

## رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

أ / رقية حساني

كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير

جامعة بسكرة

### الملخص:

### Résumé:

Si vous avez des idées prometteuses et nouvelles et vous manquez des ressources financières pour les réaliser, et si l'issue de crédits bancaires a été renfermée devant vous parce que vous ne disposez pas de garanties suffisantes, Que faites-vous ?.

Ne penser pas trop, la solution est le capital-risque

إذا كانت لديك أفكار واعدة مجددة، وكنت تفتقر إلى موارد مالية لتجسيدها وأغلق وفي وجهك باب القروض البنكية لأنك لا تملك الضمانات الكافية، فماذا تفعل ؟  
لا تفكر كثيرا الحل هو رأس المال المخاطر.

## تمهيد

إن هذا الابتكار التمويلي الذي اصطلح على تسميته " VENTURE CAPITAL " أي رأس المال المغامر أو المخاطر أو الجريء، يقوم بتمويل استثمارات ذات نسب مخاطر أعلى من المتوسط المتعارف عليه وفي نفس الوقت يعد بأرباح عالية جدا في حالة النجاح، وتأكيد لمبدأ أن الربحية مرتبطة إلى حد كبير بمستوى المخاطرة في الاستثمار. وسنحاول أن نعرف برأس المال المخاطر من خلال التطرق إلى جملة من النقاط أهمها: نشأة رأس المال المخاطر وتعريفه، خصائصه، مصادره وكيفية التمويل بواسطته، استراتيجياته وطرق خروجه.

**1- ماهية رأس المال المخاطر:** ترجع النشأة الحديثة لمهنة رأس المال المخاطر إلى الو م أ، البلد الأصلي لهذه المهنة وللمصطلح في حد ذاته، فقبل اندلاع الحرب العالمية الثانية كانت هناك قناعة تامة عند الجيش الأمريكي أن الحروب القادمة ستكون حروب تكنولوجية بالدرجة الأولى، وعرفوا أيضا أن التجديد التكنولوجي لا يمكن أن يمر ويحقق من طرف مؤسسات كلاسيكية، ودون أن يمر عبر العلاقة الحاسمة<sup>1</sup>:

العنصر البشري المتخصص في البحث والتنمية ← رأس المال

Capital ← L'homme spécialiste de la recherche et développement R-D

وعليه فالمكونات الأساسية لرأس المال المخاطر " venture capital " هي :

المؤسسة - R-D - رأس المال

وقد وضع جورج دوريو مبتكر التمويل المخاطر بمفهومه الحديث، ثلاثة مبادئ أساسية يجب احترامها في عمليات رأس المال المخاطر وهي<sup>2</sup>:

- الاستثمار بكثير من الحذر ومع ذلك لا يجب توقع إلا القليل من النجاح،
  - التحضر للانتظار لوقت طويل والتضحية بموارد مهمة في تسيير المحفظة المالية،
  - معرفة كيفية إخراج مؤسسات من المحفظة عندما تموت للاستثمار في أماكن أخرى،
- عند التعرض للتعريف المختلفة لرأس المال المخاطر لا نجد في الواقع اختلافات جذرية بينها باختلاف الجهات المصدر لها، إلا ما تعلق منها باختلاف زاوية التعريف من حيث جهة الاختصاص كما هو الحال فيما يخص التعريف القانوني والتعريف الاقتصادي التقني

للمهنة، فمن الناحية القانونية، يعرف رأس المال المخاطر على انه المساهمة المالية المتناقصة في الأموال الخاصة للشركات غير المقيدة في البورصة بهدف تحقيق فائض قيمة لاحقاً، نلاحظ أن هذا التعريف ينصرف إلى التركيز على الجانب القانوني للنشاط لأن نصوص القوانين في هذا المجال في الحقيقة تشريعات تشير إلى التفضيلات الجبائية بهدف تشجيع ودعم هذا النشاط، وهو ما نلاحظه في كل من التعريف القانوني الجزائري والفرنسي حيث:

- يعرف القانون الجزائري رأس المال المخاطر على انه " وظيفة المساهمة في رأس المال الاجتماعي أو كل عملية لها علاقة بالأموال الخاصة "Fond propre" أو شبه أموال خاصة "Quasi-fond propre" في المؤسسات التي هي في طور التأسيس، التنمية أو التحويل أو الخصخصة"<sup>3</sup>.

- أما القانون الفرنسي لسنة 1983 فينص على أن " رأس المال المخاطر هو الاستثمار في الأموال الخاصة "Fond propre" أو شبه الأموال الخاصة " Quasi-fond propre" في الشركات غير المدرجة في البورصة وتشمل عمليات الإنشاء " création" والتحويل " transmission" للمؤسسات"<sup>4</sup>.

تعريف آخر يربط بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ورأس المال المخاطر ينص على أن " رأس المال المخاطر هو تمويل للأموال الخاصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تستطيع الحصول على أموال من أسواق المال الأولية عن طريق الاكتتاب العام أو الثانوي عن طريق إصدار الأسهم والسندات "<sup>5</sup>، نلاحظ أيضاً أن هذا التعريف في النهاية تقني كسابقه لا يأخذ بعين الاعتبار فلسفة مبتكري رأس المال المخاطر، وعليه فلنحاول تتبع الفلسفة الكامنة وراء هذه الأداة التمويلية لنخرج في الأخير بتعريف ذو دلالة واضحة عنه.

