي تتميز بارتفاع معدلات النمو والعوائد مستقبلا، وقد أخذت هذه الصيغة جاذبيتها بعد النجاح الذي حققته باستثمار في مؤسسة التجهيزات الرقمية حيث تضاعفت قيمة الاستثمار بـ 600 ضعف ومن ثم سار رأسمال المخاطر على المراحل التالية ليصبح على ما هو عليه اليوم (Louenes Malika, 2010, p185-186)

المرحلة الأولى: كانت في الخمسينات وبالتحديد في عام 1957 أسست الحكومة الأمريكية أول مؤسسة (SBIC) لشركات استثمار المشروعات الصغيرة بالأموال الفيدرالية والتي كانت جزء من خطة الحكومة لدعم تمويل أصحاب المشروعات من خلال نماذج مالية جديدة.

المرحلة الثانية: كانت في الستينات، أتاحت عملية الطرح الأولى للجمهور IPO فرصة مشاركة شركات رأس المال المخاطر بصورة أكثر فاعلية في خلق وتأسيس شركات جديدة، وهكذا أصبح رأس المال المخاطر سوقا جذابا يجذب العائلات والأفراد الأثرياء.

المرحلة الثالثة: في السبعينات، استمر سوق رأس المال المخاطر في نموه في معظم أوروبا، وفي الولايات المتحدة الأمريكية عانى قطاع رأس المال المخاطر من مشكلات السوق العامة وغيرها،

ومع ذلك فقد حدث انقلابا حقيقيا في عام 1975 عندما اتخذ الكونجرس الأمريكي قرارا باستثمار جزء من أموال المعاشات في شركات رأس المال المخاطر.

المرحلة الرابعة: شهدت فترة الثمانينات استعراضا للنموذج الجديد لرأس المال المخاطر، حيث تم اكتشاف مصادر جديدة للتمويل، مثل صندوق المعاشات وغيرها من الصناديق المالية المتعلقة بالمؤسسات، ويقدم بهذا النموذج تحولا عن المصادر التقليدية للتمويل، مثل الأفراد والعائلات الثرية، وجدير بالذكر في هذه المرحلة، أن قانون الكونجرس لعام 1975 قد نص على مبادئ هذا النموذج والذي أتبعه تعيرات تشريعية وتنظيمية تمخض عنها تحسن في مناخ عمل رأس المال المخاطر، ولأن الولايات المتحدة الأمريكية أكبر سوق لرأس المال المخاطر في العالم تليها المملكة المتحدة.

ونظرا للنجاح الذي لاقته هذه الصيغة التمويلية ولأثارها الايجابية في تنمية العديد من الصناعات التكنولوجية التي استطاعت أن تحقق التنمية الاقتصادية، توجهت العديد من الدول إلى تبني هذه الصيغة التمويلية.

2.3 تعريف رأس مال المخاطر

تعرف الجمعية الأوروبية EVCA رأس مال المخاطر على أنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد، وهذه الحالة تعتبر مصدر المخاطر أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا، حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات متأخرة وهذه الحالة تعتبر تعويضا للمخاطر.

وعرفته الجمعية الفرنسية للاستثمار برأس المال AFIC على أنه "استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال بواسطة الأموال الخاصة وشبه الخاصة في منشآت شابة في طور الإنشاء تتضمن محتوى تكنولوجي كبير" (عبيد سامي، 2013-2014، ص49)

ويعرف رأسمال المخاطر أو Le capital-*risque* أو *Venture capital* كمنشآت وساطة مالية مخصص للاستثمار يسمح بتوظيف الأموال في انشاء وانطلاق المؤسسات الصغيرة المتخصصة في الأفكار الجديدة والتكنولوجيات الحديثة ذات امكانيات عالية للنمو (Philippe de fontaine vive, 2008,P45).

كما يعرف رأس المال المخاطر بأنه: " أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات، حيث لا تقوم هذه التقنية على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة، إذ يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله مع تحمل الخسارة كليا أو جزئيا في حالة فشل المشروع الممول".

ويتضح من ذلك أن رأس المال المخاطر يقوم على معادلة مفادها : مخاطر أكبر = عائد مرتفع، فالمشروعات التي يمولها رأس المال المخاطر هي مشروعات تتميز بدرجة مخاطرة كبيرة، وإذا ما نجحت فيتوقع لها عائد مالي كبير، أما إذا خسرت فستكون العواقب وخيمة على أصحاب رأس المال المخاطر ومن هنا جاءت تسميته انه رأس المال المخاطر (سامي عبد الباقي، 2010، ص5).

انطلاقاً من التعاريف السابقة يمكننا صياغة تعريف شامل لرأس المال المخاطر على انه يمثل توفير الغطاء التمويلي لمؤسسات ذات مخاطر مرتفعة سواء ناضجة أو ناشئة تتميز باحتمال عائد ضخم مع عدم ضمان استرداد رأس المال في تاريخ محدد ولا الحصول على دخل مؤكد وذلك أملاً في الحصول على فائض قيمة مرتفعة في المستقبل.

