

**رأس المال المخاطر: استراتيجية رائدة
 لتمويل المشاريع الاستثمارية في الجزائر
 - نموذج قياسي - ***

د. صاولي مراد**

* تاريخ التسليم: 2016/4/26م، تاريخ القبول: 2016/9/10م.
** أستاذ محاضر قسم أ- / جامعة 08 ماي 1945 قالمة/ الجزائر.

Key words : Risk Capital , Investment Projects , Standard Model , Linear Regression

ملخص:

مقدمة:

تعاني الكثير من المشاريع الاستثمارية الجديدة أو التوسعية من درجة عالية من المخاطر وتواجه صعوبات في هذا المجال ولكنها تكون ذات أرباح عالية وتتضاعف بعد ذلك قيمة أصولها، وتحتاج هذه المشاريع أن يشترك الجميع في الربح والخسارة فتتفق المصالح والوجهة، كما تحتاج أيضا أن تُمول على مراحل وليس على دفعة واحدة وأن يكون هناك تنوعا في عدها كما وكيفا وأن تكون قابلة للتنمية والتطور وأن توسع من قاعدة ملكيتها، ولكي يتحقق هذا كله لابد من توفير أداة أو تقنية تتجه إلى هذه المشاريع وتدفع للابتكار وتكون مفيدة لغاية للتنمية الاقتصادية، وأن تختلف هذه التقنية عن التمويل التقليدي الذي يرفض الالتحام مع العملاء ويدفع بالمستثمر إلى المغامرة دون النظر إلى حجم الخسارة إذا انخفض العائد وتعرض المشروع للإفلاس لأنه ملزم أن يرد القرض في موعد معين ويدفع فائدة ثابتة مدة الدين، إن هذه التقنية تتمثل في رأس المال المخاطر التي تتعامل بالمشاركة ومن ثم تعتمد على دراسة الجدوى الاقتصادية للمنتج وربحيته وكفاءة إدارة المشروع بدلا من أسلوب النظام المصرفي الذي يعتمد على الضمان وسابقة الأعمال وحجم القوائم المالية، كما أن هذه التقنية تقلل إلى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين والمقترضين وللتوضيح أكثر وتأسيسا لما سبق سنحاول من خلال هذه الدراسة استعراض تقنية رأس المال المخاطر كبديل تمويلي مستحدث يحل محل التمويل التقليدي ويتمشى مع المتطلبات والاحتياجات المالية للمشاريع الاستثمارية في الجزائر.

يعد ظهور صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر حديثا، ويعود إلى بداية تسعينيات القرن الماضي. إذ قام الاتحاد الأوروبي، بهدف توفير أدوات تسهل إنشاء وانطلاق المنشآت الأوروبية، بإنشاء ثلاثة مؤسسات رأسمال استثماري توأم على المستوى دول المغرب العربي: شركة المساهمة سنة 1992 في المغرب، شركة المساهمة وترقية الاستثمارات (SPPI) سنة 1990 في تونس والمالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة في الجزائر (FINALEP). هذه الأخيرة كانت أول مؤسسة تمارس نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر، ولا تزال إلى غاية تاريخ إعداد هذه الدراسة أبرز المؤسسات الناشطة في هذا المجال، لذلك استوجب علينا إجراء الدراسة التطبيقية حول تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، تعرض هذه الدراسة تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر وأهم الحوافز المقدمة لتشجيع كل من المستثمرين والمقاولين واستنادا إلى ما سبق تندرج مشكلة الدراسة حول التساؤل الجوهرية الآتي:

تهدف هذه الدراسة إلى تقدير أثر التمويل برأس المال المخاطر على ربحية المشاريع الاستثمارية، بوصفه أحد أهم الحلول لمشكلة تمويل تلك المشاريع في الجزائر وبديلا أمثل في ضوء احتياجاتها المالية. وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثرا إيجابيا لهذا النوع من التمويل في الأداء المالي للمشاريع الاستثمارية. غير أن هذه المؤسسات والهيكل تواجه جملة من المعوقات التي تحول دون قيامها بالدور الموكل لها، ومن خلال بناء نموذج قياسي خلال الفترة (2002 - 2014)، إذ يربط النموذج العلاقة بين رأس المال المخاطر كمتغير تابع للعوائد المترتبة عن المشاريع الاستثمارية وفرص العمل المستحدثة عن تلك المشاريع، توصلت نتائج الدراسة الإحصائية إلى أن ارتفاع نسبة مبالغ الاستثمارات الممولة برأس المال المخاطر يزيد من احتمالات تعرض تلك الاستثمارات لمخاطر الإفلاس وعدم الوفاء، ومن ثم فإن هذه العلاقة تعد مؤشرا لحجم المخاطر المحتملة التي تواجهها شركات رأس المال المخاطر من حيث حجم الأموال المقدمة للمشاريع، خاصة طويلة الأجل. ختاماً تقترح الدراسة بعض السبل لتفعيل مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر، المشاريع الاستثمارية، نموذج قياسي، الانحدار الخطي.

Risk capital: a Leading Strategy to Fund Investment Projects in Algeria - Standard Model

Abstract:

This study aims at assessing the impact of funding using risk capital on the profitability of investment projects, as it is considered one of the major solutions to the problem of financing projects in Algeria and an optimal alternative in light of Algeria's financial needs. The study finds that there is a positive impact for this type of financing on the financial performance of the investment projects. However, these institutions are facing a number of obstacles to do their roles. Through the construction of Standard model during the period (2002- 2014), where the model connects between risk capital as a dependent variable to the revenues of the investment projects and their generated job opportunities, The statistical results of the study concludes that the more the investments are funded by risk capital, the more they are likely to face bankruptcy, and failure to pay their liabilities. Thus, this relationship is an indication of the amount of risks that risk capital firms face in terms of the amount of funds provided to the projects, especially the ones with long time frame. Finally, this paper suggests approaches to empower risk capital institutions in Algeria.

مشكلة الدراسة:

فرضيات الدراسة:

1. توجد علاقة عكسية ذات اتجاه سببي بين التمويل برأس المال المخاطر والمشاريع الاستثمارية على المدى الطويل، لذا فارتفاع نسبة مبالغ الاستثمارات الممولة برأس المال المخاطر يزيد من احتمالات تعرض تلك الاستثمارات لمخاطر الإفلاس وعدم الوفاء.
2. توجد علاقة طردية ذات اتجاه سببي بين حجم المشاريع الاستثمارية ومناصب العمل المستحدثة.
3. مع التطور والتحول الحاصل في قطاع الاستثمارات أصبحت الوسائل التقليدية لا تتماشى مع احتياجاتها وأهدافها وتوجه هذه الأخيرة إلى بدائل مستحدثة لما لها من إيجابيات وسرعة الإجراءات والتسهيلات.
4. يعتبر التمويل بتقنية رأس مال المخاطر البديل الأمثل والمستحدث للمشاريع الاستثمارية.

منهج الدراسة:

إن طبيعة الموضوع هي التي تحدد المنهج الواجب إتباعه قصد الإحاطة بأهم جوانبه. وعليه للإجابة على الإشكالية المطروحة سابقا استخدمنا المنهج الوصفي لتحليل الدراسة، لتشخص ظاهرة الدراسة بغرض فهم الإطار النظري لها، ثم التطرق للدراسة الميدانية في الجزء الخاص بتفسير الظاهرة المدروسة وهذا بالاعتماد نماذج الانحدار الخطي المتعدد.

حدود الدراسة :

بهدف معرفة آليات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، وبعد أن نستعرضه بشكل النظري رأينا أن ندعم بحثنا بدراسة ببعض مؤسسات سوق رأس المال المخاطر بالجزائر مثل: Sofi- nance، Maghrebinvest، Finalep، وهذا باعتبارهم الشركات الأولى للتمويل بهذه التقنية بحيث أنها أنشئت لأجل هذا الغرض. كما تكمن حدود الدراسة الزمنية لهذه الدراسة بالنسبة للجزائر من خلال عرض السياسة التمويلية للمشاريع الاستثمارية للفترة الممتدة بين 2002 – 2014 تم صياغة الدراسة النظرية بشكل رياضي من خلال استعراض نموذج قياسي

الدراسات السابقة

التي تناولت نظام التمويل برأس المال المخاطر:

إن موضوع التمويل برأس المال المخاطر من المواضيع المهمة، قد سبق تناولها من طرف العلماء والباحثين والمفكرين الاقتصاديين، فهناك الكثير من الدراسات تطرقت لبعض أجزاء يمكن ذكر بعضها كما يلي :

1. دراسة برين كولي (1999)⁽³⁾ دراسة تاريخية عن رأس

- ◀ ما مدى مساهمة رأس المال المخاطر في رفع القدرة المالية للمشاريع الاستثمارية؟
- وينفرع عن هذا التساؤل الرئيسي التساؤلات الفرعية الآتية :
- ◀ هل يعدّ التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بديل أمثل لإحلال محل وسائل التمويل التقليدي ؟
- ◀ هل المشاريع الاستثمارية الجزائرية مؤهلة لاستخدام تقنية رأس المال المخاطر سواء الممولة أو المستفيدة ؟
- ◀ ما مدى نجاح هذا النوع من التمويل في الجزائر؟

أهمية الدراسة :

نظرا للتحويلات الاقتصادية التي عرفتها الجزائر من أهمها سياسات الانفتاح الاقتصادي وما يترتب عليه من آثار بالغة خصوصا تلك المشاريع الريادية الجديدة، والتي تعد المكون الرئيسي لهيكل للمؤسسات الوطنية، فالتمويل يعتبر أحد أهم العوامل المساهمة في تنمية تلك المشاريع. وعليه تتجلى أهمية الدراسة في تناولها لبديل تمويلي مستحدث ومرن مقارنة بالتمويل التقليدي والذي يتمثل في رأس المال المخاطر، بحيث نحاول من خلاله استعراض مميزاته وكيفية مساهمته في ترقية المشاريع الريادية، وضمان المرافقة الحسنة لمشاريعهم خاصة المقاولين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في مجال الاستثمار، وأيضا فإن إنشاء وتدعيم شركات رأس المال المخاطر له أهمية أخرى تتمثل في مساعدة القطاع المصرفي في توظيف السيولة الزائدة التي تملكها ولا تستطيع في بعض الأحيان توظيفها بسبب ارتفاع المخاطر والقيود التي يفرضها عليها النظام المصرفي.

