

الفصل الأول: الإطار النظري لرأس المال الاستثماري

مقدمة

يعد التمويل عن طريق البنوك التجارية المصدر الأساسي لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات الاقتصادية، إلا أنه في الغالب يتعذر على هذه المؤسسات وخاصة المؤسسات حديثة النشأة الحصول على التمويل البنكي لعدم امتلاكها الضمانات الكافية وارتفاع درجة مخاطرها، وهذا ما ساعد على ظهور وتطور صيغ أساليب مستحدثة للتمويل من بينها رأس المال الاستثماري.

يعتبر رأس المال الاستثماري آلية لتمويل المشاريع الاستثمارية التي غالباً ما تتميز بدرجة مخاطرة مرتفعة وعدم امتلاكها للضمانات الكافية للحصول على التمويل التقليدي، تقابلها توقع عوائد مرتفعة لأنها غالباً ما تتمثل في أفكار، تقنيات أو تكنولوجيا جديدة يمكن أن تحقق أرباح طائلة في حالة نجاحها.

وسيتناول هذا الفصل مفهوم رأس المال الاستثماري، ظهوره وتطوره التاريخي، أهميته كما يتم التطرق إلى دور رأس المال الاستثماري في عملية خلق القيمة، بعد ذلك سيتم البحث في عوامل تطور رأس المال الاستثماري في بعض الدول مثل الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها أول دولة عرفت نشأة مؤسسة رأس مال استثماري والتي تحمل اسم "المؤسسة الأمريكية للبحث والتطوير" (ARD: American Research & Development Corporation)، وأيضاً تطوره في بعض الدول العربية (الإفريقية والآسيوية).

وعلى هذا الأساس تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كالآتي:

المبحث الأول: مفاهيم حول رأس المال الاستثماري؛

المبحث الثاني: أهداف، أهمية وميكانيزم عمل رأس المال الاستثماري؛

المبحث الثالث: تجارب رأس المال الاستثماري وعوامل نجاحه في بعض الدول.

المبحث الأول: مفاهيم حول رأس المال الاستثماري

يعتبر هذا المبحث مدخل عام لمفهوم رأس المال الاستثماري، فقد تم التطرق فيه إلى تاريخ نشأة وظهور التمويل برأس المال الاستثماري، أهميته، دوره في تمويل المؤسسات الاقتصادية الناشئة.

المطلب الأول: نشأة التمويل برأس المال الاستثماري

1. لمحة تاريخية عن رأس المال الاستثماري

يرجع ظهور رأس المال الاستثماري لأول مرة إلى اليوناني طاليس (Thalés de MILET)، مؤسس علم الهندسة، وكان أول مقاول في الزراعة اهتم بزراعة الزيتون ولجأ إلى استخدام القروض لعصر الزيتون واستخراج الزيت. واعتبر أصحاب هذه الأموال مقرضين مخاطرين.¹

وكذلك اعتمد كريستوف كولومبس في القرن الخامس عشر في تمويل رحلاته على رأس المال المخاطر في إعداد العدة والتجهيز والمؤن وهكذا بفضل هذه الطريقة التي حصل عليها استطاع كريستوف كولومبس فتح الطريق للتسوق والسفر، وقد تكررت تجربة التمويل بالمخاطرة مع رحلات التجارة والاستكشاف للإسبانيين والبرتغاليين خلال القرنين الخامس عشر والسادس عشر الميلاديين. لذا اعتبرت هذه التجربة صورة مبسطة وأساساً أولياً لنشأة مهنة رأس المال المخاطر.²

أما النشأة الحديثة لرأس المال الاستثماري فكانت بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تنسب نشأته إلى الجنرال الفرنسي الأصل جورج دوريو (DORIOT) أول مؤسسة رأس مال استثماري في العالم تحمل اسم "الشركة الأمريكية للبحث والتطوير" (ARD: American Research & Development).³ وبهذا بدأ نشاط رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينات استجابة لاحتياجات تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة وللثورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي وخاصة في صناعات الكمبيوتر والإلكترونيات وتكنولوجيا المعلومات، وانتشرت هذه المؤسسات بعد ذلك في الدول الأخرى بهدف مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.⁴

¹ عبد الباسط وفاء، رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص4.

² Jean Lachman, capital risque et capital investissement, édition economica, paris, 1999, p17.

³ Cherif Monder, Le capital-risque, Revue Banque Edition, Paris, 2000, p: 43.

⁴ Richard Thompson, Real Venture Capital: Building International Businesses, Palgrave Macmillan, China, 2008, p 6.

أما في أوروبا فقد تأسست في بروكسل عام 1983 الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA : European Venture Capital Association)، إذ تطور بفضلها نشاط رأس المال الاستثماري بشكل ملحوظ خلال أربع سنوات منذ إنشائها من 9 مليار إلى 29 مليار دولار، أي بأكثر من ثلاثة أضعاف.

ولا يقتصر وجود هذه المؤسسات على الدول الصناعية، بل تعداه إلى الدول النامية، حيث ساهم البنك الدولي (international bank) والشركة الدولية للتمويل (International Finance Corporation) في تأسيس كذلك خلال (1993 – 1994) صناديق استثمار في كل من أمريكا اللاتينية، شرق أوروبا، والدول النامية في آسيا، حيث بلغ مجموع هذه الأموال حوالي 3,2 مليار دولار لدعم وتمويل مشاريع الطاقة في الدول النامية. كما نشأت عدة مؤسسات في ماليزيا والخليج، وإجمالاً يقدر حجم المشاركة الفاعلة في العالم بأكثر من 85 مليار دولار أكثر من نصفها يوجد خارج الولايات المتحدة.

2. تعريف رأس المال الاستثماري

تعرف الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA : European Venture Capital Association) "رأس المال الاستثماري وسيلة لتمويل المؤسسات التي تتسم بارتفاع درجة المخاطرة، ولا تستطيع الحصول على التمويل اللازم من المؤسسات المالية، ويقابل هذا الارتفاع في المخاطر توقع عائد مرتفع خلال المدة التي سيستثمر فيها رأس المال الاستثماري"¹.

و حسب الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال (Association française des investissements pour la croissance) هو: "استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال بواسطة الأموال الخاصة وشبه الخاصة في منشآت شابة أو في طور الإنشاء، تتضمن محتوى تكنولوجي كبير"².

كما يعرف المشرع الجزائري شركات رأس المال الاستثماري في الفصل الأول من القانون رقم 11-06 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006: "بأنها الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس مال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة"³.

¹ EVCA : European Venture Capital Association

²Alain Borderie ,financer les PME autrement ,le Capital- Investissement : des fonds propres pour les entrepreneurs ,Ed Maxima Paris,1998.

³ الجريدة الرسمية الجزائرية، المادة 02 والمادة 03 من القانون رقم 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.

من خلال ما سبق يمكن اعتبار رأس المال الاستثماري على أنه بديل جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية، حيث لا يقوم على تقديم الأموال فحسب، بل تقوم على أساس المشاركة، ولهذا فإن المؤسسات الاستثمارية تساعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في عملية إنشائها، أو نموها.¹

ويعرف أيضا رأس المال الاستثماري بأنه استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة، يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق، لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد.²

وأیضا يمكن تعريفه على أنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك هو مصدر المخاطر) أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل.³

وكخلاصة يمكننا تحديد تعريف شامل كالآتي: رأس المال الاستثماري هو بديل تمويلي استراتيجي للمؤسسات ذات المخاطر المرتفعة، التي تختلف باختلاف مراحل الاستثمار في المؤسسة، ويقوم على أساس المشاركة، وهذا ما يؤدي إلى تدخل شركة رأس المال الاستثماري في الإدارة وتسيير المؤسسة الممولة وذلك لفترة زمنية محدودة، ليتم بعد ذلك خروج صاحب رأس المال الاستثماري من المؤسسة الممولة عن طريق اختيار استراتيجية مناسبة للخروج.

ويمكن التفريق بين المصطلحين رأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر حيث يوجد اختلاف بين هذين المفهومين يعود إلى اختلاف استعمال المصطلحات بين الولايات المتحدة وأوروبا. حيث أن الولايات المتحدة عادة ما تعتبر أن رأس المال المخاطر (venture capital) هو عبارة عن المساهمة في الأموال الخاصة للمؤسسات الحديثة الإنشاء والتي تكون في مرحلة الانطلاق أو النمو، كما أن الأمريكيين يفرقون بين نشاط التمويل برأس المال المخاطر والتمويل في مرحلة التحويل.

¹ Jean lachman, **op-cit**, p 47

² Richard Thompson & "Real Venture Capital : Building International Businesses", Palgrave Macmillan, China, 2008, pp: 12-17.

³ السعيد بريش، رأس المال المخاطر كبدیل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية. يومي 17 و 18 أبريل 2006، إشراف مخبر العولمة و اقتصاديات شمال إفريقيا جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف-الجزائر، ص7.

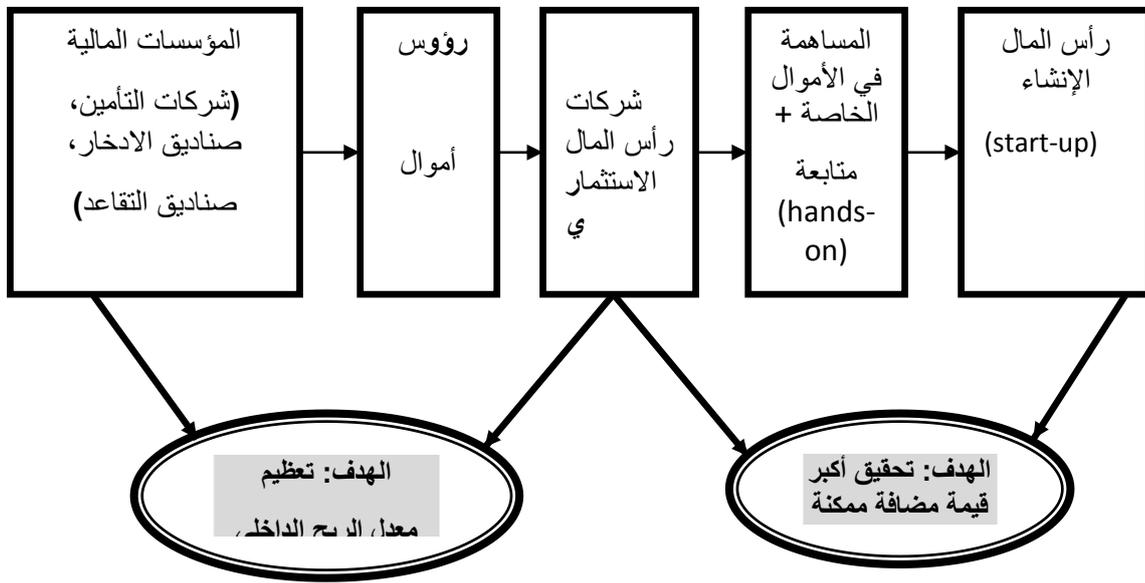
أما في أوروبا فيتم تداول مصطلح رأس المال المخاطر (capital risque) ومصطلح رأس المال الاستثماري (capital investissement) كمرادفين لهما نفس التعريف.¹

وسيتيم اعتبار رأس المال المخاطر كنوع من أنواع رأس المال الاستثماري في هذه الدراسة، باعتبار أن المشرع الجزائري أخذ بمصطلح رأس المال الاستثماري وهو المصطلح المعمول به في الجزائر.

3. رأس المال الاستثماري كوسيط مالي

ويمكن تمثيل الوساطة المالية التي يقوم بها أصحاب رأس المال الاستثماري في الشكل الآتي:

شكل رقم (1-1): رأس المال الاستثماري: وساطة مالية خاصة



المصدر: Cherif Mondher, **le capital risque**, Revue banque edition, 2000, p19.

من الشكل رقم (1-1) نستنتج الدور الذي تلعبه شركات رأس المال الاستثماري، حيث أنها تقوم بدور الوساطة المالية بين المستثمرين المؤسساتيين* والمقاولين.

¹ TO HUY Vu, **Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital risque français**: thèse du Doctorat en Sciences de Gestion, Université Nancy 2, 2010, p25.

* المستثمرون المؤسساتيون: هيئات مالية تقوم بجمع موارد ادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها او بقوانينها بتوظيف جزء هام في شكل قيم منقولة، ومن بين تصنيفات المستثمرين المؤسساتيين: صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق الودائع والضمانات...

ففي المرحلة الأولى تقوم شركات رأس المال الاستثماري بتجميع الموارد المالية من المؤسسات المالية، وهي بدورها تقوم بالمخاطرة وتمويل المشاريع التي تحتاج إلى التمويل ولا تستطيع الحصول عليه من مصادر التمويل التقليدية لأنها في الغالب تتميز بمخاطرة عالية.

وتهدف شركات رأس المال الاستثماري للحصول على أكبر قيمة مضافة ممكنة للمشروع، لأنها تعتبر كشريك تتقاسم مع صاحب المشروع الأرباح والخسائر وغالبا ما تحصل على نسبة من الأرباح حسب الاتفاق في عقد المساهمة بين شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسة الممولة.¹

4. أنواع شركات رأس المال الاستثماري

تنقسم شركات رأس المال الاستثماري إلى:

- **شركات غير مرتبطة أو مستقلة (independent)** : وهي شركات تتميز بتنوع مصادر رؤوس أموالها². المستثمرون المؤسسيون في هذا النوع من الشركات محدودي المسؤولية (Limited Partners) ، في حين يعتبر صاحب رأس المال الاستثماري شريك عام (General Partner) له السلطة في اتخاذ قرارات الاستثمار، كما يعتبر هذا النوع من الشركات الأكثر انتشارا في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.³

- **شركات نصف مرتبطة (نصف مقيدة : semi captifs)**: هي شركات تابعة لبنك، مؤسسات مالية، شركات التأمين أو مؤسسات صناعية إلا أن المساهم المهيمن الذي يملك أكبر حصة يكون مستثمرا خارجيا.⁴

- **الشركات المقيدة (les captifs)**: تشبه الشركات نصف مقيدة إلا أن الحصة الكبيرة منها تعود إلى الشركة الأم، كما تعتبر شركات غير محدودة التمويل.

- **شركات القطاع العام (publics)**: وهي شركات يعود رأسمالها جزئيا أو كليا إلى منظمة أو مؤسسة عمومية، وعموما تفضل هذا النوع من الشركات المشاريع التي تخلق فرص الشغل وتحقق المصلحة العامة.⁵

² Safa Ben Thabet, **perfermance et private equity :une analyse approfondie des operations de rachat avec effet de levier(LBO)**, thèse de doctorat dirigé par MOnther Cherif, 2009, p44.

