

دور التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر
دراسة تطبيقية على إحدى المؤسسات الممولة من طرف المالية الجزائرية للمساهمة

The Role of Private Equity in Improving the Financial Performance of Algerian SMEs
An applied study on one of the institutions financed by the Algerian Financial Company

ط.د طايبي هجيرة*، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير-جامعة الجزائر 3-، مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية (LMPE)، الجزائر
أ.رفاع توفيق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير-جامعة الجزائر 3-، مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية (LMPE)، الجزائر

تاريخ الاستلام: 2023/01/27 ؛ تاريخ المراجعة: 2023/04/20 ؛ تاريخ القبول: 2023/06/20

ملخص:

يعالج هذا المقال موضوع نشاط رأس المال الاستثماري، نظرا لاعتباره الاستراتيجية الرائدة في مجال تعزيز موارد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تعرف باحتياجاتها المتزايدة ومحدودية مصادرها التمويلية، فهو يمثل قناة تمويلية بديلة للأساليب الكلاسيكية، تستهدف المؤسسات غير المدرجة في البورصة في مختلف مراحل حياتها (النشأة، التطوير، التحويل والخصخصة)، من أجل تزويدها بالدعم المالي والإداري الكافي لتنمية حصتها السوقية ومضاعفة قدرتها على خلق القيمة.

وبهذا، فإنه يهدف أساسا إلى تسليط الضوء على مبدأ التمويل برأس المال الاستثماري، والوقوف على إشكالية قدرته على دعم وتحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عن طريق إجراء دراسة تطبيقية استهدفت إحدى المشاريع المتوسطة الممولة من طرف واحدة من أبرز شركات رأس المال الاستثماري بالجزائر، وهي المالية الجزائرية للمساهمة "Financière Algérienne de Participation"، وذلك من خلال تقييم تطور مؤشرات المالية وقدرتها على تحقيق قيمة اقتصادية مضافة خلال الفترة الممتدة بين 2013 و 2021، ولقد توصلت النتائج إلى أن الدعم المالي الذي قدمته شركة "FINALEP SPA" ساهم بشكل كبير في تحسين رقم الأعمال وتعظيم نتيجة المؤسسة، وبنسبة متوسطة في تحسين مؤشرات الأداء المالي الأخرى، كما تمكنت من توسيع نشاطها وتحويل شكلها القانوني من مؤسسة ذات مسؤولية محدودة إلى مؤسسة ذات أسهم مع بداية سنة 2021، وهي في طور الانضمام إلى السوق المالي.

الكلمات المفتاحية: التمويل، رأس المال الاستثماري، الأداء المالي، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجزائر.

نصنيف JEL: XNN؛ XNN.

Abstract:

This article deals with the purpose of private equity activity, which represents an alternative financing channel to traditional methods specific to unlisted SMEs, at different stages of their life (creation, development, transmission and privatization). This means of financing is intended to provide sufficient financial and administrative support to increase their market share and maximize their value creation capacities.

However, the main purpose of this study is to highlight the principle of private equity and to confirm its capacity to improve the financial performance of companies benefiting from this means of financing. This was done by carrying out a practical study of one of the medium-sized companies financed by the **Algerian Financial Company** "FINALELP SPA". We proceeded to the control of the evolution of its financial indicators and its capacity in the realization of an added economic value.

We concluded that the financing provided by "FINALEP SPA" contributed significantly to the improvement of the company's turnover and net result, with a slight increase in other financial performance indicators.

Keywords : Financing, Private equity, Financial performance, SMEs, Algeria.

Jel Classification Codes : XNN ; XNN.

* المؤلف المرسل: ط.د طايبي هجيرة، taibi.hadjira@univ-alger3.dz

دور التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر

I. تمهيد:

لقد شهد نشاط رأس المال الاستثماري في السنوات القليلة الماضية انتعاشا كبيرا في الاقتصاد الجزائري الذي أضحي قائما على برنامج حكومي يسعى إلى الارتقاء بمناخ المشاريع الصغيرة والمتوسطة، وترويج فكرة خلق المشاريع الإبداعية الناشئة، باعتبارها القناة الرئيسة التي تدفع إلى تغيير الاقتصاد الكلاسيكي المبني على نمط ريعي، إلى اقتصاد متعدد المداخل ومليء بفرص العمل.

هذا النمط التمويلي المعاصر، يعد بمثابة فرصة ثمينة وحل ابتكاري تقدمه شركات ريادية متميزة، لصاح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشئة، التي تفتقر إلى الموارد المالية اللازمة التي تساعد على الاستمرار والتطور، ففي الوقت الذي تتردد فيه المؤسسات المالية التقليدية بالمخاطرة وإقراض أصحاب هذه المشاريع بحجة عدم قدرتها على تقديم الضمانات الكافية وصغر حجم أصولها، فإن شركات رأس المال الاستثماري تكون مستعدة تماما للمراهنة ودعمهم بمبالغ مالية ضخمة فقط لأنها تؤمن بفعالية مشروعهم، والذي تشترط فيه أن يقدم ميزة تنافسية في السوق وأن يكون قادرا على تحقيق أرباح مستقبلية طويلة الأجل، ومعدلات نمو استثنائية، فمن يخاطر بمبالغ استثمارية كبيرة يتوقع الحصول على عوائد أكبر.

تستمد هذه الشركات أموالها من مختلف المستثمرين الماليين، طبيعيين كانوا أو اعتباريين، كأصحاب النفوذ وصناديق التقاعد ومختلف المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، ثم تستخدمها للاستثمار في رأس مال المؤسسات غير المسعرة في البورصة، قصد مرافقتها ومساعدتها في التوسع والنمو ومن ثم بيعها بقيمة إضافية، ويكون ذلك عن طريق متابعة مستمرة يقوم بها فريق مهني ذو خبرة إدارية وفنية، وذو دراية كاملة بتفاصيل السوق الذي تنشط فيه هذه المؤسسات.

وفي هذا الخصوص، نعتبر المالية الجزائرية للمساهمة المعروفة باسم "FINALEP SPA"، الشركة الرائدة في مجال صناعة رأس المال الاستثماري، والنواة الأولى لهذا النشاط في الجزائر. وهي عبارة عن شركة ذات أسهم، تعود ملكيتها الحالية إلى كل من بنك التنمية المحلية "BDL" والقرض الشعبي الجزائري "CPA"، مهمتها الأساسية تكمن في تمويل المؤسسات الإبداعية الناشئة ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مختلف مراحل تطورها، عن طريق المساهمة الفعالة والتوجيه الدائم من أجل تحسين مردوديتها وزيادة قدرتها على الاستدامة.

I.1. إشكالية وفرضية الدراسة:

يعد الأداء المالي المؤشر الرئيسي للحكم على نجاعة السياسة المالية التي تتبناها المؤسسة، ومدى قدرتها على تحقيق فائض في القيمة، وعليه، وفي ظل النقاط السابقة، فإن إشكالية الدراسة تتمحور في التساؤل الرئيسي التالي:

ما مدى مساهمة شركة المالية الجزائرية للمساهمة في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر؟

منطلقين في بحثنا هذا من فرضية مفادها أن هذه الشركة لها دور فعال في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تدخل ضمن محافظتها الاستثمارية، وقدرتها على مضاعفة معدات النمو على المدى الطويل.

I.2. أهمية الدراسة: تكتسي هذه الدراسة أهميتها في كونها جاءت في الوقت الذي يشهد فيه الاقتصاد الجزائري تحولا واسعا، وترويجا كبيرا لنشاط رأس المال الاستثماري، على عكس السنوات الماضية، خاصة وأنه يشغل مكانة كبيرة في الدفع بعجلة التنمية الاقتصادية. كما أنها تظهر أيضا من خلال محدودية الدراسات الأجنبية، وافتقاد الدراسات المحلية التي عاجلت أثر هذا النشاط على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تعتبر القلب النابض للاقتصاديات الحديثة.

I.3. أهداف الدراسة: تتمثل الغاية الأساسية من معالجة هذا الموضوع، في إدراك المبدأ الرئيسي وجوهر نشاط رأس المال الاستثماري، والمقومات التي تجعل بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تستفيد من هذا النوع من التمويل، بالإضافة إلى تحديد المؤشرات التي تظهر حقيقة الأثر الإيجابي الذي يلعبه هذا الأخير على الأداء المالي، وإبراز المرحلة التي تعكس قدرته على تحقيق فائض في القيمة.

I.4. منهج الدراسة: لبلوغ أهداف الدراسة تم الاعتماد على المنهج الوصفي لعرض جوهر هذا النشاط والوقوف على أهم الأطراف الفاعلة فيه، بالإضافة إلى تحليل الإجراءات التي يتم المرور بها من أجل رفع قيمة المؤسسات. كما تم الاعتماد على منهج دراسة الحالة بغية تحليل الجوانب التفصيلية التي ترتبط بمشكلة الدراسة.

