

فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

د. رابع خوني. جامعة بسكرة

رامي حريد، طالب دكتوراه. جامعة بسكرة

الملخص:

يواجه قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العديد من المشاكل والعراقيل حيث يأخذ مشكل التمويل النصيب الأكبر منها، فيلاحظ أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تظل أحجامها عند مستويات متدنية الصغر وبالتالي لن تحقق الدور المنوط بها نظرا لمحدودية الموارد التي تنطلق بها إضافة إلى صعوبة حصولها على القروض من البنوك بسبب ارتفاع تكلفة الاقتراض، المعالاة في الشروط وطلب الضمانات العينية. وعليه بات من الضروري على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة اللجوء إلى مصادر التمويل الحديثة كرأس المال المخاطر الذي ينطوي على مميزات تجعله يتناسب مع إحتياجاتها المالية.

ومن هذا المنطلق سنحاول في هذا البحث دراسة دور وفعالية رأس المال المخاطر كتقنية حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك من خلال إدراك المفاهيم الأساسية المتعلقة بهذه التقنية التمويلية، وإبراز أهميتها كبديل تمويلي فعال.

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

Résumé:

Le secteur des petites et moyennes entreprises confronte beaucoup d'obstacles et des problèmes dont le plus grand est le financement, et ce qui est retenu c'est que la magnitude reste bas, alors elles n'atteignent pas son objectif en vu des ressources limitées dont elle partent en plus la difficulté d'obtenir des prêts auprès des banques en raison du coût élevé de l'emprunt, des conditions excessives et la demande des garanties concrètes. Dans cet état, il est impérativement nécessaire pour les petites et moyennes entreprises de recourir à des

sources de financement modernes comme le capital-risque qui implique des caractéristiques adéquates aux leurs besoins financiers.

Dans cette recherche on va essayer d'étudier le rôle et l'efficacité du capital-risque comme une technique moderne pour financer les petites et moyennes entreprises, à travers de concevoir les concepts principaux de cette technique, et de mettre en relief son importance comme une alternative financière efficace.

Les mots clés : *Les petites et moyennes entreprises, le financement, le capital-risque.*

مقدمة:

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا مهما في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية في دول العالم المتقدمة منها والنامية على حد سواء، وذلك لدورها الفعال في حل جملة من المشاكل التنموية في مقدمتها امتصاص العمالة الزائدة والتخفيف من حدة البطالة، ومعالجة مشكلة الفقر وزيادة الدخل، حيث توفر المشاريع الصغيرة والمتوسطة فرص عمل واسعة جدا، نظرا لصغر حجم رأس المال المستثمر فيها، وبذلك تساهم بفعالية في تعبئة المدخرات المحلية، وتوظيفها في عملية التنمية الاقتصادية. كما تساهم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أيضا في عملية تنمية الأقاليم النائية، لما تتميز به من قدرة على إقامة أنشطة إنتاجية لا مركزية في المناطق الريفية، وهي بذلك تحقق نوعا من العدالة في توزيع عائد التنمية الاقتصادية، من خلال تحقيق التوازن الإقليمي للتنمية. ولهذا السبب وجب إعطاء اهتمام أكبر لتمويل هذا النوع من المؤسسات وفق مقاييس خاصة تواكب حاجياتها المالية المتزايدة، حيث أن هذه المؤسسات تحتاج إلى دعم مالي خاص خلال مراحل نموها. لهذا الغرض تم استحداث مؤسسات تمويلية متخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تدعى مؤسسات رأس المال المخاطر.

وعلى ضوء ما تقدم، يمكن حصر إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:
 ما هو دور وفعالية رأس المال المخاطر كتقنية حديثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

؟

وهدف الدراسة: إلى التعريف بتقنية رأس المال المخاطر وإبراز أهميتها كبديل تمويلي فعال لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بالإضافة إلى إبراز عوامل نجاح وجذب تقنية رأس المال المخاطر.

وتنطلق الدراسة من فرضيات مفادها: أن رأس المال المخاطر يتبنى معايير مختلفة لاتخاذ القرار التمويلي، مما يسمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لم تتمكن من الحصول على قروض مصرفية طويلة الأجل من الحصول على تمويله وممارسة نشاطها. وستتطرق خلال دراستنا هاته بمعالجة النقاط التالية، والتي نراها ذات صلة مباشرة بالإشكالية المطروحة:

1- المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: وهي مؤسسات ذات رأس مال صغير نسبيا، تدار في الغالب من قبل مالكيها، وتمارس نشاط اقتصادي باستخدام عدد قليل من العمال.

ومن أهم المعايير التي يتم الرجوع إليها لتحديد طبيعة حجم المؤسسة ما يلي:

✓ عدد العمال في المؤسسة؛

✓ حجم رأس المال؛

✓ حجم الانتاج والمبيعات؛

✓ الهيكل الاداري وطبيعة ملكية المؤسسة.

