

## تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر: الفعالية وعوامل النجاح

الدكتورة سلامة سارة كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير جامعة عنابة  
الدكتور واضح فواز معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير المركز الجامعي لميلة  
الدكتور حريد رامي معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير المركز الجامعي لميلة

### المخلص

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة محركا أساسيا لعجلة النمو الاقتصادي ومساهما حيويا للناجح المحلي الإجمالي، كما تعتبر هذه المؤسسات مصدرا أساسيا لتنمية مهارات الابتكار والإبداع وتوفير فرص العمل. مع ذلك تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العديد من تحديات السوق التي تعترض نشأتها ونموها، حيث تواجه هذه المؤسسات غالبا صعوبات في الحصول على قروض مصرفية طويلة الأجل، وذلك بسبب الخصائص التي تتميز بها والتي من أهمها شدة المخاطر وعدم تماثل المعلومات. وأمام هذه القيود أصبح لزاما على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البحث عن مصادر تمويل أخرى كرأس المال المخاطر الذي يتماشى مع احتياجاتها وخصائصها المالية. ومن هذا المنطلق سنحاول في هذا البحث دراسة دور فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك من خلال إدراك المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذه التقنية، وإبراز أهميتها كبديل تمويلي فعال، وكذا عوامل نجاحها وتنميتها.

**الكلمات المفتاحية:** المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التمويل، القروض المصرفية، رأس المال المخاطر.

### Résumé

Les petites et moyennes entreprises sont considérées comme un facteur clé de la croissance économique et comme un contributeur fondamental au produit Intérieur Brut, ces entreprises forment aussi une source essentielle en progressant les habiletés de l'innovation et de la créativité et en offrant des possibilités d'emploi. Pourtant, ces entreprises confrontent un grand nombre de défis du marché lors de sa création et sa croissance, ils sont souvent confrontés à des difficultés à obtenir des prêts bancaires à long terme dans les premières étapes de sa création en raison des caractéristiques distinctives, au premier rang la gravité des risques et l'asymétrie d'information. Face à ces contraintes, les petites et moyennes entreprises doivent chercher d'autres sources de financement comme le capital-risque qui va avec ses besoins et ses caractéristiques financières. En ce sens, nous allons essayer dans cette recherche d'étudier le rôle et l'efficacité du capital-risque

dans le financement des petites et moyennes entreprises à travers l'identification des concepts de base liés à cette technique de financement, et le soulignement de son importance en tant qu'une alternative de financement efficace, ainsi que ses facteurs de succès et de développement.

**Mots clés:** Les petites et moyennes entreprises, Le financement, Les crédits bancaires, Le capital-risque.

#### مقدمة:

تعتبر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عاملا أساسيا ومحوريا في تحقيق التنمية الاقتصادية لما تتمتع به من مزايا في مجالات المهارات التنظيمية والقدرة الكبيرة على الإبداع والابتكار والتعرف على أحوال السوق لقربها من المتعاملين وقدرتها على إنتاج سلع وخدمات تعتبر مدخلا لإنتاج سلع وخدمات أخرى وتوفير فرص عمل وغيرها من المزايا. مع ذلك تبقى هذه المؤسسات في معظم الدول تواجه صعوبات كبيرة في الحصول على التمويل من البنوك التقليدية في المراحل الأولى من نشأتها، وذلك بسبب عدم تماثل المعلومات وشدة المخاطر الناتجة بالأساس عن نقص الأصول التي يمكن استخدامها كضمانة وقلة الأموال الخاصة. لذا يبرز رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لأسلوب التمويل بالاقتراض الذي يركز على الضمانات وسابقة الأعمال، من أجل ضمان استرجاع أصل القرض وفوائده، في حين أن رأس المال المخاطر يقوم على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر، ومن ثم يعتمد على أسلوب الجدوى الاقتصادية للمشروع وربحيته وكفاءة إدارته. غير أن نجاح ظهور وتطور رأس المال المخاطر مرتبط بعدة عوامل ينبغي توافرها حتى يكون بديلا تمويليا فعالا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وعلى ضوء ما تقدم، يمكن حصر إشكالية الدراسة في السؤالين الرئيسيين التاليين:

ما مدى فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؟

ما هي عوامل نجاح رأس المال المخاطر حتى يكون فعالا ؟

وتهدف الدراسة: إلى الكشف عن مدى فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا يقبل على تمويلها عادة البنوك التقليدية والمؤسسات المالية الأخرى، كما تهدف إلى معرفة عوامل نجاح وتنمية وتشجيع الاستثمار في مجال رأس المال المخاطر.

وتنطلق الدراسة من فرضيات مفادها: أن المخاطرين برأس المال لا يعانون من عدم تماثل المعلومات بقدر ما يعاني منه مقدمو القروض المصرفية التقليدية وذلك عندما يتعلق الأمر بتمويل

المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما أن الدعم الحكومي لتشجيع الاستثمار في شركات رأس المال المخاطر يشكل عاملا حاسما في نجاح مثل هذا الاستثمار.

وسنتطرق خلال دراستنا هاته بمعالجة النقاط التالية، والتي نراها ذات صلة مباشرة بالإشكالية :

**1. نشأة رأس المال المخاطر، مفهومه وخصائصه:** سنقوم في هذا المبحث بإعطاء لمحة تاريخية عن نشأت وتطور تقنية رأس المال المخاطر، ثم عرض مفهومها، وأخيرا إلقاء الضوء على أهم السمات أو الخصائص التي تتميز بها تقنية رأس المال المخاطر.

**1.1 نشأة وانتشار رأس المال المخاطر:** تنسب النشأة الحديثة لرأس المال المخاطر إلى الجنرال الفرنسي Georges Doriot. هذا الأخير ولد في باريس عام 1899 ليكون ضابطا بالجيش الفرنسي أثناء الحرب العالمية الأولى، وبعد انتهاء الحرب تحصل على شهادة تخرج من جامعة باريس، لينتقل بعدها للعيش بالو.م.أ وهو في سن الثانية والعشرون، أين التحق بجامعة هارفارد (Harvard Business School) عام 1921 وأصبح أستاذ في المناجمنت الصناعية (Mangement industriel) عام 1926<sup>1</sup>.

قبل اندلاع الحرب العالمية الثانية أدرك الجيش الأمريكي أن الحروب الجديدة ستكون حروب تكنولوجية بالدرجة الأولى، وهذه الأخيرة لا يمكن بلوغها بدون مساهمة حاسمة من أشخاص متخصصين في البحث والتطوير (La recherche-développement R&D)، لذلك قام البنتاغون أثناء الحرب العالمية الثانية، بمناداة George Doriot وضمه إلى الجيش الأمريكي عام 1940 بعد تجنيسه ومنحه رتبة جنرال، وقد أسندت إليه مهمة إدارة شعبة التخطيط العسكري أين كان يعمل تحت سلطته جمع من علماء الطبقة الأولى الذين يعملون بصورة رئيسية في أعمال البحث والتطوير، وقد ساعد ذلك على تطوير وتصنيع بدلات ومعدات جديدة مقاومة للظروف المناخية، وكذا تطوير مواد بلاستيكية جديدة... إلخ<sup>2</sup>.

