

واقع نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية
Sofinance **المساهمة والتوظيف**
The Reality of Venture Capital Activity in Sofinance

أ / أحلام بوقفة

ahlem.bougouffa@univ-constantine2.dz

جامعة عبد الحميد مهري-قسنطينة 2

تاريخ الاستلام: 2017/03/25 تاريخ التعديل: 2017/05/25 تاريخ قبول النشر: 2017/06/15
تصنيف JEL: G24

الملخص:

يهدف هذا العمل البحثي إلى دراسة وتحليل واقع التمويلات المقدمة في شكل رأس مال مخاطر على مستوى الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف Sofinance- الجزائر؛ معتمدين في ذلك على قاعدة بيانات الشركة، والوثائق والمعلومات المتحصل عليها من طرف المسؤولين فيها. من أهم النتائج المتوصل إليها أن التمويل برأس المال المخاطر على مستوى Sofinance يعتبر نشاطا ثانويا، بعد قرض الإيجار، يُمارس على أساس أنه عملية أخذ مساهمة في رأس مال مشروع استثماري، تنتهي ببيع هذه المساهمة لصاحب المشروع الممول بعد فترة معينة متفق عليها.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر، المشروع الاستثماري، SOFINANCE، الجزائر.

Abstract:

This research aims to study and analyze the reality of venture capital financing activity in « Sofinance » Algeria, relying on the firm's database, documents and information obtained by its officials. The most important research result is that the venture capital financing in «Sofinance» considered as a secondary activity after the leasing financing. It is practiced as a process of taking a stake in an investment project's capital. The financial institution «Sofinance» sells its stake to the owner uses the Buy Back strategy to exist from the investment project after an agreed investee period.

Keywords: Venture Capital, Investment Project, SOFINANCE, Algeria

المقدمة:

أظهرت العديد من الأبحاث والتقارير المنشورة الإقبال العالمي من طرف حكومات الدول لتبني تقنية رأس المال المخاطر (الاستثماري)، واتجاههم إلى العمل على توفير الجو الملائم لنشاط شركاتها، وهيكله أسواق تتلاءم وآلية الاستثمار والتمويل بهذه التقنية من خلال صياغة قوانين تنظمها وتحفزها، وتوفير المدخلات الرئيسية التي تلزمها للعمل وهي: عرض رؤوس الأموال، وساطة مالية ومقاولين.

تقوم شركات رأس المال المخاطر بالاستثمار في مؤسسات ناشئة، من خلال توفير الأموال اللازمة لها لبدأ نشاطها. كما تقوم بدور نشيط في المراقبة، مدعوما بسلسلة من الخبرات والعلاقات والمهارات، تساهم في تحقيق النمو الداخلي للمشروع الممول. فيكون الهدف الأولي لأصحاب رؤوس الأموال المخاطرة هو تعظيم عوائدهم المالية وتحقيق فائض قيمة عند الخروج من الاستثمارات من خلال بيع حصصهم أو من خلال العرض العام على الجمهور.

لهذا الغرض، قامت الجزائر في سنوات التسعينات بإصلاحات اقتصادية عامة ترمي إلى تحسين المناخ الاستثماري، وتشجيع القيام بمشاريع استثمارية منتجة تحقق قيمًا مضافة للاقتصاد الوطني، تقلل من حجم البطالة وتساهم في النمو الاقتصادي. فأدركت حاجتها الماسة إلى مهنة كرأس المال المخاطر تساهم في تمويل الاقتصاد الوطني وتكثيف نسيجه الصناعي. لذا قادت حديثًا تجربة متواضعة في مجال هندسة سوق رأس مال مخاطر، فأنشأت مجموعة من الشركات لهذا الغرض من خلال الدخول كمستثمر محدود المسؤولية، وتقديم الدعم الكافي لتمويل الجيل الأول من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة⁽¹⁾ التي تواجه مشكل محدودية التمويل من طرف البنوك التجارية.

أقدمت الحكومة الجزائرية على تبني أول خطوة في سبيل هندسة سوق لرأس مال مخاطر- رأس مال استثماري، من خلال إنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة Finalep في 1991، حيث تميزت ظروف إنشائها بصعوبة الوضع الأمني وعدم ملاءمته نسبيًا للأعمال، فبدأت الشركة نشاطها في سنة 1995. بعدها، أعطى المجلس الوطني لمساهمات الدولة موافقته على إطلاق ثاني مؤسسة تمارس نشاط رأس المال المخاطر (الاستثماري)، وهي الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف Sofinance في سنة 1998 وانطلق نشاطها سنة 2001. تقوم هذه الشركات بمنح التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية مقابل أخذ حصة في رأس مالها، يعني مشاركة صاحب المشروع في أرباحه ومخاطره.

كانت هاتان الشركتان الاستثماريتان حتى سنة 2006 تعملان في غياب تشريع خاص بهما، فقد تم إنشاؤهما بموجب قانون النقد والقرض. ولأن للجانب القانوني والجبائي أهمية لا يمكن تجاهلها في تحفيز قطاع رأس المال المخاطر، كان من اللازم صياغة إطار قانوني خاص بهذه الشركات. وقد تم ذلك في 24 جوان 2006، حيث تم إصدار القانون رقم 06-11 الذي احتوى على شروط الإنشاء، آليات ممارسة نشاط رأس المال المخاطر (الاستثماري)، وطرق الرقابة مع تحديد النظام الجبائي الخاص بهذه الشركات.

بعد هذه المحطات المهمة في طريق هندسة سوق لعمليات رأس المال المخاطر في الجزائر، توالت عمليات إنشاء شركات أخرى في السوق الجزائري، بالإضافة إلى استقطاب مستثمرين أجانب برأس المال، من أجل تحقيق نفس الأهداف وهي تقديم التمويلات اللازمة للمشاريع الناشئة من أجل تشجيع نمو الاقتصاد الوطني وتويعه.

