دراسة جدوى تمويل المؤسسات الناشئة من قبل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر

Financial Feasibility Assessment of Financing Start-ups by Venture Capital Firms in Algeria

بن عدة سمية *

جامعة جيلالي ليابس–سيدي بلعباس، الجزائر

drbenaddasoumia@gmail.com

تاريخ الاستلام: 2026/05/01 تاريخ القبول: 2026/06/25 تاريخ النشر: 2026/06/30

ملخص:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على خطوة هامة في عملية الاستثمار والتمويل، والمتعلقة بدراسة الجدوى المالية للمؤسسات الناشئة من قبل شركات رأس المال المخاطر، باعتبارها آلية تمويل حديثة تستجيب لاحتياجات هذا النوع من المؤسسات. وقد قمنا في هذا الإطار بتقديم لمحة حول هذه الشركات ودورها في التمويل، وعرض خطواتها في دراسة المشاريع، كما عزّزنا الجانب النظري بدراسة حالة تطبيقية تخص الشركة المالية الجزائرية للمساهمة "فينانيب"، وذلك بهدف توضيح كيفية تدخل رأس المال المخاطر عمليًا او كيف تتم هذه العملية، معتمدين في ذلك على المنهجين الوصفي والتحليلي.

وقد توصلت دراستنا إلى نتائج نذكر منها: إن الإطار التشريعي والتنظيمي لرأس المال المخاطر في الجزائر لا يزال في حاجة إلى تطوير، خصوصًا فيما يتعلق بتبسيط الإجراءات وتحسين مناخ الاستثمار، كما أن ضعف ثقافة ريادة الأعمال لدى بعض رواد المشاريع يشكل عقبة إضافية أمام بناء ملفات تمويل مقنعة ومدروسة

الكلمات المفتاحية: رأسمال مخاطر، مؤسسة ناشئة، دراسة مالية

تصنيف JEL : G24، M13.

---

* **المؤلف المرسل**

Abstract:

This study aims to shed light on a crucial stage in the investment and financing process, namely the financial feasibility assessment of start-ups conducted by venture capital firms, which are considered a modern financing mechanism specifically designed to meet the needs of such enterprises. In this context, the study provides an overview of venture capital firms, their role in financing innovative ventures, and the key stages involved in project evaluation. To strengthen the theoretical framework, a case study of the Algerian Financial Company for Equity Investment "FINALEP" was conducted to illustrate how venture capital firms practically intervene in financing start-ups and how the financial evaluation process is carried out. The study adopted both the descriptive and analytical approaches.

The findings reveal that the legislative and regulatory framework governing venture capital in Algeria still requires further development, particularly with regard to simplifying procedures and improving the investment climate. The study also highlights that the limited entrepreneurial culture among some project promoters constitutes a major obstacle to preparing convincing and well-structured financing proposals

Keywords: Venture capital, startup, feasibility study**.**

JEL Classification Codes: G24, M13.

مقدمة:

أضحت المؤسسات الناشئة تحظى بأهمية كبيرة وإهتمام أكبر على المستوى العالمي والوطني، باعتبار أنها تعد الركيزة الأساسية في تحقيق النمو الاقتصادي المستدام، وكذا تعزيز القدرة التنافسية للاقتصاديات الوطنية، ذلك نظرا لدورها الحيوي في دعم الابتكار وخلق فرص العمل، إلا أن هذه المؤسسات كغيرها من المشاريع الاستثمارية الأخرى تواجه في مراحلها الأولى صعوبات تمويلية كبيرة، وذالك لمحدودية الضمانات التي يمكن أن تقدمها نظير الحصول على تمويل من جهة، بالإضافة لإرتفارع درجة المخاطرة بها والذي يعتبر عائقا أكبر.

وقد أصبح ينظر إلى رأس المال المخاطر كبديل تمويلي مستحدث وحل أمثل لتمويل هذا النوع من المؤسسات، من خلال توفير الموارد المالية والخبرة التقنية للمشاريع ذات الإمكانات الواعدة، وأصبحت الجزائر تتوجه نحو هذا النوع من التمويل أي شركات رأس المال المخاطر ، وهناك عدة شركات لرأس المال المخاطر، أظيف اليها مؤخرا صندوق المؤسسات الناشئة الذي ظهر في أكتوبر2020، ووجد خصيصا لدعم وتمويل المؤسسات الناشئة، وعرضت عليه عدة أفكار لمؤسسات الناشئة طالبة للتمويل، ولكن حتى يمنح لها ذالك لابدا من وجود دراسة معمقة حول فعاليتها ومردوديتها،التي تتماشى أفكارها مع متطلبات السوق، والتي تعرف بدراسة جدوى، كخطوة ضرورية ولا بدا منها لمنح التمويل.

الإشكالية: السؤال الذي يطرح نفسه الآن:

كيف تقوم شركات رأس المال المخاطر النشطة في الجزائر بدراسة جدوى تمويل المؤسسات الناشئة الطالبة للتمويل؟

الأسئلة الفرعية: للإجابة على التساؤل الرئيسي لابدا من الإجابة عن الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود برأس المال المخاطر، وما دوره في تمويل المؤسسات الناشئة؟
- ما هي المعايير والمؤشرات التي تعتمدها شركات رأس المال المخاطر في تقييم الجدوى المالية للمؤسسات الناشئة؟
- ماهي مراحل وإجراءات دراسة جدوى تمويل المؤسسات الناشئة من قبل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر؟ وماهي التحديات أو الصعوبات التي تواجه عملية دراسة وتمويل هذه المؤسسات في الجزائر؟

الفرضيات:

- ✓ تستند عملية دراسة الجدوى التمويلية لدى شركات رأس المال المخاطر في الجزائر إلى مزيج من المؤشرات المالية لتقدير قابلية المشروع للنمو.
- ✓ تؤثر السياسات الاقتصادية والبيئة التشريعية في الجزائر بشكل مباشر على قرارات التمويل لدى شركات رأس المال المخاطر.

أهداف البحث: نهدف من خلال دراستنا هذه إلى:

- ✓ تسليط الضوء على شركات رأس المال المخاطر كمصدر تمويلي بديل يسعى لدعم المؤسسات الناشئة المبنية على أفكار ابتكارية، وتملك إمكانيات نمو عالية؛
- ✓ معرفة كيف تتم عملية دراسة الجدوى المالية من قبل شركات رأس المال المخاطر، ومعرفة الآليات والمعايير التي تعتمدها في اتخاذ القرار، باعتبارها خطوة مهمة للمستثمر والممول؛
- ✓ فهم آليات التقييم التي تعتمدها شركات رأس المال المخاطر، وكيفية الموازنة بين العائد والمخاطرة، و معرفة على أي أساس يتم المفاضلة بين المشايع الاستثمارية المعروضة أمامها.