ويختلف تصنيف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حسب هذه المعايير من دولة لأخرى، بل وداخل البلد الواحد. فالبنك الدولي يصنف المؤسسة الصغيرة إذا كان عدد عمالها لا يزيد عن 50 عاملا، وإجمالي أصولها وإجمالي مبيعاتها لا يتجاوز 3 مليون دولار، أما المؤسسة المتوسطة فهي تلك المؤسسة التي لا يتجاوز إجمالي أصولها وإجمالي مبيعاتها 15 مليون دولار وعدد عمالها لا يزيد عن 300 عاملا¹. أما منظمة جنوب شرق آسيا فتصنف المؤسسة الصغيرة إذا قل عدد العمال فيها عن 49 عاملا، وبأنها مؤسسة متوسطة الحجم إذا كان عدد العمال يزيد عن 50 عاملا ويقل عن 99 عاملا².

وفي الجزائر، تعرف المؤسسة الصغيرة والمتوسطة مهما كانت طبيعتها القانونية بأنها مؤسسة إنتاج السلع و/أو الخدمات، والتي تشغل من 1 إلى 250 شخصا، وأن لا يتجاوز رقم أعمالها السنوي

ملياري (02) دينار، أو لا يتجاوز مجموع حصيلتها السنوية خمسمائة (500) مليون دينار، وتستوفي معايير الإستقلالية³.

بالإضافة إلى التعريف السابق فقد تضمن القانون التوجيهي التعاريف المفصلة التالية:

✓ **المؤسسة الصغيرة:** هي مؤسسة تشغل من عامل (1) إلى تسعة (9) عمال، وتحقق رقم أعمال أقل من عشرين (20) مليون دينار، أو يكون مجموع حصيلتها السنوية ما بين مائة وخمسمائة (500) مليون دينار⁴.

✓ **المؤسسة الصغيرة:** تعرف بأنها مؤسسة تشغل ما بين 10 إلى 49 شخص، ولا يتجاوز رقم أعمالها السنوي مائتي (200) مليون دينار، أو لا يتجاوز مجموعة حصيلتها السنوية مائة (100) مليون دينار⁵.

✓ **المؤسسة المتوسطة:** تعرف بأنها مؤسسة تشغل ما بين 50 إلى 250 شخصا، ويكون رقم أعمالها ما بين مائتي (200) مليون وملياري (02) دينار، أو يكون مجموع حصيلتها السنوية ما بين مائة (100) وخمسمائة (500) مليون دينار⁶.

ويمكن تخيص هذا التعريف في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): المعايير الكمية لتعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر

الميزانية السنوية	رقم الأعمال	عدد العمال	
أقل من 10 مليون دج	أقل من 20 مليون دج	من 1 إلى 09	مؤسسة مصغرة
أقل من 100 مليون دج	أقل من 200 مليون دج	من 10 إلى 49	مؤسسة صغيرة
من 100 إلى 500 مليون دج	من 200 مليون إلى 2 مليار دج	من 50 إلى 250	مؤسسة متوسطة

المصدر : من اعداد الباحث بالاعتماد على القانون السابق.

وتتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببعض الخصائص، نذكر منها:

✓ **الجمع بين الإدارة والملكية:** إن صاحب المؤسسة الصغيرة والمتوسطة يكون دائما حاضرا ومشاركا في كل ميادين التسيير ويكون في اتصال مباشر مع كل عضو من أعضاء المؤسسة، حيث يظهر كعنصر أساسي الذي لا يمكن تجاوزه في كل القرارات المرتبطة بتنظيم أو تسيير المؤسسة⁷.

✓ **سهولة الإنشاء والتنفيذ:** حيث يمكن لأي شخص عادي، ورأس مال محدود جدا، أن يقيم عملا يدر عليه دخلا كافيا لإعالة أسرته، فهو يستطيع الحصول على الترخيص بسهولة، وبدون الحاجة إلى دراسات ووثائق، كما لا تحتاج أيضا إلى أنظمة معقدة لإدارة العمل، حيث يمكنه ببساطة خدمة منطقة صغيرة⁸.

✓ **الحرية المتاحة للمؤسسين والإدارة في التعامل مع المواقف المختلفة:** إن هذه الخاصية تجعل العديد من المستثمرين والأفراء والمجموعات تفضل إقامة صناعات صغيرة خاصة بهم بدلا من العمل كموظفين وأجراء لدى الغير، حيث أن هذه الحرية نجدها متجسدة بالعديد من المزايا مثل اختيار أسلوب الإدارة ومنهجها، كما تتيح إمكانية العمل وفق الطريقة الملائمة، وكذلك ميزة الاستفادة من العائد والأرباح المتحققة⁹.