أهداف الدراسة:

1. توضيح دور رأس المال المخاطر كبديل تمويلي، ونموذج استثماري ويسهم في نفس الوقت في إدارة منظمة للمخاطر الكبيرة التي تواجهها المشروعات الجديدة.
2. دراسة واقع صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر مقارنة بوضعها في الدول المتقدمة، وتقديم التوصيات والمقترحات اللازمة لتطويره بما يدعم الاقتصاد الوطني الجزائري.
3. التعريف بالنمط التمويلي المسمى برأس المال المخاطر، وإبراز أهميته لدفع عجلة الاستثمار والتنمية، عن طريق توفير التمويلات اللازمة للمشاريع الناشئة.
4. إبراز الاختلاف بين رأس المال المخاطر والتمويلات الأخرى من حيث المبادئ، الخصائص لمحاولة التكامل بينهما عن طريق سوق شفاف ومنظم ويمكن الاعتماد عليه.

مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك على مصدر المخاطر) أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات⁽⁴⁾

المحور الأول: تجربة الجزائر في مجال رأس المال المخاطر

أولاً- مفهوم رأس المال المخاطر بالنسبة للمشروع الجزائري:

في الفصل الأول من القانون رقم 06 - 11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006، يعرف المشروع الجزائري شركات رأس المال الاستثماري بأنها الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس مال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة⁽⁵⁾. وقد ركز المشروع على مراحل نمو المؤسسة موضوع التمويل كما حدد طرق وكيفية تدخل شركة رأس المال الاستثماري، والتي تتمثل في رأس المال المخاطر، الذي يشمل رأس المال الموجه لتمويل المؤسسات في مرحلة قبل الإنشاء وفي مرحلة الإنشاء، رأس مال النمو الموجه لتنمية المؤسسة بعد إنشائها ورأس مال التحويل. بالإضافة إلى عمليات استرجاع مساهمات وحصص يحوزها صاحب رأس مال استثماري آخر.

ثانياً- التحفيزات الممنوحة لمؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر

تتمثل التحفيزات التي قدمتها الحكومة الجزائرية لجذب مؤسسات رأس المال المخاطر أساسا في المحفزات المرتبطة بطرق خروج هذه المؤسسات من الاستثمارات، وهذا لضمان سيولة أكبر في السوق.

1. التحفيزات الضريبية: تضمن الفصل 6 من القانون رقم 06 - 11 الصادر في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، أغلب المحفزات الضريبية المقدمة لمؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر، تم توضيحها أكثر من خلال المرسوم التنفيذي رقم 56-08 المؤرخ في 11 فيفري 2008 والمتعلق بشروط ممارسة شركة رأس المال الاستثماري تم إعفاء شركات رأس المال المخاطر من دفع الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للإيرادات المتأتية من الأرباح، نواتج توظيف الأموال، نواتج وفائض قيم التنازل على الأسهم والحصص. أما بقية الإيرادات فهي تخضع لمعدل المخفض بـ 5 %، إلى شرط التزام الشركة بالمحافظة على الأموال المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن 5 سنوات⁽⁶⁾.

2. تحفيزات متعلقة بطرق الخروج من الاستثمارات: تمثلت هذه المحفزات أساسا في تعديل شروط القبول في البورصة عن طريق العرض العام على الجمهور والذي يعد الطريقة الأمثل والمفضلة بالنسبة لمؤسسات رأس المال المخاطر والمقاولين، إذ تم تقسيم المؤسسات التي تدخل البورصة إلى قسمين، مؤسسات كبرى ومؤسسات صغيرة ومتوسطة. يوضح الشكل رقم (1) التنظيم العام لسوق رأس المال المخاطر بالجزائر، ويوضح مختلف المؤسسات، الهياكل والهيئات المتدخلة فيها.

المال المخاطر وأظهر فيها بأن المضاربة هي أساس هذا الأسلوب الاستثماري

2. فيما يخص أهمية رأس المال المخاطر فإن ربي كولي (1997)⁽ⁱⁱⁱ⁾ أكد بأن لهذا الأسلوب دور فعال ووافق على ذلك داتوا محمد صدقي، منصور دوريني (2006) ومحمد سليم (2006)، ومُرات (1999) ورشدي صدقي وغيرهم وأثبتوا إمكانية استخدام هذا الأسلوب في مؤسسات التمويل الإسلامي، وذكر الشبيلي يوسف (2011) أن أسلوب رأس المال المخاطر يعد من أساليب التمويل بالمشاركة، وأكد هذا في بحث بعنوان رأس المال المخاطر بديل مستحدث في الجزائر.

3. دراسة هاني توفيق (1997)⁽ⁱⁱⁱ⁾ علاقة صندوق رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار، والرفاعي طارق مع غامر كان (2000) في ورقتهما دور رأس المال المخاطر في المعاملات المالية الإسلامية المعاصرة.. وحاول عبد الجليل (2005) إعطاء صورة مبسطة لهذا الأسلوب الاستثماري من منظور شرعي حيث ذكر أهم العقود الشرعية المناسبة لها وهما مشاركة ومضاربة، كذلك جاء علي أشرف بإطار عام لرأس المال المخاطر الإسلامي، وكتب كذلك حول خطة عامة لرأس المال المخاطر الإسلامي. ويمتاز هذا البحث بانفراده عن دراسة أصولية تحليلية للقواعد والضوابط الفقهية المناسبة للتطبيق في حسم رسم الإطار الشرعي لعقد شركة رأس المال المخاطر ليكون موافقا حقا بضوابط شرعية.

المفاهيم النظرية المتعلقة برأس المال المخاطر:

إن معظم المراجع لا تقدم تعريفا مباشرا وصريحا لرأس المال المخاطر بل تكتفي بتقديم خصائصه وتفسيرها، وتعتبر التعريفات الموالية من التعريفات المباشرة القليلة المتوفرة:

1. حسب الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر NVCA (الولايات المتحدة): هو استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل، في منشآت تملك استعدادات قوية، منجز من طرف مستثمرين متخصصين⁽¹⁾.

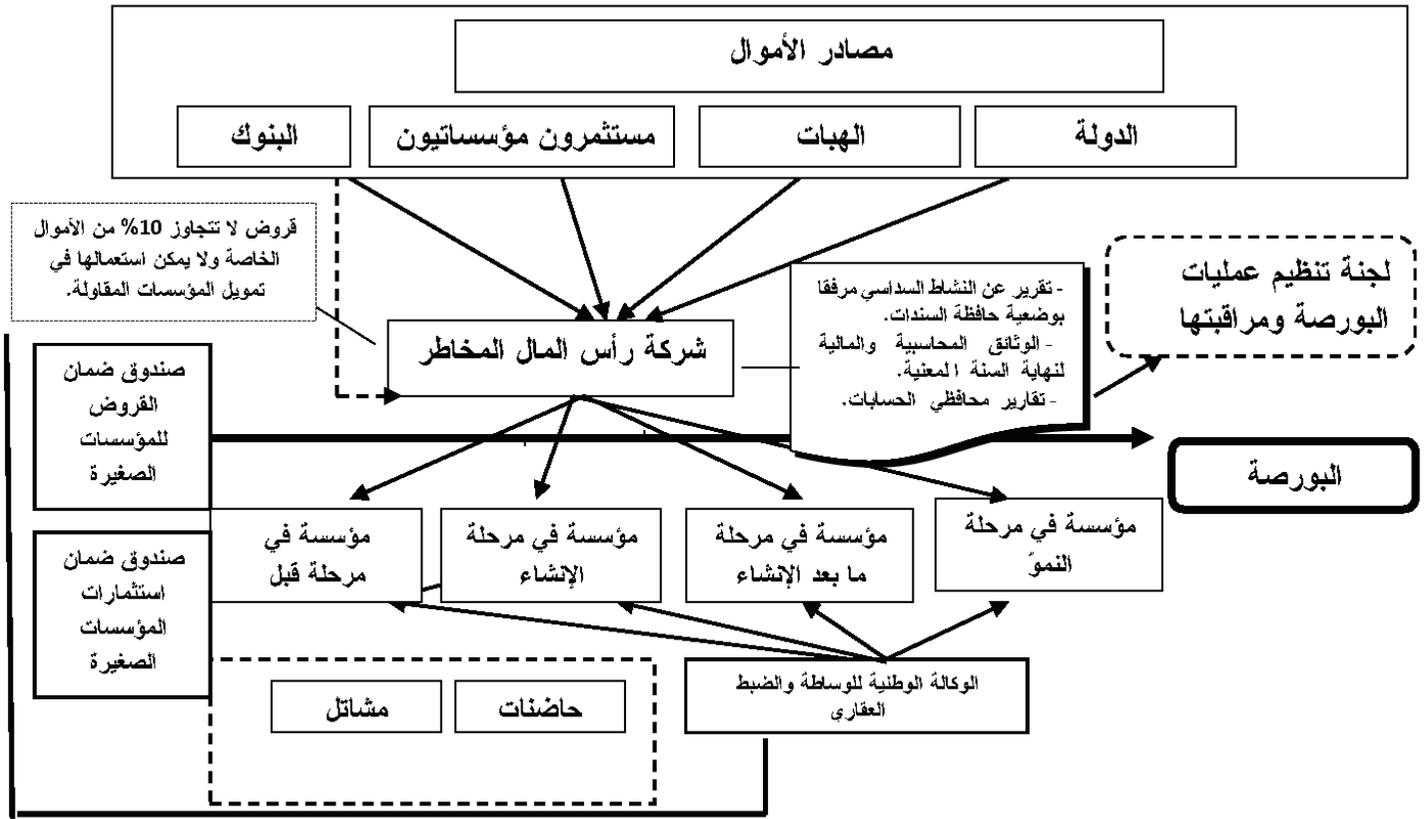
2. حسب الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال AFIC: هو استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال بواسطة الأموال الخاصة في منشآت شابة أو في طور الإنشاء، تتضمن محتوى تكنولوجي كبير⁽²⁾.

