

## رأسمال المخاطر كتقنية للرفع من القدرات التمويلية للمشاريع المقاولاتية المبتكرة عن طريق أسواق البورصة

[maiza\\_amir@yahoo.fr](mailto:maiza_amir@yahoo.fr)

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،  
جامعة سطيف 1

د. معيزة مسعود أمير

[ahmedbenmouiza@yahoo.fr](mailto:ahmedbenmouiza@yahoo.fr)

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،  
جامعة الأغواط

د. بن مويزة أحمد

### The venture capital as a technique to raise the financing capacity of the innovative projects through stock markets

*Received: July 2017*

*Accepted: August 2017*

*Published: September 2017*

الملخص : من خلال هذه الورقة البحثية نهدف إلى دراسة مدى توفر أحد أهم العوامل الضرورية لإنشاء وتنمية المشاريع المقاولاتية المبتكرة والمتمثل في التمويل من المصادر الخارجية، وهذا بدراسة مدى إمكانية الاعتماد على رأسمال المخاطر كتقنية للرفع من قدراتها التمويلية من أسواق البورصة. وقد تم التوصل من خلال هذه الدراسة إلى أن تمويل المشاريع المقاولاتية المبتكرة يتطلب في مرحلة أولى مؤسسات مالية متخصصة (كمؤسسات رأسمال المخاطر)، تكون لها الخبرة والكفاءة في تقدير مستوى المخاطر في هذا النوع من المشاريع، قبل أن تتمكن من الحصول على التمويل من المصادر الخارجية التقليدية في مراحل متقدمة من نمو المشاريع وبالأخص عن طريق أسواق البورصة، حيث أن خاصية التمويل عن طريق رأسمال المخاطر تقوم على أساس امتلاك الاستثمارات لفترة محددة ثم بعد ذلك يتم بيعها على مستوى سوق البورصة من خلال عملية التنازل عن الاستثمارات لتحقيق ارباح رأسمالية.

الكلمات المفتاحية: رأسمال المخاطر، المشاريع المقاولاتية المبتكرة، أسواق البورصة، آلية التنازل عن الاستثمارات  
رموز jel: G32, G24

**English abstract:** Through this paper we aim to study the availability of one of the most important factors for creating and developing the innovative projects. It is the external financing, by studying the role of the venture capital in increasing the financing capacity of innovative projects through stock markets. In the current study we concluded that, financing the innovative projects require at the first stage a very specific financial institutions such as (the venture capital institutions), that have the experience and competence to manage risks of this kind of projects, before they could finance their investments needs in later stages by using the traditional external financing sources, in particular the stock markets. The venture capital investors financing process based in holding investments only for a limited period, after that the venture capital investors will use the divestment process to sale these investments through the stock markets to get a capital gains.

**Key words:** venture capital, innovative projects, stock markets, divestment process

Jel: G32, G24

## الهدمة:

يبدو أن الهيكل المالي للمشاريع المقاولاتية هو عبارة عن انعكاس لتأثير مجموعة من العوامل المرتبطة بطبيعة النظام المالي بالإضافة إلى تفضيلات المسيرين لمصادر التمويل المتاحة للحصول على الأموال بالكمية وفي الوقت المناسب، والتي تقوم على أساس ترتيب مصادر التمويل حسب الأفضلية، حيث يحاول المدير المالي استخدام الموارد المالية الداخلية والأموال المتحصل عليها من طرف الأصدقاء والأقارب قبل اللجوء إلى الاقتراض بمختلف صيغته، إما في إطاره الغير الرسمي أو الإطار الرسمي، كالقروض المصرفية، الإئتمان التجاري والتمويل الإيجاري، السحب على المكشوف وعقود تحويل الفاتورة. بالإضافة إلى الإعتماد على مساهمات بعض المؤسسات المالية المتخصصة كمؤسسات رأسمال المخاطر والمؤسسات الحكومية التي تحاول توفير الموارد المالية للمقاولات بالإعتماد على مختلف التقنيات والآليات المعدة لهذا الغرض.

ولكن ما يجب التنبيه إليه في هذا الإطار هو أن هذا الترتيب لأفضلية مصادر التمويل يبقى صحيح على فرض توفر مختلف مصادر التمويل الخارجية على تنوعها أمام مسيري المؤسسات مهم مختلف حجمها او طبيعة نشاطها . إلا أن بعض الدراسات تشير إلى وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة ومدى قدرتها على الحصول على

التمويل من المصادر الخارجية والذي قد يعود لعدة أسباب من أهمها الارتفاع في معدلات الفشل خاصة بالنسبة للمشاريع المقاولاتية المبتكرة في ظل عدم التأكد من تدفقاتها النقدية المستقبلية، فمن خلال الدراسات التي قام بها كل من: (Mensfield 1962, Hall 1987, Dunne, Roberts, Samuelson 1989, Audretche 1991) ، والتي

أثبتت أن احتمال استمرارية المؤسسة حديثة النشأة ضعيف، كما أن هناك ارتباط موجب ما بين احتمال استمرارية المؤسسة وبين حجمها وأقدميتها<sup>1</sup>. هذا ما يؤكد أن المقاولات الصغيرة معرضة لخطر الإفلاس والفشل بنسبة أكبر من المؤسسات كبيرة الحجم، نظرا لما تواجهه من مشاكل وعراقيل تحد من إمكانية إنشائها ونموها. مما يجعل تمويل هذا النوع من المؤسسات يتطلب من أصحاب رؤوس الأموال تحمل نسبة كبيرة من المخاطرة.

ولهذا في سعيها لتمويل الاستثمارات الثابتة بالإعتماد على الأموال الخاصة من مصادر خارجية قد يلجأ حاملي المشاريع المقاولاتية المبتكرة لمساهمات الأصدقاء والأقارب أو بعض المستثمرين الخارجيين، ولما كانت الأموال الخاصة تعبر عن الأموال الدائمة في الهيكل المالي للمؤسسة فأهم وسيلة للحصول على مساهمات جديدة هي لجوء المؤسسة إلى أسواق البورصة من خلال فتح رأسمالها على شكل أوراق مالية قابلة للتداول.

