

فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشروعات الناشئة في ظل عدم تماثل المعلومات  
دراسة تحليلية

The effectiveness of venture capital in financing star-ups in  
light of information asymmetry. Analytical study

<sup>1</sup>سحنون سمير

أستاذ محاضر أ / مخبر POLDEVA / جامعة سيدي بلعباس . الجزائر.

[samir.sahnoune@univ-sba.dz](mailto:samir.sahnoune@univ-sba.dz)

قُدِّم للنشر في: 17-02-2021 / قُبِل للنشر في: 05-06-2021

**المخلص:**

تتناول هذه الورقة البحثية إشكالية تمويل المشروعات الناشئة من منظور نظري، حيث سنحاول دراسة صعوبات الوصول للمدعين للتمويل بالاستدانة، وكذا التعرف على خصائصها التي تجعل البنوك ترفض تمويل المشروعات في مرحلة الانطلاق، وركزنا في دراستنا على عرض تطبيقات رأس المال المخاطر في تمويل المشروعات الناشئة في ظل تعاظم مخاطر الإفلاس وعدم تماثل المعلومات. وقد خلصت الدراسة على أن رأس المال المخاطر مصدرا تمويل مراحل انطلاق المشروعات الابتكارية، ومصدر تحويل أفكار المدعين من عمل مخبري إلى منتج تجاري، إذ انه يقدم حلول لتمويل المشروعات الناشئة قيد التأسيس، ويعرض في الوقت نفسه مساهمات فنية للمشروعات الممولة، ويعمل على تخفيف من مشكلة عدم تماثل المعلومات، كما أنه يخفض من تكاليف الوكالة، ويخفف قيود التمويل للمؤسسات الناشئة، فهو بمثابة مصدرا مكملا للمنظومة التمويلية القائمة في الاقتصاد.

**الكلمات المفتاحية:** المشروعات الناشئة، عدم تماثل المعلومات، رأس المال المخاطر.

**تصنيف JEL:** G32 D53

**Abstract:**

This research paper deals with the problem of star-ups projects from a theoretical perspective. Where we will study the difficulties of accessing to leveraged financing and identifying the characteristics that make banks refuse to finance the start-up stage, In our study, we focused on presenting the applications of venture capital in financing star-ups in light of the increasing risks of asymmetry of information.

<sup>1</sup>المؤلف المراسل سحنون سمير [samir.sahnoune@univ-sba.dz](mailto:samir.sahnoune@univ-sba.dz)

The study concluded that venture capital is a source of financing for the start-up, and a source for transferring creative ideas from laboratory work to a commercial product. As it provides solutions to finance emerging projects, and it also reduces agency costs, it contributes to easing financing restrictions for emerging enterprises, as it is a complementary source to the existing financing system in the economy.

**Key words:** startups, information asymmetry, venture capital.

**Jel classification:** G32, D53

## المقدمة:

أخذت المشروعات الناشئة في بداية السبعينات من القرن الماضي دورا محوريا في اقتصاديات العالم الصناعي، فقد أشارت دراسات مختلفة أنجزت من طرف معاهد البحوث المتخصصة كمرصد المشروعات الصغيرة و المتوسطة (AIRPME)، أو من منظمات دولية وإقليمية (FMI، BM، ILO، OCDE) إلى أن مساهمة المشروعات الصغيرة الناشئة ساهمت في رفع معدلات النمو والابتكارات، كما يعتبر MARCHESNAY أن تغيرات البيئية الاقتصادية في إطار العولمة دفعت دول العالم المصنع لتكثيف الجهود للنهوض بقطاع المشروعات الصغيرة، ويصفها قاطرة التنمية في ظل الانفتاح، إذ أنها توفر مناصب العمل للفئات الشابة وتحقق مستويات معتبرة من إجمالي الدخل القومي<sup>2</sup>.

عرفت المشروعات الصغيرة الناشئة start-up اهتماما متزايدا بفضل التطورات الحاصلة في تكنولوجيات الإعلام والاتصال، غير أن إشكالية تمويلها تتمحور بين عدم تماثل المعلومات وارتفاع درجة مخاطرتها، وبالرغم صعوبات من وجود عقبات وصول للاستدانة عرفت تقنيات التمويل موجهة للمشروعات المبتكرة في الدول الصناعية تطورا كبيرا سواء في مراحل النشأة أو في مراحل التطوير، إذ تذكر جمعية المهنة الأمريكية أن تقنيات التمويل المشروعات الناشئة START-UP برأس المال المخاطر VENTURE CAPITAL لقيت نجاحا كبيرا في بداية ثمانينات القرن الماضي، وساهمت في انطلاق مشروعات مبتكرة في مجالات تكنولوجية الإعلام والاتصال. إن ما يميز رأس المال المخاطر عن الاستدانة هو اختلاف في أنماط وشروط التمويل، فرأس المال المخاطر يقدم تمويل تساهمي لفترة معلومة يقبل مبدئيا تمويل المشاريع ذات التوجه التكنولوجي سواء في مراحل النشأة، أو في حالات التوسع، أو في حالات تحويل الملكية للمشروعات القائمة إلى ملاك مسيرين جدد.

تطورت هذه الوساطة بصورة مطردة في الاقتصاديات المعاصرة إلى جانب الاستدانة المصرفية، ومن أجل ذلك سنحاول الإجابة على السؤال التالي:

*إلى أي مدى يمكن أن تكون صيغ التمويل برأس المال المخاطر وسيلة تمويل المشروعات الناشئة في ظل عدم تماثل المعلومات؟*

و سعيًا لإجابة على هذه الإشكالية سنحاول الإجابة عن الأسئلة الفرعية التالية:

. كيف تفسر النظريات الاقتصادية إشكالية تمويل المشروعات الناشئة.

. ما هي مبادئ وخصائص صيغ التمويل برأس المال المخاطر.

. هل وجود رأس المال المخاطر ضمن المنظومة التمويلية يساهم فعلا في انطلاق المشروعات الناشئة في المجالات الإبداعية.

و في ضوء الإشكالية البحث سنسعى في دراستنا الإجابة عن الفرضيات التالية:

. يستهدف رأس المال المخاطر المشاريع الناشئة لعدم توفرها على شروط الاستدانة.

. التمويل برأس المال المخاطر يخفف إلى حدود دنيا مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الممولين والملاك المسيرين.

<sup>2</sup> P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY, (1996) L'Entrepreneuriat ; Edition Economica, pp03-04.

## منهج الدراسة:

من اجل إجابة عن تساؤل الرئيسي سنقوم بتقسيم بحثنا هذا إلى ثلاثة أجزاء أساسية، حيث سنتعرض أولاً للإطار النظري المفسر لتمويل المشروعات الناشئة، ثم سنشير لمفهوم رأس المال المخاطر، تطبيقاته، و أهم الخصائص المتعلقة بمحرموضات التمويل. وفي الأخير سنحاول تحليل مدى قدرت هذه الوساطة المعاصرة في تقليل من أخطار عدم تماثل المعلومات.

## هدف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى كشف عن محدودية الوصول إلى مصادر التمويل المفضلة لدى المؤسسات الصغيرة الابتكارية، ونسعى أيضا في إبراز ما يلي:

- التعرف على الإطار النظري لتمويل المشروعات الناشئة .
- الوقوف والكشف عن عقبات تمويل المشروعات الابتكارية start-up.
- تعرف على أنماط التمويل برأس المال المخاطر ودراسة إمكانية التمويل المتاحة في ظل عدم تماثل المعلومات.

## 1. التأسيس النظري لتمويل المشروعات الصغيرة الناشئة.

### 1.1 مفهوم المؤسسات الناشئة و خصوصياتها.

استخدم مصطلح start-up بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية للتعريف بالمشروعات تكنولوجية تنهياً لانطلاق وبداية النشاط التجاري. ويعرفها القاموس الفرنسي على أنها مشروع ناشئ مبتكر *jeune entreprise innovante* ، ويصف Michel DEREMBOURG على أنها صنف من المؤسسات تتوفر على شروط وخصوصيات محددة تمثل في النمو السريع، درجة مخاطرة عالية، وتستخدم التكنولوجيات الحديثة، كما أنها لا تنتمي إلى قطاع محدد، ولا يمكن أن تبقى ذو حجم ثابت<sup>3</sup>. إن مفهوم بين الشركات الناشئة start-up ومجتمع المشروعات الصغيرة التقليدية *micro entreprise* متقاربين من حيث التصنيف الكمي المعمول به في تصنيف المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ولذلك قد نجد التباس في مفاهيم لدى البعض، وعدم تميز المشروع الصغيرة أو الصغيرة حديثة الوجود والشركة الناشئة، بما أن ذلك لا يعكس حقيقة المشروعات من صنف start-up ، خصوصياتها، ونسبة المخاطرة فيها.

