

أهمية رأس المال الاستثماري كآلية لتمويل الصناعات الناشئة

د. قارة رابح

أستاذ محاضر

جامعة تبزي وزو

ملخص:

المهدف من هذا المقال هو تسليط الضوء على رأس المال الاستثماري الذي يعتبر، كآلية لتمويل الصناعات الناشئة، مختلفاً عن التمويل التقليدي، حيث يهتم بتمويل المشاريع المبتكرة و المبدعة. فبعد أن تطرق إلى مفهومه وأهميته الاقتصادية ، اهتم هذا المقال بتحليل أنماط التمويل برأس المال الاستثماري ومراحله وتقديره، وكذا طريقة عمله. و يخلص هذا البحث إلى التأكيد على أن رأس المال الاستثماري يعبر عن الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة، لأنها لا تمد الصناعات الناشئة بقروض في مرحلة تشح فيها مصادرها الخاصة، وتضعف فيها قدرتها على السداد، وإنما تزودها برؤوس أموال تندمج في رأس مالها الخاص و يعتبر ذات أهمية اقتصادية كبيرة من حيث انه تقنية تمويلية موجهة بصفة أساسية لتمويلها و تدعيمها تقنياً وإدارياً كما أن أهميتها كبيرة بالنسبة للبنوك و للاقتصاد الوطني بشكل عام.

الكلمات المفتاحية: رأس المال الاستثماري؛ الصناعات الناشئة؛ الابتكار.

Résumé:

L'objectif de cet article est de mettre en évidence le capital investissement, qui est, en tant que mécanisme de financement des industries émergentes, différent des mécanismes de finance traditionnelle, puisqu'il s'intéresse au financement des projets novateurs et créatifs. Après avoir présenté sa définition et son importance économique, cet article se concentre sur l'analyse des types de financement par le capital investissement, ses étapes et son évaluation et enfin son fonctionnement. Cette recherche conclut que le capital investissement montre le côté opposé de l'économie d'endettement car il ne fournit pas aux industries émergentes des prêts à un stade où leurs sources de financements sont rares et leurs capacités à rembourser sont faibles, au contraire, il leur fournit un capital intégré dans leurs fonds propres. Cette technique est axée principalement sur le financement et le soutien technique et administratif ce qui est très important pour les industries émergentes, pour les banques et pour l'économie nationale en général.

Mots clés: Capital investissement; Industries émergentes; Innovation.

مقدمة:

تؤدي الصناعات الناشئة دورا هاما في دول العالم ، سواء منها المتقدمة أو النامية، لكونها تساهم في التمويل الاقتصادي الوطني وخلق فرصا للعمل، لذلك فإن الدول المتقدمة الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية(OCDE) ، سنت تشريعات تستهدف تمكين الصناعات الناشئة من الوصول إلى رؤوس الأموال، والدعم الفني، والحوافز الضريبية، والأسوق، في المقابل فان في معظم الدول النامية، لا تحظى هذه المؤسسات إلا بدعم محدود من الحكومة، غير أنها تنجح في الاستمرار والنمو، بفضل قدرتها على التجديد والتوصل إلى طرائق مبتكرة في الإنتاج والتسويق، فالصناعات الناشئة ، تمثل بحكم طبيعتها، إلى الابتكار الذي يعتبر عامل أساسى من عوامل الإنتاج .

ونظرا للصعوبات المالية التي تواجهها الصناعات الناشئة في الحصول على الموارد المالية من جهة، وارتفاع معدلات الفائدة على القروض الحصول عليها من جهة أخرى، دفعتها إلى البحث عن بدائل تمويلية أقل كلفة وأكثر اختصاصا، كرأس المال الاستثماري الذي يعتبر من أهم وسائل التدعيم المالي والفنى للصناعات الناشئة في الاقتصاديات المعاصرة، لما يتميز به من قدرة على التعامل مع المخاطر بأسلوب حديث ومتميز، إلى الدرجة التي أصبح معها رأس المال الاستثماري حرفه وصناعة دولية أكثر منه طريقة تمويل.

ما سبق عرضه، تتجلى معالم إشكالية الدراسة و التي يمكن صياغتها في السؤال الرئيسي التالي: **كيف يمكن لمؤسسات رأس المال الاستثماري أن تكون أداة فعالة لتمويل الصناعات الناشئة ؟**

وللإجابة على هذه الإشكالية تعتمد هذه الدراسة على الفرضية التالية:

يمكن لرأس المال الاستثماري أن يقوم بدور تمويلي هام فيما يخص الصناعات الناشئة حتى في حالة ضعف النظام البنكي و غياب سوق مالي نشط و فعال.

ويهدف هذا البحث إذا، لتسليط الضوء على رأس المال الاستثماري باعتباره آلية تمويل متخصصة في تمويل الصناعات الناشئة. وقسم إلى ثلاثة محاور، اهتم المحور الأول بمفهوم رأس المال الاستثماري وأهميته الاقتصادية. ودرس المحور الثاني أنماط التمويل برأس المال الاستثماري و مراحله و تقييمه، أما الثالث فشرح طريقة عمل رأس المال الاستثماري.