3. حسب البنك المركزي الألماني: (بمفهومه الضيق، رأس المال المخاطر يمثل في الغالب الحصص المأخوذة في المنشآت الصغيرة والمتوسطة الناشئة، المبتكرة تكنولوجيا، غير المدرجة، التي رغم انخفاض ربحيتها الحالية، يقدر أن تمتلك استعدادات نمو واسعة وكافية، كما أن مؤسسات رأس المال المخاطر لا تزود المشاريع الناشئة بالأموال الخاصة فقط، لكن أيضا بالخبرة التسيير الواسعة وخدمة النصائح⁽³⁾).

4. حسب الجمعية الأوروبية EVCA: (هو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر

شكل رقم (1)

تنظيم سوق رأس المال المخاطر بالجزائر



المصدر: براق محمد، الهياكل المرافقة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، الملتقى الوطني حول: استراتيجيات التنظيم ومراقبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر جامعة ورقلة 2012، ص 7

الاستثمار لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا الصندوق ثمره التزام مشتركة بين السلطات العمومية والبنوك برأس مال قدره 30 مليار دينار جزائري على الرغم من المخاطر التي تحيط بمجالات استثمار مؤسسات رأس المال المخاطر باعتبارها استثمارات طويلة لأجل ينقصها معيار الإرادية والأمان، وقد تمت بعض التجارب في الجزائر لبعض مؤسسات رأس المال المخاطر نوردها فيما يلي:⁽⁷⁾

1. الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة، التوظيف Sofinance: التي تأسست بتاريخ 09/ 01/ 2000 ونسبة مساهمتها في التمويل لا تتعدى 35% من رأس مال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول الأخرى، وهي كذلك لا تغطي كل الأنشطة، بل انحصرت مجال عملها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات ومواد التغليف وصناعة الألبسة وهذا يعني الاهتمام بالصناعات التحويلية وهو نشاط ضئيل المخاطر إذا ما قورن بالأنشطة الأخرى. لهذا تعتبر الشركة المالية للاستثمارات، المساهمة والتوظيف حديثة النشأة مقارنة بالمالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة.⁽⁸⁾

2. المغاربية للاستثمار Maghrebinvest: وهي أحدث مؤسسة رأسمال استثماري من حيث تاريخ الإنشاء، وهي إحدى

من الشكل السابق يمكننا تلخيص إجراءات التمويل عن طريق شركات رأسمال المخاطر في الجزائر كما يلي: في مرحلة أولى من نشاط هذا النوع من الشركات، تقوم هذه الأخيرة بتجميع الموارد المالية ومن هنا تظهر قدرة المساهمين في هذه الشركة في تجميع الأموال وجذب المستثمرين. وبعدها تأتي مرحلة البحث التي يتمثل هدفها في إدارة ملفات الترشيح التي تقدم من طرف المشروعات الطالبة لهذا النوع من التمويل، ثم يتم تصنيف الملفات واختيار المشروعات الأنسب لهذا التمويل وتحديد مرحلة وكيفية تدخلها في المشروعات المستفيدة وفي مرحلة أخرى في إطار ممارسة هذا النشاط التمويلي تقوم شركات رأسمال المخاطر بإعادة بيع الاشتراكات للخروج من المشروعات الممولة، لتعيد طرح اشتراكاتها في السوق التمويلي.

ثالثاً- مؤسسات سوق رأس المال المخاطر بالجزائر:

إن نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر حديث الوجود، لذا فإن من مصلحتها أن تعمل على تنمية هذه المؤسسات لدعم مشروعاتها لهدف تحقيق التنمية، وبالفعل فقد تم في الجزائر العزم على إنشاء صندوق رأس المال المخاطر لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتولى الخزينة والبنوك تدعيمه وإقامته، وكان ذلك يوم 14/ 01/ 2004 باعتماد قدره 3.5 مليار دينار جزائري، وقد أعلن أيضا في نفس السنة على تأسيس صندوق ضمان قروض

في الجزائر بأربعة مساهمين وهم: بنك التنمية المحلية BDL بـ 40 %، الصندوق الفرنسي للتنمية CFD بـ 28.74 %، القرض الشعبي الجزائري CPA بـ 20 %، البنك الأوروبي للاستثمار BEI بـ 11.26 %.

رابعاً:- تقييم نشاط شركات رأس مال المخاطر في الجزائر:

إن نشاط شركات رأس المال المخاطر في الجزائر جد حديث وضعيف ومحدود جداً، إذ لا تتعدى نسبة مساهمة Sofinance في التمويل نسبة 35% من رأسمال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول المتقدمة، وكل أنشطتها لا تتطلب مخاطرة كبيرة لأن تلك الأنشطة تنحصر في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية ومواد لتغليف، وفيما يلي بعض الإحصائيات المالية الخاصة بنشاط شركة Sofinance⁽¹¹⁾:

جدول رقم (1):

حول الاستثمارات

العناصر	2012	2013	2014
مساهمة رأس المال مليون (دولار)	604.7871	7268.6461	105934.8255
القرض الإيجاري مليون (دولار)	46162.9819	39040.0877	38214.3523

/Source : www.sofinance.dz

لتطورها، لذلك يجب أن تتميز اللوائح و التنظيمات التي تصدرها الدولة بالبساطة و السهولة عند إنشاء هذه المؤسسات

2. التدعيم المباشر: لا يجب أن يقتصر تدعيم الدولة لمؤسسات رأسمال المخاطر على التدعيم غير المباشر بل يتعداه إلى الدعم المباشر والاشتراك في نشاطاتها ويتخذ هذا عدة أشكال أهمها:

أ. توفير تمويل مباشر للمشروعات من قبل الدولة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كمساهمة الدولة الألمانية في رؤوس أموال مشاريع تكنولوجية خطيرة، وبنك التنمية المحلية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التابعة للحكومة الفرنسية سنة 1996

ب. إنشاء الدولة لصناديق مشتركة لرأسمال المخاطر كشكل من أشكال الدعم المباشر، مثل هذه الصناديق وجدت في الولايات المتحدة الأمريكية حيث أنشأت عام 1957 والصناديق الألمانية المنشأة عام 1995.

ت. إن تدعيم الدولة ومساهمتها تؤدي إلى زيادة فاعلية مؤسسات رأسمال المخاطر لمواجهة الحاجات التمويلية للمشاريع الاستثمارية والتي لا تقبل عليها سوق التمويل التقليدي عادة لارتفاع المخاطر، ولا شك أن الموارد المالية لمؤسسات رأس مال المخاطر لن تكفي للوفاء بكل هذه الحاجات لذا تعتبر مساهمة الدولة دفعة قوية نحو توسيع طاقاتها المالية.

المحور الثاني: المشاريع الاستثمارية في الجزائر، استراتيجية بديلة للتنمية:

تتخصص مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل وتوجيه

مؤسسات المجموعة Integra Partners الفرع المتخصص في رأس المال الاستثماري، والذي يسير ثمانية صناديق استثمار موجهة لشمال، وسط وغرب إفريقيا. المغربية للاستثمار هي هيكل تسيير لآخر صناديق المجموعة: الصندوق المغربي للحصص الخاصة (MPEFII) الذي أطلق رسمياً في الجزائر⁽⁹⁾ وهي متخصصة في عمليات تمويل أعلى الميزانية) رأس المال الاستثماري (لحساب مستثمرين مؤسساتيين، أي أنها تقوم باستخدام الأموال الخاصة وشبه الخاصة لتمويل مختلف مراحل نمو المنشآت الخاصة. إضافة إلى ذلك تقوم بتسيير الأصول وعمليات الوساطة في البورصة، ولا ينحصر مجال تدخلها في المستوى الوطني بل يتعداه ليشمل كل من تونس والمغرب⁽¹⁰⁾:

3. مؤسسة FINALEP: تأسست سنة 1991 كأول مؤسسة

أما بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر وعلى أهميتها، فإن الاهتمام بها ما يزال ضئيلاً. ومن المعروف أن مثل هذه الشركات تعد من أهم الآليات لدعم الإنشاء والتوسع أو نشاط التجديد. غير أنه بالمقابل يجب على المؤسسات العاملة في هذا النشاط، مثل FINALEP أو SOFINANCE، أن تتزود بروح المخاطرة وأن تساهم في تنمية فعلية للمشاريع الاستثمارية. فكما يتبين لنا من الجدول السابق فقد حددت مؤسسة SOFINANCE، وهي مؤسسة رأس مال مخاطر حديثة النشأة، نسبة مساهمتها بين 10 % و 35 %، وهي نسبة ضئيلة، كما أنها حددت مجال نشاطها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين منتجات الفلاحة ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل الخشب واستغلال ثروات المناجم مثل الرخام والحجارة، وهو ما يعني الاهتمام بالصناعات التحويلية، وهو نشاط ضئيل المخاطر كما هو معروف⁽¹²⁾. ومع ذلك فإن مثل هذه المبادرات تستحق كل التشجيع بالنظر إلى اتجاه الاستثمار في السنوات الأخيرة نحو الأنشطة الأكثر ضماناً كالتصدير والاستيراد وما يسمى بتجارة البازار، وقطاع النقل، والاستثمار في العقارات خاصة بالمضاربة والسمسرة.