إن خاصية المشروعات الناشئة الأولى هو أنها مشروعات بمقدورها النمو بسرعة كبيرة في حالة حدوث السيناريو المرغوب فيه، وتسعى دوما إلى تطوير أسواقها وتمركز فيه، لكنها في مقابل شديدة الخطورة بفعل منتجها المبتكرة، وكذا ردت فعل المستهلكين، إذ أن نسبة الوفيات المشروعات الناشئة قبل مباشرة النشاط التجاري مرتفعة نسبيا مع باقي المشروعات القطاعات التقليدية، وسنشير إلى بعض الخصوصيات التي نراها أساسية في العناصر التالية:

. شركة حديثة النشأة: لاشك أن استخدام مصطلح الناشئة هو انطلاق وبداية النشاط START، كما يستخدم في مصطلحات فرنسية *jeune pousse* تعكس مدى صغر عمرها و في الغالب لا تتعدى أيام، أسابيع، أو أشهر من انطلاق نشاطها التجاري<sup>4</sup>. . قدرة كبيرة على النمو: نسبة الوفيات عالية مقارنة مع نظيرته المشروعات التقليدية غير أنها تمتاز بنمو سريع قد تصل إلى شركة كبرى مسعرة في بورصة الأوراق المالية.

. تستخدم تكنولوجيا أو تعمل على تطوير تطبيقات حديثة: تمتاز المشروعات باتمائها لمجالات تكنولوجيات دقيقة منها تكنولوجيات الإعلام والاتصال وتطبيقات البرمجة، بالإضافة إلى ابتكارات الصناعات الميكانيكية محافظة على البيئة، و غيرها من القطاعات الحيوية.

<sup>3</sup> Michel DEREMBOURG,(1997), les PME et l'intelligence économique ; Revue problème économique n°2518 ; avril ; pp24-26.

<sup>4</sup> P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY,(1996) ,l'entreprenariat ;Op.cit,p26

. المرونة: خاصية أساسية للمؤسسات الصغيرة وهي المرونة وقدرة على التأقلم مع متغيرات المحيط.  
. دورها في تحقيق التكامل الصناعي: تساهم المشروعات الناشئة في زيادة حجم الابتكارات في المجالات الصناعية، كما أنها تمثل حلقة وصل بينها وبين مختلف المؤسسات الكبرى من خلال عقود التوريد، وتساهم المشروعات الصغيرة في تقديم الخدمة المتخصصة أو تصميم حديث برغبة المؤسسات الاقتصادية الكبرى.  
إن عقود المقاولات الصناعية المطلوبة استراتيجي في البيئة الصناعية الجديدة التي تقوم على تركيز المؤسسات الكبرى على نشاطات محددة، وهناك حاجة لتكامل المشروعات الصناعية الصغيرة ومؤسسات الكبرى، وهذه النماذج للمقاولات الصناعية منتشرة بكثرة في صناعة السيارات.

. صعوبة وصول المشروعات الناشئة للمصادر تمويل الخارجية: إن التحديات التي تواجه المشروعات الناشئة جعل بعض من الدول العالم تقوم باستحداث أدوات مالية جديدة التي من شأنها أن تلعب دورا حيويا في تجميع المدخرات وإتاحة الفرص أكبر للمبتكرين الجدد، سواء كان ذلك من خلال تطوير مصادر تقليدية أو من خلال ترقية سياسات متعلقة بشروط التمويل، أو العمل على ابتكار مصادر مالية مغايرة في الأسس والمبادئ و ترعي خصوصيات المشروعات الناشئة<sup>5</sup>.

. تمتلك وظيفة البحث والتطوير: إن ما يميز المشروعات الصغيرة والمشروعات الناشئة هي وظيفة البحث والتطوير إذ أن وجود أساليب معاصرة في العمليات الإنتاجية أو في تطوير تقنيات جديدة، أو توفير منتجات أفضل لربائهن هي من اختصاص المشروعات الناشئة، كما تعمل على زيادة الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج الأخرى، وبذلك فإن وجود نسيج من المشروعات الناشئة يعمل حتما على رفع وتيرة التسابق لتطوير أساليب جديدة في الإنتاج من خلال وظائف البحث والتطوير.

## 2.1 نظريات المفسرة لإشكالية تمويل المؤسسات الناشئة:

اهتمت معظم الدراسات إشكالية وصول المشروعات الناشئة لمصادر التمويل، كما نجد دراسات أخرى حاولت إبراز دوافع لجوء المشروعات إلى التمويل الخارجي<sup>6</sup>، وتحديد مبررات اختيار مصادر التمويل المفضلة من منظور الملاك المسيرين، غير أنه لا نجد دراسات كثيرة اهتمت بتفسير صعوبات التمويل من منظور النظري التي تأخذ بعين الاعتبار خصوصيات المشروعات الناشئة في المجالات التكنولوجية start-up خاصة في حالة الانطلاق، و نذكر أهم المقاربات النظرية المفسرة لقيود التمويل فيما يلي:

### 1.2.1 إشكالية عدم تماثل المعلومات: Asymétrie informationnel

يعتبر كتاب أمثال MONDHER Chérif أن عدم تماثل المعلومات سببا أساسيا في وقوع إشكالية تمويل المشروعات الصغيرة والمشروعات الناشئة، فبدون تطابق المعلومات لا يمكن للممول اتخاذ قرار سليم، وعليه إن عدم دقة المعلومات تمثل السبب الأول في تبرير البنوك والممولون وعزوفهم تمويل هذا الصنف من المشروعات، كما أن غياب المعلومات حول نشاط سابق وصعوبة تقديره في المستقبل، أو عدم تطابق السجلات المالية، أو عدم إفصاح تؤدي جميعها إلى عزوف المؤسسات المالية تمويل المشروعات قيد التأسيس، زيادة على ذلك يعتبرها الممولون والبنوك أنها غير خاضعة لقيود قانونية تلزمها بنشر المعلومات حول نشاط المشروع.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> Jean LACHMANN(1996) Financer l'innovation des PME ; édition ECONOMICA ; p 12.

<sup>6</sup> رشيدة عزيزو، بن علي بلعوز(2017): تمويل المؤسسات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة في ظل عدم تماثل المعلومات مجلة المعارف، سكيكدة، العدد22، ص320.

<sup>7</sup> Mondher Chérif , (1999)asymétrie d'information & financements des PME, revue d'économie financier n ° 57 , p169.

ومن هذا المنطلق لا توجد مصلحة لصاحب القرار أن يجازف في مشروعات لا تملك نشاط مسبق، كما أن صاحب المشروع يملك معلومات أكبر من الممول حول المشروع التي تكون مستندا رئيسيا للرفض أو قبول التمويل، كما تستند بنود قرار التمويل إلى المحيط الاقتصادي السائد ولاسيما القطاع التي ينشط فيه المشروع.

