

# رأس المال المخاطر كآلية للحد من الفجوة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة - الاتحاد الأوروبي نموذجاً -

د. محمد يدو أستاذ محاضر أ- جامعة البليدة 2

د. حكيم بوحرب أستاذ محاضر أ- جامعة خميس مليانة

**الملخص:** تهدف هذه الورقة البحثية إلى استعراض أسلوب رأس المال المخاطر وإطاره المفاهيمي، وابرار مكائته في الحد من المشاكل التمويلية التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وكذا المزايا التي يقدمها هذا الأسلوب التمويلي للمؤسسات المستهدفة والتي تجلت في نجاعته في الحد من احتمالات فشل هذا النوع من المؤسسات، وذلك بعرض إحدى أهم التجارب الدولية الناجحة في هذا المجال وهي تجربة الاتحاد الأوروبي.

**الكلمات المفتاحية:** رأس المال المخاطر، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التمويل، الاتحاد الأوروبي.

**مقدمة:**

يرتبط نجاح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحقيقها لأهدافها، بإعتبارها منظومة فاعلة ومرنة تجاه متغيرات البيئة الإجتماعية المحيطة بها إرتباطاً وثيقاً بفعالية قدرتها التمويلية في الحصول على التمويل اللازم لتمويل أعمالها الاستثمارية بإعتباره الركيزة الأساسية والدعامة التي من شأنها ضمان بقائها واستمرارية نشاطها ودعم خططها ومسار نموها، لا سيما في ظل التحولات العميقة التي شهدتها العالم في مجال التمويل وماأفرزته من تحديات ورهانات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في مجال التمويل ما جعلها تتخبط في العديد من المشاكل والصعوبات التمويلية لاسيما اذا تعلق الامر بالحصول على مصادر التمويل الخارجي خاصة في صورها التقليدية، وهنا تظهر أهمية رأس المال المخاطر في التخفيف من حدة الفجوة التمويلية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك بإعتباره آلية تمويلية مستحدثة لا تكفي بالتمويل فقط، بل تعمل على تقديم مختلف صور الدعم لهذه المؤسسات، وذلك من خلال المتابعة والمشاركة في إدارة وتسيير هذه المؤسسات.

إعتماداً على هذا الطرح، وضمن إطار الهدف العام للدراسة وإماماً بجوانب الموضوع، إرتأينا صياغة إشكالية بحثنا كما يلي:

"ما مدى إمكانية مساهمة رأس المال المخاطر في الحد من الفجوة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟"

#### • محاور البحث:

للإمام بجوانب الموضوع وبلوغاً للأهداف المرسومة لهذا الجهد العلمي، ومحاولة منا لمناقشة وتقييم موضوع "رأس المال المخاطر كآلية للحد من الفجوة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة- الاتحاد الأوروبي نموذجاً - إرتأينا تقسيم بحثنا إلى ثلاث محاور رئيسية، تسبقهم مقدمة وتليهم خاتمة، حيث تمثلت هذه المحاور فيما يلي:

أولاً: ماهية رأس المال المخاطر:

ثانياً: حقيقة الفجوة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهمية الحد منها:

ثالثاً: المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأوروبية وأهمية رأس المال المخاطر في الحد منها.

أولاً: ماهية رأس المال المخاطر:

#### 1- نشأة رأس المال المخاطر:

يرجع أصل نشأة رأس المال المخاطر إلى اليوناني (زالس ديماليت) مؤسس علم الهندسة والذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي (استخراج الزيت من الزيتون) بفضل القروض التي حصل عليها ولولاها ما أمكنه من إنشاء أو تطوير مشروعه، فقد اعتبر أصحاب هذه الأموال مقرضين مخاطرين، والنشأة الحديثة المنظمة لرأس المال المخاطر في العالم تنسب إلى الجنرال (دورات) الفرنسي الأصل الذي أنشأ في أمريكا عام 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم، ونعني بها مؤسسة American Research and development (ARD)، والتي تخصصت في تمويل الشركات الالكترونية الناشئة، ثم تباطأ رأس المال المخاطر في السوق الأمريكية حتى عام 1977 والذي شهدت طفرة كبيرة في عدد المؤسسات المنشأة، أما في أوروبا فقد عرفت مؤسسات رأس المال المخاطر في تاريخ أحدث، لكنها لاقت عناية كبيرة من الجماعة الأوروبية التي تأسست في بروكسل عام 1983 الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (جمعيّة جمعة، Association (EVCA) European venture capital) (2011)

## 2- تعريف رأس المال المخاطر:

يعرف رأس المال المخاطر على أنه: "شراء حصص في رؤوس أموال المؤسسات لتمكينها من تمويل انطلاقتها، ونموها، أو انتقالها من مرحلة إلى أخرى. هذه المشاركة تعتبر بشكل أساسي مالية، ولكنها يمكن أن تكون كذلك استراتيجية (توفير شبكة من المعرفة، والخبرة في إدارة الموارد... الخ)" (Fabrice Pansard, juin 2007) .

وفقا لـ Bascha et Walz (2001) رأس المال المخاطر هو أسلوب تمويلي يقوم على المعايير التالية: (TO HUYVu, Janvier 2010)

- تمويل وسيطي خلال مدة التواجد في رأس مال المؤسسة والتي عموما محدودة؛
- متابعة ميدانية للمشاركة، ومراقبة معمقة مبنية على عقد صريح أو تكون ضمنية وخلق القيمة؛
- المكافآت أو الإيرادات تتحقق أساسا عند بيع حصة المساهمة سواء عن طريق تحويلها لطرف آخر أو عن طريق طرح ادراجها في البورصة؛
- مساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المدرجة في بورصة الأوراق المالية والتي تتمتع بإمكانيات عالية لتحقيق النمو.

وبناء على ما سبق فإن رأس المال المخاطر يوفر صلة بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر رؤوس الأموال، وذلك من خلال توفير فرص استثمارية لبعض أصحاب رؤوس الأموال في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة المبتكرة وعالية النمو منها، ورأس المال المخاطر يوفر فرص للتعويض عن المخاطر في فئات أخرى من الأصول (OECD,2006).

## 3- مزايا رأس المال المخاطر:

تتضح مزايا رأس المال المخاطر كأسلوب للتمويل والاستثمار فيما يلي: (روينة عبد السميع، حجازي اسماعيل، أبريل 2006).

- أ- المشاركة: إن أصحاب التمويل يعتبرون شركاء في الجدوي والمسؤولية. فإذا كان صاحب المشروع يعتبر من خلال رأسماله المؤسس للشركة فإن شركة رأس المال المخاطر تقوم بالوساطة بين الطرفين نظير حصة ربح تحصل عليها، والأطراف تتمثل في المستثمر وهو صاحب المال الذي يريد استثماره، والتمويل الذي يقوم بدور شركة رأس المال المخاطر في إدارة صندوق المخاطر نظير حصة من الربح يحصل عليها وهي من 15% الى 30% حسب الإتفاق بالإضافة إلى 2,5% مقابلا لمصاريف الإدارة سنويا.