ولكن يبدو أنه بالنسبة للمشاريع المقاولاتية زيادة رأسمالها عن طريق أسواق البورصة تعتبر غير متاحة لمعظمها رغم أن بعض هذه المؤسسات تمتاز بمعدلات نمو مرتفعة كالمقاولات المبتكرة ، والتي تنشط في مجالات تمتاز بتكنولوجيا متقدمة. بالإضافة إلى أن أغلبية المشاريع المقاولاتية المبتكرة التي تمكنت من الحصول على التمويل عن طريق أسواق البورصة قد استخدمتها كوسيلة خروج (sortie) أو تنازل عن الإستثمارات (désinvestissement) من طرف المستثمرين في رأسمال المخاطر. وقد أظهرت دراسات أخرى أن المستثمرين في رأسمال المخاطر (les

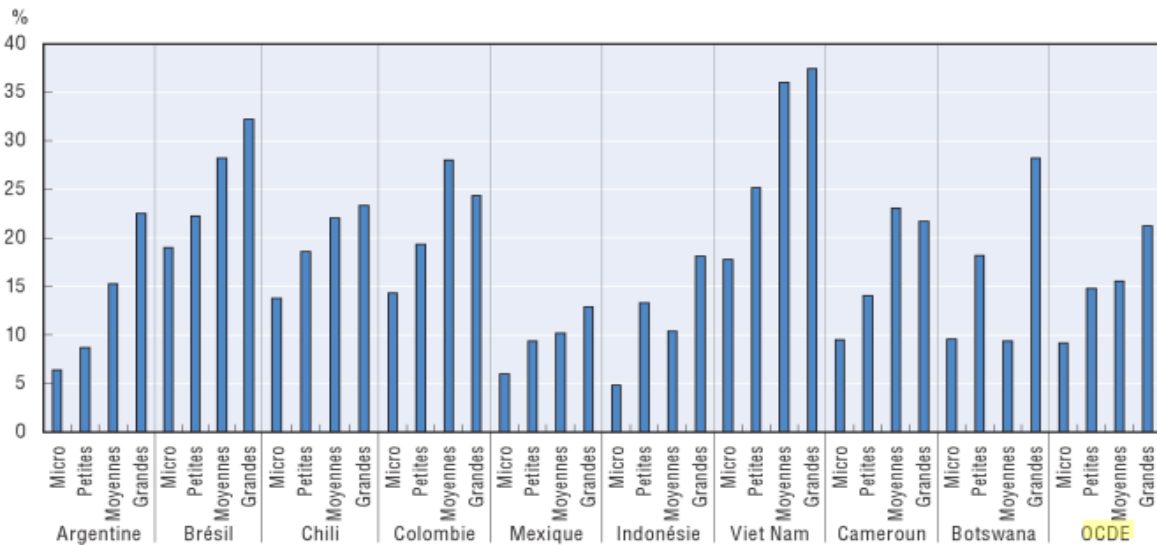
investisseurs en capital risque يساهمون بدرجة كبيرة في زيادة قدرة المقاولات على الإستمرار والدخول إلى أسواق البورصة مما يعني من الأفضل على حاملي المشاريع المقاولاتية البحث على شركاء في رأسمال المخاطر إما بدافع الإستمرارية أو الدخول إلى البورصة.

ومما سبق يمكننا طرح الإشكالية التالية: بالنظر إلى ارتفاع معدلات النمو والمخاطرة في المشاريع المقاولاتية المبتكرة مقارنة بالمؤسسات الأخرى فإلى أي مدى يمكن اعتبار رأسمال المخاطر كتقنية تسمح بالرفع من القدرات التمويلية للمشاريع المقاولاتية المبتكرة عن طريق أسواق البورصة؟.

وللإجابة على هذه الإشكالية قمنا بتجزئة هذه الورقة البحثية إلى محورين أساسيين حيث سيتم من خلال المحور الأول التطرق إلى مصادر تمويل المشاريع المقاولاتية المبتكرة وهذا من خلال الاعتماد على عاملين أساسيين هما حسب مراحل نمو المشروع وحسب قدراتها التنموية والابتكارية حتى تتمكن في نهاية هذا العنصر من تحديد طبيعة إشكالية تمويل المشاريع المقاولاتية المبتكرة ومدى أهمية التمويل عن طريق رأسمال المخاطر في مثل هذا النوع من المشاريع.

أما بالنسبة للمحور الثاني فقد تم تخصيصه لدراسة احد أهم مصادر التمويل الخارجية للمشاريع المقاولاتية المبتكرة والمتمثل في رأسمال المخاطر من خلال التعريف به وبخصائصه والآلية التي يسمح من خلالها من فتح مجال التمويل من أسواق البورصة للمشاريع المقاولاتية المبتكرة.  
المحور الأول: مصادر تمويل المشاريع المقاولاتية المبتكرة  
تشير الإحصائيات إلى أن هناك علاقة طردية بين حجم المؤسسة ومدى قدرتها على الحصول على التمويل من المصادر الخارجية والمتمثل في الأساس في القروض البنكية وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (01): نسبة القروض البنكية في تمويل رأس المال العامل حسب حجم المؤسسة



Source : OCDE/Organisation de coopération et de développement économiques, perspective du développement mondial 2013: les politiques industrielles dans un monde en mutation , Edition OCDE, Paris, France, 2014, p.209.

ومن خلال هذا الشكل يمكن أن نلاحظ انه في دول منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية نجد أن نسبة القروض البنكية في تمويل رأس المال العامل ترتفع بزيادة حجم المؤسسة .  
فمن ناحية الطلب، فإن الحصول على القروض البنكية يعد أكثر صعوبة بالنسبة للمقاولات الصغيرة مقارنة بالمؤسسات الكبيرة وهذا راجع للمعايير المعتمدة من البنوك في منح القروض، خاصة في ما يتعلق بجانب طلب الضمان.

كما أن محدودية قدرة المؤسسات الصغيرة على الحصول على القروض البنكية قد تعود لأسباب أخرى والتي نلخصها في التالي<sup>2</sup>:

\* عدم وجود مؤسسات مالية على المستوى المحلي،

\* نقص المعلومات المالية حول المؤسسة،

\* نقص الضمانات المقدمة من طرف المؤسسة،

\* البنوك لا تمنح القروض لبعض القطاعات وبعض المناطق بسبب ضعف مردوديتها أو لارتفاع مخاطرها،

\* البنوك تمنح قروض قصيرة الأجل ولا تمنح القروض طويلة الأجل للمقاولات،

\* البنوك تمنح قروض بمعدل فائدة مرتفع للمقاولات.

مما سيحد من قدرة حاملي المشاريع المقاولاتية من الحصول على القروض البنكية لتمويل احتياجاتها التشغيلية والاستثمارية، إلا في حالة تدخل الهيئات الحكومية من خلال محاولة تدليل هذه العراقيل وهذا بالعمل على وضع آليات وهيئات وتشريعات تحفز بها البنوك على تمويل هذا النوع من المؤسسات.

كما نلاحظ أن مشاكل التمويل التي تعاني منها المقاولات يمكن أن تكون ناتجة إما من العوائق الموضوعية من

طرف المؤسسات المالية، والتي عادة تتمثل في ارتفاع معدلات الفائدة على القروض، التشديد على توفير الضمانات وصعوبة الإجراءات الإدارية عموماً. أو هي ناجمة عن نقص الخبرة لدى حاملي المشاريع المقاولاتية والمؤسسات المالية، والتي ترجع في الأساس إلى عدم توفر البيانات والبحوث المتخصصة في دراسة مختلف مصادر التمويل المستخدمة في توفير السيولة اللازمة للمؤسسات صغيرة الحجم.