المنهج المتبع: اعتمدنا في بحثنا هذا على المنهجين الوصفي والمنهج التحليلي معا باعتباهم يتناسبان مع موضوع بحثنا.

أولا. المؤسسات الناشئة وشركات رأس المال المخاطر

1. مفهوم المؤسسات الناشئة:

عرفها بول جراهم «**Paul Graham**» المؤسسات الناشئة بأنها: " مؤسسة مصممة لتنمو بسرعة وحداثة ...، كما أنه ليس شرطا أن تعمل المؤسسات الناشئة في مجال التكنولوجيا، أو يتم تمويلها عن طريق رأسمال المخاطر، فالشيء الأساسي... هو النمو، كل شيء آخر نربطه مع المؤسسات الناشئة يتبع النمو. (حسين و صديقي، 2021، الصفحات 70-71)

وعموما المؤسسات الناشئة هي تلك مؤسسات حديثة النشأة تنشط في مجالات مختلفة، مبنية على فكرة ابتكارية وريادية، تعتمد على التكنولوجيا بشكل كبير، تسعى لتقديم حل جديد لحاجة في مجتمع أو دولة، لديها رؤية طموحة للنمو والتوسع بسرعة وتضاعف أرباحها خلال فترة زمنية قصيرة، كما تعرف بارتفاع درجة المخاطرة.

- وتتميز المؤسسات الناشئة بالخصائص التالية: (مختاري و بن البار، 2020، صفحة 337)

✓ تعمل على تقديم خدمة أو منتج جديد ومبتكر؛

✓ تبنى المؤسسات الناشئة وتخلق بناءا على فكرة إبداعية ريادية؛

✓ تتميز بارتفاع درجة المخاطرة وحالة عدم التأكد بها؛

✓ قدرتها على تحقيق أرباح مضاعفة في فترة وجيزة.

2. شركات رأس المال المخاطر :

2-1- تعريف شركات رأس المال المخاطر: تعرف شركات رأسمال المخاطر بأنها "مؤسسات مالية تقدم تمويل في الأموال الخاصة للمشاريع عالية المخاطر، خاصة المؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مقابل ملكية جزء من أسهم هذا المشروع الممول حيث تقوم بالمشاركة في رأسمالها دون تقديم أي ضمانات. (قسايسية، 2016، الصفحات 205-206)

كما تعرف أيضا: "هي عبارة عن شركات ذات أسهم، تعمل على توظيف أموالها الخاصة بالإضافة إلى الأموال المحصلة من قبل المستثمرين الذين يرغبون باستثمارها في مشاريع واعدة ذات مخاطر مرتفعة، ...، من خلال أخذ مساهمات في رأسمالها والمشاركة في الأرباح والخسائر المحققة، ... . (الأغا و حشماوي، 2016، صفحة 10)

2-2- **أنواع شركات رأس المال المخاطر**: تم تصنيف شركات رأس المال المخاطر إلى عدة أنواع: (عبديش، 2014، الصفحات 57-58)

شركات رأس المال المخاطر الخاصة المستقلة: ويقصد بهذا النوع من الشركات أنها غير تابعة لأي هيئة مالية أخرى حيث تقوم بجمع الأموال من عدة مصادر معتمدة على شهرتها وتخصصها وخبرتها

شركات رأس المال المخاطر التابعة: هي فرع لشركات المساهمة الكبرى التي تؤسسها وتوفر رأس المال اللازم لها وهي نوعان:

شركة رأس مال مخاطر تابعة لمؤسسات مالية: شركات رأس المال المخاطر هذه يمكن أن تكون فرع لبنك تجاري بنك استثماري أو مؤسسة تأمين وتقوم بالاستثمار لصالح المؤسسة الأم.

شركة رأسمال مخاطر تابعة لشركات صناعية: وهنا تكون فرعا لها تستثمر لصالحها.

شركات شبه تابعة: هي فرع لمؤسسة مالية – شركة تأمين أو شركة صناعية والتي تعمل مثل الشركات المستقلة وتقوم برفع رؤوس أموالها لدى مستثمرين أجانب.

شركات رأس مال مخاطر عمومية: هي هيئات متخصصة في رأس المال المخاطر تتحصل على رأس مالها كليا أو جزئيا بصفة مباشرة أو غير مباشرة من هيئات عمومية.

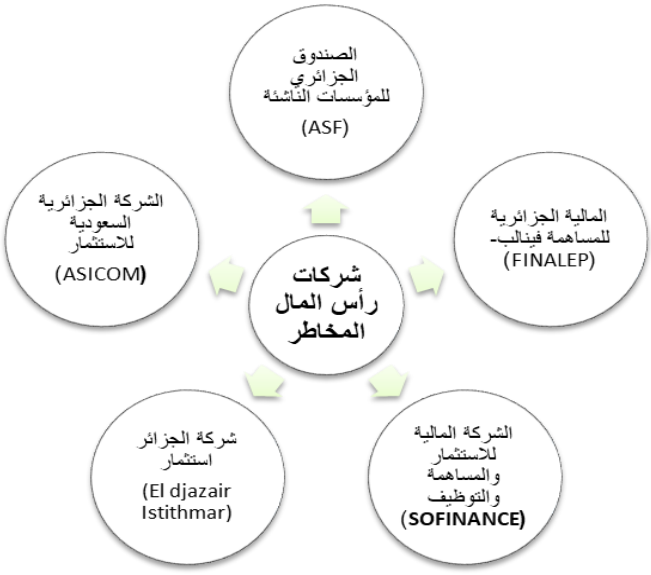
بالإضافة إلى صناديق رأسمال المخاطر: وتعد صناديق رأس المال المخاطر الأشكال الجديدة والمبتكرة حيث تحصل هذه الصناديق على الأموال اللازمة لممارسة نشاطها من صناديق التأمين والمعاشات وشركات التأمين ومن بعض المنشآت غير الهادفة للربح، لا تكتفي هذه الصناديق بتمويل المشاريع الناشئة فحسب وإنما تقوم أيضا بتقديم المعونة المالية والفنية للمشاريع المتعثرة.