3.3 شركات رأس المال المخاطر

تعرف شركات رأس المال المخاطر على أنها شركات تتخذ حصصاً أو مساهمة في رأس مال المؤسسات غير المدرجة في البورصة والتي أنشأت حديثاً وتتمو بسرعة في المجالات التي هي بحاجة إلى رؤوس الأموال لضمان تنميتها (صالح عبد القادر، 2008، ص 73)، وهي أنواع:

- **مؤسسات مستقلة:** تقوم بجمع رؤوس أموالها من مصادر عدة، حيث لا يكون أي مساهم في وضعية الأغلبية، وبالتالي تكون هيكله القرار مستقلة وتتخذ قراراتها بكل حرية، وبدون الأخذ بعين الاعتبار لمصالح أخرى عدا مصلحة المشروع في حد ذاته.

- **مؤسسات تابعة:** وهي فرع لمؤسسات مالية أو صناعية أخرى حيث تقوم هذه المؤسسات بتأسيس فروع لها وتوفير رأس المال اللازم وبالتالي هذا النوع من المؤسسات يعمل لحساب المؤسسات الأم.

- **مؤسسات عمومية:** أموالها تأتي كلها أو جزء منها بطريقة مباشرة أو غير مباشرة من هيئة عمومية غالباً ما تنشأ لغرض اجتماعي اقتصادي كخلق مناصب شغل، أو التحديث الصناعي إذ أن رأسمالها موجه لتمويل المؤسسات في بداية النشاط وخاصة مؤسسات القطاع التكنولوجي لكنها تتميز بالمزج بين القطاع العام والخاص وهيئات البحث والتطوير والتكوين والمعاهد والجامعات.

4.3 المراحل التمويلية التي تغطيها مؤسسات رأس المال المخاطر

تقوم شركات رأس المال المخاطر بتقديم خدمات تمويلية تتناسب واحتياجات المشاريع الاستثمارية، تتمثل في مرحلية التمويل وتصنف المراحل التمويلية برأس المال المخاطر إلى أربعة مراحل أساسية:

- **تمويل مرحلة الإنشاء:** ويسمى التمويل في هذه المرحلة ب"رأس المال الإنشاء" في هذه المرحلة تكون المشاريع الاستثمارية مجرد أفكار تحتاج إلى المزيد من البحث والتطوير حتى تتبلور في شكل منتج ذو قيمة اقتصادية، فالاحتياجات التمويلية لهذه المرحلة تتمثل أساساً في مصاريف البحث

والتطوير ومصاريف الإنشاء، إضافة إلى ارتفاع المخاطر إلى أقصى حد ممكن لذا تشترط مؤسسات رأس المال المخاطر في هذه المرحلة على أصحاب المشاريع معدل عائد يتراوح ما بين 50 إلى 100٪، وعليه تنقسم هذه المرحلة التمويلية إلى مرحلتين هما:

أ. تمويل مرحلة الفكرة "رأس المال ما قبل الإنشاء": يتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل الدراسات والأبحاث التي تدور حول الفكرة الرئيسية للمشروع، وذلك لمعرفة مدى احتمال نجاحها.
 ب. تمويل المرحلة الأولية "رأس مال الانطلاق": بعد أن تحدد الصفات الأساسية للمنتج تبدأ احتياجات تمويلية جديدة تتمثل في تغطية المصاريف الإعدادية ومصاريف حيازة المعدات، ومصاريف التشغيل وتستمر هذه الاحتياجات حتى البدء في تصريف المنتجات وتحقيق الإيرادات.
 - **تمويل مرحلة التوسع:** ويسمى التمويل في هذه المرحلة بـ "رأس المال التنموية" يكون المشروع في هذه المرحلة التمويلية قد بلغ مرحلة الإنتاجية أي توليد الإيرادات، ولكنه يقابل ضغوطات مالية تجعله يلجأ إلى مصادر تمويل خارجية حتى يتمكن من تحقيق آماله في النمو والتوسع، ويمكن أن نميز بين قسمين لهذه المرحلة:

أ. مرحلة التوسع: في هذه المرحلة نجد المشروع لا يزال عاجزاً عن توفير التمويل ذاتياً، رغم أن المخاطر هنا تتميز بأنها ذات مستوى أقل، فموه سريع، وهو في حاجة إلى أموال للاستثمار والتدوير الذي يمكنه من الوصول إلى نقطة الاستغلال الكامل.

ب. مرحلة التطور والنضج: إن المخاطر في هذه المرحلة تتجه إلى التناقض بطرق واضحة إذ يتغير الوضع بطريقة كبيرة، وتكتسب المشروعات القدرة على الاستدانة، حيث تضمن إمكانياتها الذاتية سداد أعباء القروض مما يبدأ معه تقلص وانحصار دور مؤسسات رأس المال المخاطر في التمويل.