³ Anders Isaksson, **Studies on the venture capital process**, Umeå School of Business UMEÅ UNIVERSITY, Sweden, 2006, PP:23-24.

⁴ Maik Kleinschmidt, **Venture Capital, Corporate Governance, and firm value**, gabler edition wissenschaft, 2007, p21.

⁵ Idem, p22.

5. استراتيجيات شركات رأس المال الاستثماري

تتمثل استراتيجيات عمل شركات رأس المال الاستثماري في استراتيجيتين رئيسيتين¹:

❖ **الاستراتيجية التمويلية** : على عكس ما تتطلبه طريقة التمويل التقليدية من المشروعات من الاطلاع على ميزانيات نشاطها السابقة من أجل اتخاذ قرار تمويلها من عدمه ، فإن مؤسسات رأس المال المخاطر لها قواعد و أهداف و سلوكيات مختلفة تماما تقوم عليها في اتخاذ قرار التمويل هذه المشروعات ، فالميزة التي تتمتع بها هذه المؤسسات هي النظرة المستقبلية و ليست الآنية لهذه المشروعات ، فهي تطلب من المشروع المراد تمويله خطة مبيّن فيها بالتفصيل سياسات و أهداف المشروع إضافة إلى مكوناته الصناعية و التجارية و المالية ، و يمكن تلخيص هذه الخطة فيما يلي:

✓ ما هو الهدف النهائي للمشروع؟ هل خلق منتج أو خدمة أو التصنيع أو

البيع أو شغل حصص سوقية كافية للتمويل الذاتي في المستقبل...

✓ ما هي السياسة العامة للمشروع؟ هل هي التخصص في منتج معين ، أم في

إقليم معين أو تنويع المنتجات ، أو تنويع الأسواق...

✓ ما هي الأهداف الرقمية للمشروع؟ ما هو رقم الأعمال ومعدل الربحية المراد الوصول

اليهما؟

بعد الاطلاع على الخطة المستقبلية، يتدخل خبراء ومتخصصون من شركات رأس المال

الاستثماري لتقييم طبيعة القطاع المراد الاستثمار فيه وكيف يمكن للمشروع أن يتبوأ مكانة في السوق،

إضافة إلى استظهار نقاط الضعف والقوة من المشروع.

❖ **الاستراتيجية الاستثمارية**: تتبنى شركات رأس المال الاستثماري استراتيجيتين استثماريتين هما:

▪ **استراتيجية التنوع**

- **تنوع مكونات المحفظة** : إن الأسلوب الأمثل و الأنجح لمواجهة نقص السيولة و ارتفاع المخاطرة

لدى شركات رأس المال الاستثماري، يتمثل في تنويع محفظة الأوراق المالية ، و ذلك بإقامة توازن

بين الأصول السائلة للمؤسسة و المتمثل في الاستثمار في المشروعات المستقرة ، و الأصول غير

السائلة المتمثل في الاستثمار في المشروعات الناشئة ، فهذه الأخيرة رغم أنها تتميز بمخاطر عالية

، و لا تضمن إيرادات في الأجل القصير و من ثم لا تحقق إيرادات جارية إلا أن إمكاناتها الإيرادية

¹ BATTIMI PIERRE , « Capital risque mode d'emploi » , **op cit**,p73.

المستقبلية المحتملة تكون مرتفعة ، في حين أن المشروعات المستقرة الناضجة تضمن لها حد أدنى من السيولة¹.

- **تنوع الصناعات:** إن التنوع يحرك فرص الاستثمار بين الصناعات بالتحرك نحو قطاعات لم يسبق لشركة رأس المال الاستثماري عادة الاستثمار فيها، رغم أنها قد تكون ذات أفاق نمو أعلى من غيرها فعلى شركات رأس المال الاستثماري أن تقوم في بداية نشاطها بالتركيز حول مجال محدد لاكتساب الخبرة وبعد ذلك تقوم بالتوجه إلى مجالات أخرى.

■ **استراتيجية التخصص:** للتخصص إيجابيات عديدة على مختلف الأصعدة من بينها اكتساب المؤسسات أحسن خبرة صناعية ممكنة ويعطي ضمانا أكثر ويقوي الجانب المالي لها ويرفع أفاق نمو مشروعاته خاصة في ميدان التكنولوجيا ، ولقد تفتنت مؤسسات رأس المال المخاطر لمسألة التخصص خاصة في الولايات المتحدة الأمريكية ، فرمت بثقلها حول قطاع التكنولوجيا فائق التطور.

المطلب الثاني: خصائص رأس المال الاستثماري

يعتبر رأس المال الاستثماري نوع خاص من التمويل تلجأ إليه المؤسسات خاصة منها التي لا تستطيع الحصول على التمويل من المصادر التقليدية (البنوك أو الأسواق المالية)، وهذا لدرجة مخاطرتها العالية أو عدم امتلاكها للضمانات الكافية مقابل الديون.

وبالعودة الى مصطلح رأس المال المخاطر فنجدها مكونة من كلمة "رأس المال" ويضاف إليها "المخاطرة" بصفة صريحة وضمنية، والمقصود بالمخاطرة هو المقامرة والمغامرة، وهي أقرب مفهوم إلى حالة عدم التأكد في المستقبل وتعدد سيناريوهات غير مؤكدة الوقوع في المستقبل.

ومن خصائص شركات رأس المال الاستثماري إستراتيجيتها التي تقوم على مبدأ التدخل في تسيير المؤسسة الممولة، وتسمى بإستراتيجية « hands on » ، وتعرف عند الفرنسيين بإستراتيجية « mettre la main à la patte » أي التدخل في تسيير المؤسسة من طرف مالكيها ومشاركة المسير في التسيير والمراقبة أيضا.

ويقوم رأس المال الاستثماري على أساس مبدأ المشاركة، وتتدخل شركة رأس المال الاستثماري في المشاريع الممولة كشريك في رأس المال، كما تقدم الدعم والتوجيه في الإدارة، فبالإضافة إلى المشاركة تقوم بالمرافقة حتى ينضج المشروع، ومن هنا يمكن استنتاج خصائص رأس المال الاستثماري في ما يلي:

¹ BESSIS JOEL, « Capital risque et financement d'entreprise »,Economica, Paris , 1998,p190.

- **المشاركة:** تقوم شركات رأس المال الاستثماري بتمويل أصحاب المشاريع، وتعتبر شريكا تمتلك حصة من المشروع الذي يتم تمويله، عادة ما تحصل على حصة من الأرباح حسب الاتفاق، كما أن الدعم العملي الذي تقدمه للمشاريع التي تقوم بتمويلها يعتبر مفيدا لصاحب المشروع خاصة إذا كان هذا الأخير لا يملك الخبرة اللازمة في مجال الأعمال، فضلا على أن شركات رأس المال الاستثماري تفسح المجال أمام المشاركة طويلة الأجل، حيث لا تخرج من المشروع إلا بعد أن يستوي ويصبح قادر على الإنتاج والنمو.¹

- **الانتقاء:** تقوم شركات رأس المال الاستثماري بتمويل إنشاء مشاريع ذات تكنولوجيا جديدة، أو التوسع في مشروعات قائمة، إعادة هيكلة مشروعات قائمة أو تمويل مشروعات متعثرة والتي غالبا ما تكون ذات مخاطر مرتفعة ولكن أيضا عائد مرتفع. ولهذا يتم انتقاء المشاريع التي سيتم الاستثمار فيها بناء على النتائج المتوقعة والعوائد المتنبأ بها خلال فترة التمويل في المشروع المعني.²

- **المرحلية:** من خصائص رأس المال المخاطر أن التمويل يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة، هذه المرحلة تلاءم التمويل بالمشاركة وذلك أنه في عقد المشاركة يضطر المستثمر للرجوع إلى الممول للحصول على التمويل التالي وفي هذا ضمان لصدق المستثمر في عرض نتائج الأعمال ويعطي الفرصة حين فشل المشروع قبل تضاعف الخسارة، أو تعديل خطط المشروع وإصلاح مساره.³

- **التنويع:** يمكن لشركات رأس المال الاستثماري تنويع محافظتها المالية بتنويع المشاريع وذلك قصد التقليل من المخاطر، فما قد تخسره في مشروع ما يمكنها أن تعوضه في مشروع آخر.⁴

- **التنمية والتطوير:** هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون، ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع. وقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة مثل " أبل " و "ميكروسوفت " و "جينيبيك" وغيرها " وكانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية. فعادة ما تتدخل شركات رأس المال الاستثماري في المشاريع التي لها أسواق واعدة من ناحية التنمية الاقتصادية.

- **توسيع قاعدة الملكية:** تستمر الشراكة إلى أن يستوي المشروع، فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته أو تطرح كأسهم، ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة وبهذا تزيد من قيمة محافظتها المالية.

¹ عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، 2001، ص15.

² نفس المرجع السابق، ص16.

³ روية عبد السميع، حجازي اسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 7 و18 أبريل 2006، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسنية بن بوعلي- شلف، 2006، ص308.

⁴ برييش السعيد، مرجع سبق ذكره، ص10.

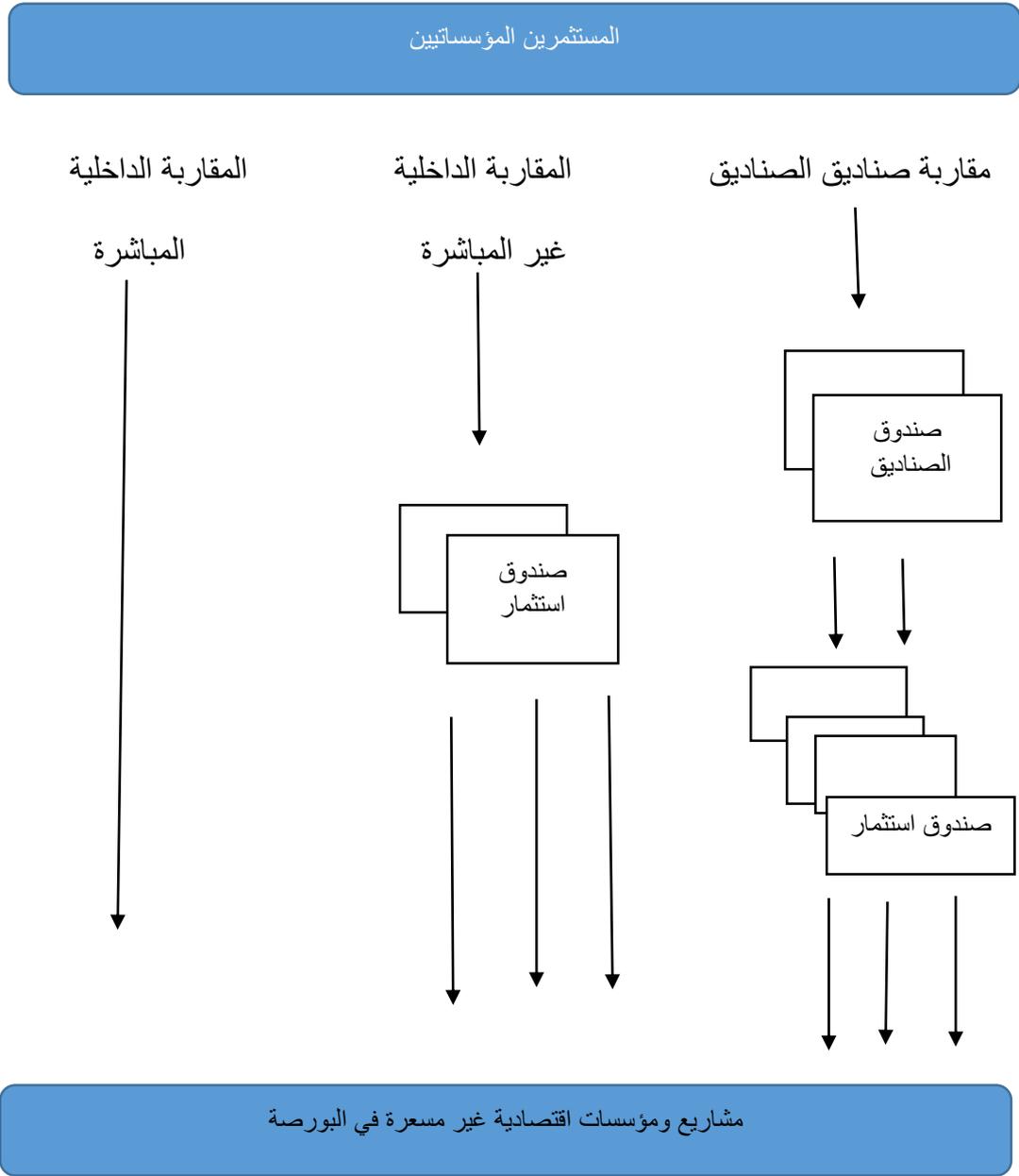
1. المستثمرون المؤسسيون (Les Zin Zin : les investisseurs institutionnels)

هي عبارة عن هيئات مالية قادرة على جمع أموال ادخارية وتقوم بتوظيف جزء منها في صناديق حقوق الملكية، قد تكون تابعة لها، أو صناديق خاصة لا تملكها، وتسعى الى تعظيم مواردها بما يسمح لها القانون.

يتمثل دور شركات رأس المال الاستثماري في الجمع بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز (الوساطة المالية)، حيث تقع شركات رأس المال الاستثماري وسط طرفين، وتدير رؤوس أموال الغير، وتدعى في هذه الحالة الشريك الضامن General Partner ولها صلاحية إدارة أموال المستثمرين المؤسسيين، أما المستثمرين فوضعهم محدود من منظور الملكية وبالتالي هم محدودي الملكية Limited Partners في الشركات الممولة.

يتدخل المستثمرين المؤسسيين في تمويل المشروعات عن طريق ثلاث طرق كما صنفها الجمعية الفرنسية لرأس المال المخاطر AFIC، الأولى المقاربة الداخلية المباشرة وهي تمويل مباشر للمشاريع، أما الثانية فهي المقاربة الداخلية غير المباشرة وهي عبارة عن التمويل من خلال صندوق الاستثمار الذي يتولى تمويل المشاريع، أما الطريقة الثالثة فهي مقاربة صندوق الصناديق وهي تشكيل صندوق أو عدة صناديق تساهم في تمويل صناديق أخرى حيث هذه الأخيرة هي التي تقوم بتمويل المشاريع، كما هو موضح في الشكل الموالي.

شكل رقم (2-1): مقارنة التمويل للمستثمرين المؤسستين



Source : Hervé LECOUPIL. Laurent GAYRAUD ; **Capital investissement, le guide des Investisseur institutionnels** ; AFIC ; 2005 ; p12.