1. مفهوم رأس المال الاستثماري وأهميته الاقتصادية:

كثير من الصناعات الناشئة و القائمة تكون ذات مخاطر عالية من جهة، ومن جهة أخرى تكون ذات أرباح عالية. ونظراً لهذه المخاطر فإنها تواجه صعوبات كبيرة في مجال التمويل، خاصة التمويل التقليدي، الأمر الذي أدى إلى ابتكار تقنية تمويلية توجه إلى المؤسسات الصناعية الناشئة تمثل في رأس المال الاستثماري.

1.1. مفهوم رأس المال الاستثماري:

هو عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل الصناعات الناشئة، بواسطة مؤسسات تدعى مؤسسات رأس المال الاستثماري، وهذه المؤسسات لا تقوم على رؤوس أموال في صورة قروض كما هو الحال في التمويل المصرفي، بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل الصناعات الناشئة من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله، وهذا فهي تساعده أكثر الصناعات الناشئة الجديدة أو التوسيعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال، حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظراً لعدم توفر الضمانات.¹

1.2. الأهمية الاقتصادية لمؤسسات رأس المال الاستثماري:

تتطرق هذه النقطة إلى الأهمية الاقتصادية لمؤسسات رأس المال الاستثماري بالنسبة للصناعات الناشئة، للجهاز البنكي، و بالنسبة للاقتصاد الوطني.

1.2.1. بالنسبة للصناعات الناشئة:

إن رأس المال الاستثماري يحمل غواصة جديداً لإدارة الصناعات الناشئة فهو أكثر فعالية من النموذج الكلاسيكي للتسيير ، والذي يمثل مصدر آمن لرؤوس الأموال حيث يساهم في مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري للصناعات الناشئة، حيث تعتبر بدلاً تمويلياً في حالة ضعف السوق المالي وعدم قدرة المؤسسة على إصدار أسهم وطرحها للأكتتاب. و يسمح رأس المال الاستثماري للصناعة الناشئة من الاستفادة من مستثمرين جادين ذوو خبرة في التسيير والاستثمار و تكون علاقتهم مع أصحاب المؤسسة مبنية على أهداف واضحة وصارمة.

¹ بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث عدد 05، الجزائر، 2007، ص 09.

كما يسمح رأس المال الاستثماري للمؤسسة الناشئة من الاستفادة من مسؤولين أكثر ارتباطاً لأنهم يستثمرون رؤوس أموالهم في مشاريع المؤسسة وأكثر كفاءة لامتلاكهم الخبرة الازمة في مجالات استثمارهم. وأكثر من هذا فإنه يعتبر من أهم مصادر التمويل للصناعات الناشئة، كما انه من أهم وسائل التموي وإنشاء المؤسسات وذلك لأن نشاطه موجه الصناعات الناشئة، كما أن رأس المال الاستثماري من القنوات الرئيسية لتمويل الابتكار وروح المبادرة. فيعتبر بدليلاً حقيقياً للقطاع البنكي الذي بدأ يتنازل عن تمويل قطاع الصناعات الناشئة وذلك لتجنب مخاطر تمويلها خاصة في المراحل الأولى من إنشائها.²

كما يوفر التمويل للصناعات الناشئة وعالية المخاطر والتي توفر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع، وبذلك فإن رأس المال الاستثماري 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 لآجال طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد مرتفعة نسبياً ويدعم بذلك مركزها المالي.

إن مؤسسة رأس المال الاستثماري كمؤسسة مساهمة في الصناعات الناشئة، لا تستفيد من ضمانات مقابل تدخلها بالتمويل، أو مقابل مساهمتها في التأطير، ولا تكون أموالها مستحقة أو واجبة الأداء إذا أصبحت الأوضاع المالية للمشروع لا تسمح بذلك، باعتبار أن الأموال التي تضخها المؤسسات مساهمات وليس قروضاً. وبالنظر إلى المخاطر الكبيرة التي تمتلكها المساهمة في الصناعات الناشئة ، فإن مؤسسات رأس المال الاستثماري لا تأخذ بعين الاعتبار إلا الصناعات الناشئة التي يمكن أن تتحقق عوائد عالية نسبياً.

إن معظم مؤسسات رأس المال الاستثماري تعد شركاء ماليين ذات مسؤولية محدودة تملك قسطاً من الأسهم، تاركة لمسيري المؤسسة حرية تسيير شؤونها، غالباً ما يكون العقد مبني على ذلك. حيث تهدف إلى إعادة بيع كل حصتها من الأسهم وقليلاً ما تقوم بإعادة بيع جزء صغير منها فقط ، وتكون مدة المساهمة بين 03 إلى 07 سنوات، وذلك في بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية³. ويكون المقابل الأساسي لمؤسسات رأس المال الاستثماري على شكل أرباح وتكون بعد إعادة بيع حصة الأسهم ويسمى ذلك عملية الخروج، لكن هذه

² PIOTET D, Etat des lieux et perspectives du capital-risque, l'atelier études, 2002, p 30.

³ GLACHANT J et al, Private equity et capitalisme français, La Documentation française. Paris, 2008, p 24.

المؤسسة تحصل على أرباح دورية على شكل عوائد الأسهم أو أقساط مالية، وذلك عندما تكون ظروف الخروج صعبة نسبياً⁴.