✓ **تحقق الأمان الوظيفي:** إن الدولة لا تقوم بتعيين المتخرجون من الجامعة إلا نادرا، وبالتالي فإن المشكلة التي تواجه آلاف بل ملايين المتخرجين الآن هي إيجاد وظيفة، وعلى هذا فإن الفرد عندما يفكر وهو طالب في مشروع صناعي صغير، فهو بهذا يحل أهم مشكلة في حياته الآن وهي الحصول على فرصة وظيفية متميزة، وبالطبع إذا توافرت هذه الفكرة يكون قد حقق الأمان الوظيفي لنفسه ولغيره فيما بعد¹⁰.

✓ **النهج الشخصي في التعامل مع العمال:** هناك ميزة خاصة تتميز بها المؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة تجعلها تتفوق على المؤسسات الكبيرة، وهي العلاقات الشخصية القوية التي تربط صاحب المؤسسة بالعمال نظرا لقلة عدد العمال وأسلوب وطريقة اختيارهم والتي تقوم على اعتبارات شخصية إلى درجة كبيرة، كما أن صغر عدد العمال يؤدي إلى الإشراف المباشر عليهم من طرف صاحب المؤسسة، والذي يجعل التصرفات سريعة والقرارات فورية تتلاءم مع طبيعة المشكلة أو الموقف¹¹.

✓ **القدرة الكبيرة على الابتكار والتجديد:** تحتاج المنافسة الشرسة في اقتصاد السوق وخاصة مع الشركات متعددة الجنسيات وفروعها في الأسواق المحلية إلى ضرورة قيام المؤسسات الص والم بدور فعال في التجديد والابتكار وتمييز المنتجات والخدمات حتى تصبح ذات علامة تجارية وخصائص وطابع مميز، وهو المسار الذي سلكته هذه المؤسسات وذلك باعتمادها في الكثير

من الأحيان على الابتكار والإبداع في منتجاتها، ومساهمتها في التطور التكنولوجي والبحث العلمي خاصة في مجالات التكنولوجيا الجديدة من خلال تركيزها على التفوق في مجالات العمل، وتشجيع العمال على الاقتراح وإبداء الرأي والاستفادة من مقترحات العملاء وتجارب الآخرين¹²، ومن جهة أخرى ارتفاع قدرة أصحابها أيضا على الابتكارات الذاتية في مشروعاتهم ففي اليابان مثلا تعود نسبة 52% من الابتكارات إلى أصحاب هذه المؤسسات¹³.

وتتبع الأهمية الاقتصادية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال الأدوار الاقتصادية التي تقوم بها على المستويات التالية:

✓ توفير فرص عمل جديدة تسهم في خفض معدلات الفقر، وخفض نسبة البطالة؛
 ✓ رفع الكفاءة الانتاجية وتنويع الهيكل الاقتصادي وذلك عن طريق ايجاد صناعات جديدة وزيادة صافي الصادرات؛

✓ دعم الشركات الكبيرة وتحسين فعاليتها عن طريق التعاقد من الباطن وتصنيع بعض مكونات منتجات الشركات الكبيرة؛

✓ سد العجز في بعض السلع والخدمات وتوفيرها بأسعار رخيصة لتلبية حاجات المجتمع؛

✓ تدعيم دور المشاركة الوطنية في تنمية الاقتصاد الوطني؛

✓ إتاحة الفرصة لرواد الأعمال للإبداع والابتكار؛

وتواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعض المعوقات والصعوبات التي تحد من تأسيسها، ونموها، وعملها. ومن هذه المعوقات:

✓ الافتقار إلى دراسات الجدوى السليمة والموضوعية؛

✓ معوقات تشريعية وقانونية وتنظيمية، مثل تعقد اجراءات الحصول على التراخيص؛

✓ المشاكل الادارية والفنية والاستراتيجية الناتجة عن قلة الخبرات والكوادر البشرية المؤهلة؛

✓ صعوبة الحصول على التمويل الخارجي بسبب:

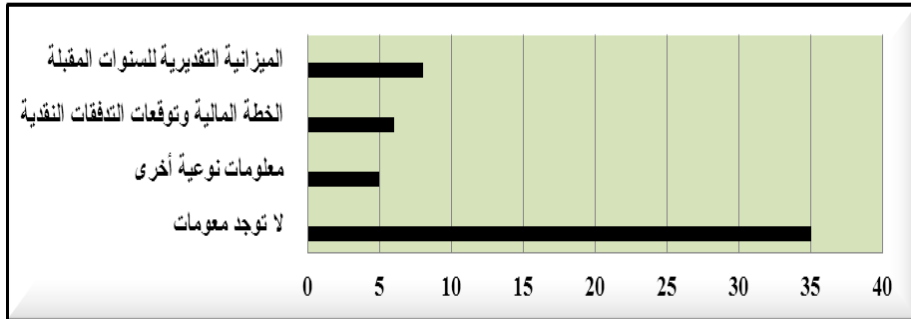
• متطلبات الاجراءات والضمانات الصعبة؛

• عدم ملائمة القروض التي تطلبها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع العمليات المصرفية، حيث تحتاج في الغالب لتمويل طويل ومتوسط الأجل بينما تفضل البنوك منح القروض القصيرة الأجل؛