خامساً- سبل دعم شركات رأسمال المخاطر في الجزائر:

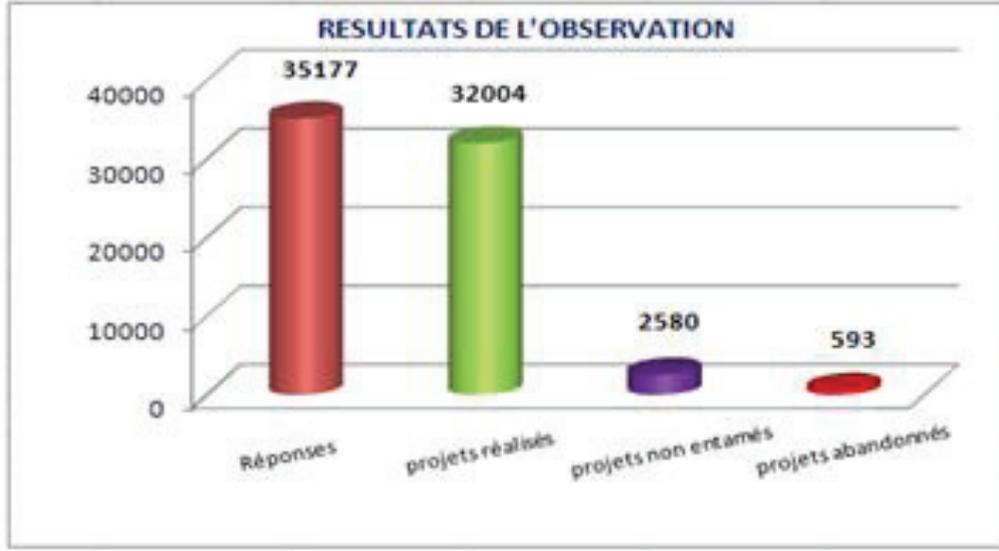
على الدولة أن تقدم يد العون لهذه المؤسسات والوقوف إلى جانبها كي تتغلب على الصعوبات المختلفة التي تواجه نشاطها مثل انخفاض الإيرادات وارتفاع المخاطر ودعمها بشتى الطرق سوى المباشرة والغير مباشرة⁽¹³⁾

1. التدعيم غير المباشر لمؤسسات رأسمال المخاطر: وهو كل ما يتعلق بالحوافز الضريبية والشروط التنظيمية التي تحكم هذه المؤسسات وكذا الجانب التشريعي الذي يخلق بيئة ملائمة

آخرين. لذا، تعد عملية الخروج من الاستثمارات، عملية ذات أهمية كبيرة بالنسبة لمؤسسة رأس المال المخاطر بدأت شهر جوان 2013 على مستوى إنجاز المشاريع الاستثمارية المصرح بها لدى الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار خلال الفترة الممتدة بين 2002 و 2012 والتي بدورها أبرزت المعطيات التالية كما هي موضحة في الشكل الآتي:

شكل رقم (2)

توزيع المشاريع الاستثمارية المحلية والأجنبية حسب أهم القطاعات الاقتصادية.



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

- موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار /ANDI: <http://www.andi.dz/index.php/ar>

- موقع وكالة التشغيل: <http://www.nourelilm.org>

والأشغال العمومية والهيديروليك بـ (18%، 9% و 34%) وأخيرا قطاع الخدمات بالنسب التالية (9%، 13%، 13%) فمن حيث الفروع الصناعية، لاسيما الصناعة الغذائية، الكيمياء والبلاستيك وصناعات الخشب والورق بالإضافة إلى إعادة استئناف صناعات النسيج والجلود وفي الأخير تأتي مواد البناء والزجاج.

ويوضح الشكل التالي ما يلي :

إن تصنيف الاستثمارات المنجزة في القطاع الصناعي خلال هذه الفترة، يبرز بأن هناك هيمنة لهذا القطاع على جميع المستويات (من حيث العدد المبلغ المالي مناصب الشغل المستحدثة) بالنسب التالية (11%، 62% و 35%) على التوالي، يليه قطاع البناء

جدول رقم (2)

تعداد المشاريع الاستثمارية في الجزائر ومساهمتها في خلق مناصب الشغل للفترة (2002 - 2012)

الأجنبية منها	معطيات حول المنجزات الإجمالية	معطيات حول نتائج الملاحظة
410 مشروع استثماري أجنبي تم إنجازه	32 004 مشروع منجز أي بنسبة 91% من الكل	32004 مشروع منجز ونسبته 91% من الكل
42959 منصب شغل تم استحداثها للأجانب أي بنسبة 14%.	2547 مليار دج أي حوالي 31.8 مليار دولار أمريكي	2 580 مشروع لم يتم إنجازه أي نسبة 7%.
803 مليار دج أي 3/1 من الاستثمارات المنجزة.	تم خلق حوالي 300 000 منصب شغل	593 مشروع تم التخلي عنه أي نسبة 2%.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على:

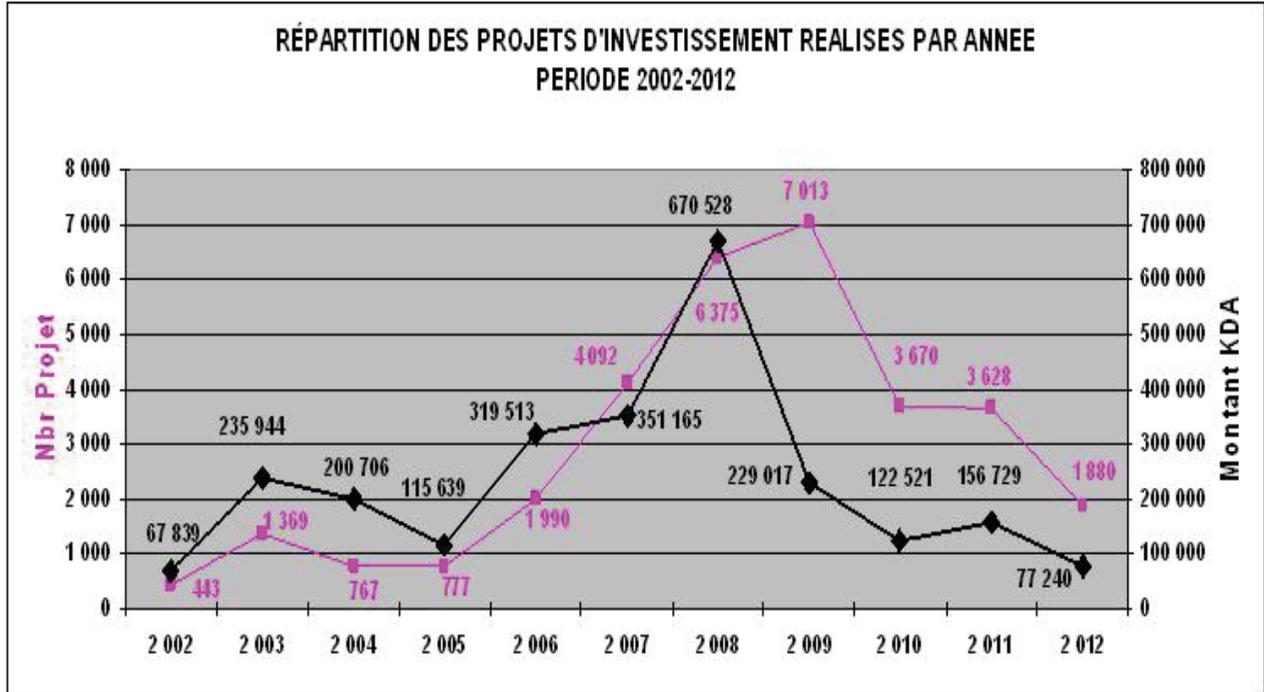
- موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار /ANDI: <http://www.andi.dz/index.php/ar>

- موقع وكالة التشغيل: <http://www.nourelilm.org>

حيث (الإنشاء) أي 2/3 في حين أن الاستثمارات المنجزة من حيث (التوسيع) تحتل 1/3 من الهيكل الإجمالي. تحدث الاستثمارات في شكل (إعادة التأهيل - التوسيع) و (إعادة التأهيل) نسبة 2 % لكل منهما. و في الأخير فإن الاستثمارات المنجزة في (إعادة التأهيل - التوسيع) و (إعادة التأهيل) فهي ضئيلة أي أقل بـ 1 % مقارنة مع المجموع، وهذا في كل المعايير الإجرائية. هذه المعطيات تترجم بشكل جيد مدى تفضيل المستثمرين للاستثمارات الجديدة والتوسعية و ذلك على حساب الأنواع الأخرى ذات الاهتمام الكبير من طرف القطاع العام في أعقاب قرارات الحكومة الأخيرة بإعادة تأهيل بعض القطاعات الصناعية للإنتاج الاستراتيجي في حين أن الخصخصة لا تبدو أنها تعطي نتائج مرجوة. يبدو أن الفكرة الأخيرة في إطلاق ما يسمى بالقطاع المختلط حول الاستثمارات التي تتم بين القطاع العام والقطاع الخاص أنها خيار أكثر جاذبية لكلا الطرفين.

شكل رقم (3)

توزيع المشاريع الاستثمارية في الجزائر و تحديدها مبالغها للفترة (2002 - 2012)



.Source : <http://www.andi.dz/index.php/ar/bilan-des-investissements.lbid>

المعايير) في حين أن الاستثمارات المنجزة من حيث (التوسيع) تحتل 1/3 من الهيكل الإجمالي. تحدث الاستثمارات في شكل (إعادة التأهيل - التوسيع) و (إعادة التأهيل) نسبة 2 % لكل منهما. وفي الأخير فإن الاستثمارات المنجزة في (إعادة التأهيل - التوسيع) و (إعادة التأهيل) فهي ضئيلة أي أقل من نسبة 1 % مقارنة مع المجموع وباختصار، هذه المعطيات تترجم بشكل جيد مدى تفضيل المستثمرين للاستثمارات الجديدة والتوسعية وذلك على حساب الأنواع الأخرى ذات الاهتمام الكبير من طرف القطاع العام في أعقاب قرارات الحكومة الأخيرة بإعادة تأهيل بعض القطاعات الصناعية للإنتاج الاستراتيجي في حين أن الخصخصة لا تبدو أنها تعطي نتائج مرجوة.