2-3- خطوات دراسة جدوى تمويل المؤسسات الناشئة من قبل شركات رأس المال المخاطر النشطة في الجزائر

النشطة في الجزائر: قبل التطرق إلى خطوات دراسة الجدوى للمؤسسات الناشئة الطالبة للتمويل على مستوى شركات رأس المال المخاطر إتأينا تقديم لمحة عن شركات رأس المال المخاطر النشطة في الجزائر كما يلي:

2-3-1 شركات رأس المال المخاطر النشطة في الجزائر: توجد في الجزائر خمسة شركات للتمويل برأسمال المخاطر، وتتمثل هذه الأخيرة في:

الشكل رقم (01): يبين شركات رأس المال المخاطر النشطة في الجزائر

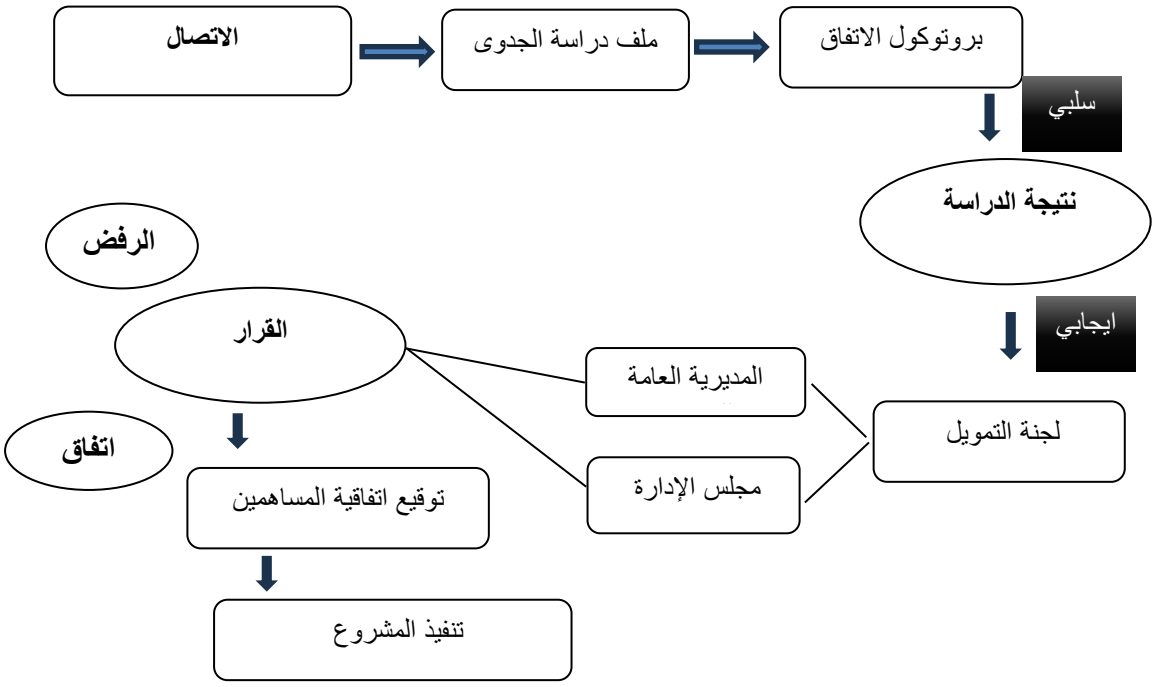


المصدر: من ‘إعداد الباحثة بالاعتماد على معلومات سابقة

2-3-2 خطوات دراسة جدوى تمويل مشروع استثماري من قبل شركات رأس المال المخاطر:

تعرف دراسة جدوى مشروع استثماري بأنها: "مجموعة من الدراسات التخطيطية المتكاملة التي تجري لتقييم مدى صلاحية مشروع استثماري معين لتحقيق أهداف متعددة، وتوصف بأنها الجسر أو الطريق الذي لابدا من عبوره بشكل صحيح حتى يمكن اتخاذ القرار الاستثماري المناسب الذي يحقق الأهداف المنشودة، سواء توسيع لمشروع قائم، أو إحلال مشروع جديد مكان مشروع قائم". (مهري، 2013، الصفحات 24-25). تتبع شركات رأس المال المخاطر النشطة في الجزائر طريقة عمل واحدة وخطوات موحدة للتمويل تبدأ من لحظة تقديم طلب التمويل مرفوق بالملف الإداري، وتقديم طالب التمويل دراسة أولية للمشروع، وصولا لدراسة جدوى لتقييم مردودية المشروع المقدم وصولا إلى قبول منح التمويل وانطلاق المشروع وتجسيده على أرض الواقع وتحديد نسب توزيع الأباح والخروج من المشروع بعد إنقضاء آجال التمويل. وقد اختصرناها في المخطط التالي:

الشكل رقم(02): يبين الخطوات التي تمر بها عملية التمويل من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب)



المصدر: من اعداد الباحثة بالإعتماد على معلومات من قبل شركة فينالب-الجزائر العاصمة- الجزائر

ثانيا. دراسة حالة الشركة المالية الجزائرية للمساهمة "فينالب":

سنحاول من خلال هذا المحور عرض نموذج تطبيقي لدراسة جدوى لمشروع مؤسسة استثمارية تم تمويله على مستوى إحدى شركات رأس المال المخاطر وهي االشركة المالية الجزائرية، تركيزا على دراسة الجدوى المالية فقط، ورأي المحكمين.

1. تقديم الشركة المالية الجزائرية للمساهمة(FINALEP)

1-1- التعريف بالشركة: تعتبر الشركة المالية الجزائرية للمساهمة الرائدة في مجال رأسمال الاستثماري في الجزائر وهي أول تجربة في ها المجال، وقد تم انشاؤها في 30جوان 1991م، وقد خضع رأسمال شركة فينالب لعدة زيادات متتالية ليصل إلى أعلى مستوى وهو 3.200.000.000 دينار جزائري سنة 2023. (فينالب.، 2022)

1-2- كيفية تدخل شركة المالية الجزائرية للمساهمة في عملية التمويل: تتم عملية مساهمة الشركة الجالية الجزائرية للمساهمة عن طريق أشكال مختلفة لرأسمال الاستثماري: رأسمال المخاطرة، رأسمال التنمية، رأسمال التحويل، إعادة شراء أسهم أو حصص شركة تملكها رأسمال استثماري آخر.