• مشكلة عدم تماثل المعلومات (*Asymmetric information*): تظهر ضمن إطار الوكالة مشكلتين؛ بسبب اللاتماثل المعلوماتي (بين كل من الموكل والوكيل): أولاً، الخطر المعنوي (*Moral hazard*)، ويظهر بعد إتمام عملية التمويل بسبب أن المؤسسة التي تحصلت على التمويل قد تنصرف بطريقة تؤثر على العوائد المتوقعة، مثل إنفاق مبلغ التمويل في غير ما خصص له، أو التلاعب في الحسابات ونحوها من التصرفات المضرة بمصلحة الممول؛ ثانياً، الاختيار المعاكس أو السوء (*Adverse selection*)، ويكون قبل إتمام عملية تمويل المشروع الصغير حيث لا يمكن التمييز بين الفرص العالية القيمة والفرص المتدنية القيمة (*High- and low-value opportunities*).

وقيام المالك المسير بتقديم جميع المعلومات عن المشروع الاستثماري الابتكاري إلى مصادر تمويل خارجية محتملة يمكن أن ينطوي على كشف معلومات داخلية قد تعرض المؤسسة الصغيرة والمتوسطة لخطر التقليد وقد تقلل كثيراً من قدرتها على الحصول لنفسها على عائدات استثمارها. وقد أظهرت دراسة أجرتها المفوضية الأوروبية بخصوص المعلومات الموفرة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للبنوك في 19 دولة أوروبية النتائج التالية:

الشكل رقم (01): المعلومات الموفرة من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للبنوك في 19 دولة أوروبية (بالمائة)



Source : COMMISSION EUROPEENE, L'accès au financement pour les PME, observatoire des PME européen, n°3, Belgique, 2003, p :26.

نلاحظ من الشكل البياني أن هناك ضعف كبير من جانب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في توفير المعلومات الكافية للبنوك، حيث تمثل الميزانية التقديرية للسنوات المقبلة والخطة المالية المصدر

الأساسي للمعلومة، إذ يقدمهما 8% و 6% من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التوالي، كما نلاحظ أيضا أن 35% من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا توفر أية معلومات للبنوك. وعليه فقد تنشأ عن ذلك حالة ينظر فيها كل بنك أن تخطو بنوك أخرى الخطوة الأولى كي يستفيد مما تكشفه من معلومات عن قدرة المالك المسير على الاطلاع باستثمار مربح. وفي هذه الحالة، يمكن أن يشكل رأس المال المخاطر غير الرسمي (*informal venture capital*) من أسرة المالك المسير أو أصدقائه مصدرا تمويليا هاما في المراحل الأولى من دورة حياة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة التي تكون الحاجة فيها إلى الموارد المالية محدودة. ولكن عندما تزداد هذه الحاجة تزايداً قويا، لا يعود رأس المال المخاطر غير الرسمي كافيا، وقد تحاول المؤسسة الصغيرة والمتوسطة التوجه إلى رأس المال المخاطر الرسمي.

يطرح هنا تساؤل: هل بإمكان المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تحصل على موارد مالية من المخاطرين برأس المال في ظل عدم تماثل المعلومات بينهما؟ وللإجابة على ذلك يتطلب الأمر الإشارة إلى أهمية رأس المال المخاطر كأحد الوسائل الفاعلة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2- رأس المال المخاطر

2-1- نشأة وتعريف رأس المال المخاطر: سنشرع في هذا العنصر إلى دراسة نشأة وانتشار رأس المال المخاطر، ثم نقوم بتحديد مفهومه كوسيلة لتمويل المؤسسات الصغيرة الابتكارية.

✓ **نشأة 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 (1914-1918)، 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 أستاذا في المناجمنت الصناعية (*Mangement industriel*) عام 1926¹⁴.

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

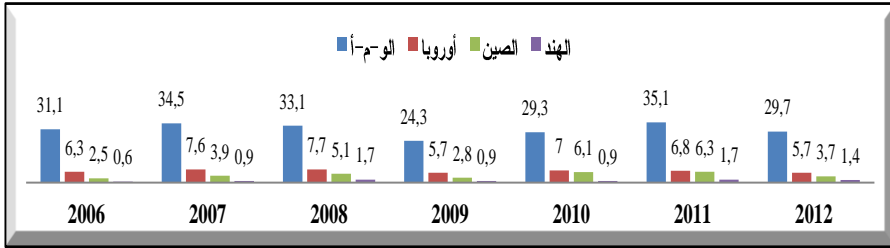
متخصصين في البحث والتطوير (*La recherche-développement R&D*)، لذلك قام البنتاغون أثناء الحرب العالمية الثانية، بمناادة *George Doriot* وضمه إلى الجيش الأمريكي بعد تجنيسه ومنحه رتبة جنرال وذلك عام 1940، حيث تولى هذا الأخير إدارة شعبة التخطيط المركزي (بما في ذلك أعمال البحث والتطوير) أين كان يعمل تحت سلطته جمع من علماء الصف الأول، وقد ساعد ذلك في تطوير وتصنيع بدلات ومعدات جديدة مقاومة لكل الظروف المناخية، وكذا تطوير مواد بلاستيكية جديدة... إلخ¹⁵.