يوجه هذا العمل البحثي، بشكل أساسي، لخدمة الأهداف التالية:

- التعريف أكثر بالأنشطة الاستثمارية المتواجدة على مستوى الشركة المالية Sofinance، بعدما أدركنا تجاهلها من طرف معظم الباحثين.
- تتبع مسار التمويلات المقدمة في شكل رأس مال مخاطر من طرف الشركة المالية، ابتداء من قبول خطة عمل المشروع من المقاول وصولاً إلى مرحلة الخروج.
- تحليل ممارسات هذا النشاط التمويلي لتحديد مكان الخل، وأسباب ضعف هذا التمويل على مستوى الشركة.
- تطلب بلوغ هذه الأهداف التقرب أكثر من الشركة المعنية بالدراسة، لهذا قمنا بإجراء تريبص ميداني على مستوى صندوقين استثماريين يقعان تحت إدارة الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف Sofinance، أحدهما يخص ولاية أم البواقي والآخر ولاية باتنة، في الفترة الممتدة من شهر فيفري 2015 إلى شهر فيفري 2016.

ومن أجل بلوغ الأهداف المحددة للدراسة سنحاول الإجابة على التساؤل التالي:

ما هو واقع ممارسات التمويل برأس المال المخاطر في الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف Sofinance؟

يمكننا التفصيل في هذا التساؤل من خلال طرح الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي مهام الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف؟
- بماذا يتميز التمويل برأس المال المخاطر على مستوى الشركة المالية؟

- على أي أساس يتم قبول أو رفض تمويل مشروع استثماري من طرف الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف؟

سنعتمد على **الفرضيات** التالية لبناء أرضية مناسبة ننتقل منها في عملية البحث:

- يعتبر الغرض الأساسي من إنشاء Sofinance هو تمويل إنشاء مؤسسات صغيرة ومتوسطة جديدة عن طريق رأس مال مخاطر.

- مازال نشاط رأس المال المخاطر حديث النشأة والتطوير على مستوى الشركة.

- تتأكد Sofinance من قدرة المشروع على تحقيق مردودية مستقبلية قبل الموافقة على منح التمويل برأس المال المخاطر.

تتبع أهمية هذا البحث من الأهمية التي يكتسيها التمويل برأس المال المخاطر، والتطور الذي وصل إليه من أداة تمويلية إلى صناعة مالية متخصصة، تقدم نموذجا اقتصاديا ملائما لتمويل أعلى الميزانية لمشروع اقتصادي، وفي مراحل مختلفة. فالباحث في هذا الميدان والمتمعن فيه سيدرك حتما ديناميكية التقنية وفعاليتها، وغيابها عن السوق المالي الجزائري، لهذا كان لزاما علينا **تسليط الضوء على آليات عمل هذا النشاط من خلال تحليله على مستوى أحد الفاعلين الرئيسيين في هذا السوق وهي المؤسسة المالية العمومية Sofinance.**

تم الاعتماد في إنجاز البحث على **المنهج التاريخي** لتتبع تطور الأنشطة التمويلية لشركة Sofinance، و**المنهج الوصفي والمنهج التحليلي** للتمكن من استخلاص النتائج المتعلقة بتحليل المعلومات والحقائق المدرجة عن طبيعة عمل الشركة فيما يخص التمويل برأس المال المخاطر.

سنركز في عرض الدراسات السابقة على تلك التي تناولت الشركة المالية للاستثمارات المساهمة والتوظيف بالبحث والدراسة؛ وهي:

- دراسة محمد أمين مهّال⁽²⁾، التي تناولت في مجملها الأبعاد النظرية لرأس المال الاستثماري وتطبيقاته في السوق الجزائري، في ظل غياب قانون منظم للمهنة من خلال شركتي Sofinance و Finalep، وتوصلت إلى أن هذا النشاط في الجزائر يعاني من نقص في الإشراف الحكومي والتنظيم القانوني الملائم له، بالإضافة إلى ضرورة تكوين المورد البشري العامل في هذا الميدان.

- دراسة السعيد بربيش⁽³⁾، التي توصل من خلالها الباحث إلى أن تجربة Sofinance في الجزائر هي تجربة جديدة ومتواضعة، تقدم نسب تمويل ضئيلة لا تتعدى 35% في رأس مال المؤسسة الممولة.

- دراسة عمار يحيوي⁽⁴⁾، تناولت الدراسة سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر بشكل مفصل مركزة على شركة Sofinance و Fsie. وقد توصل الباحث في نهاية بحثه إلى أن هذا السوق يتأثر على المستوى الكلي بالنظام الجبائي، وعلى المستوى الجزئي بفعالية المقاول.

- دراسة لينة تاهمي⁽⁵⁾، تناولت هذه الدراسة بالتحليل شركة Sofinance كمتعامل مهم في سوق رأس المال الاستثماري الجزائري، حيث وصلت إلى أنه يجب العمل على خلق بيئة مواتية لهذا النشاط من خلال مشاركة أصحاب المصلحة في النشاط الاقتصادي.

ستضيف دراستنا الحالية إلى ما سبق **تحليلاً** لآلية التمويل برأس المال المخاطر على مستوى الشركة المالية Sofinance، باعتبارها أول مؤسسة مالية عمومية تم إنشاؤها بعد Finalep ذات رأس المال المختلط. حيث تمارس Sofinance مجموعة من الأنشطة المالية من بينها رأس المال المخاطر الذي نرغب، في خطوة ثانية، في **تحديد** مكانته بين هذه الأنشطة، ومنها سنتعرف أكثر على طبيعة عمل الشركة.

أولاً: تقديم الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف SOFINANCE

منح المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998 موافقته على تأسيس الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف بموجب قانون النقد والقرض 10/90. طلبت الشركة اعتمادها من بنك الجزائر في 19 نوفمبر 2000، وقد وافق البنك على طلبها في مقرر 01-2001⁽⁶⁾ القاضي باعتمادها بصفة مؤسسة مالية، طبيعتها القانونية شركة ذات أسهم، يمكنها القيام بكل العمليات المعترف بها للمؤسسات المالية، برأس مال اجتماعي قدره 5 مليار دينار جزائري مقدم من الخزينة العمومية، حيث انطلقت في مباشرة نشاطها في التاسع من جانفي 2001. كما تعمل هذه المؤسسة المالية في إطار قانون رقم 96-09 المنظم لعمليات قرض الإيجار، وهو أول نشاط مارسته Sofinance.