وتتوفر مؤسسات رأس المال الاستثماري الأموال الخاصة للمؤسسات غير المدرجة في البورصة، فتمول نحو توسيع الصناعات الناشئة وذلك بإتباع إستراتيجية واضحة المعالم، وذلك بتوجيهه وبطريقة ذكية لرؤوس أموال المؤسسات المالية والمستثمرين الماليين بصفة عامة إلى المؤسسات الحاجة مالياً. فتقوم بذلك هام في مرحلة تحويل الابتكار التكنولوجي إلى نشاط تجاري، ويستثمر في أقسام الصناعة الأكثر نمواً.

من ناحية أخرى و بعيداً عن الموارد المالية التي توفرها مؤسسات رأس المال الاستثماري للصناعات الناشئة، تجد أنها توفر أيضاً خدمات أخرى مرتبطة بسياستها وإمكانياتها. فمثلاً لا يتوقف على كونها مصدر للتمويل، ولكنها يعتبر الشريك الحيوي، حيث يقوم بوظيفة التوجيه والمشاركة في اتخاذ القرارات والتيسير، ولكن بصفة نسبية من مؤسسة إلى أخرى. فمثلاً إذا كان نشاط المؤسسة موجه نحو مشروع مبكر ومبدع، تكون قرارات المستثمر مرتبطة بشكل كبير بالجانب الكيفي والفنى، أكثر منه بالجانب الكمى. ومن أهم هذه الخدمات ما يلى:

- توطيد العلاقة مع المؤسسات المالية والبنوك.
- تحسين خدمات التسويق.
- التأطير الاستراتيجي للمؤسسة.
- توطيد العلاقة مع المتعاملين والزيائن والموردين و مع المؤسسات الأخرى.
- الدعم الفني والإداري فيما يخص التسيير المحاسبي والمالي للمؤسسات.

والنتيجة التي يمكن استخراجها بعد عدة قراءات، هي أنه وبعكس النشاط البنكي التقليدي الذي يبحث ويشرط ضمانات حقيقة وذلك لضمان رجوع أمواله (فروضه) في تاريخ الاستحقاق، فإن المستثمر في مؤسسة رأس المال الاستثماري يجب عليه أن يكون كشريك للصناعة الناشئة أو الاستثمار الذي يتقاسم فيه مخاطر الإنشاء والتوسع، والأرباح في حالة نجاح الاستثمار.

2.2.1 بالنسبة للجهاز البنكي:

⁴ RANSON O, Capital développement : le guide des solutions de sortie, Loire Offset Plus, France, 2007, p 10.

يعتبر رأس المال الاستثماري ذو أهمية كبيرة بالنسبة للجهاز البنكي، و ذلك من خلال مساعدة البنوك في إقالة عمالها المتعثرين بتوفير موارد إضافية لهم، حيث لا تستطيع البنوك (في بعض الحالات) إقراض أو المساهمة في الصناعات الناشئة نتيجة للقيود التي تفرضها نظم العمل المصرفي. كما يقوم بتوفير المعونة الفنية والإدارية لعملاء البنوك، حيث لا توافر لدى البنوك الإمكانيات الازمة لتوفير هذه المعونة⁵.

يقوم بتمويل الصناعات الناشئة التي توافر لديها إمكانيات النمو والتطور، بينما لا توافر لديها الضمانات الكافية للاقتراض من الجهاز المصرفي ومن ثم يمكن للجهاز المصرفي في مراحل لاحقة دخول مجال تمويل هذه الصناعات الناشئة. و يمول كذلك الابتكارات الجديدة ، وهي استثمارات لا تعد جاذبة للبنوك إما لارتفاع درجة المخاطرة بها أو لعدم توافر القدرات المالية والضمانات لأصحاب الصناعات الناشئة ، حيث تحتاج تطبيق المبتكرات لمساندة مؤسسات رأس المال الاستثماري وفي حالة نجاحها يمكن للبنوك الدخول في تمويل هذه الصناعات الناشئة بعد أن توافر لديها الشروط الازمة⁶.

كما يوفر رأس المال الاستثماري المساعدة في إعادة هيكلة مؤسسات القطاع العام التي يتم إدراجها في برنامج الخصخصة مما يؤدي إلى تصحيح مسارها وتسييد ديونها للبنوك. و التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية.

3.2.1 بالنسبة للاقتصاد الوطني:

يمثل رأس المال الاستثماري التمويل الخاص الأولي للصناعات الناشئة ، وهي في العادة مؤسسات معنية بالتقنيولوجيا أو مؤسسات ذات أفكار إبداعية جديدة في السوق. وتأتي الحاجة إلى هذا القطاع في وقت تسعى الدول النامية إلى دعم وتشجيع وتسهيل تحقيق الأفكار الإبداعية ومساعدتها للمنافسة عالميا، لتفعيل اقتصادياتها وخلق فرص عمل جديدة تتناسب مع النمو السكاني في هذه البلدان. و يأتي إن دور مؤسسات رأس المال الاستثماري في دعم النمو الاقتصادي من خلال دعم الإبداع لدى الصناعات الناشئة⁷.

