

The role of environmental determinants and institutional in the financing of small and medium-sized enterprises by innovative risk capital

Abdelkader Belhadi¹, Azzeddine Nezai², Samir Sahnoune³

¹Phd Student, Department of Management, Faculty of Economics, Business and Management Sciences, University of Tahar Moulay-Saida, Algeria.

²Associate Professor A, Department of Management, Faculty of Economics, Business and Management Sciences, University of Tahar Moulay-Saida, Algeria.

³Associate Professor A, Department of Management, Faculty of Economics, Business and Management Sciences, University of Tahar Moulay-Saida, Algeria.

ARTICLE INFO

Article history:

Received: 22/02/2019

Accepted: 06/03/2019

Online: 30/08/2019

Keywords:

Environmental and institutional determinants

The financing of PME Innovation

Risk capital

JEL Code: D53,

D92, G32

ABSTRACT

Global knowledge-based economy and innovation to funding sources in order to create and stimulate small enterprises need medium to embody the ideas of innovative and converted from laboratory ideas into commercial products, and in this context, emerged as the financing pattern of these innovative ideas called "risk capital, which received success in many industrial and developing countries. several studies indicate that the institutional environment has a pivotal role in the development of this type of funding, and therefore the development of risk capital in developing countries stems without doubt the development of human capital locally capable of creativity. it should open the Options thief Pension Funds and Insurance Investment in financial Mujdadtha in investment funds with capital risk.

دور المحددات البيئية والمؤسسية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإبتكارية برأس المال المخاطر

عبدالقادر بلهادي¹، عزالدين نزعي²، سمير سحنون³

¹دكتوراه، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سعيدة الدكتور مولاي الطاهر، الجزائر

²أستاذ محاضر أ، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سعيدة الدكتور مولاي الطاهر، الجزائر

³أستاذ محاضر أ، علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سيدي بلعباس، الجزائر

معلومات المقال

تاريخ الاستقبال: 2019/02/22

تاريخ القبول: 2019/03/06

تاريخ النشر: 2019/08/30

الكلمات المفتاحية

المحددات البيئية

والمؤسسية

تمويل المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة

الإبتكار

رأس مال المخاطر

JEL Code: D53,

المخلص

يحتاج الاقتصاد العالمي القائم على المعرفة والإبتكار إلى مصادر تمويلية من أجل إنشاء و تحفيز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على تجسيد أفكارها الإبتكارية و تحويلها من أفكار مخبرية إلى منتوجات تجارية، وفي هذا السياق برز نمط تمويل لهذه الأفكار الإبتكارية أطلق عليه اسم " رأس مال المخاطر و الذي لقي نجاحا في العديد من الدول الصناعية والنامية . تشير دراسات عديدة أن البيئة المؤسسية لها دور محوري في تطوير هذا النمط من التمويل، وعليه إن تطور رأس المال المخاطر في دول النامية ينطلق بلا شك بتطوير رأس مال بشري محليا قادر على الإبداع. كما ينبغي فتح خيارات لصناديق التقاعد والتأمين في استثمار موجداتها المالية في صناديق استثمار برأس المال المخاطر.

- مقدمة:

إن حاجة إنشاء و تطوير الصناعات الحديثة المبتكرة لقي نجاحا في العديد من الدول الصناعية و النامية فقد شهد العالم المصنع ابتكار مؤسسات صغيرة وسائل جديدة في مجال الإعلام و الاتصال وتسويق خدمات معاصرة عبر الانترنت و أصبحت اليوم اكبر مؤسسات تسعر في بورصة الأوراق المالية.

و بفعل تحولات في اقتصاد العالمي و تطورات في مجالات الابتكار وتسويق الخدمات عبر انترنت قامت حكومات الدول النامية إلى تكثيف الجهود لتحسين البيئة المؤسسية لتواكب هذه التطورات بتقديم حوافز معتبرة من أجل تمويل الابتكار.

كما أن تمويل إنشاء المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إبتكارية برأس المال المخاطر سواء كانت تنتج سلع أو خدمات حديثة عرف نجاحات في العديد من الدول الصناعية، فكان ذلك حافز للبنوك والمؤسسات المالية إلى سعي في توسيع خدماتها تجاه قطاع الأعمال، حيث أسست صناديق استثمارية كفيلة بتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الإبتكارية. وعلى هذا أساس، فإن اتساع عروض رأس المال المخاطر و تطورها في الو.م إ وانتشارها في باقي دول العالم جاء لتوفير أنظمة جديد للتمويل قطاع الأعمال، كما جاء أيضا كمطلب لتطور وساطة مالية تهتم بابتكار.

إن تطوير رأس المال المخاطر يتطلب منظومة بيئية مواتية تعمل على تفاعل بين محددات الطلب، ومحددات عرض رأس المال كما يجب أن تكون البيئة الاقتصادية مواتية لدفع بالمولين المؤسساتيين على عرض رأس المال بالرغم المخاطر المرتفعة التي قد تتعرض إليها في مرحلة تمويل النشأة والإقلاع. و سنقوم في هذا الورقة البحثية على إبراز أهم متطلبات تمويل المؤسسات الإبتكارية برأس المال المخاطر. سنقدم تعريف بالمؤسسة الصغيرة و نبين مفهوم و خصائص التمويل برأس المال المخاطر و نتطرق في المحور الأخير لأهم المتطلبات الاقتصادية و المؤسسية التي نراها ضرورية لتطوير رأس المال المخاطر.

و على هذا الأساس نتطرق هذه الورقة البحثية إلى الإشكالية التالية :

ما هي المتطلبات المؤسسية الأساسية لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الإبتكارية برأس المال المخاطر ؟

- أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى التحقق مما يلي:

- محاولة التعريف بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودورها الإقتصادي.

- إبراز الإطار التاريخي والفكري لرأس المال المخاطر في ظل التحديات الاقتصادية الجديدة.
- تبيان العلاقة بين المحددات المؤسسية والتمويل بالرأس المال المخاطر.