**ب- الانتقاء:** أمام الممول فرصة لاختيار الموضوع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر ولكنها تكون ذات أرباح عالية وتتضاعف بعد ذلك قيمة أصولها. بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن الشركات المليئة (صاحبة القدرة على السداد) ولا تبالي بمستقبل الشركة وإمكانية نجاحها.

**ج- المرحلية:** من خصائص رأسمال المخاطر أن التمويل يتم علي مراحل وليس علي دفعة واحدة، هذه المرحلية تلائم التمويل بالمشاركة وذلك أنه في عقد المشاركة يضطر المستثمر للرجوع إلى الممول للحصول علي التمويل التالي وفي هذا ضمان لصدق المستثمر في عرض نتائج الأعمال ويعطي الفرصة حين فشل المشروع قبل تضاعف الخسارة، أو تعديل خطط المشروع وإصلاح مساره.

**د- التنوع:** يمكن للممول أن يوزع تمويله علي عدة مشاريع متباينة المخاطر، بحيث ما تخسره شركة تعوضه الأخرى ثم إن المشاركة تفتت الخطر ومن ثم تكون القدرة علي تحمل المخاطر أعلي من القرض، فضلاً عن أن الرقابة والمتابعة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات.

**هـ- التنمية والتطوير:** إن هذا النوع من المشاركة قادر علي تمويل مشاريع عالية المخاطر ومن ثم يستطيع أن يفتح مجالات للاستثمار لا يطرقها إلا الرواد القادرون ويعوضه عن هذا الخطر ما يتحقق من مكاسب وعائد كبير. لقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة "كأبل" و"مايكروسوفت" و"كومباك" و"البيدرال إكسبرس"، و"جنيتك" وغيرها وكانت التقنية القائمة بما شبه مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية.

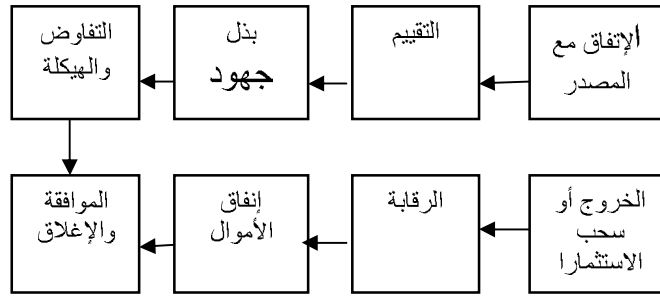
#### 4- عمليات رأس المال المخاطر:

عمليات واستثمارات رأس المال المخاطر توصف بكونها طويلة ودقيقة وتتطلب الكثير من المتابعة وأصحاب رؤوس الأموال المخاطرة عادة ما يستثمرون في نسب صغيرة من الشركات التي تراجعها، وفي هذا السياق أثبتت بعض الدراسات ارتفاع معدلات رفض تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لدى شركات رأس المال المخاطر في بعض المناطق، حيث أنه هناك مؤسسة واحدة من بين 10 إلى 20 مؤسسة تجتاز المراحل الأولى من عمليات دراسات الجدوى، حيث أن هناك العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الراغبة في الحصول علي فرص تمويلية برأس مال مخاطر تتميز بمزايا فنية وتقنية وتجارية لا تتماشى مع التوجهات العامة لشركات رأس المال المخاطر وتخصصاتها.

للتخفيف من حجم المخاطر التي تواجهها تعتمد شركات رأس المال المخاطر إلى جميع مجموعة تتكون من 20 إلى 30 مؤسسة صغيرة أو متوسطة حديثة النشأة في صندوق رأس مال مخاطر واحد، بالإضافة إلى عقد شراكات استثمارية مع شركات رأس مال مخاطر أخرى ذات الخبرة والمهنية الكبيرتين.

والشكل الموالي يوضح عمليات الاستثمار النموذجية لشركات رأس المال المخاطر:

#### شكل رقم (01): عمليات شركات رأس المال المخاطر



Source: (Francis C. C. koh2002) , Markets and industry venture capiyl and economic growth: an industry overview and singapore's experience, *The Singapore Economic Review*, Vol. 47, No. 2 , p 248

على عكس الاقراض المصرفي، أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة ليسوا ممولون سلبيون، حيث نجد ان معظم شركات رأس المال المخاطر تدعم نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال المشاركة الشخصية لمخاطر الشركاء، والمساهمة في الادارة، ووضع الاستراتيجية التسويقية والخطط الاستثمارية للمؤسسات. فمع شبكة الاتصالات الصناعية لأصحاب رؤوس الأموال المخاطرة يلعب هؤلاء دورا استشاريا هاما في صياغة استراتيجيات الأعمال لمؤسسات المحفظة وتقديم المشورة لإدارة، كما أنه من الشائع للشركاء من رأس المال المخاطر أن يقوموا بشغل مقاعد في المجالس الادارية للمؤسسات المستثمر فيها.

هيكل التعويض لشركات رأس المال المخاطر يبنى عادة على أساس الأداء. كمدير للاستثمار، تتحمل شركات رأس المال المخاطر مسؤولية الرسوم الادارية لتغطية التكاليف الادارية الملزمة لرأس المال المخاطر، حيث يتم دفع الرسوم الادارية عادة في كل فصل خلال حياة الصندوق أو ربما يتم انقاصها أو تقليصها في مراحل لاحقة من حياة الصندوق، ويتم هذا من خلال التفاوض مع المستثمرين المساهمين في انشاء الصندوق (Francis C. C. koh2002).

## 5- هيكل صناديق رأس المال المخاطر:

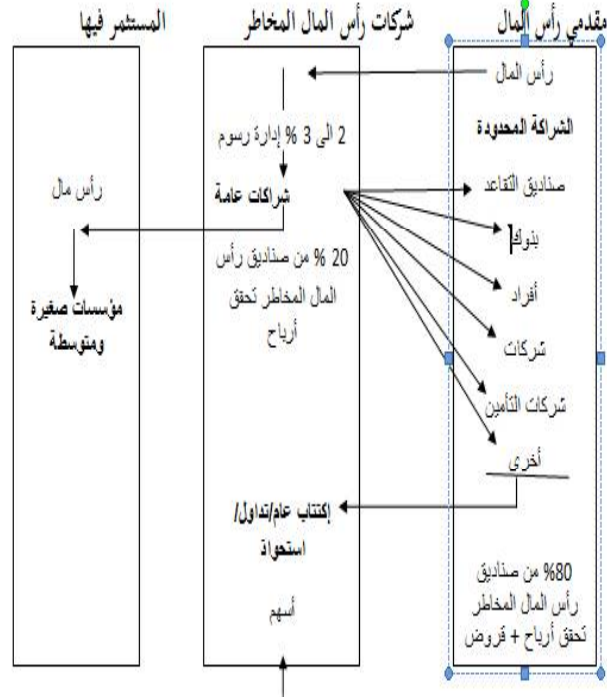
شركات رأس المال المغامر ترفع رأسمالها عن طريق عدد من المستثمرين وتقوم بإعادة استثمارها من خلال صناديق معظم هياكلها تأخذ شكل الشراكة المحدودة " limited partnership"، وفي هذا الهيكل يقوم المستثمرون أي الشركاء الاشتراك في الصندوق والالتزام بدفع مبلغ معين خلال فترة حياة الصندوق (European Investment Bank, February 2001).