1- مهام الشركة:

جاء إنشاء الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف ضمن سياسات الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها الحكومة الجزائرية، و كان الهدف الأساسي منها هو المساهمة في الإنعاش الاقتصادي من خلال إدخال نهج جديد في التمويل أكثر فعالية وديناميكية كما هو الحال بالنسبة لرأس المال الاستثماري أو المخاطر.

تساهم Sofinance في⁽⁷⁾ إنشاء وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة المؤسسات الحديثة ذات الطابع التكنولوجي، من خلال أخذ مساهمات في رأس مالها، كما تساهم في برامج تأهيلها؛ ويعتبر التمويل عن طريق قرض الإيجار لمصلحة هذه المؤسسات من المهن الأساسية التي تمارسها الشركة. تهدف Sofinance، من خلال المهام التي تقوم بها لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لإنشاء مناصب عمل وإظهار الكفاءات، كما أنها تعمل على تحريك السوق المالي.

2- أنشطة الشركة:

تتمحور مهام هذه المؤسسة المالية العمومية حول تشجيع إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أيا كانت طبيعتها القانونية؛ وفي سبيل تحقيق هذا الهدف، تقوم Sofinance بممارسة الأنشطة التمويلية التالية: (8)

2-1- قرض الإيجار: حيث تقوم Sofinance باقتناء آلة معينة وفقا لطلب العميل، تكون متاحة له مقابل مبلغ إيجار. يتمتع المستأجر بكامل الحق في التصرف في الآلة، ويصبح في نهاية فترة التأجير مالكا لها.

2-2- قروض الاستثمار: هي قروض متوسطة أو طويلة أجل، يمكن أن تصل حتى 90% كتمويل موجه للمشاريع الاستثمارية، مشاريع الانطلاق، التوسع أو التحديث للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة من أجل اقتناء المعدات الصناعية.

2-3- المساهمة في رأس المال: هي تمويل يشمل على حصص مالية في الأموال الخاصة لمؤسسات في طور الإنشاء، التوسع، التحويل أو إعادة الهيكلة. بهذه الآلية تكون Sofinance مساهما ديناميكيا، حيث تضع حصصها الاجتماعية لمدة منتهية محددة في ميثاق الشراكة.

2-4- الكفالات البنكية: تتدخل Sofinance في ضمان المؤسسات المسجلة في إطار إنجاز الأسواق العمومية (المشاريع الاقتصادية، البنية التحتية....)، فهي التزامات تخص كل المشاركين في المناقصات الوطنية.

2-5- الهندسة المالية: يشمل هذا النشاط الحضور والنصيحة لمؤسسات صغيرة ومتوسطة في أطوار مختلفة من خلال تطوير وسائل التشخيص، تقييم الأعمال، والحصول على علاقات تجارية.....

تهتم هذه الشركة بتمويل المؤسسات والمشاريع بشكل عام في مراحل مختلفة (الإنشاء، النمو، التحويل أو إعادة الهيكلة)، والتي تنشط في مجال إنتاج السلع

والخدمات مثل قطاع البناء والأشغال العمومية والنقل باستثناء قطاع الزراعة والنقل البحري. (9)

3- الصناديق الاستثمارية الولائية الخاصة ب Sofinance :

نصّ التشريع الصادر في 2009 على إنشاء صندوق استثماري لكل ولاية، يكلف بالمساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي ينشئها الشباب المقاولون، حيث تم تخصيص مبلغ 48 مليار دينار موزعة بين تلك الصناديق بقيمة مليار دينار للصندوق (10)، وقد قرر مجلس الوزراء المجتمع في 22 فيفري 2011 أن يعهد إدارة 48 صندوق ولائي لخمس مؤسسات تمارس التمويل برأس المال المخاطر، حيث أسند إلى Sofinance مهمة تسيير أموال ستة صناديق لحساب الخزينة العمومية، تتمثل هذه الولايات في: وهران - تيارت - البليدة - بجاية - باتنة - أم البواقي.

حاليا، تناقص عدد الصناديق الولائية إلى أقل من 48. فيما يخص Sofinance، فقد تم غلق صندوقي البليدة وأم البواقي، وبعد موافقة بنك الجزائر تحول الصندوق الاستثماري لولاية وهران إلى وكالة تجارية.

ثانيا: نشاط رأس المال المخاطر في SOFINANCE :

بدأت الشركة المالية في ممارسة نشاط رأس المال المخاطر أو كما يسمونه عمليا "أخذ مساهمات" في حدود سنة 2006، يعني بعد صياغة القانون المنظم لعمل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

1- مفهوم رأس المال المخاطر :

تعددت التعاريف المقدمة لنشاط رأس المال المخاطر بتعدد الجمعيات المهنية المهمة بجمع معلومات حول هذه التقنية في البلدان التي تعنى بها، وقد اتفقت في مجملها على أن رأس المال المخاطر (venture capital) هو جزء من صناعة رأس المال الاستثماري (private equity)، حيث يعتبر وساطة مالية متخصصة تركز على استثمار أموال المستثمرين بشكل مباشر في رأس مال مؤسسات جديدة وناشئة ذات

معدل نمو مرتفع وخطر عالي، يكون هذا الاستثمار على أساس فترة محددة تكون نهايتها خروج شركة رأس المال المخاطر من الاستثمار.⁽¹¹⁾ يقوم المخاطر برأس المال في تلك المرحلة بمتابعة المشروع بشكل نشيط ومستمر من خلال تنفيذ الرقابة الإضافية، والتأثير على بعض القرارات الإستراتيجية.¹²

يتميز تمويل رأس المال المخاطر بأنه تمويل مرحلي، يُقدّم في المراحل المبكرة من حياة المشروع. لكن في الواقع العملي، هو لا يكفي بالمراحل الأولى فقط، بل يقدم تمويلات في مراحل أخرى. تتمثل معظم التمويلات الممنوحة من طرف شركات رأس المال المخاطر فيما يلي:⁽¹³⁾

1-1- تمويل البذرة Seed financing: عادة، هو تمويل بمبلغ صغير يُمنح للمقاول الذي لا يكون قادراً على تحويل فكرته إلى خطة عمل، حيث يتم توجيه هذا التمويل للقيام بأبحاث السوق أو دراسة جدوى منتج.