I.5. هيكل الدراسة: إنّ هذا المقال مركب من محورين، المحور الأول يخص التعريف بموضوع نشاط رأس المال الاستثماري، وباستراتيجيات التمويل التي يتبناها، مع إبراز المسار التي تمر به عملية الشراكة وكيفية إنشاء القيمة. أما المحور الثاني فيحاول الإجابة على الإشكالية الرئيسية

عن طريق دراسة تطبيقية تم إجراؤها على إحدى المؤسسات المتوسطة، الممولة من طرف شركة "FINALEP SPA" التي تمارس نشاط رأس المال الاستثماري منذ سنة 1991، وذلك باستخدام مؤشرات تحليل الأداء المالي.

I.6. الدراسات السابقة: ومن أجل إثراء البحث أكثر، قمنا بالاطلاع على بعض الدراسات السابقة التي يمكن تلخيصها كالآتي:

- دراسة وهيبة ناصري وصباح قريد، **فعالية رأس المال الاستثماري في تمويل المشاريع بالجزائر**، مجلة الميادين الاقتصادية، المجلد 08، العدد 01، جانفي 2022:

اهتمت هذه الدراسة بإبراز واقع نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر، وتقييم فعاليته كآلية تمويلية بديلة للتمويل التقليدي للمشاريع الاقتصادية من خلال تحليل أداء الشركات الممارسة لهذا النشاط خلال فترة 2017-2020، ثم توصلت إلى أن هذه الشركات تواجه العديد من المشاكل مع المؤسسات الممولة، وهذا ما يعيق التسيير الجديد لمواردها المالية، كذلك خلصت إلى أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر تميل إلى مصادر التمويل التقليدية كون أغلبها عائلية ولا ترضى بتدخل طرف أجنبي في قراراتها.

- Lamia Achaachi, **Entrée des fonds d'investissement dans capital des entreprises au Maroc : quel effet sur la performance ?**, International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics, Volume 3, Issue 3-2, May 2022 :

سعت هذه الدراسة إلى تحليل أثر التمويل برأس المال الاستثماري على أداء المؤسسات الممولة، بالاعتماد على نسبة مساهمة رأس المال الاستثماري كمتغير مؤثر على كل من مؤشري المردودية المالية ومعدل نمو المبيعات لعينة من المؤسسات الممولة من طرف 16 شركة مزاوله لهذا النشاط في المغرب، في فترة سنتين قبل الشراكة وستين بعدها، وفي الأخير خلصت إلى رأس المال الاستثماري له أثر إيجابي كبير على رقم الأعمال وضعيف على مردودية المؤسسة، وهذا بعد السنة الثانية من الحصول على التمويل.

- Sophie Pommet, Michel Rainelli, **Capital investissement et performance des firmes : le cas de la France**, Revue : Vie & Sciences de l'Entreprise, Volume 1, N° 190, Avril 2012 :

درس هذا المقال مساهمة رأس المال الاستثماري في تحسين أداء المؤسسات المبتكرة من خلال قدرتها على ضمان التمويل اللازم، عن طريق اختبار معدل حياة عينة مكونة من 143 مؤسسة فرنسية، وكانت النتائج المتحصل عليها غير قادرة على تفسير حقيقة وجود أثر إيجابي لرأس المال الاستثماري على هذه العينة من المؤسسات.

II. الأسس النظرية لنشاط رأس المال الاستثماري ودعم الأداء المالي:

يركز هذا الجزء على المبدأ الذي يقوم عليها نشاط رأس المال الاستثماري وآليات دعمه للأداء المالي للمؤسسة المستهدفة، وهنا تجدر الإشارة إلى أن البعض يطلق على هذا النشاط باسم رأس المال المخاطر بحجة أنه يركز على نماذج أعمال غير مضمونة وعالية الخطورة، لكن الأدق هو أن رأس المال المخاطر نوع من أنواع نشاط رأس المال الاستثماري، وبالتالي فإن هذا الأخير أعم وأشمل.

II.1. الإطار المفاهيمي ومبدأ نشاط رأس المال الاستثماري:

يقوم نشاط رأس المال الاستثماري من المنظور العام على مبدأ الاستثمار في الأسهم غير المتداولة في السوق المالي، لمدة زمنية متوسطة أو طويلة (4, Cendrowski, Petro, Marti, & Wadecki, 2012, p. 4)، أو بمعنى آخر المساهمة لفترة محدودة في رأس مال المؤسسات غير المدرجة في البورصة، والتي تتمتع بإمكانات نمو عالية، لا سيما وأنها تمثل منشآت صغيرة ومتوسطة بالدرجة الأولى (Magan, 2011, p. 53).

تعرف هذه الفئة من الاستثمار بمصطلح الأسهم الخاصة أو رأس المال الخاص "Private Equity"، وهذا كونها تتم وفق صفقة شراكة خاصة ترمي إلى رفع رأس المال أو تحويل جزء من ملكيته إلى مستثمر خارجي عن طريق التفاوض المباشر مع المالكين دون اللجوء إلى البورصة، وذلك لفترة متوسطة من الزمن يتم تحديدها عند التفاوض، عادة ما تتراوح بين 4 و7 سنوات (Demaria, 2010, p. 15).

وبالنسبة لممارسة نشاط رأس المال الاستثماري، فهي تتم من طرف شركات متخصصة ومؤهلة، تتسم بخبرة عالية في مجال الاستثمار في الأوراق غير المتداولة، وهي تشتترط في مرحلة التفاوض تحقيق عوائد أكبر من تلك المتوقعة من الأسهم المطروحة في السوق المالي، بغية تعويض المخاطر الناجمة عن الانخفاض في السيولة المبرر بصعوبة الانسحاب في حالة عدم تحقيق الأهداف الاستثمارية المتوقعة، والذي يعود لعدم اندماجها في البورصة من جهة، ولطول فترة الاستثمار من جهة أخرى (Korb & Finkel, 2009, p. 8).

ومن جانبه، فلقد قام القانون الجزائري رقم 06-11، الصادر في 25 جوان 2006، بتحديد المبادئ والشروط التي تحكم سيرورة هذا النشاط، كما وضع أنه أسلوب موجه لدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يركز على مبدأ المشاركة في رأس المال عن طريق تقديم حصص

دور التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر

من الأموال الخاصة أو شبه الأموال الخاصة (أسهم، شهادات استثمارية، سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حصص اجتماعية وجميع فئات القيم المنقولة المماثلة للأموال الخاصة)، من طرف شركة ذات أسهم، تعمل لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وذلك وفق عقد مبرم بين الشركاء، يوضح مدة الشراكة وشروط وطريقة الانسحاب.

بناء على كل ما سبق، يعتبر نشاط رأس المال الاستثماري أسلوباً من أساليب تمويل الاحتياجات المالية المختلفة، وهو يرمي إلى اقتناء حصص من رأس مال المؤسسات غير المسجلة في السوق المالي، والمدرجة ضمن نسيج المشاريع الصغيرة والمتوسطة، من طرف شركات مالية خبيرة يطلق عليها اسم "شركات رأس المال الاستثماري". ويكون ذلك عن طريق التفاوض المباشر بين الطرفين، ولفترة محددة من الزمن، يتم فيها تقاسم كل من المخاطر والعوائد. لكن هذا لا ينفي وجود حالات خاصة، فقد تلجأ بعض شركات رأس المال الاستثماري إلى المساهمة في مؤسسات كبيرة أو في مؤسسات مدرجة في السوق المالي، على أمل أن يقوم بشطب أسهمها بعد عقد اتفاقية الشراكة، كما هو الحال في شركة "NCA ROUIBA"، أما إذا لم يتم سحبها من السوق، فإن أسهم تلك الأولى لا تطرح للتداول إلا عند انقضاء فترة الشراكة.

وعلى العموم، يوجد ثلاثة أطراف رئيسية فاعلة في عملية الاستثمار في الأسهم الخاصة وهي:

- **شركات رأس المال الاستثماري:** تدعى أيضا بشركات الاستثمار في الأسهم الخاصة، وهي عبارة عن شركات ذات أسهم، هدفها استقطاب أموال المستثمرين من بنوك، مؤسسات تأمين، صناديق التقاعد، أو صناديق التوظيف الجماعي، وتوظيفها للحصول على حصص في ملكية المؤسسات غير المدرجة في البورصة، ثم الانسحاب بعد ذلك مع تحقيق فائض في القيمة (Papin, 2018, p. 93).
 - **المؤسسة المستهدفة:** هي المؤسسات التي تستفيد من التمويل، أغلبها يندرج ضمن نسيج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، هدفها الانطلاق أو تطوير قطاع نشاطها والحصول على مصادر تمويلية عن طريق فتح رأس مالها إلى شركة مستثمرة (Battini, 2000, p. 36).
 - **المستثمر الأخير:** وهو الذي يقوم بإعادة شراء الحصص المملوكة من طرف شركة رأس المال الاستثماري عند انتهاء مدة الشراكة، سواء كان شخصا طبيعيا أو معنويا.
- كذلك يمكن لشركات رأس المال الاستثماري تبني عدة أساليب للتمويل، بحيث يتوقف كل أسلوب على طور حياة المؤسسة المستهدفة، ولعل أبرزها يتمثل في:

- **رأس مال المخاطر "Venture Capital":** يدعى أيضا برأ المال المغامر أو الجريء، وهو يقوم على تمويل المؤسسات غير المدرجة في البورصة، في مراحلها المبكرة، والتي تحمل تسجيل معدلات نمو عالية وسريعة في المستقبل، أو بمعنى آخر هو يستهدف المؤسسات في طور الانشاء "Start-Up Capital" أو التي لا تزال في فترة إجراء أبحاث السوق واختيار المنتجات "Seed Capital"، وفي الأغلب هي مؤسسات تتميز بالابتكار والاستخدام العالي للتكنولوجيا الحديثة (Guilhon, 2019, p. 8). هذا النوع هو أكثر الاستراتيجيات مخاطرة، فهو يخص المؤسسات الناشئة التي لا يكون نجاحها مضمونا.
 - **رأس مال النمو "Growth Capital":** يدعى كذلك برأس مال التطوير، وهو تمويل تضخه شركة رأس المال الاستثماري في المؤسسات الناضجة نسبيا، والتي تهدف إلى توسيع نشاطاتها وزيادة الطاقة الانتاجية، أو الدخول في أسواق جديدة، وذلك مقابل رفع رأس مالها، والحصول على نسبة الأقلية من حصصها الاجتماعية، أو بعبارة أخرى بدون الهيمنة عليها (Stowell, 2018, p. 339).
 - **رأس مال التحويل "Buy-Out":** يقوم على مبدأ الاستحواذ والسيطرة على المؤسسة المستهدفة من خلال اقتناء الجزء الأكبر من حصصها الاجتماعية أو أسهمها، على أمل تحويل ملكيتها إلى مستثمرين داخليين كفريقها الإداري، أو من طرف مستثمرين خارجيين، وهذا عن طريق مزيج تمويلي متكون من نسبة كبيرة من الديون وحصص قليلة من الأموال الخاصة، وهذا ما يعرف بالاستحواذ بالاقتراض والمساهمات الخاصة أو "الاستحواذ باستخدام أثر الرفع المالي (Leveraged Buy-Out)".
- المؤسسات المستهدفة من طرف هذا النوع من الاستثمار هي مؤسسات تجاوزت مرحلة النضج، وتتمتع بمكانة جيدة في السوق، فمن المشترط أن تحقق تدفقات نقدية معتبرة في المستقبل لضمان تسديد الديون (Korb & Finkel, 2009, p. 9).

• رأس مال المتعثر "Distressed Capital": يدعى أيضا برأس مال التغيير أو رأس مال الإنقاذ "Turnaround Capital"، هذا النمط التمويلي لا يقل عن رأس المال المغامر في الخطورة، فهو يستهدف المؤسسات المتعثرة والوشيجة على الإفلاس، حيث يقوم باقتنائها والاستحواذ عليها لمدة محددة من الزمن بغية إنقاذها وتحسين وضعيتها المالية وإعادة هيكلتها، ليقوم بعد ذلك بإعادة بيعها بقيمة أعلى. الشركات المزاولة لهذا النشاط، لا بد أن تكون متخصصة ولها خبرة عالية في إعادة الهيكلة وإنعاش الحالات المتعثرة (Zeiberger, Prah, & White, 2017, p. 57).

• استرجاع مساهمات مملوكة من طرف شركة رأس مال استثماري أخرى: وهذا قد يعود لعدة أسباب استراتيجية، كالتخصص في قطاع نشاط معين أو حسب المنطقة أو غيرها من الأسباب (Bouatouata, 2005, p. 55).

II. 2. ميكانيزم نشاط رأس المال الاستثماري وآلية تحسين الأداء المالي:

إن الاستثمار في الأموال الخاصة يتم عبر ثلاثة مراحل أساسية، تربط كل مرحلة منه ارتباطا مباشرا بالأداء المالي، وهذا كون المبدأ الأساسي الذي يستند عليه هذا النشاط يكمن في تحقيق زيادة في العوائد، وتعظيم القيمة الاقتصادية للمؤسسة المستهدفة عند انقضاء فترة الشراكة (Gliz, 2020, p. 28).

في المرحلة الأولى، تقوم شركة رأس المال الاستثماري بدراسة الجدوى الاقتصادية والمالية للمشروع بناء على مخطط الأعمال المقدم من طرف المؤسسة المستهدفة "Business Plan"، وهو عبارة عن عرض تقديمي مفصل حول المشروع المطلوب تمويله، يشمل كل من (Tari & Redda, 2017, p. 17):

- نبذة عن نشاط المؤسسة؛
- الأهداف الاستراتيجية للمشروع؛
- الموارد المادية والبشرية المتاحة، والاحتياجات المالية بالإضافة إلى التكلفة النهائية للمشروع؛
- دراسة وتشخيص السوق؛
- استراتيجية التسويق؛
- التدفقات النقدية للمؤسسة؛
- التحليل المالي للقوائم المالية الحقيقية والتنبؤية.

إذا كانت هذه المؤسسة قادرة على خلق القيمة وتحقيق تدفقات نقدية عالية في المستقبل، أو بمعنى آخر إذا أظهرت معدلات نمو عالية، واستوفت معايير الانتقاء الأخرى، كقطاع النشاط والموقع الجغرافي ومستوى التطور، تقوم شركة رأس المال الاستثماري بقبول طلب التمويل عبر إبرام معاهدة تفاهم "Protocol Agreement"، تبدأ من خلالها مرحلة التفاوض المباشر بين الطرفين عن طريق عقد مجموعة من الاجتماعات، يتم فيها التحقق من الوثائق والبيانات المقدمة ووضع خطة استراتيجية لتحقيق المشروع، ثم يتبع ذلك بالتوقيع على عقد الشركاء "Shareholders' Agreement" الذي يحدد نسبة المساهمة، تنظيم وإدارة المؤسسة، شروط ومدة الشراكة، بالإضافة إلى أسلوب تقييم الحصص الاجتماعية وطريقة الانسحاب.

بناء على عقد الشراكة، تصبح شركة رأس المال الاستثماري مالكة لجزء من رأس مال المؤسسة المستهدفة، وهنا تبدأ بتوظيف خبرتها الواسعة وعلاقاتها مع مختلف الهيئات المالية وغيرها من أجل تقديم المرافقة ودعم الأداء التشغيلي والمالي (Sommer, 2013, p. 15)، وهذا في إطار خطة استراتيجية محكمة غير مبنية على الدعم المالي فقط، بل حتى على الدعم الإداري، فهي تقوم على التدخل في القرارات الاستراتيجية والوقوف على كافة النشاطات من أجل تنمية وتطوير المؤسسة، وتعزيز مكانتها في السوق من خلال مضاعفة القدرة الإنتاجية، العمل على تنويع المنتجات وتدعيم الاستراتيجية التجارية والتسويقية (Bougouffa, 2019, p. 397)، رفع رقم الاعمال، وزيادة التدفقات النقدية. كما تقوم أيضا بتوظيف علاقاتها مع المؤسسات المالية من أجل ضمان الحصول على القروض وتعزيز الهيكل التمويلي خلال هذه الفترة.

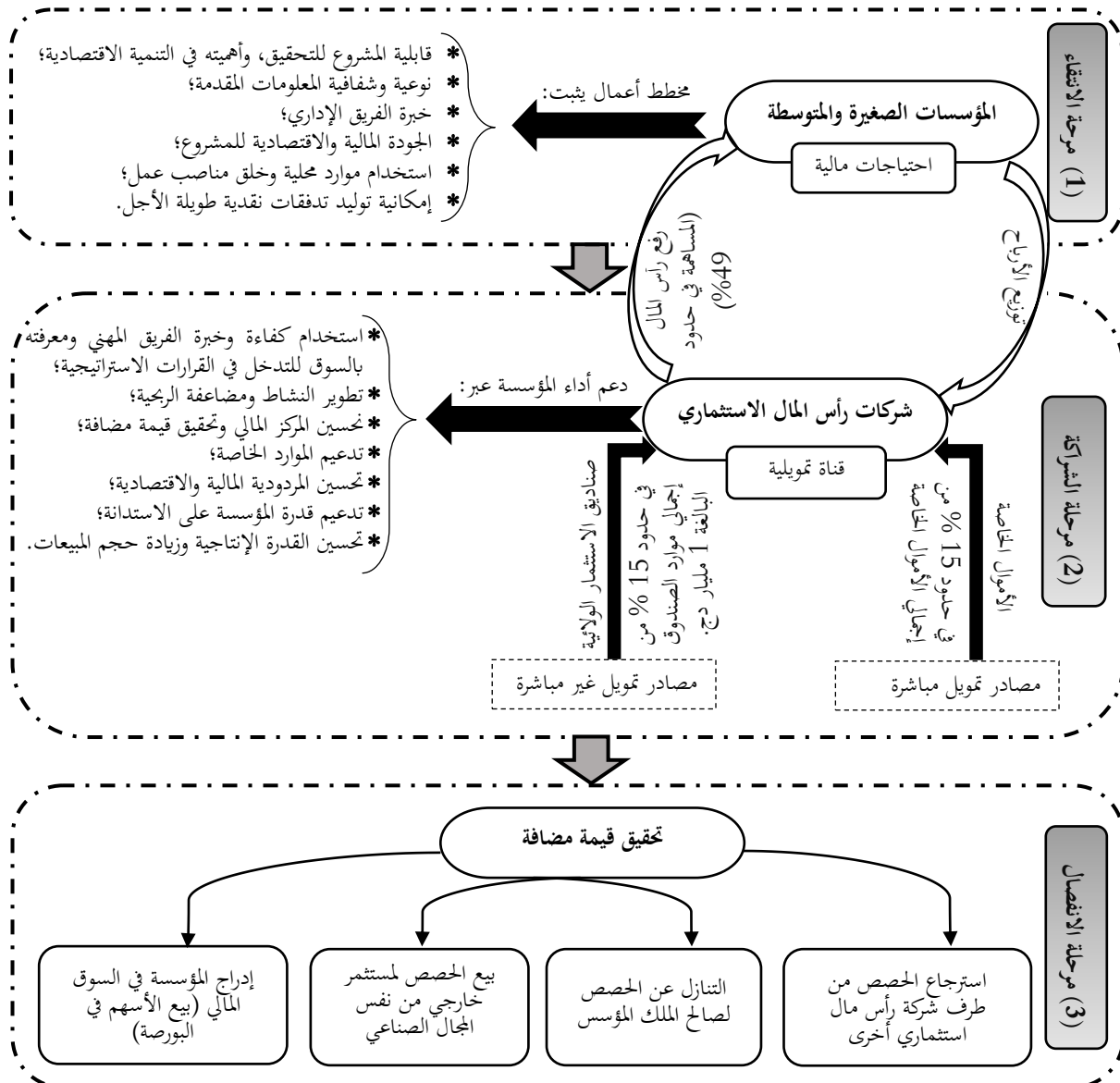
خلال هذه المرحلة، تكون شركة رأس المال الاستثماري قد حققت عوائد على أموالها المستثمرة كنصيب من الأرباح الصافية المحققة، والناجمة عن نجاعة الاستراتيجية التمويلية والإدارية، وبذلك تكون المؤسسة قد حققت زيادة في القيمة عند انقضاء فترة الشراكة.