إن التفسير النظري لهذا الوضع جاء كخلاصة بحث كل من STIGLITZ & A. WEISS قائلة أن عدم تماثل أو تناظر المعلومات بين الطرفين *asymétrie Informationnel* يعقد نشاط الممولون و يصبح تحليل غير ناجح في تمويل أي المؤسسة ذات نشاط غير مؤكد مبنى على أساس افتراضي في ظل غياب المعلومات مستقبلية حول فعالية وجدوى المشروع. إن نقص المعلومات وضعت البنك التجاري التقليدي في إشكالية أخرى لا تقل خطورة عن إشكالية صحة المعلومات ألا وهي الاختيار السيئ واتخاذ قرار معاكس *sélection adverse* فقد يكون البنك غير قادر على تمييز بين نوعين من المقرضين سواء كان جيد أو سيئ، حيث قد يكون المقرض غير جدي في طرح جدوى المشروع لكنه يقبل بدفع فائدة مرتفعة، بينما قد يفتقر المقرض الجيد لضمانات ولا يقبل التمويل إلى بسعر فائدة أقل لثقلته العالية بالمشروع، وإمكانية نجاحه بصورة جيدة وتؤدي إلى ما يسمى بالمخاطرة الأخلاقية<sup>8</sup>. يذكر مدير البنك الأهلي المصري (البنك المركزي) السابق د. سمير محمد أحمد: أن مصدر عدم تماثل المعلومات للمشروعات الصغيرة تكون مخاض العوامل التالية<sup>9</sup>:

- عدم انتظام السجلات المحاسبية للمشروعات.
- عدم قدرة المؤسسات على توفير الضمانات، والتي تعتبر من أهم متطلبات الحصول على القروض الاستثمارية من البنوك التجارية.
- عدم توفر السجل الائتماني و القدرة على إعداده.
- غياب أو ضعف دراسات جدوى سليمة وواقعية.
- نقص البيانات حول المنتج وصعوبة تقدير اتجاهات السوق المستقبلية .

## 2.2.1. نظرية التمويل السلمي. Théorie de Financement Hiérarchique.

تشير نظرية سلم الأولويات أو نظرية تمويل السلمي *peking order théorie* أن مؤسسة لها ترتيب سلمي تجاه مصادر التمويل وفق حاجتها، وتذكر أبحاث S.C Myers أن تمويل المؤسسات الصغيرة يتوافق مع نظرية أفضلية المصادر، ويبقى التمويل الخارجي دائما مصدرا ثانيا للمشروع مهما كانت الظروف « *second best* » فالمؤسسة التي تولد الأرباح معتبرة تلجأ إلى اقتراض بشكل أقل، أما في حالة المشاريع الناشئة يعتبر الباحث أنها غير قادرة على الانطلاق والاستمرار بدون وجود مصادر خارجية، كما أن الفئة من المشروعات الصغيرة تكفي بالتمويل الذاتي، فهي غير ملزمة بمتطلبات التحديث والتقدم التكنولوجي. ويستبعد كل من Myers & Majitus اتجاه صغار المنظمين إلى فتح رأسمال مؤسساتهم عن طريق إصدار أسهم بوجود فرصة الاستدانة، فإن ذلك سيخفض من قيمة المؤسسة، إذ أن لجوء المؤسسة الصغيرة لفتح رأسمالها يبقى الخيار الوحيد في حالة غياب سبل أخرى للتمويل.

<sup>8</sup> N. LEVRATO ; le poids de l'asymétries informationnelle et l'aléa moralité dans la relations entre banque et PME ; UMR, N°42 CNRS 1998.

<sup>9</sup> سمير محمد أحمد، (2001) معوقات التمويل من وجهة المصرفية، ندوة واقع ومشكلات المشروعات الصغيرة والمتوسطة و سبل دعمها وتمييزها، غرفة التجارة الصناعية ، الرياض ، المملكة العربية السعودية.ص12.

في المقابل يعتبر كتاب أمثال N.Lavratto ; B.Belletant في دراسة لمشروعات صغيرة حديثة النشأة تضم مؤسسات ناشئة أنه لا يمكن اعتماد على نظرية سلم الأولويات في تفسير الهيكل المالي للمشروعات، ويستدل البحث على أن أغلب المؤسسة الصغيرة غير قادرة على اختيار أنماط التمويل مبدأ الأفضلية، وهناك حالات متشابهة تجعل البنوك ترفض التمويل هذه الفئة نظرا لتعاظم مخاطر الإفلاس.

### 3.2.1. أثر نظرية تكاليف الوكالة على التمويل start-up : Théorie des coût d'agence

تساهم نظرية الوكالة في تقدم صورة واضحة عن أنماط التمويل المتاحة وأنماط التنظيم للقرارات في المؤسسة. وبعبارة أخرى فإن سلطة القرارات الملاك تآثر على القرارات التمويلية، إذ يشير CHARREAUX أن نظرية الوكالة تفسر ذلك تضارب المصالح بين المتدخلين في المؤسسة<sup>10</sup>، كما يعتبر BELLETANTE أن مقارنة نظرية الوكالة تقدم تفسيراً مكملاً في تحديد هيكل تمويل المشروعات المصغرة، الصغيرة والمتوسطة<sup>11</sup>.

تعود جذور نظرية الوكالة إلى خلاصة بحوث قام بها MECKLING & JENSEN (1976) أنه توجد علاقة الوكالة بين فاعلين في المؤسسة و عرفت أنها " العقد بين شخص أو مجموعة من الأشخاص مع خدمات شخص آخر (الوكيل) يقوم بمهام معينة للفائدة المؤسسة ويكون لديه تفويض في قراراتها ومصيرها المستقبلي"، فهي علاقة تقوم على فرضيتين سلوكيتين و هما:

- يسعى كل المعنيين في قرار المؤسسة بتعظيم دالة المنفعة الخاصة لكل واحد منهم.
  - قدرة المتدخلين على استطلاع و تؤثر علاقة الوكالة على القيمة المستقبلية لديهم.
  - حدوث سيناريوهات غير مرغوب فيها تتسبب في ظهور تكاليف إضافية أهمها تكاليف المراقبة، تكاليف التأمين، وتكاليف الإفلاس.
- يفسر الباحث E. NOUTARY على أنه سلوك تفضيلي من قبل المسير يهدف إلى تفادي مخاطر النزاع التي قد تولده تكاليف الوكالة. وعلى هذا الأساس يرفض المالك المسير اللجوء إلى أشخاص أو مؤسسات للاستدانة ( الممولون ) أو تمويل تساهمي من مؤسسات مالية. ولذلك فإن معظم المؤسسات يتمركز رأسمالها على يد المالك المسير وعدد محدود من الشركاء<sup>12</sup>.

### 4.2.1. مقارنة نظرية المنظم في اتخاذ قرار التمويل.

يعالج الباحثون سلوك مدراء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وآثارها على مسيرة المؤسسة في المجال السوسيو. اقتصادي من خلال البحث على مدى تأثير صفات وطموحات المنظمين في عملية اتخاذ قرارات التي تخص المؤسسة وتمس بشكل مباشر اختيار مصادر التمويل للغايات الاستثمارية.

يعتقد Marchesnay أن مالك المؤسسة الصغيرة يتحلى بثلاثة صفات شخصية أساسية " Aspiration sco-eco " وهي كالتالي<sup>13</sup>:

- البحث عنديمومة (استمرارية) المشروع. Pérennité
- البحث عن الاستقلالية المالية وحرية اتخاذ القرار. Indépendance
- البحث المستمر على تحقيق معدلات عالية من النمو. Croissance .

<sup>10</sup> CARREAUX .G,(1984), Le Dilemme des PME , ouvrir son capital ou s'endetter ; Revue française de gestion ; février ; p 55.

<sup>11</sup> Belletante. B & N. Levratto (2001), finance et PME ; quel champs pour quels enjeux ?; Revue internationale des PME ; p19.

<sup>12</sup> Emmanuel NOUTARY ,(2008),financement des start-up et de l'innovation dans les Pme région MEDA ; rapport EUROMED innovation and technology program ;p57.

<sup>13</sup> P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY(1996). L'Entrepreneuriat ; Edition Economica ;1996

بناء على ما سبق يصنف الباحث نوعان من المنظمين وفق الترتيب الموالي:

- **المنظمين: (استمرار، الاستقلالية و النمو ) Entrepreneur PIC** يسعى هذا النوع من المنظمين للتكوين رأسمال من النتائج المالية للمؤسسة لفائدة العائلة ويحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة. فالمنطلق المالي لهذا الأخير هو أنه من غير الممكن للمؤسسة أن تتجه نحو الاستدانة من البنوك أو مصادر أخرى الى في الحالات الخاصة التي تحدّد بقاء المشروع في النشاط. بينما ترتبط قضية النمو على قدرته على استثمار نواتج مالية متراكمة من خلال نشاط الفعلي للمشروع.