1- المؤسسات الصغيرة و المتوسطة: المفهوم و الأهمية:

1-1- مفهوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:

أثار مفهوم المؤسسات الصغيرة و المتوسطة جدلا كبير قرابة أربعين سنة من البحث و الدراسة وبالرغم من انعقاد العديد من الملتقيات على مستوى الجامعات وعلى مستوى المنظمات الدولية، غير أن نتائج تلك البحوث لم تغلح في إيجاد تعريف موحد لهذا صنف من المؤسسات بدقة يرضي جميع الأطراف.

و في هذا الصدد يشير P.A.JULIEN&M.MARCHESNAY أن تعريف المؤسسة الصغيرة و المتوسطة غامض و سبب في ذلك هو وجود معايير عديدة لتعريف بها، حيث يمكن استخدام معايير عددية يعبر عنها بالأرقام ومعايير نظرية أخرى تبين خصوصيات المؤسسة بدقة و المحيط الذي تنشط فيه(1).

فمعياري المادي يهدف غالبا للفصل بين الفئات المدروسة، بينما تقدم المعايير النظرية (الكيفية) اختلافات هامة بين المؤسسات، فالمحددات النوعية للمؤسسة لا تفصل بين المؤسسة الصغيرة والمؤسسة الكبيرة لأنها لا تراعي الحجم المادي للمؤسسة(2).

كما ساهمت الفوارق بين الدول في المناهج الاقتصادية المتبع و البيئة القانونية السائدة و درجة تطور الاقتصادي أي مبادرة لتعريف بالمؤسسة الصغيرة و المتوسطة غير ممكن في إطار دولي. و قد حاول أكاديميين و كتاب جامعين أمثال Robert wtterwulghe m. Marchesnay لإيجاد تعريف موحد تستند على معايير بسيطة تسمح أساسا في فصل المؤسسات المعنية بالتعريف، وبعبارة أخرى الفصل المادي بين فئة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و فئة المؤسسات الكبرى (3) .

و أقر في هذا الصدد أن محاولات التعريف بمجتمع المؤسسات صغيرة و متوسطة غامض لتعدد المعايير المستخدمة في التعريف.

فقد وجد الباحثون صعوبات إضافية لتعريف بهذا القطاع حتى باستخدام معايير عددية، إذ أن الوحدات الصغيرة الحجم قادرة على تغيير مكوناتها عبر الزمن إذا ما تغيرت الظروف البيئية و الإمكانيات المتاحة و حجم الأسواق التي تنشط فيها. نشير أن هيئة الأمريكية the Small business. act التابعة لوزارة الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية قدمت تعريف يقوم على معيارين أساسيين فقط لتعريف بمؤسسة صغيرة حيث تعرف المؤسسة الصغيرة SME أنها كل الوحدات الاقتصادية التي تشغل أقل من 500 عامل و تنشط بصورة مستقلة.

يعتمد التعريف الرسمي على معايير مادية وضع من طرف المشرع لحصرها في النسيج الاقتصادي. كما وضع مرسوم بنود السياسات الحكومية داعمة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة شملت إعانات مالية و تخفيضات ضريبية معتبرة.

ويعرف المشرع الجزائري في المرسوم التوجيهي المؤرخ في ديسمبر 2001 في المادة الرابعة أن المؤسسة الصغيرة و المتوسطة تضم كل مؤسسة اقتصادية تشغل من 1 إلى 250 عامل، و لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي 2 مليار دج أو حصيلتها السنوية تقل عن 500 مليون دج، و هي مستقلة في حدود 25%(4).

1-2- أهمية الاقتصادية و الاجتماعية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة:

أخذت المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في بداية السبعينات من القرن الماضي دورا محوريا في الاقتصاديات العالم، و خلصت أبحاث و مقالات صدرت من وزارات دول عديدة و منظمات دولية وإقليمية منها ILO، BM، FMI، أن مساهمة المؤسسة الصغيرة و المتوسطة لا يقع على هامش معطيات الاقتصاد الكلي. وتشير دراسات أن المؤسسات الصغيرة تؤدي قاطرة التنمية و تسوق الدول المتحولة لأفاق الاقتصادية والاجتماعية واعدة إذ توفر مناصب العمل و تسهم بنسب معتبرة في الدخل القومي.

أكثر من هذا، فقد أشارت تقارير أخرى أن لها أدوار أخرى تؤديه الوحدات في توفير منتجات مبتكرة حديثا بشكل الذي يناسب وتطلعات المستهلكين المحليين و الدوليين و سنحاول تلخيص بعض الايجابيات التي نراها أساسية في النقاط التالية(5):

- سهولة التأسيس مقارنة بالمؤسسات الكبرى.
- تركز هذه المؤسسات بصفة عامة على فردية التسيير و من ثم إستراتيجية غير رسمية في إتخاذ القرارات مما يجعلها أكثر مرونة و ديناميكية لمواجهة المحيط.
- تمتاز الوحدات الصغيرة الحجم بالديناميكية و سرعة الأداء في الأسواق الحرة سريعة التقلب. , Marchesnay.m (1994)
- و بالرغم من صغر حجمها المادي تحقق فئة من مؤسسات ابتكارات جديدة تعكس القدرات والكفاءات المحلية في مجالات مختلفة.
- تساهم فئة من المؤسسات الصغيرة ذات الطابع الحرفي بتوفير السلع و الخدمات بأثمان مناسبة للسكان المناطق النائية و أصحاب الدخل المحدودة. (عبد الرحمان يسري أحمد ، 1998)
- أشارت أبحاث Xavier GREFFE مماثلة أقيمت سنة 1979 أن قطاع المؤسسات صغيرة الحجم ساهم بفاعلية في استحداث مناصب عمل في بيئة سيئة سادت أوروبا الغربية جراء الأزمات البترولية المتعاقبة في سنة 1971 وفي سنة 1979.