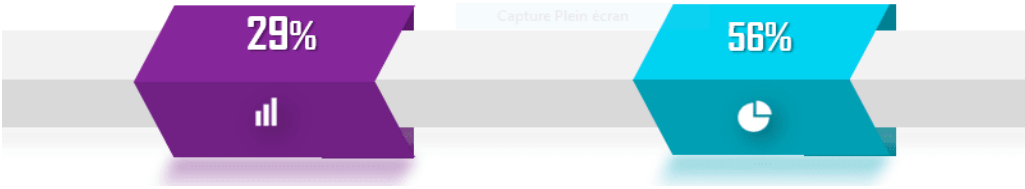
1-3-نسب ومبالغ المساهمة في تمويل المؤسسات من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة(فينالب): الحد الأقصى لمستوى تدخل شركة المالية الجزائرية للمساهمة في كل مؤسسة يكون في حدود:

- ✓ 49% من رأسمال المؤسسة الممولة؛
- ✓ 15% من اجمالي موارد الصندوق الاستثماري أي مبلغ 150 مليون دينار جزائري لكل مؤسسة ممولة؛
- ✓ الحد الأدنى لمستوى لتدخل الشركة فينالب في كل مؤسسة هو خمسة ملايين دينار جزائري.

1-4- احصائيات وحصيلة رقمية لنشاط الشركة المالية الجزائرية للمساهمة

حسب تقرير النهائي لسنة 2023 فإنه حسب الاحصائيات المصرح بها، وكما هو مبين في الشكل أسفله، والذي يبين نسب المؤسسات الممولة وحسب المرحلة التي هي فيها:

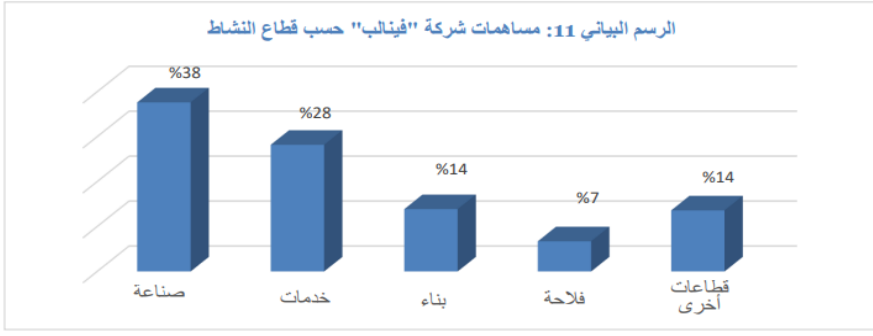
الشكل رقم(02): يبين نسب المؤسسات الممولة من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة



المصدر: الموقع الرسمي لشركة فينالب:www.finalep.dz

نلاحظ من خلال الشكل رقم(02) فإنه يوجد حوالي ما يقارب56٪ من المساهمات دخلت في طور الاستغلال، وحوالي29٪ من شركات في مرحلة الإنشاء وتتميز باستثمارات في مجالات متنوعة والتي ستدخل حيز التنفيذ إلى حد كبير خلال سنة 2024، والنسبة المتبقية تتمثل مؤسسات أخرى في مرحلة الخروج، وملفات لمؤسسات أخرى قيد الدراسة.

الشكل رقم (03): يبين مساهمات الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) حسب قطاع النشاط

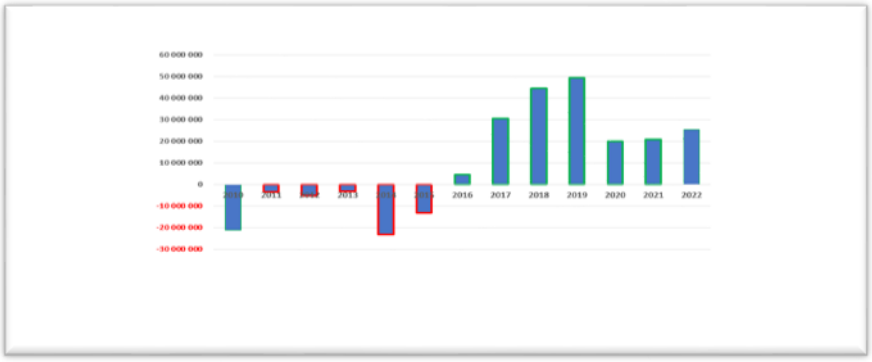


المصدر: تقارير الهيئة التنظيمية والمتابعة ومراقبة نشاط البورصة في الجزائرCOSOB

من خلال الشكل رقم (03) نلاحظ أن النسبة الأكبر من مساهمات فينالب موجهة لتمويل القطاع الصناعي والإنتاجي وبنسبة 38% وهذا في إطار توجه نحو تشجيع المنتج المحلي لتقليل الاستيراد، يليها في المرتبة الثانية قطاع الخدمات بنسبة 28%، ثم يأتي بعدها وفي المرتبة ما قبل الأخيرة قطاع الفلاحة بنسبة 07%.

- **التطورات الرقمية في النتيجة العامة فينالب:** عرفت النتيجة العامة للشركة المالية الجزائرية للمساهمة فينالب تطورات وتطورات طيلة الفترة الممتدة من 2010 إلى غاية 2022م:

الشكل رقم(04): مخطط أعمدة بيانية يمثل تطور النتيجة العامة لشركة فينالب للفترة الممتدة من (2010 إلى2022) بالجزائر العاصمة



المصدر: الموقع الرسمي لفينالب:https://www.finalep.dz

نلاحظ من خلال المخطط البياني أن النتيجة العامة للمؤسسة كانت سالبة ونقصد بسالبة هنا أي أقل من النتيجة المخطط لها، حيث نلاحظ أنه في سنة 2010 حقق فينالب نتيجة سالبة كانت أقل من20000000دج، أما خلال السنوات من 2011إلى غاية 2013 حققت نتيجة نوعا ما أفضل من سابقتها، لتعود في سنة 2014 للنزول، وإنطلاقا من 2016 بدأت النتيجة العامة للشركة تتحسن بحيث أصبحت تحقق نتيجة تفوق من انفقته من أموال في عملية التمويل والاستثمار.

