

رأس المال المخاطر كآلية دعم و تمويل الاستثمارات ذات الأثر – تجربة منطقة دول MENA-

*Venture capital as a mechanism for supporting and financing impact investments –  
MENA region experience -*

لطيفة جباري<sup>1</sup>، عبد الجليل جباري<sup>2</sup>

<sup>1</sup> جامعة عباس لغرور خنشلة (الجزائر)

<sup>2</sup> جامعة عباس لغرور خنشلة (الجزائر)

تاريخ النشر: اليوم/الشهر/السنة

تاريخ القبول: اليوم/الشهر/السنة

تاريخ الاستلام: اليوم/الشهر/السنة

**ملخص :**

تهدف هذه الدراسة إلى القاء الضوء على واقع الاستثمارات ذات الأثر في منطقة دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا MENA و مدى مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويلها. و توصلت الدراسة إلى ان الإستثمارات ذات الأثر في منطقة دول MENA تشهد اهتماما كبيرا ، بإعتبارها من أهم القطاعات التي تساعد في ارساء قواعد التنمية المستدامة ، الا أن توجه شركات رأس المال المخاطر نحو هذه الاستثمارات يعتبر ضئيلا و ذلك بسبب قلة نشاطها التمويلي في المنطقة عموما .

الكلمات المفتاحية : الاستثمار ذو الأثر ، تنمية مستدامة ، رأس المال المخاطر.

تصنيف JEL: G24, Q01, H54

**Abstract:**

*This study aims to know the reality of impact investing in Middle East and North Africa (MENA) and the contribution of venture capital in its financing .*

*The study found that the impact investing in MENA region know an increasing interest , on account of the most important sectors that may help to establish the rules for sustainable development , but the direction of venture capital towards these investments is considered small , because of the lack of its financial activity in MENA region .*

**Keywords:** impact investing , sustainable development, venture capital.

**Jel Classification Codes:** H54, Q01, G24

يشهد العالم اليوم ثورة من المعرفة و التكنولوجيا أخرجته من الإقتصاد الصناعي إلى إقتصاد المعرفة ، كما أن التغيرات المناخية فرضت نسقا إقتصاديا تنمويا جديدا لم يعهده العالم من قبل . و قد أحدثت هذه التغيرات تطورا مذهلا في إحتياجات و مشاكل المجتمعات و خلقت تحديات و ضغوطات إجتماعية جديدة ، استوجبت ظهور مفهوم الإستثمار ذو الأثر أو الإستثمار الإجتماعي ، الذي يشير إلى تحول الإستثمار من تحقيق العوائد المالية بالدرجة الاولى إلى تحقيق أثر إيجابي إجتماعي أو بيئي بالدرجة الأولى ؛ و يعتمد في ذلك على إيجاد حلول مبتكرة تعتمد على التكنولوجيا الحديثة . لمشاكل تمثل رقما مهما في المعادلة الإقتصادية التنموية كالتعليم و الصحة و البحث العلمي و السكن و الغذاء و البيئة و الطاقات المتجددة . و في ظل هذا التسارع الدولي نحو تحقيق مبادئ التنمية المستدامة ظهر الإستثمار ذو الأثر كطريقة للتجاوب مع إحتياجات الأفراد المتجددة و المتغيرة و تقديم الخدمات التي تحقق التكامل الإقتصادي الإجتماعي و البيئي و توفر الأمان الإجتماعي و تحسن كفاءة و فعالية الخدمات الإجتماعية . كما أظهر هذا النوع من الاستثمار رغبة المستثمرين في رؤية الآثار الإجتماعية و البيئية الإيجابية لاستثماراتهم ، الناتجة عن الوعي الكبير الذي يعيشه العالم ككل حول النتائج السلبية للعادات البيئية و الإجتماعية الخاطئة .

و تمر مجتمعات دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا MENA بمرحلة انتقالية و تحولية نحو التطبيق الناجع لمبادئ التنمية المستدامة ، الأمر الذي حتم عليها الخوض في مجال الإستثمار ذو الأثر لمواكبة التطورات الدولية ، إلا أن المنطقة تعاني من شح مصادر التمويل لهذا النوع من الإستثمارات التي تعتبر عالية المخاطر بالنظر إلى عوائدها المالية الغير مضمونة . الأمر الذي يستوجب تدخل صيغة رأس المال المخاطر بإعتبارها الصيغة التمويلية الأنجح عند وجود المخاطر العالية و غياب الضمانات في المشاريع الإبتكارية و الإبداعية ، و التي لا يمكن تمويلها بالصيغ التقليدية .

الإشكالية الرئيسية :

بناء على ما سبق جاءت هذه الدراسة لتطرح الإشكالية الآتية :

ما هو دور رأس المال المخاطر في اعتماده كحل تمويلي للإستثمارات ذات الأثر و تطويرها في منطقة دول الشرق الأوسط و شمال إفريقيا (MENA) ؟

الفرضية الرئيسية . و كإجابة على هذا التساؤل تم إقتراح الفرضية الأساسية الآتية :

تبقى تجربة استثمار رأس المال المخاطر ذات الأثر في منطقة دول MENA حديثة و متواضعة و لكنها تشهد تطورا معتبرا كما أنها تتوفر على مقومات النجاح بإعتبارها تنشط في قطاعات استراتيجية للتنمية المستدامة .

أهداف و أهمية الدراسة :

تكمن أهمية الدراسة في أنها تتعرض لأحد أهم و أحدث مواضيع الساعة على مستوى إقتصاديات التنمية و هو الإستثمار ذو الأثر و علاقته بالصيغة التمويلية المستحدثة شركات رأس المال المخاطر ، خاصة مع اسقاطه على منطقة دول MENA التي تتميز بشح

المصادر الاحصائية حول الصيغتين (الاستثمار ذو الأثر و رأس المال المخاطر ) كما يمكن لهذه الدراسة أن تكون مفتاحا لأفكار جديدة تتعلق ببعض الجوانب الضيقة كأساليب قياس الأثر و مدى تأثير الأثر الاجتماعي و البيئي المحقق على الأفراد و الدول .

اما أهداف هذه الدراسة فيمكن إدراجها فيما يلي :

- الوقوف على الاطار المفاهيمي الخاص بالاستثمارات ذات الأثر و رأس المال المخاطر باعتبارها مفهومين حديثين ؛
- الوقوف على واقع إعتداد شركات رأس المال المخاطر لتمويل الإستثمارات ذات الاثر في منطقة دول MENA ؛
- تحديد طرق تسخير الإستثمارات ذات الأثر لتعزيز اهداف التنمية المستدامة ؛
- استعراض و تقييم تجربة تمويلات رأس المال المخاطر ذات الأثر في منطقة دول MENA؛
- تقديم بعض التوصيات لترقية و تطوير عمل الإستثمارات ذات الأثر و شركات رأس المال المخاطر بمنطقة دول MENA.

منهج الدراسة :

إن المنهج المتبع فرضته الأهداف المراد الوصول اليها ، و عليه فقد تم اعتماد المنهج الوصفي عند استعراض أهم المقاهيم المتعلقة بالاستثمارات ذات الأثر و شركات رأس المال المخاطر ، ثم استخدم المنهج التحليلي لمناقشة و تحليل المعطيات و البيانات لتقييم التجربة و الوصول إلى النتائج .

## 2. الاستثمار ذو الأثر ( الاستثمار الاجتماعي ) Impact Investing

يعتبر الاستثمار الاجتماعي أو ذو الأثر أو المستدام أو ذو المردود الاجتماعي احد اهم اشكال الانضباط الاستثماري، الذي يراعي المعايير البيئية والاجتماعية ومعايير حوكمة المؤسسات . وذلك بناء على قيم اخلاقية او معنوية معينة لتوليد عائدات مالية طويلة المدى واحداث تأثير ايجابي في المجتمع او البيئة او الاقتصاد ككل في نفس. الوقت ويعد هذا النوع من الاستثمار توجهها عالميا جديدا في الرعاية الاجتماعية تبنته دول الاتحاد الاوروي لتحقيق الرفاه في مجتمعاتها ومساعدتها على تقليل الانفاق الاجتماعي وتوظيفه بشكل امثل لتحسين المشاركة في التنمية الاجتماعية والاقتصادية على حد سواء.

### 1.2. نشأة الاستثمار ذو الاثر:

يصعب تحديد فتره ظهوره بالتدقيق ، ولكنه ظهر مع بداية الستينيات في الولايات المتحدة الأمريكية خلال فتره الاضطرابات الحضرية التي شهدتها المنظمات الكبيرة اثر استخدامها للمعايير الاجتماعية ، الا انه لم يقنن الا في اواخر السبعينيات، ردا على التوجه النيوليبرالي للرفاهية من ناحية ومحاولة تحديث المبادئ التأسيسية للديمقراطية الاجتماعية من ناحية. اخرى وقد صاحب ظهوره بداية الوعي بالأهداف الاجتماعية في الاعمال التجارية (تجنب الاستثمار في كل ما يضر المجتمع ) كشركات التبغ والكحول والقمار و المشاريع الملوثة للبيئة. وقد استخدم مصطلح الاستثمار الاجتماعي لأول مرة من طرف "Anthony Giddens" في كتابه "الطريق الثالث" سنة 1998، والذي تنبأ فيه بتغيير نموذجي في دولة الرفاه كما تم تصوره حتى تلك المرحلة . حيث وضع في كتابه مراحل رفاهية المجتمع ابتداء بمرحلة الرفاهية القائمة على الحقوق واعاده توزيع الموارد، و الحوافز و المسؤوليات ، انتقالا الى دولة الرفاهية النيوليبرالية التي ولدت نتيجة

الافلاس وزيادة نسب البطالة وتعميق مبدأ اللامساواة والانقسامات والطبقية الاجتماعية. وصولا الى الرفاهية الاجتماعية الإيجابية التي تؤكد على قدرة الافراد والعائلات والجماعات على حماية انفسهم من خلال جعلهم اقوى وأكثر قدرة على الحضور في سوق العمل. حيث لم تعد الرعاية الاجتماعية تقدم لهم وإنما اصبحوا قادرين على اتخاذ اجراءات استباقية في التعامل مع مشاكلهم وأوجه القصور والصعوبات التي تواجههم .

كما لعب التحول نحو اقتصاد المعرفة في منتصف التسعينيات دورا كبيرا في تطوير هذا المفهوم، حيث زادت المشاكل في التوظيف وازدواجية سوق العمل والبطالة ، وصعوبة التوفيق بين العمل والحياة الأسرية ، مما رفع من وتيرة المخاطر الاجتماعية ، الأمر الذي استوجب اتباع أساليب جديدة للرعاية الاجتماعية وتوسيعها لتستوعب التحديات الجديدة . حيث اوضح العديد من صانعي السياسات والاكاديميين ان الاستثمار الاجتماعي هو السياسة الاجتماعية التحولية التي تتناسب وهذه الضغوطات المتقاطعة للمجتمعات ، وعليه تم تبني خطاب الاستثمار الاجتماعي في معاهدة امستردام سنة 1999 ، واعتماده في جدول اعمال لشبونة سنة 2000 كنموذج جديد للسياسة الاجتماعية في الاتحاد الاوروي.