ويتفرع المستثمرون المؤسساتيون حسب الطبيعة القانونية والإدارية إلى:

1.1. صناديق التقاعد (les fonds de pension)

تعتبر مؤسسات التقاعد من المؤسسات التي لها قدرة كبيرة في توفير الأموال، وتوظيف أموالها في السوق المالية أو تأسيس صناديق التوظيف الجماعي، وهذا لأنها تملك فارقاً زمنياً بين الاقتطاعات وفترة تسديد الاستحقاقات.

2.1. شركات التأمين (Les compagnies d'assurance)

من بين أهم الممولين لصناديق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية هي شركات التأمين، وذلك نسبة إلى الأرباح التي تجنيها من خلال تغطية الحوادث وأخطار الأفراد (التأمين على الحياة).

3.1. صناديق الودائع والضمانات (Les caisses des dépôts et consignment)

تقوم صناديق الودائع بجمع الودائع من الذين يرغبون في الحصول على الضمانات، وتتمتع صناديق الودائع بسيولة مرتفعة، تجعلها تستثمر جزءاً معتبراً من أموالها في سوق الأوراق المالية، أو في صناديق الاستثمار من بينها صناديق رأس المال الاستثماري.

4.1. صناديق حقوق الملكية الخاصة (Les fonds des capitaux propres)

هي صناديق تقوم بجمع الأموال من مستثمرين وأفراد طبيعيين يملكون أهداف استثمارية، فهو عبارة عن وعاء مالي يوجه رأس ماله إلى تمويل مؤسسات اقتصادية غير مسعرة في البورصة، وتتولى هيئة تسيير المحافظ المالية بتوظيف جزء منه حسب ما يسمح به القانون وأيضاً حسب رغبة المستثمرين في الصندوق.

2. الوسطاء غير مؤسساتيين (Les investisseurs informelles)

يعمل هذا النوع من المستثمرين على توفير الأموال اللازمة لإنشاء مشاريع المبدعين والمنظمين، وتعرف الولايات المتحدة الأمريكية رواجاً لهذا النوع من التمويل، ويتمثل الوسطاء غير المؤسساتيين في التمويل الملائكي وبعض الجمعيات ذات نشاط محدود.

1.2. التمويل الملائكي Business Angels

يصنف هؤلاء الأشخاص من الأثرياء والعائلات العريقة التي تستلهمهم الإبداعات وحبهم للمخاطرة، وعملياً نجدهم في قطاعات الصناعة والخدمات، أما تمويلهم فيرتكز على تمويل مرحلة ما قبل الانطلاق.

2.2. جمعيات ذات نشاط محدود

هي عبارة عن جمعيات مستقلة توفر الأموال اللازمة لأعضائها المنخرطين فيها، وتوفر تمويلاً صغيراً للمبدعين، ولها شكلين في الدول الصناعية، منها الجمعيات الطلابية وجمعيات ملاك المؤسسات، وبعض المؤسسات الأهلية الخاصة والجامعات العمومية.

المبحث الثاني: أهداف وأهمية وميكانيزم عمل رأس المال الاستثماري

يعتبر التمويل برأس المال الاستثماري تقنية جديدة لتمويل المشاريع ذات المخاطرة العالية وفي المقابل ذات العائد المتوقع المرتفع، سيتم في هذا المبحث التطرق إلى أهداف هذا التمويل وأهميته بالنسبة للمشاريع الصغيرة والاقتصاد الوطني بصفة عامة، وكذلك كيفية والية عمل هذا النوع من التمويل.

المطلب الأول: أهداف رأس المال الاستثماري

من خلال خصائص رأس المال الاستثماري يمكن استنتاج أهداف رأس المال الاستثماري في النقاط الآتية:

-مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.

-التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة.

-توفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع.

وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، وهذه الاستثمارات هي لأجل طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد عالية نسبياً¹.

¹ رويبة عبد السميع، حجازي إسماعيل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص309.

- توفير المعونة الفنية والإدارية لأصحاب المشاريع، وتضمن لهم المرافقة الحسنة لمشاريعهم، خاصة المقاولين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في مجال الاستثمار.
- كما أن إنشاء وتدعيم شركات رأس المال الاستثماري له أهداف أخرى، وهي أهداف تساعد القطاع المصرفي وتمثل في:¹
- مساعدة البنوك على توظيف السيولة الزائدة التي تملكها، ولا تستطيع في بعض الأحيان توظيفها بسبب ارتفاع المخاطر والقيود التي يفرضها عليها النظام المصرفي.
- تمويل الابتكارات الجديدة وصناعة البرمجيات والتي لا تستطيع البنوك تمويلها، لدرجة مخاطرها العالية وكذلك عدم امتلاكها للضمانات الكافية.

المطلب الثاني: أهمية رأس المال الاستثماري

- ويمكن أيضا إبراز أهمية رأس المال الاستثماري إلى جانب الأهمية السابقة في النقاط التالية:²
- تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي: نجد أن الدول التي تطبق برامج الإصلاح الاقتصادي والتي تحتاج إلى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة والتي تحتاج إلى هيكلية مالية وفنية، تلعب هذه المؤسسات دورا حيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة لهذا القطاع، وتساهم في الحد من الآثار التضخمية حيث توفر التمويل اللازم للمشروعات الاقتصادية.
- دعم تمويل المؤسسات الجديدة: يمثل دعم المؤسسات الجديدة المجال الطبيعي لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وكذلك الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية انطلاقها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل، بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفاعلية أشخاصه وهذه الوظيفة هامة جدا لتلك المشروعات خاصة في البلدان النامية.
- دعم المؤسسات المتعثرة: تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني اللازم وكذلك الإداري للمؤسسات المتعثرة وجذب الاستثمارات إليها، لأنها شريكة فيها، فهي تحرص أشد الحرص على المتابعة الفنية والمالية الضرورية لإصلاح مسارها، لتحفيز المستثمرين وبت روح الطمأنينة في نفوسهم على الاستثمار للاستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطها ويزدهر.

¹ <http://www.idbe-egypt.com/doc/nshat.doc>.

² <http://www.mfti.gov.eg/SME/Studies4.htm> / vue le 18/02/2013 .

- كما يمكن لرأس المال الاستثماري المساهمة في إعادة هيكلة المؤسسات الممولة، كما يمكن لرأس المال الاستثماري المساهمة في عملية الخوصصة التي تحدث في الأسواق النامية من خلال شراء أسهم هذه المؤسسات الاقتصادية والمساهمة في تعظيم قيمتها.

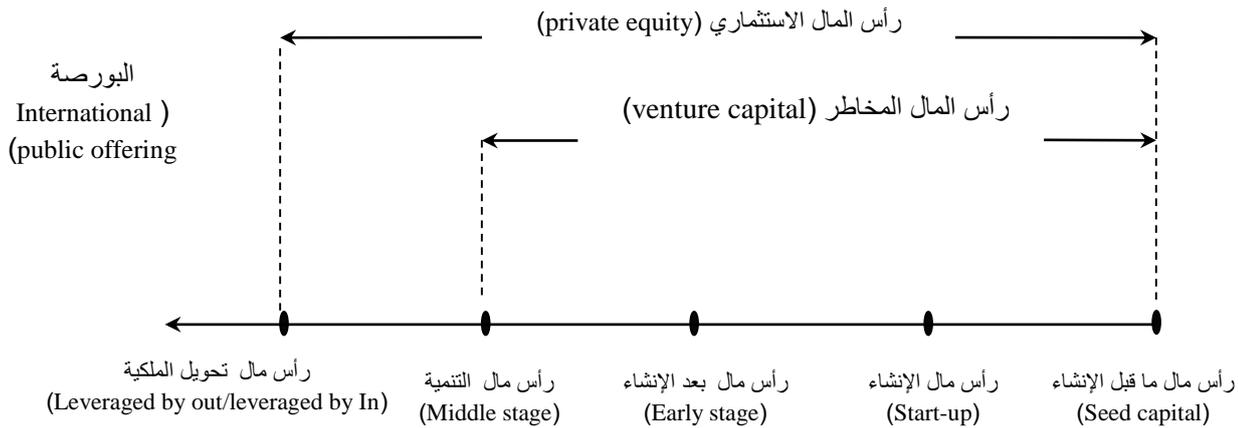
المطلب الثالث: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال الاستثماري ومبادئ عمل شركات رأس المال الاستثماري

تختلف مراحل عملية الاستثمار برأس المال الاستثماري باختلاف مراحل نمو المؤسسة الممولة، وسيتم تحديد في هذا المطلب مراحل التمويل ومبدأ عمل شركات رأس المال الاستثماري.

1. مراحل التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري

يوضح الشكل التالي مراحل وأنواع رأس المال الاستثماري

شكل رقم (3-1): مراحل عملية الاستثمار برأس المال الاستثماري



Source : Cherif Mondher, op-cit, p21.

من الشكل رقم (3-1) يمكننا استنتاج مراحل عملية الاستثمار برأس المال الاستثماري كالآتي:

1. رأس المال المخاطر: ويشمل تمويل المراحل الأولى من حياة المؤسسة ويهتم بالمراحل الآتية: ¹

- رأس مال ما قبل الإنشاء (seed capital): تتميز هذه المرحلة بالمخاطرة المرتفعة، لأن احتمال الفشل لمؤسسة ليس لها كيان قانوني في السوق يكون كبيراً، ويتدخل رأس المال الاستثماري في هذه المرحلة لتغطية نفقات البحث وتطوير المنتج وفي الغالب عملية تجربته في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليه.

¹ http://www.evca.com/html/PE_industry/glossary.asp

- رأس مال الإنشاء (start-up): يتدخل رأس المال الاستثماري في بداية النشاط أي في السنوات الأولى من التواجد، حيث تكون في حاجة إلى تمويل تنمية منتج، أو سوق أولي، أو تغطية نفقات تسويق المنتجات، أو البدء في الإنتاج.¹

- رأس مال بعد الإنشاء (Early stage): يغطي مرحلة البداية التجارية لحياة المشروع ثم المرحلة الأولى من التمويل و التي تغطي نفقات البداية التجارية، وتجمع هذه المرحلة كل المخاطر التي يعاني منها مشروع جديد و شركات رأسمال الاستثماري هي الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة².

- رأس مال التنمية (Middle stage): يمول مرحلة نمو وتطور مؤسسة تكون قد حققت أرباحا، لكنها تحتاج لتمويل لكي تطور منتجها، أو تحتاج لرأس مال عامل من أجل زيادة قدرتها الإنتاجية أو اكتسابها لمشروع جديد.³

- رأس مال تحويل الملكية (Leveraged by out/leveraged by In): يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأسمال المشروع ، أو تحويل مشروع قائم فعلا إلى شركة قابضة مالية* ترمي إلى شراء عدة مشاريع قائمة و بالتالي خلال هذه المرحلة تهتم مؤسسات رأس مال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية و المالية في المشروع ، إلى مجموعة جديدة من الملاك.⁵

❖ تمويل فترات تحويل الملكية والحالات الخاصة: تعتبر مرحلة التمويل المتقدمة أحد مجالات التمويل في مهنة رأس المال الاستثماري ونجد حالتين هما:

• رأس مال تحويل الملكية: leverage by out (LBO)

يستخدم هذا النمط من التمويل عندما يرغب المؤسسين تحويل المشروع الى شركة قابضة مالية، أي يتم تحويل ملكية المؤسسة لمجموعة جديدة من الملاك.

ويتدخل رأس المال الاستثماري في مرحلة التحويل في حالة ما إذا ما فضل الورثة عدم استمرار في نشاط المؤسسة مثلا، ويتم ذلك عبر تكوين شركة مالية قابضة تمنح قروضا تمنح قروضا لشركاء جدد. وبعد سداد الالتزامات المالية تنتقل الملكية للشركاء في شركة متفرعة.

¹ Bessis Joël, **Capital risque et financement d'entreprises**, Economica , Paris ,1988,P-P:23-26.

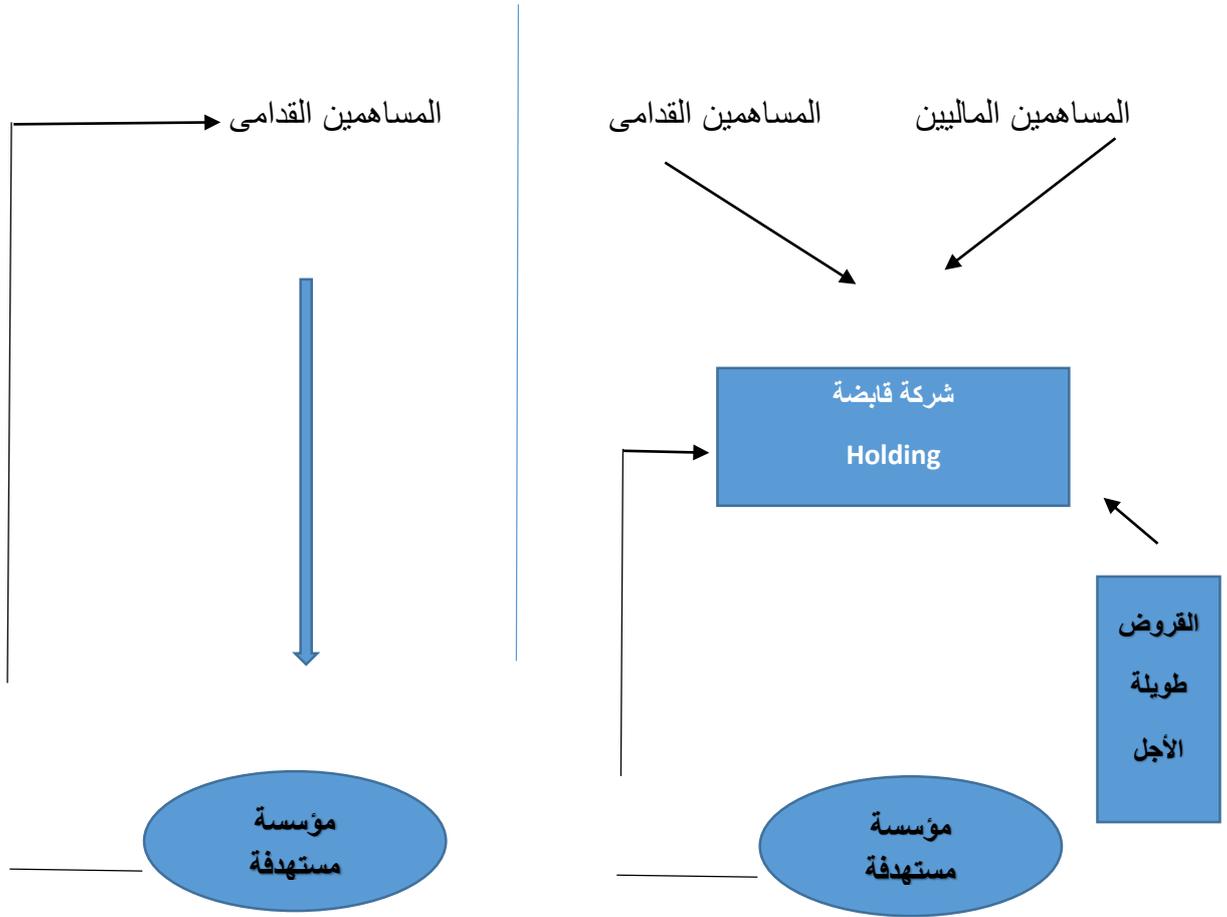
² Murat Tasci, **Venture Capital**, Forbes, 2004, p2.