1-3- إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:

تعود جذور إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة إلى نظرية تماثل المعلومات التي تقر أن غياب المعلومات حول المشروع لاتخاذ القرار أو عدم تطابقها أو عدم صحتها تؤدي إلى رفض البنوك تمويل هذا صنف من المؤسسات خصوصا في مرحلة الانطلاق. و ليس من مصلحة صاحب القرار أن يجازف في تمويل مشروعات لا تملك نشاط مسبق، كما أن صاحب المشروع هو أفضل في معرفة مقومات وعوامل نجاح المشروع، غير أن الممول لا يملك تلك المعلومات التي تكون مستندا رئيسيا للرفض أو قبول التمويل.

تقوم البنوك التجارية بنشاط منح القروض التجارية من ودائع الأفراد لديها وهي بذلك تقوم بإقراض أموال لا تملكها، وعليه يجب أن تحافظ عليها لأنها أمانة الغير (المودعين)، فهي تبدي عناية عند اتخاذ قراراتها بمنح القروض وتهتم البنوك بدراسة جملة من العوامل عند إقراض مؤسسات صغيرة و ليس من مصلحة البنك الموافقة على تمويل المؤسسة إلا بعد تحليل ملفها المالي ودراسة جدوى faisabilité، كما تستند إلى الظروف الاقتصادية المحيطة ووضعية قطاع نشاط المؤسسة.

ويقدم التفسير النظري لهذا وضع لخلاصة بحث قام به كل من (STIGLITZ & WEISS, 1981) أن عدم تناظر المعلومات *asymétrie informationnel* يعقد نشاط البنك و يصبح تحليل ناجح في تمويل أي المؤسسة ذات نشاط غير مؤكد مبنى على أساس افتراضي في ظل غياب المعلومات مستقبلية حول فعالية و جدوى المشروع. كما تثبت الدراسات أن نقص المعلومات توقع البنك التجاري التقليدي في إشكالية أخرى لا تقل خطورة من مشكلة المعلومات ألا وهي الاختيار السيئ واتخاذ قرار معاكس *sélection adverse* ويكون البنك غير قادر على تمييز بين نوعين من المقرضين سواء كان جيد أو سيئ، حيث قد يكون المقرض غير جدي في طرح جدوى المشروع لكنه يقبل بدفع فائدة مرتفعة، بينما قد يفتقر المقرض الجيد ل ضمانات و يقبل بسعر فائدة اقل لثقته العالية بالمشروع و إمكانية نجاحه بصورة جيدة وتؤدي إلى ما يسمى بالمخاطرة الأخلاقية⁽⁶⁾ .

1-4- أهمية مصادر حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الابتكارية:

ساهمت ثورة المعاصرة في مجالات التكنولوجيا و تطور الهائل في الإعلام و الاتصال و الصناعة الحربية على نشأة مؤسسات صغيرة حجم قادرة على توفير منتجات و خدمات ذات جودة عالية تستجيب للتطلعات المستهلكين عبر العالم، واستطاعت مؤسسات صغيرة الحجم إبرام صفقات عقود المقاوله الباطنية مع شركات كبرى. و بفعل هذا النشاط تحتاج دوريا لمصادر مالية معتبرة لتطوير مبيعاتها.

تملك المؤسسات الصغيرة الابتكارية تقنيات جديدة في الإنتاج و التسويق كما أنها تمتاز بكثافة رأس المال البشري على الموجودات الملموسة، وبالتالي يتعذر في هذه الظروف أن تحصل على رؤوس أموال من البنوك التي تقدم تمويل بالاستدانة بشروط و مبادئ احترازية أهمها ضمانات العينية.

وبالتالي، فإن ليس باستطاعة المؤسسات المصرفية التقليدية أن تقدم حلول لمجابهة مشكلة تمويل مؤسسات الصغيرة الديناميكية و يتعذر عليها تمويل مرحلة البحث و التطوير، و مرحلة الانطلاق وغيرها من المراحل الحرجة للمؤسسات محدودة الملكية و يستحيل اتخاذ قرار تمويلها دون وجود ضمانات كافية.

ونلخص أهمية لجوء إلى مصادر مالية حديثة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الابتكارية وأهمها رأس المال المخاطر إلى وجود مجموعة من العقبات منها:

لا يملك المؤسسون من خريجي الجامعات على أدنى رأس المال مملوك و لا يملكون غالبا حصة أولية للمشروع، كما أن الضمانات المطلوبة للحصول على الاستدانة ليس بإمكان المؤسس المؤسسة أن يوفرها في مرحلة الانطلاق، أما في حالة وجودها فقد تكون غير كافية للتغطية حجم ومدة القروض.

إن وضع المؤسسات الصغيرة و الناشئة ذات نشاط إبداعي تجاه تمويل بالاستدانة صعب بما أنهم غير قادرين على الوفاء بمتطلبات أساسية للاستدانة البنكية كما أن رأس المال هؤلاء هي أفكار كامنة (أفكار، اختراعات، تعديل على منتج...)، و ليس بإمكانهم توفير رأس مال مادي. و في حالات متقدمة (حالات الإقلاع) من المشروع فإن معظم مخرجات المؤسسات الابتكارية هي عبارة عن تقنية جديدة في إنتاج أو تصميم معاصر للألات أو محركات جديد، أو خدمات تستخدم تكنولوجيا حديثة. و ليس بإمكان استخدامها كوعاء لضمانات حصول على قرض مستقبلي لتمويل مراحل متقدمة.

في غياب شروط الاستدانة فمن الصعب للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الحصول على تمويل خارجي من سوق المالي عن طريق إصدار أسهم، و لاشك أن قواعد و متطلبات القانونية المطلوبة أكثر صعوبة لأنها مؤسسات متواضعة الحجم و لا تملك حجم أدنى لرقم الأعمال المطلوب.