- **المنظمين: (النمو، استقلالية و الاستمرار) Entrepreneur CAP** يعكس هذا النوع من المنظمين صفة الشخص المغامر الذي يحاول دائما إلى انتهاز فرص السوق (أسواق جديدة، فرص التمويل، محيط مؤسسي ملائم) بهدف القيام بمشاريع مريحة حسب منظوره الخاص. ونجد أن هذا الصنف من المنظمين يتطلعون دوما إلى تحقيق معدلات عالية من النمو، خاصة في النشاطات الابتكارية، كما يتصف هؤلاء المنظمين بصفة الانفتاح على المحيط وسعي إلى إيجاد مختلف مصادر التمويل المتاحة بما فيها المصادر المستحدثة كتمويل برأس المال المخاطر.

## 2. تأسيس النظري لتمويل برأس المال المخاطر.

عززت المقاربات النظرية فكرة أن المشروعات الناشئة ذات النشاط الإبداعي تفتقر في الغالب لمتطلبات الاستدانة التقليدية، إذ أن رأس المال هؤلاء هي أفكار كامنة (أفكار، اختراعات، تعديل على منتج...)، وليس بإمكانهم توفير أموال ذاتية، فمعظم مخراجات المؤسسات الناشئة الابتكارية هي عبارة عن تقنية جديدة في الإنتاج، تصميم للألات والمعدات، و توفير خدمات تستخدم التكنولوجيات الحديثة<sup>14</sup>.

يعتبر Emmanuelle DOBOCAGE أن تطور رأس المال المخاطر جاء استثنائيا في العالم لأنه مصدر جديد يواكب التطورات التكنولوجية و حاجة للابتكار، وخص بالذكر الصناعات الحديثة مثل النانو تكنولوجي، وتكنولوجيات الإعلام و الاتصال<sup>15</sup>.

### 1.2. مفهوم تمويل برأس المال المخاطر:

توجد مصطلحات للتعبير عن صيغ تمويل برأس المال المخاطر أشهرها ما نجد في الأدبيات الاقتصادية مصطلح *venture capital* ومقصود منه باللغة العربية "رأس المال المخاطر" المعروف أيضا بعبارة "رأس المال المخاطر"، وهناك تسمية أخرى تضم جميع أنماط تمويل برأس المال الخاص وشبه الخاص يدعى في أوساط المالية بـ *private-equity*، ويتفق الجميع على أنها عبارة عن وساطة حديثة مبنية على مبدأ تمويل تساهمي برأس المال بصفة مؤقتة حيث يكون فيها الممول شريك مؤقت في المشروع، إذ يقدم المال ومشورة فنية بدون قيود ملموسة.

يعرف التمويل برأس المال المخاطر من طرف الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر *NVCA* " أنها الأموال التي تمنح من طرف مؤسسات مالية، أو أشخاص يملكون المال والخبرة للمؤسسات الناشئة ذات قدرة عالية على النمو في فترة معلومة"، ويصف نشاط هؤلاء بنشاط مهني احترافي *Métier* حيث يتمثل نشاط تمويل في إدارة مصادر مالية خاصة وشبه خاصة في مؤسسات ابتكارية واعدة سريعة النمو، من خلال تقنيات التمويل التي تتلاءم مع احتياجات المؤسسات الصغيرة الناشئة، ويشترط من المشروعات حسب منظور *gilles MOUGENOT* أن يكون مشروع مستقل وغير مسعر في البورصة الأوراق المالية، و ذو جدوى اقتصادية، وقادر

<sup>14</sup> سحنون سمير (2013)، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة برأس المال المخاطر دراسة حالة تونس، الجزائر، و المغرب، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، جامعة تلمسان، الجزائر، ص45.

<sup>15</sup> Emmanuelle DOBOCAGE, (2006), le capital-risque ; édition la découverte ; p11.

على تحقق أرباح مستقبلية، زد على ذلك يوجه هذا التمويل لفئة عريضة من المشروعات الصغيرة و المتوسطة ضمن سياسة تنوع المحفظة المالية فقد نجد منهم مشروعات قائمة في القطاعات التقليدية ترغب في توسيع أسواقها، بالإضافة إلى ما يلي<sup>16</sup>:

- أفراد طبيعون يملكون أفكارا جديدة مبتكرة أو آليات جديدة من أجل تطوير مخرجات في السوق.
- أفراد ( منظمين ) يملكون خبرة في إحدى الصناعات، يتحكمون نسبيا في التقنيات الحديثة لفرع النشاط.
- مشروعات في مرحلة البدرة stade de création و يبحث مؤسسوها على مصادر تمويل أو شراكة فعالة في مشاريعهم الابتكارية.
- مشروعات قائمة منذ شهر، أسبوع ، سنة، أو بعض السنوات ( post création ) وتحتاج إلى رؤوس أموال خارجية و هذا في فترة ما قبل توليد الأرباح.

تبنت الدول الصناعية نموذج التمويل برأس المال المخاطر منذ ثلاثة عقود تقريبا كمصدر تمويل استراتيجي ومبتكر قائم على مبدأ المشاركة في تمويل المراحل المختلفة للمشروعات، ويهدف هذا النموذج إلى ملئ فراغ عروض التمويل التقليدي، وسد حاجة تمويل المشروعات الحديثة، إذ يساهم في تحويل أعمال مخبرية إلى منتجات تجارية.

## 2.2. خصائص رأس المال المخاطر:

تتمتع مهنة تمويل رأس المال المخاطر بخصائص تختلف في جذريا في المضمون، مبدأ التمويل، وشروط قبول التمويل مقارنة بالاستدانة المصرفية. وسنحاول أن نبين خصوصيات الأساسية التي تتمتع بها في العناصر التالية:

أن مساهمة الممول في مشاريع استثمارية غير مؤكدة النجاح، وليس بإمكانه أن يضمن استرداد الأموال في المستقبل. تختلف مساهمة رأس المال المخاطر في المشروع عن مشاركة العائلية حين فترة التأسيس، بما أن مساهمة رأس المال المخاطر ذات سقف زمني وينتهي يوم خروج الممول من رأس المال، فقد تتراوح مدة الشراكة بين 3 إلى 7 سنوات.

إن التمويل في مهنة رأس المال المخاطر يتركز على مخطط الأعمال BUSINESS PLAN، وهو عبارة عن ملف يحتوي على مجموعة معلومات تمس محاور مختلفة في المؤسسة، كمضمون الفكرة، خبرة المنظم، التقديرات المالية، ومعلومات حول المنتج. إن نشاط المهنة يختلف كثيرا على التمويل بالاستدانة قبل وبعد عملية تمويل، إذ أن عمليا لا يقتصر الممول على استثمار رؤوس الأموال فحسب، فقد يوفر مساعدات فنية للمؤسسة عند الحاجة.

إن عملية التدقيق ضرورية قبل اتخاذ القرار وتتم ذلك غالبا بمساعدة شبكة متنوعة من المتعاملين سواء كانوا مهندسين في التكنولوجيات الحديثة، خبراء، مؤسسات اقتصادية حصلت على التمويل من قبل، وهذا من أجل دراسة ملفات التمويل و اتخاذ قرار التمويل.

## 3.2. مرحلة التمويل رأس المال المخاطر للمشروعات الإبداعية.

إن ما يميز نموذج تمويل رأس المال المخاطر هو مرونته تجاه المشروعات الاقتصادية، فقد تحتاج المشروعات لمصادر تمويل تتماشى مع دورة حياتها، فكلما انتقل مشروع من مرحلة إلى أخرى تغيرت حاجته التمويلية. ولهذا الغرض يقوم الممول برأس المال المخاطر على دراسة المشروع ويوفر التمويل للمؤسسة المالية سواء تعلق الأمر بمراحل إنشاء المشروع، أو مرحلة النمو والتنمية.

### جدول 2: دورة حياة المنتجات و تمويل برأس المال المخاطر.

الدورة	طبيعة التمويل الدورة	البرنامج المخطط للمشروع	عوامل المنافسة
ما قبل الانطلاق	Seed capital	البحث و تطوير	الإبداع
الانطلاق	Capital démarrage	تمويل عمليات التجارية	اختراق الأسواق

<sup>16</sup> Gilles MONGENOT, (2007), tout savoir sur le capital investissement, gualino édition ; paris ; p58.