³ **Idem**,p2.

* شركة قابضة مالية: الغرض الرئيسي لهذه الشركة هو المشاركة في رأسمال شركة أو عدة شركات أخرى بغرض السيطرة عليها عن طريق ملكية غالبية أسهمها، وبالتالي تقوم بوضع الخطط العامة لها، ورسم الإستراتيجية الخاصة بهذه الشركات، كما تقوم بتشكيل جميع مجالس إدارات هذه الشركات، وفي الواقع نجدهم أعضاء مجلس الإدارة في الشركة القابضة، وتسمى هذه الشركات التي تسيطر عليها الشركة القابضة بأنها شركات تابعة،

⁵ برييش السعيد، **مرجع سبق ذكره**، ص9.

شكل رقم (1-4): تحويل الملكية بالرفع



Source : Fabien Provost, **Entrepreneurs, Quel Private Equity pour vous accompagner ?**,
Edition revue banque, année 2009, p114.

- تمويل مرحلة إعادة الهيكلة: تعتبر مرحلة الانهاض من بين المراحل الحرجة والخطرة عن سابقاتها والعمل المطلوب من الممول هو إعادة هيكلة نشاط المؤسسة والقيام بتجديد عمليات الإنتاج أو تجديد يمس الهيكل، التنظيم، التكنولوجيا والتسويق، ومن دون شك تكون عملية الانهاض خطيرة وتحتاج العملية لمصادر مالية كبيرة.

إنّ تحتاج المشاريع لمصادر تمويل تتماشى مع دورة حياتها، فكلما انتقل مشروع من مرحلة الى أخرى تغيرت حاجته التمويلية، ولهذا الغرض تقوم شركات رأس المال الاستثماري على دراسة المشروع

وتوفير التمويل اللازم حسب مرحلة المشروع سواء تعلق الأمر بمرحلة الانشاء، النمو أو التنمية أو تحويل الملكية. ويلخص الجدول الاتي مراحل تمويل رأس المال الاستثماري:

جدول رقم(1-1): دورة حياة المنتجات والتمويل برأس المال الاستثماري

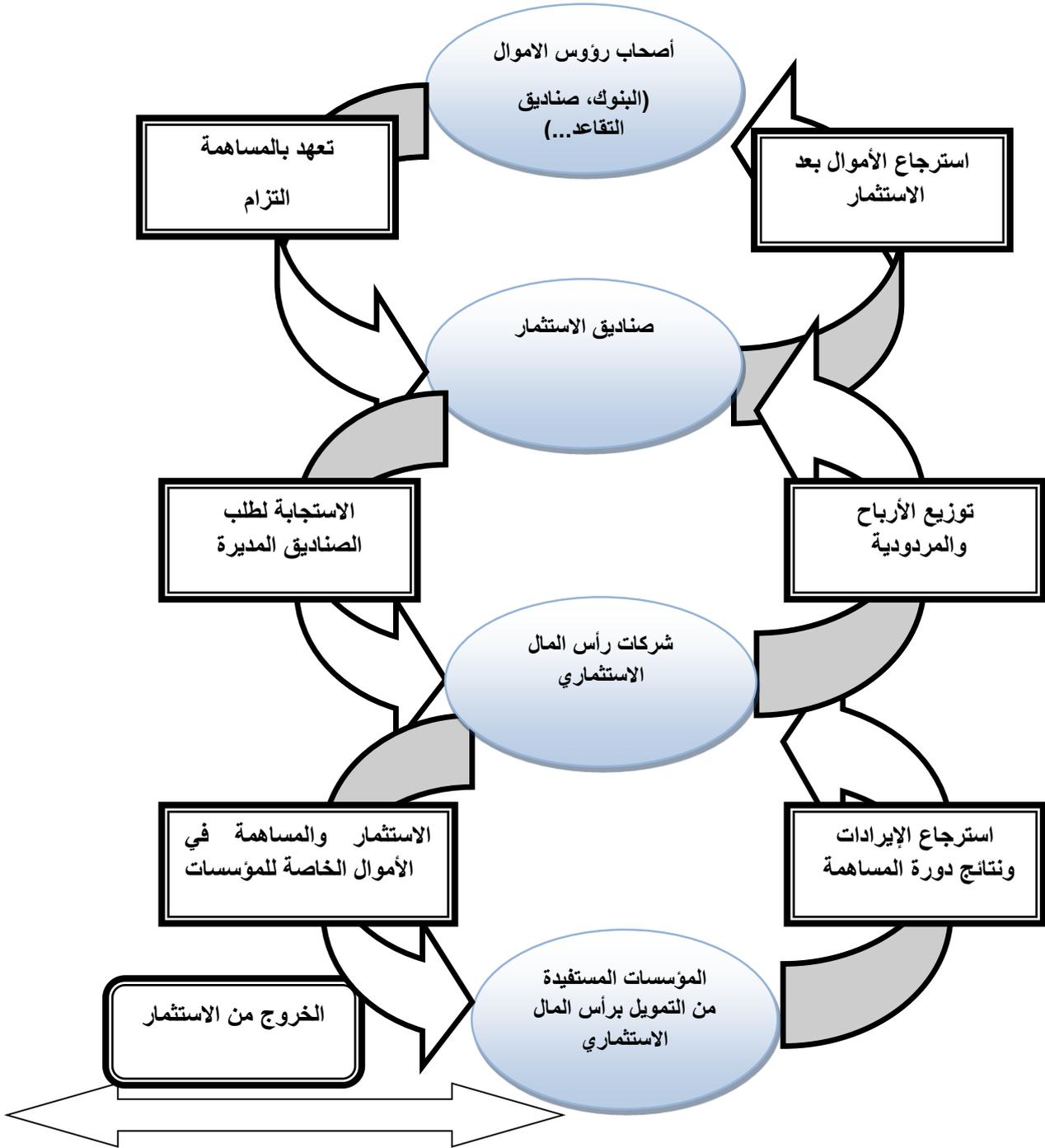
عوامل المنافسة	البرنامج المخطط	التمويل	
الإبداع	البحث والتطوير	Capital d'amorçage	ما قبل الانطلاق
اختراق الأسواق	تمويل العمليات التجارية	Capital démarrage	الانطلاق
اقتصاديات السلم	الإنتاج والتنميط	Capital croissance	النمو
السوق	تسويق دولي	Capital développement	التنمية والنضج
المرونة	التخلي على المنتج	Capital recouvrement	التدهور(مرحلة الإنهاض)

Source: T.LIVETT, comment tirer parti du cycle de vie d'un produit ?, 1986, p34.

2. مبدأ عمل شركات رأس المال الاستثماري

تؤدي شركات رأس المال الاستثماري دور الوسيط المالي الذي يقوم بتوظيف الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار، عن طريق المساهمة في رأس مال مؤسسات عادة ما تكون في بداية نشاطها، أو تمر بمرحلة ركود ومتعثرة ماليا، ولهذا فان نظام عمل شركات رأس المال الاستثماري يتميز بوجود أربع (4) اليات أساسية كما يبينه الشكل في الصفحة الموالية:

شكل رقم (1-5): دورة شركات رأس المال الاستثماري



المصدر: Bernard Paulre, Le capital risqué aux états unis, Recherche effectuée dans le cadre d'une convention avec CDC institute, Paris, 2003, p30

وكما يبينه الشكل أعلاه نلاحظ أن نظام رأس المال الاستثماري مبني على 4 أطراف أساسية والمتمثلة في: أصحاب رؤوس الأموال أو المستثمرون الماليين، ويعتبرون كشركاء محدودي المسؤولية (Limited Partners) والذين يستثمرون هذه الأموال في صناديق الاستثمار (Funds) التي تعتبر الطرف الثاني في نظام رأس المال الاستثماري وهي عبارة عن مؤسسات مالية تتولى جمع الأموال ومدخرات الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم يعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض توظيف تلك المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا ومجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرين والمستثمرين معا.¹

أما الطرف الثالث فهو شركات رأس المال الاستثماري (Venture Capital Firms) حيث تقوم صناديق الاستثمار بإنشائها وتمويل استثماراتها، فهي عبارة عن وسيط مالي تقوم باستثمار أموال صناديق الاستثمار في المشاريع والمؤسسات التي تتميز بدرجة مخاطرة عالية مع توقع تحقيقها لعوائد مرتفعة، وأخيرا يتمثل الطرف الرابع في المؤسسات المستفيدة من التمويل برأس المال الاستثماري والتي تشكل المحفظة المالية لشركات رأس المال الاستثماري.

3. ميكانيزم عمل شركات رأس المال الاستثماري

تمر شركات رأس المال الاستثماري بستة (6) مراحل أساسية للقيام بالتدخل والاستثمار في أي مشروع، وهي كالآتي:

1.3. تحديد استراتيجية استثمار شركة رأس المال الاستثماري

- ككل الشركات، شركة رأس المال الاستثماري تقوم بتحديد استراتيجية استثمارها، وذلك قصد توضيح سياسة الاستثمار الخاصة بها، ويتم هذا عن طريق:
- تحديد القطاعات التي تستثمر فيها (التجارة الإلكترونية، الإلكترونيك، بيو تكنولوجي، صناعي...).
 - المنطقة الجغرافية التي سوف تقوم بالاستثمار فيها.
 - تحديد مرحلة نمو المؤسسات المستهدفة (عند الإنشاء، مرحلة النضج...).
 - نوع الخطر الذي تستطيع أن تتحمله شركة رأس المال الاستثماري، خطر الزبائن، خطر المنتج...).

¹ Mark St Giles et al, **Managing Collective Investment Funds**, Second Edition, John Wiley Edition, England, 2003, p: 13.

2.3. جمع رؤوس الأموال اللازمة

في هذه المرحلة تقوم شركات رأس المال الاستثماري بتقديم دراسة شاملة عن المشاريع التي تود الاستثمار فيها إلى مساهميها وتحاول إقناعهم للحصول على الأموال الكافية لتقوم باستثمارها، وتتمثل مصادر الأموال عموماً في سبعة (7) مصادر هي كالتالي:

▪ صناديق التقاعد (pension funds).

▪ البنوك وشركات التأمين.

▪ الشركات غير المالية والمستثمرون الصناعيون.

▪ الأشخاص المعنويون والعائلات.

▪ وكالات الدولة.

▪ المنظمات والجامعات.

▪ أصحاب رؤوس الأموال الأخرى.

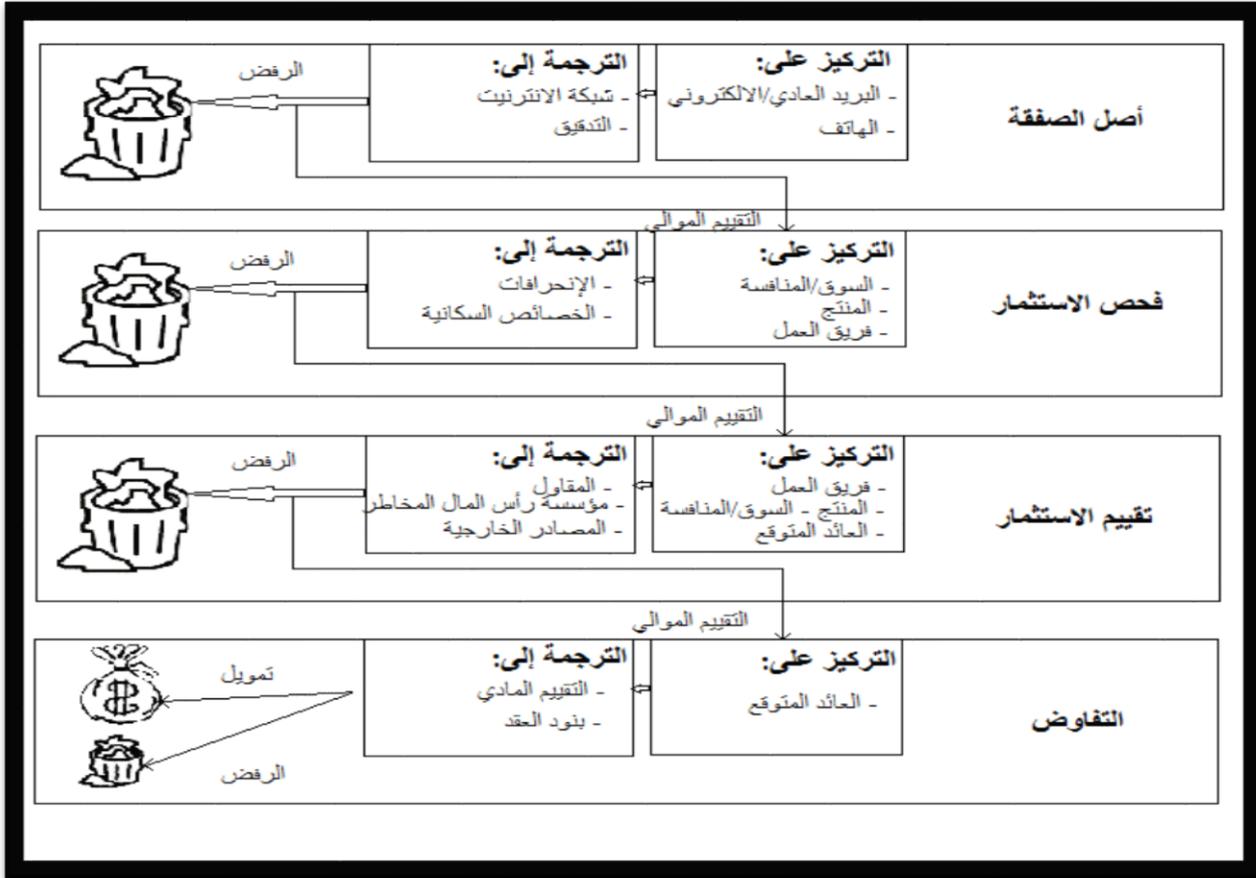
وأكدت دراسة قامت بها الجمعية الدولية لرأس المال المخاطر (NVCA) سنة 2004، على أن أهم مصدر تمويل شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة هو صناديق التقاعد بنسبة 42%، ثم البنوك وشركات التأمين بنسبة 25%.