وبما أن معالجة المشكل التمويلي للمشاريع المقاولاتية يتطلب القيام بالعديد من البحوث والدراسات لمختلف جوانبه والعوامل المحددة له، إلا أننا نحاول من خلال هذا العنصر تسليط الضوء على أهم العراقيل التمويلية المرتبطة بالعوامل الاقتصادية، والتي يمكن تجنبها من خلال الاعتماد على التنوع في مختلف مصادر التمويل المناسبة، لتوفير السيولة اللازمة للاحتياجات الاستثمارية والتشغيلية للمقاولات المبتكرة على وجه الخصوص.

ويرجع العديد من الباحثين انخفاض حجم التمويل في المشاريع المقاولاتية المبتكرة إلى ارتفاع درجة المخاطر الاقتصادية في مثل هذه المشاريع، نظراً لارتفاع معدل الفشل بها في ظل عدم التأكد من تدفقاتها النقدية المستقبلية، مما سيجعل تمويل هذا النوع من المؤسسات يتطلب من أصحاب رؤوس الأموال تحمل نسبة كبيرة من المخاطرة<sup>3</sup>. وبالاعتماد على مبدأ الإحجام عن المخاطرة والذي يعتبر من المبادئ المالية التي تحكم التوجه السلوكي (الإستثماري) لأصحاب رؤوس الأموال، يؤكد على وجود علاقة عكسية بين المخاطرة ورغبة المستثمرين، فكلما ارتفعت المخاطرة في مشروع معين كلما أدى هذا إلى إحجام أصحاب رؤوس الأموال عن الاستثمار به والعكس صحيح.

إلا أنه وبالاعتماد على مبدأ العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، فيمكن للمشاريع التي تمتاز بارتفاع درجة المخاطرة بها أن تتوصل إلى جلب المستثمرين عن طريق تحقيقها لعوائد ومعدلات نمو جد مرتفعة.

ويبقى الإشكال هنا في: هل أن كل المشاريع المقاولاتية تمتاز بارتفاع المخاطرة الاقتصادية بها بنفس الدرجة؟ وهل كل المشاريع المقاولاتية تعاني من عدم توفرها على مصادر التمويل؟

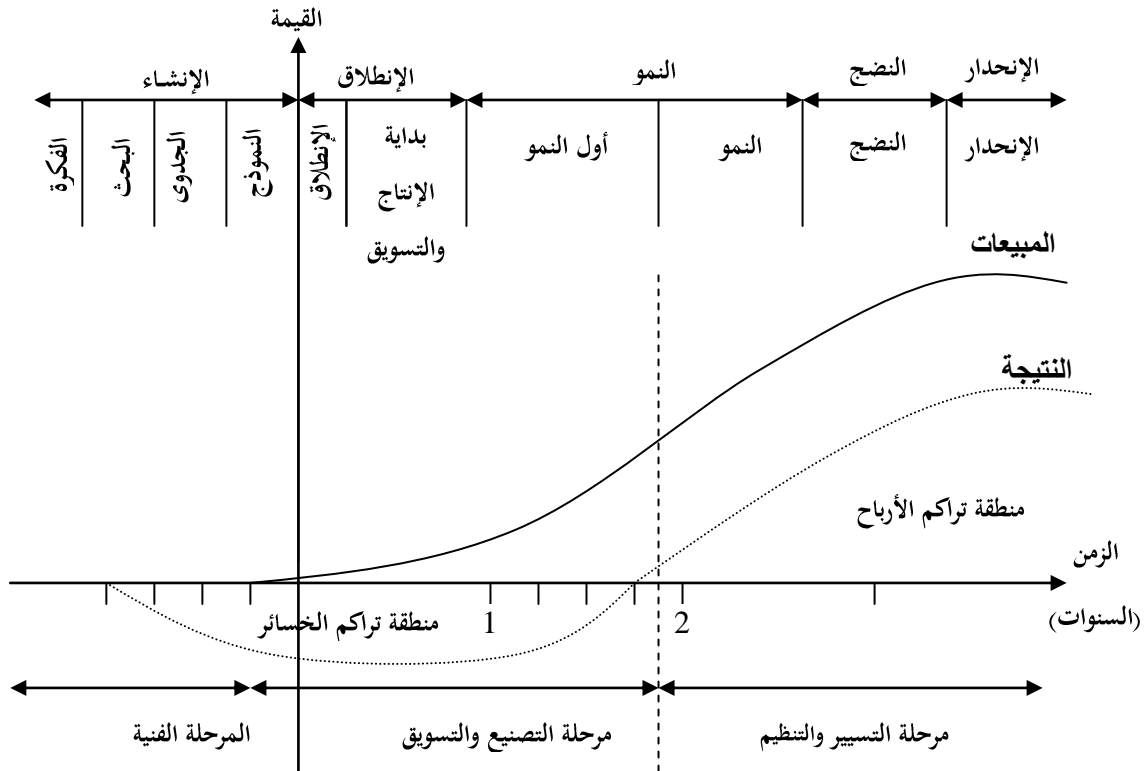
في معظم الأحيان ترتبط المخاطر الاقتصادية بالمردودية الاقتصادية للمؤسسة، والتي بدورها تحدد من خلال نتيجة الاستغلال التي تحققها المؤسسة<sup>4</sup>، فكلما حققت المؤسسة عوائد مرتفعة كلما كانت مردوديتها أكبر وبالتالي تكون مركز مالي محفز على جلب رؤوس الأموال بسبب انخفاض درجة المخاطرة فيها، وكلما كانت مردوديتها ضعيفة أي تحقيقها لخسائر، سيؤدي هذا إلى ارتفاع المخاطر الاقتصادية فيها، مما سيؤثر بشكل سلبي على قدرتها في جلب رؤوس الأموال، خاصة من المصادر الخارجية.

وبالاعتماد على معيار المردودية الاقتصادية للمؤسسة يمكن تحديد أهم المراحل والحالات التي تعاني فيها الهقاولات من نقص السيولة في النقاط الموالية.

1. مصادر تمويل المشاريع المقاولاتية حسب مراحل النمو: إن دراستنا لمراحل نمو المشاريع المقاولاتية تعتبر من بين الحلول التي يمكن الإعتماد عليها مبدئياً في تشخيص مشكلها التمويلي، وفي أية مرحلة من مراحل حياتها تعاني من هذا العائق.

ولهذا فإن مردودية المشاريع الاستثمارية قد تتغير من مرحلة إلى أخرى وبالتالي فمخاطر الاستثمار بها قد تختلف هي الأخرى حسب مراحل نموها حسب الشكل التالي:

الشكل رقم (02): تمويل مراحل النمو



source: Jean Lachmann, (1996), op. cit. p. 34.

ومن خلال هذا الشكل يمكننا تقسيم مراحل نمو المشروع المقاولاتي إلى خمسة مراحل، نحاول من خلالها تحديد مصادر التمويل المتاحة في كل مرحلة من مراحل نموه.