بعد أن وضعت الحرب العالمية الثانية أوزارها عاد George Doriot إلى جامعة هارفارد، وقام بناء على الخبرة التي اكتسبها طيلة فترة تواجده بوزارة الدفاع الأمريكية بتفعيل فكرة تمويل البحث والتطوير، حيث دعا إلى ضرورة خلق شركات تحقق فتوحات (Des percées) علمية، تكنولوجية، وتنظيمية، تؤسس من طرف أشخاص تختلف طبيعتهم عن رجال الأعمال التقليديين<sup>3</sup>.

وقد تم تأسيس أول شركة رأس المال المخاطر في ولاية بوسطن الأمريكية عام 1946 من طرف Karl Compton مدير معهد Massachusetts للتكنولوجيا و Georges Doriot، والتي تحمل اسم الأمريكية للبحث والتطوير (American Research & Development-ARD)، بهدف

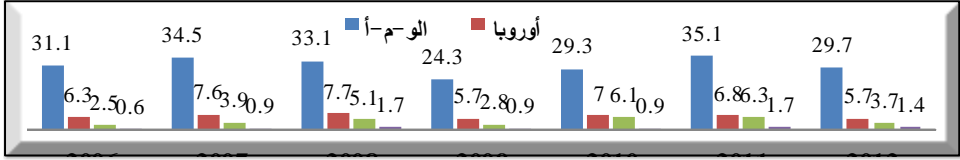
المساهمة في رأس مال المؤسسات ذات المخاطر العالية والتكنولوجية المتقدمة، وقد حققت (ARD) نجاحات كبيرة في استثماراتها التي انتقلت من 70 ألف دولار إلى 335 مليون دولار في ظرف 26 سنة<sup>4</sup>.

وإلى فترة الستينات إلى السبعينات كانت أغلب شركات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن شركات مدرجة في سوق رأس المال، لكن في بداية الثمانينات، وبسبب التعديلات التنظيمية المتعلقة بقواعد الاستثمار المؤسسي، أصبحت شركات رأس المال المخاطر تحت الشكل القانوني لشركة ذات مسؤولية محدودة (Limited Partnership) هي السائدة<sup>5</sup>.

وقد يتساءل البعض عن أسباب سبق ظهور وتطبيق رأس المال المخاطر في الو.م.أ بشكل كبير واحتلالها المراكز الأولى عالميا في هذا المجال، ونشير في هذا الصدد أنه إلى جانب التقدم التكنولوجي الهائل والاختراعات المتعددة التي تميز بها الاقتصاد الأمريكي في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية، فإن هذا البلد يتميز بنظم وثقافة يحترمان ويعظمان المبادرات والمجازفات. فعلى سبيل المثال، فإن الطلاب في المدارس غالبا ما يشجعون على أخذ المجازفة، فتجد جامعتا Iowa State University و Cornell University تدعمان ريادة الأعمال من قبل هيئة التدريس والطلاب، وتعرض هاتان الجامعتان على الطلاب والخريجين فكرة بناء حياتهم المهنية من خلال إطلاق مشروع عمل، كما تدعمانهم في أبحاثهم وفي تنظيم وإدارة مبادراتهم. ويضاف إلى كل هذا أن المنظومة المجتمعية الأمريكية ككل تنظر إلى الفشل كجزء متكامل من النجاح، وفقا للحكمة القائلة " إذا في البدء لم تتجح، فجرب وجرب مرة أخرى وجرب مرة جديدة"<sup>6</sup>.

وإدراكا لكون عمل رأس المال المخاطر يمثل حافزا حيويا في تنمية العديد من الصناعات الجديدة ومن ثم فهو يشكل عاملا هاما في نمو الاقتصاد وتحقيق الثروة، بدأت العديد من الدول الأوروبية في خلق مناخ للصناعات الناجحة لرأس المال المخاطر، حيث تطور أولا في إنجلترا، ثم في فرنسا وهولندا، ثم تطور فيما بعد في ألمانيا<sup>7</sup>. وقد استمر تطور رأس المال المخاطر في معظم دول العالم.

## الشكل 1: حجم استثمار رأس المال المخاطر\* في بعض دول العالم (الوحدة: مليار دولار)



Source: Ernst & Young. (2013), Turning the corner: Global venture capital insights and trends 2013, p: 02.

\* - يخص فقط مرحلتَي الانشاء والنمو الأولى من دورة حياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

نلاحظ من الشكل البياني أن هناك تباين كبير في حجم استثمار رأس المال المخاطر في الدول الأربعة، وقد يرجع ذلك إلى الفاصل الزمني بين ظهور وتطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية وباقي دول العالم. كما نلاحظ أيضا أن هناك تذبذب في حجم استثمار رأس المال المخاطر في الدول الأربعة، ومرد ذلك ربما إلى الأزمات المالية التي عرفها الاقتصاد العالمي في السنوات الأخيرة.

## 2.1 تعريف رأس المال المخاطر: لقد تعددت التعاريف الخاصة برأس المال المخاطر بتعدد وجهات

النظر المتعلقة بها، وفيما يلي أهم التعريفات المتبناة للدلالة على هذه التقنية التمويلية:

أ. حسب Pierre BATTINI، رأس المال المخاطر هو عبارة عن تقنية تمويلية مبتكرة تقوم على أساس المساهمة بالأموال الخاصة في رأس مال المؤسسات الغير مدرجة بالبورصة لتمويل مختلف مراحل حياتها، من الإنشاء إلى التحويل مروراً بمرحلة الانطلاق والنمو<sup>8</sup>.

ب. ويعرفه Françoise BASTIE على أنه عبارة عن مساهمات في رأس مال المؤسسات التي عادة ما تكون غير مسعرة (Non Cotées)، وذلك لتمويل المراحل التي تسبق إنشائها، و/أو تمويل انطلاقها، و/أو تمويل تطويرها، و/أو تمويل تحويل ملكيتها<sup>9</sup>.

ج. وتعرف جمعية رأس المال المخاطر الأوروبية (EVCA) رأس المال المخاطر بأنه رأس المال الذي يمول بواسطة وسيط مالي متخصص، مثل شركة رأس المال المخاطر، لدعم مشروعات ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد، أملاً في الحصول على فائض قيمة في المستقبل البعيد نسبياً حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات<sup>10</sup>.

د. أما تعريف المشرع الجزائري لرأس المال المخاطر فجاء كما يلي: "تهدف شركة رأس المال المخاطر إلى المشاركة في رأسمال الشركة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال

خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة. يمارس نشاط رأس المال المخاطر من قبل الشركة، لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وحسب مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل. تتمثل كفيات تدخل شركة رأس المال المخاطر في رأس مال الجدوى، رأس مال التأسيس، رأس مال النمو، رأس مال التحويل، استرجاع مساهمات، و/أو حصص يحوزها مخاطر برأس المال آخر، وتتدخل شركة رأس المال المخاطر بواسطة اكتتاب أو اقتناء أسهم عادية، و/أو شهادات استثمارية، و/أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، و/أو حصص الشركاء<sup>11</sup>.