4.3. الاستثمار والتدخل في تمويل المشاريع

في المرحلة الثالثة تقوم شركات رأس المال الاستثماري باختيار المشاريع التي تتوافق مع سياستها الاستثمارية، فعادة قبل اتخاذ شركة رأس المال الاستثماري قرار الاستثمار تقوم بعدة إجراءات كما يبين الشكل في الصفحة الآتية:

¹ NVCA: National Venture Capital Association, 2004 / www.nvca.com.

شكل رقم (1-6): مراحل اختيار المشاريع في للتمويل برأس المال الاستثماري



المصدر: محمد شريف بن زواي، مرجع سبق ذكره، نقلا عن: Venture, Douglas Cumming,

Capital: Investment Strategies, Structures and Policies, Wiley & Sons, Canada, 2010, p11

5.3. متابعة الاستثمار، إعادة الاستثمار وإعداد التقارير

هذه المرحلة موجهة لطرفين هما المقاولين أو أصحاب المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري، وكذلك أصحاب رؤوس الأموال أو المساهمين في شركة رأس المال الاستثماري. بالموازاة مع مراقبة المؤسسات الممولة، شركات رأس المال الاستثماري وجب عليها تقديم تقارير منتظمة لأصحاب رأس المال أو المساهمين على الأقل مرتين إلى ستة (6) مرات في السنة، وذلك عن:

- كل الاستثمارات الجديدة.
- الخروج من الاستثمارات (بيع مؤسسة ممولة مثلا).
- النتائج المحققة من طرف المؤسسات الممولة.

6.3. الخروج من الاستثمار

تتمثل طرق الخروج من الاستثمار في خمس (5) استراتيجيات أساسية وهي الاستراتيجيات

الآتية:¹

تتمثل الطريقة الأولى في العرض العام للجمهور (IPOs: Initial Public Offerings)، والتي تتمثل في إصدار المؤسسة الممولة لأوراق مالية يتم طرحها للاكتتاب العام.

- بيع الشركة الممولة إلى شركة أكبر منها وبالتالي عبارة عن عملية إدماج لهذه الشركة في شركة أكبر منها، ويقوم كل من صاحب رأس المال الاستثماري والمقاول ببيع حصتهما لهذه الشركة الأم.

- البيع الثانوي أي أن شركة رأس المال الاستثماري تقوم ببيع حصتها لشركة رأس مال استثماري أخرى أو شركة أخرى ويحتفظ المقاول بحصته.

- إعادة الشراء وهنا يقوم المقاول بإعادة شراء حصة شركة رأس المال الاستثماري.

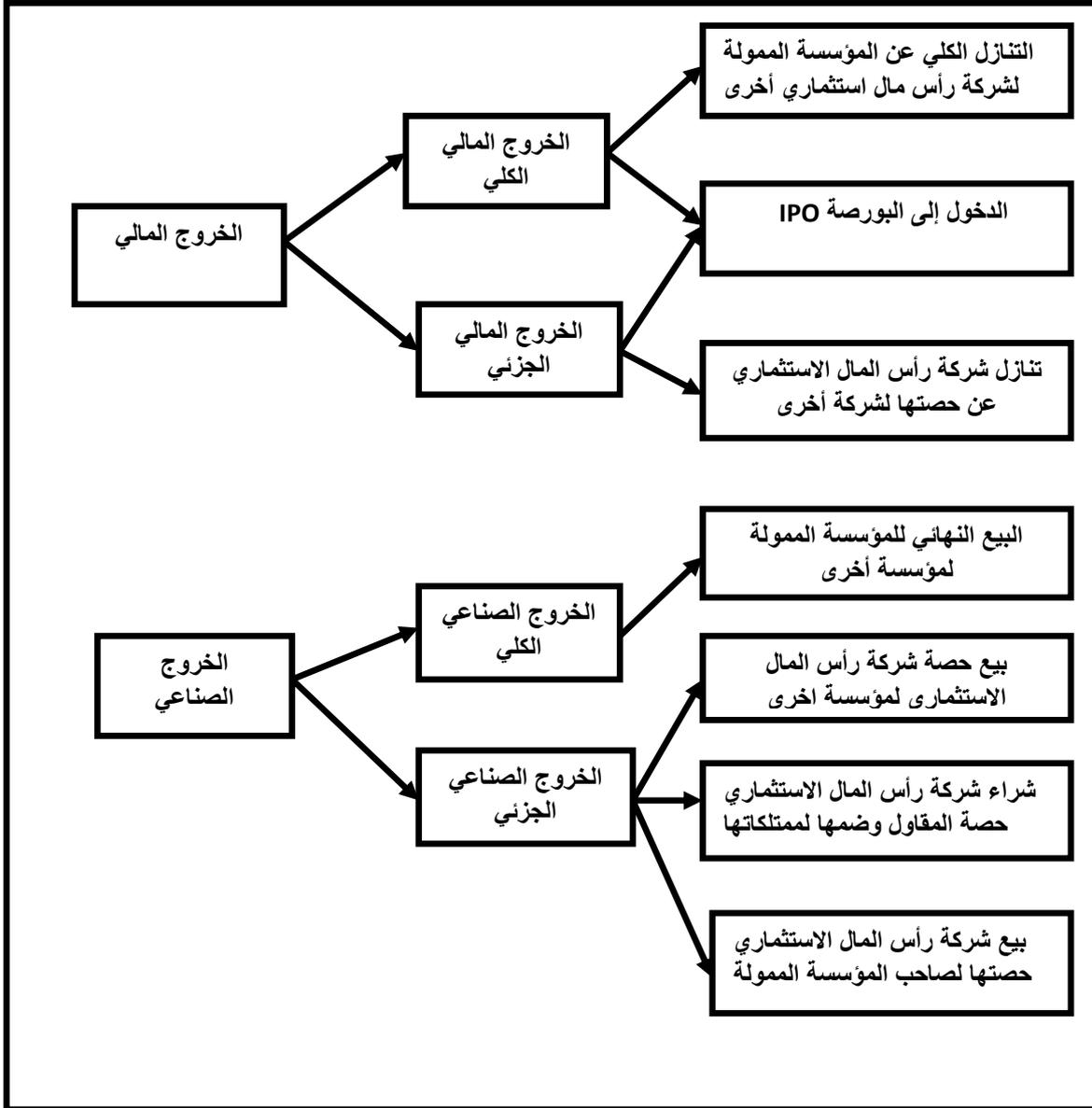
- التصفية في حالة فشل المشروع أو المؤسسة الممولة.

ويمثل الشكل الآتي التفريق بين طرق خروج رأس المال الاستثماري من المؤسسة الممولة، ويميز

بين الخروج المالي والخروج الصناعي وبين الخروج الكلي والخروج الجزئي.

¹ Douglas J.Cumming &Sofia A. Johan, **Venture Capital and Private Equity Contracting An International Perspective**, Elsevier Inc, United States, 2009,p583.

شكل رقم(1-7): طرق خروج رأس المال الاستثماري



Source: Guillaume Friedel, Private equity:Acquisition ,IPO et performance, mémoire de recherché, HEC paris, p6.

وتأخذ صفة الخروج الناجحة عوائد فعلية لشركات رأس المال الاستثماري ومسير المؤسسة الممولة على حد سواء، حيث يراها الممول مرحلة تحول حقوق الملكية الى سيولة «Cash Out»، أما بالنسبة لصاحب المؤسسة الممولة فهي مرحلة جني الثمار والاستحواذ على المؤسسة.

وتتحدد سيناريوهات الخروج بعوامل مختلفة تتمثل في:

✓ البيئة الاقتصادية.

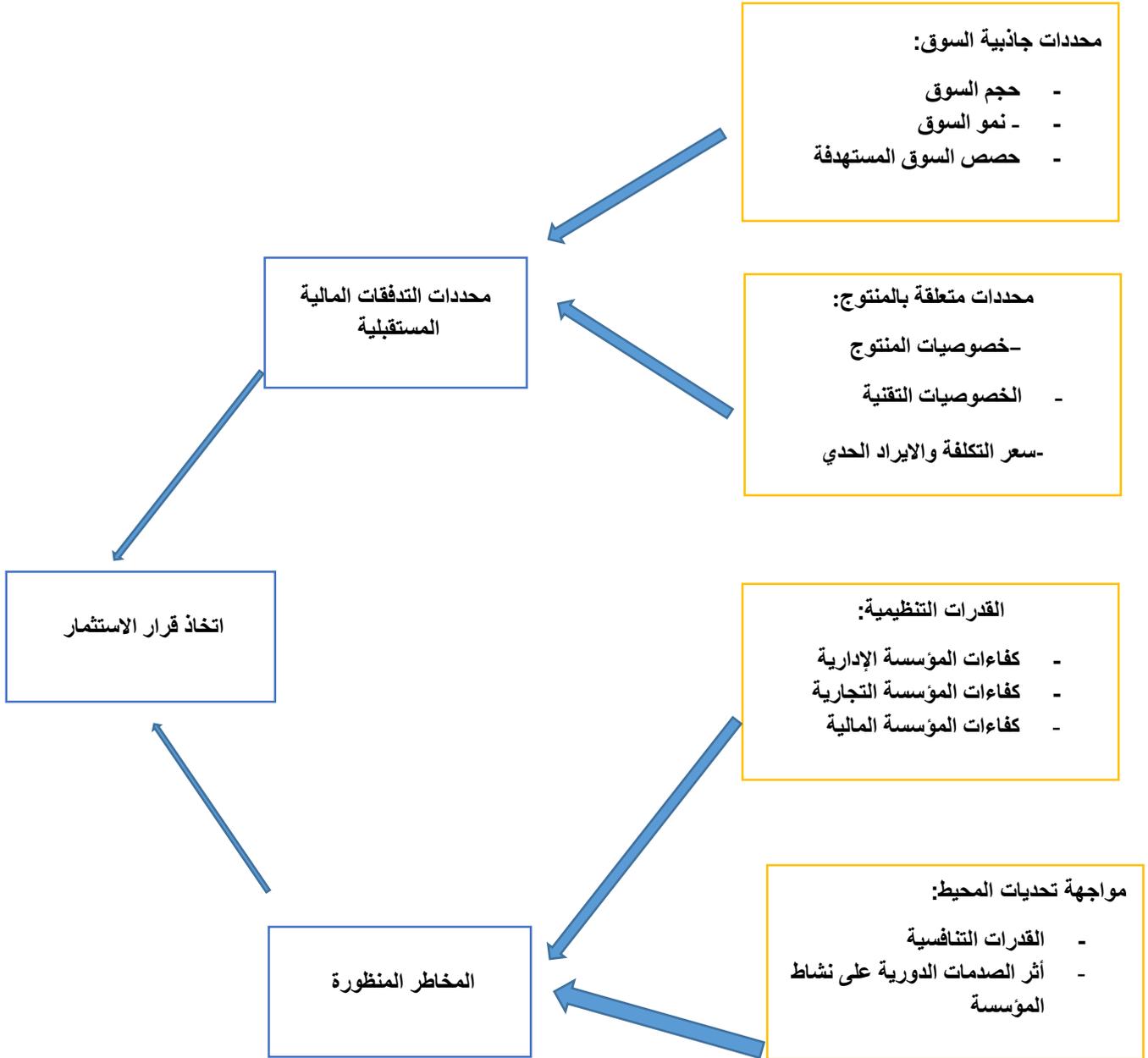
✓ الثقافة السائدة.

✓ وضعية أسواق المال.

4. محددات انتقاء المشروع الممول

ان التمويل برأس المال الاستثماري يستوجب مجموعة من الشروط لاتخاذ قرار سليم وموضوعي، وتدرس الملفات عبر مراحل الانتقاء أو ما يعرف بمرحلة قراءة مخطط الأعمال، وتنتهي باتخاذ قرار التمويل أو رفضه. ويبين الشكل الاتي شروط قبول التمويل:

شكل رقم (8-1): مراحل انتقاء المشروع الممول



SOURCE: TYBJEE ET BRONO, A MODEL OF VENTURE CAPITAL INVESTMENT ACTIVITY,
MANAGEMENT SCIENCE, VOL 30, N°9, IN E.STEPHANY, OP-CIT, p115.

المبحث الثالث: تجارب بعض الدول في التمويل برأس المال الاستثماري

منذ نهاية الحرب العالمية الثانية بدأ التمويل برأس المال الاستثماري يتسع ويتطور في الولايات المتحدة الأمريكية، وينتشر تدريجياً في أنحاء مختلفة من العالم، حيث بدأ رحلته الأولى في بداية السبعينات في القارة الأوروبية، وهو حالياً يتطور باستمرار في اقتصاديات الدول الناشئة. وسنتطرق في هذا المبحث إلى عرض تجارب بعض الدول في العالم، وسنحاول من خلال عرض هذه التجارب استخلاص الدروس.

المطلب الأول: تطور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

كانت النشأة الحديثة لرأس المال الاستثماري في أمريكا عام 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال الاستثماري في العالم وهي مؤسسة تخصصت في تمويل الشركات الإلكترونية، وهكذا بدأ نشاط رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينيات استجابة لاحتياجات التمويل بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة والثورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي وخاصة في صناعة الكمبيوتر، ونمت مؤسسات رأس المال الاستثماري نمواً مذهلاً واستطاعت أن تحقق قفزة نوعية، فقد استطاعت تلك المؤسسات تجميع 2,5 مليار دولار تضاعفت بعد عشر سنوات بمقدار 12 مرة، إذ بلغ حجم المساهمات في مؤسسات رأس المال الاستثماري نهاية 1987 نحو 2 مليار دولار¹. وفي سنة 2000، عرف رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية دفعةً قوياً بسبب التطور التكنولوجي والتحكم في التضخم، ليبلغ أقصى مستوياته، إلا أن أزمة سنة 2007 حالت دون بلوغ مستويات سنة 2000 مرة أخرى².

1. ظهور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

عرف رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة عدة مراحل منذ نشأته إلى غاية تطوره الحالي ويمكن عرض هذه المراحل في الآتي:

1.1. مراحل تطور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

شهدت الولايات المتحدة أول ظهور لرأس المال الاستثماري (Private Equity) ورأس المال المخاطر (Venture Capital)، وبقيت منذ ذلك الحين الرائدة في هذا النوع من التمويل.

¹ رابح خوني، رقية حساني، آفاق تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ملتقى وطني حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، جامعة سطيف- الجزائر، أيام 25-28 أفريل 2003، ص94.

² Bernard Guilhon & Sandra Montchaud, Le capital-risque : mécanisme de financement de l'innovation, Lavoisier, Paris, 2008, pp: 26-43.