1-2- تمويل الإنشاء Start-up financing: يحوّل التمويل السابق الأبحاث والتطوير إلى خطة عمل، أما هذا التمويل فيحوّل خطة العمل إلى مؤسسة، يعني مهمته هي تنفيذ المشروع وإطلاق المنتج.

1-3- تمويل ما بعد الإنشاء First stage financing: يوجه هذا التمويل إلى المؤسسات التي اكتمل نموها منذ ثلاث سنوات على الأقل، حيث تحتاج المؤسسة في هذه المرحلة إلى بناء فريق للإنتاج وللتسيير، تطوير هيكل التوزيع والانضمام إلى شبكات تسويق.

1-4- تمويل النمو Expansion financing: يوجه هذا التمويل مباشرة إلى رأس المال العامل، أين تكون المؤسسة قد حققت نمواً في المبيعات، لكنها لم تحقق ربحية. يتغير دور أصحاب رأس المال المخاطر من دور الدعم المالي إلى دور أكثر إستراتيجية.

1-5- تمويل الجسر Bridge financing: هو تمويل مؤقت، يقدم بانتظام للمؤسسات التي تحضّر لتصبح عمومية (العرض العام على الجمهور)، مع وجود هدف أساسي وهو تحسين حصص رأس المال.

1-6- تمويل التصحيح Turnaround financing: تمويل يقدم للمؤسسة التي تعاني من صعوبات مالية وتشغيلية مع نية تحسين أداءها.

تقدّم شركات رأس المال المخاطر مزيجا فعالا من الدعم للمشاريع الاستثمارية في إطار شراكة تجمعها مع صاحب المشروع الممول، يتشكل هذا المزيج من رأس المال المقدم من طرفها بالإضافة إلى المهارة والخبرة التي يتمتع بها مسيروها.

لم يفصل المشرع الجزائري بين عمليات رأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر، فوضع تعريفا شاملا للشركات الممارسة للنشاط، أنها تلك الشركات التي تهدف إلى المشاركة في رأس مال الشركة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس، النمو، التحويل أو الخصخصة. تمارس نشاطها لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وحسب مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل.⁽¹⁴⁾

2- مسار عملية التمويل برأس المال المخاطر على مستوى Sofinance:

تتدخل Sofinance في تمويل أعلى الميزانية لمشاريع صغيرة ومتوسطة، من خلال أخذ مساهمات⁽¹⁵⁾ عن طريق رأس مال مخاطر في رأس مال مؤسسات في طور الإنشاء، أو رأس مال التطوير والنمو، أو عن طريق تمويل إعادة الهيكلة، تحويل الملكية وإعادة شراء أسهم مملوكة من طرف شركة أخرى لرأس مال مخاطر بهدف ضمان استدامة المشاريع الصغيرة والمتوسطة والمحافظة على مناصب الشغل فيها.

يكون تدخلها بنسبة 49% على الأكثر من رأس مال المؤسسة الممولة، حيث تكون أكبر قيمة للمساهمة هي 50 مليون دج (بالنسبة لصناديق الاستثمار) في فترة استثمار محدودة ما بين 3 إلى 7 سنوات، وهذا وفقا للتشريعات التي تحكم شركات رأس المال المخاطر في الجزائر. تستعمل Sofinance كوسيلة للاكتتاب واحدة من الأوراق المالية

التالية: أسهم عادية، شهادات الاستثمار، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حصص اجتماعية وقيم منقولة أخرى.⁽¹⁶⁾ تمر عملية تقوية الأموال الخاصة للمشروع بخمس مراحل أساسية يقوم بها المكلف بالدراسات على مستوى المؤسسة المالية وهي:⁽¹⁷⁾

- التقيب والبحث عن المشاريع وانتقاؤها.

- تحليل المشروع المقترح من خلال دراسة كل الجوانب التي تساهم في تحقيقه، ويكون انتقاء المشاريع على أساس طبيعة المشروع ونوعية خطة العمل، الكفاءة التقنية والتسييرية للمبادرين، المردودية الاقتصادية والمالية للمشروع وقدرته على توفير مناصب شغل، وأخيرا، أهمية المشروع للنمو الاقتصادي والاجتماعي للولاية في حالة الصناديق الولاية.

- إضفاء الطابع الرسمي على المشاركة: بعد الموافقة على تمويل المشروع المقدم في إطار صندوق استثمار ولائي، يتم إعلام الخزينة العمومية عن طريق تقرير رسمي مصحوب بطلب المساهمة وملخص عن المشروع. يتم إمضاء اتفاق المساهمة بين الطرفين لحماية مصالحهم، وإنشاء الشركة الجديدة رسميا عند الموثق في شكل شركة ذات مسؤولية محدودة أو شركة ذات أسهم.

- تسيير المشاركة ومتابعتها: خلال تواجد Sofinance في رأس مال المشروع الممول، يستفيد الشركاء من التقارير الدورية التي تسمح لهم بمتابعة ميزانيات الاستثمار والإنجازات المحققة من عملية الاستغلال.

- الخروج من المشاركة: هدف Sofinance هو البقاء في الاستثمار الذي مولته مدة 5 إلى 7 سنوات، بعدها تتخلى عن أسهمها وفق ما هو متفق عليه مع المساهمين في بداية المشروع، هذا الخروج يمكن أن يكون باتجاه المساهم الشريك وفقا لأحكام القانون التجاري، أو من خلال مستأنفين خارجيين صناعيين أو ماليين، أجنب أو محليين، أو من خلال بورصة القيم المنقولة إذا سمحت الشروط.