مما سبق نصل إلى تعريف رأس المال المخاطر على أنه كل رأس مال يتولى توفير الغطاء التمويلي لمؤسسات عادة ما تكون غير مدرجة بالبورصة، والتي تكون فيها كل من درجة المخاطرة وإمكانيات الحصول على عوائد هامة للاستثمار مرتفعة المستوى، وتظل شركة رأس المال المخاطر شريكة في رأس المال لمدة تتراوح ما بين 3 إلى 10 سنوات تقدم خلالها للمؤسسات الممولة - إضافة للموارد المالية اللازمة- المساعدة التسييرية والرقابة المكثفة على جميع الأنشطة التي تقوم بها.

بعد هذا التحديد الوجيز لمفهوم رأس المال المخاطر سنفند الخصائص الأساسية التي بني عليها في العنصر الموالي.

**3.1 خصائص رأس المال المخاطر:** من خلال استعراضنا لمفهوم رأس المال المخاطر يتبين أنه يتميز بالعديد من الخصائص التي تجعله يتفوق على التمويل الكلاسيكي في نواحي عديدة، وفيما يلي عرض لأهم هذه الخصائص:

أ. **استثمار في مؤسسات غير مسعرة بالبورصة:** يمارس رأس المال المخاطر نشاطه من خلال المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الغير مقيدة بالبورصة والتي تظهر إمكانيات نمو وتطور قوية، وتسمح رؤوس الأموال المقدمة من قبل المستثمرين - عادة مستثمرين مؤسساتيين- بتكوين المؤسسة وتمويل تطوير أول منتج لها، أو تمويل تصنيعه وتسويقه<sup>12</sup>.

ب. **يشكل رأس المال المخاطر حصة في حقوق المساهمين:** إن تدخل رأس المال المخاطر في تمويل ومساعدة المؤسسات الص والم يكون على مستوى أعلى الميزانية (Haut de Bilan)، عكس التمويل الكلاسيكي الذي يكون على مستوى أسفل الميزانية (Bas de Bilan)، وهذا ما يعطي للمخاطرين برأس المال نسب ملكية تمكنهم من ممارسة سلطة رقابية على المشاريع الممولة<sup>13</sup>. وغالبا ما تكون المفاوضات بين المخاطرين برأس المال وأصحاب المشروعات التي سيتم تمويلها حول نسب الملكية المعروضة على المخاطرين برأس المال شاقة ومضنية، حيث يشكل تحديد هذه

النسب عائقا كبيرا أمام ازدهار رأس المال المخاطر وتعاضم دوره في تمويل المؤسسات الص والم، إذ غالبا ما يحرص أصحاب هذه المؤسسات أن تكون هذه النسب ضئيلة بحيث لا تسمح للمخاطرين برأس المال بالسيطرة على المشروع<sup>14</sup>.

ج. استثمار لمدة زمنية قصوى محددة: يتميز نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدما للتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادي للمشروع موضوع التمويل، حيث يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل المؤسسات الص والم غير المسعرة لفترة تتراوح من 3 إلى 10 سنوات، وخلال هذه الفترة لا يحق للمخاطرين برأس المال استرداد أصل رأس المال وعائده، وإنما يتم هذا الاسترداد من خلال بيع مساهماتهم أو إدراجها بالبورصة وذلك عندما يبدأ المشروع في تحقيق عوائد مالية<sup>15</sup>.

د. المستثمر عبارة عن شريك نشط: يلعب المخاطر برأس المال دورا نشطا داخل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يتم تمويلها، إذ يقوم بتقديم النصح والارشاد لإدارة المؤسسة ومتابعة كل العمليات الاستراتيجية التي تقوم بها<sup>16</sup>. ودائما ما يكون للمخاطر برأس المال ممثلين في مجلس إدارة المشروع، وقد يشكل هذا الأمر عائقا أمام ازدهار نشاط رأس المال المخاطر، وذلك بسبب تخوف أصحاب المشروعات خاصة الصغيرة والمتوسطة منها التي يتم تمويلها برأس المال المخاطر من فقدان سيطرتهم على المشروع لصالح المخاطرين برأس المال<sup>17</sup>.

هـ. تمويل بدون ضمانات: إن التمويل برأس المال المخاطر يتحقق بدون ضمانات\* كونه يقوم على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر، وهذا ما يجعله بديلا هاما للتمويل الكلاسيكي الذي يركز على الضمانات (رهن حيازي، رهن عقاري، كفالات...) من أجل استرداد مبلغ القرض وعائده<sup>18</sup>، وبما أن أغلب المؤسسات الص والم تفقر إلى الضمانات الكافية التي تؤهلها للحصول على قرض طويل الأجل من البنوك خاصة في المراحل الأولى من حياتها، فإن التمويل برأس المال المخاطر يعد بديلا هاما لنموها وتطورها إذا ما تم إعداد خطة عمل جيدة تجذب بها انتباه المستثمرين لرفدها بمساهمات رأسمالية.

و. يتدخل خلال أي مرحلة من مراحل دورة حياة المؤسسة: يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مختلف مراحل حياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، انطلاقا من تمويل المراحل التي تسبق الإنشاء، إلى تمويل الانطلاق، ثم التطوير، وصولا إلى تمويل تحويل الملكية، وفي بعض الأحيان تقويمها (Redressement) ومتابعتها (Suive)<sup>19</sup>.

ز. يأخذ حصة الأغلبية أو الأقلية في المؤسسات الممولة: يتوقف ذلك على عاملين هما: مبلغ الاستثمار وقيمة المؤسسة، ففي الحالة التي يكون فيها تدخل رأس المال المخاطر من أجل تمويل مرحلة التطور فإن المخاطر برأس المال يأخذ حصة الأقلية (Minoritaire) في رأس مال المؤسسة، بينما يأخذ مالكيها حصة الأكثرية (Majoritaire)، أما لو كان تدخل رأس المال المخاطر من أجل تمويل تحويل الملكية فإن المالك في هذه الحالة يأخذ حصة الأقلية، في حين يأخذ المخاطر برأس المال حصة الأكثرية بسبب المبلغ الكبير المستثمر في هذه المرحلة<sup>20</sup>.

ح. يأخذ شكل وساطة مالية: يعتبر رأس المال المخاطر أيضا بمثابة وساطة مالية تقوم على أساس المشاركة بين أطراف العملية التمويلية، حيث تتلقى شركات رأس المال المخاطر الأموال من المستثمرين لتوظيفها في شكل مساهمات في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لها أسواق واعدة، والتي يكون هدفها عادة وضع أفكار وأبحاث تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع<sup>21</sup>، والشكل الموالي يوضح أكثر الوساطة المالية لرأس المال المخاطر.