2. دراسة نموذجية لمؤسسة استثمارية ممولة من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب)

سنحاول من خلال هذا العنصر عرض دراسة حالة لمؤسسة تم تمويلها من قبل شركة لرأسمال المخاطر واخترنا على سبيل المثال والتوضيح المالية الجزائرية للمساهمة فينالب، ركزنا فيها على عرض دراسة جدوى المالية وما يليها من خطوات، أثناء التقدم لطلب التمويل من المستثمر، وذلك كما يلي: بعد تقديم طلب التمويل من قبل صاحب المشروع، وتقديمة لكل الوثائق المتعلقة بالملف الإداري والقانوني، وحتى إمضاء ترخيص بالإطلاع على حساباته البنكية، وتقديم دراسته الجدوى للمؤسسة المراد إنشاؤها، هنا في هذه المرحلة يقوم المكلف بالدراسات في الشركة المالية الجزائرية للمساهمة بإعادة إجراء دراسته جدوى المالية على المشروع المقدم لديه وتكون بدقة أكبر، وتتم هذه الدراسة كالتالي:

- **تبيان الهدف من الدراسة**: دراسة جدوى حول اقتناء حصة في رأسمال شركة " EURL SBPR" في إطار نظام صندوق استثمار ولاية الجزائر.

2-1- التعريف بالمشروع: تقديم معلومات حول المؤسسة الطالبة للتمويل:

الجدول رقم (01): يبين معلومات حول المؤسسة الطالبة للتمويل

اسم المؤسسة الاستثمارية الطالبة للتمويل: SBPR
شكلها القانوني: شركة ذات الشخص الوحيد
نشاطها: .....
رأسمالها الاستثماري الإجمالي: 1.000.000DA دج
مقرها: شارع زرالدة خلوفي 02 حي364 مسكن، المقاطعة 03، بلدية زرالدة، الجزائر العاصمة
البنك المحتضن للعملية: بنك الجزائر الخارجي BEA زرالدة-الجزائر العاصمة-

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات والدراسة المتحصل عليها من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) الجزائر العاصمة

شركاء العمل: في هذه الخطوة يتم عرض الشركاء الذين سينشئون هذه المؤسسة الاستثمارية، ويكون ذالك من خلال جدول تعرض فيه أسماؤهم:

الشركاء
● السيد ص. غليب، مسير الشركة

أصول الشركة: تتمثل أصول المؤسسة EURL SBPR محل الدراسة في:

الجدول رقم (02): يبين أصول مؤسسة EURL SBPR

طبيعة العقار	القيمة السوقية	الوثائق (الأدلة) المقدمة الداعمة
أرض	2,400.000.000	تقرير خبير أعده الخبير في التثمين العقاري والتجاري السيد ك. ر. بتاريخ 2022/11/22.
بناءات (أجزاء الفندق)	3,171.884.850	
بناءات (أجزاء الترفيه)	314.631.000	
معدات وتجهيزات أخرى	216.626.175	
المجموع	6,103.142.025	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على دراسة الجدوى المقدمة من قبل الشركة المالية للمساهمة (فينالب) الجزائر العاصمة

يتضمن تقرير الخبراء تبيان أن ما قيمته 2.400.000.000 دج يتعلق بالأرض، ومبلغ آخر قدره 1.055.200.000 دج، عبارة عن قرض بنكي حصل عليه من قبل بنك الجزائر الخارجي،

والذي سيتم انتقاصه من المبلغ الإجمالي، لنخفض المبلغ الإجمالي للمساهمات المقدمة من الشريك المؤسس، وبالتالي تصبح مساهمته تقتصر فقط على مبلغ 2,648,142,025 دج.

2-2- الهدف أو الغاية من طلب التمويل: طُلب من الشركة المالية الجزائرية للمساهمة الحصول على حصة في إطار صندوق الاستثمار لولاية الجزائر بمبلغ 150.000.000 دج، وذالك بهدف استخدام هذه الحصة لتمويل استكمال البناء وأشغال الفندق.

3. **التقديم العام للمشروع:**

يتم في هذه الخطوة التعريف بالمشروع وعرضه بشكل مفصل كما يلي:

3-1- تقديم الاستثمار: مؤسسة"EURL SBPR "عبارة عن مجمع سياحي يقع على الساحل الغربي لولاية الجزائر العاصمة ويتكون من جزأين: الرهان الترفيهي، جزء السكن.

مشروع فندق SBPR الذي بدأه السيد ص.غالب هو عبارة عن منشأة 4 نجوم تتكون من:

- 11 غرفة نوم؛ 66 جناحاً فردياً؛ 05 جناح مزدوج؛ 01 جناح رئاسي، يقع هذا الأخير على امتياز بمساحة ..... يقع في بلدية ز.

3-2- تقديم الشركاء: ب شريك واحد فقط هو صاحب المشروع: السيد ص.غ، مسير المؤسسة EURL SBPR، هو شاب مستثمر، ومسير مالي، يملك الخبرة الجيدة في مجال الاستثمار في الفنادق.

3-3- الالتزامات تجاه البنك: تتمثل الالتزامات البنكية التي كشفها تقرير الخبير المحاسبي إتجاه البنك الخارجي في قرض مالي قيمته 1.055.200.000 دينار جزائري اقترضه صاحب المؤسسة EURL SBPR من عند البنك الخارجي الجزائري.

3-4- الموارد البشرية (اليد العاملة الموظفة): يمكن للمشروع أن يولد 202 فرصة عمل مباشرة موزعة على مختلف الفئات الاجتماعية والمهنية.

3-5-السوق المستهدفة: يمكن التحليل التجاري من التأكد من وجود سوق كبير، وحجم المنافسة

4. تحليل الهيكل والنشاط المالي:

4-1-هيكل تكلفة الاستثمار: يتكون هيكل رأسمال من:

الجدول رقم(03): يبين هيكل تكلفة رأسمال للمؤسسة EURL SBPR

البيان	المبلغ دج	مرحلة التنفيذ
رسوم كاتب العدل	5.000.000	ستنفد
اقتناء المعدات والأثاث	100.000.000	ستنفد
الانتهاء من البناء	35.000.000	ستنفد
القوى العاملة	10.000.000	ستنفد
البناء (مساهمة الشريك المؤسس)	294.926.000	محققة
التمويل البنكي	1,055.200.000	محققة
المجموع العام -	1,500.126.000	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المعلومات المتحصل عليه من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة(فينالب) الجزائر العاصمة

4-2-هيكل رأس المال Structure du capital social : يتكون هيكل رأس المال للمؤسسة EURL SBPR من:

4-2-1-الهيكل الحالي لرأسمال الجماعي Structure actuelle du capital social: يتمثل في :

الجدول(04): يبين هيكل رأسمال الحالي لشركاء المؤسسة EURL SBPR الطالبة للتمويل

قيمة الحصة (السهم) : 1000دج

الشركاء	% النسبة المئوية	الحصص(المساهمة)	المبلغ
• ص. غليب	100%	100	1.000.000
المجموع	100%	100	1.000.000

المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على الدراسة المقدمة من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) الجزائر العاصمة

4-2-2الهيكل المتوقع لرأسمال الجماعي Structure projetée du capital social

الجدول رقم(05): يبين الهيكل المتوقع لرأسمال الجماعي لمؤسسة EURL SBPR الدي سيكون بينها وبين شركة فينالب

الوحدة: 1000 دج

الشركاء	الحصص	النسب المئوية	المبلغ (دج)
• الشركاء الأصليين	294.926	%66.29	294.926.000
• الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب)	150.000	%33.71	150.000.000
المجموع	444.926	100%	444.926.000

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الدراسة المقدمة من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) الجزائر العاصمة

4-3-هيكل التمويل المتوقع (Structure de Financement Projetée):

يتمثل هيكل التمويل المتوقع للمؤسسة EURL SBPR في:

الجدول رقم(06): يبين هيكل التمويل المتوقع للمؤسسة EURL SBPR الطالبة للتمويل

الوحدة: 1000دج

البيان	المبالغ (دج)	%
تكاليف الاستثمار	1.500.126	100%
قروض بنكية	1.055.200	%70.34
رأس المال اجتماعي	444.926	%29.66

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الدراسة المقدمة من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) الجزائر العاصمة

ومن المقرر تمويل المشروع بالكامل بمساهمة الشركاء بمبلغ يصل إلى 444.926دج، التي تمثل ما نسبته 29,66% من اجمالي تكلفة الاستثمار التي تقدر ب1.500.126 دج، كما هي في الجدول رقم(06).

4-4-المردودية المتوقعة Rentabilité Prévisionnelle: كما أشرنا سابقا فإنه يتم دراسة المردودية المتوقعة للمشروع من خلال دراسة أربع عناصر أساسية متعلقة بذالك وتتمثل في:

4-4-1-النشاط الاستغلالي المقدر: حتى تتمكن شركة فينالب وصندوق الاستثمار الولائي لولاية الجزائر العاصمة من تقدير الأداء الاستثماري للمؤسسة الطالبة للتمويل، يتطلب ذالك دراسة النشاط الاستغلالي التقديري (المتوقع)، وتحديد التدفقات النقدية المتوقعة.

الجدول رقم(07): يبين النشاط الاستغلالي المقدر للمؤسسةEURL SBPR لسبعة سنوات قادمة

الوحدة: 1000دج

البيان	السنة01	السنة02	السنة 03	السنة 04	السنة 05	السنة 06	السنة 07
مبيعات المنتجات	362 000	888 000	897 000	905 000	914 000	922 000	931 000
إنتاج التمرين	362 000	888 000	897 000	905 000	914 000	922 000	931 000
الخدمات الخارجية والاستهلاك الآخر	160 000	295 000	300 000	305 000	309 000	314 000	319 000
الاستهلاك لهذا العام	160 000	295 000	300 000	305 000	309 000	314 000	319 000
القيمة التشغيلية المضافة	202 000	593 000	597 000	600 000	605 000	608 000	612 000
نفقات الموظفين	130 000	131 000	132 000	134 000	135 000	136 000	138 000
إجمالي فائض التشغيل	72 000	462 000	465 000	466 000	470 000	472 000	474 000
الاهلاك واستهلاك الدين	64 000	131 000	131 000	131 000	131 000	131 000	131 000
مصاريف تشغيلية أخرى	-	-	-	-	-	-	-
نتيجة عملية	8 000	331 000	334 000	335 000	339 000	341 000	343 000
مصاريف مالية	0	24 000	22 000	19 000	17 000	15 000	13 000
الحد الأدنى	0	-24 000	-22 000	-19 000	-17 000	-15 000	-13 000
الربح العادي قبل الضريبة	8 000	307 000	312 000	316 000	322 000	326 000	330 000
الضرائب المستحقة على النتائج العادية	-	-	-	-	-	-	-
النتيجة الصافية لهذا العام	**8 000**	**307 000**	**312 000**	**316 000**	**322 000**	**326 000**	**330 000**
الربحية التجارية (RN/C	**2%**	**35%**	**35%**	**35%**	**35%**	**35%**	**35%**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الدراسة، المقدمة من قبل شركة (فينالب)، الجزائر العاصمة.

5. جدول التدفقات النقدية المتوقعة (التقديرية):

يتم حساب التدفقات النقدية التقديرية لسبعة سنوات قادمة من خلال تحديد النشاط ومن خلال من خلال ما يلي:

الجدول رقم(08): يبين التدفقات النقدية التقديرية المتوقع تحقيقها خلال آجال التمويل والمقدرة بسبعة سنوات قادمة

الوحدة: 1000دج

البيان	السنة 01	السنة 02	السنة 03	السنة 04	السنة 05	السنة 06	السنة 07
نتيجة الاستغلال (النشاط)	8 000	307 000	312 000	316 000	322 000	326 000	330 000
الاهتلاكات	64 000	131 000	131 000	131 000	131 000	131 000	131 000
التدفق النقدي الخام	72 000	438 000	443 000	447 000	453 000	457 000	461 000
تسديدات القرض	-	105 520	105 520	105 520	105 520	105 520	105 520
التدفق النقدي الصافي	72 000	332 480	337 480	341 480	347 480	351 480	355 480
التدفق النقدي التركمي	**72 000**	**404 480**	**741 960**	**1 083 440**	**1 430 920**	**1 782 400**	**2 137 880**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الدراسة المقدمة من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) الجزائر العاصمة

6. معايير الربحية Critères de rentabilité:

تعتمد الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) على عدة معايير لتقييمالربحية، وهي:القيمة الحالية الصافية(VAN) للمؤسسة تساوي 128.613.245 دينار جزائري؛

- ✓ معدل العائد الداخلي (TRI) للمؤسسة يساوي 2 %؛
- ✓ فترة الاسترداد (DR) قدرت بخمسة (05) سنوات وشهرين؛

- ✓ معدل المردودية المالية(RF) قدرت ب 21 % وهي أكبر من 15 % وهذا مؤشر جيد ويتوافق مع شرط أن تكون النتيجة أكبر من أو تساوي 15%(شركة فينالب)
- ✓ أما المردودية الاقتصادية(RE) فقدرت ب 13 %، وهي أكبر من 10% وبالتالي فهي تخضع للشروط التي تنص على ذالك وعلى أنه يجب أن تكون أكبر من 10%.

7. **إمكانية توزيع النتيجة:**

سيتم توزيع الأرباح اعتباراً من السنة التشغيلية الأولى بنسبة لا تقل عن 70% من صافي الربح المتاح.