ثالثاً: ممارسات نشاط رأس المال المخاطر في SOFINANCE :

تمر عملية دراسة طلبات التمويل برأس المال المخاطر (أخذ مساهمات) بمراحل عديدة، تتأكد فيها المؤسسة المالية من إمكانية تحقيق مردودية وزيادة قيمة من المشاريع المعروضة عليها، قد تستغرق هذه المراحل سنة أو أكثر بسبب عقبات جمع الوثائق المطلوبة من صاحب المشروع والتي على أساسها توافق المؤسسة على منح التمويل، مثل عدم امتلاك المستثمر لرخصة البناء، أو عدم امتلاكه لعقد ملكية الأرض التي يفترض أن يُقام عليها المشروع وصعوبة تحويل الملكية بسبب مشاكل الإرث وغيرها.

1- خصائص عملية أخذ مساهمة على مستوى الشركة المالية Sofinance:

تتميز عمليات أخذ المساهمات في Sofinance بالمرور بمجموعة من المراحل والخطوات نعرضها فيما يلي:

1-1- دراسة معمقة للمشروع:

تكون على أساس ميزانيات مستقبلية متوقعة يقوم بإنشائها مكتب الدراسات الذي أوكلت إليه مهمة دراسة ملف المشروع، حيث يتم تقديم تقديرات للربح المتوقع والمردودية المتوقعة خلال سنوات الاستثمار، يكون بعدها خروج المؤسسة المالية من المشروع. عكس الدراسة التي يقوم بها البنك لتقييم المشاريع والتي تكون على أساس ميزانيات سنوات سابقة. كما أن الحصاص العينية التي يقدمها المستثمر وتكون ملكاً له مثل الأراضي والمباني تعتبر جزءاً من رأس مال المشروع وليست رهناً كما هو الحال في البنك.

1-2- تقديم نوعين من الدعم:

تقوم المؤسسة المالية بمنح نوعين من الدعم للمشروع الممول، وهما دعم مالي ودعم غير مالي. يكون الدعم المالي من خلال موافقة لجنة التمويل المتكونة من المدير العام ونواب مختلف الإدارات والمكلف الرئيسي بالدراسات، على تقديم مساهمة مالية في

رأس مال المشروع الطالب للتمويل؛ أما الدعم غير المالي فيتمثل في المرافقة الإدارية لصاحب المشروع، التي تقوم بها لجنة الرقابة التي عينتها الجمعية العامة في اجتماعها الاستثنائي المنعقد مباشرة بعد إمضاء عقد تأسيس المؤسسة الجديدة؛ تعين شركة رأس المال المخاطر ممثلاً من لجنة الرقابة مكلف بالمتابعة، وملزم بإعداد التقارير وتحديثها دورياً.

1-3- مساهمة مالية ضئيلة:

تساهم Sofinance في تمويل المشاريع بقيمة 50 مليون دج كسقف مساهمة من خلال صناديق الاستثمار الولائية أي كانت القيمة الإجمالية للمشروع، وهي بهذا تقوم باستغلال نسبة 5% فقط من ميزانية الصندوق في المشروع الواحد. هذه النسبة تجعل الشركة في وضع آمن على الأغلب، منافية بذلك الأساس الذي جاء من أجله التمويل برأس المال المخاطر وهو تحمل جزء من المخاطرة مع صاحب المشروع؛ وهذا راجع إلى أن الأموال المعهودة إليها هي أموال عمومية.

1-4- التقييم المالي للمشروع:

يهتم المخاطر برأس المال بمعرفة قدرة المشروع على النمو وتحقيق مردودية مستقبلية وكذا فوائض قيمة عند التنازل عن الأسهم المقنتاة. ويتم هذا الإجراء من خلال استخدام أساليب كمية لاتخاذ قرار التمويل، حيث تتمثل هذه الأساليب في تحديد فترة الاسترجاع (الفترة اللازمة لاسترجاع قيمة الاستثمار من خلال تدفقات الاستغلال)، القيمة الحالية الصافية (الفرق بين قيم تدفقات الخزينة) ومعدل العائد الداخلي (معامل التحيين الذي يعدم القيمة الحالية الصافية، ويساوي تكلفة الاستثمار وإيرادات الاستغلال).

1-5- خلق القيمة ومناصب الشغل في المشروع الممول:

إنّ منح Sofinance تمويلاً لمشروع الاستثماري سيمكّنه من إنتاج مناصب شغل جديدة. كما تقوم الشركة بالمتابعة المستمرة للمشروع خاصة في السنوات الأولى، هذه

الاحترافية في التسيير تؤدي إلى تحقيق فوائض قيمة على المساهمات الممنوحة في البداية، وهذا ما يبين أهمية فترة الاستثمار ووقت الخروج بالنسبة لهذا النوع من الشركات. يتم احتساب فائض القيمة الذي يحققه المشروع باستعمال علاقة شهرة المحل

$$GW = [(R_{n-3}) + 2(R_{n-2}) + 3(R_{n-1})] / 6N \quad \text{كما يلي:}$$

حيث R هي النتيجة، N عدد الأسهم، n سنة التنازل عن الأسهم.

1-6- مرافقة المشروع من طرف ANDI:

تقوم الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار بمنح مزايا جبائية لأصحاب المشاريع الذين لديهم الحق في الاستفادة من المزايا وتتوفر فيهم شروط منح الامتياز.