دور التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر

في المرحلة الأخيرة، وبعد اكتمال عملية تحقيق القيمة، يتم سحب الاستثمارات عن طريق بيع حصص الملكية بقيمة أعلى، وهنا يجد الشريك المالي نفسه أمام سبل عدة للانسحاب، أوها يكمن في إعطاء الأولوية للملاك (الشركاء المؤسسون) الذين يرغبون باسترجاع المؤسسة والسيطرة عليها، وهذا قد يشكل تضاربا في المصالح بين الطرفين في مسألة تقييم المؤسسة، فالملاك يهدفون إلى شراء الحصص بأقل قيمة ممكنة، في حين أن شركة رأس المال الاستثماري تسعى إلى الحصول على أكبر سعر ممكن على استثماراتها من خلال القيام ببيع الحصص إلى مستثمر خارجي من نفس قطاع النشاط، ولتجنب هذا التضارب، يمكن اعتماد طرق أخرى كاللجوء إلى تحويل الحصص إلى شركة أخرى مزاولة لنشاط رأس المال الاستثماري، أو اللجوء إلى السوق المالي، وهو السبيل الأمثل للخروج لأنه يدل على قوة المؤسسة ونجاح وفعالية عملية الشراكة (Gliz, 2020, p. 27).

وللتوضيح أكثر، نقدم الشكل الموالي الذي يختصر أهم الجوانب التي جاءت بها إشكالية الدراسة:

الشكل (1): ميكانيزم نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر



المصدر: من إعداد الباحثين

III. دراسة تطبيقية لإبراز دور التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

يعكس هذا المحور دراسة تطبيقية أجريت على إحدى المؤسسات المتوسطة التي تهدف إلى توسيع وتطوير نشاطها عن طريق اللجوء إلى شركة المالية الجزائرية للمساهمة "FINALEP SPA" التي تمارس نشاط رأس المال الاستثماري منذ 1991، حيث قمنا أولاً بالتطرق إلى المؤهلات التي جعلتها تستفيد من التمويل عن طريق تحليل نقاط القوة والضعف، ثم قمنا بتقييم تطور الأداء المالي لهذه المؤسسة خلال الفترة المتراوحة بين 2013 و 2021.

III.1. الطريقة والأدوات:

يتكون مجتمع الدراسة من مؤسسة جزائرية متمركزة في ولاية تيزي وزو، تنشط في القطاع الخاص وتندرج ضمن تشكيلة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. تم تأسيسها سنة 2001 على شكل مؤسسة ذات شخص وحيد وذات مسؤولية محدودة برأس مال قدره 100 000 دج، عن طريق الاستفادة من قرض الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولاتية "ANADE" (الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب سابقاً "ANSEJ")، زاولت العديد من النشاطات الخدمائية إلى أن تم تحويلها في سنة 2013 إلى مؤسسة ذات مسؤولية محدودة متخصصة في مجال التكوين المهني والتدريب عن بعد، ومزاولة لنشاط تعليم اللغات والإعلام الآلي والشبه طي.

أما عينة الدراسة فتتشكل من مجموع البيانات المستخرجة من التقارير المالية للمؤسسة محل الدراسة، والتي تعود إلى الفترة الممتدة بين 2013 و 2021، بالإضافة إلى الوثائق الداخلية للمؤسسة. بحيث تمت عملية المعالجة والتحليل باستخدام المؤشرات المالية التقليدية ومؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، وذلك بغية الوقوف على الدور الذي تلعبه شركات رأس المال الاستثماري في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومضاعفة قدرتها على خلق القيمة.

III.2. عرض المشروع:

في شهر سبتمبر 2016، قدمت هذه المؤسسة طلباً بخصوص رفع رأس مالها وإدخال شركة المالية الجزائرية للمساهمة كشريك جديد ومساهم في رأس المال الاجتماعي على المدى المتوسط بقيمة تقدر بـ 100 000 000 دج، وهذا في إطار استكمال البناء واقتناء المعدات الموجهة لإنشاء مؤسسة فرعية خاصة بتكوين المساعدين الطبيعيين. وعند القيام بدراسة مفصلة للوثائق والقوائم المالية المقدمة، تم استخلاص النتائج التالية:

- من ناحية السوق الذي تنشط فيه هذه المؤسسة، فإنه يشهد زيادة مستمرة في الطلب على مؤسسات التكوين شبه الطي، لا سيما وأن منطقة تيزي وزو تعرف احتياجاً كبيراً لهذا النوع من الخدمات بسبب توفرها على معهد عمومي واحد فقط لتكوين القابلات، وثلاثة مراكز خاصة قادرة على استيعاب 112 مقعداً بيداغوجي إجمالاً.
- من الناحية المالية، فهي تشهد وضعية متوازنة وأرباح متزايدة؛
- من حيث الجدوى الاقتصادية للمشروع، فإن معدلات المردودية المتوقعة التي تم تسجيلها كانت معتبرة، ومدة استرجاع الأموال المستثمرة قدرت بـ 3 سنوات و 7 أشهر.

وعلى العموم يمكن تلخيص هذه النتائج عن طريق مصفوفة التحليل الرباعي "SWOT matrix" الممثلة في الشكل الموالي:

دور التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر

الشكل (2): مصفوفة التحليل الرباعي للمؤسسة قيد الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخطط أعمال المؤسسة

بناء على كل ما ذكر، أعلنت شركة المالية الجزائرية للمساهمة عن موافقتها على طلب التمويل، وتم الدخول الفعلي في نوفمبر 2016، برأس مال قدره 100 000 000 دج مقدم كليا من طرف الصندوق الاستثماري لولاية تيزي وزو، وكان رأس المال الاجتماعي مقسم كما هو مبين في الجدول أدناه:

الجدول (1): توزيع رأس المال الاجتماعي للمؤسسة محل الدراسة

قيمة الحصة: 1 000 دج

البيان	عدد الحصص	نسبة المساهمة	قيمة المساهمة (دج)
الشريك (1)	120 004	95,4 %	120 004 498
الشريك (2)	4 742	3,8 %	4 741 892,02
الشريك (3)	1 029	0,8 %	1 028 609,98
المجموع	125 775	100 %	125 775 000
الشريك (1)	120 004	53,15 %	120 004 498
الشريك (2)	4 742	2,10 %	4 741 892,02
الشريك (3)	1 029	0,46 %	1 028 609,98
شركة "FINALEP SPA"	100 000	44,29 %	100 000 000
المجموع	225 775	100 %	225 775 000