و في حالة وجود أمل في دخول البورصة، فإن إقبال مستثمرين البورصة والجمهور على أسهم مؤسسة صغيرة ضعيف، فمصلحة في شراء أسهم مؤسسات مسعرة هو تحقيق أرباح في أقرب الآجال، وفي الغالب غالبا لا تملك مؤسسة صغيرة الحجم أفاق مستقبلية و ربحية مرتفعة في مرحلة النمو. و لذلك تجد صعوبة في بيع أسهمها لأنها كيانات تفتقر للسيولة و ليس باستطاعتها توزيع أرباح إلى بعد مدة زمنية لا تخدم طموحات المستثمرين في البورصة. إن سوق المالي ليس بحل أمثل و هو أكثر صعوبة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة على متطلبات الاستدانة المصرفية.

يعتبر رأس المال المخاطر (رأسمال الاستثماري) الحل أمثل لتفعيل رغبة الفئة الديناميكية لقطاع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة و هو المنتج الكفيل بتمويل مراحل الحرجة للمؤسسات الابتكارية بعيدة على قواعد تمويل بالاستدانة و قواعد التمويل بحقوق الملكية (البورصة)، و قد ساهمت هذه الوساطة حديثا في تطوير مؤسسات اقتصادية في مجالات كثيرة و يؤخذ عانية معتبرة في دول الصناعية و دول متحولة سائرة نحو النمو.

2- أهمية رأس المال المخاطر:

2-1- نشأة رأس المال المخاطر:

إن تمويل تساهمي بدا منذ بروز أفكار ابتكارية قبيل الثورة الصناعية، و يرى باحثون أن وساطة برأس المال وجدت منذ القرون الأولى في المجتمعات القديمة، حيث قام الأثرياء بالمخاطرة بجزء من ثروتهم في تمويل هؤلاء المغامرين. وفي نهاية القرن الماضي حفزت نجاحات النشاط الابتكاري في الدول الصناعية إلى قبول عدد كبير من الوسطاء المؤسستيين في دخول مجال التمويل التساهمي، حيث قاموا بفتح مؤسسات ملحقمة توفر تقنيات جديدة، وهذا منحى ساهم كثيرا في نمو و ازدهار رأس المال المخاطر عبر التاريخ.

وبذلك فإن نشاط الممولون الجدد برأس المال المخاطر لم يمكن يهدف إلى دعم وتمويل المشروعات فيها مخاطر إضافية و إنما جاء كإستراتيجية جديد للبنوك لتنوع محافظها المالية و تطوير بدائل تمويلية حديثة مكمله للاستدانة التقليدية و من ثم تحقيق من خلال مساهماتها أرباح واعدة⁽⁷⁾.

يؤرخ معظم كتاب الدول الصناعية أمثال Pierre BATTINI، و Gilles mongenot أن نشأة مهنة رأس المال المخاطر في شكلها البدائي بدأت مع مشروع العالم الرياضي في الهندسة Tales Milet وذلك بعد أن تطلبت فكرة بناء مصنع الزيوت بتقنية جديدة إلى تمويل خارجي لم يكن طالس قادر عن توفير المال اللازم للانطلاق، فقام بترويج الفكرة بين أثرياء المنطقة بقوله أن الفكرة ستولد أرباح معتبرة.

وحصل الرياضي على رؤوس أموال من ممولين شخصيين (رجال أثرياء) في شكل مساهمة لبناء وتشغيل مصنع الزيوت مقابل تقاسم نواتج المصنع بعد توليد الأرباح. و بعد مرور فترة وجيزة حصل كل من "طالس" و شركائه أنداك على أرباح طائلة و احتكروا سوق الزيوت في المنطقة.

و اعتمد المسلون أيضا في عصر النهضة إلى استخدام أساليب قريبة من تقنية رأس المال المخاطر مبنية على غرم بالغرم استندا إلى شريعة الإسلام المحرمة لتعامل بالربا و الفوائد المسبقة⁽⁸⁾.

كما اعتمد "كريسوف كولومبوس" في قرن 15 عشر بتجهيز المؤن و العدة في رحلاته على رأس مال رجال أثرياء للحصول على المعادن النفيسة من خارج أوروبا.

2-2- مفهوم رأس المال المخاطر:

يعد موضوع رأس المال المخاطر من المواضيع التي لقيت اهتماما كبيرا خلال السنوات الأخيرة⁽⁹⁾، و يثير مصطلح رأس المال المخاطر بعض الغموض نتيجة حداثة هذا الاصطلاح حيث بدأ يتبلور إلا قرابة عقدين أو ثلاثة عقود، كما أن مضمون هذا مصطلح يتضمن أنماط تمويل عديدة.

إن رأس المال المخاطر أو قد يسمى أيضا برأس المال الاستثماري هو مساهمة مؤسسات مالية وأفراد طبيعيون برأس المال خاص أو شبه خاص في مؤسسات غير مسعرة في البورصة و يرى بعض الكتاب و معظم خبراء المهنة أن رأس المال المخاطر هي تلك الوساطة التي تتخصص في جلب و توفير صيغ تمويل تلبي حاجة المؤسسات الابتكارية سواء كانت راغبة في الانطلاق، أو تطمح في تنمية أسواقها. كما ينشط رأس المال المخاطر في تمويل مؤسسات راغبة في نقل ملكية المؤسسين إلى ملاك جدد. و لذلك لا يوجد تعريف قاطع وواحد لهذا المفهوم.

ويعرف Dubocage, Emmanuelle " أن رأس المال المخاطر نشاط متخصصون يوفرون تمويل برأس المال الخاص أو شبه الخاص لمدة معلومة، وذلك بأمل الحصول على مردود عالي نسبيا سواء كان ذلك من خلال نتائج سنوية للمؤسسة أو من خلال بيع حصص المساهمة في بورصة الأوراق المالية⁽¹⁰⁾."