هذه المجموعة من رأس المال المخاطر يمكن أن تكون على شكل صغير في حدود 50 مليون دولار، أو كبير في حدود 8 مليار دولار، وهذه الشراكة مصدر أموالها من صناديق المعاشات، الهبات الجامعية، مؤسسات، وبعض الأفراد الأثرياء، وفي العادة مسيرو هذا الشكل من رأس المال المخاطر هم شركاء.

الشركاء المحدودين يقدمون في العادة التزام باستثمار أموالهم لمدة تتراوح بين سنتين وثلاث سنوات، وهنا يرى العديد من الاقتصاديين أن هذا التصرف يجعلهم مستثمرون سلبيون (David Gladstone, Laura Gladstone, 2002).

**الشراكات العامة:** يقوم مسيري الصندوق في هذا الشكل الهيكلي لشركات رأس المال ال مخاطر بتوجيه أسفل رأس المال المستثمرين الملتزمين حسب الحاجة وذلك بالشكل الذي يسمح بإقامة استثمارات وتغطية التكاليف والرسوم الادارية الخاصة بها، وعادة ما ستغرق الصندوق في هذا الشكل من سنتين الى ثلاث سنوات حتى يكتمل بالشكل التام ويقوم خلال هذه الفترة بعشرة الى عشرون استثمارا (أو صفقة)، وتكون حياة الصندوق محددة عادة بعشر سنوات، حيث يجب على مدير الصندوق كيفية الخروج من جميع الاستثمارات، كما يمكن إطالة عمر الصندوق الى سنتين أو ثلاث سنوات أخرى وذلك بموافقة أغلبية الشركاء على ذلك. في الشكل السابق (الشراكات المحدودة) يتم توزيع العوائد الاستثمارية مباشرة، أم في الشركات العامة، فان مدير الصندوق له هياكل بديلة يمكن من خلالها التصرف في هذه العوائد وذلك بما يتماشى مع مصلحة الصندوق، وذل كأن يجعلها كأموال دائمة الاخضرار "evergreen"، حيث يقوم مدير الصندوق بحجز العوائد وإعادة استثمارها، وكذلك ترتيبات استثمارية موازية "parallel"، إذ أن مدير الصندوق يقوم باتخاذ القرارات الاستثمارية مباشرة بنفسه وذلك نيابة عن المستثمرين في الشركات الأساسية، والشكل الموالي يوضح هيكلية صناديق رأس المال المخاطر.

## شكل رقم (02): هيكل صناديق رأس المال المخاطر



*Source: European Investment Bank, Financing innovative firms through venture capital, EIB SECTOR PAPERS February 2001, p 10*

هيكل رأس المال المخاطر ذو الشراكة المحدودة يعكس الآليات التعاقدية القائمة (التعويضات، التعهدات، القيود) اللازمة لمواءمة الخواطر من أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة مع تلك التي تعود إلى المستثمرين. شركات رأس المال المخاطر من خلالها هيكل صناديقها تهدف إلى جعلها أكثر جاذبية للمستثمرين من خلال معالجة احتياجاتهم ومشاكلهم. لكن وفي هذا السياق من الواجب التنبيه إلى أنه هناك شبكات بارزة في صناعة رأس المال المخاطر، حيث أن شركات رأس المال المخاطر تميل إلى توحيد استثماراتهم مع شركات رأس مال مخاطر أخرى، بدلاً من لأن تستثمر لوحدها، وبالتالي على شركات رأس المال المخاطر أن تضع معطيات حول استثماراتها السابقة والحالية في شبكات للعلاقات مع شركات رأس مال مخاطر.

يستند عقد رأس المال المخاطر يستند لهيكل عملية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر وهو يتمحور حول ثلاث نقاط أساسية: (Eric Stephany, 2003)

- بعد مرحلة التقييم، العقد سيحدد شروط الدخول في رأس المال المخاطر للمؤسسة (الأحكام القانونية، تقييم المشاركة في رأس المال) وخيار الدعم المالي (أسهم عادية، أوراق مالية مستحدثة)، وتحديد فترة تقديم التقارير المالية، وتوزيع المناصب الإدارية لرأس المال المخاطر أو لمن يمثله.

- العقد يساعد على إقامة تسوية مؤقتة للعلاقة بين الجهات الفاعلة، لكنه وفي نفس الوقت لا يشمل جميع حالات الصراع التي يمكن أن تحدث بين كلا الجهتين، والتي تمثل أيضا حالات دمار للقيمة.

- منطلق رأس المال المخاطر يوضح أسلوب وطريقة الخروج من رأس المال المخاطر في المراحل الأولى من التقييم، حيث أن بعض بنود العقد يساعد على إعداد استراتيجية للخروج من رأس المال.

ثانيا: حقيقة الفجوة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهمية الحد منها:

#### 1- الإطار العام للفجوة المالية

أصبح مصطلح الفجوة المالية يستخدم لدى الكثير من المفكرين الاقتصاديين بدلا من المشاكل المالية، وذلك للدلالة على عدم ملاءمة المعروض من الخدمات المالية للاحتياجات والطلبات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (International finance corporation, October 2010). وتشير الإحصائيات إلى أن الفجوة المالية التي يعاني منها قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تقدر بحوالي 90% من احتياجاتها المالية (صلاح الدين حسن السيسي، 2009).

في ما يخص أسباب هذه الفجوة المالية فنجد هناك العديد من الاختلافات بين المفكرين الاقتصاديين في هذا الجانب، فهناك من أرجعها إلى تخلف البيئة التمويلية التي تنشط فيها هذه المؤسسات، حيث أن العديد من البنوك التجارية الرئيسية في الكثير من الدول تتردد في الدخول في عمليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالرغم من أن هذه الأخيرة تتخذ البنوك التجارية كقابلة أولى لطلب التمويل الخارجي. ففي هذا السياق هناك الكثير من العوامل التي أصبحت تؤثر في سلوك الاقراض لدى البنوك، من بينها الأزمة المالية، والتعديلات على الانظمة المصرفية والأطر القانونية المنظمة لتعاملاتها، وزيادة حالات الإفلاس للعديد من المؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة منها، بالإضافة إلى المشاكل المتعلقة بالسيولة والضمانات والجدارة الائتمانية، كل هذه التغيرات البيئية وغيرها أثرت في النشاط المصرفي وأدت به إلى تشديد معايير الائتمان والتقليل من



التعاملات في الأصول عالية المخاطر. وهناك من برر هذه المشكلة التمويلية بوجود مشاكل داخلية تتعلق بالمؤسسات نفسها تعيق حصولها على التمويل اللازم، فحسب (Macmillan 1931) مثلا فان مشكلة نقص الخبرة الادارية تعتبر من أهم الأسباب التي تؤدي بمختلف المصادر التمويلية عن العزوف عن تلبية الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة قليلة في الدول المتقدمة بالمقارنة مع نظيراتها في الدول النامية، وهذا الإستنتاج نابع من العديد من الدراسات الاستقصائية التي تناولت تمويل هذه المؤسسات في عدة بلدان، فمثلا بنك إنجلترا وحسب مسح أجراه في عام 2004 وجد أن حوالي 80% من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة استخدمت التمويل الخارجي، وتم رفض 11% فقط من الطلبات على الائتمان من الطلبات على الائتمان و 19% حصلت على قروض أقل من احتياجاتها، و فقط من 5% إلى 8% من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أحبطت بشأن احتمالات التمويل الخارجي. بينما في كندا فقد حصلت حوالي 82% من هذه المؤسسات على التمويل اللازم لسد احتياجاتها، وفي الاتحاد الأوروبي حوالي ثلاثة أرباع من هذه المؤسسات لديها التمويل الكافي.