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 على فرق ذات طبيعة مختلفة عن رجال الأعمال التقليديين (*Businessmen Classiques*)¹⁶.

في عام 1946، تم تأسيس أول شركة رأس المال المخاطر في ولاية بوسطن الأمريكية 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 سنة¹⁷. وإلى فترة الستينات إلى السبعينات كانت أغلب مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن مؤسسات مدرجة في سوق رأس المال، لكن في بداية الثمانينات، وبسبب التعديلات التنظيمية المتعلقة بقواعد الاستثمار المؤسسي، أصبحت مؤسسات رأس المال المخاطر تحت الشكل القانوني لشركة ذات مسؤولية محدودة (*Limited Partnership*) هي السائدة¹⁸.

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 بداية السبعينيات في خلق مناخ للصناعات الناجحة لرأس المال المخاطر، حيث تطور أولا بإنجلترا، ثم فرنسا* وهولندا، ثم بعد مدة في ألمانيا¹⁹، ولاحقا في باقي دول العالم. الشكل رقم (02): حجم استثمار رأس المال المخاطر** في بعض دول العالم (الوحدة: مليار دولار)



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

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.

✓ **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:

• 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 الانشاء إلى التحويل مروراً بمرحلة الانطلاق والنمو²⁰.

• 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 انشاؤها، إلى تمويل انطلاقتها، ثم تمويل تطويرها، وصولاً إلى تمويل تحويل ملكيتها²¹.

• ويعرف أيضا على أنه أسلوب أو تقنية تمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل الكلاسيكي بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله، ولهذا نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الص والم الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال. ومن أجل التخفيف من حدة المخاطر فإن المخاطر برأس المال لا يكفي بتقديم النقد فحسب بل يساهم في إدارة المؤسسة بما يحقق تطورها ونجاحها، ولا يقتصر دور شركات رأس المال المخاطر على تمويل مرحلة الانشاء فحسب بل يمتد أيضا إلى مرحلة التجديد، وكذا تمويل التوسع والنمو²².

• 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 الخوصصة. يمارس نشاط الرأسمال المخاطر من قبل الشركة، لحسابها الخاص أو لحساب الغير، وحسب مرحلة نمو المؤسسة موضوع التمويل. تتمثل كفاءات تدخل شركة رأس المال المخاطر في رأس مال الجدى، رأس مال التأسيس، رأس مال النمو، رأس مال التحويل، استرجاع مساهمات، و/أو حصص بحوزها صاحب رأس مال مخاطر (مخاطر برأس المال) أخرى، 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"²³.

مما سبق نصل إلى تعريف رأس المال المخاطر على أنه: "تمويل للاستثمار في مؤسسات صغيرة ابتكارية بواسطة الأسهم أو أدوات تتصل بها، حيث يكون المخاطر برأس المال وسيطا ماليا يأتي بالأموال من مجموعة مستثمرين (مثل البنوك، وصناديق المعاشات التقاعدية، وشركات التأمين...)"

ومن بين أبرز المعايير التي يستخدمها المخاطرين برأس المال لاختيار المشروعات الصغيرة والمتوسطة:

- ✓ أن تكون الفكرة ذات قيمة مضافة قابلة للتنفيذ، والنمو، وتلبي حاجات المجتمع؛
- ✓ معدل العوائد المتوقعة للاستثمار في المشروع المقترح عالي ويتناسب مع درجة المخاطرة؛

✓ أن يكون المبادر صاحب الفكرة وفريق عمل المشروع على قدر كبير من المهارات والخبرات.
2-2- 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:

✓ **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 امكانيات نمو وتطور قوية، وتسمح رؤوس الأموال المقدمة من قبل المستثمرين - عادة مستثمرين مؤسسيين- بتكوين المؤسسة وتمويل تطوير أول منتج لها، أو تمويل تصنيعه وتسويقه²⁴.

✓ **يشكل رأس المال المخاطر حصة في حقوق المساهمين:** إن تدخل رأس المال المخاطر في تمويل ومساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة 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 الممولة²⁵. 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 الصغيرة والمتوسطة، إذ غالبا ما يحرص أصحاب هذه المؤسسات أن تكون هذه النسب ضئيلة بحيث لا تسمح للمخاطرين برأس المال بالسيطرة على المشروع.

✓ **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 الصغيرة والمتوسطة 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 مالية²⁶.