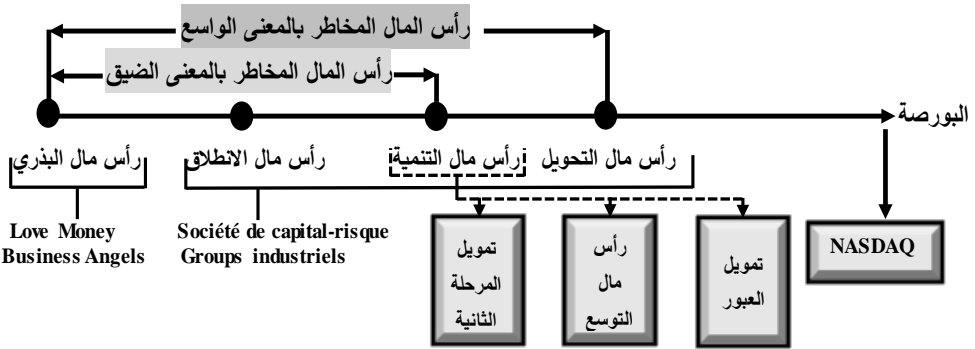
ط. تقنية تمويلية تقوم على أساس المشاركة: تتأسس مشاركة رأس المال المخاطر في المشروعات المختلفة بناء على حجم العوائد والأرباح المتوقعة من تشغيل المشروع، ويرجع ذلك إلى أن المخاطر برأس المال ليس مقرضا ينتظر الحصول على قرضه بغض النظر عما إذا كان المشروع سيحقق أرباحا من عدمه، وإنما هو شريك يمتلك حصة من المشروع الذي يتم تمويله، ولكنه في ذات الوقت ليس شريكا عاديا وإنما هو شريك مستعد للتضحية وتحمل الكثير من المخاطر انتظارا لعوائد مالية مرتفعة، كما يمكن القول بأنه شريك مؤقت دخل المشروع ليخرج عندما يكون متأكدا من الحصول على أصل رأس المال وعوائده المتوقعة<sup>22</sup>.

بعد أن تطرقنا في العنصر الأول للإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر، بتقديم نبذة تاريخية عن نشأته وتطوره إضافة إلى مفهومه وأهم خصائصه، سننتقل في العنصر الموالي إلى دراسة توقيت دخوله في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2. توقيت دخول رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل الأبحاث ودراسات الجدوى لفكرة ما، و/أو لتمويل بدء المشروع الصغير وتكوين البنية التحتية له، و/أو لتمويل مشاريع صغيرة قائمة في السوق وذات إنتاجية لكنها ترغب في التوسع والنمو، و/أو لتوفير التمويل لمساعدة المشروع الصغير والمتوسط للعبور والنجاح وتحقيق أهدافه، و/أو لتمويل تحويل الملكية. وللتوضيح أكثر نعرض الشكل الموالي الذي يبين مختلف نشاطات رأس المال المخاطر.



## الشكل 2: نشاطات رأس المال المخاطر



Source: Mondher CHERIF. (2008), Le capital-risque, Edition revue banque, 2<sup>eme</sup> Edition, France, p: 39 (بتصرف).

**1.2 رأس المال البذري (Capital d'amorçage):** يتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل المرحلة التي تسبق الإنشاء<sup>23</sup>، أو كما يسميها البعض مرحلة الصفر (Zéro stage)<sup>24</sup>، حيث يوفر رؤوس الأموال اللازمة لتغطية الاحتياجات التمويلية للمرحلة ما قبل البداية التجارية للمشروع وما تتضمنه من نفقات البحث والتطوير (R&D) وتحليل السوق (Analysis of the Market)، وبما أن رأس المال البذري نشاط تمويلي عالي المخاطرة بسبب احتمالات النجاح التي تبقى غير مؤكدة فإن تأمينه صعب جدا، حيث لا يجذب اهتمام المستثمرين، إلا أولئك الذين لهم معرفة عن قرب بالصناعة المتعلقة بهذه الفكرة، ورؤية لما يمكن أن ينتج عنها، وبالتالي لا يمكن تصور تقديم رأس المال البذري إلا من مصدرين أحدهما غير رسمي من الأفراد والأصدقاء (Love Money) وملائكة الأعمال (Business Angels)، والثاني رسمي من السلطات العمومية عن طريق الصناديق البذرية (Fonds d'amorçage)<sup>25</sup>. وبانتهاء هذه المرحلة تكون المؤسسة قد أعدت خطة عمل (Business Plan) من أجل إقناع المستثمرين على تمويل الانطلاق<sup>26</sup>.

**2.2 رأس مال الانطلاق (Capital de démarrage):** يتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل مرحلتي الإنشاء (La création) والنمو الأولى (La post-crétation)، حيث يوفر في المرحلة الأولى الأموال اللازمة لاستكمال تطوير المنتجات التي لا تزال في طور الاختبار أو الإنتاج التجريبي<sup>27</sup>، كما يوفر أيضا الأموال اللازمة لتغطية التكاليف المبدئية (Dépenses initiales) وهي تكلفة الأرض والمباني والآلات والمعدات<sup>28</sup>. أما في مرحلة النمو الأولى (الستين الأولى والثانية من

حياة المؤسسة) تكون المؤسسة قد انتهت من تطوير منتجاتها ودخلت في مرحلة البدء في التصنيع وتحويل الابتكار إلى نشاط تجاري، وكذا البدء في وضع إستراتيجية تسويقية لمنتجاتها... الخ، كل ذلك يتطلب رؤوس أموال كبيرة توفرها شركات رأس المال المخاطر بتدخلها لتمويل هذه المرحلة ومرحلة الإنشاء.<sup>29</sup>

**3.2 رأس مال النمو (Capital de développement):** وهو رأس مال محجوز للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الابتكارية التي بلغت نقطة التعادل أو عتبة المردودية (Seuil de rentabilité)<sup>30</sup>، وأصبحت في حاجة إلى رؤوس أموال خاصة لتمويل نموها، وذلك عن طريق مثلا تعزيز سياستها التجارية، إجراء تعديلات على مستوى الإنتاج، إطلاق منتج جديد، اختراق أسواق خارجية... الخ.<sup>31</sup> وعلى العموم فإن رأس مال التنمية يستجيب لاحتياجات كل من<sup>32</sup>:

أ. تمويل مرحلة النمو الثانية (Second stage): أو الدورة التمويلية الثانية (Deuxième tour de table financier)، حيث تسمح الموارد المالية الموفرة من تغطية الاحتياجات من رأس المال العامل الناتجة عن النمو في المبيعات.

ب. تمويل التوسع (Expansion capital): أو الدورة التمويلية الثالثة (Troisième tour de table financier)، حيث تسمح الموارد المالية الموفرة بإجراء توسعات جديدة في القدرات الإنتاجية أو توسيع وتطوير الشبكة التجارية.

ج. تمويل الانتظار (Le financement d'attente): أو تمويل الميزانين (Mezzanine Financing)، أو تمويل الجسر (Bridge Financing)، حيث يوفر رأس المال المخاطر في هذه المرحلة دورة تمويلية إضافية تسمح بالعبور إلى الثمرة النهائية للمشروع، أين تستأنف المؤسسة من قبل شركة أخرى أو تدرج بالبورصة.

**4.2 رأس مال التحويل (Capital-transmission):** ويسمى أيضا رأس مال الاستئناف (Capital-reprise)<sup>33</sup>، حيث يتدخل المخاطرين برأس المال في هذه المرحلة لتقديم المساعدة للفريق المسير، أو للعمال، أو للفريق المسير الجديد من أجل شراء المؤسسة<sup>34</sup>.