#### أ. مرحلة الإنشاء:

حيث أنه في هذه المرحلة يتم تحديد طبيعة نشاط المؤسسة وكيفية عملها وما هي الخدمات أو المنتجات التي ستقدمها، بالاعتماد على أربعة خطوات أساسية وهي وضع فكرة المشروع والبحث ودراسة الجدوى ثم وضع النموذج الأولي للمشروع. ونظرا لأن معظم المشاريع في هذه المرحلة هي عبارة عن استثمارات غير مادية أي تتعلق بالبحث والدراسة، فإن رقم الأعمال يكون منعدم وبالتالي فالتدفقات النقدية cash-flow تكون سالبة، مما يعني أن المشروع في هذه المرحلة يمتاز بارتفاع التكاليف وانخفاض العوائد وبالتالي ارتفاع نسبة المخاطرة. ونظرا لارتفاع درجة المخاطرة في هذه المرحلة من دورة حياة المقاولات والتي تمتاز فيها بارتفاع معدل الفشل، فإن عدد قليل من هذه المؤسسات يمكنها الاستمرارية وتخطي المرحلة بنجاح.

وبسبب هذه الوضعية يجد حاملي المشاريع المقاولاتية صعوبات في الحصول على السيولة اللازمة لتلبية الاحتياجات الاستثمارية، وهذا راجع لعدم توفرهم على مصادر تمويل طويلة الأجل قابلة لتحمل درجة المخاطرة المرتفعة بها مقابل عدم التأكد من تحقيق العوائد المستقبلية إن تمكن المشروع من تجاوز هذه المرحلة بنجاح. مما يضطر العديد من حاملي المشاريع المقاولاتية للاعتماد على مصادر تمويل شخصية والتي تتمثل في رأسماله الخاص أو بعض المساهمات من الأصدقاء والعائلة، والتي تمتاز على العموم بصغر حجمها وصعوبة توفيرها في الوقت الملائم<sup>5</sup>. ولهذا فإن المشكل التمويلي يبرز بشدة في هذه المرحلة من نمو المشروع المقاولاتي.

#### ب. مرحلة الانطلاق:

بعد إنشاء المشروع يتم الانطلاق أو بداية العملية الإنتاجية والتسويقية للمنتوج وهذا من خلال توفير كميات محدودة من السلع، بهدف محاولة التعريف بالخدمات والمنتجات التي توفرها المؤسسة معتمدة على مختلف الطرق الإشهارية المستخدمة. في هذه المرحلة حجم التكاليف يرتفع بالتدريج مقابل تدفقات نقدية سالبة إجمالا، مما يبقى على معدل مخاطرة مرتفعا في مثل هذه الإستثمارات، وهو الأمر الذي يجعل من صاحب المشروع يعتمد على أمواله الخاصة في تمويل الاحتياجات. ولكن على خلاف المرحلة الأولى فإن في هذه المرحلة ونتيجة لبدأ عملية التشغيل تظهر الحاجة لتوفير مصادر تمويل قصيرة الأجل بهدف تلبية احتياجات دورة الاستغلال، والتي لا يمكن تغطيتها باستخدام الأموال الخاصة لصاحب المشروع حيث أنها لا تكفي حتى لتغطية الأصول الثابتة.

وفي ظل ارتفاع احتمال فشل المشروع في مثل هذه المرحلة والذي يقدر بحوالي 30% إلى 50% يصبح من الصعب الحصول على التمويل من المصادر الخارجية التقليدية، مما يجعل من المشكل التمويلي العائق الأساسي لتطوير المقاولات في هذه المرحلة من دورة حياتها.

ج. مرحلة النمو :

في هذه المرحلة تصبح الوضعية المالية للمؤسسة في تحسن مستمر، حيث أن تدفقاتها النقدية تكون إيجابية بسبب تحقيقها لمستويات رقم أعمال مرتفعة نتيجة لزيادة حجم المبيعات. ولكن في هذه المرحلة يجب على المؤسسة مسايرة التطورات الحاصلة على مستوى السوق من خلال التغيير في طرق الإنتاج أو تطوير سياساتها التجارية والتسويقية، بهدف ضمان إستمراريتها ومكانتها بين مختلف المؤسسات المنافسة، مما يضطرها للاعتماد مرة أخرى على مصادر تمويل خارجية طويلة وقصيرة الأجل لتوفير السيولة اللازمة لتلبية احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية في هذه المرحلة.

ونظرا للاستقرار النسبي الذي تمتاز به المؤسسة وارتفاع مردوديتها من خلال زيادة المبيعات وتحقيق نتائج إيجابية، فإن درجة المخاطرة في هذه المرحلة تكون منخفضة مقارنة بالمراحل السابقة، مما يسمح للمؤسسة الحصول على التمويل الخارجي من المصادر التقليدية مثل القروض البنكية.

ولهذا فإن مشكل التمويل في هذه المرحلة يكون أقل حدة بالنسبة للمشاريع المقاولاتية، نظرا لتوفرها على مصادر تمويل مختلفة.

د. مرحلة النضج:

بعد أن تحقق المؤسسة مستويات نمو جيدة تتمكن من خلالها من ضمان حصتها على مستوى السوق، مما يمكنها من بلوغ الحد الأعلى للمردودية التي يمكن تحقيقها، وبالتالي الانخفاض التدريجي لمعدل نمو التدفقات النقدية، والذي سيسمح لبعض المشاكل التنظيمية الإدارية بالظهور.

ولكن في هذه المرحلة نظرا لاستقرار مستوى المبيعات تلجأ المؤسسة إلى الوضعية الدفاعية لحماية حصتها على مستوى السوق والتركيز أكثر على تلبية الحجم المطلوب من منتجاتها دون اللجوء إلى تطويرها، إلا في حالة ظهور أي مستجدات على مستوى السياسة الإنتاجية والتجارية فقد تلجأ المؤسسة إلى تطوير منتجاتها من خلال بداية دورة حياة جديدة ثانية. وبالتالي تكون في حاجة إلى نفس المتطلبات والاحتياجات التمويلية لمرحلة التطوير أو النمو.

ولكن بخلاف مرحلة النمو الأولى فإن هذه المرحلة لا تشكل أي عائق تمويلي بالنسبة لمالكي المقاولات، بالنظر إلى ارتفاع مردوديتها وكذلك امتلاكها لحلول محاسبية يمكن اللجوء إليها لتمويل احتياجاتها لهذه المرحلة، كالاتي اعتماد على الأرباح المحتجزة وأقساط الاهتلاك لتمويل استثماراتها الجديدة.