⁵ GLACHANT J et al, Op Cit, pp, 70-74

⁶ Idem

⁷ بوزان هاميلتون، المنتدى الثاني للجمعية الخليجية لرأس المال الجريء ، الرياض، المملكة العربية السعودية، 10 و 11 مارس 2008، ص 2

كما تلعب مؤسسات رأس المال الاستثماري دورا فعالا في التحول الاقتصادي موفرة فرصا فريدة لكل من المستثمرين والممولين مثل البنوك، الصناعات الناشئة و التوسعية، والمستثمرون والمؤسسات العائلية التي ترغب في التحول إلى مؤسسات مساهمة ناجحة، وتسهيل تمويل الأفكار الإبداعية.⁸

2. مراحل التمويل برأس المال الاستثماري و تقييمه:

تختلف مراحل تدخل مؤسسة رأس المال الاستثماري بحسب المرحلة التي تمر بها الصناعات الناشئة⁹، حيث أن لكل مرحلة هناك نوع من رأس المال الاستثماري يتدخل في تمويلها و ذلك دون الحصول على نسبة فوائد و لكن المدف من التدخل هو تحقيق الأرباح. هذا ما يجعل التمويل برأس المال الاستثماري يختلف عن التمويل المصرفي.

1.2. التمييز بين أشكال التمويل التقليدي و رأس المال الاستثماري:

لا يعتبر رأس المال الاستثماري من إشكال التمويل التقليدي، حيث لا يوجد تطابق بينهما سواء من حيث طريقة التدخل، أو مستوى المخاطر المأخوذة في الاعتبار، أو تتابع الدعم المالي طبقا لدورة التمويل، أو المكافآت المتحققة.

وعلى الرغم من انه قد يحدث تقارب بين أشكال التمويل التقليدي وأشكال تمويل رأس المال الاستثماري، مع ذلك توجد فواصل رئيسية بين عرض التمويل التقليدي وعرض رأس المال الاستثماري، تمثل في خمسة نقاط رئيسية¹⁰:

1.1.2. التخلص من دورة التمويل البنكية التقليدية:

⁸ نفس المرجع السابق.

⁹ GLACHANT J et al, Op Cit, p 25.

¹⁰ عبد الباسط وفا. المرجع سابق. ص.72.

لا يقدم رأس المال الاستثماري قروضا إلا نادرا، والأصل أن يشارك في رأس المال المؤسسة (الأسهم) أو شبه رأس المال (كالسندات القابلة للتحول إلى أسهم)، هذا من جهة، ومن جهة أخرى، لا يعتمد رأس المال الاستثماري على المعايير التقليدية للمقرضين، وعلى الأخص اتجاه نتائج المؤسسة في الماضي، وإنما يعتمد على معايير أخرى تعتمد على المستقبل أكثر من الماضي، وهي المعايير الالزامية للكشف عن آفاق النمو المرتفعة للمؤسسة في المستقبل (مثل كفاءة وفعالية المؤسسة، وتقدير التكنولوجيا المستخدمة، وخبرة و كفاءة و تخصص فريق الإدارة، و الخصائص الذاتية للسوق الذي يعمل به من حيث حجمه ومعدل تطوره،...، و العملاء المحتملين).

2.1.2. توقيت التدخل:

يأتي تدخل رأس المال الاستثماري بعد تدخل مؤسسات التمويل التقليدية، إذ من المفروض أن الصناعات الناشئة المملوكة برأس المال الاستثماري لا تستجيب للمعايير التقليدية التي يتطلبها سوق المال.

3.1.2. هدف التدخل:

يتمثل الحافز الأساسي لتدخل مؤسسات رأس المال الاستثماري، في فائض قيمة الربح الرأسمالي المتوقع حدوثه حال الخروج من المؤسسة، وليس العوائد الجارية التي يستند عليها القرض.

4.1.2. حجم عنصر المخاطرة:

تخضع المساهمات الحقيقة بواسطة رأس المال الاستثماري لمستوى مخاطر أعلى وتعوض احتمالياً بواسطة تفاوت ضخم في الإيرادات المتوقعة.

5.1.2. مدى متابعة المؤسسات المملوكة:

تتميز مؤسسات رأس المال الاستثماري بأنها مؤسسات تمويلية إيجابية أكثر منها سلبية، فمن زاوية ممارسة النشاط يفترض في مؤسسة رأس المال الاستثماري أنها شريك نشط لا يتوقف على أن يكون مضخة مالية للمؤسسات ، وإنما يضيف قيمة لها بما يقدمه من إرشادات ونصائح ومساعدات في مختلف المجالات، هذه المساعدة تعتبر في مراحل معينة من حياة المؤسسة ضرورية للغاية، وهي تمثل وسيلة مؤسسات رأس المال الاستثماري في إدارة الخطر، و ينشأ عنها وجود علاقة من نوع خاص بين عالم الصناعة و عالم المال، طبقاً لها توضع مؤسسات رأس المال الاستثماري بين المشروع و الممول التقليدي.

إن مؤسسات رأس المال الاستثماري تعمل بطبيعتها في مناطق استثمار صعبة، والتي تتخذ أشكالاً متنوعة (مخاطر النشأة، مخاطر فنية، مخاطر تجارية، مخاطر عامة)، فلا شك إن إخفاق المؤسسة المختارة للتمويل من قبل مؤسسة رأس المال الاستثماري قد يعرضبقاء تلك المؤسسة للخطر، ومن الملاحظ أن جزء فقط من المؤسسات التي تستثمر فيها مؤسسات رأس المال الاستثماري هو الذي ينجح، في حين توجد حالات عديدة تظل فيها الصناعات الناشئة ضعيفة.