أنشئت أول شركة رأس مال استثماري شركة الأبحاث والتطوير الأمريكية: (American Research and Development: ARD) سنة 1946 من طرف الجنرال الفرنسي جورج دوريويت (Georges Doriot) الأمريكي الأصل، وكانت هذه الشركة عبارة شركة استثمار مقيدة بالبورصة.

وتمثلت مهام هذه الشركة في المساهمة في رؤوس أموال المؤسسات الصغيرة، ذات المخاطر المرتفعة والتكنولوجيا المتقدمة والجديدة، في ظل الدمار الذي تركته الحرب العالمية الثانية، ورغم انخفاض نسب الاستثمار للمؤسسات الاستثمارية في تلك المدة إلا أن شركة (ARD) حققت نجاحا حيث ارتفعت قيمة استثماراتها من 70 000 دولار إلى 335 مليون دولار خلال 30 سنة

من إنشائها.¹

وبين سنة 1955 و1969 عرف رأس المال الاستثماري تطورا ملحوظا نظرا للظروف الملائمة والتي تمثلت في: تطور السوق المالية الأمريكية والتي سمحت بتوفير ميكانيزمات الخروج لشركات رأس المال الاستثماري، وظهور المسؤولية المحدودة (LP: Limited Patnerchip) عام 1958 وكذا إنشاء (SBA : Small Bussiness Administration)، وتنوعت شركات رأس المال الاستثماري بين مقيدة بالبورصة وشركات الاستثمار الصغيرة (SBICs: Small Business Investment) وهي عبارة عن مؤسسات خاصة تعنى بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحصل على دعم دائم من طرف الحكومة الأمريكية. وتعتمد SBICs في قيامها بالتمويل على قدرتها الخاصة على اقتراض الأموال من الخزينة الأمريكية بمعدلات منخفضة.²

كما عرف رأس المال الاستثماري نموا في الثمانينات نتيجة لتغير قوانين مؤسسات الاستثمار (صناديق التقاعد، مؤسسات التأمين) والذي لعب دورا مهما في جذب الأموال نحو شركات رأس المال الاستثماري، حيث ارتفع رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة من 4,5 مليار دولار سنة 1980 إلى 36 مليار دولار سنة 1997، وهذا التطور الذي عرفته سوق رأس المال الاستثماري انعكس إيجابا على السوق المالية الأمريكية IPO.

وبعد ذلك عرف سوق رأس المال الاستثماري استقرارا في بداية التسعينيات، إلا أنه عاود الارتفاع من جديد في بداية سنة 2000 حيث ارتفع من 51,3 مليار دولار سنة 1999 إلى 100,36 مليار دولار سنة 2000.

¹ Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Trainar, **Private equity et capitalisme français**, rapport, paris, 2008, p29.

² Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Trainar, **op-cit**, 2008, p30.

2.1. تطور نشاط شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

شهدت الولايات المتحدة ازدهارا كبيرا في مجال رأس المال الاستثماري، حيث بلغ أوجه سنة 2008 حيث وصل رأس المال الاستثماري إلى 268,94 مليون دولار، وكان هذا أكبر حد وصل إليه، كما يعتبر رأس المال الاستثماري العامل الذي أنقذ أمريكا من التخلف أمام اليابان ويبين الجدول الآتي تطور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة للفترة الممتدة بين سنة 2001 و2011.

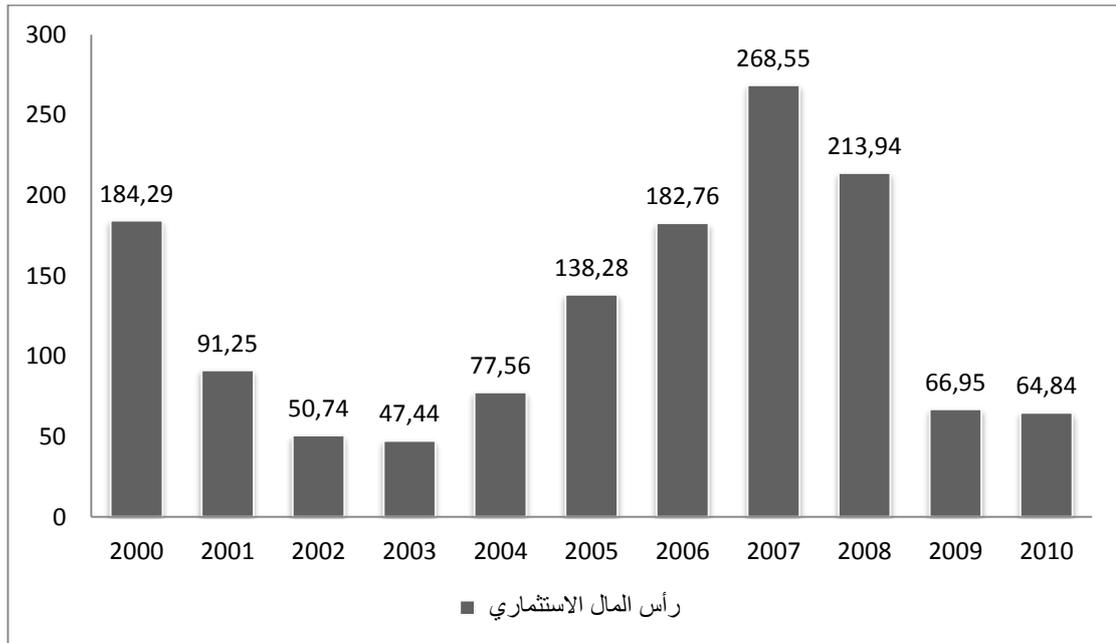
جدول رقم(1-2): تطور أداء شركات رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة

السنوات	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
رأس المال الاستثماري	91,30	64,84	66,95	213,94	268,55	182,76	138,28	77,56	47,44	50,74	91,25	184,29
عدد شركات رأس المال الاستثماري	372	336	305	441	495	441	435	369	283	322	462	809

Source : Thomson & National Venture Capital Association, www.nvca.org, 2012, p22.

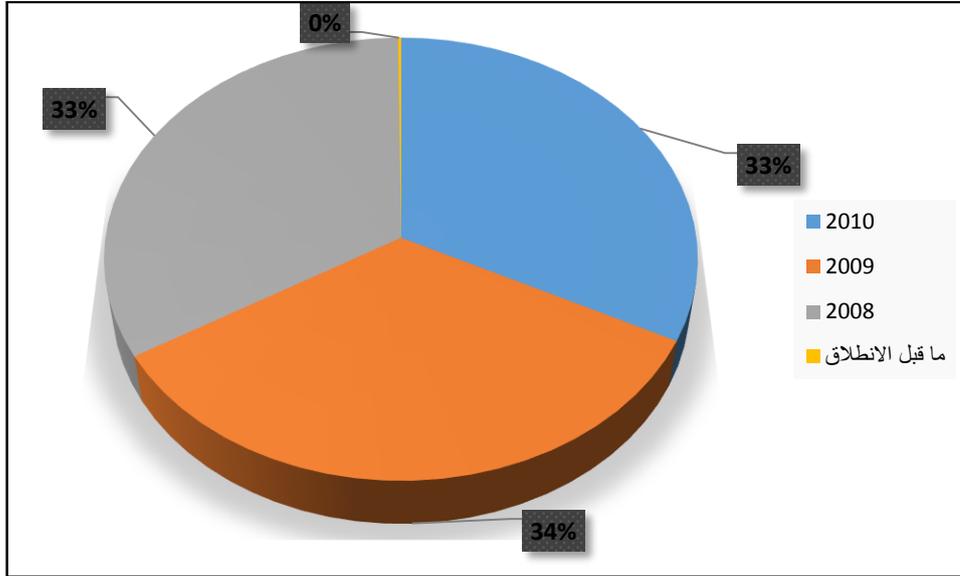
شكل رقم(1-9): تطور رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة الأمريكية ما بين 2000 و2011

2011



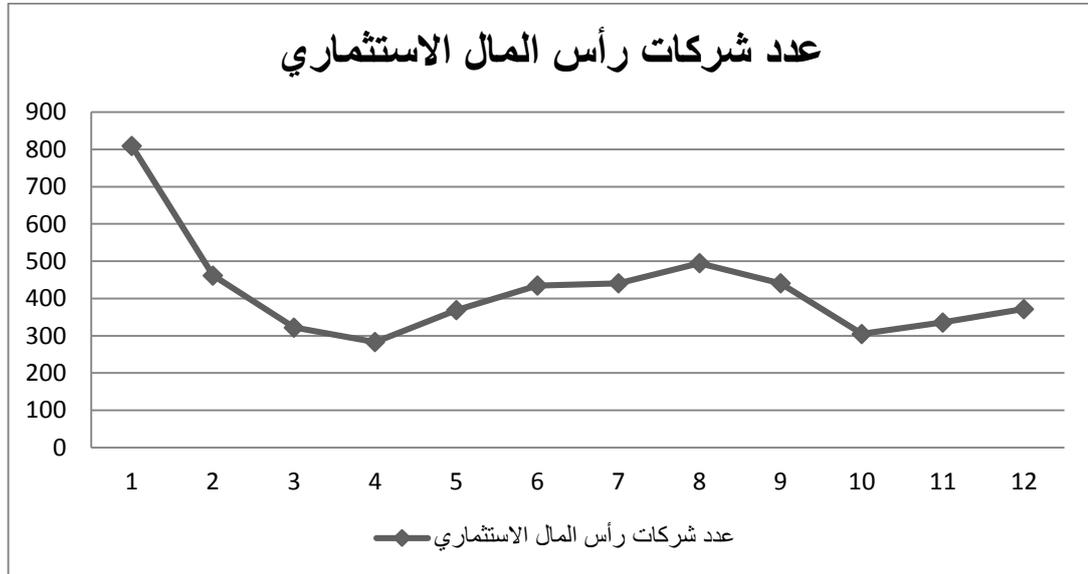
المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول أعلاه

شكل رقم(10-1): حجم التمويل برأس المال الاستثماري حسب المراحل في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2015



Source : Thomson & National Venture Capital Association, www.nvca.org, 2016, p14.

شكل رقم(11-1): تطور شركات رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة الأمريكية للفترة بين 2011-2000



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم(10-1)

من خلال الشكل رقم(10-1) يتضح تطور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية حيث بلغ أقصاه سنة 2008 بسبب التطور التكنولوجي، إلا أن أزمة الرهن العقاري حالت دون وصوله إلى

مستويات أكبر، بسبب تدهور الثقة في السوق المالية، وتأثر البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية، ومواجهتها للإفلاس.

2. شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

1.1. أنواع شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

تتمثل شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة في أربع أنواع هي كالآتي:

- **الصناديق المالية لرأس المال المخاطر (Financial Venture Capital Funds):** وهي عبارة عن فروع لمؤسسات مالية خاصةً البنوك التجارية، وغالبا ما تكون المؤسسات الممولة أحد زبائن المؤسسة الأم (البنك التجاري)، يتم الاستثمار فيها من أجل الحصول على عائدات الاستثمار مقابل تقديم الخبرة المالية اللازمة.¹

- **شركات رأس المال المخاطر مستقلة:** أو تابعة لمؤسسات غير مالية غالبا ما تكون مؤسسات صناعية، تقوم بتمويل المؤسسات التكنولوجية التي هي في مرحلة ما بعد الإنشاء بغرض الحصول على التكنولوجيا.²

- **شركات رأس المال المخاطر ذات المسؤولية المحدودة:**³ وهي عبارة عن مؤسسات تمويل تم تأسيسها من قبل مؤسسات رأس مال مخاطر متخصصة، وهو الشكل الأكثر شيوعا في الولايات المتحدة الأمريكية.

- **مؤسسات الاستثمار الصغيرة (Small Business Investment Companies (SBICs):** وهي عبارة عن مؤسسات خاصة أسست سنة 1958، تعنى بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحصل على دعم دائم من طرف الحكومة الأمريكية. وتعتمد SBICs في قيامها بالتمويل على قدرتها الخاصة على اقتراض الأموال من الخزينة الأمريكية بمعدلات منخفضة، وتعد النوع الوحيد لمؤسسات رأس المال المخاطر التي تعتمد في هيكلتها المالية على الديون أكثر من الأموال الخاصة.⁴

¹ William L. Megginson, "**Toward a Global Model of Venture Capital?**", *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 16 . 1 , United States, 2004, p 97.

² TO HUY VU, **op-cit**, 2010, P35

³ TO HUY VU, **op-cit**, 2010, P35.

⁴ William L. Megginson, **op-cit**, 2004,p98.

2.2. مصدر الأموال لشركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

قامت الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر NVCA بدراسة حول مصادر تمويل شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2004 وكانت النتائج الملخصة في الجدول الآتي:

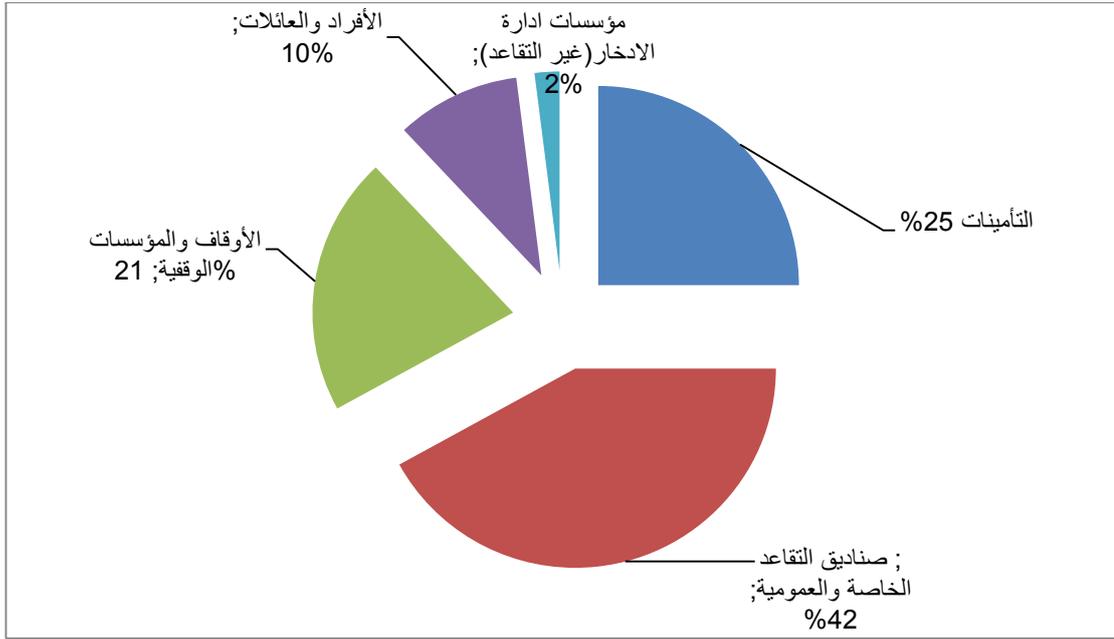
جدول رقم (3-1): مصادر تمويل شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

المصدر	نسبة المساهمة في رأس المال المخاطر
التأمينات	25%
صناديق التقاعد الخاصة والعمومية	42%
الأوقاف والمؤسسات الوقفية	21%
الأفراد والعائلات	10%
مؤسسات ادارة الادخار (غير التقاعد)	2%

المصدر: NVCA year book 2004

ويوضح الشكل الآتي نسب المستثمرين المساهمين في تمويل شركات رأس المال الاستثماري:

شكل رقم (1-12): مصادر أموال شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: NVCA Yearbook 2004

3. طرق الخروج من استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

تتميز شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية بكونها مستثمرة لفترة طويلة، لها الرغبة في إعطاء قيمة مضافة لمؤسسات خاصة، ومن ثم الحصول على عائدات عند بلوغ هذه الاستثمارات مرحلة النضج. وهناك ثلاث طرق أساسية للخروج من الاستثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية، تتمثل الأولى في عملية العرض العام على الجمهور. أما الثانية، فهي بيع المؤسسة مباشرة لمؤسسة أخرى، وأخيراً إعادة بيع المؤسسة للمقاول (البيع الثانوي).