- **تمويل مرحلة تحويل الملكية:** ويسمى التمويل في هذه المرحلة بـ "رأس المال تعاقب الملكية" يتمثل هذا التمويل في عملية تغيير الأغلبية المالكة لرأس المال المشروع، مثل شراء المشروع من طرف الأجراء أو وارث واحد أو فريق جديد من الملاك كالشراء بواسطة مشروع آخر، وما يلفت عادة الانتباه اصطدام رغبة تحويل الملكية بنقص الإمكانيات المالية وفي هذه المرحلة تتدخل مؤسسات رأس المال المخاطر، ويتم ذلك عن طريق تكوين شركة مالية قابضة تتولى الإشراف، ومنح قروض للشركاء، وبعد سداد الالتزامات المالية المتفق عليه تنتقل الملكية إلى الشركاء المستثمرين في الشركة المتفرعة.

- تمويل مرحلة الانحدار : ويسمى التمويل في هذه المرحلة بـ" رأس المال التصحيح" في هذه المرحلة تعاني المشاريع الاستثمارية من التعثر نتيجة مشاكل في الإنتاج أو التسويق أو التمويل، ولكن لديها إمكانيات ذاتية للنهوض مرة أخرى والتغلب على هذه الصعوبات، لذا يخصص لها رأس المال التقويم للنهوض ماليا، فلا تجد أمامها سوى مؤسسة رأس المال المخاطر لتأخذ بيدها حتى تعيد ترتيب أوضاعها، وتستقر في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق المكاسب.

- تمويل مراحل أخرى من المشاريع الاستثمارية: بالإضافة إلى هذه المراحل التمويلية التي تغطيها مؤسسات رأس المال المخاطر نجد أيضا أن رأس المال المخاطر يتدخل في مراحل أخرى هي: أ. مرحلة التمويل الإضافي "تمويل العبور": لتحقيق الأهداف النهائية للمشروع، في هذه المرحلة يأخذ رأس المال المخاطر المشارك في المشروع على عاتقه توفير دورة موارد مالية إضافية تسمح بالعبور إلى الثمرة النهائية للمشروع وتأمين نجاحه، وعادة ما تسمى بمرحلة الميزانية المالية.

ب. مرحلة التمويل الأخير: وتكون قبل الانسحاب من المشروع وهنا يوفر رأس المال المخاطر الموارد المالية للمشروع كي يتمكن من التحرك إلى ما بعد مرحلة التوسع من أجل زيادة أحجام المبيعات قبل أي عملية تسييل للأسهم كالدماج في منشأة أكبر الأمر الذي عليه زيادة قيمة الأسهم.

5.3 آليات خروج رأس المال المخاطر من المؤسسات التي قام بتمويلها

قلنا فيما سبق أن رأس المال المخاطر يدخل لتمويل مشروعات ناشئة أو لتمويل مشروعات قائمة قد تكون مدرة لعائد وذلك لتمويل التوسع في أنشطتها وتنميتها، ولكن تجدر الإشارة أن من سمات رأس المال المخاطر أنه يدخل في الاستثمار لا ليبقى وإنما ليخرج بعد فترة يكون المشروع فيها قد بدأ يؤتي ثماره وعوائده، وبعبارة أخرى يمكن القول أن تفعيل دور ونجاح رأس المال المخاطر في تمويل المشروعات يتناسب طرديا مع مدى وجود آليات لخروج رأس المال المخاطر، فكلما كانت هذه الآليات ميسورة ومتعددة كلما زاد إقبال أصحاب رأس المال المخاطر على الدخول لتمويل المشروعات المختلفة ، والعكس صحيح، وتتمثل آليات خروج رأس المال المخاطر فيما يلي:

- إصدار المشروع أوراقا مالية يتم طرحها للاكتتاب العام وقيدها ببورصة الأوراق المالية، وفي هذه الحالة يحصل المستثمر في مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال المستثمر وعائده في صورة أوراق مالية مقيدة بالبورصة.

- وقد لا يصدر المشروع أوراقا ماليا لطرحها في اكتتاب عام، وإنما لطرحها على مستثمرين محددین من خلال طرح خاص Private Placement.

- أما الطريق الثالث وهي الغالبة في أوروبا فتتمثل في التنازل عن المشروع إلى مستثمر آخر، و الذي يتمثل في قيام عدد من المستثمرين من المؤسسات أو من الأفراد الطبيعيين بإنشاء شركة قابضة يكون الهدف منها الاستحواذ على مشروع، ويتم تمويل عملية السيطرة هذه عن طريق قيام الشركة القابضة بالاقتراض من البنوك أو من السوق.