تتطلب مهمة شركات رأس المال المخاطر من تمويل الفنيين والشركات الصغيرة التي لا يمتلك أصحابها كفايتهم من المال اللازم للتشغيل و" تتعامل شركات رأس المال المخاطر مع هذه الأعمال بمبدأ المشاركة ومن ثمة تعتمد على أسلوب الجدوى الاقتصادية للمشروع وربحيته، وكفاءة إدارة المشروع كبديل عن أسلوب البنوك التقليدية في تركيزها على

الضمانات وحجم القوائم المالية"<sup>6</sup>، ذلك أن رأس المال المخاطر يتم استرداده في نهاية برنامج الاستثمار بعد إدراج عائد يحسب على أساس الربح المحقق من دون تقديم ضمانات عند إبرام عقد المشاركة ويتحمل المخاطر كلياً أو جزئياً الخسارة في حالة فشل المشروع الممول<sup>7</sup>، نستنتج مما سبق مجموعة من النقاط هي :

- يمول رأس المال المخاطر مؤسسات صغيرة أو أفراد ذوي أفكار واعدة،
- عملية التمويل هي عقد مشاركة وليس عقد إقراض،
- الأساس هو الجدوى الاقتصادية وليس الضمانات ( غير موجودة)،
- لا يتم جني الأرباح إلا في المشروع ( بعد نجاحه)،
- الممول عرضة للربح والخسارة.

وبما أن الممول عرضة للربح والخسارة فمن المنطقي أن يكون هناك تدخل منه في عملية التسيير والرقابة للمحافظة على أمواله، وعموماً تسيير شركات رأس المال المخاطر على أساس " القليل من التدخل " Hand off " مع نجاح المشروع، وكثير من التدخل " Hand on " مع وجود مشاكل وصعوبات"<sup>8</sup>، وعليه يمكن تعريف رأس المال المخاطر على أنه المؤسسات أو الخواص الذين يوفرون الأموال والكفاءات المتخصصة في التسيير والخبرة، فمقابل ماذا ؟ امتلاكهم لمساهمات في المؤسسة، هذه المساهمات تكون متناسبة مع مبلغ الاستثمار ودرجة المخاطر التي يتحملونها، أما العائد المستقبلي لرأس المال المخاطر المستثمر فيتوقف على العائد المستقبلي للمؤسسة ككل. أي أن الأساس الذي تقوم عليه شركات رأس المال المخاطر هو مبدأ المشاركة، فالمخاطر هو المستثمر الشريك أي المشارك في السراء والضراء " Joint venture " وعليه فمستقبل المؤسسة هو مستقبل الشريك المخاطر فهو مشارك وليس مقرض وهدفه هو نجاح المؤسسة، والشراكة لا تتم إلا إذا توافرت عناصر معادلتها الأساسية وهي :

تكنولوجيا متقدمة + مخاطر كبيرة + أرباح واعدة

## 2- خصائص رأس المال المخاطر

ينطوي التمويل عن طريق رأس المال المخاطر على جملة من الخصائص المميزة من بينها نجد ما يلي :

1- استثمار طويل الأجل : يتعلق الأمر في رأس المال المخاطر بتمويل طويل الأجل يمتد عادة ما بين 4 إلى 7 سنوات<sup>9</sup>.

2- بديل لاقتصاد الاستدانة : رأس المال المخاطر يعتبر الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة، حيث انه لا يمد المشروعات بقروض وإنما تزودها بأموال تندمج في رأس المال الخاص للمشروعات " مشاركة أو مساهمة" فهو يوفر تمويلا مجانيا .

3- المشاركة في الربح والخسارة: العلاقة في رأس المال المخاطر علاقة شراكة يشترك فيها الجميع في الربح والخسارة حيث تتفق المصالح والوجهة لا تتعارض.

4- الشراكة ليست مالية فقط : لا تتوقف مشاركة المخاطرين على الجانب المالي وإنما تكون مصحوبة بالمتابعة والنصح، خاصة إذا تبنى المخاطرون سياسة المتابعة الايجابية Suivi actif<sup>10</sup> المستمرة للمشروع.

5- تمويل متخصص في الشركات الجديدة الواعدة : يعد رأس المال المخاطر قاطرة استثمار متخصصة في الشركات غير المقيدة في البورصة<sup>11</sup>، وهي عادة مشاريع في مرحلة الانطلاق عالية المخاطر لكن يتوقع لها نجاح مستقبلي.

6- ارتفاع المخاطر والعائد: ينتظر المستثمر في رأس المال المخاطر عادة عائدا ما بين 30% و40% في السنة، وهذا العائد المرتفع هو نظير المخاطرة العالية التي ينطوي عليها المشروع والتي عرض نفسه لها، حيث عطل جزء من أمواله لفترة زمنية طويلة ولم يتحصل على أي تسديد مؤقت<sup>12</sup>.