هـ. مرحلة الانحدار :

في هذه المرحلة تتعرض المقاولات إلى نفس المشاكل التمويلية التي عانت منها خلال مرحلتي الإنشاء والإنطلاق، نظرا لضعف مردوديتها بسبب تحقيقها لنتائج سلبية والتي ستزيد بدورها من مستوى المخاطرة الاقتصادية فيها. الأمر الذي لا يحفز أصحاب رؤوس الأموال على تمويلها للأسباب السابقة الذكر، مما يجعل المؤسسة غير قادرة على تمويل احتياجاتها من مصادر التمويل الخارجية.

وعلى العموم من خلال تطرقنا لمراحل نمو المشاريع المقاولاتية يمكن أن نستنتج أن العراقيل التمويلية التي تعاني منها مرتبطة بدورة حياتها، فكلما توجهنا إلى مرحلة متقدمة من مراحل نموها كلما انخفضت حدة هذه العراقيل بسبب توفرها على مصادر تمويل مختلفة، نتيجة لارتفاع مردوديتها وانخفاض مستوى المخاطرة الاقتصادية فيها خاصة في مرحلتي النمو والنضج.

وكلما كانت المؤسسة في المراحل الأولى من نشأتها كلما زادت حدة المشكل التمويلي، نظرا لنقص مصادر التمويل خاصة الخارجية منها بسبب ضعف مردوديتها وبالتالي ارتفاع مستوى المخاطرة الاقتصادية فيها بالأخص في مرحلتي الإنشاء والإنطلاق.

## 2. مصادر تمويل المشاريع المقاولاتية حسب قدرتها التنموية والإبتكارية

من خلال بعض الدراسات الاقتصادية والمتعلقة بالبحث في مصادر تمويل المشاريع المقاولاتية، تم تقسيم هذه الاخيرة إلى أربعة مجموعات.

فحسب تقرير للشبكة الأوروبية للبحوث حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ENSR لسنة 2000 تم تقسيم المؤسسات إلى أربعة أصناف حسب قدرتها التنموية والإبتكارية إلى <sup>7</sup> المؤسسات الفتية les jeunes entreprises ، المؤسسات صغيرة الحجم الناضجة les petites entreprises matures ، المؤسسات في توسع les entreprises en expansions ، المؤسسات المبتكرة les entreprises innovantes . والتي تم تصنيفها بالإعتماد على عدة مؤشرات مرتبطة بمدى نشاطها وكذلك معدل نمو رقم أعمالها، حجم اليد العاملة، وبالإعتماد على مؤشرات لقياس حجم التكاليف التي يتم إنفاقها في تكوين الإطارات والخبرات والبحث العلمي على مستوى المؤسسة.

أ. المؤسسات الفتية:

وهي المؤسسة التي يقل عمرها عن 5 سنوات من بداية نشاطها. ونظرا لصغر فترة تجربتها فإنها لا تمتلك الكفاءة اللازمة للحصول على التمويل الكافي، باعتبار أن مردوديتها لم تصل بعد إلى المستوى المطلوب والذي يسمح لها بتوفير السيولة من مصادر التمويل الخارجية المختلفة.



كما يمكننا مطابقة العراقيل التمويلية التي تعاني منها هذه المؤسسة مع تلك التي هي في مرحلة الإنشاء والانطلاق من مراحل نمو المشروع المقاولاتي والتي تم التطرق إليها في العنصر السابق.

ومنه فهذا النوع من المؤسسات يتطلب مصادر تمويل مختلفة وبأقل التكاليف، نظرا لضعف مردوديتها الاقتصادية وعدم تحكمها في مختلف تقنيات الإنتاج، مما يستلزم توفر المناخ الملائم لدعمها من خلال تمكينها من الحصول على السيولة اللازمة لتلبية احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية.

ب. مؤسسات في مرحلة توسع :

وهي المؤسسة التي تحقق معدلات نمو جد مرتفعة فيما يخص رقم الأعمال وعدد العمال مقارنة بالأصناف الأخرى. فبالنسبة لهذا النوع من المقاولات تكون في حاجة مستمرة إلى مصادر تمويل مختلفة نظرا لارتفاع احتياجاتها التمويلية سواء كانت استثمارية أو إنتاجية، والتي يحتمل أن تفوق قدرتها التمويلية الذاتية. ولكن باعتبار أن هذا النوع من المؤسسات يعتمد على رفع معدلات النمو من خلال التوسع والتنوع في الاستثمارات ذات المخاطرة الاقتصادية الأكبر، ونتيجة لعدم التأكد من تحقيق العوائد المستقبلية لهذه المشاريع، فإنها تكون بحاجة إلى تمويل من خلال مصادر خارجية قادرة على تحمل مستويات مخاطرة كبيرة.

وفي ظل حالة عدم التأكد من العوائد المستقبلية فإن التمويل من المصادر التقليدية يصبح غير ممكن، نظرا لصعوبة تحديد درجة عدم التأكد في مثل هذه المشروعات، مما يجعل المشكل التمويلي للمقاولات التي هي في توسع يبرز بشدة نتيجة لنقص مصادر التمويل القابلة لتحمل معدلات المخاطرة الكبيرة.

ج. المؤسسات الصغيرة الناضجة :

وهي المؤسسات التي تفوق فترة نشاطها 20 سنة. فعكس ما هو الحال بالنسبة للأصناف الأخرى من المقاولات فإن هذه المجموعة من المؤسسات لا تعتبر أن المشكل التمويلي هو العائق الأساسي لإستمراريتها، حيث يفسر هذا الاختلاف بنقص متطلباتها التمويلية خاصة تلك المتعلقة بالاحتياجات الإستثمارية، نظرا لاستقرارها وعدم حاجتها لاستثمارات توسعية جديدة.

كما أن هذه المؤسسات ونظرا لطول فترة نشاطها فإنها تمتلك القدرة الأكبر على الاستمرارية بسبب سيطرتها على تقنيات الإنتاج، مما يسمح لها بتحقيق عوائد مرتفعة وبأقل مخاطرة، وهو الأمر الذي يجعلها تحوز على اهتمام المؤسسات المالية، مما يتيح إمكانية الحصول على التمويل الملائم من مختلف المصادر بدون أي عراقيل.

د. المؤسسات المبتكرة :

حيث عرفتها الشبكة الأوربية للبحوث حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أنها المؤسسة التي توجه أكثر من 7.5% من مصاريف المستخدمين إلى التكوين والبحث. وعند التطرق إلى تمويل المشروعات ذات الابتكارات

الجديدة يطرح هنا مشكل رئيسي يتمثل في صعوبة تقدير العوائد الاقتصادية المستقبلية من هذه الاستثمارات وما مدى قدرتها على فرض مكانتها على مستوى السوق. ولهذا فتمويل الابتكارات يتطلب مؤسسات مالية ذات كفاءات عالية، أي قدرة على تحديد مستوى المخاطر الاقتصادية بأكثر دقة، للأسباب التالية:

\* عدم التأكد من العوائد المستقبلية، فالمؤسسة المالية التقليدية والمتمثلة عادة في البنوك لها خبرة في التقدير النظري للمخاطر بالاعتماد على مجموعة من العمليات الحسابية، ولكن يبقى الإشكال في عدم قدرتها على حساب أو تحديد مستوى عدم التأكد من تحقيق العوائد في مثل هذه المشاريع المبتكرة، والتي تتطلب الكثير من الخبرة والمهارة والمتابعة، مما يجعل المؤسسات المالية التقليدية تتجنب تمويلها.