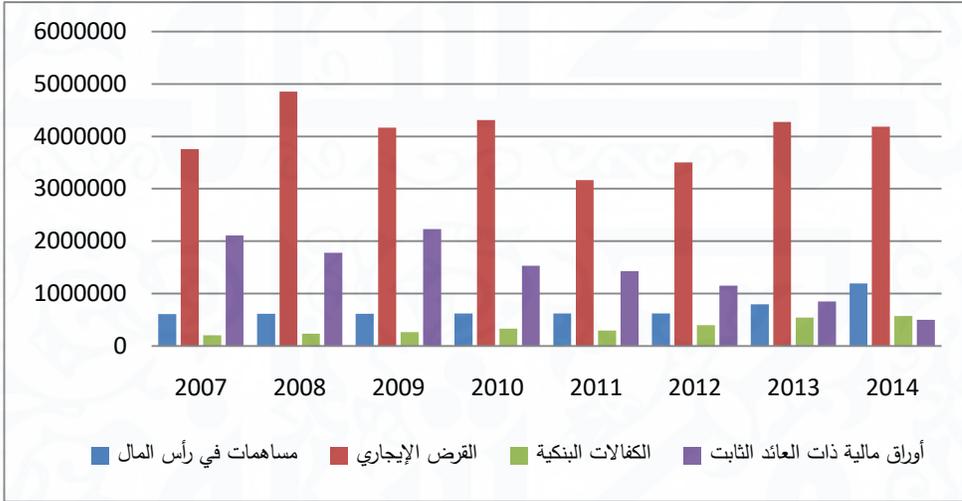
1-7- بيع المساهمة:

تطبق Sofinance آلية واحدة للخروج من المشروع الذي مولته وهي بيع حصتها لأصحاب المشروع سواء بشكل تدريجي أو في نهاية الفترة المتفق عليها للتمويل والمرافقة. وهذا بسبب غياب تنوع تشريعي وعملي لطرق الخروج.

2- تطور نشاط رأس المال المخاطر في الشركة المالية Sofinance:

تمارس الشركة المالية أربع أنشطة تمويلية (كما سبق وأن ذكرنا) تتمثل في: رأس المال المخاطر أو الاستثماري، البيع بالإيجار، الكفالات البنكية وتحصيل العوائد الثابتة مقابل الخدمات الاستشارية التي تقدمها، وقد شهدت هذه النشاطات تطورا واضحا في قيمها خلال الفترة من 2007 حتى 2014.

الشكل رقم 01: استثمارات الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف



المصدر: [www.sofinance.dz /sofinance-chiffres.htm](http://www.sofinance.dz/sofinance-chiffres.htm)

من خلال الشكل أعلاه يظهر جليا أن التمويل بقرض الإيجار هو النشاط الأكثر ممارسة من بين الأنشطة التمويلية التي تمارسها Sofinance على مدار ثماني سنوات. حيث كانت المبالغ المستثمرة في قرض الإيجار في سنة 2014 تمثل 4182943 دج. ثم يليه نشاط أخذ المساهمات (رأس المال المخاطر) ثانيا، والذي استثمرت فيه Sofinance ما قيمته 1195626 دج في نفس السنة. يمثل هذا المبلغ نسبة 28,58% من المبلغ المستثمر في قرض الإيجار، وهي نسبة قليلة جدا تجاوزت ربع المبلغ المستثمر في التمويل بقرض الإيجار بحوالي 3% فقط. ووقفا على أسباب هذا التباين الكبير في المبالغ بين التمويلين، يطلعنا المهنيون على حقيقة أنّ إجراءات التمويل بقرض الإيجار تكون عموما سهلة، ولا تتطلب الكثير من الوقت والدراسة للموافقة على الطلبات، لأن موضوعها هو تأجير معدات وآلات لمدة معينة مقابل أقساط سنوية، ينتهي العقد بتملك موضوع القرض للمستأجر وإلغاء الخيارات الأخرى التي يقوم عليها القرض بالإيجار. ما يجعل الشركة تقدم عددا كبيرا من التمويلات خلال السنة، على اعتبار أنها تقوم بعمليات بيع بالتقسيط للتبتيات موضوع العقد.

لكن الأمر ليس نفسه تماما بالنسبة للتمويل برأس المال المخاطر، لأن معالجة طلبات التمويل والمشاريع المعروضة على المكلف بالدراسات تتطلب وقتا حتى يتمكن هذا الأخير من إنجاز دراسة تفصيلية لخطة عمل المشروع المعروض، والتأكد من إمكانية تسويق الفكرة، إمكانية وجود الطلب على المنتج الذي سيعرض، المنافسة في السوق، التفصيل في المساهمات العينية والنقدية التي سيجلبها صاحب المشروع، المردودية المتوقعة تحقيقها، فرص الخروج المتاحة أمام الشركة المالية بعد انقضاء فترة التمويل والاستثمار خاصة في ظل غياب بورصة نشطة. كل هذه الإجراءات تتطلب زمنا ليس بالقصير للحصول على الموافقة على إنجاز المشروع.

من ناحية أخرى، فقد لاحظنا خلال فترة التربص أن معظم المقاولين الطالبين للتمويل يحملون أفكارا تنتمي للقطاع الفلاحي، وهو القطاع الذي لا يموله كل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر لأنه قطاع مستفيد من الدعم الحكومي. لهذا فمن الضروري فتح المجال أمام إنشاء شركات رأس مال مخاطر خاصة، تعمل بشكل أكثر مرونة من نظيرتها العمومية.

سنحاول فيما يلي عرض حصة التمويل برأس المال المخاطر من بين التمويلات الأخرى على مستوى في الشركة المالية Sofinance.

الشكل (02): حصة التمويل برأس المال المخاطر (أخذ مساهمة) من إجمالي نشاطات SOFINANCE لسنة 2014



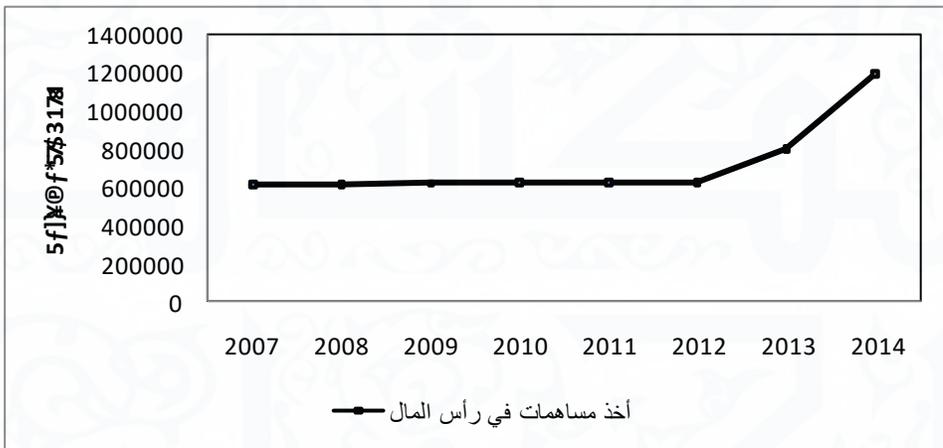
المصدر: بالاعتماد على www.sofinance.dz/sofinance-chiffres.htm

يُقدر حجم التمويلات بقرض الإيجار في شركة Sofinance بنسبة 65% تقريبا من مجموع استثمارات المؤسسة المالية لسنة 2014؛ وهذا راجع لإقبال المقاولين على هذا النوع من التمويل لسهولة الإجراءات فيه، حيث تقدم الشركة معدل هامش أقل من الذي تقدمه المؤسسات الأخرى، يتراوح بين 9% و10%.