7- مرحلية التمويل : من خصائص رأس المال المخاطر إن التمويل يتم على مراحل وليس دفعة واحدة، إذا يستوجب الحصول على الدفعات الموالية العودة إلى الممول وعرض نتائج ما تم تحقيقه وموافقة هذا الأخير ورضاه على ما تحقق للحصول على الأموال، وهذا يضمن للممول مراقبة توظيف أموال وإمكانية استدراك الأمر قبل تضاعف الخسارة في حالة الفشل" إما بالانسحاب نهائيا أو تعديل خطط المشروع وتعديل مساره"<sup>13</sup>.

## 3- الدور الذي يلعبه رأس المال المخاطر في الاقتصاديات الوطنية

يمكن أن نبرز أهم هذه الأدوار فيما يلي:

أ- تمويل الاقتصاد: يشغل رأس المال المخاطر مكانة أساسية في تمويل الاقتصاد، فنج مثلا " أن الاستثمارات ما بين عامي 1970-2000 والتي قدرت بحوالي 273 مليار دولار في الوم أ قد حققت عوائد وأرباح للاقتصاد الأمريكي قدرها 1300 مليار دولار<sup>14</sup>، أما في سنة 2001 فان المبالغ المستثمرة من طرف رأس المال المخاطر في الدول التي تحتل المراتب الأربعة الأولى، كنسبة مئوية من الناتج الوطني الخام PIB قد أعطت النسب المئوية:

الجدول(3): مساهمة المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر في الناتج الوطني الخام

البلد	النسبة المئوية للاستثمارات من PIB	مساهمة المؤسسات غير المدرجة في البورصة في PIB
الوم أ	42 %	01 %
بريطانيا	0.17 %	0.16 %
فرنسا	0.09 %	0.23 %
ألمانيا	0.13 %	0.23 %
أوروبا (15)	0.13 %	0.25 %

Source :Vanina Paoli-Gagin, Vironique de Lalande, le capital risque,

Gualino éditeur, France, 2003, p 26.

ب- خلق مناصب الشغل : ويكون ذلك عن طريق المساهمة في إنشاء المؤسسات الجديدة، في الوم أ خلال ثلاث عشرات من 19701 إلى 2000 ساهم رأس المال المخاطر في إنشاء 7.6 مليون منصب عمل، أما في سنة 2000 لوحدها فقد ساهم في % 5.9 من إجمالي مناصب العمل التي تم إنشاؤها ذلك العام<sup>15</sup>، أما في فرنسا فأكثر من 1.5 مليون أجير مستخدمون في 4852 مؤسسة ممولة عن طريق رأس المال المخاطر، ويمثل هؤلاء 09% من الأجراء العاملين لدى القطاع الخاص<sup>16</sup>، ونلاحظ نموا معتبرا في العمالة المستخدمة ما بين عامي 2004 -2005 في هذا القطاع في فرنسا كما هو موضح في الجدول :

الجدول (4): تطور العمالة في مؤسسات رأس المال المخاطر في فرنسا 2004-2005

نسبة النمو	2005	2004	نوع العمالة
+ 4.1 %	1530998	1470946	عمال المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر
+ 0.6 %	17420000	17321000	عمال القطاع الخاص إجمالاً

Source : Ernest et Young, le poids économique et social du capital d'investissement en France, maison des polytechniciens, 28/11/2006, 10.

- ج- التصدي لظاهرة هجرة الأدمغة: ويتم ذلك عن طريق مجموعة من الآليات منها:
- إتاحة الفرصة لهم لتطبيق وتجسيد أفكارهم وأبحاثهم في الداخل، عن طريق تمويل تطبيق الابتكارات الجديدة ومشروعات لا تعد جذابة للبنوك إما لارتفاع درجة المخاطرة بها أو لعدم توافر القدرات المالية والضمانات الكافية لأصحاب المشروعات،
  - عن طريق تتمين البحث العلمي وترقيته بتحفيز العلماء والمخترعين وجامعاتهم ومعاهدهم المتخصصة على الاستمرار في عطائهم العلمي والتكنولوجي خاصة إذا ربطوا بين فوائد الإنتاج العلمي وربحيته السوقية العالية.
  - د- مساعدة البنوك : وتكون المساعدة على عدة أصعدة منها<sup>17</sup>:
  - توفير المعونة الفنية والإدارية لعملاء البنوك وحيث لا تتوفر لدى البنوك الإمكانيات اللازمة لتوفير هذه المعونة،
  - إقالة عملاء البنوك المتعثرين بتوفير موارد مالية إضافية لهم، حيث لا تستطيع البنوك في بعض الحالات إقراض أو المساهمة في المشروعات نتيجة للقيود التي تفرضها نظم العمل المصرفي،
  - المساعدة في إعادة هيكلة شركات القطاع العام التي يتم خصصتها مما يؤدي إلى تصحيح مسارها وتسديد ديونها للبنوك.