- وقد يتم خروج رأس المال المخاطر عن طريق اندماج المشروع الذي تم تمويله في شركة قائمة، ويأخذ المستثمر في مجال رأس المال المخاطر أصل رأس المال المستثمر بالإضافة إلى الأرباح في صورة أسهم في الشركة الدامجة والتي يكون لها قيمة سوقية نتيجة قيدها في بورصة الأوراق المالية.

4. المحور الثالث واقع رأس مال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر

1.4 لمحة عن ظهور نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر

إن توجه الجزائر نحو تبني اقتصاد منفتح ومعوم في سنوات التسعينات وتبنيها لسياسة الإصلاح الاقتصادي تطلب منها العمل على تحسين المناخ الاستثماري وتشجيع القيام بمشاريع استثمارية جد إنتاجية تساهم في النمو الاقتصادي كانت آليات الحكومة واضحة من أجل تشجيع وتعزيز إنشاء مشاريع صغيرة ومتوسطة تساهم في جذب الاستثمارات الأجنبية، تقلل من نسب البطالة وتحقق قيمة مضافة إلا أن هذا التحول نتج عنه ثغرتين أساسيتين في الاقتصاد هما:

- تحول ملكية اغلب المؤسسات المخصصة إلى الأجانب لعدم وجود رؤوس أموال جزائرية قادرة على استعادتها.

- إشكالات تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة نظرا لصعوبة التمويل الذاتي لعدم وجود طبقة مالكة لأموال قادرة على التمويل الذاتي ولصعوبة التمويل الخارجي عن طريق البنوك نظرا لعدم توفر الضمانات وانطواء نشاطها على مخاطر مرتفعة (فدوى بوحناش، 2012، ص 01-02).

أثبتت العديد من الأمثلة حول العالم أن هذا النوع من المشاريع يحتاج دائما إلى تمويل متخصص يساعده على سد الثغرة التي يعاني منها قبل الوصول إلى مرحلة الإنشاء والنمو وقد استطاع التمويل (بكل هياكله المكمل) سد تلك الثغرة وتوفير التمويل والخبرة الاستراتيجية للمشاريع المقاولانية.

في سبيل تنويع مصادر تمويل الاقتصاد الوطني قامت الحكومة الجزائرية في سبيل هندسة سوق لرأس مال مخاطر وهذا من خلال الشركة المالية الجزائرية الأوروبية finalep في 1991 والتي بدأ نشاطها في 1995 حيث كانت ظروف الإنشاء تتميز بصعوبة الوضع الأمني وعدم ملائمتها .

بعدها أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة موافقته على إطلاق ثاني شركة ممارسة لنشاط رأس المال الاستثماري وهي الشركة المالية للاستثمارات المساهمة و التوظيف Sofinance وكان ذلك في 1998 وانطلق نشاطها سنة 2001 بعدما منحها بنك الجزائر الاعتماد على أنها مؤسسة مالية. جاءت كل من Sofinance و finalep بمقتضى القانون رقم 90-10 المتعلق بالنقد والقرض وحتى سنة 2006 كانت الشركتان تعملان في غياب تشريع خاص ينظم المهنة ويحدد آليات عملها) (أحلام بوقفة، 2017-2018، ص195).

ولأن للجانب القانوني و الضريبي أهمية لا يمكن تجاهلها في تحفيز قطاع رأس مال المخاطر كان من الضروري صياغة قانون خاص بهذه الشركات وقد تم ذلك في 24 جوان 2006 إصدار القانون رقم 06-11 الذي احتوى على شروط الإنشاء آليات ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري وطرق الرقابة مع تحديد النظام الجبائي الخاص بها.

عملت هذه الإجراءات المختلفة لتحسين بيئة عمل شركات رأسمال المخاطر في الجزائر على جذب مستثمرين أجانب يمارسون هذه المهنة نتحدث عن شركة التيسير Africinvest فرع Intégra group الموجهة لمنطقة شمال وسط وغرب أفريقيا انطلق عمل هذه الشركة في الجزائر سنة 2006 وكانت تهدف أساسا لخصوصية الشركات العمومية في هذه المنطقة.

بعد هذه المحطات المهمة في طريق هندسة سوق لممارسة رأس مال المخاطر في الجزائر توالى عمليات إنشاء شركات أخرى ممارسة للمهنة في السوق الجزائري بالإضافة إلى استقطاب مستثمرين أجانب برأس المال بهدف استغلال الفرص الاستثمارية الموجودة وتقديم التمويلات اللازمة للمشاريع الناشئة من اجل تحقيق عوائد مالية وهذا ما يشجع نمو الاقتصاد الوطني.