**5.2 رأس مال التصحيح (Capital-retournement):** يخصص رأس مال التصحيح للمؤسسات القائمة فعلا ولكنها تعاني من صعوبات مالية أو تشغيلية، بهدف تقويمها وتمكينها من تحسين أدائها<sup>35</sup>. حيث يقوم المخاطرين برأس المال بالاستحواذ على كل رأس مال المؤسسة أو على حصة الأغلبية في رأسمالها (Part Majoritaire)، ومن ثم حقن الموارد المالية اللازمة لتنفيذ خطة الإنعاش أو التقويم (Plan de Redressement)، والتي تهدف إلى الحفاظ على مناصب العمل

الموجودة أولاً ثم إدخال إصلاحات وتعديلات على باقي أقسام المؤسسة<sup>36</sup>. ويستمر تواجد رأس مال التصحيح في المؤسسة حتى تعيد هذه الأخيرة ترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح.

**3. فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** إن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - خاصة الصناعية منها- التي هي في مراحل نشأتها الأولى والتي قد يرى الآخرون أن مشاريعها تنطوي على مخاطر شديدة فلا يرجح أن تتاح لها إمكانية اللجوء إلى التمويل الداخلي أو أن تتمكن من إيجاد تدفقات نقدية كافية على وجه السرعة. وفي هذه الحالات، تبرز أوجه عدم تماثل المعلومات بروزاً شديداً لأنه لا يوجد سجل سابق (Track record) للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يمكن من خلاله الإطلاع على مهارات المقاول لدى مسيرتها أو على ربحيتها<sup>37</sup>. ونتيجة لذلك، فإن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تواجه صعوبات جسيمة في الحصول على قروض مصرفية طويلة الأجل خاصة في ظل نقص الضمانات.

وهنا يأتي الدور على المخاطرين برأس المال (Capital-riskers) لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات المخاطر المرتفعة التي لا يقبل على تمويلها عادة البنوك التقليدية والمؤسسات المالية الأخرى، وذلك بسبب عدم تماثل المعلومات وشدة المخاطر الناتجة بالأساس عن نقص الأصول التي يمكن استخدامها كضمانة. وبعبارة أخرى، يقبل المخاطرين برأس المال، على عكس البنوك، على التمويل بدون ضمانات.

وفقاً لـ Lerner، فإن المخاطرين برأس المال يقدمون أيضاً مشورتهم الفنية إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مقابل جزء من القيمة التي تنشئها هذه المؤسسات. فمعارفهم وتجاربهم التقنية تمكنهم أيضاً من تقديم مشورة غير مالية أو أداء مهام إدارية تؤدي إلى تقييم أفضل لما إذا كان المشروع الاستثماري ممكناً من الناحيتين الصناعية والتجارية. وقد تثبت هذه المهام غير المالية فعلاً أنها أهم من المساهمة المالية وحدها لأنها تساعد على إدارة مخاطر وقوع خسارة في استثمار معين وعلى تحقيق الحد الأقصى لمرود هذا الاستثمار<sup>38</sup>.

وقد يعتبر المخاطرين برأس المال أخصائيين في جمع المعلومات عن حالة الوضع المالي والمشاريع الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وبالنظر أيضاً إلى حيازة المخاطرين برأس المال لمعارف تقنية في أحيان كثيرة، فإنهم لا يعانون من عدم تماثل المعلومات بقدر ما يعاني منه مقدمو القروض المصرفية التقليدية<sup>39</sup>. هذا فضلاً عن التدابير التي يتبعها المخاطرين برأس المال

للتقليل من درجة عدم التماثل في المعلومة، منها ما تنتهج قبل الدخول في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأخرى بعد توقيع العقد:

✓ **التدابير المتبعة قبل الدخول في رأس المال:** من بين التدابير التي يتبعها المخاطرين برأس المال قبل الدخول في رأس المال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي تجنبهم مشكلة عدم التماثل في المعلومة نجد:

• **اختيار الأوراق المالية الهجينة:** يقوم المخاطرين برأس المال حسب Stein باختيار هذه الأوراق المالية والاستفادة من خصائصها للتخفيف من مشكلة الاختيار المعاكس<sup>40</sup>. على سبيل المثال، يختار المخاطرين برأس المال السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ويستعملون حق التحويل إذا لاحظوا أن الملاك المسيرين يعملون بالشكل الذي يعظم من قيمة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة.

• **عقد المساهمين (Le pacte d'actionnaires):** يعرفه Cherif على أنه المستند الذي يتضمن مجموعة من البنود (Clauses) التي تجنب حدوث صراعات في المستقبل بين المستثمرين والملاك المسيرين للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة<sup>41</sup>. ومن خصائص عقد المساهمين في مجال رأس المال المخاطر أنه عقد سري (Contrat secret) لا يعرف تفاصيله إلا الأطراف المتعاقدة (الملتزمة ببنوده)، كما ينتهي عقد المساهمين بانتهاء المدة المحددة أو بدخول مستثمرين جدد. ويضم عقد المساهمين فئتين رئيسيتين من البنود: بنود خاصة بالمراقبة (مثل بند عدم جواز التصرف، وبند الموافقة...)، وبنود خاصة بتنظيم وهيكل المساهمة (مثل بند الإعلام، وبند الاستشارة المسبقة...). ومن أجل تجنب مشكلة عدم تماثل المعلومات فإن المخاطرين برأس المال يركزون حسب Cherif على بند الإعلام (Clause d'information) الذي يلزم المالك المسير بتقديم تقرير خاص بشكل دوري (تقرير شهري، ثلاثي...) يتضمن معلومات عن استعمالات الموارد المالية ونتائج المؤسسة المالية<sup>42</sup>.

• **هيكل تنظيم مجلس الإدارة:** يمكن للمخاطرين برأس المال أن يتفاوضوا على عدد كبير من المناصب في مجلس الإدارة وذلك لمراقبة تصرفات المسير. وقد أظهرت أبحاث أكاديمية قام بها كل من (1995) Lerner، (1998) Hermalin et Weisbach، (1999) Baker et Gompers حول مجلس إدارة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن للمخاطرين برأس المال تأثير كبير على تنظيم وهيكل مجلس المراقبة<sup>43</sup>.

✓ **التدابير المتبعة بعد توقيع العقد:** من بين التدابير التي يتبعها المخاطرين برأس المال بعد توقيع العقد مع المالك المسير للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة والتي تجنبهم مشكلة عدم التماثل في المعلومة نجد:

• **التهديد بتغيير المسيرين المؤسسين:** بين Sahlman و Gorman أن المخاطرين برأس المال يستخدمون حقوقهم في الرقابة على مستوى مجالس الإدارة لتغيير المسير المؤسس (Le dirigeant) (fondateur)، وذلك في حالة حدوث صراعات بين الطرفين<sup>44</sup>. حيث أظهرت دراسة أجراها Hannan et al على عينة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بواد السليكون (La Silicon valley) أن 40% من المسيرين غير المؤسسين يصبحون رؤساء لمجلس الإدارة بعد أربعين (40) شهرا من دخول المخاطرين برأس المال في رأس مال المؤسسات الممولة<sup>45</sup>.

• **التمويل على مراحل (Financement par étapes):** لا يقدم رأس المال المخاطر دفعة واحدة وإنما يقدم على دفعات خلال مراحل حياة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة. ووفقا لـ Sahlman، فإن للمخاطرين برأس المال خيار حقيقي يتمثل في الامتناع عن المساهمة في الدورة التمويلية الموالية في حالة حدوث صراعات مع المالك المسير نتيجة عدم حصولهم على معلومات ملائمة حول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة في الوقت المناسب<sup>46</sup>.