بدأت استراتيجية الاستثمار الاجتماعي جذورها في الدول الغربية وخاصة المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية . وفي جوان 2013 قررت مجموعة الدول الثمانية G8 social Impact Investment Forum توسيع هذه السوق في جميع انحاء العالم ، حيث كان لمنظمة (OECD) و الولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا واستراليا دورا رائدا في تطوير هذه السوق من خلال المساهمة في تطوير نماذج واساليب جديدة سمحت برفع الوعي حولها وتحقيق الاندماج في انشطتها وجذب مستثمرين جدد نحوها . وقد ركزت هذه المبادرة الدولية في مرحلتها الاولى على اسواق وسياسات مجموعة الدول الصناعية السبع (G7) واستراليا ، من خلال فريق مهمات يقيم الآثار الإيجابية لهذه الاستثمارات على التنمية الدولية . ونظرا للنتائج الإيجابية المحققة تم الانتقال الى المرحلة الثانية وتوسيع نطاق المبادرة لتشمل دول مجموعة العشرين (G20) ، خاصة في ظل الاعتراف المتزايد بعدم كفاية المصادر التقليدية والرسمية للتنمية العالمية. (الشهري، 2021)

### 2.2. فهوم الاستثمار ذو الأثر ( الاجتماعي)

ان حداثة المصطلح جعلت منه محطة بحث للاكاديميين والممارسين والباحثين، ولذلك لا يوجد تعريف موحد متفق عليه، كما ان شح الكتابات العلمية عنه و اختلاف الممارسات حوله باختلاف طبيعة المجتمعات حول العالم خلقت صعوبة كبيرة في تأطيره ووضع قالب عالمي متفق عليه . وبالرغم من هذا فان هناك الكثير من المحاولات لإرساء تعريف اتفاقي حوله خاصة من الجهات الرسمية.

فقد عرفته الشبكة العالمية للاستثمار الاجتماعي GIIN على انه " الاستثمار الذي يسعى لإحداث اثر اجتماعي وبيئي ايجابي ملموس . بالإضافة الى قدرته على تحقيق العوائد المالية في الاسواق الناشئة والمتقدمة ، حيث يستهدف عائد اقل من سعر السوق او موازي له ، حسب الاهداف الاستراتيجية المحددة من قبل الجهة المستثمرة. كما يوفر هذا الاستثمار رؤوس الاموال لمواجهة التحديات الأكثر الحاحا في العالم في قطاعات كالزراعة المستدامة والطاقات المتجددة، والتعليب والحفظ ، والتمويل الاصغر والحصول على الخدمات الأساسية بأسعار معقولة كالإسكان والرعاية الصحية والتعليم". (<https://thegiin.org>).

وعرفته ايضا الشبكة العالمية لشركات التدقيق والاستشارات المحاسبية KPMG ( وهي واحدة من أكبر اربع شركات للتدقيق والاستشارات علميا) في احد تقاريرها بانه: " تعهد مالي يهدف الى توليد فوائد اجتماعية محددة وقابلة للقياس او تأثيرات بيئية بالإضافة الى

المكاسب المالية". وحسب راي نفس الشبكة فان الاستثمار ذو الأثر او الاستثمار الاجتماعي هو احث الحلول الناجعة للرد على المشاكل الاجتماعية والبيئية المستعصية، باعتباره يلجأ الى استخدام رأس مال القطاع الخاص للحصول على ارباح مزدوجة

( مالية واجتماعية او بيئية) بطريقة مبتكرة القطاع العام التقليدي بالإضافة الى المساهمة الفعالة في بناء وتعزيز التنمية المستدامة من خلال الاثر الايجابي المحقق (2, p. 2018, KPMG).

من خلال التعريفين السابقين يتضح ان الاستثمار ذو الاثر هو استراتيجية استثمارية عامة تسعى الى تحقيق عائدات مالية وفي الوقت نفسه احداث اثر اجتماعي او بيئي ايجابي مستدام و قابل للقياس الا ان الأولوية تكون للمسؤولية الاجتماعية او البيئية ، لكن هذا لا ينفي المكاسب و العوائد المالية التي تضمن الاستدامة المالية للمشروع على المدى الطويل . و هو ما يعتبر نقطة فاصلة للتفرقة بين الأعمال الخيرية والمساعدات الاجتماعية التقليدية وبين الاستثمار ذو الاثر. الذي يعزز مبدا المسؤولية الاجتماعية للشركات والشعور بالواجب في خدمة المجتمع ككل بشكل ايجابي.

### 3.2. استراتيجية الاستثمار ذو الاثر ( الاجتماعي):

تتمثل استراتيجية الاستثمار في الاثر في استراتيجية استثمارية تستهدف الشركات او الصناعات التي تنتج فوائد اجتماعية او بيئية، وذلك في مجالات تخدم فعلا التنمية المستدامة مثل دعم الطاقات المتجددة او السيارات الكهربائية ( الطاقات النظيفة) والمشاريع الصديقة للبيئة ( الاستثمارات الخضراء) والتعليم والرعاية الصحية والسكن ، والزراعة المستدامة والتمويل البالغ الصغر ( الاصغر) . اي كل المشاريع التي تحقق الاثر الاجتماعي والبيئي الايجابي بالدرجة الاولى ، كما ان هذه الاستراتيجية لا تلغي مبدا تحقيق العوائد السوقية ، حيث اثبتت الدراسة اجرحتها جامعة كاليفورنيا ان معدل الاسترجاع الداخلي للأموال المتوسط في المشاريع ذات الاثر قدره 6.4 % مقارنة ب 7.4 % من الاموال التي لا يوجد لها اثر. كما ان الشبكة العالمية للاستثمار الاجتماعي ذكرت في تقرير لها ان 88 % من المستثمرين ذوي الاثر حققت استثماراتهم عوائد مالية تجاوزت توقعاتهم ، الامر الذي جعل 67% من المستثمرين في هذا القطاع يختارونه بحثا عن عائدات اسعار، السوق وذلك وفقا لدراسة لنفس الهيئة في سنة 2020 . (CHEN, 2022).

- كما ويتبع الاستثمار ذو الاثر استراتيجية خاصة في التمويل والدعم تفرضها عليه طبيعة وخصائص هذا النشاط المتميزة خاصة بعد وضع مبدأ الربحية المالية ضمن اولى الاولويات ولذلك تلجأ عموما هذه الاستثمارات الى صيغ الشركات والتعاون بين عدة متعاملين اقتصاديين واجتماعيين اهمهم (الشهري، 2021، صفحة 18).
- المنظمات العامة والخاصة والجهات المانحة الحكومية وغير الحكومية والمنظمات الدولية؛
- القطاع العام ( الحكومات، البنوك التنموية، مؤسسات التمويل التنموي)؛
- القطاع الخاص ( المؤسسون، المكاتب، العائلية، الافراد مالكو الثروات)؛
- البنوك المحلية والوسطاء الملايين، والبورصة، وصناديق التقاعد ( المعاشات)؛
- الحاضنات والمسرعات ورأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار وشركات التأمين .

ويعتبر التمويل من اهم واكبر التحديات التي يوجهها الاستثمار ذو الاثر نظرا للانطباع الاولي القائل بعدم تحقيق عوائد مالية، بالإضافة الى قلة ومحدودية المعرفة والجرأة لخوض هذا المجال والاستثمار فيه . كما ان غياب الابحاث العلمية عن هذا السوق وادائه والممارسات الشائعة فيه ، ونقص الشفافية والممارسات الجيدة والتجارب الناجحة للتعلم منها، ساهم بشكل كبير في خلق الصعوبات لاتخاذ القرار الاستثماري.

#### 4.2. اركان وخصائص الاستثمار ذو الاثر:

لقد حددت الشبكة العالمية للاستثمار الاجتماعي ( ذو الاثر) العناصر والخصائص التي يجب توفيرها في اي استثمار اجتماعي حتى يحافظ على هويته ويحقق اهدافه التنموية على افضل وجه، وقد جاءت هذه العناصر مرتبه كما يلي (<https://thegiin.org>):

- النية : ان يكون القصد من الاستثمار هو المساهمة في الحلول التنموية الاجتماعية والبيئية، وهذا ما يميز فعلا الاستثمار ذو الاثر. ففي غياب المسؤولية الاجتماعية سوف يصبح استثمارا تقليديا بسيطا؛
- العوائد المالية: يسعى الاستثمار ذو الاثر الى تحقيق عوائد مالية تتراوح بين العوائد بسعر السوق او عوائد معتدلة وفقا للمخاطر، و ذلك ليس كهف اساسي ولكنه لضمان الاستدامة المالية للمشروع على المدى الطويل؛
- مجموعه فئات الاصول: ويمكن هنا ان يكون الاستثمار ذو الاثر عبر فئات مختلفة من الاصول والادوات المالية؛
- قياس الاثر: وهي السمة المميزة والأساسية لهذا الاستثمار، اين يجب ان يلتزم المستثمر بقياس الاثر والابلاغ عن الاداء الاجتماعي والبيئي الناتج من خلال التقارير المستمرة وباستخدام المعايير والاستراتيجيات لوصف الاهداف.

ولعل خاصية قياس الاثر هي التي تمنح الاستثمار ذو الاثر خصوصيه ومصداقيه في تطوير التنمية الاجتماعية والبيئية . ويتم ذلك عبر منهجية علمية محددة تقدم الأدلة العلمية الدامعة للأثر الايجابي. ويكون قياس الاثر خلال فترة الاستثمار ككل منذ بدايته الى غاية تحقيق الاهداف التنموية المرجوة والمسطرة، وذلك لرصد التقدم المحرز وتصحيح المسار قدر الامكان لتحقيق الاثر المطلوب والمصدر منذ بداية الاستثمار. ولعل من اهم العوائق التي يوجهها المستثمرون في هذا المجال هي كيفية قياس الاثر باعتبارها تتطلب تقنيات ونماذج رياضية وتجريبية وشبه تجريبية مبنية على الشفافية وتحتاج خبرات كبيرة في مجال التدقيق والتسيير والمحاسبة . كما ان تعدد هذه المنهجيات يخلق ارتباكاً كبيراً في كيفية اختيار الاكثر ملاءمة وايها الانسب للأثر المراد قياسه (الشهري، 2021، الصفحات 33-56).