كمحاولة منها لتسريع وتيرة الاستثمار في المشاريع الصغيرة والمتوسطة عهدت الدولة في سنة 2009 إلى شركات رأس المال الاستثماري المتواجدة في السوق أو التي يجري إنشاؤها وإدارتها، و تخصيص ميزانية 48 مليار دج بمعدل مليار في كل ولاية من اجل إطلاق صناديق استثمارية في كل ولاية تتمثل مهمتها الأساسية في تسيير الأموال المستثمرة على مستوى الولاية التي تنشط فيها فقط بهدف دعم التنمية المحلية أما بالنسبة للشركات المالية فيمكنها التعاون مع بعضها في إطار شراكة تمويلية لمشاريع كبيرة ذات مردودية.

2.4 شركات رأس مال المخاطر الناشطة في الجزائر

- الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE

هي مؤسسة مالية عمومية متخصصة في الاستثمار يبلغ رأس مالها 5.000.000.000 دج، تم اتخاذ قرار إنشائها من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998، من أجل تطوير الإنتاج الوطني وتطوير منتجات مالية جديدة، وتم منحها الموافقة لبدء نشاطها من طرف بنك الجزائر في 09 جانفي 2001 (بن ساعد عبد الرحمن وصابور سعاد، 2019، ص21) ، كما تعمل هذه المؤسسة المالية في إطار القانون رقم 96-09 المنظم لعمليات قرض الإيجار، تمارس sofinance تركيبة متنوعة من المنتجات المالية من أجل توفير الدعم المالي الذي تحتاجه المشاريع الاستثمارية الموجودة في محفظتها، وتتمثل هذه الأنشطة فيما يلي: قرض الإيجار قروض الاستثمار، المساهمة في رأس المال، الكفالات البنكية و الهندسة المالية

- الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM) :

أنشئت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بموجب اتفاقية بين الجزائر والمملكة السعودية سنة 2004، وتعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر بالجزائر، حدد رأس مالها بـ 8.000.000.000 دج، بحيث تم اقتسام رأس المال المكتتب مناصفة بين الحكومتين على أن يتم دفع النصف عند التأسيس، ويدير الشركة مجلس إدارة متكون من ستة أعضاء ثلاثة من كل دولة.

- الجزائر- استثمار : مؤسسة رأس مال استثماري يحوز رأس مالها البالغ 1 000 000 000 دج بنكان عموميان، بنك الفلاحة والتنمية الريفية بنسبة 70% والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسبة 30%، وقد تم تسليمها الاعتماد من أجل بداية نشاطها من طرف وزارة المالية في 6 ماي 2010.

- الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP : سيتم التطرق لها في دراسة الحالة.

5. دراسة حالة الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP

1.5 تقديم شركة Finalep :

أسست المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP (financière Algero-Européenne de participation) بعد مجموعة من الاجتماعات التي قام بها بنك الجزائر ووزارة المالية مع البنك الأوروبي للاستثمار، الوكالة الفرنسية للتنمية والصندوق الألماني للتعاون من أجل تقديم دعم لتنمية الاستثمار في الجزائر، بتاريخ 15 نوفمبر 1990 تم إمضاء اتفاقية سمحت بإنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة فيما بعد كشركة ذات أسهم مختصة في رأس المال الاستثماري ، وقد بلغ رأس مال الشركة عند إنشائها 73.750.000 دج موزعة على بنك التنمية المحلية بنسبة 40%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 40%، وبعد انضمام

البنك الأوروبي للاستثمار وصل رأس مالها إلى 159.750.000 دج يحوز عليه كل من بنك التنمية المحلية بنسبة 40 %، الوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 28.74 %، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20 % والبنك الأوروبي للاستثمار بنسبة 11.26 %، ثم بلغ رأسمالها 191 700 000 دج بعد الرفع من رأسمالها في 2007.

2.5 شروط تدخل شركة Finalep

تسعى شركة Finalep الى المساهمة في المؤسسات الاقتصادية عن طريق عدة أشكال من رأس المال المخاطر: رأسمال الانطلاق، رأس مال التطوير، رأس مال التحويل، وشراء المساهمات الخاصة بالمساهمين السابقين وتتدخل شركة Finalep عن طريق الاكتتاب أو اقتناء أسهم عادية أو حصص اجتماعية، وفي حالات محدودة يمكن للشركة التدخل بتقديم حصص جارية من أجل معالجة عجز الميزانية في الأجل القصير، حيث يمكن للمؤسسات التي تتوفر فيها الشروط التالية أن تستفيد من مساهمات الشركة:

- يشترط على المؤسسات الممولة ان تأخذ الصيغة القانونية لشركات ذات رؤوس أموال (شركة ذات المسؤولية المحدودة او شركة ذات اسهم)؛
- نسبة المساهمة لا تتجاوز 15% من رأسمالها في تمويل نفس المؤسسة؛
- مساهمة ذات أقلية لا تتجاوز نسبة 49 % من رأسمال نفس المؤسسة؛
- ابرام وثيقة ميثاق المساهمين /الشركاء يتم التفاوض عليه مسبقا، وتضم:
 - مدة المساهمة؛

- شروط وسبل الخروج والتنازل على الأسهم أو الحصص الاجتماعية؛
- وكذا مجموعة من البنود الموجهة لتنظيم وحماية حقوق المستثمر صاحب الأقلية وضمان حق الشفعة للمساهمين /الشركاء المؤسسين (<https://www.finalep.dz>).