\* الانخفاض المفاجئ للعوائد المتوقعة في مثل هذه المقاولات مقارنة بما سيتحمله صاحب رأس المال من مخاطرة، بسبب صعوبة الحفاظ على براءات الاختراع أو الابتكار الجديد، الأمر الذي سيؤدي إلى ظهور منتجات مقلدة من طرف المنافسين مما يجعل المؤسسة المبتكرة تخسر جزء معتبر من عوائدها المتوقعة لصالح منافسيها<sup>8</sup>.

ومن خلال ما سبق نلاحظ أن المشكل التمويلي للمشاريع المقاولاتية يأخذ بعدين أساسيين، حسب مراحل نمو المشروع وحسب قدرتها التنموية والابتكارية. حيث نجد أن أغلبية الحالات التي تكون عليها المشاريع المقاولاتية خاصة المبتكرة منها، تعاني من العراقيل التمويلية التي تحد من قدرتها في الحصول على السيولة من مختلف مصادر التمويل، والتي ترجع للأسباب التالية:

\* عدم توفرها على الضمانات الكافية للحصول على القروض؛

\* محدودية التمويل الذاتي بسبب ارتفاع احتياجاتها الإستثمارية؛

\* ارتفاع معدل الفشل؛

\* عدم التأكد من تحقيق العوائد المستقبلية؛

\* نقص المعلومات لدى المؤسسات المالية ما يزيد من صعوبة تقدير مستوى المخاطرة؛

\* صغر حجم القروض البنكية وارتفاع معدلات الفائدة؛

\* عدم توفرها على التمويل طويل الأجل لتمويل احتياجاتها الإستثمارية.

المحور الثاني: تمويل المشاريع المقاولاتية المبتكرة عن طريق رأسمال المخاطر

تحاول المؤسسات الاقتصادية زيادة حجم رأس المال من خلال الإعتماد على الأموال الخاصة والتي إما أن تكون من مصادر داخلية والمتمثلة في الأرباح المحتجزة أو من مصادر خارجية كالاعتماد على مساهمات الأصدقاء والأقارب أو بعض المستثمرين الخارجيين ولما كانت الأموال الخاصة تعبر عن الأموال الدائمة في الهيكل المالي للمؤسسة فأهم وسيلة للحصول على مساهمات جديدة هي لجوء المؤسسة إلى أسواق البورصة من خلال فتح رأسمالها على شكل أوراق مالية قابلة للتداول.

ولكن يبدو أنه بالنسبة للمشاريع المقاولاتية زيادة رأسمالها عن طريق أسواق البورصة تعتبر غير متاحة لمعظمها رغم أن بعض هذه المشاريع تمتاز بمعدلات نمو مرتفعة كالمشاريع المقاولاتية المبتكرة<sup>9</sup> والتي تنشط في مجالات تمتاز بتكنولوجيا متقدمة والتي تم إثباتها من خلال العديد من الدراسات الدولية.

فعلى سبيل المثال من خلال الدراسة التي أجريت بسويسرا على مستوى 300 مؤسسة تكنولوجية، فإن ما نسبته 4% فقط من المقاولات المبتكرة تمكنت من الدخول إلى البورصة. في حين أن 8% من مسيري هذه المقاولات يرغبون في الدخول إلى البورصة، بالإضافة إلى أن أغلبية المقاولات التي تمكنت من دخول أسواق البورصة قد استخدمتها كوسيلة خروج (sortie) أو تنازل عن الإستثمارات (désinvestissement) من طرف المستثمرين في رأسمال المخاطر<sup>10</sup>. وقد أظهرت دراسة أمريكية أخرى أن المستثمرين في رأسمال المخاطر (les investisseurs en capital risque) يساهمون بدرجة كبيرة في زيادة قدرة المؤسسات على الإستمرار والدخول إلى أسواق البورصة مما يعني من الأفضل على المؤسسة البحث على شركاء في رأسمال المخاطر إما بدافع الإستمرارية أو الدخول إلى البورصة<sup>11</sup>.

ومن خلال هذه المقدمة يبدو أننا أمام مصدر مالي خارجي للأموال الخاصة قد تمتاز به المقاولات المبتكرة عن بقية المؤسسات الأخرى، فعوض التطرق إلى أساليب التمويل المختلفة المتداولة في البورصة، والتي يبدو أنها غير متاحة مباشرة للمقاولات المبتكرة نحاول في هذا العنصر التعرف على مصدر مالي أكثر أهمية بالنسبة للمقاولات وهو رأسمال المخاطر.

## 1. التعريف برأسمال المخاطر:

حسب J. Lachiman فإن رأسمال المخاطر هو عبارة عن تقنية تمويل خاصة والتي لا تهتم فقط بتوفير الأموال، بل يكون لها الحضور في إدارة المؤسسة في مختلف مراحل تطورها\*.

« Une technique de financement spécifique qui ne se contente pas d'apporter de l'argent mais également une assistance au management de la société qui devait jouer à tous les stades de développement de l'entreprises »<sup>12</sup>.

ومنه فرأسمال المخاطر هو نوع من الوساطة المالية (intermédiation financière) التي تقوم بتوجيه أموال المستثمرين من خلال الادخار العام أو الاعتماد على مختلف البنوك، شركات تأمين، مؤسسات صناعية، وحتى الهيئات الحكومية والتي تمتاز بقابليتها للإستثمار في مشاريع ذات مخاطرة جد عالية بهدف الحصول على عوائد مرتفعة<sup>13</sup>.

وحسب Bessis ، فرأسمال المخاطر يعرف عادة على أنه نشاط إستثماري في الأموال الخاصة للمؤسسات الغير عضوة في البورصة وعادة ما تمتد إلى عمليات تحويل ملكية المؤسسة، ومن الجانب المالي فرأسمال المخاطر هو وسيلة تمويل تؤدي إلى التقسيم في المخاطر بين المؤسسات والشركاء الماليين.