ويعد الخروج عن طريق العرض العام على الجمهور الطريقة الأكثر تفضيلاً في الولايات المتحدة الأمريكية. وتزايدت أهمية عملية العرض العام على الجمهور للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري إلى أن تجاوزت نصف عمليات العرض العام على الجمهور خلال سنة 1999 والتي جمعت 71 مليار دولار في نفس السنة، ووصل عدد عمليات العرض العام على الجمهور للمؤسسات الممولة برأس المال الاستثماري سنة 2010 إلى 72 عملية والتي جمعت حوالي 7017,5 مليون دولار.¹

¹ National Venture Capital Association, **venture impact: The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy**, Fifth Edition 2009, www.ihsglobalinsight.com, 13/12/2012, p: 9.

ويبين الجدول الآتي تطور عدد عمليات العرض العام على الجمهور للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية:

جدول رقم(1-4): العرض العام على الجمهور للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

السنة/الثلاثي	عدد عمليات العرض العام على الجمهور	إجمالي المبالغ المعروضة (مليون دولار)
2005	57	4482,4
2006	57	5117,1
2007	86	10326,3
2008	6	470,2
2009	12	1642,1
2010	72	7017,5
2011	14	1375,8

المصدر: National Venture Capital Association, www.nvca.org, 17/12/2012.

يوضح الجدول رقم (1-4) تطور عدد ومبالغ عمليات العرض العام على الجمهور من قبل المؤسسات الممولة من طرف رأس المال الاستثماري للفترة الزمنية التي تمتد بين 2005 و 2011، ويوضح الجدول أيضا الانعكاس السلبي لأزمة 2007 على سوق رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة الأمريكية، حيث أثرت هذه الأخيرة على قنوات الخروج من الاستثمارات وبالأخص عملية العرض العام على الجمهور، وانخفضت عدد عمليات العرض العام على الجمهور من 86 عملية سنة 2007 إلى 6 عمليات عرض للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري على الجمهور العام سنة 2008 فقط، و 12 عملية سنة 2009. كما أثرت الأزمة أيضا على حجم الاستثمارات وعددها، بسبب انخفاض قيمة المبيعات، إذ وصل عدد الاستثمارات الممولة بين مختلف مراحل الاستثمار إلى 3047 استثمار سنة 2009، والتي تمثل حوالي 19,5 مليار دولار فقط مقابل حوالي 30 مليار دولار سنة 2007. غير أن عمليات العرض العام على الجمهور سنة 2011 تواصل بالوتيرة الإيجابية نفسها التي بدأت بها سنة 2010. فبحلول 2011، كان هناك 14 صفقة، جمع من خلالها حوالي 1,4 مليار دولار.

4. استثمارات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

الجدول رقم (1-5): استثمارات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية حسب

مراحل الاستثمار للفترة 2005-2011 (السداسي الأول)

2007		2006		2005		مراحل الاستثمار	
حجم الاستثمارات بالدولار	عدد الاستثمارات	حجم الاستثمارات بالدولار	عدد الاستثمارات	حجم الاستثمارات بالدولار	عدد الاستثمارات		
1 512 474 400	501	1 248 151 400	388	923 025 400	258		قبل الإنشاء
5 789 886 100	1 080	4 218 942 600	974	3 788 686 400	847		الإنشاء
11 100 928 900	1 290	11 054 766 700	1 394	8 490 689 900	1 124		التوسع
11 969 228 600	1 220	9 746 852 600	1 035	9 494 476 700	1 006		النضج
30 372 518 000	4 091	26 268 713 300	3 791	22 696 878 400	3 235		المجموع
2011 (السداسي الأول)		2010		2009		2008	
حجم الاستثمارات بالدولار	عدد الاستثمارات						
505 547 500	191	1 725 327 100	379	1 754 163 800	355	1 736 675 500	512
3 822 150 500	647	5 478 874 400	1 189	4 718 468 700	938	5 364 006 300	1 100
4 488 433 100	491	9 177 260 700	1 078	6 487 922 600	880	10 572 991 000	1 245
5 031 988 700	451	6 881 341 000	814	6 518 306 600	874	11 042 347 800	1 228
13 848 119 800	1 780	23 262 803 200	3 460	19 478 861 700	3 047	28 716 020 600	4 085

5. عوامل نجاح رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية رائدة في مجال رأس المال الاستثماري وذلك بسبب عدة عوامل نذكر منها:

✓ روح مقاولاتية* عالية

هناك عدة خصائص تبين عوامل نجاح مؤسسات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة منها تقبل الأفكار الجديدة والمنتجات الجديدة وأيضاً ثقافة نجاح التجارب السابقة وتقبل الفشل.

✓ التجمعات الجغرافية للمؤسسات في شكل عناقيد أو مناطق صناعية*

تملك الولايات المتحدة الأمريكية مجموعة هامة من العناقيد الصناعية تضم مجموعة من المؤسسات التي انطلقت من الصفر ثم أصبحت مؤسسات هامة على المستوى الدولي.

✓ فعالية نظام الحاضنات*

تمثل الحاضنات جور مكملاً للتجمعات الجغرافية للمؤسسات، وتقدم حاضنات الأعمال مجموعة من الخدمات والتسهيلات، واليات المساندة والاستشارة لأصحاب المشاريع من أجل الانطلاق في مشروعهم.¹ وتعتبر الحاضنات الأمريكية من خير نموذج لكل الدول الأخرى، حيث حققت نجاحات كبيرة، خاصة في القطاع التكنولوجي.

✓ شركات رأس مال استثماري ذات نفوذ قوي

تعتبر شركات رأس المال الاستثماري الأمريكية الأكثر نشاطاً وفعالية مقارنة بشركات الدول الأخرى، حيث تمثل نسبة 95% من سوق رأس المال الاستثماري العالمي.

روح المقاولاتية*: هي حالة خاصة تتم من خلالها خلق ثروات اقتصادية واجتماعية، لها خصائص تعتمد على عدم التأكد، والتي تدمج فيها أشخاص ينبغي أن تكون لهم سلوكيات ذات قاعدة تخصص بتقبل التغيير وأخطار مشتركة، والاعتماد بالمبادرة والتدخل الفردي للمزيد من المعلومات أنظر الى: صندرة سايبني، سيرورة انشاء المؤسسة، دار المقاولاتية، 2010، ص6.

العناقيد والمناطق الصناعية*: تتمثل بكونها جمعاً جغرافياً لشركات تربطها علاقات في سلسلة القيمة المضاعفة وعلاقات رابطة رأسيّة (أمامية وخلفية) وأفقية مبنية على تبادل السلع والخبرات والموارد البشرية، كذلك توافر خلفية اجتماعية وسلوكية تدعم الترابط بين المؤسسات الاقتصادية. الحاضنات*: هي المكان الذي يقوم بتقديم خدمات وخبرات وتسهيلات للراغبين بتأسيس مؤسسات صغيرة تحت إشراف فني وإداري من قبل أصحاب خبرة واختصاص

1 قاسم كريم، عدمان مريزق، دور حاضنات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18 أبريل 2006، إشراف مخير العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسينية بن بوعلي-شلف، ص550.

✓ التمويل الملائكي (Business Angel)

تتدخل في هذه المرحلة الأموال القريبة من المقاول مثل الأقرباء والأصدقاء والزملاء ومؤسسات الرعاية في مجال الفكرة الجديدة والتي تمنح للجامعات والمراكز البحثية ومكاتب الإدارة البلدية وتكون في الغالب على شكل تقاسم لرأس المال أو قروض بدون فوائد أو منح.¹ ويحتل هذا النوع من التمويلات جزءا كبيرا في الولايات المتحدة وهذا لرغبة المؤسسات الكبيرة التي تملك أرباحا طائلة في استثمار أموالها في المؤسسات الصغيرة والمشاريع الجديدة، ورغبة منها باكتساب المزايا الضريبية، والتقليص من حجم ضرائب أرباحها.

✓ مساعدات هامة من طرف الدولة

وجود سياسة حكومية محفزة حيث حاولت الحكومة الأمريكية إنشاء محيط يدعم تطور الأعمال التجارية، كما قدمت بعض الامتيازات لتحفيز رأس المال المخاطر بصفة خاصة كتخفيض معدل الضريبة على أرباح رأس المال.

✓ إطار قانوني وتنظيمي جيد

طبيعة النظام القانوني في الولايات المتحدة الأمريكية، وخاصة قوانين الإفلاس، كما تقدم السوق الأمريكية مجموعة من آليات الرقابة التي تقلل من عدم تماثل المعلومات أكثر من أي سوق في دولة أخرى، وهذا ما يسمح بتوفير جانب الطلب على رأس المال الاستثماري، باعتبار أن المقاول يريد الحصول على التمويل من مؤسسات رأس المال الاستثماري آخذا بعين الاعتبار السلوك الانتهازي لهذه المؤسسات من خلال محاولتها أخذ الفكرة التي يقوم عليها مشروعه.

المطلب الثاني: تجربة تونس والمغرب في التمويل برأس المال الاستثماري

1. تجربة تونس في التمويل برأس المال الاستثماري

في إطار استراتيجية إصلاح المنظومة المالية وتطوير مصادر تمويل جديدة تواكب اقتصاد السوق، قامت تونس بتبني التمويل برأس المال الاستثماري مبكرا، وهذا في بداية التسعينات حيث قامت بتأسيس صندوق يتخصص في تمويل القطاعات التكنولوجية سمي بصندوق ترقية الابتكارات التكنولوجية Fond d'incitation & innovation (FITI).

¹ Gerald A. Benjamin and Joel B. Marghulis, **Angel Capital, How to Raise Early stage Private Equity Financing**, Wiley Finance, 2005, pp9-12.

وتقوم تونس باستمرار بتهيئة مناخ الاستثمار، واتبعت إصلاحات عميقة مست قطاعات التجارة، الضرائب والبنوك، وقامت الحكومة التونسية بتنفيذ عدة صفقات في إطار خصخصة المؤسسات العمومية. وكرست منذ التعديل الهيكلي مسارا إصلاحيا سريعا وشاملا، كان هذا المنهج الإصلاحية حافزا كبيرا لاستقطاب بنوك أجنبية وصناديق استثمارية عديدة، وتذكر الأرقام الرسمية أن عدد الممولين برأس المال الاستثماري ارتفع ابتداء من سنة 2003 كما هو موضح في الجدول الآتي:

جدول رقم(1-6): تطور شبكة تمويل برأس المال الاستثماري في تونس

2005	2004	2003	
40	38	34	تطور عدد شركات رأس المال الاستثماري
285	278	279	حجم رؤوس الأموال التي تحت تصرفها بمليون دينار تونسي

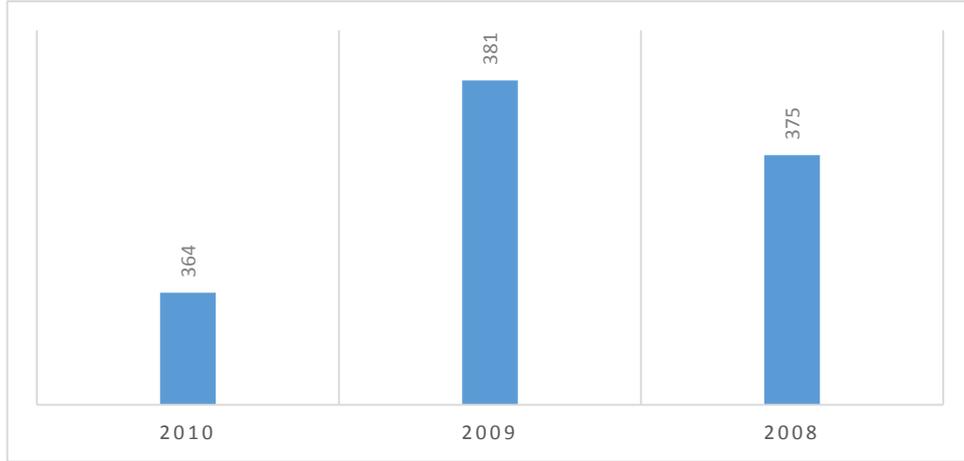
Source : Conseil du marché financier, Tunis 2006.

وأشار تقرير مجلس السوق المالي التونسي أن عدد شركات رأس المال الاستثماري في نهاية سنة 2000 وصل إلى 20 شركة بمبلغ إجمالي قدر ب 207 مليون دينار تونسي وتواصل هذا الارتفاع حتى سنة 2005 ليصل 40 شركة بمبلغ إجمالي قدر ب 285 مليون دينار تونسي، كما شهدت هذه الفترة اهتمام السلطات بتمويل الابتكار من أجل تطوير النسيج الصناعي.¹

كما بلغت عدد الشركات التي تم تمويلها برأس المال الاستثماري في سنة 2008 حوالي 375 مؤسسة كما يوضحه الشكل الموالي:

¹ Khaled Ben Jilani, **le financement du capital risque en tunisie**, tuninvest group & ITCA, Mais 2005, p12.

شكل رقم(1-13): عدد الشركات التي تم تمويلها برأس المال الاستثماري في تونس



المصدر: محمد السعد ناصر، رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعوم من برنامج أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا، السعودية، 2012 ص 51.

• التشريعات المنظمة لرأس المال الاستثماري في تونس

صدر أول قانون في هذا الشأن بتاريخ 02 أوت 1998 واستمرت الجمهورية التونسية في تعديل وتدقيق القوانين وتقديم امتيازات ضريبية إضافية بشروط لتطوير مهنة رأس المال الاستثماري.