#### 4- المراحل التمويلية التي يغطيها رأس المال المخاطر

تمر دورة تدخل رأس المال المخاطر في المؤسسات بثلاث مراحل أساسية هي: الدخول للمؤسسة، المتابعة، والخروج منها وبعد عملية دخول الأموال المخاطرة إلى

المؤسسة في شكل اكتتاب أو غيره، يتدخل المخاطرون في المؤسسة على صعيدين متلازمين هما: التمويل، الإشراف والمتابعة الإدارية (التسيير - الإستراتيجية).

أما فيما يخص التمويل، فيجب أن نركز هنا على خاصيته الأساسية والمتمثلة في "المرحلة"، بعبارة أخرى أن تقديم الأموال للمؤسسة لا يتم دفعة واحدة بل بشكل جزئي حسب المراحل التي وصل إليها المشروع ومدى نجاعة ونجاح الفكرة التي يطورها، في هذا السياق يمكن أن نميز بين خمس مراحل تمويلية هي :

**أولا : رأس مال ما قبل الإنشاء أو قرب الانطلاق Capital d'amorçage – seed capital:** ويتدخل قبل الانطلاق الحقيقي للنشاط pré- démarrage<sup>18</sup>، ويخصص لإثبات إمكانية نجاح وتطبيق فكرة ما، مثل تمويل نموذج مبدئي prototype، أو تمويل التصنيع المحدود لاختبار السوق، وذلك لإثبات قابلية الفكرة للنجاح قبل تجسيدها عمليا وعلى نطاق أوسع<sup>19</sup>.

**ثانيا: رأس مال الإنشاء أو الانطلاق Capital de création – start-up capital:** ويتدخل رأس المال هذا من "تطوير المنتج إلى طرحه الإنتاجي والتجاري" وتعتبر هذه المرحلة اخطر مرحلة من الناحية التمويلية لأنها تنطوي على مخاطر كبيرة جدا فهي تحوي ما يسمى بخليط الموت "Cocktail de la mort"<sup>20</sup> وفي البلدان الرائدة يعد رأس مال الإنشاء مطلوبا بشدة من طرف أصحاب المؤسسات لان هذه المرحلة غير مغرية لمصادر التمويل بصفة عامة، وواقعا يعد رأس المال المخاطر مصدر التمويل الوحيد لهذه المرحلة لهذا فهو يشكل دعم كبير للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وعامل مساعد جد مهم في إنشائها<sup>21</sup>، ويمكن تقسيم هذه المرحلة إلى مرحلتين هما<sup>22</sup>:

أ - البداية بمعناها الضيق "Démarrage proprement dit" : تغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية للمشروع (البداية في التنفيذ التصنيعي)،

ب- المرحلة الأولى من التمويل "Premier stade de financement": وتغطي نفقات البداية التجارية (سوق أولي أو نفقات تسويق المنتجات...).

**ثالثا : - رأس مال التنمية أو التطوير Capital de développement:** المؤسسات هنا بلغت عتبة المردودية وتحقق أرباحا لكنها تحتاج إلى موارد مكملة لرفع قدراتها،



تطوير قدراتها البيعية أو زيادة رأس مالها العامل<sup>23</sup>، رأس مال التنمية يمكن أن يشكل فرصة ممتازة للمستثمرين لتحقيق فائض قيمة معتبر بدون أخطار كبيرة لان مستويات المخاطر تراجع نسبيًا<sup>24</sup>، ويمكن تقسيم هذه المرحلة إلى ثلاث مراحل أساسية لا يتدخل فيها رأس المال المخاطر بنفس الدرجة والأهمية وذلك لعدة أسباب نستعرضها مع المراحل وهي:

أ- **مرحلة التوسع:** وهي المرحلة التمويلية الثانية بعد "Early -stage"، وهي مرحلة النمو الأولي ومرحلة التمويل الأولي<sup>25</sup>، وهنا تبرز الحاجة للتدوير بسبب زيادة المبيعات، وتتميز بمستوى مخاطر اقل ويعجز المشروع دائما على التمويل الذاتي ومصادر التمويل التقليدية استجابتها ضعيفة دائما،

ب- **مرحلة التطوير والنضج:** المخاطر في تناقص مستمر بصورة واضحة والتمويل الذاتي يلعب دورا ملموسا ويكتسب المشروع قدرة على الاستدانة مما يجعل دور مؤسسات رأس المال المخاطر ينحصر لصالح وسائل التمويل التقليدية.

رابعاً- **رأس مال تحويل الملكية Capital de transmission:** رأس المال المخاطر سيساعد الفريق المسير و/ أو العمال أو فريق جديد على تملك المؤسسة انه "Management buy in" أو "Management buy out" ويستخدم رأس مال التحول بقوة في إطار وضع مؤسسات خوصصة مؤسسات القطاع العام، انه يكمل موارد الملاك الوطنيين ويواجه تدخل الملاك الأجانب الذين يمكنهم بدورهم الاعتماد على وجود محترفين (رأس مال مخاطر) قادرين على تشخيص حالة المؤسسة والذين يعرفون البلد من خلال تشريعاتها، جبايتها... الخ<sup>26</sup>.