يتطلب قيام استثمار ذو اثر منظومة كاملة قائمة بذاتها ومرتبطة ببعضها البعض، ويمكن توضيح عناصر هذه المنظومة أو اركانها كما يلي: (KPMG, 2018, p. 2)

- المستثمرون: الذين يقدمون راس المال لمقدمي الخدمات وذلك لتحقيق النتائج الاجتماعية المتفق عليها خلال فترة العقد. ويتمثل هؤلاء الافراد الخواص، والصناديق الائتمانية والمؤسسات المالية وصناديق راس المال المخاطر ؛
- مقدم الخدمة: وهو المسؤول عن الفكرة الابتكارية الاجتماعية ويكون غالبا منظمة غير حكومية، ويكون هذا المستفيد بشكل مباشر من هذا الاستثمار من خلال تحسين ظروفه الاجتماعية والبيئية. اذن فهو صاحب المصلحة الرئيسي؛

## رأس المال المخاطر كألية دعم و تمويل الاستثمارات ذات الأثر – تجربة منطقة دول MENA-

- الوسيط : وهو الذي يقوم بتنسيق العلاقة بين الطرفين السابقين ويزودهم بحلول وخدمات مبتكرة ويسهل عليهم تطوير المنتجات المالية وتقديم المشورة وهيكل الصفقات وادارة الاموال؛
- المقيم : وهو طرف مستقل يقوم بقياس الاثر او التحقق من النتائج المحققة النهائية القابلة للقياس. وعلية فان هذه الاطراف يقوم عليها الاستثمار ذو الاثر وغياب اي ركن قد يخل بالمنظومة ككل.

### 5.2. واقع الاستثمار ذو الاثر عالميا :

شهد الاستثمار ذو الاثر تطورا عالميا سريع الوتيرة في اقل من ثلاثة عقود، فبعد ان كان استثمارا يركز في المقام الاول على القضاء على الاستثمار في المنتجات اللأخلاقية مثل الكحول والأسلحة والتبغ والقمار، تطور واصبح استراتيجيه استثماريه تقوم بالاستثمار في كل ما يخلق اثر ايجابيا تنمويا اجتماعيا او بيئيا ، ويعمل على معالجة مسالة اجتماعية في الاساس مثل الفقر الصحة السكن الغذاء، او مسالة بيئية مثل الطاقات المتجددة المياه، النظيفة والغذاء الطبيعي .

لا يوجد تحديد دقيق جدا لحجم سوق الاستثمار ذو الاثر ، لكن رغم ذلك تم تقدير حجمه خلال العشرية الأخيرة وذلك نظرا للنمو المتزايد له، حيث قدره سنة 2016 بحوالي 114 مليار دولار ليقتفز خلال سنتين بخمسة اضعاف و يبلغ 502 مليار دولار (2018) . اما سنة 2020 فقد بلغ 715 مليار دولار مدارة من قبل اكثر من 1340 شركة.

كما قدرت الاصول المبرارة في مجملها سنة 2019 بحوالي 502 مليار دولار ،وبلغ متوسط المحافظ الاستثمارية الفردية فيها 29 مليون دولار (الشهري، 2021، صفحة 19) .

وحسب دراسة اجرتها الشبكة العالمية للاستثمار الاجتماعي GIIN سنة 2020 شملت ما يقارب 300 مستثمر اجتماعي في العالم والذين يديرون مجتمعين 404 مليار دولار من الاصول الاستثمارية ذات الاثر، فان نشاط الاستثمار ذو الاثر زاد ونما بشكل ملاحظ سنة 2019 مقارنة بسنة 2015، كما انه موزع تقريبا على جميع دول العالم وهو ما يوضح الجدول الاتي :

### الجدول (1) : توزيع الاستثمارات ذات الأثر حول العالم خلال الفترة 2015-2019

الوحدة مليون دولار

المنطقة	2015	2019	معدل النمو السنوي المركب
أوروبا الغربية و الشمالية و الجنوبية	6365	15318	25 %
شرق و جنوب شرق آسيا	4080	9385	23 %
أمريكا اللاتينية و البحر الكاريبي	6216	13167	21 %
الولايات المتحدة و كندا	10036	20625	20 %
الشرق الأوسط و شمال افريقيا	1447	2881	19 %
أوقيانوسيا	1915	3419	16 %

جنوب آسيا	4535	7822	15 %
أوروبا الشرقية و آسيا الوسطى	5997	9264	11 %
افريقيا جنوب الصحراء الكبرى	9602	12808	7 %
مناطق اخرى	1625	2793	15 %
الاجمالي	51817	97483	17 %

المصدر: (GIIN، 2020، صفحة 9)

يتضح من خلال الجدول نمو الاثر الاجمالي للأصول بمعدل الضعف تقريبا خلال مدة اربع سنوات من 52 مليار دولار الى 97 مليار دولار. وهو ما يؤكد التوجه العالمي نحو هذا النوع من الاستثمار نظرا لضرورة تحقيق تنمية مستدامة .

كما ان هذا الاستثمار ( حسب نفس الدراسة) يعمل في قطاعات مختلفة وفعالة والجدول الاتي يوضح ذلك:

الجدول (2) توزيع الاستثمارات ذات الأثر حسب القطاعات الاقتصادية لسنتي 2015-2019 عالمي :

الوحدة مليون دولار

القطاع	2015	2019	معدل النمو السنوي المركب
المياه و الصرف الصحي و النظافة الصحية	3083	9735	33 %
الخدمات المالية ( بإستثناء التمويل الاصغر)	5667	16432	30 %
الرعاية الصحية	2405	5590	23 %
الغذاء و الزراعة	3746	8284	22 %
الطاقة	9007	19077	21 %
تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات	1198	2058	14 %
البنية التحتية	1144	1818	12 %
الاسكان	4238	6322	11 %
التمويلات الصغيرة	9525	13439	9 %
الصناعات التحويلية	1667	1356	5- %
الفنون و الثقافة	1695	1257	7- %
قطاعات اخرى	142	52	22- %

المصدر: (GIIN، 2020، صفحة 10)

حسب الجدول يتضح تخصيص رؤوس الاموال نحو المياه والصرف الصحي والنظافة الصحية والخدمات المالية بمعدلات نمو سنوية تفوق 30 % وذلك لما تلعبه هذه القطاعات من التنمية الشاملة المستدامة خاصة في منطقة جنوب صحراء افريقيا التي تشهد توجها كبيرا للاستثمار فيها على المستوى الدولي . كذلك يلعب قطاعي الغذاء والزراعة والطاقة دورا هاما في نمو مخصصات الاستثمار ذو الاثر، باعتبارها التوجهات الحديثة للاقتصاد النظيف الاخضر، كما تلعب دورا هاما في التنمية البيئية التي تمثل احد اهم اهداف الاستثمار ذو الاثر. كما توجد مجالات اخرى مثل التكنولوجيا المعلومات والاتصال والتمويلات الصغيرة التي يفرضها اقتصاد المعرفة. الملاحظ ان الاستثمار ذو الاثر يتجه نحو قطاعات استراتيجية تحقق تنمية ورفاهية اقتصادية واجتماعية. الا انها تعتبر قطاعات ذات نسبة مخاطر مرتفعة وهو ما يتطلب صيغ تمويلية خاصة تتماشى وهذه المخاطر ولعل اهمها رأس المال المخاطر.

### 2. شركات رأس المال المخاطر:

#### 1.2. تعريف رأس المال المخاطر

تعتبر صناعة رأس المال المخاطر أحد أهم الوسائل الفاعلة في مجال تمويل المؤسسات الناشئة . اذ أن نشاطه يتناسب و طبيعة هذه المؤسسات ، نظرا لإرتباط نشاطه بالمجالات ذات المخاطر الكبيرة و العائد المرتفع . الا ان مفهومه لازال يشوبه بعض الغموض ، و هو ما خلف بعض الاختلافات في تعريفه و حتي احيانا في مجالات و مراحل تدخله .

ان محاولة التفرقة بين رأس المال المخاطر و رأس المال الاستثماري ينبع من كون الكثير من الدول تعتبر مراحل تدخل رأس المال المخاطر تختلف عن المراحل التي يمونها رأس المال الاستثماري . و يظهر هذا جليا من خلال التعاريف المختلفة . حيث أخذت بعض الدول بالمفهوم الواسع لرأس المال المخاطر مثل الولايات المتحدة الأمريكية التي تعتبر معقل شركات رأس المال المخاطر ، حيث اعتبرته يمول جميع مراحل تطور المؤسسة، ابتداء من الفكرة الابتكارية الى غاية دخولها البورصة . فحسب الجمعية الوطنية الأمريكية لرأس المال المخاطر (NVCA) فإن نشاط رأس المال المخاطر هو : "الأموال التي يمنحها أشخاص متخصصون للمؤسسات الناشئة ذات القدرة العالية على الابتكار و النمو السريع ، من خلال تمويلات طويلة الأجل للالتزامات الدائمة و المختلفة لكل مراحل التمويل في المؤسسات انطلاقا من بداية المشروع . و قد استنتت فقط مرحلة التحويل و التصفية (nvca.org)

و تتفق كل من كوريا و الصين و نيوزلندا و غيرها من الدول مع الولايات المتحدة الأمريكية في ان رأس المال المخاطر هو نفسه الاستثماري حسب التعريف الانجلوساكسوني.

أما في فرنسا و الدول التي تتبع التعريف الفرانكوساكسوني فهي تفصل بينهما . بالرغم من أنه في بداية ظهور هذا النشاط تم تعريفه على أنه يتضمن كل عمليات التمويل بالأموال الخاصة في المنشأة الغير مسعرة في البورصة ، أي انه تمويل يتعلق بكل مراحل النمو في المؤسسة و هو ما يتطابق مع رأس المال الاستثماري . الا انه تم تعديل التعريف بعد ذلك ليقصر فقط على تمويل المنشآت في المراحل المبكرة ، و اعتباره جزءا من رأس المال الاستثماري في مراحلها الاولى (cherif, 2008, p. 45)

و هذا ما تؤكد الجمعية الفرنسية للمستثمرين من اجل النمو (France invest) من خلال تعريفها لرأس المال المخاطر كتمويل بالمشاركة يتم في مرحلة انشاء المشروع الابتكاري المتميز بتكنولوجيا جديدة و حيوية (franceinvest.eu)

و عموما يعرف رأس المال المخاطر من الناحية التقنية على أنه " تمويلًا للأموال الخاصة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي لا تستطيع الحصول على أموال من أسواق المال الأولية عن طريق الاكتتاب العام أو الثانوي ، عن طريق اصدار الأسهم و السندات " .

أما من الناحية الاقتصادية فإن مهمة رأس المال المخاطر تنطلق من تمويل الفنين و الشركات الصغيرة التي لا يمتلك أصحابها كفايتهم من المال اللازم للتشغيل ، و تتعامل معها وفقا لمبدأ المشاركة، و من ثمة تعتمد على أسلوب الجدوى الاقتصادية للمشروع و ربحيته و كفاءته الادارية ، بدلا من الضمانات و حجم القوائم المالية التي يعتمد عليها أسلوب البنكي ، ذلك أن رأس المال المخاطر يتم استرداده في نهاية برنامج الاستثمار ، بعد ادراج عائد يحسب على أساس الربح المحقق ، و عدم تقديم أي ضمانات ، و تقاسم الربح و الخسارة (رابح و حساني ، 2015، الصفحات 156-158).