وأمام ذلك ينبغي على مؤسسة رأس المال الاستثماري ألا تضع كامل استثمارها في مؤسسات ذات مخاطر عالية، وإنما ينبغي عليها استثمار في مؤسسات ذات مخاطر محدودة، بحيث تغطي الأرباح الحقيقة من الاستثمارات في مؤسسات محدودة المخاطر الخسائر الناتجة عن الاستثمارات في المؤسسات عالية المخاطر، وألا تترك استثمارها في مؤسسة واحدة ناشئة أو عالية المخاطر.

2.2. مراحل التمويل برأس المال الاستثماري

يلي رأس المال الاستثماري الاحتياجات التمويلية في مراحل مختلفة لدورة حياة أي مؤسسة، وتميز كل مرحلة بمخاطرها والعوائد الخاصة بها وهي أربعة مراحل أساسية¹¹:

- رأس المال المخاطر.
- رأس المال النمو.
- رأس المال التحويل.
- رأس المال التصحيح أو الإنهاض.

1.2.2. رأس المال المخاطر:

يهدف رأس المال المخاطر إلى تمويل بحوث التنمية والتطوير للصناعات الناشئة أو تقنيات جديدة، قبل بدء النشاط الإنتاجي على نطاق تجاري، وإلى تمويل إنشاء مؤسسات جديدة وحيث لا يتتوفر للمستثمر الموارد المالية الكافية¹²، وتنقسم إلى مرحلتين هي¹³ :

¹¹ عبد الباسط وفا، المرجع السابق، ص 84.

¹² BOUATOUTA K E, Op Cit, p 52.

1.1.2.2 رأس المال الجدوى أو رأس المال الانطلاقه: قبل إنشاء المؤسسة، يحتاج المؤسس لأن يشرع في تنفيذ فكرته بالاستعانة بموارد مالية غالباً ما تكون محدودة للغاية، والذي يمكن أن يستعمل من أجل اختبار نموذج المؤسسة وأفكاره الأساسية، أو تقييم السوق والمنتجات ومعرفة مدى الإقبال عليها، أو في سبيل وضع خطة ملموسة للمؤسسة، ويمكن أيضاً بواسطة رأس المال الانطلاقه، أن تطلق عملية تنظيم المؤسسة وتمويل البحث وتطوير، وتعتبر هذه المرحلة أخطر مراحل حياة المؤسسة، خاصةً من حيث التمويل.

1.1.2.2 رأس المال التأسيس: يمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأس المال المخاطر ويختص لتمويل الصناعات الناشئة (في مرحلة الإنشاء)، أو في بداية النشاط ويتفرع إلى مرحلتين:

المرحلة الأولى: الانطلاق أو البداية بمعناها الضيق الذي يغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية لحياة المؤسسة، وعادةً ما يتضمن تحضيراً لخطة عمل أو دراسة جدوى حادة، ويخضع لتدقيق مكثف من قبل محللي مؤسسات رأس المال الاستثماري ومقابلات مضنية بين الفريقين، وتتضمن بنود المفاوضات قيمة المنشأة الجديدة قبل وبعد العمليات، ونسبة الملكية المعروضة على الشركاء الجدد، والالتزامات المستقبلية المرتبة على صاحب المؤسسة الناشئة، وإذا كان بإمكانه بيع جزء من أسهمه في المؤسسة أم لا، وتميز هذه العملية بالشمولية ويمكن لها أن تأخذ من 03 إلى 12 شهراً، حسب الظروف الحقيقة التي تحكم مؤسسة رأس المال الاستثماري تحديداً وبالقطاع المستثمر فيه عموماً.

المرحلة الثانية: هي المرحلة الأولى من التمويل والتي تعطي نفقات البداية التجارية وتجمع هذه المرحلة كل المخاطر التي تعاني منها مؤسسة ناشئة، ومؤسسات رأس المال الاستثماري هي الوحيدة التي تقبل تمويل الصناعات الناشئة خلال هذه المرحلة.

يلعب رأس المال المخاطر دوراً هاماً خلال هذه المرحلة من دورة حياة المؤسسة، عندما تبدأ هذه الأخيرة بتحويل ابتكارها أو أفكارها إلى نشاط تجاري، ويقدر أن أكثر من 80% من المال المستثمر من قبل رؤوس الأموال المخاطرة يستخدم في إنشاء البنية الأساسية من أجل إنماء المؤسسة ونحو توفير أصول ثابتة ورأس المال العامل ليساعد المؤسسة على بلوغ الحجم الكافي والمصداقية الازمة لكي تسهل عملية الخروج.

¹³ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا) ، المرجع السابق، ص 29.

في هذه المرحلة المبكرة، غالباً ما تكون المؤسسة قد تم تشغيلها لفترة وجيزة، فلا تكون قد قامت بتحويل ابتكارها إلى نشاط تجاري بعد ولا تملك أي سابقة أعمال تذكر، إنما المرحلة التي لا تكون فيها عوائد الاستثمارات قد اتضحت، والتي تحتاج فيها المؤسسة إلى أكبر رأس مال ممكن لتمويل متطلبات جديدة، بما فيه التسويق الأولى للمؤسسة الجديدة، والإشكالية أنه في هذه المرحلة بالذات، يكون الربح عند حده الأدنى أو غير موجود إطلاقاً، ومن المعروف كيف يصعب على المؤسسات الحصول على أي تمويل من المؤسسات المالية، أو من البنوك.