النمو	Capital croissance	الإنتاج و التنمية	اقتصاديات السلم
التنمية و النضج	Capital développement	تسويق الدولي	السوق

Source : pierre BATTINI (2000) capital risque mode d'emploi, Edition la Découvert, p28

- مرحلة تمويل النشأة: CAPITAL CREATION:

إن مرحلة النشأة هي أخطر مراحل التمويل، لذلك يقوم الممول بوضع جملة من القرارات الاحترازية من أجل تقدير وتدقيق المخاطر المرتبطة بالمشروع، فإذا كانت العوائد مرتفعة أعلى من الخسارة المحتملة، تكون المخاطرة مبررة و يضع الممول تحت تصرف مالك المسير رؤوس أموال دون أي ضمان ملموس من أجل إنجاح الفكرة و تحقيق أرباح مستقبلية، كما قد يستعين الملاك المسيريون بخبرة الممول في مجال تخصصه عند الحاجة.

و يمكن تمييز بين نوعان من تمويل البذري ويراها J. LACHMAN على نحو التالي<sup>17</sup>:

القسم الأول يتعلق بمرحلة تمويل ما قبل الانطلاق.

بينما القسم الثاني يأتي مباشرة لتمويل الإنتاج والترويج التجاري. وتسمى بمرحلة تمويل الانطلاق.

تمويل ما قبل الانطلاق capital d'amorçage (Seed Capital) : إن تمويل ما قبل الانطلاق هو تمويل دراسات

وتصاميم المنتج النمطي prototype ومهام الممول برأس المال المخاطر في هذه الفترة هو دعم لوجيستي لدراسات المشروع، كما يمول الاستثمارات الغير مادية أخرى، كتنظيم الإعانات الفنية و دفع رواتب الخبراء، ويتفق الممولون على أن مرحلة التمويل ما قبل الانطلاق أخطر مرحلة كون أن درجة عدم التأكد تكون في أعلى مستوياتها.

تمويل مرحلة الانطلاق « start-up » Capital Démarrage : يقصد بمرحلة الانطلاق هي مرحلة بداية النشاط

التجاري للمؤسسة كما أنها مرحلة استكمال البنية الأساسية لهياكل المشروع. وتعرف هذه المرحلة خطرة كسابقتها لأنها مرحلة لا تستوفي شروط تمويل التقليدي فقد يواجه المشروع تحديات صعبة لا يمكن قياسها.

رأس المال التنمية capital de développement :

إن حاجة المؤسسات القائمة في المجالات الحيوية تحتاج بلا شك لمصادر تمويل إضافية تعجز مؤسسات من توفيرها من مصادرها ذاتية. وتوسع مؤسسات لتلبية منتجاتها وتنفيذ خطط نشاط جديد بمشاركة مالية من الممول، وتوظيف مدراء مختزين. كما تستخدم مؤسسة أنظمة إدارية متطورة (كإدارة الجودة الشاملة) TQM منافسة المنتجات البديلة.

#### 4.2. رأس المال المخاطر: بين الأرباح الواعدة والأخطار المنظورة.

يشير Gilles MOUGENOT أن القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها في مجال رأس المال المخاطر لا تأخذ بالدرجة الأولى قدرة المشروع على إعطاء تدفقات مالية عالية فحسب، وإنما تتوقف على قدرة فريق العمل على اختيار فرص استثمارية عبر مراحل مختلفة للمشروع، وعلى هذا أساس لا جدوى في تمويل مشروعات قادرة على توليد عائدات عالية في حالة غياب الخبرة اللازمة<sup>18</sup>.

- المرحلة الأولى في جلسة المفاوضات، تهدف إلى بناء جملة من التقديرات يتمكن من خلالها الممول و بحكم خبرته تصور سيناريوهات مستقبلية من أجل تغيير سير الأحداث في الحالات الشاذة وبالتالي دراسة إمكانية تحضير جملة من القرارات الإستراتيجية.

<sup>17</sup> Jean LACHMANN, (1996), Financer l'innovation des PME ; édition ECONOMICA, p36.

<sup>18</sup> Gilles MONGENOT, (2007) ; Tout savoir sur le capital investissement, Gualino Édition, opcit p109.

• بينما تعتمد المرحلة الثانية على تشخيص إستراتيجي للمشروع، وتعديل بنود مخطط عمل في حالة الغموض، وإلغاء مختلف المعوقات الممكنة بعد عملية التمويل، فكل هذا التحوط من طرف الممول يأتي من أجل بناء مجموع من الترتيبات المستقبلية في حالة قبول التمويل.

في حالة قبول التمويل يقوم عمل أعضاء مجلس الإدارة والمستشارين بتصوير العقبات المستقبلية و تقديم المشورة الفنية والمالية عند الضرورة غالبا في المجالات التالية :

- استشارات في التنظيم و بنية الموارد البشرية.
  - استشارات في التسويق.
  - استشارات مالية و إدارية.
  - استشارات قانونية و جنائية.
  - استشارات خاصة (كالتكوين، التحفيز الأفراد، المنح...الخ).
- رأس المال المخاطر نوع من الوساطة الحديثة تبدو في الظاهر معقدة، إذ أنها وساطة تملك بعض المبادئ تختلف تماما عن الوساطة التقليدية في المبدأ التمويل، الأهداف، و رؤى المستقبلية، ونوجز هذه المبادئ في العناصر التالية<sup>19</sup>:
- المردودية المرتفعة نسبيا: أقل عائد واجب للمشروع أن يحققها خصوصا المشاريع الخطرة، و المشاريع الابتكارية.
  - فعالية الطاقم الإداري. يهتم القائمون على رأس المال المخاطر بالكفاءات البشرية عند دراسة منح التمويل، و يتم التركيز على الإمكانيات الشخصية للمالك المسير.
  - ينبغي للممول أن يدرس احتمال نجاح الشراكة و آليات الخروج الممكنة من هذه الشراكة، حيث يقوم الممول بدراسة كل السيناريوهات الممكنة من خلال مجموعة من المعطيات يقدمها العميل ويتم ذلك من خلال شبكة المتعاملين يقومون بتقدير التدفقات المحتملة ومعدل العائد الداخلي، كما يهتم الممول بدراسة صفقات الخروج الممكنة.

#### **. فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة.** **1.4. واقع تمويل المؤسسات الناشئة**

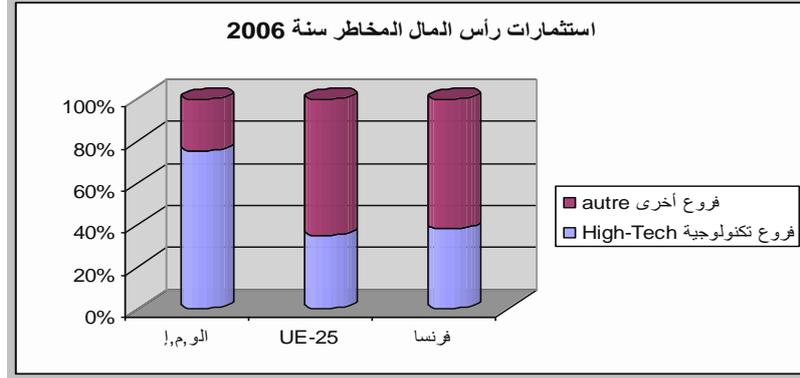
توجد ندرة شديدة في إحصاءات المؤسسات الناشئة في دول العالم باستثناء بعض الدول الرائدة في مجال الابتكار، حيث تشير إحصائيات NVCA<sup>20</sup> الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر بعد جمع نشاط مهني لرأس المال المخاطر في ظرف ثلاثة سنوات من 2001 إلى نهاية 2004 أنه سجلت المؤسسات الممولة بتقنية رأس المال المخاطر عوائد معتبرة من نجاح مشروعات ناشئة وتأتي في صدارة الترتيب مؤسسات اقتصادية حديثة النشأة تنتمي جلها إلى قطاعات تكنولوجياية حيث وصلت القيم المضافة الإجمالية المحققة إلى 1.6 ترليون دولار أمريكي، كما ساهمت في فتح 10 مليون فرصة عمل جديدة.