من خلال كل التعاريف السابقة يتضح أن رأس المال المخاطر في كل الاحوال هو جزء من رأس المال الاستثماري ، و ما ينطبق على الجزء ينطبق على الكل. و عليه يمكن القول ان شركات رأس المال المخاطر تقوم على مبدأ المشاركة مع المشاريع الاستثمارية من خلال تقديم التمويل المادي و الفني و الاداري، للمشاريع التي تتسم بدرجة عالية من المخاطر يقابلها عائد مرتفع، نتيجة لكونها مشاريع ابتكارية ذات تكنولوجيا عالية او جديدة (و هو الامر الذي يتطابق تماما مع تعريف المؤسسات الناشئة بالتحديد و المشاريع ذات الأثر). و يتم هذا التمويل طوال دورة الاستثمار: اي منذ بدء المشروع او ظهور بذرة الفكرة المبتكرة الى غاية تنفيذها و تحقيقها للأرباح العالية و ضمان استمراريتها. ثم يتم استرداد رأس المال التمويلي مع تحقيق فائض قيمة كبير بعد عدة سنوات (عادة لا تتجاوز 10 سنوات)، من خلال الخروج من النشاط ضمن آليات محددة و متعارف عليها يمكن اختصارها فيما يلي : (paul, 2006, pp. 16-17)

- **العرض العام على الجمهور** : و يكون بإصدار اوراق مالية يتم طرحها للاكتتاب العام. و هنا يجب ان يتم تقييم المؤسسة في البورصة. و هنا تحصل شركة رأس مال المخاطر على اصل رأس المال الاستثماري و عائدته في صورة اوراق مالية مقيدة في البورصة.

و هذه الآلية تتطلب وجود سوق مالي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة و هو ما لا يتوفر في الكثير من الدول خاصة النامية و ان وجدت فهي غير فعالة (كحالة الجزائر).

- **الخروج الصناعي** : و هنا يتم التنازل عن المشروع الي مستثمر آخر او لشركة قابضة، حيث يتم البيع الكامل للمشروع. و يعتبر هذا المخرج ذو نجاعة اقتصادية.

- **الخروج المالي**: طرح المشروع لمستثمرين محددين من خلال الطرح الخاص . اي البيع الثانوي لمؤسسات مالية اخرى او حتى شركات رأس مال مخاطر اخرى متخصصة في التنازل عن المساهمات بين المتعاملين، في حين يحتفظ المقاول بحصته في المشروع .

- **اعادة شراء المؤسسة**: اعادة الشراء من طرف المقاول نفسه، حيث يقوم بشراء حصة شركة رأس المال المخاطر، و هذا لغرض تحقيق استقلالية المشروع.

2.2. خصائص شركات رأس المال المخاطر:

من اهم مميزات شركات رأس المال المخاطر ما يلي (سامي، 2010، الصفحات 12-14):

- القيام على مبدأ المشاركة اي انها شريكة مع المؤسسة الناشئة في الربح و الخسارة، دون اي ضمانات للمبلغ او العائد؛
  - تمويل متخصص في الشركات الجديدة الواعدة ( مؤسسات ناشئة و استثمارات ذات أثر)؛
  - استثمار طويل الأجل، حيث تتراوح مدة المشاركة بين 5 و7 سنوات و قد تصل أحيانا الى 10 سنوات، بعدها يتم الاسترداد من خلال بيع حصص راس المال المخاطر، و ذلك بعد ان يحقق المشروع عوائد مالية؛
  - مرحلية التمويل، حيث تقدم الاموال وفق دفعات متتالية حسب نتائج المشروع و احتياجاته؛
  - تقديم النصح و الارشاد من خلال التدخل في الادارة و توظيف اصحاب الخبرات داخل المشروع، و هذا ما يعتبر ضمانا لصاحب راس المال المخاطر وقد يشعره بنوع من الارتياح؛
  - العائد المرتفع، الذي يتناسب و نسبة المخاطر المرتفع التي تتحملها شركة رأس المال المخاطر.
- كما هناك خصائص اساسية يجب ان تتوفر في المؤسسات الطالبة للتمويل من شركات راس المال المخاطر حتى توافق هذه الأخيرة على تمويلها و تتحدد فيما يلي : (رابح و حساني ، 2015، الصفحات 171-172)
- مؤسسات غير مدرجة في البورصة بسبب عدم تمكنها من تطبيق الشروط الصارمة للالتحاق بالسوق المالي، و بالتالي صعوبة حصولها على التمويل؛
  - مؤسسات تتميز بارتفاع نسبة المخاطرة من دون ضمانات مقدمة ؛
  - مؤسسات لديها منتج مميز او خدمة مميزة او فكرة واعدة و مبتكرة في مجال الالكترونيات الدقيقة او الاعلامية الدقيقة أو التكنولوجيا الحيوية أو تكنولوجيا المعلومات او اي مجال يتميز بخلق قيمة مضافة فعلية في الاقتصاد، بالإضافة الى اصحاب الاختراعات؛
  - مؤسسات تمتلك مخططات عمل قوية ، و قدرات و خبرات و انسجام فريق العمل، مما يخلق مع الوقت نموا سريعا و بشكل معتبر؛
  - مؤسسات تحتاج اموال كبيرة و لكن لا تمتلك القدرة على منح هوامش كافية ؛
  - مؤسسات تجاوزت مرحلة الانطلاق ، و تمنح امكانيات نمو سريع؛
  - مؤسسات لها آفاق تسهيل جيدة (دخول قريب للبورصة ) و البيع بصورة مربحة؛

- مؤسسات يمكن ان تمنح توازن ميثالي بين المخاطر و العائد للمستثمرين ؛
- مشروعات قائمة متعثرة لا تحقق للعائد المطلوب منها اما لنقص التمويل او لقصور الادارة او الاساليب الفنية الانتاجية و غيرها من الاسباب .
- 3.2. **مراحل التمويل برأس المال المخاطر:** يتميز التمويل برأس المال المخاطر بالمرحلية سواء في تقديم الاموال للمشروع ، او حتى في تمويل مراحل مختلفة من حياة المشروع لا تقتصر فقط على طول الانشاء . فما دامت امكانيات النمو واعدة و المخاطر مازالت قائمة يمكن ان تمتد عملية التمويل المخاطرة الى مراحل اخرى من عمر المؤسسة دونما عن مرحلة ما قبل الانشاء و الانطلاق . و فيما يلي توضيح لمراحل تمويل براس المال المخاطر (رابح و حساني ، 2015، الصفحات 187-192) .
- **رأس مال ما قبل الانشاء او قرب الانطلاق :** و هو راس مال موجه لتغطية مرحلة البحث التطوير لإثبات امكانية نجاح الفكرة، مثل تنفيذ النموذج المبدئي و اختبار نجاح الفكرة و مدى قابليتها للتطبيق، او تمويل التصنيع المحدود لاختبار السوق قبل الانطلاقة الفعلية؛
- **راس مال الانشاء او الانطلاق او التأسيس :** و هي المرحلة الاساسية للتدخل شركات راس المال المخاطر، على اعتبار ان هذه المرحلة غير مغرية تماما لمصادر التمويل الاخرى . و لذلك يعد راس المال المخاطر الممول الوحيد و الفعلي لبداية النشاط من تطوير المنتج الى طرحه الانتاجي و التجاري . و بذلك فهي تنقسم الى مرحلتين :
- **البداية بمعناها الضيق :** تغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية للمشروع (البداية في التنفيذ التصنيعي) .
- **المرحلة الاولى من التمويل:** و تغطي نفقات البداية التجارية (سوق اولي او نفقات تسويق المنتجات ...) .
- **رأس مال التنمية او التطوير :** و تكون هنا المؤسسات قد بلغت عتبة مقبولة من المردودية و بدأت تحقق ارباحا و لو بسيطة، و لكنها تحتاج الى موارد مكتملة و إضافية لرفع القدرة التسويقية و زيادة رأس المال العامل . و تتضمن بدورها مرحلتين، اما تمويل مرحلة التوسع التي تكون بحاجة للأموال للاستثمار و التدوير بسبب زيادة المبيعات (راس مال المخاطر هو الصيغة الأكثر تفضيلا و استجابة) . او تمويل مرحلة التطوير و النضج و هنا تقل الحاجة الى راس المال مخاطر باعتبار ان المشروع بدأ في توفير التمويل الذاتي و اصبح لديه قدرة على الاستدانة الا ان المشاريع الناشئة الصغيرة و المصغرة تبقى في حاجة اليه .
- **رأس مال تحويل الملكية أو تعاقب الملكية :** و يستعمل عند تغيير الأغلبية المالكة للمشروع أو تحويل مشروع قائم فعلا الى ملكية عامة أو خاصة ( شراء مشاريع ) . حيث يتحمل رأس المال المخاطر أعباء تحويل السلطة المالية و الصناعية الى مجموعة جديدة من الملاك .
- **رأس المال التقويم أو التصحيح :** و يخصص لمشروعات قائمة فعلا و لكنها تعثرت لوجود صعوبات خاصة ( نقص النشاط أو مشاكل ادارية أو في الخزانة أو نقص في الإيرادات أو الطلب ) . و في المقابل تتوفر هذه المشروعات على امكانيات ذاتية لاستعادة مكانتها في السوق و يقوم بذلك رأس المال المخاطر من خلال الإنهاض المالي .

من خلال هذه المراحل يتضح أن رأس المال المخاطر لا غني عنه في تمويل مرحلتي النشأة و الإنشاء و التوسع باعتباره الملجأ الوحيد للمؤسسات الناشئة في دورة حياتها الاولى و كذلك للمشاريع ذات الأثر باعتبارها غير مغرية للتمويل التقليدي .