إذا، فإن مؤسسات رأس المال الاستثماري هي أهم المصادر المتاحة والملازمة لأصحاب الصناعات الناشئة لخطيئتها هذه المرحلة الصعبة حتى يتم تحقيق عائد كافٍ على رأس المال، وتساهم مؤسسات رأس المال الاستثماري أيضاً في إدخال ملاحظات إستراتيجية مع قدر من الأفكار المتميزة لدفع المؤسسة نحو النجاح وإحراز أكبر العوائد.

في هذه المرحلة، يضخ رأس المال المخاطر أول حلقة من تمويله بعد البداية التمهيدية للشركة. و يمكن التمويل في هذه المرحلة المنشأة من تطوير نموذج المنتج، ومن ثم، وبعد الانتهاء من مرحلة تطوير المنتج، يصبح التمويل ضرورياً لبدء التصنيع وتحويل الابتكار إلى نشاط تجاري وبالتالي بدء عملية التسويق.

2.2.2 رأس المال النمو:¹⁴

يهدف رأس المال الاستثماري في هذه المرحلة إلى تمويل تنمية وتطوير مؤسسات قائمة والتي تحتاج إلى متطلبات توسيعية خاصة وتقدم آفاق نمو جذابة، ويتضمن ذلك توفير التمويل لأغراض التوسيع لمؤسسات بحاجة مساعدها على النمو ودخول أسواق جديدة أو الإحلال محل بعض الشركاء في رأس مال الشركات الرابحة والذين يرغبون في الخروج¹⁵.

بعد أن تبني المؤسسة قاعدة العمل الأساسية لديها، سواء بتحقيق ربح أم لا، تحتاج إلى رأس مال من أجل زيادة نموها وتوسيعها لتأمين استدامتها في السوق، وتتميز هذه الفترة بالنمو السريع، وعادة ما تتطلب المؤسسة خلالها عدة دفعات من رأس المال، وتتوفر مؤسسات رأس المال الاستثماري، رأس المال الضوري للمؤسسات التي سبقت أن طورت بعض المنتجات أو الأفكار، والتي سبق أن امتلكت قاعدة زبائن لكنها تحتاج

¹⁴ LACHMAN J, Op. Cit., p31 .

¹⁵ BOUATOUTA K E, Op Cit, p 53.

إلى توسيع مزيد من النمو مثل تطوير أوسع لنماذج المنتج ولبيع منتجاتها/خدماتها، ويمكن للإيرادات أن تنمو بنسبة تصاعدية، لكن دون القدرة على تخفيض النفقات، ولذلك يكون من الضروري تدخل رأس المال الاستثماري لتغيير إستراتيجية التسويق من أجل تحسين المنتجات أو الخدمات القائمة سعياً وراء تحقيق الربحية المنشودة.¹⁶

كما يعطي رأس المال الاستثماري مرحلتي التطور والرضح، حيث خلال هاتين المرحلتين، تتجه المخاطر إلى التناقص بطريقة واضحة، والتمويل الذاتي يلعب دوراً ملمساً، وتكتسب الصناعات الناشئة القدرة على الاستدامة، حيث تضمن إمكانياتها الذاتية سداد القروض، فيبدأ معها دور مؤسسات رأس المال الاستثماري في التوالي تدريجياً تاركة الساحة شيئاً فشيئاً لوسائل التمويل التقليدية. ويلخص الجدول التالي مراحل نمو المؤسسات الناشئة ومصادر التمويل الموقعة لكل مرحلة¹⁷:

جدول رقم (01): مراحل نمو المؤسسات الناشئة ومصادر التمويل

النضج	التطور	التوسيع	الإنشاء	
كافٍ	نسبي	غير كافٍ	-	التمويل الذاتي
-	هام	جوهرى	قاصرة عليه بمفردها	رأس المال الاستثماري
ممكنة بدرجة أكبر	ممكّنة	صعبه	مستحيلة	القروض
أقل قوة	قوية	مرتفعة	مرتفعة جداً	درجة المخاطرة
هامة لبيع المساهمات	ضعيفة	متواضعة نسبياً	موجودة بدرجة كبيرة	متابعة المشروعات

المصدر: عبد الباسط وفا، مؤسسة رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، كلية الحقوق، جامعة حلوان، مصر.

.2006

3.2.2 رأس المال التحويلي:

في هذه المرحلة، غالباً ما يوفر رأس المال الاستثماري رؤوس الأموال للمؤسسات التي تتمكن من التحرك إلى ما بعد مرحلة التوسيع من أجل زيادة أحجام المبيعات، ويكون عادةً تدخل رأس المال الاستثماري في هذه المرحلة للأهداف التالية¹⁸:

¹⁶ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 29.

¹⁷ عبد الباسط وفا، المرجع السابق، ص 92.

¹⁸ BOUATOUTA K E, Le capital investissement capital risque enjeux et perspective, édition GAL, Algérie, 2005, p. 53

- الدمج مع مؤسسة أخرى،
- البيع إلى مؤسسة أكبر، من خلال الاكتتاب العام للمرة الأولى في سوق الأوراق المالية.
- تحويل ملكية المؤسسة إلى الفريق الإداري أو العمال بشكل عام في حالة إبداء رغبة أصحاب المؤسسة في التخلص منها أو عن أحد فروعها.
- تحويل الملكية لأحد المساهمين.