من خلال الجدول السابق نرى بأن الاستثمار في المياه والطاقة والذين تميزا بالمشاريع العمومية الكبرى وبمبالغ مالية ضخمة فضلا عن الاستثمارات الكبرى في مجال الاتصالات السلكية واللاسلكية. قطاع النقل، هذا القطاع لا يتناسب مع عدد المشاريع الصغيرة المنجزة والتي تقدر نسبتها بـ 58 % وبقيمة مالية تتساوى مع القيمة المالية لقطاع البناء والأشغال العمومية والهيدروليكي (9 %) كما أن عدد المناصب المستحدثة في هذا القطاع تتساوى تقريبا مع ما نجده في قطاع الخدمات (15 %). أما القطاعات الأخرى مثل الزراعة، السياحة و التجارة فإنها تساهم في حدود 1% إلى 2 % من المشاريع المنجزة. ومع ذلك فإن قطاع السياحة سجل تطورا ملحوظا من حيث القيمة المالية وذلك بنسبة (55 %)

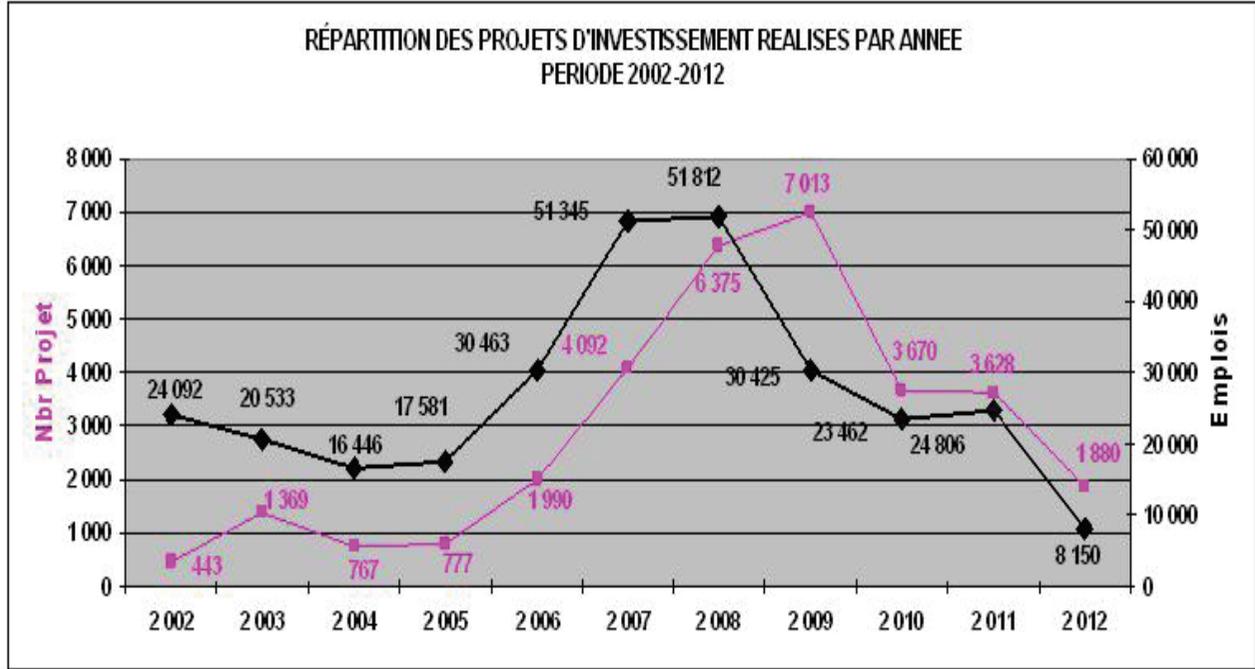
من خلال قراءة الجدول في الملحق رقم (1) تتبع الاستثمارات المنجزة مسارا منطقيًا و معتادا وهي في موضع ضمن الترتيب التنافلي حيث أنها على رأس الترتيب العام للاستثمارات المنجزة من

تقدر نسبة التطور السنوي للاستثمارات المنجزة حسب عدد المشاريع بـ 1 % في سنة 2002، ثم واصل هذا التطور في منحنى تصاعدي حتى بلغ ذروة 22 % سنة 2009 مع الحفاظ على الحد الأقصى بنسبة 11 % في السنتين المتتاليتين 2010 و 2011 وفي الأخير انتهى إلى 6 % سنة 2012. نلاحظ أن حجم التمويل و مناصب الشغل المستحدثة في نفس الاتجاهات التطورية وفقا للسنوات. (14)

تتبع الاستثمارات المنجزة مسارا منطقيًا و معتادا وهي في موضع ضمن الترتيب التنافلي حيث أنها على رأس الترتيب العام للاستثمارات المنجزة من حيث (الإنشاء) أي 2/3 (نحو كل

شكل رقم (4)

توزيع المشاريع الاستثمارية في الجزائر و مساهمتها في خلق مناصب الشغل للفترة (2002 - 2012)



.Source : <http://www.andi.dz/index.php/ar/bilan-des-investissements>

ن خلال نموذج الانحدار المتعدد -Multiple Linear Regres- الذي هو عبارة عن انحدار للمتغير التابع (Y) على العديد من المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k نهدف في هذه الدراسة إلى توضيح كيفية تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد. من خلال تقدير معالم النموذج، تقدير التباين والتباين المشترك والانحراف المعياري لها للوصول إلى اختبار معالم النموذج

أولا-تقديم نموذج:

هناك عدة طرق لتقدير معالم معادلة الانحدار أهمها (طريقة المربعات الصغرى) في المرحلة الأولى نفترض وجود الفرضيات الأساسية لمعادلة النموذج الخطي. وفي المراحل اللاحقة نتعرض للحالات التي تكون فيها هذه الفرضيات صحيحة أي التأكد من صحتها، وقد تم بناء نموذج الانحدار الخطي بالافتراضات الأساسية كما يلي:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 x_1 + \beta_2 x_2 + \epsilon_i$$

β_0 : شعاع الثوابت

β_1 و β_2 : مصفوفة المعاملات

ϵ_i : شعاع التشويش (حد الخطأ)

وأي المعادلة الأساسية للعلاقة بين المتغير التابع Y والمتغير المستقل X حيث تعتمد على العينة التي يبلغ حجمها n=32 مشاهدة بإضافة إلى المعادلة الأساسية نقول أن النموذج يحتوي افتراضات عن المتغير العشوائي. تستخدم هذه الدراسة تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (ملحق رقم 1)) وذلك لأن بيانات الجدول هي بكل تأكيد الأكثر ملائمة لأنها تأخذ بعين الاعتبار التغيرات عبر الزمن لمؤشرات الأداء، وتحاول هذه الدراسة بيان أثر هيكل رأس المال المخاطر في علاقة مع عوائد الاستثمارات في الجزائر بالإضافة

يلاحظ من خلال الشكل رقم (4) أن هناك سيطرة للقطاع الخاص على حساب القطاع العام من حيث عدد المشاريع التي تقدر بـ 31638 مشروع أي بنسبة 99 % بقيمة مالية تصل إلى 1.378.385 مليون دينار مع استحداث 264964 منصب شغل. في المقابل يساهم القطاع العام بحوالي 328 مشروعا فقط، لكن بقيمة مالية مهمة ومعتبرة تصل إلى 777 مليار دينار جزائري، أي ما يعادل نحو نصف ما يشغله القطاع الخاص من المشاريع الكبرى، في الأخير فإن القطاع المختلط يساهم بحوالي 38 مشروع وبقيمة مالية أكبر من النصف مقارنة بالقطاع العام أي بـ 391 مليار دينار جزائري. أما فيما يخص مناصب الشغل التي تم استحداثها من طرف القطاع القانوني فإننا نلاحظ أن هناك نفس التوجهات مع القطاع الخاص وذلك بـ 264964 منصب شغل مستحدث أي بنسبة 89 % من المجموع. في حين أن القطاع العام استحدث 31 024 منصب عمل ما يمثل نسبة 10 %، وأخيرا يأتي القطاع المختلط الذي استحدث 3127 منصب عمل أي بنسبة 1 % فقط.

المحور الثالث: النمذجة القياسية لسياسات رأس المال المخاطر والمشاريع الاستثمارية في الجزائر:

تعتبر المخاطر الناتجة عن عمليات الاستثمار متغير أساسي في كل عمليات المشروع، ويتمثل في احتمال خسارة الطرفين (شركة رأس المال المخاطر والمستثمر) في حالة فشل المشروع الممول، وذلك لعدة أسباب على هذا الأساس ولتحدد مخاطر المشروع من جهة وفرص العمل المستحدثة عن تلك المشاريع وجب علينا بناء نموذج قياسي يهدف الربط العلاقة بين رأس المال المخاطر كمتغير تابع للعوائد المترتبة عن المشاريع الاستثمارية وفرص العمل المستحدثة عن تلك المشاريع.

المقدمة للمشاريع، فإذا كانت هذه النسبة أكبر من 100 %، فإن هذا يشير إلى أن مديونية الممول كبيرة جداً، وهذا يعني أن الشركة الممولة سيواجه مخاطر عدم القدرة على الوفاء بالتزاماته خاصة طويلة الأجل، مما يعرضه لمشاكل الإفلاس والتصفية.

ثانياً. الأسس المنهجية لبناء النموذج القياسي :

في هذه المرحلة تأتي مرحلة التقدير للشعاع β_j والتي يمكن القيام بها بطريقتين :

1. تطبيق المربعات الصغرى على كل معادلة على حدا (كما تم التعرض لها سابقاً)

2. تطبيق المربعات الصغرى على جملة المعادلات وهذا باستعمال برمجية (Eviews 9.0).

وهذه الطريقتين تعطي نفس النتائج للمعدلات المقدرة، وفي حالتنا قمنا باختيار الطريقة الثانية والتي تعطي معلومة أكثر مثل مصفوفة التباينات للبواقي وتسمح بالدراسة الديناميكية للنموذج، سوف نأخذ نتائج التقدير لكل معادلة: وباستعمال برنامج الاقتصاد القياسي (Eviews 0.9). تم التوصل إلى النتائج التقديرية التالية:

1. دراسة الاستقرارية:

أ. بالنسبة لـ Y

إلى مناصب العمل المستحدثة عن الفرص الاستثمارية خلال الفترة الزمنية (2002 – 2014) حيث تمثل:

1. المتغير التابع Y : يمثل مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الاستثمارية

2. المتغيرات المستقلة:

X_1 : عدد المشاريع الاستثمارات

X_2 : مناصب العمل المستحدثة عن المشاريع الاستثمارية

تمثل المتغيرات المستقلة في علاقة مع هيكل رأس المال المخاطر وتتعامل هذه الدراسة كأداة لتقييم المستثمرين على الوفاء بالتزاماته خاصة طويلة الأجل، لذا فارتفاع نسبة مبالغ الاستثمارات الممولة برأس المال المخاطر يزيد من احتمالات تعرض تلك الاستثمارات لمخاطر الإفلاس وعدم الوفاء، إلا أنه في نفس الوقت تسبب تضارب المصالح بين المستثمر والمشاركة الممولة برأس المال المخاطر، حيث إن المستثمر يرغب في الحصول على مشاريع ذات مخاطر منخفضة لضمان نجاح الاستثمار، بينما تبحث الشركة الممولة برأس المال المخاطر عن عوائد مرتفعة من التمويل المقدم.