### 4.2. أهمية رأس المال المخاطر :

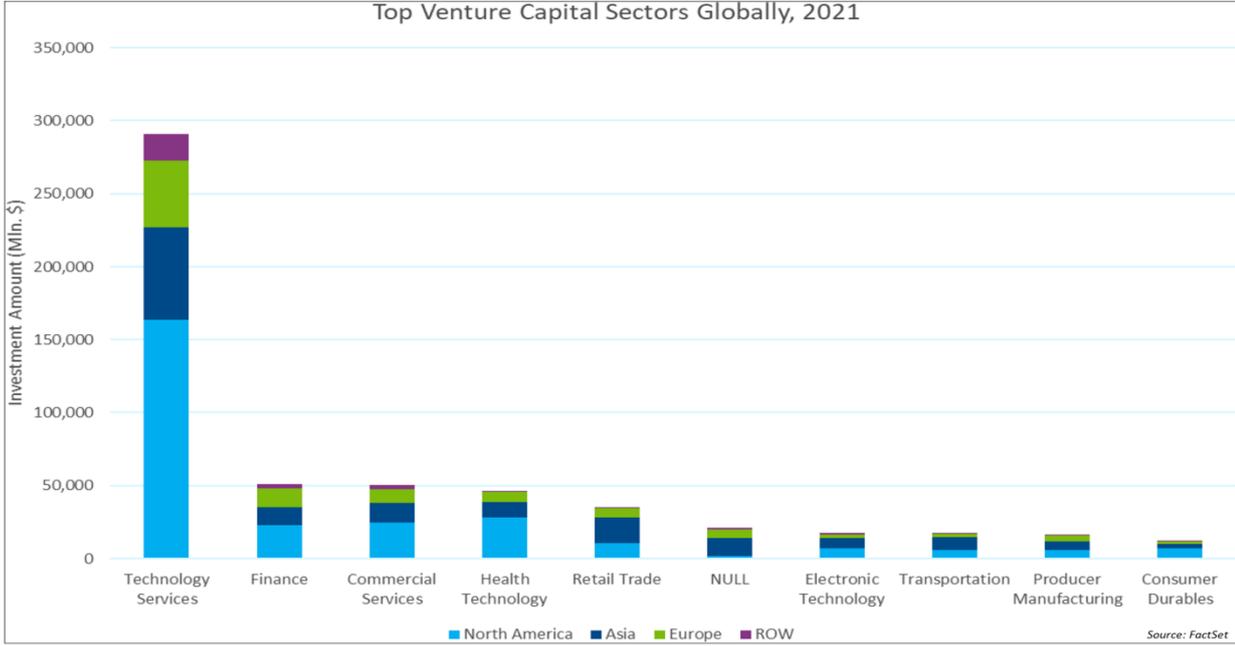
ان الانتشار الفعلي لنشاط رأس المال المخاطر و بداية تحقيقه للنتائج الايجابية لم يبدأ سوى في نهايات السبعينات من القرن الماضي و رغم ذلك تشهد هذه الصناعة اليوم تطورا و انتشارا ملحوظا . فبعد أن كان نجاحها مقتصر على الولايات المتحدة الأمريكية ( مهد هذه الصيغة التمويلية ) . إلا أن الدول المتقدمة الأخرى أصبح لديها نصيب معتبر من هذه الصناعة .

و حسب الاحصائيات العالمية لرأس المال المخاطر فإنه يشهد فقرة نوعية ، أين كانت هذه الصناعة التمويلية لا تتجاوز استثماراتها 20 مليون دولار سنة 2005 ، و في ظرف 10 سنوات تضاعفت بسبعة أضعاف تقريبا ، اين بلغت 128.5 مليار دولار تم استثمارها في 7872 مشروع ، و قد ساهمت الولايات المتحدة الامريكية فيها بنسبة تقارب 60% بعد ان كانت تساهم في أكثر من 90% من المبالغ الاستثمارية سنة 2005.

و تواصل هذه الاستثمارات في نومها بشكل مطرد و سريع أين بلغت حدها الأقصى خلال الثلاثي الأخير لسنة 2021 ببلوغها 177.9 مليار دولار بمعدل 9256 مشروع لتعتبر بذلك أكبر نسبة منذ بداية هذا النشاط. لتراجع خلال الفصل الاول لسنة 2022 بمعدل 143.9 مليار دولار موجهة نحو 8835 مشروعا ، ساهمت الولايات المتحدة الامريكية فيها بما يعادل 49% أي بمقدار 71.2 مليار دولار و بمعدل 37% من اجمالي المشاريع . كما ساهمت الصين بـ 12.7 مليار دولار أي حوالي 9% ، أما إنجلترا فقد ساهمت بـ 9.2 مليار دولار بنسبة 6.3%. وهذا ما يؤكد على الانتشار العالمي الذي يشهده هذه الصناعة وذلك بسبب الديناميكية الكبيرة للتكنولوجيا الحديثة التي يعيشها العالم اليوم و كذلك متطلبات التنمية المستدامة . ولهذا فان من بين كل 5 دولار من استثمارات رأس المال المخاطر نجد 1 دولار موجه نحو التكنولوجيا المالية ( Fintech Companies ) ، حيث تم خلال الفصل الأول من سنة 2022 استثمار ما يعادل 28.8 مليار دولار في مجال التكنولوجيا المالية بمقدار 1399 مشروعا (cbinsights.com, 2022) .

يلعب راس المال المخاطر دورا حيويا في الصناعات الحديثة مثل التكنولوجيا الحيوية و الإنترنت والاتصالات والإلكترونيات والطاقة الصناعية ، باعتبارها قطاعات ابتكارية وعالية المخاطر يصعب تمويلها بالإقراض، وهذا لا ينفي ان راس المال المخاطر يستثمر في معظم القطاعات تقريبا . وهو ما يوضحه الشكل الآتي:

الشكل (1): توزيع اجمالي المشاريع العالمية لرأس المال المخاطر حسب قطاع النشاط لسنة 2021.

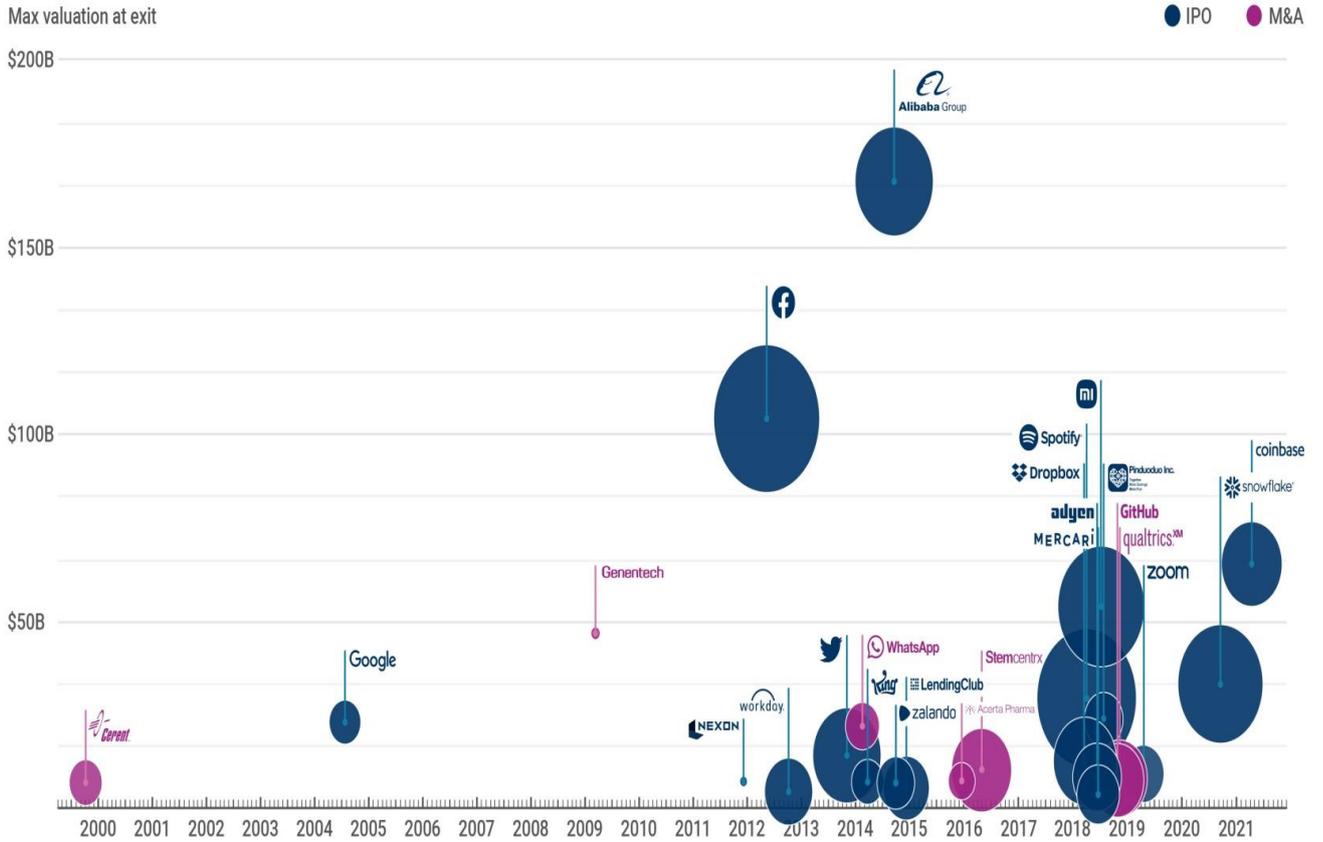


ROW : Rest Of world باقي دول العالم

المصدر : (Bryan, 2022)

لقد تجاوزت استثمارات رأس المال المخاطر سنة 2021 مبلغ 612 مليار دولار في مجملها بمعدل زيادة 108% مقارنة بسنة 2020. وقد كان لقطاع الخدمات التكنولوجية حصة الأسد من اجمالي استثمارات سنة 2021 بما يتجاوز 290 مليار دولار اي تقريبا بمعدل نصف الاستثمارات 50%، أين تعود اكثر هذه الاستثمارات الى امريكا الشمالية ثم تليها آسيا و أوروبا بمعدلات متقاربة، أما بقية دول العالم فهي تشارك في قطاع التكنولوجيا بما لا يتجاوز 10 مليار دولار سنة 2021. ويأتي القطاع المالي في الدرجة الثانية من حيث اجمالي استثمارات رأس المال المخاطر العالمية لسنة 2021 وذلك جنبا الى جنب مع قطاع الخدمات التجارية ثم تليها قطاع تجارة التجزئة ثم بمعدلات متقاربة قطاع تكنولوجيا الإلكترونيات والنقل و تصنيع المنتجات وأخيرا قطاع السلع الاستهلاكية.

الملاحظ من خلال الشكل أن استثمارات رأس المال المخاطر لم تخرج عن اطارها الاقتصادي المتمثل في المشاريع الابتكارية عالية المخاطر، حتى وان استثمرت في قطاعات أخرى الا انها تبقى بمعدلات منخفضة وفي حالات استثنائية، وهو الأمر الذي يتوافق مع قطاعات الاستثمار ذات الأثر خاصة القطاع التكنولوجي و قطاع الخدمات المالية و التي بدورها تحدم متطلبات التنمية المستدامة . وتعد التجارب الكثيرة الناجحة لمؤسسات ناشئة بلغت العالمية من خلال إيمان شركات رأس المال المخاطر بأفكارها وإبداعها في مراحلها البذرية، لتحقيق فيما بعد ارباحا خيالية، افضل مثال على نجاح التمويل المخاطر في مجال التكنولوجيا . وفيما يلي افضل الشركات التي تم تمويلها برأس المال المخاطر وأصبحت من ضمن كبريات الشركات العالمية و التي غيرت فعلا مسار حياة الأفراد.



الشكل (2) أفضل الشركات التي تم تمويلها برأس المال المخاطر من ناحية العائد على الاستثمار خلال الفترة 2000-2021.

المصدر : (cbinsights.com، 2021)

من خلال الشكل يتضح أن رأس المال المخاطر مول أفضل المؤسسات الناشئة و رافقها بالتمويل و التسيير لتخرج من بوتقة الأفكار البذرية الابداعية الى مشاريع عالمية ذات عوائد مغرية بداية من شركة غوغل الى فيسبوك و واتس أب و سناب شات التي أحدثت ثورة في عصرنا الحالي ، و غيرها من المؤسسات الناشئة التي أبدعت في مجال التسويق الالكتروني .