« Le capital risque est généralement définie comme une activité d'investissement en fond propres ou assimilés dans des entreprises non cotées, souvent élargie aux opérations de transmissions d'entreprises sous l'angle financier, le capital risque est un moyen de financement qui implique un partage des risques entre les entreprises et les partenaires financiers... ».<sup>14</sup>

ومنه فالمستثمر في رأسمال المخاطر (le capital risquer) يمتاز بقدرته على التمويل لكل العمليات المتعلقة بالرفع في حجم الأصول الثابتة في المؤسسة من خلال المشاركة في زيادة حجم الأموال الخاصة المتعلقة بمرحلة الإنطلاق للمشروع أو النمو أو التأهيل للمؤسسة وكذلك القدرة على تمويل الاستثمارات الغير مادية<sup>15</sup>.  
ومنه فرأسمال المخاطر يمثل مشاركة المؤسسات المالية للمؤسسة الاقتصادية في تكوين رأسمالها ولكن بالأخص في المراحل التي تمتاز بارتفاع المخاطر كمرحلة الإنطلاق ومرحلة النمو والتأهيل والتي تكون فيها المؤسسة عرضة لمستوى مرتفع من المخاطر بسبب عدم التأكد من تحقيقها لعوائد مستقبلية، وتكون مشاركة المستثمرين في رأسمال المخاطر موجهة بالأخص إلى المؤسسات الغير عضوه في البورصة التي ليست لها القدرة على فتح رأسمالها للتداول على مستوى أسواق البورصة، ولكن في نفس الوقت تمتاز بتحقيقها لمعدلات عوائد جد مرتفعة وهذا لكي يتمكن المستثمرين من تغطية المخاطر المرتفعة للمشاريع.

## 2. خصائص التمويل برأسمال المخاطر:

يختلف التمويل برأسمال المخاطر عن التمويل بالمصادر الأخرى في عدة جوانب<sup>16</sup>:

- \* المستثمر في رأسمال المخاطر يمتاز بسلوك مالي، أي أنه يحاول تحقيق عائد متوقع مقابل ما سيتحملة من مخاطرة على خلاف ما هو عليه التمويل من الأصدقاء والأقارب لمالك المقاولات فهدفهم الأساسي يتمثل في المساعدة وزيادة الإنتاج في المؤسسة، ومنه فالمستثمر في رأسمال المخاطر يعتبر المؤسسة على أنها وحدة من حافظة الأوراق للأصول التي يمتلكها؛
- \* في بعض الدول يمكن أن تأخذ مؤسسات رأسمال المخاطر صيغة مؤسسة حكومية أو جماعات محلية مما تجعل قراراتها المالية تعتمد أكثر على التوجه السياسي عوض البحث على تحقيق الفعالية وزيادة الأرباح؛
- \* يمثل المستثمر في رأسمال المخاطر مساهم أساسي في المقاولات حيث من خلال التجربة لوحظ أن مساهمة المستثمرين في رأسمال المخاطر تمثل من 10% إلى 30% من رأسمال المؤسسة الاقتصادية؛
- \* المستثمر في رأسمال المخاطر يمتلك القدرة على التصرف الجيد (savoir faire) والتي تعتبر خاصية إيجابية للمقاولات حيث تمكنها من تحسين أدائها، ولكن في نفس الوقت تعتبر وسيلة مراقبة ومتابعة للقرارات التي تتخذها إدارة المؤسسة، ولهذا فقبول مستثمرين في رأسمال المخاطر يعني أن المؤسسة ستحقق إدارة ذات كفاءة عالية وشفافية أكبر بالإضافة إلى فقدانها جزء من إستقلاليتها في إتخاذ القرارات والتسيير؛

\* مؤسسات رأسمال المخاطر عادة تكون متخصصة في تمويل وتطوير قطاعات محددة مما لا يسمح لها بتحقيق التنوع المطلوب في حافظة الأوراق وبالتالي تكون عرضة للمخاطر الخاصة وتحاول التخلص منها بطلب معدلات عائد مرتفعة؛

\* يقوم المستثمرين في رأسمال المخاطر بتمويل المشاريع المقاولاتية التي تحتوي على مالكين يمتازون برغبتهم الكبيرة على العمل المشترك في سبيل إنجاز المشروع وتطويره، إمتلاكهم لنظرة تسويقية واضحة، بالإضافة إلى ذلك فإن أيضا المستثمرين في رأسمال المخاطر يتابعون تمويلهم للمشروع عن طريق مساهمتهم في إتخاذ القرارات المالية للمؤسسة، إضافة إلى القدرة المطلقة في الحصول على كل المعلومات المطلوبة حول نشاط المؤسسة.

### 3. رأسمال المخاطر كمرحلة أولية لولوج المشاريع المقاولات المبتكرة لأسواق البورصة:

من خلال العنصر السابق لاحظنا أن الحصول على الأموال من مؤسسات رأسمال المخاطر غير متاح لكل المؤسسات، نظرا لارتفاع تكلفته مقارنة بمصادر تمويل أخرى، ولكن في نفس الوقت يعتبر مصدر مالي مهم بالنسبة للمشاريع المقاولاتية المبتكرة التي عادة ما تمتاز بتحقيقها لمعدلات نمو مرتفعة تمكنها من تغطية تكاليف التمويل من مؤسسة رأسمال المخاطر، بالإضافة إلى أنها تستطيع من تجزئة المخاطر المرتفعة التي تميزها عن بقية المؤسسات الأخرى.

فإستراتيجية تمويل مؤسسات رأسمال المخاطر تعمل على متابعة المشاريع المقاولاتية في كل مراحل نموها حيث تحاول المساهمة وتوفير الأموال اللازمة لزيادة حجم رأسمالها من نشأتها حتى مراحل نموها الأولى، كما أنها تقوم بمساعدة حاملي المشاريع المقاولاتية على إختيار طرق التمويل المناسبة لمستويات ومعدلات نموها وفي غالب الأحيان عندما يقرر المستثمر في رأسمال المخاطر الخروج جزئيا أو كليا فإنه يقوم بإدخال المؤسسة إلى البورصة وبالتالي يقوم بتحويلها من طريقة التمويل بالإعتماد على وسيط مالي إلى التمويل المباشر (financement direct) <sup>17</sup> ؛

وبالتالي فإن التمويل برأسمال المخاطر يعتبر تقنية مهمة سيتمكن من خلالها حاملي المشاريع المقاولاتية المبتكرة من الحصول على التمويل المباشر عن طريق أسواق البورصة في المراحل المتقدمة من نمو مشاريعهم. وهذا على اعتبار إن التمويل برأسمال المخاطر يمثل مشاركة مؤقتة غير دائمة في رأسمال المؤسسة حيث أن الخروج يمثل هدف أساسي للمستثمرين في رأسمال المخاطر أين تمتد مساهمة الممول على فترة زمنية من 5 حتى 7 سنوات. وبعد إنتهاء الفترة، وحسب الاتفاق، يتم انسحاب الممولين لمؤسسات رأسمال المخاطر (les sociétés de capital risque) من خلال التنازل على إستثماراتهم (désinvestissement) إما عن طريق إعادة بيع الأسهم للمؤسسة أو عن طريق بيع الأسهم إلى شريك إستراتيجي من اختيار صاحب المشروع<sup>18</sup>.