إن هذه العلاقة تعد مؤشراً لحجم المخاطر المحتملة التي يواجهها شركات رأس المال المخاطر من حيث حجم الأموال

Null Hypothesis: Y has a unit root		t-Statistic	*.Prob
Exogenous: Constant			
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)			
Augmented Dickey-Fuller test statistic		4.596934	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.689194	
	5% level	-2.971853	
	10% level	-2.625121	
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات (Eviews9.0).

ب. بالنسبة لـ X_1 و X_2

بالنسبة لـ X_2			بالنسبة لـ X_1		
Null Hypothesis: X2 has a unit root			Null Hypothesis: X1 has a unit root		
Exogenous: Constant			Exogenous: Constant		
Lag Length: 3 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)			Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=7)		
	t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Prob.*	
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.850860	0.0000	Augmented Dickey-Fuller test statistic	-0.317858	0.0000
Test critical values:	1% level		Test critical values:	1% level	
	5% level	-3.689194		5% level	-3.679322
	10% level	-2.971853		10% level	-2.967767
		-2.625121			-2.622989
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.			*MacKinnon (1996) one-sided p-values.		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات (Eviews9.0).

وبعد دراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمختلف السلاسل، اتضح أنها مستقرة عند نفس الدرجة (0)، وهذا ما يشير إلى احتمال وجود علاقة تكامل مشترك، نحاول إثبات ذلك باستخدام اختبار Johansen

2. اختبار جوهانسن:

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: Y

Exogenous variables: C X1 X2

Date: 08/17/16 Time: 23:12

Sample: 1 32

Included observations: 28

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-455.5679	NA	9.84e+12	32.75485	32.89759	32.79849
1	-446.5049	15.53649*	5.54e+12*	32.17892*	32.36924*	32.23711*
2	-446.2196	0.468806	5.84e+12	32.22997	32.46786	32.30270
3	-445.6197	0.942687	6.03e+12	32.25855	32.54402	32.34582
4	-443.8364	2.675018	5.72e+12	32.20260	32.53565	32.30441

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات. (Eviews 9.0).

يوضح الجدول من خلال اختباري الأثر والقيمة العظمى أن هذه السلاسل تتكامل على المدى الطويل

Date: 08/17/16 Time: 23:14

Sample (adjusted): 3 32

Included observations: 30 after adjustments

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: Y X1 X2

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized	Trace	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.505118	40.45309	29.79707	0.0021
At most 1 *	0.322682	19.34998	15.49471	0.0125
At most 2 *	0.225382	7.661571	3.841466	0.0056

Trace test indicates 3 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized	Max-Eigen	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None	0.505118	21.10311	21.13162	0.0505
At most 1	0.322682	11.68841	14.26460	0.1229
At most 2 *	0.225382	7.661571	3.841466	0.0056

Max-eigenvalue test indicates no cointegration at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**MacKinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات (.Eviews9.0)

3. التقدير:

Dependent Variable: Y

Method: Least Squares

Date: 08/17/16 Time: 22:26

Sample: 1 32

Included observations: 32

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-2028631.	2314491.	-0.876491	0.3880
X1	957.7839	209.1293	0.009865	0.0001
X2	5.695007	5.911632	0.03356	0.3433
R-squared	0.865068	Mean dependent var		3924751.
Adjusted R-squared	0.828176	S.D. dependent var		14538305
S.E. of regression	10993730	Akaike info criterion		35.35261
Sum squared resid	3.51E+15	Schwarz criterion		35.49002
Log likelihood	-562.6417	Hannan-Quinn criter.		35.39816
F-statistic	00.00623	Durbin-Watson stat		1.867199
Prob(F-statistic)	0.000115			

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات (.Eviews9.0)

4. استقلالية الأخطاء:

Date: 08/17/16 Time: 22:26
Sample: 1 32
Included observations: 32

	Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
1			0.343	0.343	4.1393	0.042
2			0.004	-0.129	4.1399	0.126
3			-0.236	-0.223	6.2280	0.101
4			-0.435	-0.332	13.589	0.009
5			-0.086	0.190	13.887	0.016
6			0.009	-0.088	13.890	0.031
7			0.004	-0.159	13.891	0.053
8			-0.014	-0.149	13.901	0.084
9			-0.028	0.093	13.937	0.125
10			0.002	-0.046	13.937	0.176
11			0.010	-0.110	13.942	0.236
12			0.009	-0.066	13.947	0.304
13			0.014	0.067	13.958	0.377
14			-0.023	-0.074	13.991	0.450
15			-0.033	-0.097	14.059	0.521
16			-0.017	-0.023	14.080	0.593

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات (Eviews9.0).

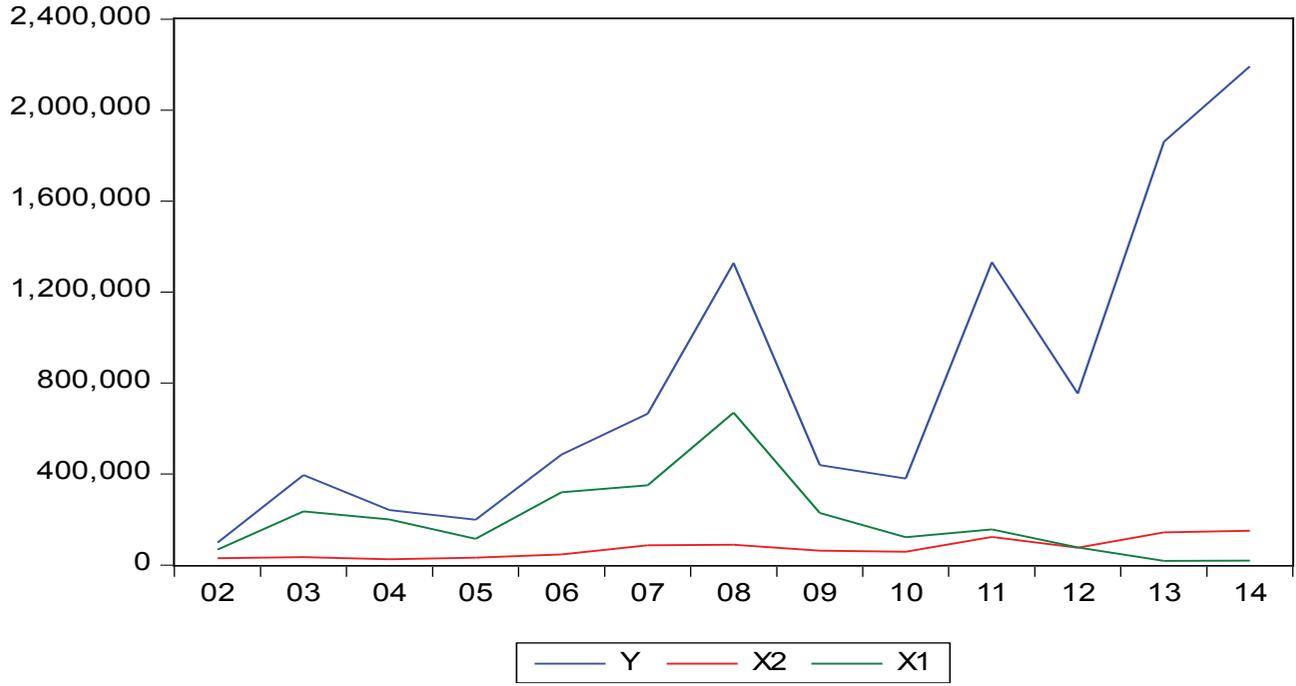
ثالثا. التحليل الإحصائي للنموذج:

6. إحصائية داربن واتسن: تشير إحصائية داربن واتسن والتي تساوي 1.867199 يعني أن النموذج يخلو من ارتباط الأخطاء من الدرجة الأولى.

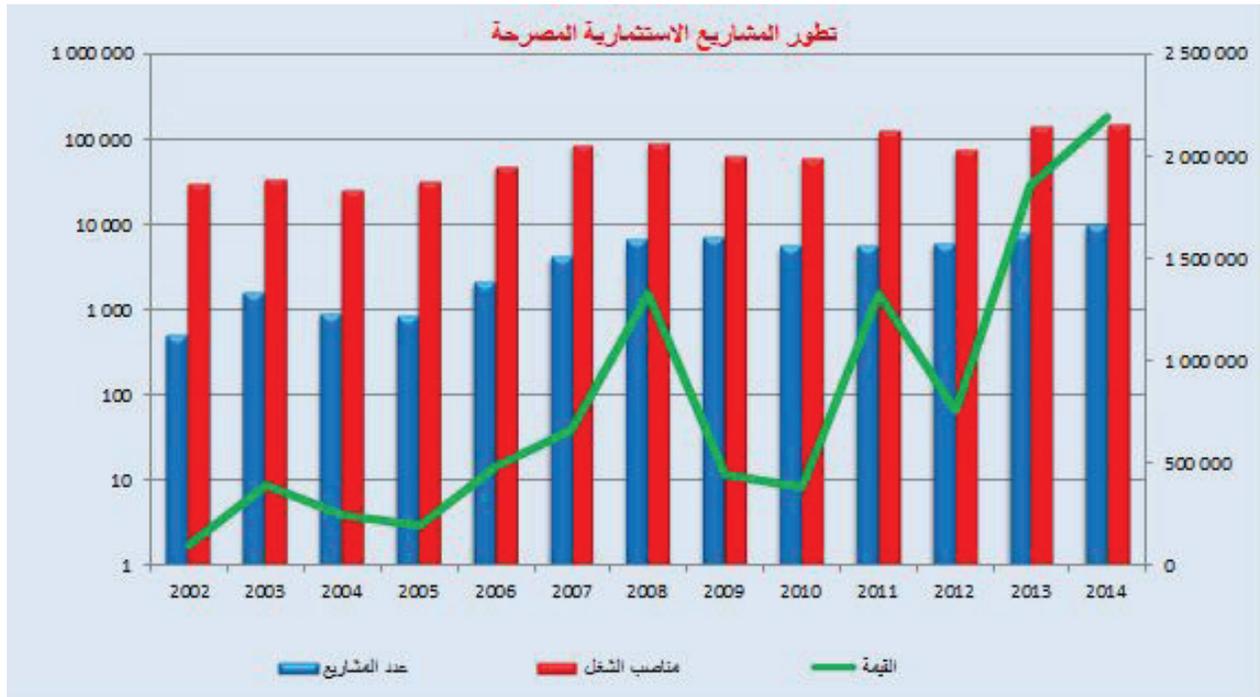
7. موافقة إشارة المعلمات خصائص النظرية الاقتصادية حيث أن النموذج قد أظهر علاقة طردية فزيادة عدد المشاريع الممولة برأس المال المخاطر والمشاريع تؤدي إلى زيادة عدد مناصب العمل.