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على البطاقة التقنية للمشروع

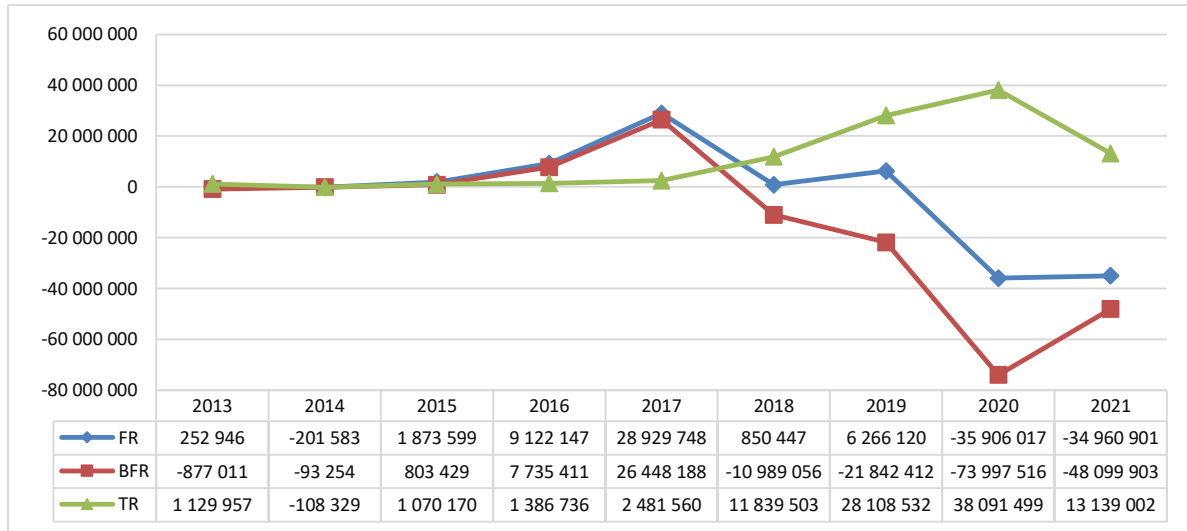
III.3. عرض ومناقشة النتائج:

للإجابة على إشكالية الدراسة، والتأكد من صحة ما ورد في الجانب النظري، فإننا سوف نتطرق من خلال هذه الفقرة إلى دراسة تقييمية لتطور مؤشرات الأداء المالي التي تم تسجيلها في فترة (2013-2021) للمؤسسة محل الدراسة.

III.3.1. تطور مؤشرات التوازن المالي:

يعتبر اختبار التوازن المالي خطوة مبدئية للكشف على الوضعية المالية للمؤسسة، حيث قمنا من خلال الميزانيات المالية للفترة الممتدة من 2013 إلى 2021، بمراقبة تطور المؤشرات الرئيسية للتوازن المالي للمؤسسة قيد الدراسة، وكانت النتائج كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل (3): تطور مؤشرات التوازن المالي خلال الفترة المتراوحة بين 2013 و 2021



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

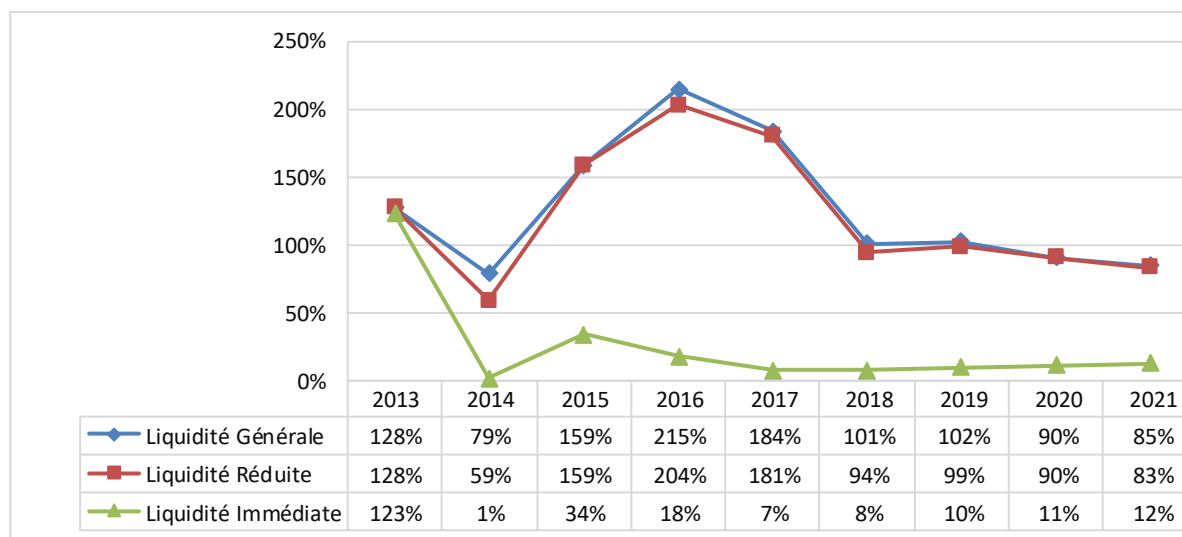
لقد حققت المؤسسة قاعدة التوازن المالي في الفترة الممتدة بين 2013 و 2017، أين قامت موارد الدائمة بتغطية كافة استخداماتها الثابتة، مع تحقيق فائض استخدمته في تمويل دورة الاستغلال، وهذا ما أكدته نتائج الفترة الممتدة بين 2015 و 2017، فبالرغم من الزيادة التي عرفتها المؤسسة في احتياجاتها التشغيلية، إلا أنها حققت خزينة موجبة عن طريق استخدام الهامش الإضافي في رأس المال العامل لمواجهة العجز في تمويل احتياجات الاستغلال.

وبعد دخول شركة "FINALEP" كشريك جديد، عرفت هذه المؤشرات تطورا ملحوظا حيث انخفض الاحتياج في رأس المال العامل، وارتفع الفائض في الخزينة خلال الفترة الممتدة بين 2017 و 2020، لكن سرعان ما تراجع هذا التطور بسبب الأزمة الصحية التي بدأت عواقبها بالظهور بداية من سنة 2020. فبالرجوع إلى القوائم المالية للمؤسسة، نجدها قد حققت نتيجة صافية سلبية أدت إلى حدوث عجز في رأس المال العامل، بالإضافة إلى حدوث تراجع نسبته 62% في حساب الزبائن بسبب إجراءات الحجر الصحي، خاصة وأن زبائنها يتمثلون أساسا في أصحاب التدريب والتكوين المهني، وهذا ما أدى ارتفاع احتياجات الدورة التشغيلية بنسبة 34 %، وكنتييجة عن كل ما سبق انخفضت الخزينة بنسبة 66 %.

III.3.2. تطور نسب السيولة:

تستخدم نسب السيولة لدراسة التوازن المالي قصير الأجل، فهي تعبر على قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل باستخدام مواردها المتاحة على المدى القصير (GLIZ, 2020, p. 111)، والشكل الموالي يوضح تطورات نسب السيولة الثلاثة للمؤسسة قيد الدراسة على طول فترة 2013-2021:

الشكل (4): تطور نسب السيولة خلال الفترة المتراوحة بين 2013 و 2021



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

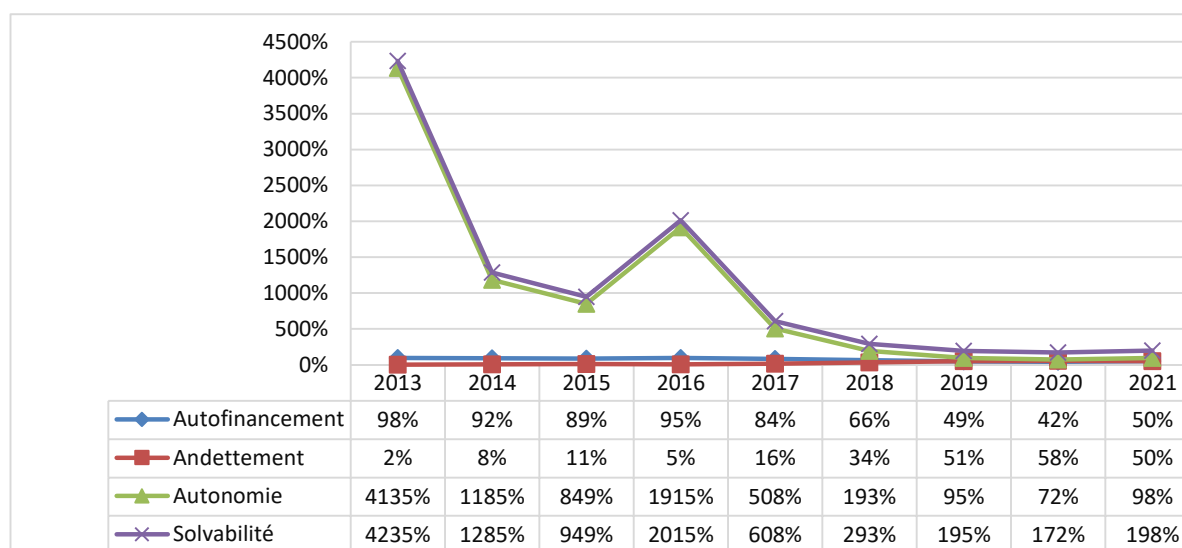
لقد كانت نسب السيولة العامة والمختصرة في ارتفاع مستمر على طول الفترة الممتدة من 2014 إلى 2016، أين كانت المؤسسة قادرة على تغطية كافة ديونها قصيرة الأجل باستخدام أصولها الجارية دون اللجوء إلى بيع مخزونات، حيث فاقت هذه النسب النسبة المعيارية بكثير، وبالأخص في سنة 2016، أين بلغت قيمة الأصول الجارية ضعف قيمة الخصوم القصيرة المدى، وهذا يعني تأمين هامش أمان مالي يمكن استغلاله في نشاطات أخرى. وبالرغم من انخفاض هذه النسب في الفترة ما بين 2017 و 2018، إلا أنها لم تقل عن النسبة المثلى، فالمؤسسة لازالت تتمتع بسيولة تمكنها من الوفاء بالتزاماتها الجارية، ثم عادت وانخفضت في سنتي 2020 و 2021، أين أصبحت الأصول الجارية غير قادرة على تغطية كافة الخصوم الجارية، وهذا راجع إلى انخفاض الزبائن بسبب تداعيات الأزمة الصحية في هذه المدة.