يحوز نشاط رأس المال المخاطر على حوالي 19% من مجموع استثمارات المؤسسة المالية لسنة 2014، وهي نسبة بعيدة جدا عن تلك الخاصة بعمليات قرض الإيجار، وهذا راجع لحدثة التمويل عن طريق أخذ مساهمات في رأس مال المؤسسات مقارنة بالتمويل السابق، أضف إلى ذلك، مجموع الإجراءات والشروط الصارمة فيما يخص قبول التمويل برأس المال المخاطر. وهذا ما يقودنا إلى استنتاج أن Sofinance هي شركة للتمويل بقرض الإيجار، ولا يمكن اعتبارها شركة رأس مال مخاطر، وإنما تمارس النشاط بشكل ثانوي.

سيوضح لنا الشكل الموالي تطور نشاط التمويل عن طريق أخذ مساهمات على مستوى Sofinance.

الشكل رقم 03: المبالغ المستثمرة في شكل رأس مال مخاطر على مستوى SOFINANCE ما بين 2007 - 2014



المصدر: بالاعتماد على www.sofinance.dz/sofinance-chiffres.htm

تميزت التمويلات الممنوحة من طرف المؤسسة المالية في شكل رأس مال مخاطر (أخذ مساهمات) بالثبات تقريبا من سنة 2007 حتى سنة 2012، أين ارتفعت قيمة المبالغ المستثمرة في هذا الجانب بشكل ملحوظ، وهذا راجع إلى أن سنة 2012 تتفق مع بدأ نشاط صناديق الاستثمار الولائية السنة الخاصة ب Sofinance، والتي تقوم بدور المسير للأموال المعهودة إليها من طرف الخزينة العمومية للمساهمة في زيادة الاستثمارات المحلية وتمويلها بهذه التقنية.

لكن، رغم ما تقدمه الصناديق الولائية من حركية على مستوى ولاياتها فيما يخص التمويل المخاطر، إلا أن هذا لا يكفي لتحسين مستوى هذا الأخير؛ لأن صناديق الاستثمار الولائية تعترضها عدة قيود لتقوم بالدور المنوط بها، على رأس هذه القيود: تسقيف قيمة المساهمة (كما سبق الذكر) في رأس مال المشاريع الاستثمارية ب 50 مليون دج، مهما كانت قيمة المشروع. فإذا فرضنا أن الشركة منحت تمويلا برأس المال المخاطر عن طريق أحد صناديقها، خلال السنة الحالية مثلا، لأحد المشاريع التي بلغ رأس مالها 300 مليون دج. فمساهمة Sofinance ستكون بمبلغ 50 مليون دج، أي ما نسبته 17%. فقط من رأس المال الكلي، وهي نسبة مشاركة ضئيلة سيُضطر بعدها صاحب المشروع إلى البحث عن مصادر تمويلية أخرى لتلبية باقي احتياجات مشروع. فبعد استعماله للتمويل الذاتي (في شكل مساهمات عينية أراضي، معدات...) سيلجأ حتما للتمويل البنكي، في هذه الحالة لا يمكننا القول أن التمويل برأس المال المخاطر على مستوى الشركة المالية هو تمويل بديل للمشاريع الاستثمارية، لأن الواقع العملي يقول عكس هذا.

في نفس السياق، لا يمكننا إغفال بعض القيود الأخرى التي تظهر لنا جوهرية في هذا الطرح، وهي غياب ثقافة مقاولاتية وفكر استثماري مغامر لدى المقاول الجزائري، ما يجعله في تخوف دائم من تجريب طرق تمويلية جديدة عند الاستثمار، فقط لأنها تتميز بألية مختلفة عن تلك التقليدية التي تعود عليها. نتحدث هنا عن تحفظ أغلب المقاولين على فكرة مساهمة شريك خارجي في رأس مال مشروعهم، واقتسام المردودية المحققة في نهاية مدة الاستثمار، خاصة أن معظم أصحاب المشاريع يساهمون بالأراضي والمباني التي تدخل في رأس مال المشروع وتصبح ملكا للمؤسسة الجديدة.

الخاتمة:

توصلنا في نهاية البحث إلى استخلاص عدة نتائج توضح جليا واقع ممارسات تقنية رأس المال المخاطر على مستوى الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف Sofinance نوجزها فيما يلي:

- الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف Sofinance مؤسسة غير متخصصة، فهي تقدم تشكيلة من التمويلات، على رأسها التمويل بقرض الإيجار الذي برعت فيه وتمارسه بشكل أكثر احترافية، وهذا ما يجعلنا نؤكد أن الشركة المالية Sofinance هي شركة قرض إيجاري وليست شركة رأس مال مخاطر. وهو ما ينفي الفرضية الأولى.

- نشاط رأس المال المخاطر على مستوى Sofinance مازال حديث النشأة، فهو لا يتعدى كونه عبارة عن أخذ مساهمة في رأس مال مشروع استثماري، تصاحبه متابعة دورية من خلال التقارير، وهذا لا يكفي في حالة المسير النشط؛ وهذا ما يثبت الفرضية الثانية.