خامساً- **رأس مال التقويم capital de retournement:** يخصص لمشروعات قائمة فعلا لكنها تمر بصعوبات خاصة مثل: نقص النشاط، مشاكل إدارية، مشاكل خزانه، نقص إيرادات، مشاكل تتعلق بظروف الطلب، في المقابل تتوفر هذه المشروعات على إمكانيات ذاتية لاستعادة عافيتها لذا فهي تحتاج إلى إنهاض مالي، ويأخذ رأس المال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أوضاعها وتستقر في السوق وتصبح قادرة على تحقيق المكاسب.

## 5- مصادر رأس المال المخاطر

أولاً : السوق غير الرسمي: يتكون السوق غير الرسمي لرأس المال المخاطر مما يسمى " ملائكة الأعمال busniss angles" ويطلق عليهم أيضا مستثمروا العناية الالهية "investisseurs providentiels"<sup>27</sup>، مستثمرون فرديون "investisseurs individuels"، وكذا رأس المال غير الرسمي "informel" غير أن المصطلح الأول هو الأكثر شيوعا واستخداما "ملائكة الأعمال busniss angles"، ويعرف "ملائكة الأعمال" على أنهم "أشخاص طبيعيين يستثمرون جزءا من أموالهم في مؤسسات مجددة" "innovante" وواعدة، والذين بالإضافة إلى أموالهم يضعون وبالمجان تحت تصرف صاحب المؤسسة خبراتهم وكفاءاتهم، وعلاقاتهم وجزءا من وقتهم"<sup>28</sup>، ويوفر ملائكة الأعمال هؤلاء، الأموال اللازمة للمرحلة الأولى أي l'amorçage وتقوم الشركات التي يتم تمويلها بجمع الأموال اللازمة للمرحلتين الثانية والثالثة عادة من شركات رأس المال المخاطر أو سوق الأسهم العامة<sup>29</sup>.

والخاصية الأساسية لملائكة الأعمال هي أن استثمارهم لا يكون إلا في مؤسسات مجددة وواعدة تواجه مخاطر عالية جدا هذه المخاطر العالية في حالة نجاح المؤسسة ستترجم في عوائد مالية جد معتبرة، ومصطلح مجددة هنا يعني ما هو جديد مقارنة مع ما هو موجود حاليا، ولا يتعلق الأمر إذن فقط بالتجديد التكنولوجي، كما يتميز ملائكة الأعمال بجملة أخرى منها: متعلمون والعديد منهم يحملون شهادات جامعية، معظم الشركات التي يتم تمويلها تقع على بعد يوم واحد من السفر، معظم التمويل يكون للشركات التي هي في طور الإنشاء أو التي تبلغ اقل من 5 سنوات من عمرها، قد يتشاركون مع 9-12 مستثمر آخر، المجالات المفضلة للتمويل: التصنيع (السلع الصناعية السلع الاستهلاكية)، الطاقة والموارد الطبيعية، الخدمات، التجارة.

ثانياً: السوق الرسمي: يتكون السوق الرسمي من نوعين من تنظيمات رأس المال المخاطر وهي إما شركات أو صناديق استثمار مخاطرة.

أ - شركات رأس المال المخاطر: ونجد هنا ثلاثة أنواع من الشركات ذات التمويل المخاطر وهي:

**1- شركات رأس المال المخاطر الخاصة المستقلة:** أغلبية مؤسسات رأس المال المخاطر هي مؤسسات مخاطرة مستقلة<sup>30</sup>، بمعنى أنها غير منضوية تحت أية هيئة مالية أخرى، وتسمى بالشركات الخاصة المستقلة، وتقوم بجمع الأموال لدى المستثمرين المحتملين معتمدة على شهرتها وتخصصها وخيرتها<sup>31</sup>.

**2- رأس المال المغامر الشريك العام:** تستثمر نسبة كبيرة من المؤسسات أموالها من خلال صناديق منظمة كشراكة محدودة أين يلعب رأس المال المخاطر دور الشريك العام<sup>32</sup>، وقد ظهر هذا النوع في أواخر الستينات في الو م أ حيث ظهرت الشركات الصغيرة والخاصة التي تقوم بتمويل رأس المال المخاطر فيها كالشريك العام وتتلقى أجرا للإدارة ونسبة من الأرباح مقابل كل صفقة، ويقوم الشركاء المحدودون بتمويل المبالغ اللازمة، وكان الشركاء المحدودون في العادة مؤسسات مثل صناديق التبرع، صناديق التقاعد، دوائر الإيداع في البنوك، شركات تامين، وكذا الأثرياء من الأفراد أو العائلات<sup>33</sup>.

**3- شركات رأس المال المخاطر التابعة:** تطور هذا النوع أيضا في نفس الفترة وهي أواخر الستينات في الو م أ، ويقصد بالتابعة هنا أنها أفرع لشركات المساهمة الكبرى<sup>34</sup> التي تؤسسها وتوفر رأس المال اللازم لها، وهي نوعين:

- تابعة لمؤسسات مالية: شركات رأس المال المخاطر هذه يمكن أن تكون فرع لبنك تجاري، بنك استثماري أو مؤسسة تامين، وتقوم بالاستثمار لصالح المؤسسة الأم أو عملائها.