## 2- أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

يعتبر التمويل ضروريا لتمكين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من إنشاء توسيع أعمالها، وتطوير منتجاتها، فالكثير من هذه المؤسسات تبدأ نشاطها بطرح فكرة جديدة من قبل شخص أو مجموعة من الأفراد الذين يستثمرون أموالهم الخاصة، والتي في كثير من الأحيان لا تكون كافية لتحقيق الانطلاقة المرغوب فيها، مما يضطرهم الى اللجوء الى مصادر تمويلية أخرى كالأسرة والأصدقاء مقابل حصة في المؤسسة، إلا انه وفي نفس الوقت تبقى الموارد المذكورة سابقا غير كافية، حيث أنها لا يمكن أن تغطي الاحتياجات المالية المتزايدة لهذه المؤسسات، والتي تنمو مع نمو المؤسسة، وهنا تصطدم العديد من هذه المؤسسات بعراقيل حمة في سبيل حصولها على الموارد التمويلية، حيث أن الكثير منها لا يوفق في الحصول على قروض بنكية بسبب عدم قدرتها على استيفاء الشروط الكفيلة بذلك، أو لأسباب تتعدها مرتبطة بعزوف البنوك عن إقامة روابط مالية مع هذا النوع من المؤسسات، كما أن العديد منها محروم من الإدراج في البورصة ومن أموال الجهات المانحة التي هي أقل انفتاحا على الطلبات المالية لهذه المؤسسات.

ومن أهم المظاهر التي توضح أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتجلى دعم الابتكار، حيث أكدت الدراسات على تسارع وتيرة الابتكار في هذا النوع من المؤسسات خلال العقد الأخيرين، كما أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة ذاتا لامتكانيات عالية لتحقيق النمو (والتي تنشط عادة في القطاعات عالية التكنولوجيا) لعبت دورا محوريا في السنوات الأخيرة في زيادة الانتاجية والحفاظ على التنافسية، وبالرغم من أن المنتجات والخدمات المبتكرة تمتلك احتمالات كبيرة للنجاح وتحقيق النمو، إلا أنها وفي نفس الوقت لا يمكنها النجاح إذا لم تتمكن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من العثور على التمويل الذي تحتاجه، مما يسقط الأفكار النيرة على طول الخط ويحد من الرغبة الابتكارية، وهو ما يمثل خسارة للنمو الاقتصادي المحتمل (OCDE, février 2007).

توفير التمويل الملائم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يزيد من فرص هذه الأخير لتحقيق النمو، وفي هذا السياق أكد Levy (1993) أن نقص التمويل هو العائق الرئيسي لتوسع العمليات التجارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (Mengsteab Tesfayohannes, February 2012).

ثالثا: المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأوروبية وأهمية رأس المال المخاطر في الحد منها:

#### 1- أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الأوروبي:

عرف الاتحاد الأوروبي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كما يلي:

جدول رقم (01): تعريف الاتحاد الأوروبي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

المؤسسة	عدد العمال	رقم الأعمال السنوي	مجموع الميزانية السنوية
متوسطة	< 250	50 مليون € (كان 40 مليون € في 1996)	43 مليون € (كان 27 مليون € في 1996)
صغيرة	< 50	10 مليون € (كان 07 مليون € في 1996)	10 مليون € (كان 05 مليون € في 1996)
مصغرة	< 10	2 مليون € (لم تكن محددة في 1996)	02 مليون € (لم تكن محددة في 1996)

Source: Service Info Eco-fichier et tic, chambre de de commerce d'industrie et de services de la Moselle , la nouvelle définition des PME , 21-07-2006, p.02

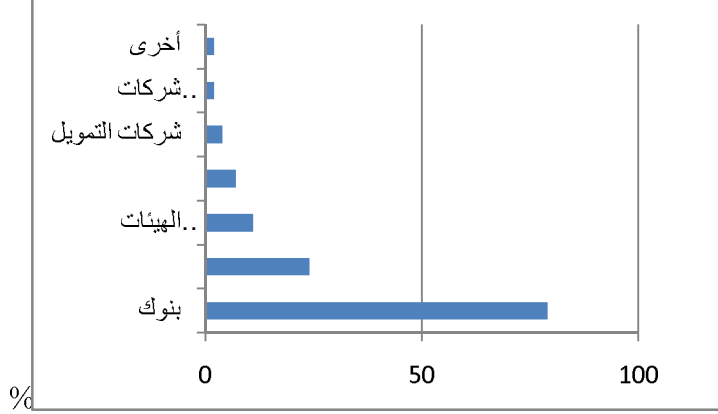
النجاح الاقتصادي الأوروبي اعتمد الى حد كبير على نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث أن هذه المؤسسات تساهم بأكثر من نصف إجمالي القيمة المضافة لاقتصاد الأعمال غير المالية، وخلق 80% من حجم الوظائف الجديدة في الاتحاد الأوروبي (European Commission, 2011)، كما أن هذه المؤسسات والتي تقدر بحوالي 21 مليون مؤسسة تمثل معظم أصول الاتحاد الأوروبي وقد ساعدت على دعم القدرة التنافسية الصناعية، وساهمت أيضا في استيعاب صدمة انهيار الطلب التي تزامنت مع وقوع أزمة الرهن العقاري (Jean-Louis Sangaré, Septembre 2010).

ونظرا للأهمية المتزايدة لمثل هذا النوع من المؤسسات في تحقيق التنمية الاقتصادية، أصبحت تحتل مكانة هامة في أجندة الخطابات السياسية لمختلف الهيئات والحكومات، وفي هذا السياق يمكن ذكر خطاب Edith Cresson رئيس الوزراء السابق لفرنسا وعضو المفوضية الأوروبية المسئولة بسياسات البحث، الابتكار، التعليم، التدريب والشباب، الذي أكد في الخطاب الذي القاه في فيينا في عام 1998 على أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة هي واحدة من مفاتيح النمو والعمالة في أوروبا، حيث أنها تستثمر في مجال البحوث، وتقوم بتصميم أو استخدام المنتجات المبتكرة وذلك بما يتماشى مع الاحتياجات السوقية، كما أنها تخلق قيمة مضافة وتوفر فرص عمالة لأصحاب التأهيل العالي، ومن المرجح ان تحتل مكانة هامة في الاقتصاد العالمي، وعليه فان الاقتصاد الأوروبي بحاجة لتواجد مثل هذه المؤسسات لذلك من المهم بما كان تخفيض العقبات التي تمنع في كثير من الأحيان انشائها ونموها (Gordon Murray, 1999).