وفي المقابل، وبالرغم من اتجاهها نحو الزيادة بداية من سنة 2017، إلا أن نسبة السيولة الفورية لم تحقق نتائج جيدة في أغلب سنوات الدراسة، وهذا ما يجعل المؤسسة غير قادرة على تغطية ديونها الجارية باستخدام النقدية المتوفرة لديها.

III.3.3. تطور نسب التمويل:

يسمح تحليل الهيكل المالي بمعرفة مصدر التمويل الأساسي الذي تعتمد عليه المؤسسة لمواصلة نشاطها، فاعتمادها على مواردها الداخلية يعني انخفاض مديونيتها، وبالتالي استقلالها مالياً. والشكل الموالي يلخص نسب التمويل الرئيسية للمؤسسة قيد الدراسة، والخاصة بالفترة الممتدة من 2013 إلى 2021:

الشكل (5): تطور نسب التمويل خلال الفترة المتراوحة بين 2013 و 2021



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

ط.د طايبي هجيرة، أ. رفاع توفيق.

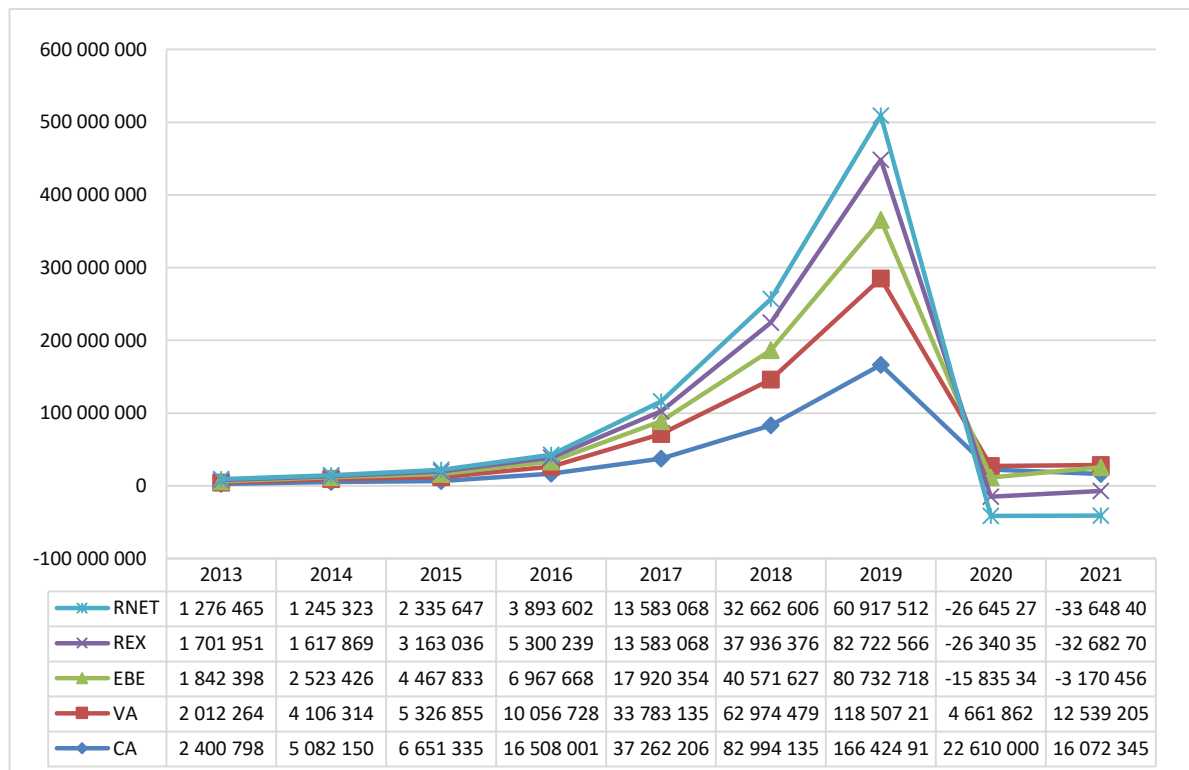
يتبين من خلال النتائج أن نسب التمويل التي حققتها المؤسسة في الفترة الممتدة بين 2013 و2018 كانت مرضية، حيث بلغ متوسط نسبة التمويل الذاتي ما قدره 87 % على طول هذه المدة، وهذا ما يعني على أنها قادرة على تغطية أكثر من ثلاثة أرباع استثماراتها باستخدام الأموال الخاصة، والجزء الباقي تموله بالاعتماد على المصادر الخارجية، ومنه فهي مستقلة ماليا وقادرة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل المحددة.

ومن جهة أخرى، نلاحظ أنه باستثناء سنة 2016، فقد كانت هذه النتائج في تراجع مستمر على طول هذه المدة، ومنذ 2019 فقدت المؤسسة استقلاليتها بسبب النتائج السلبية التي حققتها في فترة الأزمة الصحية، وهذا ما أدى إلى انخفاض قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

III.4.3. تطور النشاط:

تسمح حسابات النتائج بالحكم على مدى نجاعة وقدرة نشاط المؤسسة في توليد الأرباح، ومن هذا المنطلق سنلخص في الشكل أدناه النتائج التي حققتها المؤسسة في الفترة التي سبقت حصولها على التمويل، والفترة التي تليها:

الشكل (6): تطور نشاط المؤسسة خلال الفترة المتراوحة بين 2013 و2021



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

لقد عرفت الفترة التي سبقت التمويل، نمو مستمر في حسابات النتائج، حيث بلغ متوسط نسبة التغير في رقم الأعمال 97 %، في حين بلغت النتيجة الصافية أفضاها في سنة 2016، وهذا بنسبة تطور قدرها 67 %، وهي نسب ضعيفة جدا مقارنة بمعدلات النمو المسجلة في الفترة التي تليها. فمنذ أن تم تلقي التمويل من شركة "FINALEP"، أخذ نشاط المؤسسة في النمو بوتيرة أعلى وأكبر في الفترة الممتدة من 2017 إلى 2019، والتي تزايدت خلالها الإيرادات المتأتية من خدماتها المبيعة بمعدل محصور بين 101 % و126 %، كما ارتفعت القيمة المضافة من النشاط الرئيسي بمقدار ثلاثة ضعاف في السنة الأولى، وزادت قدرة المؤسسة على التحكم في التكاليف وتوليد الأرباح من خلال دورتها التشغيلية، وهذا ما أدى إلى تضاعف رصيد الربح الصافي ووصله إلى أقصى حد قدره 60 917 512 دج في سنة 2019.

وبالنظر إلى السنتين 2020 و2021، نجد أن رقم الأعمال عرف انخفاضا حادا بنسبة 86 % و29 % على التوالي، وهذا ما أدى إلى حدوث عجز مالي للاستغلال وفقد القدرة على التحكم في التكاليف، ما جعل المؤسسة تحقق خسارة قدرها 26 645 274 دج و33 648 405 دج على الترتيب. لكن هذه الخسارة كانت متماشية مع معطيات السوق الذي عرف ركودا في تلك المدة بسبب

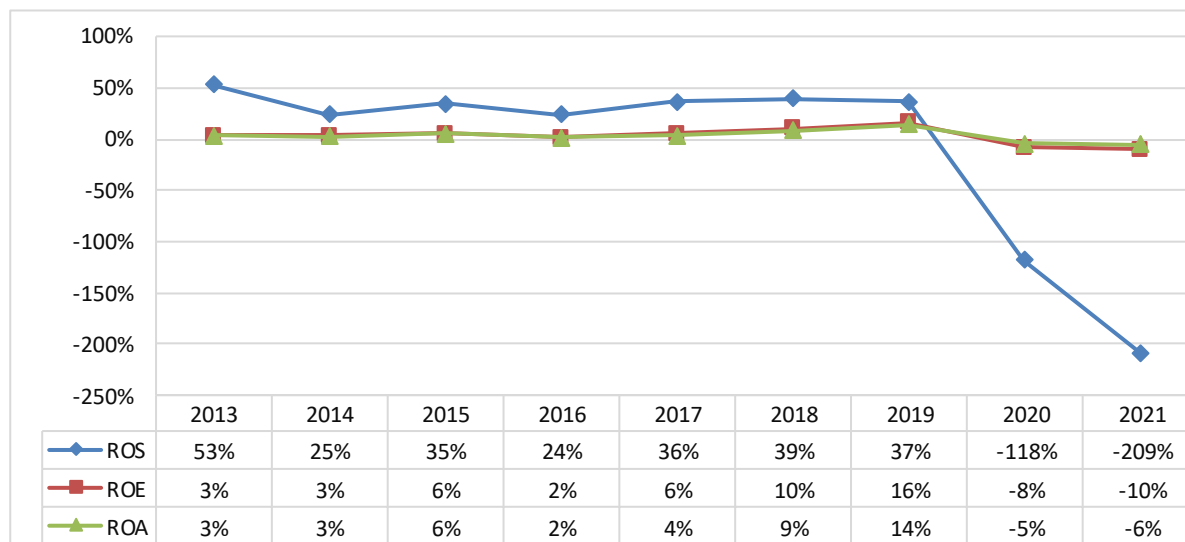
دور التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر

الصدمة الاقتصادية التي حصلت جراء جائحة كورونا، خاصة وأن الحصة العظمى لهذه الصدمة كانت من نصيب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتميز بطبيعتها الهشة.