تبين لنا النتائج تحليل النتائج الإحصائية السابقة لرأس المال المخاطر خلال السلسلة الزمنية المذكورة أن معظم التقلبات التي يشهدها رأس المال المخاطر ناتجة عن عوائد الاستثمارات إذا أن هذه التقلبات تسمح بتفسير ما قيمته 86.5% من تغيرات رأس المال المخاطر، لقد أظهرت نتائج الدراسة البيانية من خلال استخدام برنامج (Eviews9.0). في تمثيل معادلة الانحدار الخطي أي علاقة رأس المال المخاطر للممول للمشاريع الاستثمارية وفرص العمل المستحدثة عن تلك المشاريع، تطابقها تماما مع الدراسة البيانية المستخرجة من منشورات الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار (ANDI) على شبكة الانترنت كما هو مبين في الشكلين المواليين :

1. لقد وافقت الإشارة الموجبة لمعاملات النموذج وفقا لقواعد النظرية الاقتصادية أي العلاقة الطردية بين التمويل برأس المال المخاطر وعوائد المشاريع الاستثمارية وفرص العمل المستحدثة عن تلك المشاريع
2. للنموذج معنوية إحصائية في متغيراته وذلك حسب اختبار ستودنت.
3. معامل التحديد $R^2 = 0.865068$ أن هذا يدل على القوة التفسيرية للنموذج كبيرة أي المتغير التابع مفسر بنسبة كبيرة من كرف التغيرات المستقلة نسبة 14.50% راجعة إلى عوامل عشوائية.
4. إحصائية فيشر: إحصائية احتمال فيشر المحسوبة للمتغيرات والتي تساوي 00.00623 أقل من 0.05 مما يعني أن معالم النموذج مقبولة من الناحية الإحصائية أي أن النموذج معنوي.
5. إحصائية ستودنت: إحصائية احتمال ستودنت المحسوبة للمتغيرات x_1 و x_2 أقل من 0.05 وهذا ما يعني أن المتغير معنوي و مقبول من الناحية الإحصائية.



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات. (Eviews9.0).



Source : <http://www.andi.dz/index.php/ar/declaration-d-investissement?id=395>

2. يسهم رأس المال المخاطر في النمو الاقتصادي من خلال قناتين رئيسيتين، تتمثل الأولى في إدخال منتجات وعمليات جديدة على السوق، أما القناة الثانية فتتمثل في تطوير القدرة على تحصيل المعرفة وتحسينها من خلال مؤسسات بحث عمومية أو خاصة. (15)g

يمكن إجمال معظم الدراسات حول أثر رأس المال المخاطر على الاقتصاد الكلي في مجموعتين، المجموعة الأولى تضم دراسات خاصة حول مواضيع محددة كالإبداع وتوفير فرص العمل. أما المجموعة الثانية فتتضمن الدراسات التي تركز على أثر المؤسسات

رابعاً- التحليل الاقتصادي لنتائج الدراسة القياسية :

1. يؤدي رأس المال المخاطر دوراً مهماً في تكوين الصناعات الجديدة، كما أن إمكانية إخفاق المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر صغيرة، إذا ما قورنت بالمؤسسات الممولة تقليدياً، فضلاً عن أثر المضاعف الذي يؤدي إلى رفع عدد المؤسسات الجديدة المكونة وحتى صناعات بأكملها، مما يؤدي إلى تكوين اقتصاد مرن، يتيح فرص استثمار واعدة للمقاولين، من أجل إنشاء مؤسسات جديدة، والتي بدورها تؤدي إلى زيادة الطلب على رأس المال المخاطر.

2. خلق فرص عمل جديدة
3. رفع مستويات التطوير والابتكار بسبب المستوي المرتفع لدور البحث والتطوير
4. المساعدة في تطوير القدرات المؤسسية للشركات المستهدفة مع الخدمات الأخرى التي تقدمها وتتعلق بالإدارة وسبل الأعمال والاتصال و المساعدة في زيادة القدرة التنافسية للشركة وزيادة الصادرات

يؤدي استثمار رأس المال المخاطر إلى خلق فرص عمل هامة وتحقيق عوائد عظيمة ويعد رأس المال المخاطر مصدر تمويل مهم في الدول المتقدمة، حيث تقوم مجموعة من المستثمرين بضح أموال للشركات الواعدة المتوسطة والصغيرة مثل قطاع التكنولوجيا والتجزئة، والتي تتصف بأنها تملك فرصاً كبيرة للنمو السريع، ووفقاً لإحصاءات عام 2009 حسب تقرير الاتحاد الوطني لرأس المال المخاطر NVCA فإن الولايات المتحدة، تعد أكبر سوق يستقطب الاستثمارات القائمة على رأس المال المخاطر، حيث تفوق الأموال المستثمرة 18 مليار دولار. كما أن الصين والهند هما من الدول المستقطبة والواعدة للاستثمار القائم على رأس المال المخاطر، أما من حيث القطاعات الصناعية الأكثر استقطاباً لرأس المال المخاطر فهي المنتجات الاستهلاكية، تقنيات التنظيف، المعدات والآلات الطبية، المنتجات الصيدلانية الحيوية، الإعلام عبر الإنترنت، البرمجيات، الإلكترونيات والاتصالات. ويعد تطوير الابتكارات التي هي المصدر المغذي المهم لرأس المال المخاطر بالنسبة للاقتصاد الوطني، ففي هذا الاتجاه يمكن أن تتخذ عدة مبادرات، منها: (19)

1. إعادة تصميم هيكل الضرائب ليراعي إعطاء امتيازات لمشاريع تطوير المشاريع المشتركة
2. تشجيع تفعيل أسواق رأس المال
3. تحسين جودة تسهيلات البنية التحتية مثل المطارات والشوارع والكهرباء والإنترنت
4. تسريع وتيرة أنشطة نقل التكنولوجيا
5. تحسن طرق الوصول إلى مصادر رأس المال الخاص
6. زيادة الدعم الحكومي للمشاريع المشتركة والخاصة.

لتحسين ظروف التمويل القائم على رأس المال المخاطر يمكن تبني عدة مبادرات منها:

1. تطوير سياسات الاستثمار المؤسسي إلى الاستثمار في المؤسسات القائمة على رأس المال المخاطر
2. زيادة الاستثمار في المشاريع العامة و في مشاريع نقل التكنولوجيا
3. تبسيط إجراءات الرقابية على أسواق رأس المال بحيث تتشابه مع تلك المعمول بها في الأسواق المتقدمة
4. زيادة الاستثمار في أنشطة البحوث والتطوير و تحرير أنظمة الضرائب
5. تطوير أنظمة لتحفيز صناديق الادخار الخاصة للاستثمار في المؤسسات القائمة على رأس المال المخاطر

الممولة عن طريق رأس المال المخاطر على الاقتصاد ككل. (16) وقد أثبتت مجموعة الدراسات الإحصائية الأولى، أن هناك ارتباطاً إيجابياً قوياً بين رأس المال المخاطر وحجم الاستثمارات. وفيما يخص توفير فرص العمل، فقد ركزت الدراسات على العلاقة بين زيادة فرص العمل مع النمو في رأس المال المخاطر، وأثبتت أن هناك زيادة في نسبة استثمارات رأس المال المخاطر نسبة إلى الدخل المحلي الخام، وذلك في العديد من الدول، وهذا ما يؤكد أن لرأس المال المخاطر أثراً إيجابياً على عدد فرص العمل المتاحة. كما أثبتت العديد من الدراسات، أن لرأس المال المخاطر أثراً إيجابياً على المبيعات، دفع الضرائب وتوفير فرص العمل.

الملاحظ أن التمويل عن طريق رأس المال المخاطر ما يزال ضعيفاً في الجزائر، حيث لا تتعدى مساهمته في التمويل نسبة ضئيلة جداً وهذا وما نلاحظه في سنوات 2012 حتى 2014 حيث نلاحظ تناقص نسبة التمويل خلال هذه السنوات بالرغم من أهمية تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر فإن الاهتمام بهذه التقنية ما يزال ضئيلاً حيث أن نشاط هذه الأخيرة يعتبر جد حديث وضعيف. ورغم العمل على وجود شركات رأس المال الاستثمار كطريقة لتمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر إلا أن وجود Finalep كمؤسسة مالية خاضعة لمجلس النقد والقرض، يدخل في إطار سياسة الشراكة الأورو جزائرية، حيث لم تمارس وظيفتها بقبول الودائع وتقديم القروض وتسيير وسائل الدفع. كما تساهم المؤسسة المالية للاستثمار والمشاركة والتوظيف sofiance في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث نشأت هذه المؤسسة في 4 أبريل 2000 بالشراكة مع مؤسسة مالية أجنبية برأس مال قدره 5 مليار دينار جزائري، ومن مهام هذه الشركة هو المساهمة في إنشاء المؤسسات الجديدة في إطار الاستثمار الأجنبي المباشرة ونشاطها في التاسع من شهر يناير 2001 وهو تاريخ الذي حصلت فيه على الاعتماد من بنك الجزائر، ناهيك عن مساهمتها في ترقية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة في عملية تمويلها، ومن أهم الوظائف التي تقوم بها مؤسسة sofiance ما جاء به المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 20 أكتوبر 2003 وتم تحديد النقطتين التاليتين: (17)

أ. تركيز نشاط الشركة على القطاع العام وتوسيع تدخلاتها في المهام فيما يتعلق بمساعدة المؤسسات في عملية الخصخصة وتسيير الموارد العامة التجارية غير المرصودة.