## 2- المصادر والمشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأوروبية:

تعتمد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أنواع مختلفة من مصادر التمويل، ويعزى هذا التنوع الى التطور النسبي للقطاعات المالية الأوروبية، والتي تقوم على هياكل تنظيمية تتيح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من إمكانية الاستفادة القصوى من التمويل المتاح، وعلى العموم يمكن توضيح مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الشكل الموالي:

شكل رقم 03: مصادر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في أوروبا



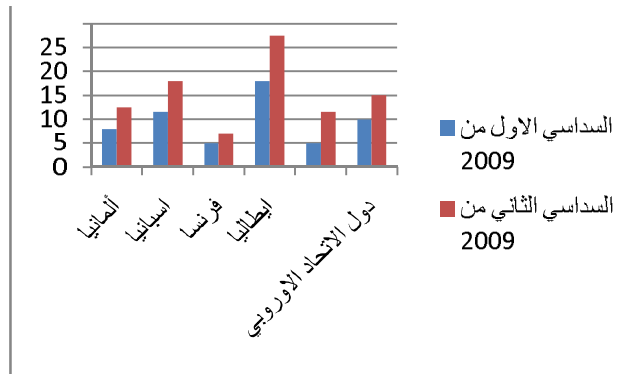
Source : OCDE, Le financement des PME et des entrepreneurs, février 2007, p 04

من خلال الشكل السابق يتضح لنا مدى اعتماد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاتحاد الأوروبي على القروض المصرفية في سد احتياجاتها المالية، ويرجع ذلك الى تطور الأنظمة المصرفية في الدول الأعضاء مقارنة مع الأنظمة المصرفية للدول النامية، حيث تتميز السوق المصرفية بالتنافسية والشفافية، كما أنها تطبق معايير تسييرية وتحوطية علمية ودقيقة، كما أنها تعتمد أساليب حديثة لتقييم المشاريع تعزز من ثقة البنوك في المشاريع الممولة. لكن وبالرغم من تنوع المصادر التمويلية المتاحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبالرغم من الجهود المبذولة من طرف الحكومات الأوروبية للحد من المشاكل التمويلية التي تعاني منها هذه المؤسسات إلا أن هذه الأخيرة مازالت تعاني من العديد من العقبات، خاصة مع الوساطة المالية التقليدية، حيث أنه في سنة 2009 ما بين 2% و 4% من هذه المؤسسات قدمت تقارير بعدم حصولها على التمويل على الاطلاق (Laura Giurca Vasilescu).

الأزمة المالية العالمية الراهنة كان لها الأثر الكبير على أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأوروبية، حيث أن هذه الأخيرة ومقارنة بنظيراتها الأمريكية، قد عرفت انخفاضا في الانتاجية وتباطؤ في النمو، فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية قد حققت نسبة نمو قدرت بـ 60% أما نظيرتها الأوروبية فقد حققت فقط 12% خلال السبعة سنوات الأولى (Jean-Louis Sangaré, Septembre 2010). حيث أن المؤسسات الصغيرة الأوروبية وفي هذا الخصوص فقد تعرضت إلى أزمة مزدوجة: فمن جهة فقد عرفت انخفاض حاد في الطلب على السلع والخدمات التي تنتجها، ومن جهة أخرى تعاطمت القيود الائتمانية مما أدى الى الحد من فرصها التمويلية. هذه الأحداث كان لها

تأثير كبير على التدفقات النقدية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وسيولتها، مما دفع الكثير منها الى الافلاس. كما أنه ونتيجة للأزمة المالية الأخيرة زادت احتياجات هذه المؤسسات للقروض المصرفية وذلك نتيجة للقيود التي فرضتها معظم البنوك، فعلى الرغم من ان البنوك تساهم في تمويل 75% من الاقتصاد الحقيقي في أوروبا، إلا أنه هناك بعض العراقيل التي تحول دون حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التمويل من البنوك، ووفقا للمسح الذي قام به البنك المركزي الأوروبي والمتعلق بالسداسي الأول من سنة 2011 فإن 11% من الطلبات التي تقدمت بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للحصول على قروض مصرفية تم رفضها، في حين أن 4% من هذه الطلبات قد تم رفضها بسبب ارتفاع التكاليف، وتحصلت 17% من هذه المؤسسات على قروض أقل مما طلبته من البنوك، وهذا يعني أن واحدة من كل ثلاث مؤسسات لم تحصل على التمويل الذي خططت للحصول عليه. والشكل الموالي يظهر حجم احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من القروض المصرفية لسنة 2009:

شكل رقم (04): احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من القروض المصرفية في منطقة اليورو (صافي النسبة المتوية من العينة)



Source: ECB, "Survey on the access to finance of SMEs in the Euro area: secondhalf of 2009", February 2010

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبإختلاف القطاعات التي تنشط فيها عانت جميعها من تدهور في توافر الائتمان المصرفي، إلا أنه لوحظ أن المؤسسات التي كانت تنشط في قطاعي الخدمات والبناء كانت أقل هذه المؤسسات تضررا من تراجع حجم الإقراض المصرفي. لكن وبقينا منها بأهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عملت الدول الأعضاء في الاتحاد الأوروبي على إعداد مجموعة من البرامج والتدابير المختلفة لدعم المبيعات، والحد من استنزاف رؤوس أموال هذه المؤسسات وتعزيز فرص حصولها على مختلف أشكال

التمويل (OECD, 2012). وذلك ببناء مجموعة من السياسات العامة والبرامج التي دعمت القدرة التنافسية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأوروبية، بالإضافة إلى قانون السوق الموحدة، وإنشاء إطار هيكلي ومؤسسي، كما أن الاتحاد الأوروبي لديه أدوات مالية (بما في ذلك الصناديق الهيكلية التي يتيحها بنك الاستثمار الأوروبي) قادرة على تعبئة التمويل المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تندرج ضمن المبادرات الأوروبية الكبرى، والتي تهدف أساساً إلى دعم تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأوروبية. لعل أهم السياسات الأوروبية الداعمة لهذه المؤسسات تلك التي تجلت في استراتيجية لشبونة، والتي هدفت إلى تشجيع إنشاء وترقية هذه المؤسسات وتعزيز ثقافة ريادة الأعمال كأحد الأهداف الخمسة الرئيسية لإستراتيجية أوروبا 2020، مع تعزيز القاعدة الصناعية ودعم السوق الداخلي، وتذليل العقبات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تبسيط القواعد والشروط التمويلية، وتكريس مختلف أشكال الدعم لبرامج البحث والتطوير (حيث تم رصد ما قيمته 2.4 مليار يورو في الفترة 2014-2020). كذلك وفي إطار سياسة شاملة لدعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قام الاتحاد الأوروبي بسن قانون الأعمال التجارية الصغيرة (SBA) Small Business Act في جوان 2008، حيث ساهم هذا القانون في توفير بيئة أحسن لنشاط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة داخل الاتحاد الأوروبي وتعزيز فرص نموها.