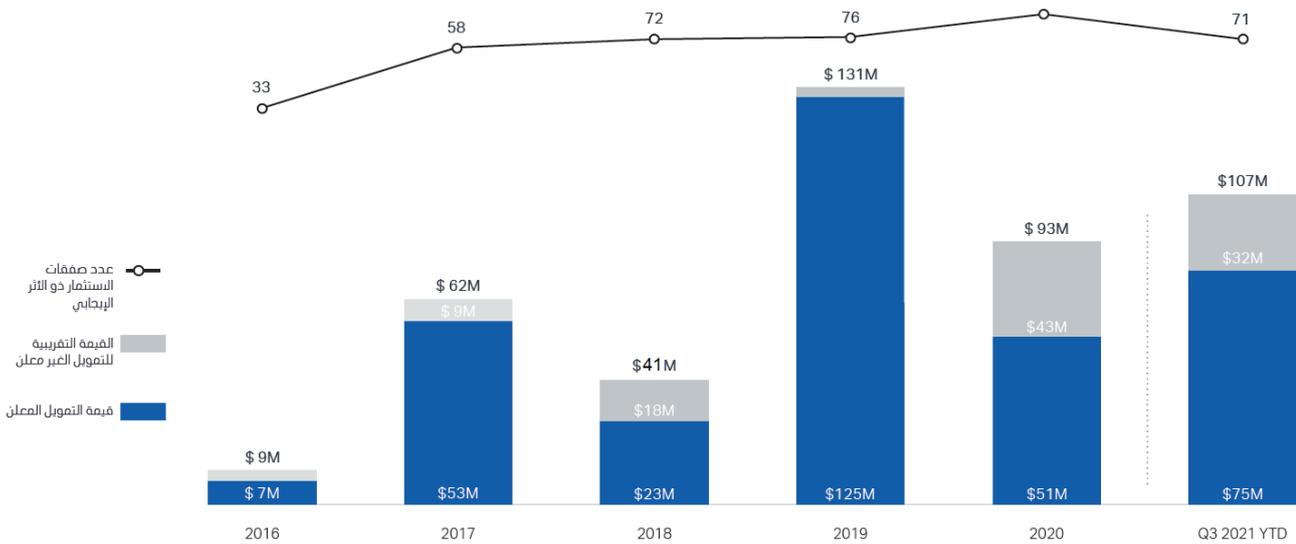
### 3. تمويلات رأس المال المخاطر للاستثمارات ذات الأثر في منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا (دول MENA)

ان ظهور نشاط رأس المال المخاطر في منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا يعتبر حديثا مقارنة ببداية هذا النشاط في امريكا واوربا اذ ان معظم دول منطقة MENA (البحرين العراق الاردن السعودية الكويت لبنان عمان فلسطين قطر سوريا الامارات العربية المتحدة اليمن الجزائر المغرب تونس ليبيا السودان ومصر) عرفت هذا النشاط خلال تسعينيات القرن الماضي ان لم يكن احيانا في بداية القرن الواحد والعشرين. ولذلك يعتبر من الاعمال الناشئة ولكنه في طريق النمو ولذلك لا يوجد تعريف واحد متفق عليه في المنطقة. ولكن عموما يعرف انه نشاط يغطي الاستثمارات في الاعمال والمشاريع الناشئة والاستثمارات الصغيرة للاسهام الخاصة بغض النظر عن مرحله النمو الحالية للمؤسسة المستهدفة. ومع نضوج الاسواق في هذا المجال، يتوقع استخدام نفس التعريف المتداول في الاسواق الاكثر نضوجا وتطورا.

#### 1.3 تطور استثمارات رأس المال المخاطر في المجالات ذات الأثر في منطقة دول MENA :

يرتبط رأس المال المخاطر بالمؤسسات الناشئة والصغيرة والمتوسطة الا انه عرف توجهها جديدا نحو الاستثمار ذو الأثر خلال العقدين الاخيرين في منطقة الشرق الاوسط وشمال افريقيا. وقد خصصت نسبة 16% من جميع معاملات رأس المال المخاطر في المنطقة للاستثمار ذو الأثر اي ما يقارب 403 معاملة ( مشروع ) بقيمة 444 مليون دولار اي حوالي 7% من اجمالي استثمارات رأس المال المخاطر في المنطقة وذلك بمعدل نمو سنوي مركب يعادل 15% خلال الخمس سنوات الأخيرة ( الفترة بين 2016 - الربع الثالث 2021) والشكل الاتي يوضح ذلك :

الشكل (03) قيمه وعدد صفقات الاستثمار ذو الأثر الممولة برأس المال المخاطر خلال الفترة ( 2016- الربع الثالث 2021) في منطقة دول MENA



المصدر : (MAGNITT، 2021، صفحة 10)

## رأس المال المخاطر كألية دعم و تمويل الاستثمارات ذات الأثر –تجربة منطقة دول MENA-

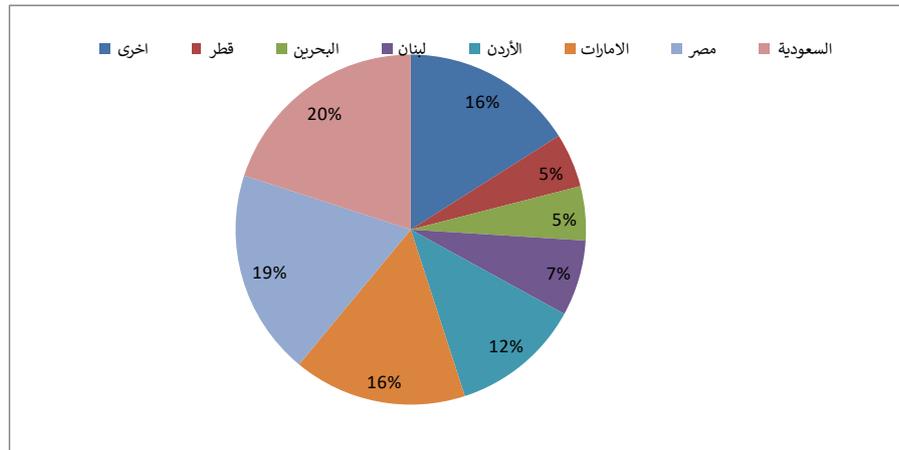
من خلال الشكل يظهر التطور الايجابي السنوي لاستثمارات رأس المال المخاطر في الاستثمار ذو الأثر في منطقه دول، MENA وذلك راجع لاحتياجات التنمية الاجتماعية والبيئية التي تشهدها المنطقة ككل رغم حدث المجالين. وشهدت سنة 2020 تراجعاً في قيمة الاستثمار وذلك راجع الى تداعيات جائحة كورونا على العالم ككل وخاصة منطقه دول MENA التي تعاني من عجز كبير في القطاع الصحي و التكنولوجي . وبالرغم من هذا التطور الا ان استثمارات رأس المال المخاطر في الاستثمار ذات الأثر في المنطقة تبقى منخفضة جدا اذ بلغت 7 % فقط من اجمالي الاستثمارات رأس المال المخاطر، ويمكن ارجاع ذلك الى حداثة الاستثمار ذو الأثر في المنطقة ككل وعدم التأكد من امكانه تحقيق العوائد المالية المنتظرة وهو ما يزيد من مخاطر الاستثمار في مجال المشاريع ذات الأثر.

### 2.3. توزيع استثمارات رأس المال المخاطر ذات الأثر على مختلف دول منطقه MENA :

تستحوذ منطقه الشرق الاوسط على حصة الاسد من المشاريع ذات الأثر الممولة برأس المال المخاطر مقارنة بشمال افريقيا من حيث عدد الصفقات المبرمة وهو ما يوضحه الشكل الاتي :

الشكل رقم (04) عدد الصفقات في الاستثمار ذو الأثر الممولة برأس المال المخاطر في منطقه MENA خلال الفترة ( 2016- الربع الثالث من 2021 ).

403 اجمالي عدد الصفقات خلال 2016- الثلاثي الثالث من 2021



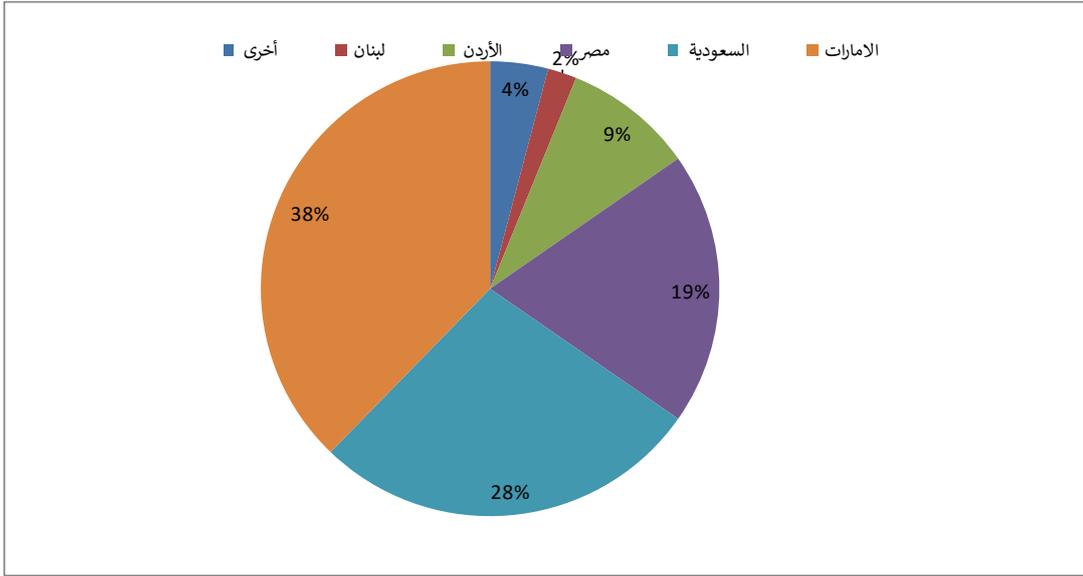
المصدر: (MAGNITT، 2021، صفحة 13)

تستحوذ السعودية ومصر والإمارات على أكثر من نصف الصفقات في المنطقة حيث تم إبرام 80 صفقه في السعودية و 78 صفقه في مصر تليها الإمارات ب 66 صفقه من اصل 403 صفقه خلال الفترة الممتدة بين 2016 و الثلاثي الثالث لسنة 2021. ولم يحقق المغرب العربي ( شمال افريقيا عدا مصر) الا نسبة ضئيلة جدا قد لا تصل حتى 10 % على اعتبار ان اليمن والعراق والكويت وعمان وفلسطين وسوريا تشارك في نسبة 16 % المقدرة للدول الاخرى. وهو ما يؤكد على ضعف استثمارات رأس المال المخاطر في المنطقة وخاصة منها الاستثمارات ذات الأثر.