• **وضع نظام تحفيزي (Un système d'incitation):** لصالح المالك المسيرين حتى يمكن تقليص الفجوة بين مصالحهم ومصالح المخاطرين برأس المال؛ أي أنه من أجل جعل المالك المسيرين يتصرفون بالشكل الذي يخدم مصلحة المخاطرين برأس المال بتعظيم قيمة الأسهم التي يمتلكونها وجب على هؤلاء تحفيز أولئك بعلاوات ومكافآت على شكل قسائم للاكتتاب في الأسهم، وخيارات الأسهم (Stock options)<sup>47</sup>.

• **تشويه السمعة:** يعتبر دخول المخاطرين برأس المال في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إشارة على جودة المشروع المنشئ من قبل هذه الأخيرة. غير أن صراعات الوكالة التي قد تنشأ بين المخاطر برأس المال والمالك المسير والتي يكون سببها عادة عدم تماثل المعلومات ستؤدي إلى تشويه سمعة المؤسسة لدى أصحاب المصلحة، ولتجنب حدوث ذلك يقوم المالك المسير بتزويد المخاطر برأس المال بالمعلومات الكافية للمحافظة على السمعة التي اكتسبت في السوق<sup>48</sup>.

يستخلص مما سبق، أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبهدف النمو تلجأ إلى فتح رأسمالها أمام المخاطرين برأس المال نظرا للدعم الفني والمالي الذي يقدمونه لها مع حفاظها على الاستقلالية بعد مرور فترة العقد. ويشير تقرير الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال (AFIC)

لسنة 2013، إلى أن عدد شركات رأس المال المخاطر الفرنسية قد تطور من 1469 مؤسسة سنة 2009 إلى 1548 مؤسسة سنة 2012، كما أن حجم المساهمة المالية لشركات رأس المال المخاطر الفرنسية في رأس مال المؤسسات الصغيرة قد تطورت إيجابيا من 4100 مليون أورو سنة 2009 إلى 6072 مليون أورو سنة 2012<sup>49</sup>. غير أن نجاح تقنية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مرتبط بعدة عوامل سنأتي على ذكرها في العنصر الموالي.

**4. عوامل نجاح وتنمية رأس المال المخاطر:** هناك العديد من العوامل التي تساعد في نجاح ظهور وتطور رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتتخلص هذه العوامل فيما يلي:

**1.4 الدعم الحكومي:** يشكل الدعم الحكومي لتشجيع الاستثمار في شركات رأس المال المخاطر عاملا حاسما في نجاح مثل هذا الاستثمار. وتتعدد صور الدعم الذي قد يصل إلى ذروته بتقديم دعم مالي مباشر من خلال المشاركة في إنشاء صناديق رأس المال المخاطر (والمثال على ذلك ما تفعله الحكومة الأسترالية والكندية)، وقد يتخذ هذا الدعم صورة تهيئة المناخ الاقتصادي والمالي والتشريعي الملائم لعمل رأس المال المخاطر. يعرض الجدول الموالي مختلف المبادرات الحكومية الرامية إلى تدعيم رأس المال المخاطر.

**الجدول 1: مختلف المبادرات الحكومية لدعم رأس المال المخاطر**

أمثلة Examples	العيوب المحتملة Potential Drawbacks	الفوائد المحتملة Potential Benefits	الوصف Description	الميزة Feature
<b>1- البرامج الحكومية المباشرة لدعم رأس المال المخاطر وتحفيزات أخرى.</b>				
تجربة كندا والمملكة المتحدة	مزاحمة أنواع أخرى من صناديق رأس المال المخاطر، وتخفيض العوائد في السوق.	جمع أكبر قدر من الأموال (على الأقل لنوع واحد من صناديق رأس المال المخاطر).	منح الحكومة إعانات ضريبية للأفراد الذين يستثمرون في نوع واحد من صناديق رأس المال المخاطر.	إعانات ضريبية لنوع واحد من صناديق التمويل برأس المال المخاطر.

تجربة الولايات المتحدة الأمريكية	التكاليف المباشرة لتقديم المنح، قيام الباحثين باستخدام الأموال في مشاريع غير تجارية، المخاطرة المرتفعة.	تشجيع الأفراد على إنشاء مشاريعهم الخاصة، وبالتالي زيادة فرص العمل الذاتي وتوسيع سوق رأس المال المخاطر.	تقدم الحكومة 100% من التمويل اللازم في مشروع معين.	منح البحث الحكومية
صندوق الاستثمار الابتكاري في أستراليا، وصندوق التكنولوجيات الناشئة في كندا.	مكلفة، سياسة اختيار مسيري صناديق رأس المال المخاطر غير واضحة، لا توجد حرية عند اختيار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.	زيادة فرص جمع الأموال لصناديق رأس المال المخاطر.	ربط الاستثمارات الحكومية بمستثمرين خواص.	مساهمة الحكومة في صندوق رأس المال المخاطر كشريك محدود المسؤولية.
صندوق رأس المال المخاطر الاقليمي في المملكة المتحدة.	يكون للمخاطرين برأس المال حافز كبير لتبني مشاريع محفوفة بالمخاطر بشكل مفرط.	زيادة معدل العائد المتوقع للمستثمرين الخواص.	الحكومة هي آخر مستثمر يحصل على مستحقته.	تخفيض أولوية الحكومة.
برنامج ضمان حقوق المساهمين بالدمارك (EGP).	يكون للمخاطرين برأس المال حافز كبير لتبني مشاريع محفوفة بالمخاطر بشكل كبير.	زيادة معدل العائد المتوقع للمستثمرين الخواص.	تتحمل الحكومة خسائر الصندوق.	ضمانات حكومية في حالة الخسارة.

<p>صندوق الاستثمار المخاطر بنيزيلندا.</p>	<p>القيود الزمنية التي هي في صالح المؤسسات الريادية من شأنها أن تشكل عائق أمام حوافز القيام باستثمارات أخرى.</p>	<p>يمكن إعادة استثمار رأس المال الحكومي كونه يمتاز بدرجة سيولة عالية، يحتمل أن تنمو عوائد المستثمرين الخواص.</p>	<p>منح المستثمرين الخواص خيار شراء أسهم الحكومة بأسعار محددة مسبقا وخلال فترة زمنية محددة أيضا مسبقا.</p>	<p>خيار شراء حصّة الحكومة من قبل المستثمرين الخواص.</p>
<p>كندا.</p>	<p>مكلفة، مشاريع غير كفأة.</p>	<p>تمويل المؤسسات المعزولة التي لم تستطع الحصول على التمويل.</p>	<p>صندوق رأس مال مخاطر مملوك للحكومة بنسبة 100%.</p>	<p>صندوق رأس مال مخاطر مملوك للحكومة بنسبة 100%.</p>
<p>2- التحفيز الضريبية.</p>				
<p>الولايات المتحدة الأمريكية بين 1980-1975.</p>	<p>انخفاض عائدات الضرائب.</p>	<p>تحفيز المستثمرين الخواص للمساهمة في صناديق رأس المال المخاطر، وبالتالي تمويل المؤسسات الصغيرة.</p>	<p>تضع الحكومة معدلات ضرائب منخفضة على الأرباح الرأسمالية.</p>	<p>الضرائب على الأرباح الرأسمالية.</p>