### 3- تقييم أداء سوق رأس المال المخاطر الاوروي:

لا توجد حالياً سوقاً أوروبية كاملة وموحدة لرأس المال المخاطر، فتقسيم الأسواق الوطنية وإطارها التنظيمي يختلف اختلافاً كبيراً من بلد إلى آخر. ومن أجل ذلك نجد اختلافاً كبيراً في حجم وأداء أسواق رؤوس الأموال المخاطرة وفيما يلي نعرض أهم المؤشرات الدالة على أداء صناديق رأس المال المخاطر الأوروبية:

جدول رقم (02): أداء صناديق رأس المال المخاطر حسب حجم الصندوق لـ 2013/12/31

حجم الصندوق	عدد الصناديق	تراكم معدل العائد الداخلي	معدل العائد الداخلي لسنة	معدل العائد الداخلي لـ 3 سنوات	معدل العائد الداخلي لـ 5 سنوات	معدل العائد الداخلي لـ 10 سنوات
أقل من 50 مليون يورو	530	3.02	1.31	0.22-	0.37	0.66
50 مليون يورو - 100 مليون يورو	113	0.92	6.29	1.85	2.01	0.31
100 مليون يورو - 250 مليون يورو	86	1.48	12.07-	1.02-	0.38 -	0.44 -
أكثر من 250 مليون يورو	23	0.99	6.26	7.44	3.05	0.44-
جميع الصناديق 2013	752	1.68	2.45	2.31	1.32	0.84
جميع الصناديق 2012	753	1.84	8.62	2.88	0.57-	0.01 -

Source: European Venture Capital Association (2013), Pan-European private equity performance benchmarks study, p 13

يوضح الجدول السابق حجم صناعة رأس المال المخاطر والتي تعرف بزيادة نوعية، حيث بلغ عدد الصناديق التي قامت بعمليات استثمارية في قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة 753 صندوق في سنة 2012، مع تراجع هذا الرقم الى 752 صندوق في 2013 (خروج صندوق واحد من النشاط)، ومقارنة مع سنة 2011 فقد تراجع عدد الصناديق الناشطة في الاتحاد الاوربي، حيث كان عددها في سنة 2011 ما يقارب 770 صندوق، ويعزى ذلك الى المحيط المالي الذي عرفته أوروبا بعد سنة 2011 والذي مسته أزمة مالية حادة تمثلت في أزمة الديون السيادية التي زادت من حجم المخاطر المالية المحيطة بهذا النوع من الانشطة المالية ومن ظروف عدم التأكد، وهو ما يثبت استراتيجية التنويع التي تتبعها شركات رأس المخاطر التي قامت باسثناء هذه الصناديق في أوروبا.

العديد من التجارب الناجحة لصناديق رأس المال المخاطر، مثل تجربة الصندوق الأوربي للاستثمار الذي ساهم لوحده في تمويل 3000 مؤسسة صغيرة ومتوسطة. وصندوق انشاء المؤسسات عالية التكنولوجيا (ذات التكنولوجيا الفائقة) التكنولوجية العالية في ألمانيا High-Tech Gründerfonds، الذي ساهم منذ إنشائه في 2005 في انشاء

250 مؤسسة حديثة النشأة تكنولوجية مما ساهم في خلق أكثر من 2300 فرصة عمل دائمة.

جدول رقم (03): أداء صناديق الاستحواذ عن طريق الاستدانة حسب حجم الصندوق لـ 2013/12/31

حجم الصندوق	عدد الصناديق	تراكم معدل العائد الداخلي	معدل العائد الداخلي لسنة	معدل العائد الداخلي 3 سنوات	معدل العائد الداخلي 5 سنوات	معدل العائد الداخلي 10 سنوات
أقل من 250 مليون يورو	299	9.77	18.2	3.08	4.03	6.87
250 - 500 مليون يورو	74	19.79	17.74	5.04	6.05	9.69
500 مليون يورو - 1 مليار يورو	46	12.34	23.84	8.25	9.71	9.14
أكثر من مليار يورو	70	10.36	12.88	8.14	10.53	11.25
جميع عمليات الاستحواذ 2013	486	11.41	13.04	7.59	9.63	10.46
جميع عمليات الاستحواذ 2012	483	11.80	13.90	11.87	2.51	10.37

Source: European Venture Capital Association (2013), Pan-European private equity performance benchmarks study, p.13

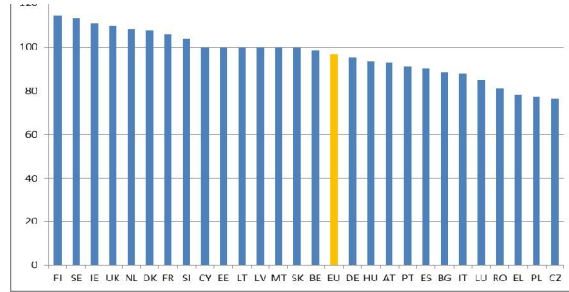
ان الجدول اعلاه و الخاص بصناديق الاستحواذ بالاستدانة المنتشرة كثيرا في الاتحاد الأوروبي، وكما يوضحه الجدول فإن الصناديق صغيرة الحجم مثلت النسبة الأكبر من هذه الصناديق وامتداد لما ذكرناه سابقا فإن ذلك يعود الى سياسة التنويع المتهجة، كما أن الجدول يظهر وجود صناديق ذات الحجم كبير جدا برأسمال يفوق مليار يورو بنسبة 14.5% من مجموع الصناديق، ويعود ذلك الى طبيعة نشاط هذه الصناديق التي تستهدف في كثير من الاحيان مؤسسات متوسطة الحجم أو صغيرة الحجم في طريقها الى النمو وهو نشاط يتطلب رؤوس أموال كبيرة نسبيا مقارنة بصناديق الاسهم الأخرى، كما نلاحظ تفاوت في معدلات العائد الداخلي للصناديق، لكن ما يلاحظ أن الاستثمارات قصيرة الأجل تحقق أعلى المعدلات، اما فيما يخص الاستثمارات طويلة الأجل فإن الصناديق كبيرة الحجم تحقق أكبر المعدلات. بمتوسط يصل إلى 11.25%.



السوق الأوروبي لرأس المال المخاطر عرف منذ نهاية تسعينيات القرن الماضي نموا كبيرا. الاستثمارات التي يقوم بها الأطراف الفاعلة في رأس المال المخاطر لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ارتفعت على نحو سلس تقليديا وبسرعة منتظمة الى حد ما (باستثناء الذروة في سنة 2000) حيث نمت حجم الاستثمارات من 7 مليار يورو في 1996 الى 27.53 مليار يورو في 2002 وإلى مليار يورو في سنة 2006. زيادة رؤوس الأموال المخاطرة في الاتحاد الأوروبي تتم تقريبا بصفة دورية (Fabrice Pansard, juin 2007). إلا أنها عرفت تراجعا كبيرا بسبب الأزمة المالية العالمية، حيث عرفت استثمارات رأس المال المخاطر في هذه المؤسسات تراجع كبير في الاتحاد الأوروبي في السنوات الخمس الأخيرة، فوفقا للجمعية الأوروبية فقد بلغ حجم هذه الاستثمارات في عام 2012 حوالي 1.48 مليار أورو وهو اقل بكثير من حجم الاستثمارات في سنة 2007.

يوضح الجدولين السابقين الأداء لاجمالي لمعظم صناديق رأس المال المخاطر الأوروبية، وخاصة على المدى الطويل، حيث أن معظم الاستثمارات الممولة تشمل القطاعات التكنولوجية والصناعية المبنية على النهج الابتكاري والتي تتطلب مدة طويلة نسبيا لتحقيق نجاحها.