3.5 مجال تدخل شركة Finalep: حتى تستفيد أية المؤسسة من مساهمات الشركة يجب:

- ✓ أن تنشط في كل مجال يتعلق بإنتاج السلع و الخدمات؛
- ✓ أن تساهم في تخفيض حجم الواردات والرفع من حجم الصادرات خارج المحروقات؛
- ✓ أن تساعد في خلق قيمة مضافة معتبرة وتستهمل موارد و مواد أولية محلية؛
- ✓ المساهمة في خفض معدلات البطالة خاصة بالنسبة لخريجي مراكز التكوين و الجامعات؛
- ✓ المساهمة في تحقيق التوازن الجهوي والتنمية المحلية؛
- ✓ أن تنشط المؤسسة في الصناعات التي تحترم المحيط.

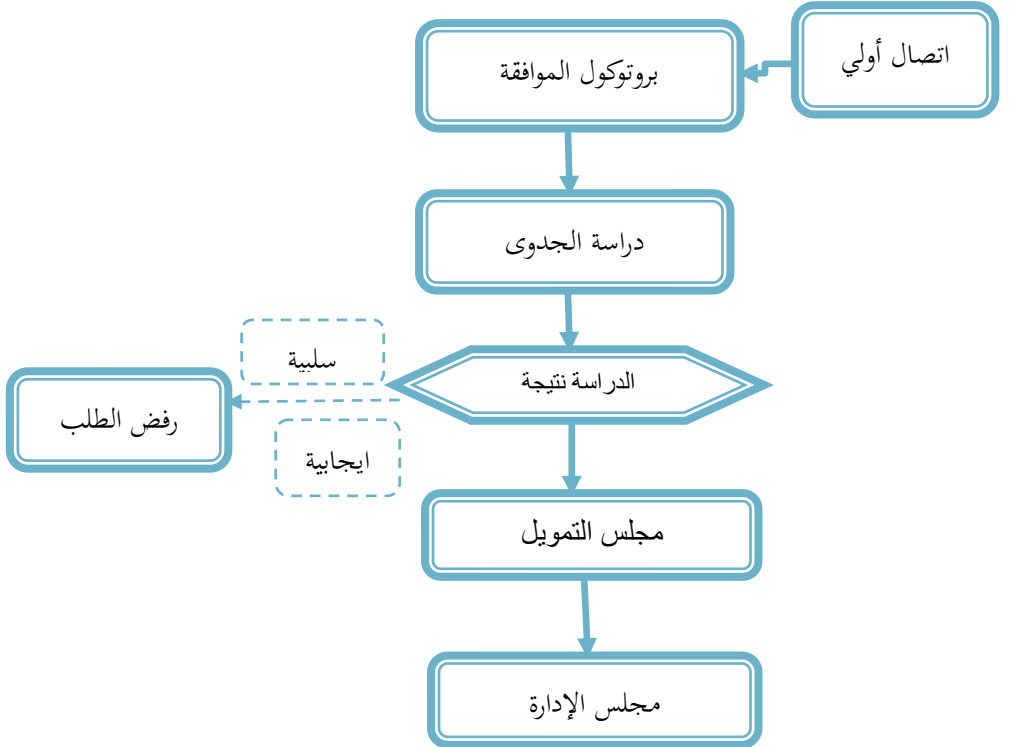
4.5 معايير اختيار شركة Finalep للمشاريع الاستثمارية:

- المردودية الاقتصادية و المالية للمشروع، التي يتم تقديرها من خلال مخطط للأعمال ذو جودة و التي تضمن عودة سريعة و مرضية لأرباح الاستثمار؛
- طبيعة المشروع، المهارات الفنية و الإدارية لصاحب المشروع، خلق فرص العمل، أهمية المشروع في التنمية الاقتصادية و الاجتماعية للولاية و الحفاظ على البيئة.