ب. تركيز مهام الشركة في دعم وتأهيل وتوفير المؤسسات عن طريق إرشادها ومساندتها في إعادة هيكلتها المالية والاستراتيجية (فتح رأس مال، البحث عن الشركة) وتوفير كل فرض التمويل الملائمة كمساهمة رأس مال، قروض متوسطة، ضمان الكافلات وقروض الإيجار. (18)

خامساً: تحليل أثر رأس المال المخاطر على الاقتصاد الكلي للجزائر :

أثبتت دراسة رأس المال المخاطر مشاركته الايجابية في نمو الاقتصاد خاصة في المجالات الآتية:

1. تزويد أصحاب المشروعات بالتمويل اللازم لتحويل أفكارهم إلى شركات عاملة حين يصعب عليهم الوصول إلى مصادر مالية أخرى

الخلاصة:

أن المشاريع الاستثمارية تتمتع بنفس الخصائص إلا أنها اختلفت في طرق تمويلها، فبالنسبة للمشاريع الاستثمارية التي مولت بطريقة التقليدية لم تحقق فعليا معدلات النمو التي كانت تطمح إليها. بينما المشاريع الاستثمارية التي مولت برأس المال المخاطر فقد حققت نتائج أكثر من المتوقع وهذا راجع لفعالية هذا النمط التمويلي. ثم إن التجربة الجزائرية والتي هي جزء لا يتجزأ من التجارب العالمية ورغم حداتها، إلا أنها حققت نتائج جد إيجابية وهذا ما عكسه المردودية المثلى لشركة Finalep، ويعود الفضل في ذلك إلى مساهمتها الفعالة في الهيكل المالي البسيط لهذه المشاريع، الأمر الذي يزيد من القدرة المالية للمؤسسة المبادرة. وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثالثة والرابعة.

ثانياً نتائج الدراسة :

1. التمويل برأس المال المخاطر بدأ يحظى باهتمام متزايد من طرف السلطات الرسمية لاسيما بعد إصدار تشريعات تنظم آليات العمل به، وهذا باعتباره البديل الأمثل الذي يستجيب للحاجات التمويلية الاستثمارية.
2. المردودية المالية والميزات التي تحققها شركات رأس مال المخاطر تفوق تلك الأرباح التي تحققها مؤسسات الإقراض التقليدي إذا مقارنها في النفس المدة الزمنية.
3. تحول نسبي في التفكير والسلوك لدى العديد من الخرجين في الجزائر أصحاب المشاريع الريادية وهذا ما لمسناه من خلال المشاريع المودعة لدراسة قابليتها لدى الجزائرية الأوروبية للمساهمة.
4. مشاريع التكنولوجيا، الصحة، الصناعة، أكثر المشاريع جاذبية لرأس المال المخاطر بينما مشاريع التجارة، التعليم و الزراعة، لا تحظى بنفس الاهتمام.
5. نزوح المشاريع الريادية نحو الدول المتقدمة ناتج عن غياب شركات رأس المال المخاطر في الجزائر.

ثالثاً توصيات الدراسة:

1. تكوين الموارد البشرية المتخصصة في مختلف الميادين المالية، الاقتصادية، والقانونية، لتدعيم صناعة رأس المال المخاطر
2. ضرورة إثراء القانون التجاري الحالي حتى يتمكن من الاستجابة لمتطلبات نشاط رأس المال المخاطر، على غرار إدخال شركة المساهمة البسيطة التي تتميز بالمرونة و تلاؤم ممارسات هذا النمط التمويلي؛
3. تمكين الأشخاص الطبيعيين من ممارسة نشاط رأس المال المخاطر (ملائكة الأعمال)، بالإضافة إلى تشجيعهم ضريبياً للاكتتاب في صناديق و مؤسسات رأس المال المخاطر.
4. ضرورة تفعيل أكبر لمؤسسات رأس المال المخاطر لتلعب الدور المنوط بها خاصة في الدول النامية بعد تأكد نجاحها في الدول المتقدمة وذلك بتوفير مناخ استثماري ملائم اقتصادياً وسياسياً وتشريعياً
5. تشجيع القطاع الخاص على إنشاء مثل هذا النوع من الشركات وعدم اقتصرها على القطاع العام.

لقد اتضح لنا من خلال دراستنا أن تمويل المشاريع الاستثمارية بالجزائر مرهون بنمط التمويل التي تتبناه مهما كان حجمها، حيث تبين لنا أن رأس المال المخاطر هو البديل التمويلي المثالي للتخلص من مشكل التمويل التقليدي وما يتبعه من الإجراءات الصارمة والمعقدة، والضمانات والرهنات التي أثقلت كاهل أصحاب المشاريع الريادية، ويؤكد ذلك الأهمية البالغة التي يحظى بها هذا النمط التمويلي من قبل الباحثين والدارسين لشؤون المالية، فالدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع سلطت الضوء على شتى جوانب الموضوع، انطلاقاً من نشأته وصولاً إلى استخداماته في المؤسسات والشركات، إلا أن دراستنا هذه خصت بالدراسة إلى إبراز الأثر الإيجابي لرأس المال المخاطر وكيف يساهم في الرفع من القدرة المالية للمشاريع الاستثمارية، وما يمكن استنتاجه أن رأس المال المخاطر هو بمثابة البديل التمويلي الأمثل الموجه لحل المشاكل التمويلية التي تواجهها المشاريع 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 المنشآت الصناعية، التجارية، و الخدمية الفاعلة والقدرة على البقاء، كما أن التمويل برأس المال المخاطر عبارة عن استثمار حقيقي من دون أثر الرفع المالي، ولا يتنافى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، بل هو مستنبط من أحد الأشكال التمويلية الإسلامية المتمثل في التمويل بالمشاركة لقوله تعالى ﴿وما آتيتم من ربا ليربو في أموال الناس فلا يربو عند الله وما آتيتم من زكاة تريدون وجه الله فأولئك هم المضعفون﴾ (سورة الروم الآية 39). لذا فلا يتوقع أن تكون له آثار سلبية كما هو الحال بالنسبة للتمويلات الربوية التي أدت مؤخراً إلى انهيار النظام المالي العالمي.

أولاً - اختبار فرضيات الدراسة :

♦ الفرضية الأولى: مع التطور الحاصل في المشاريع الاستثمارية أصبحت الوسائل التقليدية للتمويل لا تتماشى مع احتياجاتها وتوجه هذه الأخيرة إلى بدائل مستحدثة لما لها من إيجابيات وسرعة الإجراءات و التسهيلات. إلا أن ظروف عدم الاستقرار التي تعيشها تلك المشاريع مع احتياجاتها المالية المتزايدة ويقابلها من الجانب الأخر القوانين الصارمة حيث فرضت على تلك المشاريع العزوف عن الوسائل التقليدية للتمويل والإقبال على التمويل برأس المال المخاطر رغم الخطورة الكبيرة التي يتحملها المستثمرون. وهذا يثبت صحة الفرضية الأولى.

♦ الفرضية الثالثة: يعتبر التمويل برأس المال المخاطرة تقنية جديدة بالنسبة للمشاريع الاستثمارية في الجزائر. إذا تأملنا النتائج و الأهداف المحققة من قبل تلك المشاريع الاستثمارية الجزائرية التي مولت برأس المال المخاطر سنجد أنها تمتص الكثير من اليد العاملة. وهذا ما تم توضيحه في الدراسة القياسية. وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية

♦ الفرضية الثالثة والرابعة: يعتبر التمويل برأس مال المخاطر البديل الأمثل الذي يتماشى مع خصوصيات المشاريع الاستثمارية بالنظر إلى التجارب العالمية التي تم التطرق إليها نجد

ثانياً-المراجع الأجنبية:

1- المراجع الفرنسية:

1. Alain BORDERIE (1998),financer les PME autrement ,le Capital- Investissement : des fonds propres pour les entrepreneurs , Edition Maxima Paris.
2. Emmanuelle Dubocage Et Dorothée Rivaud DANSET, (2012) Le capital-risque ,Edition La Découverte Paris , France.
3. Frédéric Mascre , Goffroy DUBUS ,JEAN-Sébastien LANTZ, Y VAN-MICHEL EHKIRCH, PHILIPPE CROCHET, (2009) Capital Risque Et Valorisation De La Recherche, Ed AFIC, France.
4. Kamel eddin boutouta , (2005) le capitale investissement enjeux et plus perspectives ,édition grand livres ,Alger.
5. TOUATI Pierre-Yves (2009) Le capital de risque régional français vocation économique vocation financière, édition dollaz, France ,

2- المراجع الإنجليزية:

1. Astrid Romain & Bruno van Pottelsberghe, ((2004) The Economic Impact of Venture Capital), Discussion Paper, Series 1: Studies of the Economic Research Centre No 18, Deutsche Bundesbank, Germany
2. Perrine kolly, (1999) ,Private Equity Exits: Divestment Process Management for Leveraged Buyouts, Springer Berlin Heidelberg, New York, Edition N 01.
3. Ray kolly, (1997) Real Venture Capital: Building International Businesses, Palgrave Macmillan, China,, Edition N 01..

ثالثاً- القوانين:

1. المادة 02 والمادة 03 من القانون رقم 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.

رابعاً-المواقع الإلكترونية:

1. موقع الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار

ANDI: <http://www.andi.dz/index.php/ar>

2. Banque d'Algérie, RAPPORT 2007: évolution économique et monétaire en Algérie, Juillet 2008, P : 159, http://www.bank-of-algeria.dz/rapport_ba_07/rapport_07.pdf

3. Luisa Alemany & José Martí (2005), (Unbiased estimation of economic impact of venture capital backed firms", working paper, , P 3, available at www.ssrn.com