شكل رقم 05: مؤشر وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لرأس المال المخاط في دول الاتحاد الأوروبي في 2011



Source: ECB, A Stronger European Industry for Growth and Economic recovery – Industrial Policy Communication Update COM (2012) 582.

تم بناء المؤشر السابق (وهو مؤشر فرعي the sub-index) لتوضيح فرص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأوروبية للوصول لرأس المال المخاطر، وذلك بالاعتماد على العناصر التالية:

- حجم إجمالي استثمارات رأس المال المخاطر إلى الناتج المحلي الإجمالي؛
- نسبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المستفيدة من الناتج المحلي الإجمالي؛
- سنة الأساس 2007؛

فمن خلال الشكل السابق، يتضح لنا مدى التفاوت في إمكانيات حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التمويل عن طريق رأس المال المخاطر بين الدول الأوروبية، حيث كانت فنلندا والسويد وإيرلندا وبريطانيا و هولندا وفرنسا كأحسن ستة دول أعضاء في الاتحاد الأوروبي في هذا المجال في 2011.

إلا أنه ومن ناحية أحجام أسواق رأس المال المخاطر، تبقى سوق المملكة المتحدة لرأس المال المخاطر كسوق مهيمن على السوق الأوروبية وأكثرها مساهمة في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تعتبر بلدا متميزا لإنشاء وإدارة صناديق رأس المال المخاطر، حيث مثل حجم رؤوس الأموال المخاطرة في هذا البلد 63.3%، أكثر من فرنسا 15.8% وألمانيا 3.8% وهولندا 3.3%، لكن وعلى الرغم من النمو السريع الذي عرفه سوق رأس المال المخاطر الأوروبية فإنه لم يصل بعد الى التطور الذي عرفته الولايات المتحدة الأمريكية في هذا المجال (Fabrice Pansard, juin 2007).

#### 4- الجهود المبذولة من طرف الاتحاد الأوروبي لدعم رؤوس الأموال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عوامل نجاح التجربة الأوروبية:

إن التجربة الأوروبية في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعتبر تجربة ناجحة بالرغم من عدم قدرتها على مجارات التجربة الأمريكية التي هي بمثابة التجربة الرائدة في هذا المجال، وبالرغم أيضا من التراجع الذي عرفته أسواق رؤوس الأموال المخاطر في الاتحاد الأوروبي في السنوات الأخيرة نتيجة لازمة الرهون العقارية)، خاصة في الدول الصناعية الكبرى كبريطانيا وفرنسا، وقد ارتبط كان وصول الاتحاد الأوروبي لهذا النجاح بتوفير بيئة ملائمة و بتحقيق العديد من العوامل، فرأس المال المخاطر ما هو إلا جانب من جوانب دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. توفير التمويل اللازم لسد الاحتياجات التمويلية (والذي يمكن أن يأخذ شكل رأس المال المخاطر) إلى جانب آليات دعم أخرى من شأنه أن يساعد على ترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتعزيز قدراتها التنافسية، وفيما يلي نذكر أهم العوامل التي عمل الاتحاد الأوروبي على توفيرها والتي ساعدت شركات رأس المال المخاطر الأوروبية في سد جانب من الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

- توفير بيئة ملائمة لدعم الابتكار، حيث أن معظم الدول الأوروبية تتوفر على أنظمة تعليم عالي وبمحت علمي متطورة، بالإضافة الى التنسيق بين مختلف محابر البحث وشركات رأس المال المخاطر؛

- وجود العديد من شبكات رجال الأعمال والصناعيين الراغبين في الاستفادة من تجارب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حديثة النشأة؛
- العمل على توفير تركيز جغرافي للمجمعات التكنولوجية والمخابر البحث، وشركات رأس المال المخاطر، وكلاء براءات الاختراع، الاستشاريين والشركات الناشئة، ومراكز بحث الشركات الكبيرة، البنوك، وما إلى ذلك؛
- الرغبة المشتركة لتحمل المخاطر وتحقيق عوائد، حيث أن تمويل المؤسسات الصغيرة يكون محفوفًا بالكثير من المخاطر والاستعانة برأس المال المخاطر يزيد من حظوظ نجاحها وتحقيقها لعوائد تغطي المخاطر المرتبطة بها؛
- مرونة سوق العمل الأوروبية، والتي من خلالها يمكن للمقاول أو صاحب المؤسسة تحمل مخاطر التشغيل في حالات عدم اليقين بشأن نجاح المشروع؛
- وصول فوري إلى سوق تتكون من أكثر من 300 مليون مستهلك للسلع والخدمات؛
- تعزيز فرص الوصول إلى الأسواق المالية العميقة التي تعتبر أكثر ملاءمة مع خصوصيات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة التكنولوجية منها، مع توفر تواصل جيد بين هذه الأسواق وأسواق رأس المال المخاطر.

سعى الإتحاد الأوروبي لتوحيد أسواق رأس المال المخاطر لتسهيل وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة للتمويل اللازم، وهو السبب الذي من شأنه تشجيع الاستثمار العابر للحدود لرأس المال المخاطر، في فيفري 2011، المجلس الأوروبي طالب بعدم ادخار أي جهد لإزالة العراقيل القانونية والإدارية المتبقية لتسهيل عبور الحدود لرأس المال المخاطر، وفي هذا الخصوص أعدت المفوضية الأوروبية بدأت قانون السوق الموحدة، وبدأت بتنفيذه في نهاية 2012، القاعدة التي تسمح لصناديق رأس المال المخاطر التي أنشأت في إحدى الدول الأعضاء الاستثمار بحرية وبدون شروط إضافية في أي دولة أخرى .

كما أنه وفي إطار البرنامج التأطيري للقدرة التنافسية والابتكار (CIP)، ومن أجل دعم الابتكار على مستوى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تنشط في المناطق النائية، وتحسين فرصها في الحصول على، ات إعداد برنامج دعم لهذه المؤسسات يغطي الفترة الممتدة بين 2012 و 2013 وله ميزانية إجمالية بقيمة 3.621 مليار يورو.

كما قامت المفوضية الأوروبية في ديسمبر 2011 بمضاعفة الميزانية العامة المخصصة للبحث والإختراع، هذه الميزانية التي تأتي لاكمال البرامج الوطنية مما أدى إلى زيادة بـ

80 مليار أورو لسنوات 2014 – 2020 (برنامج آفاق عام 2020) (Le capital-risque en suisse, juin 2012)

بالرغم من الأهمية التي يكتسبها رأس المال المخاطر في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الاتحاد الأوروبي، إلا أن هذا الأسلوب التمويلي لم يتم تعميمه بعد ليشمل كامل القطاعات الاقتصادية.

#### الخلاصة:

قد حاولنا من خلال هذه الورقة البحثية الوقوف عند أبرز التجارب الدولية في مجال تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر ومحاولة تقييمها، وتبين لنا من خلال ذلك بعض المقومات والعوامل التي يجب توفيرها لتعزيز فرص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الوصول لهذا الأسلوب التمويلي.