III.5.3. تطور نسب المردودية:

تعتبر مؤشرات المردودية المحور الرئيسي للحكم على الأداء المالي، فهي تسمح بقياس العائد الذي تتحصل عليه المؤسسة من خلال استثماراتها المختلفة. وعليه فإن الشكل الموالي يعرض المعدلات التي تم تحصيلها من طرف المؤسسة محل الدراسة، والتي تخص كل من معدل العائد على المبيعات (Return On Sales)، معدل العائد على الأموال الخاصة (Return On Equity) ومعدل العائد على الأصول (Return On Assets).

الشكل (7): تطور نسب المردودية خلال الفترة المتراوحة بين 2013 و 2021



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

يبين الشكل أعلاه أن النسب التي حققتها المؤسسة كانت مستقرة نسبيا على طول الفترة الممتدة من 2013 إلى 2016، حيث قدر متوسط معدل العائد على المبيعات بـ 34%، وهذا مؤشر إيجابي يدل على أن هذه الأخيرة قادرة على خلق قيمة من خلال نشاطاتها الانتاجية. أما معدل العائد على الأموال الخاصة فكان مطابقا لمعدل العائد على الأصول، والذي كان يتراوح بين 2% و 6%، وهي نسبة موجبة ولكنها ضئيلة جدا، وهذا يدل على نقص كفاءة المؤسسة في استغلال أموالها المستثمرة في نشاطاتها الرئيسية، وعجزها على إحراز أرباح معتبرة تسمح للشركاء بتعويض المخاطر الناجمة عن مساهمتهم في رأس المال.

وبدخول شركة "FINALEP" كشريك جديد، نجد أن هذه المعدلات عرفت نموا منذ سنة 2017، وهذا يثبت فعالية السياسة الاقتصادية والمالية المنتهجة في هذه المدة، والتي تظهر من خلال ارتفاع رقم الأعمال، الاستخدام الأفضل للأصول المستثمرة والقدرة على توليد عوائد أكثر لذوي الحصة في رأس المال.

وعلى عكس ذلك، فلقد كان للأزمة الصحية تأثيرا سلبيا على مردودية المؤسسة في السنتين 2020 و 2021، حيث أثبتت القوائم المالية حدوث تدهور في رقم الأعمال بنسبة 86%، بالإضافة إلى ارتفاع التكاليف التشغيلية بنسبة 73% وهذا ما أدى إلى تحقيق قيمة سالبة دفعت بها إلى اللجوء إلى شركة "FINALEP" من جديد وتقديم طلب تمويل آخر في سنة 2021.

III.6.3. تطور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

تندرج القيمة الاقتصادية المضافة ضمن المؤشرات التي تستند على مبدأ خلق القيمة لقياس الأداء المالي، فهي تعبر عن ذلك الفائض في الثروة الذي تحققه المؤسسة بعد خصم تكلفة رؤوس الأموال المستخدمة في تمويل أصولها الاقتصادية (بن زكورة، 2022، صفحة 195). أو بمعنى آخر فهي تقيس الربح الاقتصادي المتمثل في الفرق بين النتيجة التشغيلية الصافية بعد الضريبة والعائد على رأس المال المستخدم المعبر عنه بالتكلفة المتوسطة المرجحة (GLIZ, 2020, p. 224)، وهذا ما تظهره العلاقة التالية:

$$EVA = NOPAT - (WACC \times IC) = (ROIC - WACC) \times IC$$

- EVA: القيمة الاقتصادية المضافة "Economic Value Added"؛
- NOPAT: النتيجة التشغيلية الصافية بعد الضريبة "Net Operating Profit After Tax"؛
- IC: رأس المال المستثمر "Invested capital"، وهو يعبر أيضا عن الأصول الاقتصادية للمؤسسة؛
- ROIC: معدل العائد على رأس المال المستثمر "Return On Invested Capital"، إذ أن: $ROIC = \frac{NOPAT}{CI}$ ؛
- WACC: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال "Weighted Average Cost of Capital"، وهي تحسب وفق العلاقة: $WACC = Re \left(\frac{E}{E+D} \right) + Rd \left(\frac{D}{E+D} \right) (1-T)$ ، حيث أن:
 - * Re : تكلفة الأموال الخاصة، وهي تعطى عادة بالمردودية الأدنى لرأس المال؛
 - * Rd : تكلفة الديون؛
 - * E : الأموال الخاصة؛
 - * D : الديون؛
 - * T : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

من هذا المنطلق قمنا بقياس مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة للمؤسسة المعنية خلال فترة الدراسة الممتدة من 2013 إلى 2021، وكانت النتائج كما هو موضح في الجدول الآتي:

الجدول (2): تطور مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة خلال الفترة المتراوحة بين 2013 و2021

البيان	NOPAT	IC	ROIC	WACC	EVA
2013	1 259 444	36 829 504	% 3,4197	% 3,3627	20 976
2014	1 197 223	41 127 648	% 2,9110	% 3,0370	-51 810
2015	2 340 647	41 626 756	% 5,6229	% 5,4820	58 666
2016	3 922 177	236 949 973	% 1,6553	% 1,6454	23 457
2017	10 051 470	252 690 862	% 3,9778	% 5,3549	-3 479 866
2018	28 072 919	323 383 591	% 8,6810	% 9,9182	-4 001 030
2019	61 214 699	439 532 727	% 13,9272	% 13,6388	1 267 617
2020	-26 340 350	417 270 033	% -6,3125	% 0,0672	-26 620 700
2021	-32 682 701	435 964 822	% -7,4966	% 0,2135	-33 613 586

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة

إن النتائج التي تم تحصيلها خلال فترة الدراسة كانت على درجة كبيرة من التباين، فبالنظر إلى السنوات 2013، 2015، 2016 و2019 نجد أن القيمة الاقتصادية المضافة كانت إيجابية، وهذا يشير إلى مقدرة المؤسسة على توليد ربح في القيمة وزيادة ثروة الملاك، ذلك بفضل تحقيق عوائد استثمار كافية لتغطية تكلفة رأس المال خلال هذه السنوات، حيث تم تسجيل أعظم قيمة في سنة 2019 بمبلغ قدره 1 267 617 دينار، وهذا بفضل الزيادة التي كانت على مستوى صافي الربح التشغيلي مقارنة بالأموال المستثمرة في تلك السنة، والتي كانت كافية لتسجيل فائض بعد اقتطاع تكاليف الديون وحقوق الملكية.

دور التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري في تحسين الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر

وفي المقابل، نجد أنه بالرغم من إيجابية النتيجة التشغيلية المتوصل إليها خلال سنوات 2014، 2017 و 2018، إلا أن القيم الاقتصادية التي تم تحقيقها كانت سالبة ومتدهورة في نفس الوقت، معناه أن المؤسسة قد واجهت حالة خسارة (أو تحطيم) في القيمة، بمقدار يتراوح بين 51 810 و 33 613 586 دينار، وهذا يدل على أن العائد المحقق على رأس المال المستثمر لم يكن كافيا لمواجهة الارتفاع الذي عرفته تكلفة الميزج التمويلي، وبالتالي فإن الأنشطة التشغيلية للمؤسسة لم تكن بالشكل المطلوب.

ولقد ساعدت الأزمة الصحية في الزيادة من حدة هذه الخسارة، إذ وصلت في سنة 2021 إلى أربعة أضعاف الخسائر المسجلة قبل حدوث الأزمة، ويعود السبب الرئيسي في ذلك إلى إجراءات الدولة التي كانت ترمي إلى استغلال ممتلكات المؤسسة وإمكاناتها المادية والبشرية باعتبارها ناشطة في مجال التكوين الشبه طبي، بالإضافة إلى أسباب أخرى منها ارتفاع المصاريف التشغيلية بشكل محسوس، وعجزها على تحقيق عوائد على أموالها المستثمرة.