✓ **المستثمر عبارة عن شريك نشط:** يلعب المستثمر في مجال رأس المال المخاطر دورا نشطا داخل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يتم تمويلها، إذ يقوم بتقديم النصح والارشاد لإدارة المؤسسة ومتابعة كل العمليات الاستراتيجية التي تقوم بها²⁷. ودائما ما يكون للمستثمر مقدم رأس المال (المخاطر رأس 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 المستثمرين مقدمي رأس المال المخاطر.

✓ **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 وعائده²⁸، وبما أن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تفتقر 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 لرفضها بمساهمات رأسمالية.

✓ **يتدخل خلال أي مرحلة من مراحل دورة حياة المؤسسة:** يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مختلف مراحل حياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الابتكارية، انطلاقا من تمويل المراحل التي تسبق الانشاء، إلى تمويل الانطلاق، ثم التطوير، وصولا إلى تمويل تحويل الملكية، وفي بعض الأحيان تقويمها (*Redressement*) وبقائها (*Suive*)²⁹.

✓ **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 الواقع³⁰.

2-3- الحاجة إلى رأس المال المخاطر: تبرز أهمية رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لتقنيات التمويل التقليدية في التالي:

✓ يقدم المخاطرين برأس المال إضافة إلى الموارد المالية، مشورتهم الفنية إلى المؤسسات الصغيرة الابتكارية مقابل جزء من القيمة التي تنشئها هذه المؤسسات. فمعارفهم وتجاربهم التقنية تمكنهم أيضا من تقديم مشورة غير مالية أو أداء مهام إدارية تؤدي إلى تقييم أفضل لما إذا كان المشروع الاستثماري ممكنا من الناحيتين الصناعية والتجارية. وقد تثبت هذه المهام غير المالية فعلا أنها أهم من المساهمة المالية وحدها لأنها تساعد على إدارة مخاطر وقوع خسارة في استثمار معين وعلى تحقيق الحد الأقصى لمرود هذا الاستثمار؛

✓ يعتبر المخاطرين برأس المال أخصائيين في جمع المعلومات عن حالة الوضع المالي والمشاريع الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة الابتكارية. وبالنظر أيضا 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؛

✓ تعتمد عوائد رأس المال المخاطر على مدى نجاح ونمو المشروع، والذي يوفر حافزا جيدا لرأس المال المخاطر ليعم مع الإشارة إلى عوامل نجاح وجذب ل على إنجاح المشروع؛

✓ يسهم رأس المال المخاطر في تحقيق النمو الاقتصادي عن طريق إيجاد أسواق جديدة تسهم في تنويع الهيكل الاقتصادي، وزيادة قدرته التنافسية؛

✓ يساعد رأس المال المخاطر في خفض البطالة وذلك بتوليد فرص عمل في مجالات جديدة.

2-4- تدخل رأس المال المخاطر خلال مراحل حياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: تمثل المراحل المختلفة للاستثمار فيما يلي:³¹

✓ مرحلة التكوين: حيث لا يوجد منتج فعلي و/أو أن المؤسسة لم يكتمل تأسيسها بعد. ويتدخل رأس المال المخاطر في هذه المرحلة لتمويل البحوث ودراسات الجدوى؛

✓ مرحلة البداية: لتقديم المساعدة للمؤسسة لتستكمل إنتاجها وتبدأ في مرحلة التسويق الأولية؛

✓ مرحلة التوسع: لتمويل مشاريع قائمة في السوق وذات إنتاجية لكنها ترغب في التوسع والنمو؛

✓ **مرحلة الميزانين (Mezzanine):** وهي الاستثمار في مؤسسة رابحة بالفعل وتحتاج إلى تمويل لتوسعات ضخمة وللمساعدة المؤسسة على النمو لتجتذب تمويل عام من خلال طرح الأسهم؛

✓ **مرحلة إعادة الهيكلة:** للمشاريع التي تعاني من مشاكل في التشغيل حيث يتدخل رأس المال المخاطر ليقدم حلولاً لجميع المشاكل ويخرج بعد أن تحقق المؤسسة الأرباح.

2-5- **أليات خروج رأس المال المخاطر من المؤسسات التي قام بتمويلها:** يتميز رأس المال المخاطر عن بقية مصادر التمويل الأخرى بكونه موقوت في مدة بقاءه في المشروع الذي استخدم في تمويله، إذ يتحين الوقت الملائم لتمويل المشاريع في مراحلها التي تنطوي على مخاطر كبيرة ولا تدر أية عوائد وتكون الأصول فيها ضعيفة السيولة، فإذا ما بدأ المشروع في الوقوف على قدميه وإعطاء عوائد مرتفعة، يبدأ رأس المال المخاطر في الخروج منه مسترداً بذلك أصل المال بالإضافة إلى عائد يتناسب مع حجم المخاطرة. وهناك العديد من أليات خروج رأس المال المخاطر من المشروع نذكر منها:

✓ **العرض العام على الجمهور (Initial Public Offering):** تتمثل هذه الطريقة في قيام المشروع بإصدار أوراق مالية يتم طرحها للاكتتاب العام وقيدها ببورصة الأوراق المالية للمرة الأولى. وفي هذه الحالة يحصل المستثمر في مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال وعائده في صورة أوراق مالية مقيدة بالبورصة.