بينما يعرف Eric STEPHANY تمويل برأس المال المخاطر " أنه نمط تمويل جديد يتماشى مع متطلبات نمو المؤسسات الاقتصادية سواء كانت المؤسسة في مرحلة الانطلاق، أو في مرحلة التطوير". و قدم تعريف من خلال المبادئ الرئيسية للمهنة⁽¹¹⁾:

- تمويل برأس المال المخاطر هو تمويل تساهمي مؤقت يوفر غالبا رؤوس أموال للمؤسسات القائمة سريعة النمو أو مؤسسات إبتكارية في مرحلة التأسيس.
- مدة الاستثمار في المؤسسة تتراوح بين 3 و5 سنوات على أن تكون المؤسسة غير مسعرة في بورصة الأوراق المالية.
- يحصل الممول على أرباح من خلال نواتج المؤسسة وبالنسب متفق عليها مسبقا، كما قد يكون استرداد الأموال والأرباح يتم بعد بيع حصص المشاركة في السوق المالي أو بعد بيعها لشركات صناعية كبرى مستحوذة.

2-3- مزايا رأس المال المخاطر:

صدر تقرير جمعية رأس المال المخاطر الأوروبية EVCA سنة 2004 يشير أن نشاط شركات رأس المال مخاطر قد أستحدثت أكثر من 630 ألف منصب عمل جديد ما بين عام 2000 و 2003 في أوروبا الغربية. كما ساهم مؤسسات الممولة برأس المال المخاطر في الو.م.أ لفتح على ما يزيد عن 10 مليون منصب عمل في سنة 2003 و حققت المؤسسات رقم أعمال يقارب 1.5 تريليون دولار أمريكي.

وحقق نشاط رأس المال المخاطر العديد من الايجابيات نوجزها في ما يلي⁽¹²⁾ :

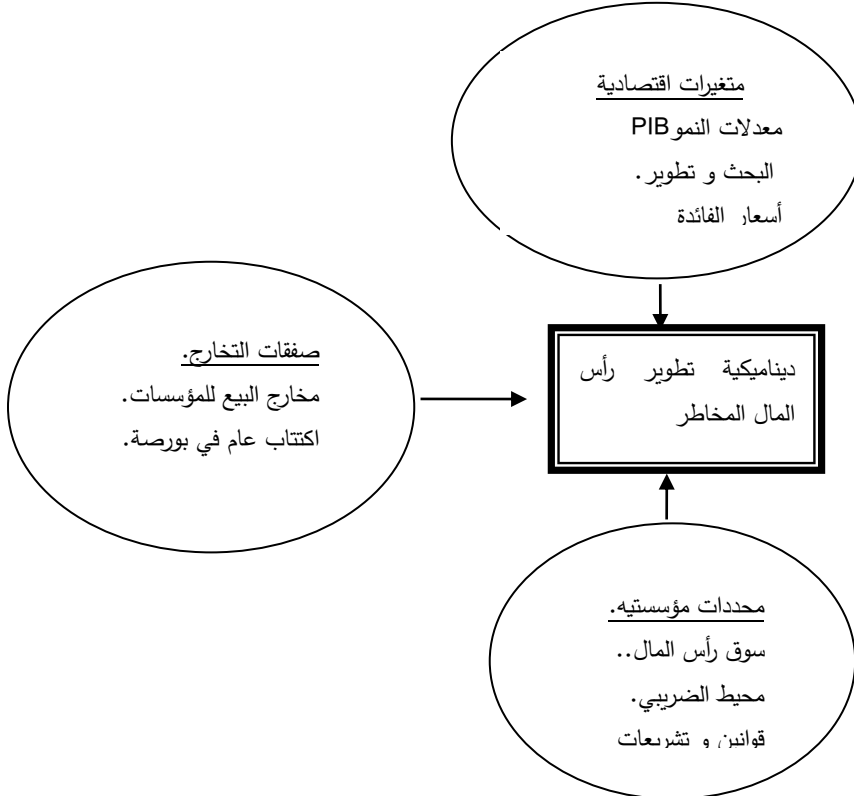
- قدرة المشروعات الناشئة ممولة برأس المال المخاطر على خلق فرص عمل جديدة،
- الابتكار و الهيمنة الفكرية وتطوير تطبيقات التكنولوجيا الجديدة (بقطة التكنولوجيا)؛
- ارتفاع حجم صادرات وعوائدها و توغل في أسواق جديدة.

• تحقيق التنمية الإقليمية حيث وفرة صناديق حكومية برأس المال رؤوس أموال للمبدعين في الجهات النائية. إن تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من المنشأ للتطوير لا بد أن يتماشى مع دورة حياة المؤسسة، فكلما انتقل مشروع من مرحلة لأخرى تغيرت حاجته التمويلية. وتوفر مؤسسات رأس المال المخاطر في هذا الصدد أنماط مناسبة لنمو الأعمال سواء تعلق الأمر بإنشاء، نمو والتنمية، أو تحويل الملكية، وذلك بدراسة حاجة المؤسسة و فرص نجاحاتها المستقبلية.

3- المحددات المؤسسية و تمويل برأس المال المخاطر:

يعتبر الهيكل الاجتماعي و الاقتصادي من أهم المحددات التي تحدد دينامية تمويل الابتكار برأس المال المخاطر و خلصت بحوث كثيرة في دول صناعية شملت خمس عقود و ارتكزت على مجموعة من المحددات صنفها (S.MONTCHAND & BGUILHON,2008) إلى ثلاثة مجموعات التي يراها تحدد مسار دينامية رأس المال المخاطر، حيث توجد في كل مجموعة محددات قد تساهم في تطوير منظومة تمويل برأس المال المخاطر⁽¹³⁾.

شكل رقم (01): محددات الاقتصادية و المؤسسية



Source: S.MONTCHAND & B. GUILHON ; *Mécanisme et Financement de L'innovation* ; Ed LA Voisier Année 2008, P152.

3-1- المحددات المؤسسية و التنظيمية:

تعتبر المنظومة المؤسسية القاعدة الرئيسية التي تحكم الفاعلين و أصحاب المصلحة في التنمية الاقتصادية و الاجتماعية و تحدد في وقت نفسها المنظومة العامة لإدارة الاقتصاد و منهج تدخل الدولة في شؤون الاقتصادية. و تعتبر القوانين منظمة للاقتصاد عامة و منظمة لنشاط الممولين المؤسسيين من أهم مكونات المنظومة المؤسسية التي تعمل على حد من التشوهات في السياسات العامة كما تساهم في تخفيض حالة عدم التأكد التي قد تواجه المؤسسات و المستثمرين.