ومن خلال هذه الآلية فإن المستثمرين في رأسمال المخاطر يحققون فوائد أكبر من خلال العوائد الرأسمالية الناتجة عن إرتفاع القيمة السوقية للمؤسسة وهذا عن طريق التنازل عن الإستثمارات (مساهماتهم أو جزء منها) بالإضافة إلى العائد السنوي الذي يتحصل عليه من الأرباح المحققة من طرف المؤسسة (les dividendes) <sup>19</sup>.

## خاتمة:

من خلال الورقة البحثية الحالية حاولنا تسليط الضوء على نوع من المشاريع المقاولاتية والتي تعد تجربة حديثة بالنسبة للنسيج المقاولاتي والوطني والمتمثلة في المشاريع المقاولاتية المبتكرة والتي أصبحت تأخذ إهتمام ومكانة كبيرة في الاقتصاد العالمي خاصة في الدول المتقدمة على غرار الولايات المتحدة الأمريكية والاتحاد الأوروبي اين اصبح حاملي المشاريع المقاولاتية لا يكتفون بتقديم مشاريع تعتمد على تقنية انتاج نمطية اين اصبحت تعرف الاسواق العالمية فيها منافسة شديدة خاصة من المنتجات الصينية ذات التكلفة المنخفضة بل أصبح تفكيرهم منصب اكثر حول البحث عن افكار ومنتجات جديدة لكسب اسواق جديدة تقل حدة المنافسة فيها وهذا من خلال انشاء مشاريع مبتكرة. وقد تبين من خلال هذه الورقة البحثية أن المشاريع المقاولاتية المبتكرة تمتاز عن غيرها من المشاريع الأخرى بصعوبة تمويلها من المصادر الخارجية التقليدية كالقروض البنكية أو أسواق البورصة وهذا لارتفاع المخاطر الاقتصادية فيها نظرا لصعوبة تقدير العوائد المستقبلية من هذه الاستثمارات وما مدى قدرتها على فرض مكانتها على مستوى السوق.

ولهذا تم التوصل إلى أن تمويل المشاريع المقاولاتية المبتكرة يتطلب في مرحلة أولى مؤسسات مالية متخصصة ذات كفاءات عالية (كمؤسسات رأسمال المخاطر)، تكون لها الخبرة والكفاءة على تحديد مستوى المخاطر الاقتصادية بأكثر دقة، قبل أن تتمكن من الحصول على التمويل من المصادر الخارجية التقليدية في مراحل متقدمة من المشاريع وبالأخص عن طريق أسواق البورصة.

وقد تم التركيز في هذه الورقة البحثية على تقنية التمويل عن طريق رأسمال المخاطر كمرحلة أولية تسمح بالرفع من القدرات التمويلية للمشاريع المقاولاتية المبتكرة عن طريق أسواق البورصة في مراحل لاحقة من نمو المشروع. حيث تبين أن إستراتيجية تمويل المشاريع المقاولاتية المبتكرة عن طريق رأسمال المخاطر تسمح بمتابعة المشاريع في كل مراحل نموها، على اعتبار أن المستثمرين في رأسمال المخاطر يحاولون المساهمة وتوفير الأموال اللازمة لزيادة حجم رأسمالها من نشأتها حتى مراحل نموها الأولى، كما أنهم يقومون بمساعدة حاملي المشاريع في اتخاذ القرارات المالية المناسبة من خلال خبرتهم وقدرتهم على التصرف الجيد (le savoir faire) والتي تعتبر خاصة إيجابية لحاملي المشاريع تمكنها من تحسين أدائهم، وفي غالب الأحيان عندما يقرر المستثمر في رأسمال المخاطر الخروج جزئيا أو كليا فإنه يقوم بإدخال المؤسسة إلى أسواق البورصة وبالتالي يقوم بتحويلها من طريقة التمويل بالإعتماد على وسيط مالي إلى التمويل المباشر.

### قائمة المراجع:

اللغة العربية
عبد الرحمن يسري أحمد، تنمية الصناعات الصغيرة ومشكلات تمويلها، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندري، مصر، 1996.
اللغات الاجنبية
MM. David et all, Les PME en Europe, office des publications officielles des communautés européennes, Luxembourg, 2004
OCDE/Organisation de coopération et de développement économiques, perspective du développement mondial 2013: les politiques industrielles dans un monde en mutation , Edition OCDE, Paris, France, 2014
Jean Lachmann, Financer l'innovation des PME, ed. Economica, Paris, France, 1996
Jacques Teuliue et Patrick Topsacalian, Finance, 2eme édition, ed vuibert, Paris, France, 1999
Commission européenne, Sixième Rapport, Observatoire des PME européennes, rapport 2000
Commission européenne, Les PME de haute technologie en Europe, observatoire européen des PME, rapport 2002/n°6
Bernard Delletante, Nadine Levratto, Bernard Paraque, diversité économique et mode de financement des PME, ed l Harmattan,Paris,France.2001

<sup>1</sup>. MM. David et all, Les PME en Europe 2003, office des publications officielles des communautés européennes, Luxembourg, 2004, p.17

<sup>2</sup> OCDE/Organisation de coopération et de développement économiques, perspective du développement mondial 2013: les politiques industrielles dans un monde en mutation , OCDE, Paris, France, 2014, p.209

<sup>3</sup>.Jean Lachmann, Financer l'innovation des PME, ed. Economica, Paris, France, 1996, p. p. 16-17.

<sup>4</sup>. Jacques Teuliue et Patrick Topsacalian, Finance, 2eme édition, ed vuibert, Paris, France, 1999, p. 347.

<sup>5</sup>. عبد الرحمن أحمد، تنمية الصناعات الصغيرة ومشكلات تمويلها، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، الاسكندري، مصر، ص 31.

<sup>6</sup> Jean Lachmann, Op. Cit, p. 19.

<sup>7</sup>. Commission européenne, Sixième Rapport, Observatoire des PME européennes, rapport 2000, p. 156.

<sup>8</sup>. Commission européenne, Sixième Rapport, Op. Cit, p. 162.

<sup>9</sup>. Jean Lachmann, Op. Cit p. 61.

<sup>10</sup>. Commission européenne, Les PME de haute technologie en Europe, observatoire européen des PME, rapport 2002/n°6, p. 33.

<sup>11</sup>. ibid. p. 34.

\* . نحاول ذكر التعريف باللغة الأصلية التي وجد عليها وهذا لتفادي التغير في المعنى نتيجة للترجمة اللغوية

<sup>12</sup>. Jean Lachman, (1996), op. cit. p. 38.

<sup>13</sup>. ibid. p.39.

<sup>14</sup>. Bernard Delletante, Nadine Levratto, Bernard Paraque, (2001), diversité économique et mode de financement des PME, ed l HARMATTAN,Paris,France. p. 296.

<sup>15</sup>. ibid. p.296.

<sup>16</sup>. Jean Lachman, (1996), op.cit. p.39, et Bernard belletante et N. levratto, B. paraque, (2001), op. cit. 301-309.

<sup>17</sup>. ibid.

<sup>18</sup>. ibid.

<sup>19</sup>. ibid.