ويشير تقرير أن الأموال الموجهة في الو.م.أ للقطاع تكنولوجياية الحديثة كان معتبرا مقارنة مع باقي الدول الصناعية في القارة الأوروبية كما هو موضح في الشكل الموالي

<sup>19</sup> pierre BATTINI ; capital risque mode d'emploi ; Op.cit ;p08

<sup>20</sup> NVCA ; private equity performance ; January, 2007; p 12, [www.nvca.org](http://www.nvca.org). consulté(22/03/2014)

## شكل رقم 1: مقارنة منافذ الاستثمارات الدول الصناعية برأس المال المخاطر في سنة 2006



Source : OCDE; (2007), science, technologie et industrie; Tableau de Bord de L'OCDE ;p 20

يتبين أن رأس المال المخاطر في الو.م. يوجه بنسبة تفوق 60% إلى قطاعات أكثر خطورة مقارنة بالدول الأوروبية التي تصل حجم تمويلات إلى ما يقارب 30% من التمويلات، وهذا يرجع غالباً للبيئة الاقتصادية وحجم الابتكارات في حاضنات الأعمال بين أوروبا وأمريكا كما أن ثقافة المغامرة المتباينة بين القارتين وطبيعة مؤسسات التمويل برأس المال المخاطر التي تحتم أكثر بمشاريع الابتكارية على غيرها من المشاريع التقليدية.

يشير تقرير الجمعية الفرنسية AFIC للسنة 2014 أن حجم المبالغ المستثمرة في سنة 2009 وصل إلى حدود 4100 مليون أور والى حوالي 6072 في سنة 2013، وتقدر نسبة الزيادة بـ 50% من حجم التمويلات، كما يشير التقرير أن عدد مؤسسات التمويل انتقلت من 1448 مؤسسة تمويل إلى أكثر 1548 مؤسسة تمويل برأس المال المخاطر على كافة التراب الفرنسي<sup>21</sup>.

## جدول رقم 2 : استثمارات رأس المال المخاطر في مؤسسات High-Tech سنة 2014

UE-25	USA	% PIB
0.16	0.26	استثمارات في مرحلة إقلاع
0.30	0.79	استثمارات التوسع
0.46	1.05	الجموع

Source: OCDE; (2007), science, technologie et industrie; Tableau de Bord de L'OCDE rapport ;p 20

نلاحظ من الجدول أن نسبة استثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية مرتفعة نسبياً على نظيرتها في القارة العجوز و بلغ مجموع استثمارات 1.05% من إجمالي الدخل مقارنة مع دول الأوروبية الذي لم يتعدى 0.5% و هذا يؤكد مرة أخرى تفوق الولايات المتحدة تكنولوجيا على باقي الدول الصناعية في مجال تجسيد الابتكارات إلى منتجات تجارية.

أما في الجزائر نرى أن تمويل برأس المال المخاطر مازال إلى يومنا هذا في مرحلة الجنينية état embryonnaire وهذا راجع لغياب منظومة مؤسسية مواتية وافتقار للوائح التنظيمية الخاصة بالنشاط المهني<sup>22</sup>، ونشير أنه منذ نشأة شركة FINELEP في سنة

<sup>21</sup> AFIC (2006), Association française des investisseurs en capital risque, rapport L'indicateur Chausson Finance ,p06.

<sup>22</sup> سحنون سمير، لزرق محمد (2014): عقبات التمويل التسهامي برأس المال المخاطر في الدول المغاربية، مجلة دفاتر اقتصادية حلقة، الجزائر مجلد 7 ص 151.

1991 يبقى عدد مؤسسات التمويل برأس المال المخاطر في 2020م حدود يصل إلى 3 شركات وطنية فقط، FINELEP SOFINANCE وجزائرية للاستثمار وهذا منذ قرابة 30 سنة، وتقتصر هذه مؤسسات على تمويل مشاريع في قطاعات تقليدية. تم مؤخرا و بناءا على أحكام المادة 100 قانون المالية التكميلي لسنة 2009 تأسيس الصناديق الولائية تتوزع على 3 مؤسسات تمويل برأس المال المخاطر وملاحق بنك الوطني الجزائري و بنك الوطني الخارجي، تنشط هذه الصناديق ضمن برامج استكمال تطوير المقاولاتية المحلية و ينطوي على خصوصيات المناطق في الوطن، حيث تم توكيل ثلاث مؤسسات تمويل متخصصة برأس المال المخاطر سابقة الذكر وبنك الوطني الجزائري وبنك الجزائر الخارجي للإدارة الصناديق الولائية تحتوى مجموعات مكونة من 08 إلى 12 ولاية.

### جدول رقم 3: إدارة الصناديق الولائية

عدد	أسم المؤسسة إدارة الصناديق الولائية	طبيعة المؤسسة إدارة الصناديق الولائية	عدد الولايات
1	شركة الجزائرية للاستثمار	مؤسسة متخصصة	12
2	الشركة المالية للمساهمة و التوظيف SOFINANCE	مؤسسة متخصصة	10
3	الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FENILEP	مؤسسة متخصصة	08
4	بنك الوطني الجزائري BNA	ملحقة بنك	08
5	بنك الوطني الخارجي CPA	ملحقة بنك	08

1. المصدر: من إعداد الباحث بناءا على موقع الوكالة الوطنية للتطوير الاستثمار [www.andi.dz](http://www.andi.dz) تصفح (2021/01/12).

### 2-4 دور رأس المال المخاطر في تخفيف حالات عدم تماثل المعلومات.

تثير المشاركة الفعلية في المؤسسة بين المنظمين والممولين جدلا وسعا في الأوساط العلمية وفي إطار الشراكة بين الطرفين، فسنجد أن علاقة المنظم بالممول هي علاقة مخوفة بالأخطار، فمن الممكن أن تحدث نزاعات في أي لحظة من لحظات الشراكة، وفي دراسة هذه العلاقة تمت فريق يرى أن علاقة ممول و الملاك المسيرين علاقة إيجابية باعتبار أن الشراكة بينهما تلغي حالات عدم تماثل المعلومات، لأن الطرفين يسعى كلاهما إلى تحقيق قدر مناسب من المردودية المالية. وفريق آخر يرى أن علاقة مخوفة بالمخاطر في حالة حدوث سيناريو غير مرغوب فيه، وتكون علاقات الوكالة في أعلى ذروتها.

غير أن المقاربات النظرية ودراسات الميدانية التي مست المؤسسات الصغيرة المبتكرة تبين أن تمويل المشروع المبتكرة من مصادر تقليدية يكاد يكون معدوما، في المقابل أقرت تجارب دول صناعية على قدرة رأس المال المخاطر على حل بعض مشاكل عدم تماثل المعلومات وعلاقة الوكالة من جهة، و أرقام الصادر عن تمويل هذه الفئة خير دليل على ذلك.

بحكم خبرة الممول برأس المال المخاطر تطورت التدبير التي ساهمت لتقليل من عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة، وعليه حصرنا من هذا منظور أبرز هذه التدابير وقسمتها إلى تدابير قبل اتخاذ قرار التمويل، وتدابير أخرى بعد التمويل وبداية نشاط المشروع.

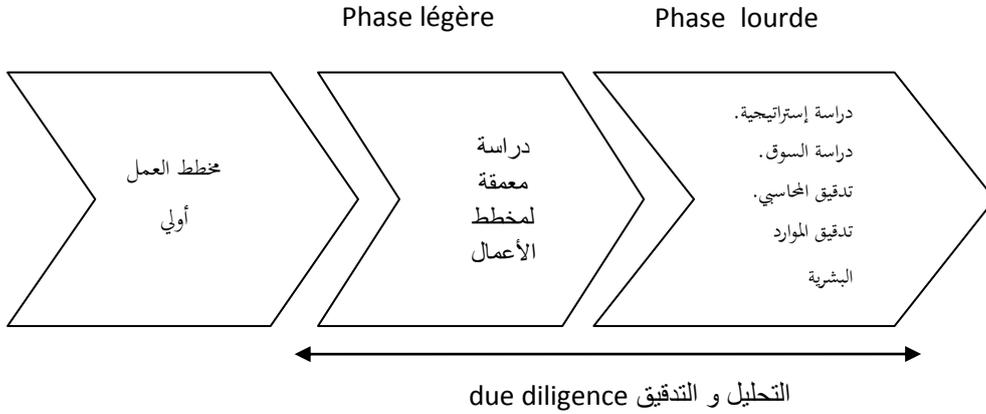
### 1.2.4 مراحل ما قبل التمويل و انتقاء المشروعات الواعدة:

- مخطط العمل business plan وسيلة للتقليل من خطر عدم تماثل المعلومات:

يمثل مخطط الأعمال، البنية المعلوماتية الأساسية لإطراف العقد، فهو أرضية أساسية لاتخاذ القرار في مجال التمويل يحوى معلومات شخصية، مالية، وتقنية من العميل، فقد يلجأ صغار المبدعين لهيئات ومختصين من حاضنة الأعمال التقنية لإعداده، كما أن دراسة مضمونه والتدقيق في معطياتها يكلف الممول المال والوقت. تدعى عملية الانتقاء حيث تتطلب مهارات عديدة ودراية كبيرة لفرع نشاط

المؤسسة، كما أن غياب المعلومات وصعوبة تقدير المخاطر من صاحب المخطط يؤدي بلا شك إلى سوء تقدير المخاطر من طرف الممول وبالتالي سيواجه خطر ضياع أمواله و أموال الغير .  
ولذلك يعتبر مخطط العمل BUSINESS PLAN البنية التحتية لاتخاذ قرار التمويل، فهو مخطط يتناول جوانب مختلفة لمشروع فهي وثيقة تقدم صورة مستقبلية للمشروع، إذ يرى MERCHSENAY أنه عقد قاعدي أخلاقي بين طرفين العقد وميثاق النمو المؤسسة.<sup>23</sup>

## شكل 2: مراحل قراءة مخطط العمل من منظور الممولين برأس المال المخاطر



SOURCE :Pierre BATTINI (2000), capital risque mode d'emploi Edition la découverte :p08

غالبا ما يحتوي مخططات العمل على تقديرات مالية محاسبية معمقة، كما إنها تمكن من تجديد إستراتيجية المؤسسة، وتعكس أيضا نظرة صاحب المشروع للسيناريوهات المستقبلية، وفصل يعرض السيرة الذاتية لطالب التمويل (التكوين، الشهادة الجامعية، الخبرة المهنية إذا وجدت... الخ)، كما يجب أن يحتوي المخطط بحجم الأموال المطلوبة من طرف الممول و يبدو أن مخطط يقدم معلومات أكثر دقة و اتساع مقارنة مع الدراسة جدوى في الحالة الاستدانة، و بالتالي يقلل من المعلومات المحتكرة من طرف الملاك المسيرين المقبلين على الاستثمار.

يشير Gilles MOUGENOT إلى نقطة مهمة تتعلق بحماية براءات الاختراع، حيث يرى أن مخطط العمل الأولي يجب أن لا يتضمن معلومات تفصيلية وحساسة عن الابتكار في المرحلة الأولى، و جدير بالذكر أن يقدم صاحب الفكرة للمقيمين ملخصا واضح المعالم، أما تفاسل الفكرة فقد يتم في المراحل المتقدمة أي بعد قبول دراسة عميقة للملف. لذلك يعتقد الكاتب أن منهجية تقديم مخطط الأعمال يمكن حصرها في أربع محاور رئيسية وهي كالتالي:<sup>24</sup>

- بيانات المنظم ( صاحب الفكرة) الأساسية.
- بيانات حول مضمون الفكرة.
- الحجم الكلي للتمويل والحصة المطلوبة من الممول.

<sup>23</sup> P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY (1996); L'Entrepreneuriat ; Op.Cit. p31- 32

<sup>24</sup> gilles MONGENOT,( 2007) ; Tout savoir sur le capital investissement, Gualino Édition

● مدة تنفيذ الاستثمار، و الإيرادات المتوقعة. إن اتخاذ القرار النهائي للاستثمار أو رفضه تأخذ في الحسبان محددات كثيرة، فالمحددات التقليدية لتمويل بالاستدانة ليست كفيلا لتحديد مسار المؤسسة و فرص نجاحها في المستقبل.

- **عقد المساهمين pacte de partenariat**: وهو عقد أساسي يقوم على تحديد نوعية العلاقة بين المساهمين والممولين فهو يتضمن مجموعة من البنود التي تعمل تجنب حدوث صراعات محتملة في المستقبل برغم من مشاركة الممول في قرارات المؤسسة، كما هو معلوم فإن الممول يساهم ماليا و فنيا في بناء الخطط الإستراتيجية كفيل لإنجاح الشراكة.

يرى فريق من الكتاب أمثال N.LEVRATTO أن علاقة الممول و المستثمر هي علاقة لا تحلو كغيرها من علاقات تفويض من المخاطر و تضارب الأهداف وهناك مؤشرات قوية لحدوث تضارب الأهداف بين الطرفين، وبالتالي توجد علاقة الوكالة وأخطار معنوية قد تؤثر على مصلحة الطرفين في حالة حدوث السيناريو غير مرغوب<sup>25</sup>.

في المقابل يشير P.GOPERS & J. LERNER في هذا المنظور أن العقد المبرم بين الممول و المنظم هو عقد يتأثر برؤى المستثمرين المؤسساتيين (أصحاب رؤوس الأموال)، فهم في الحقيقة أيضا أطراف فاعلة فيما يخص توجهات نشاط المؤسسات الممولة وبالتالي توجد ثلاث إطراف في تأثير على قرارات المشروع الممول، لكن يعتبر أن عقد بذاته وتجربة الممولين في سوق رأس المال المخاطر تقلل من حالات عدم تماثل المعلومات<sup>26</sup>.

## 2.2.4. مرحلة التمويل وتنفيذ الخطط الإستراتيجية للمشروع

قبول التمويل وانطلاق تنفيذ المشروع وفق الخطط تمويل

- **هيكلية مجلس الإدارة**: يساهم ممولين برأس المال المخاطر كما هو معلوم بشكل من أشكال في إستراتيجية العامة للمشروع بحكم أنهم شركاء وفي الكثير من الحالات يتفاوضون على مناصب مجلس الإدارة للمشروع و هذا يمثل تنظيم و هيكلية لمجلس المراقبة من طرف الممول ويساهم بلا شك في التقليل من خطر عدم تماثل المعلومات، رغم أن ليس من مصلحة الممول مراقبة دقيقة للمشروع وتدخل في قرارات المشروع باعتبار أنه توجد علاقة تربط الملاك المسيرون و الممولون، إذ أن تتحسد خطوط الاتصال بينهم و يبلغون الممولون في حالة تغير الأوضاع المتعلقة بالمشروع.

- **الدعم و المشورة الفنية HAND-ONE**: تعتبر المشورة الفنية من أهم ما يميز الممول برأس المال المخاطر عن غيرهم حيث أن متخصصون في مجالات متعددة فهم يقدمون أيضا مشورتهم غير المالية من الناحية التجارية والصناعية، وهذا ما يعزز قدرات المؤسسات الابتكارية ويرفع من حظوظ النجاح، إذ أن المخاطرين برأس المال مهنيون ومختصين أيضا في جمع المعلومات بفضل الشركاء réseaux ومعلومات الوضع المالي للمشروعات الممول سابقا، كما يمتازون بمعارف تقنية تتيح لهم معرفة الأوضاع المحيطة بالنشاط، وبالتالي لا يمكن وصف هؤلاء أنهم يعانون من عدم تماثل المعلومات بقدر ما يعاني منه مقدموا القروض المصرفية.

- **تمويل المرحلي**: أن من أهم أساليب المراقبة و تصويب إستراتيجية المتفق عليها من قبل الطرفين هي مرحلة التمويل حتى يتم تقليص تضارب المصالح المخاطرين والملاك المؤسسة الناشئة<sup>27</sup> فقد يلجأ الممول على تقديم رأس المال بدفعات وقت الحاجة، و يكون بعد تأكيد

<sup>25</sup> N. LEVRATTO (1998); le poids de l'asymétries informationnelle et l'aléa moralité dans la relations entre banque et PME ; UMR, N°42 CNRS, p11.

<sup>26</sup> GOMPERS P. & LERNER J(1998).,« What Drives Venture Capital Fundraising? », Brooking Papers on Economic Activity: Macroeconomics, National Bureau of Economic Research, Washington; USA;p420.

<sup>27</sup> راجع حواني ، رامي حديد (2015): منطق التدرج في مصادر التمويل لدى المؤسسات الصغيرة الابتكارية مجلة العلوم الإنسانية، بسكرة، العدد33، ص 438

من إتمام المرحلة المخطط لها مسبقا وفي حالة عدم احترام المالك المسير أو إخلال في صرف الأموال يتمتع الممول في تقديم دورات تمويلية لاحقة.