- تابعة للشركات الصناعية الكبرى: وهنا تكون فرعا لها، تستثمر لصالحها.

**ب- صناديق الاستثمار المخاطرة:** تعرف صناديق الاستثمار على أنها "مؤسسات مالية تقوم بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة، بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين وللاستثمار القومي ككل"<sup>35</sup>، وتعد صناديق رأس المال المخاطر الأشكال الجديدة والمبتكرة "تحصل صناديق رأس المال المخاطر "venture capital funds" على الأموال اللازمة لممارسة نشاطها من صناديق التامين والمعاشات، وشركات التامين ومن بعض المنشآت غير الهادفة للربح كما يلاحظ أن جزءا

صغيرا منها يتم الحصول عليه من بعض وحدات الشركات الضخمة مثل البنوك وشركات التأمين على الحياة<sup>36</sup>، وتجدر الإشارة هنا إلى انه بالإضافة إلى تمويلها للمؤسسات الناشئة التي تتميز بالنمو السريع، يمكن لهذه الصناديق أن تساهم في إعانة المشاريع المتعثرة من خلال تزويدها بتمويل جديد "frech capital" في شكل ملكية وتقديم النصائح الفنية والمالية لها، ثم يمكن بعد ذلك بيع حصتها في هذه المشروعات عندما تسترد صحتها المالية.

### 6- السلم التدريجي للتمويل المخاطر

بالنسبة لدورة حياة المؤسسة الجديدة مع رأس المال المخاطر يمكن أن نميز بين كل من:  
**أولا : من الفكرة إلى قرب الإنشاء " de l'idée à l'amorçage "** يبدأ التمويل عادة من صاحب الفكر أو المشروع " تمويل ذاتي " في حد ذاته حيث من النادر أن نجد من يمول مجرد فكرة لم يخطط لها جيدا بعد، بعد ذلك تبدأ موارده في القصور مما يضطره إلى البحث في محيطه الخاص، أقارب، أهل، أصدقاء... الخ، وهو ما يسمى بالنقود المحبة " love money"، وهو مصدر لا يستهان به ففي فرنسا مثلا سنة 1999 كان هذا التمويل هو مصدر إنشاء 32% من المشاريع الجديدة<sup>37</sup>، وقد يدخل في هذا الإطار أيضا مؤسسات الرعاية في مجال الفكرة الجديدة والتي تتبع للجامعات والمراكز البحثية، ومكاتب الإدارة البلدية وتكون في الغالب على شكل تقاسم لرأس المال أو القروض بدون فوائد أو منح، ومع التطور الحديث وانتهاج أسلوب حاضنات الأعمال فان بعض هذه الأموال تقدم من طرف الحاضنة مع المقر والخدمات الإدارية والفنية<sup>38</sup>.

**ثانيا : من قرب الإنشاء إلى الانطلاق " start-up – amorçage "** في هاتين المرحلتين تزيد حاجة المشروع الجديد إلى الأموال والتي لا يمكن للمصادر السابقة توفيرها، وفي نفس الوقت مستوى المخاطر مازالت جد عالية بحيث لا تشجع السوق الرسمي لرأس المال المخاطر بعد على التقدم، هنا يبرز دور " ملائكة الأعمال" أو السوق غير الرسمي لرأس المال المخاطر .

**ثالثا: من التطور إلى المراحل الأخرى " autre – développement "** أغلبية المستثمرين المخاطرين الرسميين يتدخلون عندما تبدأ المؤسسة في تطوير منتجاتها، بناء

اتصالاتها، وتكوين عملاء دائمين...الخ، بعبارة أخرى بعد الإنشاء وقطع مراحل بعد الانطلاق "start-up" حيث تتعدى احتياجات المؤسسات إمكانيات المستثمرين الأوليين، طبيعة المرحلة تحتم ضخ أموال ضخمة لتدعيم التطور والاستحواذ على مكانة في السوق، هنا يأتي دور السوق الرسمي لرأس المال المخاطر بخياراته الأربعة المتوفرة.

### 7- استراتيجيات رأس المال المخاطر تجاه المؤسسات الممولة

إن تعامل رأس المال المخاطر مع المؤسسة ينقسم إلى إستراتيجيتين أساسيتين هما:  
 أ- الإستراتيجية التمويلية : رغم أن التمويل المخاطر يختلف في جوانب عديدة عن التمويل التقليدي إلا أن هدفه في الأخير هو نفسه أي تحقيق أعلى عائد ممكن عندما يحين وقت إعادة بيع المساهمات، وموافقة المخاطرين على التمويل مرهون بخطة التطوير "Plan de développement" التي يقدمها صاحب المشروع أو الفكرة، ومدى نجاعتها، وبناء على تحليل هذه الخطة من طرف المستثمرين المخاطرين ومستشاريهم، واستظهار نقاط الضعف والقوة في المشروع وتعديل ما يلزم، ترسم الإستراتيجية التمويلية لمؤسسات رأس المال المخاطر لتلعب دورا مهما في توفير الغطاء التمويلي الملائم للمشروعات المقبولة بناء على الدراسة السابقة.