5.5 الإجراءات المطبقة في Finalep

تنطلق الإجراءات التمويلية باللقاء الأولي بين مسير المؤسسة الطالبة للتمويل، حيث تستعرض هذه الأخيرة أنشطتها، شروط تقديم مساهمتها و الإجراءات المطبقة انطلاقا من تقديم الملف مرورا بالتمويل و المشاركة وصولا إلى الخروج من رأس المال. تتوالى بعدها المراحل المختلفة لمعالجة المساهمة انطلاقا بدراسة الطلب ثم دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع ثم سلسلة الاجتماعات التقنية مرورا بمرحلة المشاورات لاتخاذ قرار المساهمة ووصولا للاكتتاب في الضمانات، وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

شكل رقم (04) : الإجراءات المطبقة من طرف Finalep



المصدر: <https://www.finalep.dz>

6.5 مساهمات شركة Finalep في تمويل المؤسسات الجزائرية

لقد بلغ مجموع محفظة شركة Finalep في بداية سنة 2019 أحد عشر 11 مساهمة بمبلغ التزامات إجمالية قيمتها 863.7 مليون دينار جزائري مقارنة ببداية سنة 2018 والتي كان فيها عدد المساهمات يبلغ 9 مساهمة بمجموع 776.7 مليون دينار جزائري، وقد تم إضافة المساهمتين الجديدتين خلال سنة 2019 وهما مؤسستان تنشط إحداها في صناعة الأغلفة والتعليب في حين تنشط الثانية في مجال التكوين المهني بقيمة 50 و 37 مليون دينار جزائري على التوالي، حيث بلغت نسبة مساهمة شركة Finalep فيهما تبلغ 4.55% و 38.71% تواليًا.

بالمقابل، لقد قامت شركة Finalep بعمليات عديدة عن طريق صناديق الاستثمار اللوائية، حيث بلغ عدد المؤسسات المساهم فيها 31 بما قيمته 2461 مليون دينار جزائري في بداية سنة 2019 مقارنة بسنة 2018 أين كان عدد المؤسسات المساهم فيها 25 مؤسسة بقيمة مساهمات 1871 مليون. يعتبر القطاع الصناعي من أبرز القطاعات التي ساهمت فيها الشركة حيث أن 6 مؤسسات ناشئة رغم أنها لم يسبق على إنشائها إلا سنتين إلا أنها بدأت في تحقيق نتائج إيجابية، حيث أن قيمة المساهمة التي تقدمها شركة Finalep لكل مؤسسة ناشئة تتراوح بين 18 و 100 مليون دينار وبنسب مساهمة تتراوح بين 13 و 49% خلال السداسي الثاني لسنة 2019.

قامت شركة Finalep بتحقيق اتفاق للمساهمة في 6 مؤسسات ناشئة جديدة تنشط في المجال الصناعي والمجال الطبي عن طريق الصناديق اللوائية بقيمة كلية تبلغ 346 مليون دينار جزائري. تختلف المردودية المتحصل عليها من المشاريع التي تقوم شركة Finalep بالمساهمة فيها من سنة لأخرى ومن مؤسسة لأخرى، وقد شهدت تحسن خلال السنوات الأخيرة من 30 إلى 44 ثم 50 مليون دينار جزائري خلال السنوات 2017 و 2018 و سنة 2019 تواليًا.

ويمثل الجدول التالي أبرز مساهمات Finalep في رأس مال العديد من المؤسسات الناشئة

جدول رقم (01): مساهمات Finalep في المؤسسات الناشئة الجزائرية

اسم المؤسسة	قطاع النشاط	رأسمال	مساهمة Finalep
-------------	-------------	--------	----------------

نسبة المساهمة %	قيمة المساهمة (مليون دج)	المؤسسة (مليون دج)		
9.5%	37.8	398.8	صناعة الأدوية	SOMEDIAL
10%	10	100	معدات الطاقة الشمسية	SOLAR SYST
30%	9	30	الصناعة الإلكترونية	CORELEC
25%	15	59.24	صناعة الزجاج	Via
23%	37.8	160	السباكة	FONDERIE POMPES
35%	50	140	الصناعة الغذائية	Milox
18%	20.6	115.315	الترقية العقارية	REAL PROMO
18%	10	55	الصناعة الإلكترونية	Esy
10%	10	100	زراعة التبغ	ATLAS TOBACCO

المصدر: <https://www.finalep.dz>

يمكن الملاحظة من الجدول السابق أن قيمة مساهمات Finalep في تمويل المؤسسات الناشئة بلغت ما قيمته 210 مليون دينار وهو أكبر من قيمة رأس مالها ، لكن ما يجب الإشارة إليه هنا هو تفاوت تاريخ المساهمات، فبعض المؤسسات قد إنتهت فترة المساهمة فيها وتمت فعلا عملية الخروج، كمؤسسة SOLAR SYST سنة 2003، و FONDERIE POMPES سنة 2004. بالإضافة إلى معيار الخطر المرافق لكل عملية مساهمة تقوم بها Finalep واحتمال الخروج من مشروع مساهمة دون الحصول على المردودية المنتظرة، فإن حجم المساهمات المسموح به قانونا يعتبر عائقا آخر أمامها، ولهذا شهت السنوات الأولى لانطلاق Finalep في نشاطها نموا ضعيفا. رغم ذلك، فإن أفاق الدخول في مساهمات مؤسسات أخرى تبقى كبيرة جدا، حيث أن Finalep وابتداء من سنة 2015 تمكنت من الدخول في شراكة اقتصادية بخصوص 20 مشروعا حظيت

بالموافقة الإيجابية للدخول في رأسمالها الاجتماعي وهي حاليا قيد التجسيد الميداني على مستوى 10 ولايات، بالإضافة إلى اتفاقية جديدة وقعت مع الخزينة العمومية تسمح برفع قيمة سقف المساهمة في رأسمال الاستثماري من 50 مليون دج إلى 100 مليون دج.