✓ **الشراء بتخفيض رأس المال (Le rachat avec réduction du capital):** في غياب الخسائر، يمكن للمؤسسات أن تسدد قيمة حصة المخاطر برأس المال نقداً (**Paiement en numéraire**) مع إلغاء أسهمه أو منحها للموظفين (تكون عادة في شكل خيارات شراء أسهم)³².

✓ **الخروج المالي (La sortie Financière):** يتمثل في قيام مؤسسة رأس مال أخرى أو مؤسسة مالية أخرى بشراء حصة المساهمين ومواصلة المشوار بدلاً منهم في أطرار أخرى من النمو³³.

✓ **الخروج الصناعي (*La sortie industrielle*):** يتمثل في قيام المخاطر برأس المال ببيع مساهمته لمؤسسة كبيرة أو لشركة قابضة (*Holding*) لديها حصة الأقلية أو الأغلبية في المجمع الصناعي (*Groupe industriel*)³⁴.

2-6- عوامل نجاح وجذب رأس المال المخاطر: إن توفر المناخ والبيئة الملائمة لرأس المال المخاطر هو السبيل لجذب الاستثمارات المخاطرة وإيجاد صناعة رأس المال المخاطر. ويتم توفير ذلك المناخ عن طريق:

✓ **الدعم الحكومي:** يشكل الدعم الحكومي لتشجيع الاستثمار في مؤسسات رأس المال المخاطر عاملاً حاسماً 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 والكنديّة)، وقد يتخذ هذا الدعم صورة تهيئة المناخ الاقتصادي والمالي والتشريعي الملائم لعمل رأس المال المخاطر؛

✓ **توفير آليات سهلة ومتعددة لخروج رأس المال المخاطر:** يمكن القول أن هناك علاقة طردية بين حجم استثمار رأس المال المخاطر وبين آليات الخروج؛ فكلما كانت آليات الخروج سهلة ومتعددة زاد استثمار رأس المال المخاطر؛ والسبب أنه يصبح من السهل على المخاطرين برأس المال تسهيل استثماراتهم ومن ثم زيادة حجم رأس المال المخاطر مما ينتج عنه تمويل مؤسسات صغيرة ومتوسطة جديدة ذات مخاطر عالية.

✓ **توعية أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:** ضرورة نشر الوعي بين الملاك المسيرين للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذين لا يرضون أن يأبى المخاطرين برأس المال ليسيطروا على مشاريعهم، متجاهلين ما يمكن أن يحمله رأس المال المخاطر من مساعدة للمشروع وتحقيقه لأرباح رأسمالية هائلة ما كانوا يستطيعون وحدهم إدراكها في غياب رأس المال المخاطر، فضلاً عن أن هذه السيطرة إنما تتم لفترة زمنية معينة لحين إتمام عملية التخارج من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

✓ **ثقافة مخاطرة وتطلع لعوائد المدى البعيد:** الشهية للمغامرة لها أهمية أساسية أيضاً، ولذا فمن غير المحتمل أن تنشأ وتتوسع المشاريع في مجتمعات حيث الأعراف والتقاليد الثقافية لا

- تشجع على المخاطرة. كما يجب توافر مدخرات معتبرة يتخلى أصحابها عن سعيهم لتحقيق الأهداف الاستثمارية للمدى القصير (السيولة والأمان)، وبدلا من ذلك يرغبون في تحقيق أرباح رأسمالية مرتفعة في المستقبل البعيد نسبيا؛
- ✓ توفير عرض كاف من الأفكار والمبادرين؛
 - ✓ حماية حقوق الملكية الفكرية؛
 - ✓ توفر الكوادر البشرية المؤهلة والمدربة على استثمارات رأس المال المخاطر.

الخلاصة:

يتولى رأس المال المخاطر توفير الغطاء التمويلي للمؤسسات 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 إلى الموارد المالية اللازمة، الاستشارات الفنية، والادارية، والتسويقية، والاستراتيجية؛ وهذا يزيد من فرصة نجاحها.

ويعتبر المخاطرين برأس المال أخصائيين في جمع المعلومات عن حالة الوضع المالي والمشاريع الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتسم بطاقة نمو عالية. وبالنظر أيضا 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 أو رؤوس الأموال السهمية.

يعتبر رأس المال المخاطر بديل تمويلي مهم جدا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة مع تزايد الاحتياجات التمويلية لهذا النوع من المؤسسات، من جهة، وشح الأوساط المالية التقليدية في التصدي لتلك الاحتياجات، من جهة أخرى. غير أن الحل باللجوء إلى رأس المال المخاطر لتمويل الاستثمار هو حل له حدوده، لا سيما في البلدان النامية لأن ذلك يتطلب وجود سوق نشط للأوراق المالية يوفر استراتيجية خروج للمخاطرين برأس المال تتجسد عادة بإصدار عام أول يطرح به المشروع أسهمه للاكتتاب العام. وهذا يتيح لهم أيضا مجال للانتقال إلى تمويل مشاريع أخرى.