4.2.2. رأس المال التصحيف أو الإنهاض:

يمتص رأس المال التصحيف الصناعات القائمة فعلاً والتي تمر بصعوبات خاصة، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى إخاض مالي، فتأخذ مؤسسة رأس المال الاستثماري بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح¹⁹.

3.2. مزايا وعيوب رأس المال الاستثماري:

تطرق هذه النقطة إلى مزايا وعيوب رأس المال الاستثماري كما يلي:

1.3.2. مزايا رأس المال الاستثماري:

تقسم المزايا إلى ثلاثة أنواع كما يلي:

1. بالنسبة للصناعات الناشئة: تقدم الوسيلة التمويلية لرأس المال الاستثماري مزايا عديدة للصناعات الناشئة، من أهمها أن مؤسسات رأس المال الاستثماري تعتبر شركاء في الجدوى والمسؤولية، فإذا كان صاحب المؤسسة يعتبر المؤسس، فإن مؤسسة رأس المال الاستثماري تقوم بالوساطة بين صاحب المال الذي يريد استثماره و المؤسسة التي تبحث عن التمويل نظير حصة ربح تحصل عليها من استثمار المؤسسة، ولا تكتفي بذلك ولكن ترافق الاستثمار و تكون شريكاً حقيقياً في المؤسسة مدة العقد²⁰. و يقلل هذا إلى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين و المقترضين لدى البنك، فالمفترض عليه أن يرد القرض في موعد الاستحقاق، ويدفع فائدة ثابتة مدة الدين، فإذا انخفض العائد تتعرض المؤسسة للإفلاس، وبوضع المقرض يده على المؤسسة، ففي هذه الحالة تعتبر البنك هي الرابع الوحيد بينما لو راحت المؤسسة فسيحصل على قرضه و الفوائد كاملة. وهذا ما لا نجد له في

¹⁹ Idem. p 54.

²⁰ RANSON O, *Op. Cit.*, p 10.

المشاركة حين يشترك الجميع في الربح والخسارة، حيث تتفق المصالح والوجهة. و كثيراً ما يكون الدعم العملي الذي تقدمه مؤسسة رأس المال الاستثماري مفيدة للمؤسسة الناشئة ومساعداً على إنجاحها، فضلاً عن أنها تفسح المجال للمشاركة طويلة الأجل، حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي المؤسسة الناشئة، وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوافر في الديون قصيرة الأجل.

رأس المال الاستثماري يسمح للصناعة الناشئة بالحصول على التمويل على مراحل وفي شكل دفعات ويكون ذلك في صالحها لأنها تحتاج إلى التمويل في كل مراحل نموها و توسعها²¹. و يستمر التمويل حتى تنمو المؤسسة وتستوي، وبعدئذ يمكن أن تحول ملكيتها لمستثمر آخر، يشده نجاح الشركة ونوع نشاطها، أو تطرح كأسهم على المساهمين، ويتحول العائد من ارتفاع رأس المال مؤسسات أخرى جديدة.

كما توفر مؤسسات رأس المال الاستثماري زيادة الأموال الخاصة للصناعات الناشئة، بسبب مشاركتها بخصبة معتبرة من رؤوس أموالها. ولا تكون هذه الأموال مستحقة أو واجبة الأداء إذا كانت حالة المؤسسة لا تسمح بذلك، على اعتبار أنها أصبحت تشكل جزءاً من أمواله الخاصة، وذلك على خلاف القروض. ولا تتوقف مشاركتها على الجانب المالي، وإنما تكون مصحوبة بالمتابعة.

2.1.3.2. بالنسبة لمؤسسات رأس المال الاستثماري: أما المزايا بالنسبة لمؤسسات رأس المال الاستثماري نفسها فتمثل في أن مؤسسة رأس المال الاستثماري فرصة لاختيار الاستثمار، فكثير من الصناعات الناشئة تكون عالية المحاطر ولكنها تكون ذات أرباح عالية، وتتضاعف بعد ذلك قيمة أصولها، بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن المؤسسات القادرة على سداد القرض ولا تبالي بمستقبل المؤسسة وإمكانية نجاحها، ولذلك فهي تستهدف المؤسسات الكبيرة المستقرة والتي غالباً ما تكون قد توقفت طاقتها للابتکار، ويكون مفيدة للغاية للتنمية الاقتصادية²².

ومن خصائص رأس المال الاستثماري أن التمويل يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة، حيث يكون ذلك في صالح مؤسسة رأس المال الاستثماري التي بإمكانها الاستثمار في عدة مؤسسات في وقت واحد و هذا ما

²¹ *Idem.*

²² اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 20، 21

يفصل من المخاطر خاصة وأنها تراقب و تتبع المؤسسة المملوكة²³. كما تعتبر مؤسسات رأس المال الاستثماري قادرة على تمويل مؤسسات عالية المخاطر، وبالمقابل لها إمكانيات عوائد كبيرة ومن ثم يستطيع أن يدخل في مجالات استثمار كثيرة و متنوعة²⁴. وقد ثبت هذا في تمويل شركات ناشئة مثل: "أبل" و "مايكروسوفت" و "كومباك" و "ميدرال إكسبريس" و "جنتيك" وغيرها وكانت التقنية القائمة بها شبه مجهملة، ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية²⁵.