ب - الإستراتيجية غير التمويلية: يتم تسيير المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر - كما سبق الإشارة إليه- بإحدى الطريقتين التاليتين:

- **Hand off** : قليل من التدخل مع نجاح المشروع وعدم وجود مشاكل، وتسمى أيضا بالمتابعة العادية والتي تهدف إلى إضافة قيمة للمشروع، وهو السائد منها<sup>39</sup>،  
 - **Hand on**: كثير من التدخل في حالة وجود مشاكل وصعوبات وهي حلة المتابعة غير العادية والتي ترمي إلى الرقابة والإشراف على الشركة وتوجيه القائمين على إدارتها وتغييرهم إذا كانت النتائج أقل مما هو منتظر<sup>40</sup>.

### 8- كيفية تحديد حصة الشريك المخاطر في المؤسسة الممولة

هناك جملة من الطرق الرياضية والإحصائية لتحديد الحصة من الشركة التي يتم التنازل عنها لصالح الشريك المخاطر، منها:

**1- أسلوب التقييم العام:** وهي طريقة بسيطة جدا يمكن من خلالها أن يعرف صاحب المشروع حجم الملكية الذي سيتنازل عنه لصاحب رأس المال المخاطر لقاء تمويله المشروع، وذلك عن طريق المعادلة التالية<sup>41</sup> :

$$\frac{\text{حجم استثماره X حجم مضاعف استثماره المرغوب فيه}}{\text{حجم ملكية صاحب رأس المال المخاطر (\%)}} = \text{أرباح الشركة المتوقعة X مضاعف عائد شركة مماثلة في السنة 05}$$

**2- أسلوب القيمة الحالية:** وهي طريقة أكثر دقة في تحديد نسبة الشريك المخاطر، وهي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للأموال في تحديد حصة المستثمر المناسبة، ويتم حسابها وفقا للمعادلة التالية<sup>42</sup>:

$$\text{حصة المستثمر المخاطر} = \frac{\text{القيمة الحالي}}{\text{التمويل المبدئي}} \quad \text{حيث أن } 43 :$$

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{\text{التقييم المستقبلي}}{(1 + \text{ح})^n} \quad \text{ونقصد بما سبق:}$$

- التقييم المستقبلي: القيمة التقديرية الإجمالية للشركة في غضون خمس سنوات

- ح : هو حجم العائد المطلوب من طرف المستثمر المخاطر، ن : عدد السنوات.

### 9- طرق خروج رأس المال المخاطر من المشروعات الممولة

يمكن للمستثمر المخاطر أن يحصل على أرباحه عن طريق إحدى طرق الخروج المعروفة والمتمثلة في واحدة مما يلي<sup>44</sup>:

**1- موت المساهمة:** ونقصد هنا الفشل الكلي للشركة أو المؤسسة الممولة وعلى اعتبار المخاطر شريك فهو أيضا يتعرض لنفس المصير.

**2- إعادة شراء الحصص من طرف الشركة نفسها مع تخفيض رأس المال:** في غياب الخسائر تخفيض رأس المال يسمح لشركات المساهمة SPA أو شركات ذات المسؤولية المحدودة SARL، التسديد النقدي مع إلغاء الأسهم أو تخصيصها للأجراء (مع مزايا)، في حين أن اهتلاك رأس المال يسمح أيضا بتسديد كل أجزاء رأس المال للمساهمين عن طريق السحوبات من الاحتياطات.

3- **المخرج المالي:** ويطبق من طرف شركة رأس مال مخاطر أخرى أو مؤسسة مالية أخرى والتي تلعب دور متدخل متخصص للتنازل عن المساهمات بين المتعاملين في رأس المال المخاطر ويصطلح على تسمية العملية " minoritaire Rachat de position " والتي تشمل خصوصا الشراء من مساهمين عائليين (من عائلة واحدة) أو ممولين آخرين.

4- **المخرج الصناعي :** ويقصد به حالة التنازل لمؤسسة أخرى أو لشركة قابضة " Holding " في نفس القطاع وذلك لتكوين أغلبية عن طريق الاندماج في مجموعة صناعية، وعادة ما يكون هذا محبذا واستراتيجيا بالنسبة للمجمع لأنه يدخل ويكمل مجال نشاطه.

5- **التنازل للمؤسسين، مساهمين أو أجراء:** ويلجا إلى هذا المخرج عند عدم القدرة على استخدام أي من المخارج الأخرى، وفي المقابل يريد المؤسسون إعادة شراء مساهمات رأس المال المخاطر للاستحواذ على الأغلبية أو رفع حصصهم، الخروج من المؤسسة أو البيع للإطارات أو الأجراء.

6- **بيع المساهمات في البورصة:** وهذه الحالة تكون عندما يتم قيد المؤسسة بعد نجاحها في البورصة وعليه تجمع الأسهم أو الحصص فائض قيمة معتبر عن طريق القيمة السوقية للأسهم وعليه فانه يمكن للمستثمر المخاطر في حالة رغبته في الخروج من المؤسسة أن يقوم ببيع أسهمه في البورصة.