وعلى العموم فقد توصلنا من خلال هذه الورقة البحثية الى النتائج التالية:

- بالرغم من الدور التنموي المتزايد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إلا أنها عرضة لعقبات كثيرة أهمها فجوة التمويل التي تعاني منها بسبب ارتفاع حجم مخاطرها وعدم قدرة جزء كبير منها على تقديم الضمانات التي تطلبها الكثير من المؤسسات المالية والمصرفية، ومن هذا المنطلق وجب البحث عن أساليب تمويلية أكثر حداثة ومرونة مع الخصائص المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتأتي في مقدمة هذه الأساليب رأس المال المخاطر، الذي يعتبر كأكثر الأساليب التمويلية ملائمة لطبيعة مخاطر هذه المؤسسات و توجهاتها الاستثمارية خاصة في مراحلها الأولى.

- يتميز أسلوب التمويل برأس المال المخاطر بكونه أسلوب يتحمل حجما كبيرا ومتزايدا من المخاطر بمختلف أنواعها، بالإضافة إلى تمويل الكثير من الصناعات الواعدة والتي تتميز بسرعة التنقل من مرحلة معينة إلى مرحلة أعلى.

- يعتبر رأس المال المخاطر كأول مراحل تدخل الأسهم الخاصة حيث أنه يستهدف المراحل المبكرة من عمر المشاريع المستهدفة، ومن هذا المنطلق فإنه يعتبر هذا الأسلوب التمويلي كأكثر أنواع الأسهم الخاصة أهمية بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة الحديثة منها.

- بالرغم من تطور النظام المالي الأوروبي إلا أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في هذه الرقعة الجغرافية ما زالت تعاني من فجوة تمويلية أدت إلى حرمانها من الحصول على التمويل اللازم لسد احتياجاتها المالية خاصة من المنابع المصرفية

- عملت الدول الأوروبية على تحديث وتطوير صناعة رأس المال المخاطر من خلال عملها على توفير شروط مساعدة على تحقيق ذلك، و التي تشمل توفير إطار قانوني ملائم خاصة ما تعلق منه بالإجراءات الضامنة لحقوق الأطراف المتدخلة في هذه الصناعة (إجراءات الإفلاس والشفافية .. الخ)، وإطار ضريبي مرن ومناسب لطبيعة هذا النوع من الصناعات الملائمة (حيث احتوى على تحفيزات مهمة)، بالإضافة إلى توفير بنية تحتية ملائمة، والمزاوجة بين مراكز البحث و المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وشركات رأس المال المخاطر، وإعداد سياسات مالية مرنة، وتوفير فضاءات بورصية ملائمة تتسم بالكفاءة، وترقية النظام المالي وتقديم مختلف أشكال برامج الدعم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

- بالرغم من أوروبا لا تتوفر على سوق موحد لرأس المال المخاطر إلا أن هناك جهود كبيرة بذلت لإزالة العديد من الحواجز والتحديات ساهمت في تسهيل توسع هذه الصناعة على مستوى دول الاتحاد الأوروبي.

### قائمة الهوامش والمراجع

- (1) حمدي جمعة عبد العزيز عبد الحافظ الجبالي، قياس تأثير التمويل برأس المال للمخاطر على القيمة الاقتصادية المضافة لدى شركات رأس المال المخاطر، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، العدد الأول - الجزء الأول 2011، جامعة حلوان، مصر، ص ص 229-230
- (2) Fabrice Pansard, **Le capital investissement en europe: Quelle physionomie a terme por ce marché en croissance accélérée!**, Département des études, juin 2007, Risques et tenences n 03, p 06
- (3) TOUYVu, **Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performancedes fondsde capital risque français**, Thèse présentée en vue de l'obtention du Doctorat en Sciences de Gestion, École Doctorale de Sciences Juridiques, Politiques, Economiques et de Gestion, Université Nancy, France, Janvier 2010, p 24
- (4) OECD, **The SME financing gap: theory and evidence**, volume I, (2006), p 83.
- (5) روية عبد السميع، حجازي اسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية المنعقد خلال الفترة 17 و18 أبريل 2006، جامعة حسينية بن بوعللي، الشلف، ص 309.
- (6) Francis C. C. koh, Markets and industry venture capiyl and economic growth: an industry overview and singapore's experience, *The Singapore Economic Review*, Vol. 47, No. 2, (2002), p 249
- (7) European Investment Bank, **Financing innovative firms through venture capital**, EIB SECTOR PAPERS February 2001, p 10

- (8) David Gladstone, Laura Gladstone, **Venture capital hand book: An Entrepreneur's guide to raising venture capital**, Printice Hall PTR, New jersy, 2002, p10
- (9) Eric Stephany, **La Relation capital risque/PME : Fondement et pratiques**, de book, 1<sup>er</sup> édition, Bruscelles, Belgique, 2003, p19
- (10) International finance corporation, **Scaling-up SME access to financial services in the developing world**, G 20 Seoul summit report, October 2010, p 22
- (11) صلاح الدين حسن السيسى، استراتيجيات وآليات دعم وتنمية المشروعات المتناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة ودورها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية، دار الفكر العربي، مصر، 2009، ص 274
- (12) OCDE, **Le financement des PME et des entrepreneurs**, février 2007, p 02
- (13) Mengsteab Tesfayohannes, **Streamlining government financing programs for SMEs in the sub-saharan Africa: The case of Botswana, China-USA Business Review**, ISSN 1537-1514, February 2012, Vol. 11, No. 2, 200-216, p 202
- (14) European Commission, **An action plan to improve access to finance for SMEs, Communication from the commission to the council**, to the European Parliament, to the committee of the regions, and to the European and social committee, Brussels,. 12.2011, p 1
- (15) Jean-Louis Sangaré, Septembre 2010, **MARCHE INTERIEUR ET SERVICES, Le financement des PME européennes dans le cadre du Single Market Act**, après la directive CRD 4, Confrontation Europe, p01
- (16) Gordon Murray, **Early-stage venture capital funds, scale economies and public support**, Venture Capital, 1999, VOL. 1, NO. 4, p352
- (17) Laura Giurca Vasilescu, **Ana poapa, Financing measures for supporting European SMEs during crisis**, *LUCRARI STIINTIFICE, SERIA I, VOL. XII (3)*, p 33
- (18) Jean-Louis Sangaré, Septembre 2010, **MARCHE INTERIEUR ET SERVICES, Le financement des PME européennes dans le cadre du Single Market Act**, après la directive CRD 4, Confrontation Europe, p02  
<http://www.eubusiness.com/topics/finance/vc-sme/>
- (20) OECD, **Financing SMEs and Entrepreneurs 2012**, AN OECD SCOREBOARD, p 3
- (21) Le capital-risque en suisse, Rapport du Conseil fédéral donnant suite aux postulats Fässler (10.3076) et Noser (11.3429, 11.3430, 11.3431), Secrétariat d'Etat à l'économie SECO, Direction de la promotion économique Politique PME, confédération suisse, juin 2012, p 22
- (22) Fabrice Pansard, **Le capital investissement en europa: Quelle physionomie a terme por ce marché en croissance accélérée!**, Département des études; juin 2007 ,Risques et tenences n 03, p 08
- (23) Ibid, p 09
- (24) (Le capital-risque en suisse, juin 2012) **op cit**, p 21