7-1-النتيجة المحتمل توزيعها: ويتم تحديدها كما يلي:

الجدول رقم(09): يبين النتيجة الموزعة من قبل مؤسسة EURL SBPR لأربع سنوات أولى

الوحدة:1000 دج

البيان	السنة01	السنة 02	السنة 03	السنة 04
النتيجة الصافية للنشاط	8 000	307 000	312 000	316 000
الاحتياطي القانوني(5%)	400	15 350	15 600	15 800
الاحتياطي التراكمي	400	15 750	31 350	47 150
تسديدات الديون البنكية	-	105 520	105 520	105 520
النتيجة المحققة من النشاط (المتاحة)	7 600	186 130	190 880	194 680
الترحيل من جديد		2 280	58 119	115 383
النتيجة القابلة للتوزيع	**5 320**	**130 291**	**133 616**	**136 276**

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الدراسة المقدمة من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) الجزائر العاصمة

الجدول رقم(10): يبين النتيجة الموزعة من قبل مؤسسة EURL SBPR لباقي السنوات

الوحدة: 1000دج

البيان	السنة05	السنة 06	السنة 07
النتيجة الصافية للنشاط	322 000	326 000	330 000
الاحتياطي القانوني(5%)	16 100	16 300	16 500
الاحتياطي التراكمي	63 250	79 550	96 050
تسديدات الديون البنكية	105 520	105 520	105 520
النتيجة المحققة من النشاط (المتاحة)	200 380	204 180	207 980
الترحيل من جديد	173 787	233 901	295 155
النتيجة القابلة للتوزيع	140 266	142 926	145 586

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الدراسة المقدمة من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) الجزائر العاصمة

التعليق:

7-2-الأرباح الموزعة: بعد تحديد النتيجة الموزعة لكل سنة يتم بعدها تحديد قيمة الأرباح الموزعة حسب نسب المشاركة وطيلة فترة التمويل المقدرة بسبعة(07) سنوات.

الجدول رقم (11): يبين الأرباح الموزعة المتحصل عليها من قبل شركة المالة الجزائرية للمساهمة(فينالب) لسنوات الأربعة الأولى

الوحدة: 1000دج

البيان	السنة 01	السنة 02	السنة 03	السنة 04
الأرباح الموزعة	5 320	130 291	133 616	136 276
نسبة أرباح شركة فينالب	1791.244	43868.980	44988.507	45884.129

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الدراسة المقدمة من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) الجزائر العاصمة

الجدول رقم (12): يبين الأرباح الموزعة المتحصل عليها من قبل شركة المالة الجزائرية للمساهمة(فينالب) لسنوات المتبقية

الوحدة: 1000دج

البيان	السنة 05	السنة 06	السنة 07	المجموع
الأرباح الموزعة	142 926	145 586	834 281	834 281
نسبة أرباح شركة فينالب	48123.184	49018.806	280902.413	280902.413

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الدراسة المقدمة من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) الجزائر العاصمة

الأرباح المستلمة من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة مخفضة بنسبة 6.5% على مدى 7 سنوات تقدر ب: 180.762.448 دج.

7-3-الربحية المتوقعة للشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب): لتتمكن من حساب الربحية المتوقعة لشركة المالية الجزائرية للمساهمة، سيكون من الضروري أولاً تحديد سعر تحويل للأسهم التي تمتلكها. وسيتم حساب هذا السعر وفقا للصيغة التالية:

Prix de cession Global = Actif Net + Goodwill

$$capital + Réserves\ cumulées_{(n-1)} + Résultat\ disponible\ de\ l'exercice_{(n-1)} + RAN_{(n-1)} + \boldsymbol{Goodwill}$$

سيتم احتساب القيمة المضافة باستخدام صيغة الشهرة التالية:

$$GW = \frac{3(R_{n-1}) + 2(R_{n-2}) + R_{n-3}}{6N}$$

محددات الربحية المتوقعة لشركة فينالب:

الجدول رقم (13): يبين محددات الربحية المتوقعة لشركة المالية الجزائرية للمساهمة(فينالب)

البيان	طريقة الحساب	النتيجة
الشهرة المحاسبية للحصة الاجتماعية الواحدة	$\frac{(474\,000\,000)3 + 2(472\,000\,000) + 470\,000\,000}{6(444\,926)}$	1 062,35
+ الأصول الصافية لكل حصة اجتماعية	$\frac{295\,155\,000 + 207\,980\,0009 + 96\,050\,000 + 444\,926\,000}{444\,926}$	2 346,71
+ قيمة التنازل أو البيع لكل حصة اجتماعية	1 062,35 + 2 346,71	3 409,06
+ قيمة التنازل العامة لحصص فينالب	3 409,06 × 87083	511 359 000
ناقص قيمة الربح أو الخسارة عن عملية التنازل لشركة فينالب	511 359 000 − 150 000 000	361 359 000
+ القيمة المضافة (أرباح رأسمالية مخفضة (بنسبة 6.5% على مدى 07 سنوات لشركة	$\frac{361\,359\,000}{(1{,}065)^7}$	263 765 693.43

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الدراسة المقدمة من قبل الشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) الجزائر العاصمة

7-4-الربحية المتوقعة الإجمالية لشركة المالية الجزائرية للمساهمة(فينالب):

وفي النهاية وصلنا إلى أن الربحية المخصومة لمشاركة المالية الجزائرية للمساهمة، والتي تساوي مجموع الأرباح والأرباح الرأسمالية المخصومة، والتي كلها مرتبطة بمشاركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) في الشركة.

آراء واستنتاجات:

- ✓ رأي المكلف بالأعمال: باختصار، يقدم المشروع المعني بالدراسة، من خلال جميع العوائد المتوقعة، فرصًا لعائدات كبيرة، كما يتضح من الربحية المتوقعة لشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) الجزائر العاصمة، نقترح الاتفاق على حصة في هذا المشروع بنسبة 33.71% لصالح المديرية العامة للخزينة، أي 150.000.000 دج.
- ✓ رأي مديرية الإدارة والمالية للشركة المالية الجزائرية للمساهمة (فينالب) -الجزائر العاصمة-:

بعد دراسة ملف (دراسة الجدوى) لشركة الطالبة للتمويل ومتابعة مختلف المعطيات التي تم جمعها، نصدر رأيا إيجابيا بشأن اقتناء حصة في رأس مال هذه الشركة .