كما استحوذت أيضا منطقة الشرق الاوسط على الحجم الاكبر من تمويلات راس المال المخاطر للشركات ذات الاثر حيث استحوذت الامارات والسعودية مجتمعتين على 66% من اجمالي المبالغ المستثمرة في منطقة دول MENA، وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (05) توزيع حجم التمويل براس المال المخاطر للمشاريع ذات الاثر في منطقة دول MENA (مليون دولار) خلال الفترة ( 2016- الربع الثالث من 2021)

444 مليون دولار حجم التمويل خلال 2016-الثلاثي الثالث من 2021



المصدر: (MAGNITT، 2021، صفحة 14)

من خلال الشكل يتضح ان الامارات العربية المتحدة تحتل المركز الاول من حيث حجم التمويلات في المنطقة رغم انها من حيث عدد الصفقات تحتل المركز الثالث، وذلك راجع الى المبالغ الهائلة المستثمرة في المشروع الواحد، حيث ان شركة بلودور انبرجي الناشئة في مجال الطاقة وحدها استحوذت على 40% من المبلغ المستثمر في الامارات (163 مليون دولار)، وبالتالي فان الاستثمارات ذات الاثر في الامارات رغم قلة عددها الا انها تتميز برؤوس اموال مرتفعة، وقد بلغ متوسط التمويل للمشروع الواحد ذو الاثر في الامارات ما يقارب 2.5 مليون دولار، في حين بلغ المتوسط في السعودية 1.5 مليون دولار. كما يؤكد حجم التمويلات في المغرب العربي على الضعف الكبير الذي تشهده المنطقة في راس المال المخاطر والاستثمار ذو الاثر، ويرجع ذلك بالدرجة الاولى الى ضعف نشاط راس المال المخاطر في حد ذاته في المنطقة، ففي سنة 2021 جذب الشرق الاوسط تمويلات راس المال المخاطر بقيمة 1.9 مليار دولار مع توقيع 410 صفقة، في حين استقطبت دول شمال افريقيا ما قيمته 581 مليون دولار فقط (اي النصف تقريبا) جسدها 180 صفقة فقط، وكانت الحصة الاكبر منها من نصيب مصر حيث جمعت الشركات الناشئة المصرية ما يتراوح بين 373 و 502 مليون دولار (لا تعلن العديد من الشركات المصرية بدقة على حجم التمويلات التي تتلقاها). وبذلك تتجاوز نسبتها 70% من اجمالي تمويلات شمال افريقيا، ما يؤكد

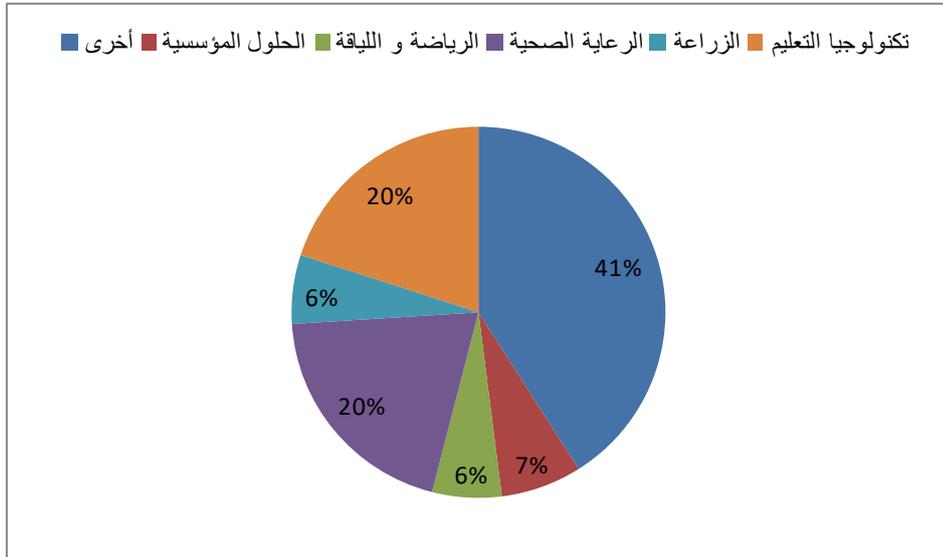
على ضعف نشاط رأس المال المخاطر في منطقته المغرب العربي بشكل كبير جدا يدعو الى ضرورة تدخل الهيئات المعنية لتطويره و القيام به (Magnitt, 2022, p. 25)

### 3.3. قطاعات استثمارات رأس المال المخاطر ذات الأثر في منطقة دول MENA:

تتوزع استثمارات رأس المال المخاطر ذات الأثر على قطاعات متعددة حسب احتياجات التنمية الاجتماعية والبيئية خاصة في دول منطقة MENA باعتبارها دول نامية تحتاج أكثر الى مثل هذه المشاريع التنموية والشكل الآتي يوضح توزيع الصفقات على القطاعات المختلفة.

الشكل (06) التوزيع القطاعي لصفقات استثمارات رأس المال المخاطر ذات الأثر في منطقة MENA خلال الفترة ( 2016 - الثالثي الثالث من 2021 ):

403 إجمالي الصفقات (2016-الثلاثي الثالث من 2021)



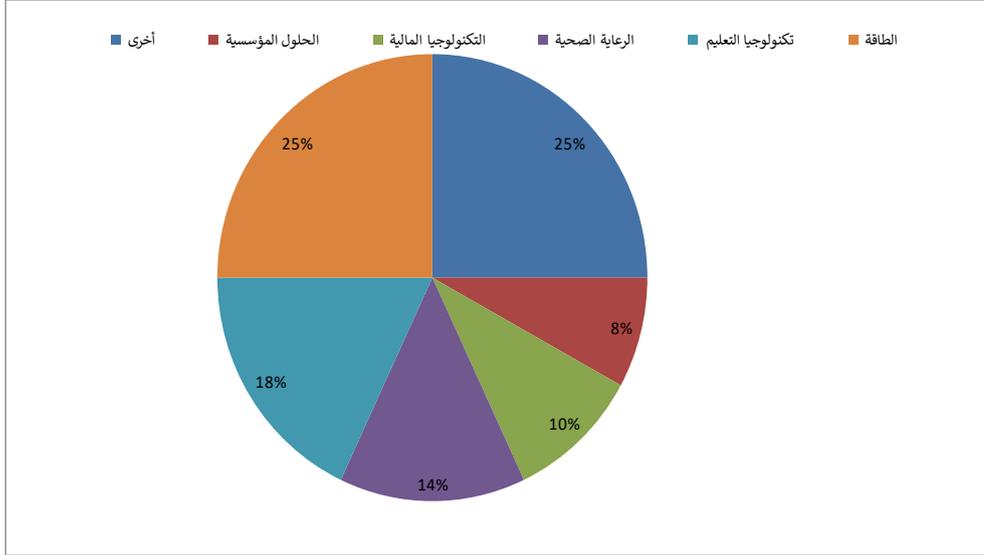
المصدر : (MAGNITT، 2021، صفحة 16)

استحوذت تكنولوجيا التعليم والرعاية الصحية معا على 40% من صفقات الاستثمارات ذات الأثر الممولة برأس المال المخاطر اي حوالي 160 صفقة ، وهذا راجع الى طبيعة المنطقة التي لا تزال بحاجة أكبر الى مثل هذه المشاريع للقضاء على الأمية وكذلك ترقية المجال الصحي خاصة في المناطق الصحراوية المعزولة، ولذلك فان طبيعة المشاريع ذات الأثر تتماشى ومتطلبات التنمية في منطقته دول MENA، فهي لم ترق بعد لتكون المشاريع التكنولوجية والمعلوماتية هي المسيطرة مثل ما هو الامر في الدول المتقدمة.

اما بالنظر الى رؤوس الاموال المستثمرة في كل قطاع فان ترتيب القطاعات سوف يختلف، حيث تظهر قطاعات جديدة مسيطرة مثل الطاقة والتكنولوجيا المالية وهو ما يبينه الشكل الآتي:

الشكل (07): التوزيع القطاعي لرؤوس الأموال المستثمرة من قبل شركات راس المال المخاطر في الاستثمارات ذات الأثر في منطقة MENA خلال الفترة (2016-الثلاثي الثالث من 2021).

444 مليون دولار حجم اجمالي التمويل(2016- الثلاثي الثالث 2021)



المصدر : (MAGNITT، 2021، صفحة 17)

استحوذت الشركات ذات الاثر في قطاع الطاقة على 111 دولار من تمويلات راس المال المخاطر رغم ان عدد الصفقات في هذا القطاع لم يتجاوز 23 صفقة، ذلك ان طبيعة الاستثمارات في هذا القطاع تتطلب رؤوس اموال كبيره كما ان طبيعة المنطقة الغنية بالطاقة والمعادن جعلت هذا القطاع يحظى باهتمام المستثمرين المخاطرين وملائكة الاعمال، حيث بلغت الاستثمارات في شركة الطاقة الإماراتية yellow Door energy ما يقارب 65 مليون دولار كدفعة واحدة للتمويل، اما شركة الطاقة المصرية Karm Solar فاستحوذت على 25 مليون دولار من خلال دفعتين من التمويل، وقد احتلتا المركزين الاول والثاني على التوالي كأكثر الشركات ذات الأثر تمويلا براس المال المخاطر في المنطقة خلال الفترة (2016-الثلاثي الثالث من سنة 2021) وتوفر هذه الشركات حلول الطاقة المتجددة والمستدامة و هو ما يجعلها الخيار الأمثل لإستثمارات راس المال المخاطر ذات الأثر في المنطقة خلال السنوات القادمة .اما قطاع التكنولوجيا المالية فقد فرض نفسه من خلال اقتصاد المعرفة الذي يعيشه العالم ككل ودول الخليج العربي بشكل خاص لما تعرفه من تنميه ومحاولات جباره للارتقاء نحو مصاف الدول المتقدمة ،حيث احتل مشروع beehive الاماراتي في مجال التكنولوجيا المالية المركز الخامس من بين الشركات العشر ذات الاثر الاكثر تمويلا في المنطقة وذلك باستحواذها على 13 مليون دولار من خلال ثلاث دفعات تمويلية اخرها كان سنه 2020 . و كل هذا يدل على ان القطاع رغم حدائته الا انه مستقطب جيد لتمويلات راس المال المخاطر (MAGNITT، 2021، الصفحات 17-19)

بالرغم من ان سوق الاستثمارات ذات الاثار في منطقه دول MENA تعتبر صغيرة جدا مقارنة بالسوق العالمي حيث لا تتجاوز 2% من السوق العالمية ،الا ان هناك العديد من المؤشرات التي تدل على التوجه نحوها والنمو المطرد الايجابي لها.

ففي الفترة الممتدة بين سنة 2016 و الثلاثي الثالث من سنة 2021 سجلت استثمارات رأس المال المخاطر ذات الأثر ما يقدر ب 12 عملية تخارج ناجحة في المنطقة ككل من اصل 124 عملية تمت خلال نفس الفترة من طرف شركات رأس المال المخاطر .