- تقدم تقنية رأس المال المخاطر تمويلا فعالا وديناميكيا بالنسبة للمشاريع الاستثمارية التي تدعمها، فهي ترفع من نسبة نجاح المشروع وقدرته على تحقيق نتائج جيدة على الصعيدين الاقتصادي والاجتماعي. حيث تولي الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف أهمية كبيرة لدراسة خطة العمل المعروضة من طرف طالب التمويل، وكذا تحليل كل الجوانب المتعلقة به، لتقدير الأرباح المستقبلية والمردودية المتوقعة منه والتي على أساسها يتم منح قرار الموافقة على تقديم المساهمة من عدمها. وهذا ما يثبت الفرضية الثالثة.

- قدمت الصناديق الولاثية ديناميكية أكبر للمؤسسة المالية، فهي تلعب دور المسير المستشار والموجه للمستثمر الباحث عن الميزج التمويلي المناسب لمشروعه. لكنها مازالت تواجه عدة عقبات من أهمها غياب الفكر الاستثماري المغامر لدى المقاول الجزائري وعدم تقبل فكرة الشراكة والرقابة الإدارية من طرفها على المشروع المشترك.

عموماً، يعتبر التمويل برأس المال المخاطر تمويلاً دون فوائد ويتم من خلاله التجسيد الفعلي للمشروع الاستثماري على أرض الواقع، وليس كما هو الحال بالنسبة للتمويل البنكي الذي يهتم فقط بتسديد الدين وفوائده الثابتة، وهذا ما حرك اهتمامات المقاولين أصحاب المشاريع إليه، لكن مازالت تشويبه بعض النقائص التي يجب تداركها إذا أردنا تفعيله ليكون تمويلاً بديلاً للمشاريع الاستثمارية، لهذا ارتأينا تقديم المقترحات التالية:

- تفعيل دور صناديق الاستثمار الولائية التابعة للشركة المالية من خلال زيادة عددها، وإنشاء ممثلين لها على مستوى الولايات المعنية.
- الرفع من سقف المساهمة في رأس مال المشاريع الاستثمارية بالنسبة للصناديق الولائية، واستغلال مواردها المالية بشكل أكبر في الاستثمارات ذات المردودية العالية.
- تعزيز الدعم الإداري والفني للمشاريع المستفيدة من التمويل برأس المال المخاطر حتى تكون قادرة أكثر على خلق القيمة في الأمد الطويل.
- توفير بيئة ملائمة لعمل شركات رأس المال المخاطر من خلال إنشاء حاضنات أعمال لاحتواء الأفكار الجديدة الناشئة، وتدريب العاملين في القطاع على مختلف الجوانب المالية، الإدارية والقانونية.
- تعديل في الإطار القانوني الخاص بشركات رأس المال المخاطر، خاصة فيما يتعلق بتخفيض قيمة رأس المال لهذه الشركات حتى نفتح المجال أمام الخواص.
- تنظيم أيام دراسية ودورات تكوينية في الجامعات وتظاهرات المؤسسات الاقتصادية ورجال الأعمال، للتعريف أكثر بمهنة رأس المال المخاطر، وآثاره الإيجابية على نمو المؤسسات والاقتصاد الوطني.

5- الهوامش والاحالات:

- (1) براق محمد، بن زواي محمد الشريف، " رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية"، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث، الجزائر، 2014، ص 91.
- (2) **Mohamed Amine MEHAL**, le capital investissement logique, technique et pratique, Diplôme de fin d'étude, ESB, 2006.
- (3) **السعيد بريش**، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة Sofinance ، مجلة الباحث، العدد 05، 2007.
- (4) **Ammar YAHIAOUI**, le capital investissement en Algérie état des lieux et contraintes, Magistère en sciences économiques, UMMTO, 2011.
- (5) **Lyna TAHMI**, le capital investissement dans le paysage financier Algérien, Diplôme de fin d'étude, ESB, 2012
- (6) المواد 01، 02، 03، 04، 05 من المقرر 01-2001 المتعلق باعتماد مؤسسة مالية الصادر في محافظة بنك الجزائر في 09 جانفي 2001.
- (7) **Wassim CHETTARA**, "Sofinance spa, un établissement financier au service de la pme", journée d'étude sur l'investissement et les régimes dérogatoires, 26-02-2012, Batna, p 39.
- (8) ارجع إلى كل من:
-Farid METAHRI, "Sofinance révélateur de succès", journée d'étude, p16-21,
www.ccidahra.com/entreprendre/documents/SOFINANCE.pdf
- Wassim CHETTARA, op.cit, p41.
- (9) Guide des banques et des établissements financiers en Algérie, édition 2015, p16, Kpmg.dz
- (10) المادة 100 من الأمر رقم 09-01 المؤرخ في 22 جويلية 2009 والمتعلق بقانون المالية التكميلي الصادر بالجريدة الرسمية الجزائرية رقم 44 لسنة 2009.
- (11) **Andrew Metrick, Ayako Yasuda**, "Venture capital and the finance of innovation", 2nd edition, John Wiley & Sons, 2011, p 03.

(12) **Alexander Peter Groh, Johannes Wallmeroth**, "Determinants of venture capital investments in emerging markets", *Emerg. Mark. Rev.*, (2016), <http://dx.doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.020>

(13) ارجع إلى كل من:

- **Onimus Jil Caroline**, "Assessing the Economic Value of Venture Capital Contracts", 1st Edition, GABLER RESEARCH, Germany, 2011, p 08-10.

- **Stefano Caselli**, "Private Equity and Venture Capital in Europe Markets, Techniques and Deals", Elsevier, UK, 2010, p 45

- **Darek Klonowski**, "The Venture Capital Investment Process", 1st published, PALGRAVE MACMILLAN, United States, 2010, p 13,14.

(14) المادة 02 و03 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 26 جوان 2006 المتعلق

بشركة رأس المال الاستثماري، الجريدة الرسمية رقم 42، سنة 2006.

(15) <http://www.andi.dz/index.php/fr/fonds-d-investissement>

(16) **Wassim CHETTARA**, op.cit, p 05.

(17) راجع كل من:

- **Lyna TAHMI**, "Le Capital Investissement Dans le Paysage Financier Algérien ", ESB, 2012, p 88-90.

- **Farid METAHRI**, op.cit, p 13.

- **Wassim CHETTARA**, op.cit, p 08.