IV. خلاصة:

كانت هذه الدراسة بمثابة الخطوة البحثية الأولى التي تهدف إلى إبراز الدور الذي يؤديه نشاط رأس المال الاستثماري في تفعيل الأداء المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالجزائر، نظرا لكونه الخيار التمويلي الأفضل الذي يساهم في استبدال اقتصاد المديونية باقتصاد الموارد الخاصة، فهو يسمح برفع رأس مال المنشآت التي لا تقوى على مجابهة الضمانات التي تتطلبها القروض، ومرافقتها في التسيير والتنظيم بغية تحقيق قيمة مضافة وتعظيم مكانتها في السوق، وهنا تعين علينا ربطه بموضوع الأداء المالي الذي يعد محور الحكم على كفاءة وفعالية المؤسسة في تحقيق السيولة والربحية في ظل قراراتها المالية، وقدرتها على مواصلة نشاطها وتعظيم قيمتها السوقية. فهو بذلك عصب الشركة والمرآة العاكسة لمركزها الاستراتيجي.

إن المنظور العام لهذا الموضوع، يصب حول فعالية هذا النوع من التمويل في تحسين الوضعية المالية للمؤسسة المستهدفة، لما يقدمه من دعم للأموال الخاصة وتعزيز معدلات النمو والتوسع على المدى الطويل، في حين أن دراستنا أوضحت أن نشاط رأس المال الاستثماري كان له أثر إيجابي لكن ضعيف على الأداء المالي للمؤسسة محل الدراسة، حيث يمكن تلخيص أهم النتائج خلصت إليها الدراسة التطبيقية في النقاط التالية:

- حققت المؤسسة مؤشرات توازن معتبرة، خاصة في السنوات الثلاثة الموالية لاستلام التمويل المقدم من طرف مؤسسة رأس مال الاستثماري، أين عرف مؤشر الخزينة نموا بمعدل يفوق الضعف؛
- مؤشرات السيولة المالية لم تسجل أي تطور بعد دخول الشريك الجديد، بل كانت في تراجع بسبب ارتفاع القروض قصيرة الأجل وديون الموردين، لكنها لم تقل عن النسبة المعيارية؛
- بعد عقد الشراكة، زادت قدرة المؤسسة على خلق القيمة بالاعتماد على نشاطاتها التجارية، وهذا يظهر من خلال معدلات العائد على المبيعات؛
- معدلات المردودية الاقتصادية والمالية كانت ضعيفة جدا، لكنها وصلت إلى نسب مقبولة في السنتين الثانية والثالثة من الحصول على التمويل؛
- بالرجوع إلى القوائم المالية، وجدنا أن القسط الأكبر من موجودات المؤسسة يعود إلى الأصول الثابتة، وهذا ما جعلها تسجل مردودية اقتصادية ضعيفة؛
- التكاليف الاجمالية كانت في تزايد مستمر، وفي المقابل شهد كل من رقم الأعمال والنتيجة الصافية ارتفاعا قدره ثلاثة أضعاف مقارنة بالفترة التي سبقت طلب التمويل؛
- لم تكن جميع الأرقام المسجلة على مستوى القيمة الاقتصادية المضافة إيجابية، لكن أقصى ربح في القيمة قد تم تسجيله في السنة الثالثة من دخول مؤسسة رأس مال الاستثماري كشريك؛
- خلفت الأزمة الصحية التي شهدها العالم في نهاية 2019 نتائج سلبية على الوضعية المالية للمؤسسة، حيث تم حدوث تراجع كبير في رقم الأعمال بسبب قرارات الحجر الصحي، كما تم تسجيل نتيجة خسارة في السنتين 2020 و 2020 بسبب ضعف التحكم في التكاليف، واستغلال موجوداتها لمعالجة المرضى باعتبارها تزاوّل نشاط التكوين الشبه طبي.

هذه النتائج تشير إلى أنه بغض النظر عن فترة الجائحة، فقد ساهم التمويل عن طريق شركة رأس مال الاستثماري "FINALEP" بشكل كبير في تحسين رقم الأعمال وتعظيم نتيجة المؤسسة، وبنسبة متوسطة في تحسين المؤشرات الأخرى للأداء المالي، كما تحذر الإشارة إلى أن المؤسسة محل الدراسة استطاعت توسيع نشاطها وتحويل شكلها القانوني من مؤسسة ذات مسؤولية محدودة إلى مؤسسة ذات أسهم مع

بداية سنة 2021، وهي بصدد الدخول إلى السوق المالي والحصول على دعم مالي آخر من طرف شركة "" نفسها، من أجل إنشاء حاضنة أعمال لمراقبة المشاريع الناشئة، وهذا ما يجعلنا نوصي باتباع سياسة تحفيز فعالة لاستقطاب أكبر قدر من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للجوء لهذا النوع من التمويل، بالإضافة إلى العمل على فتح المجال لإنشاء مؤسسات رأس مال الاستثماري أخرى لخلق بيئة تنافسية وتحسين أداء وفعالية هذه المنظمات.

في الأخير، وبالرغم من الأهمية التي جاء بها هذا البحث إلا أنه كان اختبرا مختصرا ونتائجه تبقى مقيدة ولا يمكن تعميمها لأنه استهدف مؤسسة واحدة فقط، ولهذا نفتح المجال إلى التوسع في دراستنا وإجراء دراسات أخرى للحصول على نتائج أكثر دقة من خلال اختيار عينة أكبر من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتشكيلة مختلفة من شركات رأس المال الاستثماري بالجزائر. كما تجدر الإشارة إلى أنه بإمكاننا كباحثين أن نتعمق أكثر في موضوع رأس المال الاستثماري، وهذا عن طريق معالجة مجموعة من الإشكاليات التي تصب بنفس اتجاه دراستنا، مثل:

- دور شركات رأس المال الاستثماري في تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسة؛
- دور التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري في تجسيد مبادئ حوكمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- أثر رأس المال الاستثماري في تحسين كفاءة الموارد البشرية في المؤسسة؛
- دور شركات رأس المال الاستثماري في إدارة القرارات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

V. الإحالات والمراجع:

1. Achaachi, L. (2022, May). **Entrée des fonds d'investissement dans le capital des entreprises au Maroc : quel effet sur la performance ?** International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management & Economics, 3(3-2).
2. Battini, P. (2000). **Capitl Risque: mode d'emploi** (éd. 2eme). Paris: Éditions d'Organisation.
3. Bouatouata, K. (2005). **Le Capital Investissement: Enjeux et Perspectives**. Alger: Grand Alger Livres.
4. Bougouffa, A. (2019, Juin 01). **L'activité de capital- investissement en Algérie: organisation et réalité des pratiques**. Arsad Journal For Economic and Management Studies, 2(1).
5. Cendrowski, H., Petro, L., Marti, J., & Wadecki, A. (2012). **Private Equity: History, Governance, and Operations** (2nd ed.). New Jersey, United States: Wiley.
6. Demaria, C. (2010). **Introduction to Private Equity** (1st ed.). WILEY.
7. Gliz, A. (2020). **L'évaluation de l'Entreprise: application au contexte de l'économie algérienne**. Alger: Berti.
8. Guilhon, B. (2019). **Le capital-risque et le financement de l'innovation** (Vol. 5). Paris: ISTE Group.
9. Korb, B., & Finkel, A. (2009). **Getting a Job in Private Equity: Behind the Scenes Insight into How Private Equity Funds**. New Jersey: Wiley.
10. Magnan, O. (2011). **Les Règles d'Or Pour Réussir Le Financement De Votre Eentreprise**. France: Dunod.
11. Mondher, C. (2017). **Au coeur du Private Equity**. PARIS: L'Harmattan.
12. Papin, R. (2018). **Création d'enreprise: comment trouver le meilleur financement**. Paris, France: Dunod.
13. Pommet, S., & Rainelli, M. (2012, Avril). **Capital investissement et performance des firmes : le cas de la France**. Vie & Sciences de l'Entreprise, 1(190).
14. Sommer, C. (2013). **Private Equity Investments: Drivers and Performance Implications of Investment Cycles** (1st ed.). Germany: Springer Gabler.
15. Stowell, D. (2018). **Investment Banks, Hedge Funds and Private Equity** (3rd ed.). United States: Academic press.
16. Tari, M., & Redda, K. (2017, Décembre). **Le Capital Investissement : Un nouveau mode de financement**. La Revue du développement et des Prospectives Pour recherches et études, 02(03).

17. Thiel, J. (2017). **Fonds de Capital-risque pour Start-ups: Tout ce Dont les Entrepreneurs Ont Besoin de Savoir Sur le Capital-risque et le Financement de Démarrage**. Paris: Books on Demand.
18. Zeiberger, C., Prahl, M., & White, B. (2017). **Mastering Private Equity: Transformation via Venture Capital, Minority Investement and Buyout**. United Kingdom: Wiley.
19. العونية بن زكورة. (2022). **تسيير واستراتيجية مالية (الإصدار الأولي)**. الجزائر: ألفا للوثائق.
20. وهيبة ناصري، و صباح قريد. (جانفي، 2022). **فعالية رأس المال الاستثماري في تمويل المشاريع بالجزائر**، مجلة الميادين الاقتصادية. مجلة الميادين الاقتصادية، المجلد 08(العدد 01).