أن تغيير في هندسة المؤسساتية في بلدان الصناعية نهاية السبعينات ساعد على زيادة الوسطاء برأس المال المخاطر و اقر أن هندسة محيط مؤسستي القائم على أساس قواعد السوق رفع معظم الحواجز على المستثمرين المؤسستين مما جعل النظام تمويلي قادر على حشد موارد المالية من خلال أسواق المال و البنوك.

وفي ظل غياب العقبات المؤسساتية التي تنظم التمويل، قوانين تأسيس المؤسسة، و التنافسية و الإفلاس، أصبح اقتصاد دول مثل ال.و.م.أ و بريطانيا المنهج الكفيل في وجهة نظر المستثمرين المؤسساتيين على إلغاء مخاطر الاستثمار في المؤسسات الابتكارية التي تمتاز بخطورتها عالية في مرحلة الانطلاق.

تفتقر البلدان النامية إلى منظومة مؤسساتية كفيلة بتطوير الوساطة المالية و تغييب منظومة استثمار في الفروع الابتكارية و تبقى معظم الدول الغير الصناعية تعاني قصور مؤسستي يخفض فعالية جهود القائمة في تحقيق إقلاع حقيقي في مجال تمويل الابتكار.

و تشير في هذا الصدد أن شركات رأس المال تحصلت على نسب معتبرة من رؤوس أموال من صناديق التأمين و صناديق المعاشات بنسب تصل إلى 50% في ال.و.م.أ و 26% متوسط الدول الأوروبية⁽¹⁴⁾.

و أشار استطلاع رأي مئات المستثمرين في دول العالم قام بها البنك العالمي سنة 1998 أن وفرة التمويل وضغط الضريبي ثم المهارات و الأنظمة القانونية تمثل أهم محددات التي تحكم الاستثمار، وفي دراسة أخرى أقيمت من طرف البنك العالمي في 2008 ذكر فيها مجموعة من عقبات المؤسساتية في الدول العربية و حصرها في خمس جبهات أساسية وهي كالتالي:

- غياب سياسات اقتصادية ذات توجه الاستراتيجي و قصور حوكمة في المؤسسات الحكومية التي تتولى إدارة الاقتصاد.
- عدم وضوح رؤية و تداخل و تضارب بعض القوانين المنظمة لمهنة رأس المال المخاطر. و غياب إطار قانوني واضح ينظم النشاط الاقتصادي و النشاط التجاري.
- محدودية جودة السلع و الخدمات العامة.
- قصور البني التحتية المساندة لقطاع الأعمال.
- تركيز قطاع المصرفي على بنوك عمومية (غياب المنافسة بين البنوك).

3-2- المحددات الاقتصادية:

ترتكز أهم المحددات الاقتصادية على النقاط التالية:

- أسعار الفائدة:

أثارت معدلات فائدة نقاشا كبير في المدارس الاقتصادية لدورها في تحديد حجم الاستثمار الكلي و يشير باحثون أن معروضات رأس المال تتأثر بأسعار الفائدة و مستويات التضخم و في حالة ارتفاعها ستكون أكثر جاذبية من عوائد مماثلة فيها مخاطرة كبيرة فيكون هذا وضع تأثير على تكوين محافظ مالية مخصصة لحقوق الملكية بالأخطار.

ولذلك يري (BOUMINI & SEMEN, 2009) أن تغير أسعار فائدة لها أثر كبير على حجم المبالغ المعروضة خاصة في فترات تكون فيها ظروف الاقتصادي السيئة، كما أن معروضات رأس المال المخاطر حساسة لعوائد شركات التمويل المحققة في دورة الاستثمار أي بعد انقضاء فترة التخارج⁽¹⁵⁾.

وبناء على أبحاث أقيمت في الو.م.أ و دول صناعية أخرى خلصت دراسات أن هناك ارتباط عكسي بين أسعار الفائدة سائدة و معروضات رأس المال المخاطر، كما أن حجم أموال المخصصة للدورات المقبلة تتأثر بالعوائد الفعلية محققة لصناديق الاستثمار و بالتالي تتخفف معروضات رأس المال المخاطر إذا كان معدل عائد الداخلي أقل أو يساوي أسعار الفائدة.

غير أن فريق آخر من باحثون يعتبرون أن استثمار برأس المال المخاطر يتحدد بجملة من محددات لا تحكمها أسعار الفائدة وحدها و إنما تحكمها عوامل أخرى مالية و حالات عدم التأكد المترتبة بتمويل مرحلة الإنشاء. و بعبارة أخرى فإن معروضات رأس المال المخاطر هي مفاضلة بين محددات مختلفة تحكمها فرص و تهديدات المشروع.

- نفقات البحث و التطوير:

إن تطوير الاقتصاد الوطني و تفعيل بما يسمى اقتصاد المعرفة يقتضي دعم الاستثمارات التكنولوجية و أنشطة البحث و التطوير في المؤسسات الاقتصادية، فقد تجسدت جل الاختراعات التي عرفتها البشرية بفضل وسطاء يخاطرون بأموالهم و يقدمون معارفهم الإدارية و فنية لتحويل فكر مخبري إلى منتج تجاري

خلص بحث أنجزه كل من (GOPERS & LEANER, 1998) أنه توجد علاقة سببية بين ديناميكية رأس المال المخاطر و مبالغ المخصصة للبحث و تطوير لفترة دامت ثلاثين سنة و جاء هذه النتائج باستخدام تقنية قياسية لاختبار متغيرات بالنسبة لحجم تمويلات برأس المال المخاطر وتوصل بعد دراسة علاقة المتغيرات الاقتصادية الكلي و نشاط مهنة رأس المال المخاطر أن كلما زادت ميزانيات البحث و التطوير سواء كان ذلك من الحكومة الفدرالية أو من خواص أو مؤسسات الاقتصادية الكبرى فإن ذلك سيزيد عدد الابتكارات الصناعية في السنوات الموالية، و من تم ترتفع معروضات رأس المال المخاطر للمبدعين لتحويل أعمالهم إلى مشروعات حقيقية واعدة⁽¹⁶⁾.