الهوامش:

- 1- مؤسسة التمويل الدولية (IFC)، دليل المعرفة المصرفية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، واشنطن، الو-م-أ، 2009، ص 11.
- 2- طيب لحليح، دور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تنمية أقطار المغرب العربي، مداخلة مقدمة الى الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، 18/17 أبريل 2006، ص 162.
- 3- المادة 04 من القانون رقم 18/01 مؤرخ في 2001/12/12، يتضمن القانون التوجيهي لترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية، العدد 77 الصادرة بتاريخ 2001/12/15، ص 05.
- 4.06 - المادة 07 من نفس القانون (18/01)، الجريدة الرسمية، العدد 77 الصادرة بتاريخ 2011/12/15، ص 4.06
- 5.06 - المادة 06 من نفس القانون (18/01)، الجريدة الرسمية، العدد 77 الصادرة بتاريخ 2011/12/15، ص 5.06
- 6.06 - المادة 05 من نفس القانون (18/01)، الجريدة الرسمية، العدد 77 الصادرة بتاريخ 2011/12/15، ص 6.06
- 7- Maurice BAUDOUX et al, L'accompagnement managérial et industriel de la Pme, éditions l'harmattan, paris, France, 2000, p: 24.
- 8- سعاد نائف برونوطي، إدارة الأعمال الصغيرة- أبعاد للريادة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2005، ص 79.
- 9- طاهر محسن منصور الغالي، إدارة واستراتيجية منظمات الأعمال المتوسطة والصغيرة، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 28.
- 10- عبد الحميد مصطفى ابوناعم، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2002، ص 19.
- 11- توفيق عبد الرحمن يوسف، إدارة الأعمال التجارية الصغيرة، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 27.
- 12- عبد الله بلوناس، الم الص والم والقدرة على المنافسة في ظل اقتصاد السوق بالإسقاط على الحالة الجزائرية، مداخلة مقدمة الى الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل الم الص والم في الاقتصاديات العربية، جامعة الشلف، 18/17 أبريل، 2006، ص 127.
- 13- محمد هيكمل، مهارات إدارة المشروعات الصغيرة، مجموعة النيل العربية، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2003، ص 21.

14- Kamel Eddine BOUATOUATA, **Le Capital Investissement- Capital-risque (USA- Europe- Tunisie- Maroc- Algérie) Enjeux & Perspectives**, Edition Grand-Alger Livres (G.A.L), Algérie, 2005, p : 70.

15- **Idem**, pp: 69-71.

16- **Ibidem**, p: 71.

17- Jérôme GLACHANT, Jean-Hervé LORENZI, et Philippe TRAINAR, **Private equity et capitalisme français**, La Documentation française, Paris, 2008, p: 29.

18- **Idem**, p: 29.

* - يشير 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. أنظر:

- Rapport annuelle de l'AFIC, **Activité des acteurs français du capital-investissement en 2012**, France, 10 avril 2013, p:16.

19- Jean LACHMANN, **Capital-risque et Capital-investissement**, Edition Economica, Paris, France, 1999, p: 20.

** - ينص فقط مرحلي الانشاء والنمو الأولى من دورة حياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

20- Pierre BATTINI, **Financier son entreprise de la création à la transmission par le capital investissement**, Edition Maxima, paris, France, 2006, p :13.

21- 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.

22- السعيد بريش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر- دراسة حالة شركة SOFINANCE، مجلة الباحث، العدد رقم 05، 2007، ص 07 (بتصرف).

23- المادة 02، 03، 04، 05 من المرسوم التنفيذي رقم 11/06 المؤرخ في 24/06/2006، يتعلق بشركة الرأسمال الاستثماري، الجريدة الرسمية، العدد 42 الصادرة في 25/06/2006، ص 04.

24- Mondher CHERIF, **Le capital-risque**, Edition revue banque, 2eme Edition, paris, France, 2008, p :49.

25- Jean LACHMANN, **op. cit**, p: 15.

26- 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.

27- Mondher CHERIF, **op. cit**, p: 49.

28- Pierre BATTINI, **op. cit**, p: 31.

29- Association Française Des investisseurs Pour La croissance (AFIC), **Le livre blanc du capital-investissement**, France, Avril 2012, p: 08.

30- Philippe De FONTAINE VIVE, **L'Europe et le capital-risque**, Revue d'économie Financière, Vol 93, N0 93, Paris, France, 2008, p : 45.

- وزارة المالية المصرية، تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مصر، جويلية 2004، ص ص 17-18. 31

32- Jean LACHMANN, op. cit., p: 84.

33- **Idem**, p: 84.

34- **Ibidem**, p: 85.