الخاتمة: اتضح لنا من خلال الجانب النظري لهذه الدراسة أن رأس المال المخاطر كبديل تمويلي مستحدث ذو طبيعة خاصة مقارنة بالطرق التمويلية التقليدية يلعب دورا كبيرا في حياة المؤسسات الناشئة من خلال مساهمته في التخفيف من المشكل التمويلي الذي تعاني منه هذه المؤسسات العالية المخاطر والتي تعد بالأرباح الكبيرة في المستقبل، أما فيما يخص الجانب التطبيقي فقد تبين لنا شركة Finalep هي أهم شركة رأسمال مخاطر تساهم في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر. و خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:

- ✓ رأس المال المخاطر هو بمثابة البديل التمويلي الأمثل، الموجه لحل المشاكل التمويلية التي تواجهها المؤسسات الناشئة خاصة المبتكرة منها، الأمر الذي أثبتته مختلف التجارب عبر العالم والتي تشير كلها بأن رأس المال المخاطر وسيلة تمويلية واعدة، تمكن من تطوير شبكة من المؤسسات الصناعية، التجارية والخدمية الفاعلة والقادرة على البقاء.
- ✓ إن احتياجات المؤسسات الناشئة لا تقتصر فقط على احتياجات مالية إنما تتعدى إلى احتياجات فنية إدارية من أجل ضمان نجاحها واستمراريتها في ظل الصعوبات والمخاطر التي تواجهها وهو ما يوفره لها رأسمال المخاطر مقارنة بالطرق التمويلية التقليدية.
- ✓ تم تبني رأس المال المخاطر في الجزائر في بيئة غامضة بسبب أن الثقافة المالية الحالية للأعوان الاقتصاديين محدودة نتيجة غياب التكوين حول رأسمال المخاطر، وهذا ما جعلهم يتوجهون نحو التمويل التقليدي عن طريق البنوك والذي يتميز بمحدوديته وفي بعض الأحيان صعوبة الحصول عليه، ما أدى إلى تضييع الطريق للوصول إلى الهدف الذي جاءت من أجله وهو تنويع الاقتصاد الوطني.
- ✓ بالنسبة للشركات الممارسة لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر هي شركات مساهمة تمارس النشاط بصفة ثانوية إلى جانب نشاطات أخرى، باستثناء شركة Finalep المتخصصة في النشاط ذات مصدر أموال حكومي، والخاضعة لرقابة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، إلا أن مساهماتها في تمويل المؤسسات الناشئة يبقى محدودا وغير كاف، لذلك وفي إطار الاجراءات المتخذة من طرف الدولة لدعم وتطوير هذه المؤسسات تم انطلاق الصندوق الوطني لتمويل المؤسسات الناشئة بقرار من رئيس الجمهورية في 03 أكتوبر 2020.

قائمة المراجع :

1. المراجع باللغة العربية

• مذكرات وأطروحات

- 1- أحلام بوقفة، رأس مال المخاطر كنموذج تمويل للمشاريع الاستثمارية -دراسة حالة sofinance-، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، تخصص محاسبة ومالية، 2017/2018.
- 2- فدوى بوحناش، شركات رأس المال الاستثماري، مذكرة ماجستير تخصص قانون اعمال، كلية الحقوق جامعة الجزائر، 2012 .
- 3- صالحى عبد القادر، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-واقع وآفاق، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار عنابة، 2007-2008.

• المجالات

- 4- بن ساعد عبد الرحمان و صابور سعاد، رأس مال المخاطر و دوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-دراسة حالة sofinance- مقالة منشورة في المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، العدد الخامس، فيفري 2019.
- 5- سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، سلسلة توعية المستمر المصري في سوق رأس المال، يوليو 2010.

• المؤتمرات

- 6- عبد السميع روبينة و إسماعيل حجازي، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 17 و 18 أفريل 2006، ص308.

2. المراجع باللغة الأجنبية

7- Paul Graham, Startup = Growth, september 2012 /

<http://www.paulgraham.com/growth.html>

8- Louenes Malika, « Dynamisme du capital-risque américain: l'IPO n'est plus la voie de sortie préférée », Vie & sciences de l'entreprise, N°3, 2010, p185-186

9-Philippe de fontaine vive, « l'Europe et le capital-risque », revue d'économie financière, REF93 ,mars 2008.

3. مواقع الانترنت

10- <https://www.finalep.dz>

11-<https://ar.wikipedia.org/wiki/start-up>