### الخاتمة

المشكل الأساسي للتمويل بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتمثل في ضرورة إيجاد مصدر تمويل يراعي خصوصية هذه المؤسسات في مراحلها الأولى على وجه الخصوص، والتي تتميز بالنمو البطيء للمبيعات والأرباح فهي مرحلة فرض المؤسسة لنفسها في السوق ومواجهة المنافسة، وتحملها تكاليف إضافية متمثلة في الأقساط والفوائد في هذه المرحلة سوف يخلق لها مشاكل إضافية ، وهذا ما يفسر الإفلاس المبكر لنسبة كبيرة من المؤسسات بعد إنشائها بفترة قصيرة

هذا البديل التمويلي الذي تبحث عنه هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يجب أن يكون الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة، فهو يجب أن يأخذ شكل المشاركة في رأس

المال أي المساهمة، وهذا البديل موجود فعلا ومزدهر بشكل كبير كما رأينا ويعد الركيزة الأساسية لقطاع المشروعات الصغيرة والمتوسطة في الغرب، والولايات المتحدة على وجه التحديد، ويتمثل في مؤسسات رأس المال المخاطر والتي يرجع لها الفضل في التطور التكنولوجي الكبير الذي يشهده الغرب حاليا نتيجة تمويله لمشاريع التجديد ذات المخاطر العالية والضمانات المعدومة، فلما لا، العمل على تطويره في الجزائر.

### الهوامش :

<sup>1</sup> Kamel eddine bouatouta, le capital d'investissement enjeux et perspectives, grand Alger livre, Algérie, 2005, p 69.

<sup>2</sup> Ibid, p 73.

<sup>3</sup> Ibid, p 34.

<sup>4</sup> Ibid, p 34.

<sup>5</sup> Ibid, p 35.

<sup>6</sup> <http://subforum.masrawy.com>

<sup>7</sup> Jean lachmann, capital risque et capital d'investissement, economica, Paris, p 16.

<sup>8</sup> Ibid, p 18.

<sup>9</sup> <http://subforum.masrawy.com>.

<sup>10</sup> عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص 66.

<sup>11</sup> Pierre delaly, petit déjeuner des start-up le capital-risque, BVC, 15 novembre 2002.

<sup>12</sup> [www.acoa.ca](http://www.acoa.ca)

<sup>13</sup> <sup>13</sup> <http://subforum.masrawy.com>

<sup>14</sup> Vanina Paoli-Gagin, Vironique de Lalande, op cit, p 19

<sup>15</sup> Ibid, p 19.

<sup>16</sup> Ernest et Young, le poids économique et social du capital d'investissement en France, maison des polytechniciens, 28/11/2006, 10.

<sup>17</sup> [www.gulff.com/forum/showthread](http://www.gulff.com/forum/showthread).

<sup>18</sup> [www.acoa.ca](http://www.acoa.ca)

<sup>19</sup> Kamel eddine bouatouta, op cit, 84.

<sup>20</sup> Ibid, p 85.

<sup>21</sup> Ibid, p 85.

<sup>22</sup> عبد الباسط وفا، مرجع سابق، ص 86.

<sup>23</sup> Kamel eddine bouatouta, op cit, p 86.

<sup>24</sup> عبد الباسط وفا، مرجع سابق، ص 87.



<sup>25</sup> Jean lachmann, op cit, p 41.

<sup>26</sup> Kamel eddine bouatouta, op cit, p 76.

<sup>27</sup> [http://wikipedia.org/wiki/business\\_angel](http://wikipedia.org/wiki/business_angel).

<sup>28</sup> Ibid.

<sup>29</sup> روبرت هيزرتش، مايكل بيترز، تنظيم المشروعات، ترجمة، فاروق منصور، مركز الكتب الأردني، الأردن، 1991.

<sup>30</sup> Alaa-Eldin M. Edris, the venture capital industry-on overview, Saudi Arabia, February 2007.

<sup>31</sup> [www.gulff.com](http://www.gulff.com).

<sup>32</sup> Alaa-Eldin M. Edris, op cit.

<sup>33</sup> روبرت هيزرتش، مايكل بيترز، مرجع سابق، ص 327.

نفس المرجع، ص 328. <sup>34</sup>

<sup>35</sup> اشرف محمد دوابة، البنوك الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، مصر، 2004، ص 49.

<sup>36</sup> Jean lachmann, op cit, p50

<sup>37</sup> محمد عبد العزيز الخميس، عملية تمويل الاختراعات وتطويرها، مؤسسة الملك عبد العزيز ورجاله لرعاية الموهوبين، اللقاء الثالث للمخترعين، جدة

<sup>38</sup> عبد الباسط وفا، مرجع سابق، ص 101.

<sup>39</sup> <http://subforum.masrawy.com>.

<sup>40</sup> روبرت هيزرتش، مايكل بيترز، مرجع سابق، ص 343.

<sup>41</sup> نفس المرجع، ص 345.

<sup>42</sup> نفس المرجع، ص 345.

<sup>43</sup> نفس المرجع، ص 345.

<sup>44</sup> Jean lachmann, op cit, p p 84-85.