مختلف دول العالم.	تحفيزات ضريبية مشوهة.	انخفاض معدل الضريبة على الشركات بالنسبة لمعدل الضريبة على الدخل سيرفع عدد المؤسسات الناشئة.	اختلاف نسبي بين الضرائب على الشركات والضرائب على الدخل.	معدل ضريبة على الشركات مقابل معدل ضريبة على الدخل.
3- قوانين مختلفة.				
هولندا وألمانيا.	الغش والاحتيال.	تشجيع الأفراد على إنشاء مشاريعهم الخاصة، وبالتالي زيادة فرص العمل الذاتي وتوسيع سوق رأس المال المخاطر.	تقلل الحكومة من الوقت اللازم لإتمام عملية الإفلاس.	قانون الافلاس.
بلاك بيرى Blach Berry	ينشأ نوع من الاحتكار، ويصبح الهدف من الحصول على براءات الاختراع هو لمقاضاة المتصيدين لها.	مكافأة المبتكرين.	مدى حماية الملكية الفكرية.	سياسة براءات الاختراع

Source: Douglas CUMMING, Sofia JOHAN, **Phasing out an inefficient venture capital Tax credit**, Journal of industry, Competition and Trade, forthcoming, Working paper, 2010, pp: 33-35.

يمكن القول أنه أمام تزايد الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من جهة، وشح مصادر التمويل التقليدية، من جهة أخرى، يظهر خيار رأس المال المخاطر كبديل تمويلي مهم وضروري لهذا النوع من المؤسسات، وهو ما وعته جيدا الاقتصاديات المتقدمة المتطورة، بأن سعت إلى حشد المدخرات نحو شركات رأس المال المخاطر وتوفير الخبرات اللازمة لها، مما أدى إلى تضاعف أعدادها، ومن أمثلة ذلك الولايات المتحدة الأمريكية التي أنشئت فيها الحكومة صناديق

رأس مال مخاطر جهوية تقدم الدعم المالي والفني للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، كما شاركت الحكومة الأسترالية والحكومة الكندية في إنشاء صناديق رأس المال المخاطر بمشاركة القطاع الخاص. وعليه أصبح من الضروري أن نستفيد من تجارب ودروس من سبقنا في هذا المجال، سواء بالبلدان لأجلو سكسونية، أو البلدان اللاتينية.

**2.4 روح المبادرة وخلق بيئة مناسبة للابتكار:** إن أول أصول مشروع صغير مبتدئ هي العقل (الأفكار) والطاقة (الجهد) والتزام صاحب المشروع، حيث تعتبر هذه المزايا الشخصية التي يتحلّى بها صاحب المشروع الصغير بحد ذاتها شكل من أشكال رأس المال المخاطر. كما يعد الربط بين قطاع الأعمال ومعاهد الأبحاث عاملا مهما في خلق البيئة الملائمة للابتكارات؛ فبما أن المستثمرين يحتاجون لمراقبة اتجاه السوق والابتكارات التقنية عن كثب، فهم يميلون إلى التواجد بالقرب من المجمععات التكنولوجية، والتي بدورها تكون قريبة من الجامعات والمعاهد وغيرها من مرافق الأبحاث حتى يسهل على المستثمرين التعرف على أصحاب المشاريع المبتكرة. وغالبا ما تتخذ المجمععات التكنولوجية شكل المجمععات العلمية ويطلق عليها غالبا اسم واحة العلوم والتكنولوجيا والتي هي عبارة عن منطقة مؤلفة من عدة مباني مخصصة للأبحاث العلمية بأهداف عملية، بحيث تركز على النهوض بالمنتجات وتطويرها. ويعد تجمع وادي السليكون في كاليفورنيا أحد أبرز الأمثلة عن هذه التجمععات في الولايات المتحدة الأمريكية.

**3.4 ثقافة مخاطرة وتطلع لعوائد المدى البعيد:** الشهية للمخاطرة لها أهمية أساسية في نجاح رأس المال المخاطر، ولذا فمن غير المحتمل أن تنشأ وتتوسع المشاريع في مجتمعات حيث الأعراف والتقاليد لا تشجع على المخاطرة؛ فالمال المخاطر يتطلب بدلا من ذلك توازنا متناسبا من المخاطرة والمكافأة. فلو كانت عواقب الفشل لا تقود فقط إلى الإفلاس القانوني، بل والدمار الشخصي أيضا، فإن نموذج رأس المال المخاطر لم يكن لينطلق أبدا. كما يجب توافر مدخرات معتبرة يتخلى أصحابها عن سعيهم لتحقيق الأهداف الاستثمارية للمدى القصير (السيولة والأمان) وبدلا من ذلك يرغبون في تحقيق فوائض قيمة (أرباح رأسمالية) مرتفعة في المستقبل البعيد نسبيا، وفقا لتوقعات إيرادات المشاريع الممولة.

**4.4 توفير آليات سهلة ومتعددة لخروج رأس المال المخاطر:** يمكن القول أنه كلما وجدت الآليات المناسبة لخروج رأس المال المخاطر، كلما زاد حجم المعروض منه ومن ثم أمكن تمويل أكبر عدد ممكن من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. والعكس صحيح، إذ أنه كلما أصبح خروج رأس المال المخاطر صعبا كلما قل المعروض منه، وبعبارة أخرى يمكن القول أن تفعيل دور رأس المال

المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتناسب طرديا مع مدى وجود آليات لخروج رأس المال المخاطر، فكلما كانت هذه الآليات ميسورة ومتعددة كلما زاد إقبال المخاطرين برأس المال على الدخول لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومن ثم زاد المعروض منه، والعكس صحيح أي كلما تعقد خروج رأس المال المخاطر من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يقوم بتمويلها، كلما طفت مشكلة السيولة على السطح وأصبح رأس المال المخاطر غير قادر على تمويل مؤسسات صغيرة ومتوسطة أخرى<sup>50</sup>.

بالإضافة إلى العوامل السابقة الذكر، فإن نجاح رأس المال المخاطر يتطلب أيضا توفر الكوادر البشرية المؤهلة والمدربة على استثمارات رأس المال المخاطر، وحماية حقوق الملكية الفكرية، وتوعية أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأهمية رأس المال المخاطر.