خاتمة:

و في الختام وبعد معالجتنا لموضوع بحثنا هذا نقول أن المؤسسات الناشئة هي المؤسسات الاستثمارية التي تبنى على فكرة ابتكارية وإبداعية، تنشط في مجال التكنولوجيا أو تقوم عليها، كما أنها تتسم باتفاع درجة المخاطرة فيها، وسرعة تحقيق الأباح ويكون ذالك في فترة زمنية قصيرة، كما أن تمويل المؤسسات الناشئة من قبل شركات رأس المال المخاطر يمثل أحد الركائز الأساسية لتفعيل دينامكية الابتكار وتحقيق التنويع الاقتصادي في الجزائر.

وتعتبر عملية دراسة الجدوى المالية تعتبر خطوة مهمة في عملية التمويل ومن خلالها يتم اتخاذ القرار بشأن قبول أو رفض الطلب التمويلي، ويكون ذالك مرورا بعدة خطوات، منها اعداد الميزانية المالية التقديرية،جدول حسابات النتائج، وجدول التدفقات، وغيرها، الاعتماد على عدة معايير ومؤشرات مالية، كما تطرقنا إليه سابقا وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى التي تقول"تستند عملية دراسة الجدوى التمويلية لدى شركات رأس المال المخاطر في الجزائر إلى مزيج من المؤشرات المالية لتقدير قابلية المشروع للنمو".

كما أن القوانين والتشريعات والأزمات السياسية والتغيرات الاقتصادية تلعب دورا مهما في عملية اتخاذ القرار ويجب أن يكون الاستثمارمقبول من الناحية القانونية، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية التي تقول "تؤثر السياسات الاقتصادية والبيئة التشريعية في الجزائر بشكل مباشر على قرارات التمويل لدى شركات رأس المال المخاطر.

- **نتائج البحث**: توصلت الدراسة إلى:

✓ أن شركات رأس المال المخاطر النشطة في الجزائر، وعلى رأسها الشركة المالية الجزائرية للمساهمة، تعتمد في تقييمها لجدوى تمويل المؤسسات الناشئة على مزيج من المعايير المالية وغير المالية، مع تركيز أكبر على قدرة المشروع على تحقيق النمو والاستدامة أكثر من اعتماده على الضمانات التقليدية.

- ✓ كما بينت النتائج أن عملية دراسة الجدوى في هذه الشركات ما تزال تفتقر إلى أدوات تقييم كمية دقيقة بسبب محدودية البيانات المالية للمؤسسات الناشئة، مما يجعل القرارات التمويلية تعتمد بدرجة معتبرة على التحليل النوعي والخبرة التقديرية للمسيرين؛
- ✓ وأظهرت الدراسة أيضًا أن الإطار التشريعي والتنظيمي لرأس المال المخاطر في الجزائر لا يزال في حاجة إلى تطوير، خصوصًا فيما يتعلق بتبسيط الإجراءات وتحسين مناخ الاستثمار؛
- ✓ كما أن ضعف ثقافة ريادة الأعمال لدى بعض رواد المشاريع يشكل عقبة إضافية أمام بناء ملفات تمويل مقنعة ومدروسة.

- **اقتراحات:**

- ✓ توفير تكوين متخصص للمستثمرين ورواد الأعمال في مجال الإدارة والتسويق المالي؛
- ✓ التركيز على تمويل المشاريع ذات القيمة المضافة وخاصة في مجالات التكنولوجيا والطاقات المتجددة.
- ✓ تطوير قدرات العاملين في شركات رأس المال المخاطر من خلال تكوين متخصص في مجالات التحليل المالي، تقييم المشاريع، إدارة المحافظ الاستثمارية، والتفاوض الاستثماري؛
- ✓ اعتماد آليات تقييم صارمة قبل الاستثمار في المؤسسات الناشئة، مع ضرورة التركيز على جدوى نموذج الأعمال وقابلية المشروع للنمو والتنفيذ، بدل الاقتصار على الفكرة فقط.

قائمة المراجع:

1. الأغا، ت.، وحشماوي، أ. (2016). أهمية التمويل برأسمال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة .*مجلة المدبر، 3*، 7-16.
2. إيناس صيودة. (2009). أهمية القرض السندي في تمويل المؤسسة الاقتصادية الجزائرية. *مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجيستر، علوم التسيير-فرع مالية مؤسسة*، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس. الجزائر، الصفحة 73.
3. د.ع. (05 10, 2024). *صندوق التمويل الجزائري: شريك المؤسسات الناشئة نحو النمو*. تاريخ الاسترداد 24 04, 2020، من مقاول: https://moukawil.dz/beta/knowledgebase/asf/
4. سامية عبديش. (2014). شركات رأسمال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة. *رسالة ماجيستر: كلية الحقوق*. الجزائر: جامعة قسنطينة 1.
5. صليحة، قسايسية. (2016). الدور التمويلي لمؤسسات رأس المال المخاطر للمشاريع المصغرة. *مجلة الأبحاث الاقتصادية، 11*، الصفحات 203-2030.

6. صورية بلقايد، فايزة بلعابد، و لطيفة لمطوش. (2021). دراسة نظرية للمؤسسات الناشئة بالإشارة إلى واقعها في الجزائر. *حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، 08*، الصفحات 48-67.

7. عبد المالك مهري. (2013). دراسة الجدوى المالية للمشروعات الاستثمارية ومساهمتها في اتخاذ القرار الاستثماري. *رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجيستر في علوم التسيير تخصص إدارة وتسيير المشروع*، 24-25. كلية العلوم الاقتصادية، التجارية، وعلوم التسير، جامعة تبسة، الجزائر.

8. فينالب. (2022). الموقع الرسمي للشركة المالية الجزائرية للمساهمة. تم الاسترجاع في 12 فيفري 2026 من https://www.finalep.dz

9. مختاري، ع.، وبن البار، ا. (2020). آليات دعم المؤسسات الناشئة (Startups) كأحد الحلول لمحاربة البطالة .*حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، 7*، 337.

10. مصطفى بورنان، و علي صاولي. (21 05, 2020). الاستراتجيات المستخدمة في دعم وتمويل المؤسسات الناشئة. *مجلة دفاتر اقتصادية، 11*، الصفحات 131-148.

11. يوسف حسين، و إسماعيل صديقي. (30 12, 2021). دراسة ميدانية لواقع انشاء المؤسسات الناشئة في الجزائر. *08*، الصفحات 70-71.

12. Grant, M. (2022, June 18). *What a startup is and what's involved in getting one off the ground*.