#### جدول رقم 4 : مصدر تضارب أهداف الممول برأس المال المخاطر و الملاك المسيرين.

الأهداف		مصدر تضارب الأهداف
الملاك المسير	الممول	
تحقيق أرباح مناسبة	أعلى معدل عائد داخلي TRI	المردودية
استمرارية المؤسسة. تكوين ثروة شخصية	تحقيق أرباح مرضية.	نشاط المهني
الرقابة و تحكم في المؤسسة	فعالية المؤسسة	إدارة و رقابة على المؤسسة
توريث المؤسسة	الخروج الناجح من المؤسسة	نهاية العقد

Source : Pierre BATTINI ; Capital risque mode d'emploi ; Op.Cit. ; p27.

يشير H.AZOLEY إلى أن تمويل برأس المال المخاطر هو أكثر من تمويل مؤسسة بما أن تمويل مؤسسة سيكون له أثر مباشر على قرارات المؤسسة وبعبارة أخرى ستعمل هذه الشراكة على فصل بين ملكية المؤسسة ومراقبة التسيير<sup>28</sup>. بالرغم من أن المنظم هو الذي يتحمل مخاطر التسيير، فإن الممول يملك مسؤولية في ذلك و يقدم منظوره الخاص، وفي هذه الحالة يمكن أن تتعارض مع نظرة الملاك المسيرين في المؤسسة وستؤدي إلى تضارب الأهداف والوقوع في مشكلة الوكالة. وكخلاصة لما سبق نرى أن ترتيبات العقد ودراسة كل سيناريوهات المحتملة بين الممول و الملاك المسيرين و الأطراف الأخرى لا يمكن أن تكون سلبية كما يرى بعض الكتاب وتؤدي حتما إلى حدوث نزاعات في حالة حدوث السيناريو غير مرغوب فيه بل نراها إيجابية أكثر في كل الظروف وتقلل بشكل كبير تكاليف الوكالة، الخطر المعنوي والاختيار المعاكس بما أن الممول برأس المال المخاطر على دراية أنه ليس كل المشروعات الممولة ستنتج مستقبلا بل أن نسبة كبيرة منها قد تختفي و تضع أموال دون قدرة على استردادها.

#### خاتمة:

هذه الورقة عبارة عن محاولة متواضعة لتعريف بصيغ التمويل برأس المال المخاطر و إبراز خصائصها الأساسية، ومحاولة دراسة مدى صعوبة تمويل المشروعات الناشئة بناء على مقارنة نظرية التي قدمت تحليلا معمق لإشكالية تمويل المشروعات الناشئة وصعوبة تقدير مخاطرها المستقبلية، و حصلت الدراسة إلى ما يلي :

- وجود صعوبات في تمويل مشروعات الناشئة من مصادرها التقليدية أمرا حتميا مهما كانت الظروف.
- أن المشروعات الناشئة ذات النشاط الإبداعي تفتقر في الغالب لمطالبات الاستدانة التقليدية نظرا لخصوصياتها.
- لا يمكن للمشروعات start-up توفير أموال ذاتية، كما أن أصول المشروع هي أفكار كامنة (أفكار، اختراعات، تعديل على منتج...)

إن ملاذ الأخير للمشروعات الناشئة تبقى في عروض رأس المال المخاطر فهي وساطة قادرة على ملء فراغ عروض التمويل التقليدي، وسد حاجة تمويل المشروعات الحديثة،

<sup>28</sup> H.AZOLAY (2001), De l'entreprise traditionnelle a la start-up; Édition d'organisation , p33.

وبناء على ما سبق يمكن القول رأس المال المخاطر يستهدف المشاريع الناشئة لعدم توفرها على شروط الاستدانة. مما يجعلنا نقبل الفرضية الأولى المتمثل في أن تمويل برأس المال المخاطر يستهدف المشاريع الناشئة لعدم توفرها على شروط الاستدانة. يساهم رأس المال المخاطر في إعداد ومراقبة خطط الإستراتيجية للمشروعات الممولة عند الضرورة وهذا ما يقرب الممولين أكثر من الملاك المسير، إن هذا الوضع يقلل بشكل كبيرة فجوة المعلومات بين أطراف العقد، كما أن الممولون يوفرون مشورتهم غير المالية من الناحية التجارية والصناعية، وهذا ما يعزز قدرات المؤسسات الابتكارية ويرفع من حظوظ النجاح، وهذا يجعلنا نقبل الفرضية الثانية المتمثلة في أن التمويل برأس المال المخاطر يخفض إلى حدود دنيا عدم تماثل المعلومات.

## المراجع:

2. Emmanuel NOUTARY , (2008) Financement des start-up et de l'innovation dans les PME région MEDA ; EUROMED rapport innovation and technology program .
3. Emmanuelle DOBOCAGE ,( 2006) le capital-risque ; édition la découverte .
4. Emmanuelle DUBOGAGE ,( 2003) , Le capital risque un mode de financement dans un contexte d'incertitude ; thèse de doctorat ; université paris 13 .france.
5. gilles MONGENOT,( 2007) ; Tout savoir sur le capital investissement, Gualino Édition.
6. GOMPERS P. & LERNER J, (1998),« What Drives Venture Capital Fundraising? », Brooking Papers on Economic Activity: Macroeconomics, National Bureau of Economic Research, Washington ;pp 348- 420.
7. H.AZOLAY (2001), De l'entreprise traditionnelle a la start-up; Édition d'organisation.
8. Jean LACHMANN, (1996), Financer l'innovation des PME ; édition ECONOMICA .
9. Josée ST-PIERRE(1999), la gestion financière des PME théorie et pratique, presse de l'université du Québec ,vol21 canada.
10. Michel DEREMBOURG, (1997), les PME et l'intelligence économique ; Revue problème économique n°2518 ; avril ;pp24-26.
11. MONDHER Chérif (1999), Asymétrie d'information & Financements des PME ; Revue d'économie financier n ° 57, p p152-169.
12. N. LEVRATO,(1998); le poids de l'asymétries informationnelle et l'aléa moralité dans la relations entre banque et PME ; UMR, N°42 CNRS .
13. NVCA (2006); Private Equity Performance In Q03in 2006 ; National Venture Capitaltion Q03; rapport USA.
14. OCDE; (2007), science, technologie et industrie; Tableau de Bord de L'OCDE rapport.
15. P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY ,(1996) L'Entreprenariat ; Edition ECONOMICA .
16. Pierre BATTINI(2000) capital risque mode d'emploi, édition la découverte.paris.
17. AFIC (2006), Association française des investisseurs en capital- risque, rapport L'indicateur Chausson Finance .

18. راجع خواني ، رامي حديد (2015): منطق التدرج في مصادر التمويل لدى المؤسسات الصغيرة الابتكارية مجلة العلوم الإنسانية، بسكرة، العدد33، ص 448-434.
19. رشيدة عزيزو، بن علي بلعزوز(2017): تمويل المؤسسات المصغرة، الصغيرة و المتوسطة في ظل عدم تماثل المعلومات مجلة المعارف، العدد22، ص326-312.
20. سحنون سمير (2013)، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة برأس المال المخاطر دراسة حالة تونس، الجزائر ،و المغرب، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم، جامعة تلمسان.
21. سحنون سمير، لزرقي محمد(2014): عقبات التمويل التساهمي برأس المال المخاطر في الدول المغاربية، مجلة دفاتر اقتصادية جلفة مجلد7 ص 158-140.
22. سمير محمد أحمد،(2001)، معوقات التمويل من وجهة المصرفية، ندوة واقع و مشكلات المشروعات الصغيرة و المتوسطة و سبل دعمها و تنميتها، غرفة التجارة الصناعية ، الرياض ، المملكة العربية السعوديةص235-210.
23. مصطفى بورنان، علي صولي(2020): استراتيجيات المستخدمة في دعم و تمويل المؤسسات الناشئة(حلول لإنجاح المؤسسات الناشئة) مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 11(1) ص 148-131.
24. موقع الوكالة الوطنية للتطوير الاستثمار، صناديق الولاية، [www.andi.dz](http://www.andi.dz) تصفح(2021/01/12).