#### خلاصة:

رأس المال المخاطر يعد بديلا تمويليا ملائما للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة كونه ينطوي على العديد من المميزات التي تجعله يتلاءم مع خصائص هذه المؤسسات واحتياجاتها المالية. حيث أن رأس المال المخاطر هو تمويل للاستثمار في مؤسسات صغيرة ومتوسطة ذات مخاطر مرتفعة بواسطة الأموال الخاصة والشبه الخاصة وليس بواسطة القروض، وبالتالي فالمخاطر برأس المال هو مالك ولن يحصل على أمواله وأرباحه إلا من نجاح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، عكس البنكي الذي قد يحصل على أصل القرض وفوائده من خلال الضمانات حتى ولو فشلت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك على اعتباره دائن. إضافة إلى ذلك، فإن المخاطرين برأس المال لا يعانون من عدم تماثل المعلومات بقدر ما يعاني منه مقدمو القروض المصرفية التقليدية أو رؤوس الأموال السهمية عند تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك على اعتبار أنهم، من جهة، أخصائيين في جمع المعلومات عن المشاريع الاستثمارية التي تتسم بطاقة نمو عالية، ومن جهة أخرى، يجوزون معارف تقنية في أحيان كثيرة. هذا فضلا عن التدابير التي يتبعها المخاطرين برأس المال عدم التماثل في المعلومة، منها ما تنتهج قبل الدخول في رأس مال درجة من المال للتقليل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأخرى بعد توقيع العقد. إضافة إلى الأموال، يقدم المخاطرين برأس المال أيضا إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المساعدة الفنية مقابل جزء من القيمة التي تنشأها هذه المؤسسات. غير أن الحل باللجوء إلى رأس المال المخاطر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هو حل له حدوده، لا سيما في البلدان النامية لأن ذلك يتطلب وجود دعم حكومي قوي لهذا النشاط، وروح المبادرة، وثقافة المخاطرة، وسوق نشط للأوراق المالية يوفر إستراتيجية خروج

للمخاطرين برأس المال تتجسد عادة بإصدار أوراق مالية يتم طرحها للاكتتاب العام للمرة الأولى  
(Initial public offering).

• الهوامش

<sup>1</sup>- Kamel Eddine BOUATOUATA, Le Capital Investissement- Capital-risque (USA- Europe- Tunisie- Maroc- Algérie) Enjeux & Perspectives, Edition Grand-Alger Livres, Algérie, 2005, p: 70.

<sup>2</sup>- Idem, pp: 69-71.

<sup>3</sup>- Ibidem, p: 71.

<sup>4</sup>- Jérôme GLACHANT, Jean-Hervé LORENZI, et Philippe TRAINAR, Private equity et capitalisme français, La Documentation française, Paris, 2008, p: 29.

<sup>5</sup>- Idem, p: 29.

<sup>6</sup>- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)، الموارد المالية ورأس المال المخاطر وزيادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، الأمم المتحدة، نيويورك، 2007، ص 20.

<sup>7</sup>- Jean LACHMANN, Capital-risque et Capital-investissement, Edition Economica, Paris, France, 1999, p: 20.

<sup>8</sup>- Pierre BATTINI, Financier son entreprise de la création à la transmission par le capital investissement, Edition Maxima, paris, France, 2006, p: 13.

<sup>9</sup>- Françoise BASTIE, Sylvie CIEPLY, Quel rôle pour les organisation de capital-investissement sur le marché de la cession-reprise ?, Revue d'économie financière, vol 93, N093, France, 2008, p : 149.

<sup>10</sup>- صحراوي مقالتي، التمويل برأس المال المخاطر منظور إسلامي، بحث مقدم إلى مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، الإمارات العربية المتحدة، 31 ماي/03 جوان، 2009، ص 13.

<sup>11</sup>- المواد 2 و 3 و 4 و 5 من القانون رقم 11/06 المؤرخ في 24/06/2006، يتعلق بشركات رأس المال المخاطر، الجريدة الرسمية، العدد 42 الصادرة بتاريخ 25/06/2006، ص 04.

<sup>12</sup>- Mondher CHERIF, Le capital-risque, Edition revue banque, 2<sup>me</sup> Edition, paris, France, 2008, p: 49.

<sup>13</sup>- Jean LACHMANN, op, cit, p: 15.

<sup>14</sup>- سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، الهيئة العامة للرقابة المالية (EFSA)، مصر، جويلية 2010، ص 12.

<sup>15</sup>- Jens ENGELHARDI, Pascal GANTENBEIN, Venture capital in Switzerland : an Empirical Analysis of the Market for Early-stage investments and their Economic, contribution, Haut Berne, Switzerland, 2010, p: 11.

<sup>16</sup>- Mondher CHERIF, Le capital-risque, op, cit, p: 49.

<sup>17</sup>- سامي عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص 13.

\*- يستثنى من هذه القاعدة تمويل مرحلة التحويل باعتبار أن الاستئناف باستخدام الرفع المالي (LBO) يتطلب ضمانات تقدم للمقرضين.

<sup>18</sup>- Pierre BATTINI, op, cit, p: 31.

- 19- Association Française Des investisseurs Pour La croissance (AFIC), Le livre blanc du capital-investissement, France, Avril 2012, p: 08.
- 20- Pierre BATTINI, op, cit, p: 31.
- 21- Philippe De FONTAINE VIVE, L'Europe et le capital-risque, Revue d'économie Financière, Vol 93, N° 93, Paris, France, 2008, p : 45.
- 22- سامي عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص 14.
- 23- Eric STEPHANY, La relation capital-risque/PME, Fondements et Pratiques, Editions De Boeck université, 1<sup>er</sup> édition, Belgique, 2003, p: 09.
- 24- Jean LACHMANN, op, cit, p: 30.
- 25- Jens ENGELHARDI, Pascal GANTENBEIN, op, cit, p: 13.
- 26- Jean LACHMANN, op, cit, p: 30.
- 27- Jil Caroline ONIMUS, Assessing the economic value of venture capital contracts: An option pricing approach, Gabler, 1<sup>st</sup> Edition, Germany, 2011, p: 08.
- 28- محمد عبده محمد مصطفى، رأس المال المخاطر إستراتيجية مقترحة للتعاون بين المصارف الإسلامية، مداخلة مقدمة إلى المؤتمر العلمي السنوي الرابع عشر حول المؤسسات المالية الإسلامية، جامعة الإمارات العربية المتحدة، ماي 2005، ص 1594.
- 29- Jens ENGELHARDI, Pascal GANTENBEIN, op, cit, p: 13.
- 30- Eric STEPHANY, op, cit, p: 09.
- 31- Jean LACHMANN, op, cit, p: 31.
- 32- Idem, pp: 31-32.
- 33- Eric STEPHANY, op, cit, p: 09.
- 34- Kamel Eddine BOUATOUATA, op, cit, p:53.
- 35- Jil Caroline ONIMUS, op, cit, p: 10.
- 36- Jérôme GLACHANT et al, op, cit, p: 25.
- 37- United nations conference on trade and development (UNCTAD), Trade and development report 2008, United nations, New York and Geneva, 2008, p: 93.
- 38- Idem, p: 95.
- 39- Ibidem, p: 95.
- 40- Jean-Pierre Danthine, John B. Donaldson, Intermediate financial theory, Elsevier, United states of America, 2005, p:32.
- 41- Mondher CHERIF, Le capital-risque pour financier la croissance et L'emploi, Edition d'organisation, France, 2003, p: 77.
- 42- Idem, p: 74.
- 43- Eric STEPHANY, op, cit, pp: 32-33.
- 44- Idem, p: 33.
- 45- Ibidem, pp: 33-34.
- 46- AMIT, JAMES BRANDER, CHRISTOPH ZOTT, Why do venture capital firms exist ? Theory and canadian evidence, Journal of Business Venturing 13, 1998, p: 445.
- 47- Eric STEPHANY, op, cit, p: 33.
- 48- Idem, p: 33.
- 49- Rapport annuelle de l'AFIC, op, cit p:16.

50- سامي عبد الباقي، مرجع سبق ذكره، ص 13.