وقد عرفت سنة 2021 زيادة في عمليات التخارج حيث سجلت اعلى المعدلات سواء من حيث عمليات تخارج شركات رأس المال المخاطر من المشاريع عموما والتي تقدر ب 35 عملية تقابلها 16 عملية فقط سنة 2020 وقد تضمنت هذه 35 عملية 4 عمليات تخارج لمشاريع ذات اثر تقابلها عمليتين فقط سنة 2020 وثلاث عمليات سنة 2018 وعملية واحدة فقط سنة 2019 في حين لم تسجل سنة 2017 اي عملية تخارج (MAGNITT، 2021، صفحة 20). وبالرغم من الزيادة التي شهدتها سنة 2021 في التخارج من الاستثمارات ذات الأثر الا انها لم تمثل سوى 11.5% من عمليات التخارج الكلية لهذه السنة، وهو معدل ضعيف وغير مشجع لشركات رأس المال المخاطر للاستثمار في الشركات ذات الأثر .

وتدل عمليات التخارج على ان شركات رأس المال المخاطر قد حققت العائد الكبير المتوقع من الاستثمار وكذلك الاهداف البيئية والاجتماعية المسطرة في بداية الاستثمار وقد تم الخروج بنجاح. ولكن بالنظر الى عدد عمليات التخارج خلال الفترة 2016 و الثلاثي الثالث من 2021 للاستثمارات ذات الأثر والتي لم تتجاوز 3% من اجمالي المشاريع ذات الأثر، فان النسبة غير محفزة لشركات رأس المال المخاطر للاستثمار في المشاريع ذات الأثر في المنطقة. ولذلك وجب على الهيئات المعنية في المنطقة إيجاد صيغ جيدة للتخارج لجذب رأس المال المخاطر نحو الاستثمار ذات الأثر.

#### 4. الخلاصة :

إن الإستثمارات ذات الأثر أصبحت ضرورة حتمية فرضتها التوجهات الدولية خاصة مع تزايد الدعوات لتطبيق مبادئ الثمنية المستدامة للأمم المتحدة من طرف المنظمات الدولية و الحكومات المتقدمة و حتى النامية ، بالإضافة إلى التطور السريع الذي شهدته هذه الاستثمارات خلال العقدين الأخيرين على المستوى العالمي ، ما يؤكد فعلا على الدور التنموي الكبير الذي تلعبه هذه الصناعة

نتائج الدراسة: من خلال هذه الورقة البحثية ثم التوصل إلى النتائج الآتية:

- الإستثمار ذو الأثر أو الإجتماعي هو نوع من الإستثمارات ظهر حديثا و تطور خلال العقدين الأخيرين هدفه بالدرجة الأولى إحداث آثار إيجابية إجتماعية أو بيئية لتحقيق التنمية ،بالإضافة إلى العوائد المالية التي تضمن إستدامة مالية للمشروع على المدى الطويل ؛
- يعتبر هذا النوع من الاستثمارات أكثر أشكال المشروعات استدامة من ناحية الأثر ، و ذلك لوجود ربح مالي مستمر ، فضلا عن وجود آثار اجتماعية إيجابية تضمنها هذه المشروعات ؛
- إن الإستثمارات ذات الأثر تعتبر أحد الحلول الإستراتيجية و الأكثر نجاعة لمواجهة التحديات العالمية المستقبلية البيئية و الإجتماعية و تحقيق التنمية المستدامة ؛
- يجب أن يكون الأثر الإجتماعي أو البيئي المحقق في هذه الإستثمارات قابل للقياس من خلال ادوات معينة حتى يتمكن صناع القرار من تقييم مزايا هذا الإستثمار و إتخاذ قرارات الاستثمارية من عدمها ، و توجيه الموارد (وقت ، جهد ، مال) بشكل أكفأ؛

## رأس المال المخاطر كألية دعم و تمويل الإستثمارات ذات الأثر –تجربة منطقة دول MENA-

- إن كون الأثر المحقق غير مادي و غير قابل للقياس الفعلي ، خلق صعوبة كبيرة في اساليب القياس المعتمدة في هذه الإستثمارات، كما أدى إلى عدم توحيد أساليب القياس ؛
- إن كون العائد المادي ليس الهدف الاول و الاساسي من الإستثمارات ذات الاثر، جعل من فرص تمويلها ضئيلة ، بسبب تخوف الممولين من عدم تحقيق الأهداف المالية المسطرة ، خاصة شركات رأس المال المخاطر ، التي تسعى للتخارج الإيجابي؛
- تحقق الإستثمارات ذات الأثر عوائد مالية عالية جدا ، نظرا للإقبال الكبير عليها من خلال الأثر الإيجابي الإجتماعي الكبير الذي توفره ، و هو عكس ما يروج حولها تماما ؛
- يعد التمويل برأس المال المخاطر أفضل الصيغ التمويلية للمؤسسات الناشئة الإبتكارية و كذلك للإستثمارات ذات الأثر باعتبارها مشاريع عالية المخاطر و تقوم على مبدأ تمويل أفكار إبداعية و إبتكارية جديدة في المجتمع و غير قابلة للتمويل التقليدي لأنها غير مضمونة العوائد؛
- تتميز شركات رأس المال المخاطر بأسلوبها الناجح و الصارم في إدارة المخاطر، و ذلك بإعتمادها على أسلوب المشاركة في الربح و الخسارة و الإدارة ؛ و كذلك الإنتقاء الجيد للمشاريع الممولة و إستحداث الكفاءات العالية ؛
- تحقق شركات راس المال المخاطر عوائد مالية كبيرة جدا.ليس من خلال العوائد والأرباح المحققة في الشركة فقط ، و إنما من خلال التخارج الإيجابي حيث تضمن إسترداد رأس المال التمويلي مع تحقيق فائض قيمة كبير عند نهاية برنامج الإستثمار؛
- تعتبر تجربة دول الشرق الأوسط و شمال افريقيا MENA في مجال الإستثمار ذو الأثر تجربة بسيطة و حديثة إلا انها تشهد تطورا ملحوظا من خلال تطور عدد المشاريع و حجم رؤوس الأموال المستثمرة ؛
- ان ضعف نشاط راس المال المخاطر في منطقة MENA ادى الى ضعف استثمارات ذات الأثر ، حيث أنه لم يخصص سوى 16% من اجمالي معاملاته للاستثمارات ذات الأثر في المنطقة
- تعرف دول السعودية و الإمارات العربية و مصر تطورا كبيرا في نشاط رأس المال المخاطر في الإستثمارات ذات الأثر ، نظرا لما تشهده هذه الدول من تنمية إجتماعية و بيئية و كذلك توفر رؤوس الأموال النشطة فيها ؛
- إن قيام الإستثمارات ذات الأثر على المشاكل الإجتماعية و البيئية جعلها تنشط في قطاعات تنموية حيوية كالتعليم و الصحة و الطاقات المتجددة و الغذاء و السكن ، و هي القطاعات التي تتطلب تنمية فعلية في منطقة دول MENA .

الإقتراحات :

- إعتتماد مفهوم موحد للإستثمار ذو الأثر ، و تحيينه و استحداثه في دول MENA ، و توضيح آليات عمله و المفاهيم ذات الصلة و اساليبها و نماذج تطبيقها .
- تسهيل البيئة الضريبية و القانونية لهذه الإستثمارات و ربطها بالحاجات الفعلية التنموية للمجتمع ، و رفع الثقافة التنموية سواء البيئية أو الإجتماعية لدى الأفراد في منطقة دول MENA ؛

## رأس المال المخاطر كألية دعم و تمويل الاستثمارات ذات الأثر –تجربة منطقة دول MENA-

- إستحداث هيئات خاصة لقياس الأثر ، و تطوير كوادرها البشرية من خلال الدورات التدريبية و ورشات العمل ، بالإضافة إلى وضع أنظمة متابعة صارمة لتنفيذ هذه الإستثمارات ؛
- ضرورة تفعيل دور شركات رأس المال المخاطر ، و منحها تحفيزات و استثناءات للإستثمار ذو الأثر ؛
- تعميم و إبراز الممارسات الإيجابية للإستثمارات ذات الأثر من خلال الملتقيات و المؤتمرات و المواقع الإلكترونية و حتى المناهج التدريسية ؛
- تفعيل دور البورصات في منطقة شمال إفريقيا لضمان التخرج الإيجابي لرأس المال المخاطر من الإستثمارات ذات الأثر .

### 5. الاحالات و المراجع :

أماني بنت زهير الشهري. (2021). الاستثمار الاجتماعي في القطاع غير الربحي. المملكة العربية السعودية: السبيعي الخيرية.

خوني رابع، و رقية حساني . (2015). أساليب التمويل بالمشاركة بين الاقتصاد الاسلامي و الاقتصاد الوضعي للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة (الإصدار 1). عمان، الأردن: دار الراية للنشر و التوزيع.

عبد الباقي سامي. (07, 2010). دليل المستثمر لمفهوم و نشاط رأس المال المخاطر . سلسلة توعية المستثمر في مجال سوق المال. 12-14. مصر، مصر: الهيئة العامة للرقابة المالية .

paul, r. .. (2006). the end of venture capital. 28(36), 16–17. info world.

nvca.org. (n.d.). Retrieved 05 06, 2022, from Operating Principles: <https://nvca.org/operating-principles/>

Magnitt. (2022). State of startup funding 2022 emerging venture markets report middle east , africa , pakistan & turkey. Magnitt.

MAGNITT. (2021). تقرير راس المال الجريء ذات الاثر الايجابي في منطقة الشرق الاوسط و شمال افريقيا 2021. السعودية: مركز أرامكو السعودية لريادة الأعمال.

KPMG. (2018). Understanding impact investing Common terms and what they mean. KPMG International.

<https://thegiin.org>. (s.d.). Consulté le 07 05, 2022, sur WHAT YOU NEED TO KNOW ABOUT IMPACT INVESTING: <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

Haley Bryan . (2022 ,01 19). insight.factset.com. تاريخ الاسترداد 05 19 ,2022، من VENTURE CAPITAL A RECORD BREAKING YEAR: <https://insight.factset.com/venture—2021-RECAP-capital-2021-recap-a-record-breaking-year>

GIIN. (2020). دراسة الاستثمار الاجتماعي في العالم 2020 الاصدار العربي. سير تصميم الأعمال.

franceinvest.eu. (n.d.). Retrieved 05 04, 2022, from Faire grandir les start-up, PME/ETI et infrastructures: <https://www.franceinvest.eu/financer-et-accompagner/>

cherif, m. (2008). la capital risque (éd. 2eme). paris: revue banque .

CHEN, J. (2022, 07 20). nvestopedia. Retrieved 07 06, 2022, from Impact Investing: <https://www.investopedia.com/terms/i/impact-investing.asp#ixzz4OnC7BpAc>

cbinsights.com. (2022, 04 07). Retrieved 05 2022, 18, from State of Venture Q1'22 Report: <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-trends-q1-2022/>

cbinsights.com من . تاريخ الاسترداد 03 05 ,2022, .From Alibaba To Zynga: 45 Of The Best VC Bets Of All Time And What We Can Learn From Them: <https://www.cbinsights.com/research/best-venture-capital-investments/>