وعرف المشرع التونسي رأس المال المخاطر (وليس رأس المال الاستثماري) على أنه شكل من أشكال التمويل الذي يوفر لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التمويل الذاتي الضروري لبعثها وبداية نشاطها ونموها وتحويلها، وبعبارة أخرى يغطي رأس المال المخاطر كل مراحل نمو المؤسسة.

2. مكانة رأس المال الاستثماري في المغرب الأقصى

وضعت المغرب في العقدين الأخيرين إمكانيات مالية للشباب الجامعي الراغب في دخول المقاولاتية والعمل الحر بدعم مالي لإنشاء "مقاولات صغيرة"، فمنذ بداية التسعينات قدمت المملكة المغربية كل الوسائل الكفيلة لدعم الاستثمارات في القطاعات الحديثة.¹

¹ Said Rhomad & Med Idrissi, Le financement de l'innovation dans les PME Marocaine quel apport du capital investissement, ISDAE, Rabat, 2005, p08.

2.2. وضعية رأس المال الاستثماري في المغرب

انتقل عدد الممولين من صندوق واحد ينشط في المغرب بمشاركة أوروبية "صندوق المساهمة 1" في بداية التسعينات إلى أكثر من 13 صندوق في نهاية 2008. ويوضح الجدول الآتي تزايد عدد صناديق الاستثمار في المملكة المغربية من سنة 1990 إلى غاية سنة 2008.

جدول رقم(1-7): عدد صناديق الاستثمار في المملكة المغربية

المجال الزمني	1999 - 1990	2002-2000	2008-2002	18
عدد صناديق الاستثمار الناشئة في المغرب	1	4	13	18

Source : ANIMA, Investment Net Works Notes, document n°6 April 2008.

أما فيما يخص المبالغ الاجمالية المستثمرة عن طريق شركات رأس المال الاستثماري فكان تطورها في المملكة المغربية حسب الجدول الآتي:

جدول رقم(1-8): مبالغ المهنة في المملكة المغربية من 2001 إلى 2006.

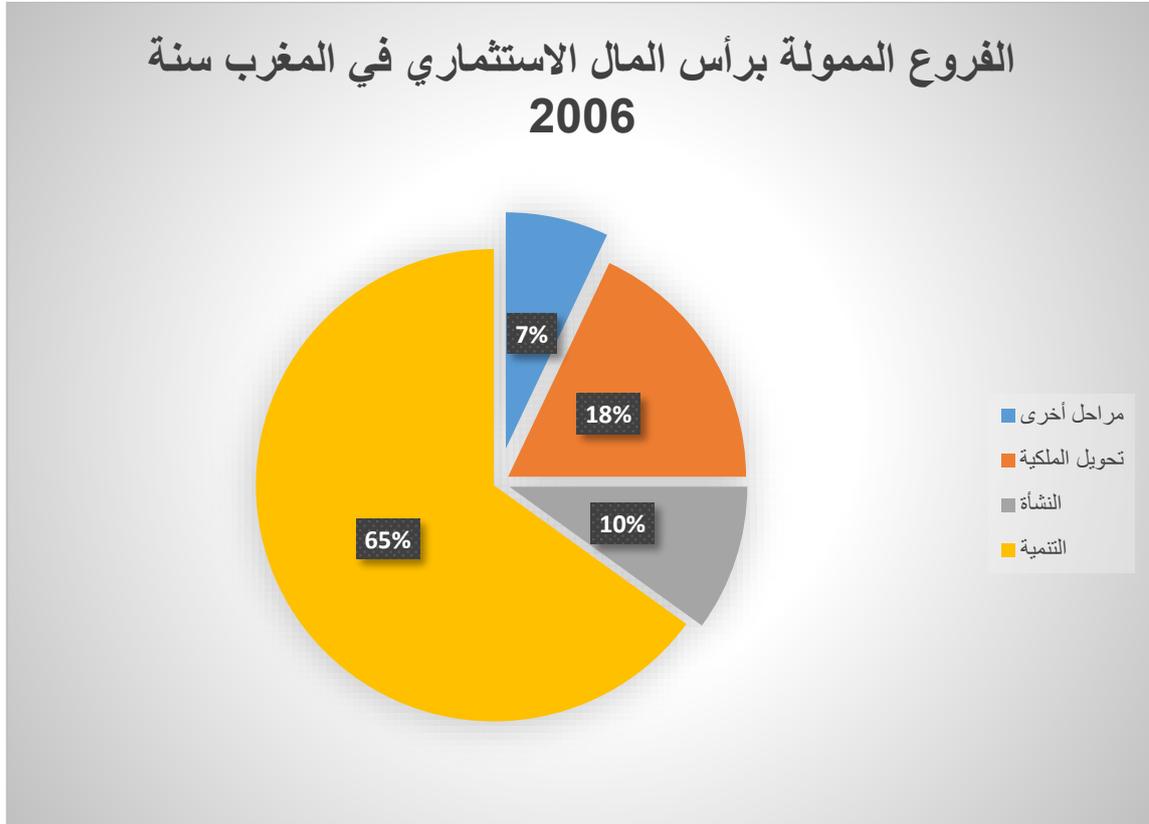
2006	2005	2004	2003	2002	2001	
85	59	40	35	22	11	المبالغ المستثمرة في رأس المال الاستثماري بمليون أورو

Source : G.Ayed, Présentation du marché de capital investissement au Maroc 2007.

نلاحظ من خلال المبالغ الاجمالية للمهنة أن سوق رأس المال الاستثماري عرفت نموا مستمرا حيث انتقلت المبالغ من 11 مليون أورو إلى 85 مليون أورو في ظرف 6 سنوات بعد مساهمة شركات رأس مال استثماري من البحر الأبيض المتوسط ورؤوس أموال معتبرة من دول الخليج في صناديق استثمارية جديدة.

2.1. الفروع الممولة برأس المال الاستثماري في المغرب

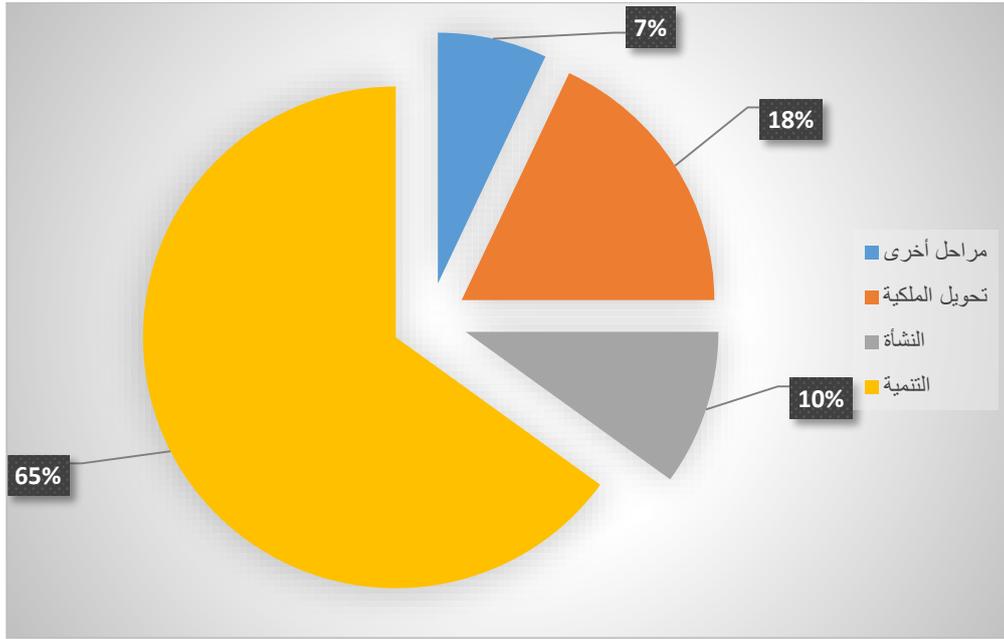
شكل رقم(1-14): تمويل برأس المال الاستثماري حسب الفروع في المغرب سنة 2006



Source : G.Ayed, Op-Cit, p06.

تبين نسب التمويل في سوق رأس المال الاستثماري حسب الفروع أن تمويل مس المؤسسات الصناعية بالدرجة الأولى ب 45% من المبالغ الاجمالية وركزت مساهمة الممولين برأس المال على الصناعات الغذائية، ثم صناعات النسيج بالترتيب، كما وفر الممولون رأس المال لفائدة المؤسسات الاقتصادية التي تنشط في قطاع التوزيع حيث وصلت حصتها إلى حدود 25% من حجم المبالغ. بينما لم تتمكن مؤسسات الخدمات بجلب أنظار الممولين في المغرب فحقتها تصل إلى 20% منها مؤسسات تمويل بالقرض الإيجاري، كما أن قطاع الاتصال والإعلام لا يحصل إلا على 10% من حجم التمويلات سنة 2006. وهذا قطاع حيوي يجلب بين 30 إلى 70% من حجم التمويلات برأس المال الاستثماري في الدول الصناعية.

شكل رقم(1-15): حصص تمويل مراحل نمو المؤسسات في المغرب



Source: G.Ayed, Op-Cit, p07.

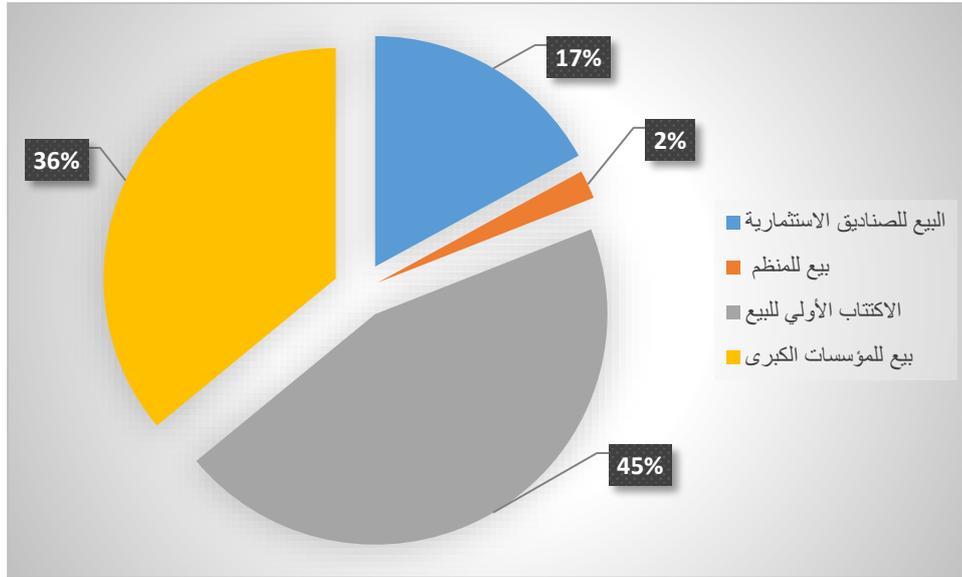
إن نشاط رأس المال الاستثماري لم يخصص رؤوس أموال لفترات انطلاق المشروعات الجديدة، حيث أن حصة التمويل تصل إلى حدود 10% وتمويلات المخاطر هي في الغالب تمويلات المراحل المتقدمة بنسبة إجمالية تصل إلى 83% من إجمالي المبالغ.

3.1 صفقات الخروج من المؤسسات الممولة

يبين الشكل الاتي صفقات خروج شركات رأس المال الاستثماري من المؤسسات الممولة في

المغرب سنة 2006:

شكل رقم(1-16): صفقات الخروج المحققة في 2006



Source : G.Ayed, Op-Cit, 08.

ساهمت التعديلات المؤسساتية التي مست الشوق المالي ووجود رغبة من المقاولين لدخول سوق رأس المال إلى امضاء صفقات الخروج من رأس المال عن طريق الاكتتاب الأولي في البورصة بنسبة وصلت الى 45%، كما استطاعت شركات رأس المال الاستثماري تحقيق صفقات الخروج من خلال بيع للمؤسسات الصناعية الكبرى بنسبة تصل 36%، حيث في 18 صفقة خروج تمت 5 عمليات خروج عن طريق البورصة، وتمت 3 عمليات خروج صناعي، 3 مؤسسات تم بيعها للماليين، وحالتين بيع للملاك المؤسسين.

5. صعوبات التمويل برأس المال الاستثماري في المغرب

تبين من خلال تقرير وزارة المالية أن المغرب تعرف عقبات كثيرة أثرت سلبا على مسار نمو رأس المال الاستثماري، وساهمت الأبعاد السوسيو اقتصادية على تخفيض وتيرة اتساع البدائل التمويلية بشكل عام ورأس المال الاستثماري بشكل خاص، سواء تعلق الأمر بدواعي الطلب على التمويل أو من حيث توفر الخدمات المالية والفنية من الوسطاء المتخصصون.

وتتمثل محددات الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري أن الشركات المتخصصة تهتم في دراسة مخطط العمل على العناصر الآتية، نرتبها حسب الأهمية في العناصر الآتية:¹

- البعد الإداري والتنظيمي للمؤسسات.
- الشفافية في المؤسسات.
- إمكانيات الخروج من المؤسسة الممولة، وتوفر رؤية مستقبلية لخروج شركة رأس المال الاستثماري.
- دراسة مخاطر الاستثمار.
- المردودية المالية.
- إمكانية النمو والتوسع للمؤسسة الممولة والافاق.
- الطابع الابتكاري للمنتج.

¹ Salah Aisse, **Le capital risque au Maroc : contribution a l'élaboration d'un cadre juridique, Fiscal, Comptable et d'accompagnement**, Institut de commerce, Casablanca, 2003, P26.

خاتمة

من خلال هذا الفصل تبين لنا أن رأس المال الاستثماري هو البديل التمويلي الحديث للتخلص من مشكل التمويل وما يتبعه من الإجراءات الصارمة والمعقدة، والضمانات والرهنات التي أثقلت كاهل أصحاب المشاريع الريادية، ويؤكد ذلك الأهمية البالغة التي يحظى بها هذا النمط التمويلي من قبل الدول الصناعية الكبرى على غرار الولايات المتحدة الأمريكية التي تعتبر رائدا في تقنية التمويل برأس المال الاستثماري.

ويعتبر ظهور رأس المال المخاطر في الجزائر حديثا، ويعود إلى بداية تسعينيات القرن الماضي، حيث قام الاتحاد الأوروبي بهدف توفير أدوات تسهيل إنشاء و انطلاق المنشأة الأوروبية، بإنشاء ثلاث مؤسسات رأس مال استثماري على المستوى المغربي: المساهمة سنة 1992 في المغرب، شركة المساهمة وترقية الاستثمارات سنة 1990 في تونس و المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة finalep في الجزائر 1991 .