أن حجم مبالغ لوظيفة البحث و التطوير في دول المغرب العربي هامشية لا تتعدى نسبة 0.5% من ناتج الوطني في جزائر و لا 1% بالنسبة لتونس و المغرب. كما أكدت بحوث الميدانية أن المؤسسات الصغيرة و المتوسطة القائمة في اغلب الدول النامية لا تملك وظيفة البحث و التطوير. فالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة تهتم أكثر على توزيع مخرجاتها و لا تراعى تقلبات السوق الممكنة في الأفق القريبة و يهتم مالك المسيرين بتدريب عمالة إلا في حالة استيراد معدات حديثة من الخارج، و نادر ما يهتم أصحاب المؤسسات الصناعية ببحث أو تطوير سلع أو خدمات جديدة في السوق. ولذلك تسود المؤسسات الغير ابتكارية.

أشار بحث أن التجمعات الصناعية وهي عبارة عن مجموعة قطاع صناعية مندمجة تتكامل فيما بينها يضمن بين صناعات صغيرة و متوسطة و صناعات كبرى بشكل الذي يحقق تتكامل فيما بينها ضمن عقود التعاون التكنولوجي و روابط مقاول في الباطن. ونشير أن تطور رأس المال المخاطر من منظور الطلب جاء لانتشار هذه مجمعات الصناعية في عديد من دول النامية كالصين و البرازيل و لا مجال للمقارنة الو.م.أ و اليابان و غيرها من دول الصناعية. فقد تفقر المؤسسات لوظيفة البحث و التطوير لأسباب نوجزها في العناصر التالية:

- ضعف الإمكانيات المالية للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة.
- غياب المعلومات حول تطورات العلمية و تكنولوجية و عدم اهتمام بها.

- ضعف المكونات البشرية في المؤسسات الدول النامية و الدول العربية و هذا يمثل عقبة رئيسية في محاولة تفعيل البحث و تطوير داخل المؤسسة.
 - غياب جسور بين مراكز البحث و مراكز التصنيع.
 - غياب صناديق حكومية متخصصة في تمويل وظائف البحث و التطوير.
- و في دراسات حديثة أثبت أن تطور رأس المال المخاطر يتحدد أكثر على قدرة الممولين برأس المال على استقطاب مشاريع إبتكارية تحقق بها نتائج مرتفعة وهذا ما يخلق ديناميكية للمهنة على مدى المتوسط و على المدى البعيد. أشارت في نفس السياق أبحاث كثير على مدى ارتباط أهمية تحصيل العلمي للمجتمع و النمو الاقتصادي. لا يقتصر دور الجامعة و يوم دورها على تكوين إذ أن دورها يكتمل إلى إذا قدمت الجامعة طاقة بشرية متكونة و قادرة على المبادرة و إبداع و هذا ما تعمل به اليوم أقطاب الجامعة المرموقة في العالم لتتمين مجالات التكنولوجيات الحديثة.
- **النمو الاقتصادي:**

تبين من خلال دراسة (BLACK & GILSON,1998) قام بها لدراسة أثر النمو الاقتصادي في الوم.أ على نشاط رأس المال المخاطر أن نمو اقتصادي سيرفع من حجم الاستثمارات و حجم طلب المؤسسات على التمويل. و استطاع أن يضع نموذج رياضي خلص انه توجد علاقة طردية بين نمو اقتصادي مع ديناميكية رأس المال المخاطر⁽¹⁷⁾.

- **نشاط السوق المالي:**

وخلصت دراسة (JEN & WELLS , 2000) أن للبورصة دورا محوريا في تطوير رأس المال المخاطر و وصفها بالمحرك الأساسي لنشاط رأس المال المخاطر رغم أن النتائج القياسية التي حصل عليها تبين ارتباط الايجابي بين نشاط البورصة (نشاط الإصدار في سوق الأولي IPO) في تمويلات مراحل المتقدمة فقط. و هذه النتائج تتماشى مع النتائج التي خلص إليها أبحاث قدمت دراسة مماثلة لبلد واحدة⁽¹⁸⁾.

و أكدت أبحاث جمعت بيانات لعدة دول قام بها كل من (SHERTLER , 2003) و (BOUMINI & SEMEN) (2009), دور البورصة في تطوير الاستثمارات التكنولوجية. وخلصت الدراسات سابقة أن كلما كانت أوضاع البورصة جيدة فإن ذلك سيساهم على رفع حجم التمويلات برأس المال المخاطر خصوصا في فترة الإقلاع⁽¹⁹⁾. و دراسة مماثلة على مستوى 21 دولة في العالم بينت أن ديناميكية رأس المال المخاطر و حجم صفقات التخارج باكتتاب الأولي في البورصة لفترات 1979 إلى 1997 ثم 1997 إلى 2000 تتناسب طرديا مع ديناميكية رأس المال المخاطر (M. LOUNES,2011).

- **خاتمة:**

إن نجاح منظومة تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة برأس المال المخاطر يعتمد على عناصر بيئية تتعلق بمحددات مؤسسية و اقتصادية و حجم تطور الأسواق المالية فوجود هذه المنظومة إلى جانب قوى الابتكار ساهم في بروز مؤسسات صغيرة إبتكارية يصعب تمويلها من مصادر تقليدية.

إن ديناميكية رأس المال المخاطر تبنى بفضل جهود الدول في اهتمام بالتكوين و التدريب و تحسين المستمر في البيئة المؤسسية و الاقتصادية و من خلال بناء علاقة قوية بين الجامعات و مخابر البحث العلمي مع المؤسسة الاقتصادي و تشجيع المؤسسة الكبرى الوطنية و مؤسسات أجنبية و توفير بيئة مؤسسية تعمل على تطوير عروض تمويل من أجل

الابتكار و على رأسها رأس المال المخاطر. و خلاصة القول أن تطور رأس المال المخاطر في دول النامية ينطلق بلا شك بتطوير رأس مال بشري محليا قادر على الإبداع. كما ينبغي فتح خيارات لصناديق التقاعد والتأمين في استثمار موجداتها المالية في صناديق استثمار برأس المال المخاطر.
-الإحالات والهوامش:

- 1-رحيم حسين، التحدي التكنولوجي كمدخل استراتيجي لدعم القدرة التنافسية للمؤسسة الجزائرية: حالة الصناعات الصغيرة والمتوسطة , ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول: تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحولات المحيط. جامعة بسكرة 29,30 أكتوبر 2002 ص 53.
- 2-P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY , L'Entreprenariat, ECONOMICA.1996, p56.
- 3-O. TORRES, pme- de nouvelles approches , ed economica 1998, p06 .
- 4-الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية العدد 77 بتاريخ السبت 30 رمضان 1422 الموافق ل 15 ديسمبر 2001.
- 5-توفيق عبد الرحيم يوسف، إدارة الأعمال التجارية الصغيرة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002، ص24.
- 6-C.Mondher, le capital risque, 2ème édition, revue banque, France, 2008, p43.
- 7-C.Mondher, le capital risque, 2ème édition, revue banque, France, 2008, p56.
- 8-صحراوي مقلاتي، التمويل برأس المال المخاطر من منظور إسلامي ،ورقة مقدمة في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول 31 ماي . 03جوان 2009 الإمارات العربية المتحدة ص22.
- 9-Julia A. Smith, Empirical study of a venture capital relationship, Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 18 Iss: 6 ,2005,p762. pp. 756 – 783.
- 10-E.dubogage, le capital risque un mode de financement dans un contexte d'incertitude, thèse de doctorat paris 13, 2003, p18.
- 11-ERIC STEPHANY, la relation capital risque & PME fondement et pratiques , de Boeck , 2003 , p17.
- 12-E.dubogage, le capital risque un mode de financement dans un contexte d'incertitude, thèse de doctorat paris 13, 2003, p52.
- 13-S.montchand & B. guilhon, Mécanisme et financement de l'innovation, ed la voisier année 2008, p118.
- 14-Jeng L. & Wells P.,(2000), The Determinants of Venture Capital Funding :Evidence Across Countries, Journal of Corporate Finance,6, p.241-289.in M.LOUNES ; Op.Cit ; p11.
- 15-S. BOUMINI & A.SEMEN, The macro political determinants of venture capital investment around the world, social science research net work, 2009, p120.
- 16-Paul GOPERS & J LERNER, The Venture Capital Revolution; Journal of economies perspectives, Vol 15; p155.
- 17-B.BLAK & R. GILSON, Does venture capital require an active stock market?, journal of financial economic , vol 22, p653.
- 18-Paul Gompers & Anna Kovner& josh Lerner& David Scherfsteur , Venture Capital Investment Cycles; The Impact of Public Markets, Harvard University Reviews , December 2005.
- 19-Jarunes WONGLIMPIYARAT, The influence of capital market laws and IPO process on venture capital, the national science and technology agency 2007.
- 20-M.LOUNES, Les principaux déterminant de la dynamique du capital-risque , modélisation et étude empirique sur donnée américaine, université val de marne , France janvier 2011.p21.

- قائمة المصادر والمراجع:

- توفيق عبد الرحيم يوسف، إدارة الأعمال التجارية الصغيرة، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2002.
- رحيم حسين، التحدي التكنولوجي كمدخل استراتيجي لدعم القدرة التنافسية للمؤسسة الجزائرية: حالة الصناعات الصغيرة والمتوسطة , ورقة مقدمة في الملتقى الدولي حول: تنافسية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحولات المحيط. جامعة بسكرة 29,30 أكتوبر 2002.
- صحراوي مقلاتي، التمويل برأس المال المخاطر من منظور إسلامي ،ورقة مقدمة في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع و المأمول 31 ماي . 03جوان 2009 الإمارات العربية المتحدة.
- B.BLAK & R. GILSON, Does venture capital require an active stock market?, journal of financial economic , vol 22.

- C.Mondher, **le capital risque**, 2ème édition, revue banque, France, 2008.
- E.dubogage, **le capital risque un mode de financement dans un contexte d'incertitude**, thèse de doctorat paris 13, 2003.
- ERIC STEPHANY, **la relation capital risque & PME fondement et pratiques** , de Boeck , 2003.
- Jarunes WONGLIMPIYARAT, **The influence of capital market laws and IPO process on venture capital**, the national science and technology agency 2007.
- Jeng L. &Wells P.,(2000), **The Determinants of Venture Capital Funding :Evidence Across Countries**, Journal of Corporate Finance,6, p.241-289.in M.LOUNES.
- Julia A. Smith, **Empirical study of a venture capital relationship**, Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 18 Iss: 6 ,2005,p762. pp. 756 – 783.
- M LOUNES, **Les principaux déterminant de la dynamique du capital-risque , modélisation et étude empirique sur donnée américaine**, université val de marne , France janvier 2011.
- S.montchand & B. guilhon, **Mécanisme et financement de l'innovation**, ed la voisier année 2008.
- P.A. JULIEN & M. MARCHESNAY , **L'Entreprenariat**, ECONOMICA.1996.
- Paul GOPERS & J LERNER, **The Venture Capital Revolution**; Journal of economies perspectives, Vol 15.
- Paul Gompers & Anna Kovner& josh Lerner& David Scherfsteur , **Venture Capital Investment Cycles; The Impact of Public Markets**, Harvard University Reviews , December 2005.
- S. BOUMINI & A.SEMEN, **The macro political determinants of venture capital investment around the world**, social science research net work, 2009.
- O. TORRES, **pme- de nouvelles approches** , ed economica 1998.