2.3.2. عيوب رأس المال الاستثماري:

تقسم عيوب رأس المال الاستثماري حسب المختصين إلى ما يلي :

1. بالنسبة للصناعات الناشئة: على عكس المزايا السابقة قد يمثل رأس المال الاستثماري عبئاً للصناعات الناشئة، ويرجع ذلك إلى المخ حقوق المتولدة لمؤسسة رأس المال الاستثماري عن الشراكة (المشاركة في القرارات، والتدخل في مسار المشروع). كما تطلب مؤسسات رأس المال الاستثماري مبالغ مرتفعة في حالة نجاح المؤسسة لاسترداد حصة المخاطرين²⁶.

2. بالنسبة لمؤسسات رأس المال الاستثماري: تمثل هذه التقنية في التمويل عبئاً لمؤسسات رأس المال الاستثماري في حالة حدوث مخاطر مستقبلية غير متوقعة و هي نوعين :

- حدوث ما من شأنه أن يؤثر جوهرياً على حياة المؤسسة الصناعية الناشئة ، و من ثم تفقد مؤسسات رأس المال الاستثماري مساهماتها.
- حدوث ما من شأنه أن يؤثر جوهرياً على نتائج المؤسسة الصناعية المملوكة التي توقعتها مؤسسة رأس المال الاستثماري سلفاً، إذ يفقداها ذلك المدف الأصلي في التدخل المتمثل في العوائد.

3. طريقة عمل رأس المال الاستثماري:

²³ BARTLETT J, Le capital-risque et les nouvelles technologies, Initiation au capital-risque, revue e -journal USA, Département d'Etat des Etats-Unis, Washington, USA, Mai 2008, Volume 13, Numéro 5, p 5

²⁴ RANSON O, *Op. Cit.*, p 17

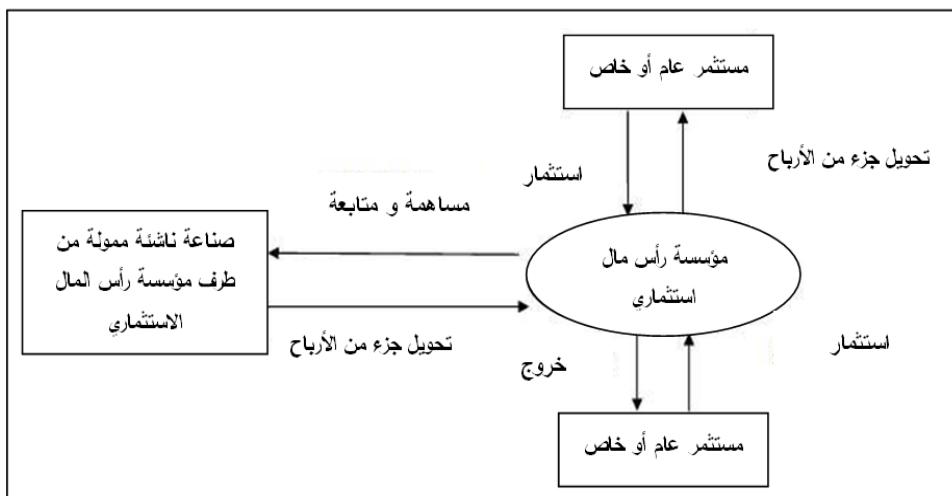
²⁵ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 12.

²⁶ عبد الباسط وفا، المرجع السابق، ص 77.

في مرحلة أولى من نشاط مؤسسة رأس المال الاستثماري، تقوم بتجميع الموارد المالية، وهنا تظهر قدرتها ومهارتها في جمع الموارد واحتياط المستثمرين، وبعدها تبدأ الصفقة بإبداء المؤسسة الصناعية الناشئة و القائمة رغبتها في التمويل من قبل مؤسسة رأس المال الاستثماري، فتقوم هذه الأخيرة بدراستها فيها وبحاريا على المدى الطويل وذلك بعناية كبيرة، وقد تستغرق هذه العملية في المتوسط عدة شهور²⁷.

وما أن يتم اعتماد المؤسسة الناشئة للاستثمار فيها، حتى تبادر مؤسسة رأس المال الاستثماري إلى مراقبة ودعم المؤسسة المختارة، وتستمر في تملك الأسهم حتى تنمو المؤسسة وتحقق أرباحاً ويستعيد المستثمرون في مؤسسة رأس المال الاستثماري رؤوس أموالهم بالإضافة إلى الأرباح²⁸. وهذا ما يوضحه الشكل رقم (01).

الشكل رقم (01): طريقة عمل رأس المال الاستثماري



المصدر: من إعداد الباحث.

²⁷ SABAH G, Guide pratique du Capital Développement, AFIC, France, 2005, p8.

²⁸ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 50.

1.3. إجراءات الإختيار:

تقوم مؤسسة رأس المال الاستثماري بمراجعة أولية للعرض التي تتلقاه من طرف المؤسسات الصناعية الناشئة الراغبة في الشراكة و ذلك لتحديد ما إذا كان يتطابق مع معايير استثمارها. ولدى مؤسسات رأس المال الاستثماري عدة مقاربات وخيارات لتحديد نوع الصناعات الناشئة التي يمكن لهم الاستثمار فيها، استنادا إلى موقع المؤسسة، وحجم الاستثمار وهيكته، ومرحلة نمو المؤسسة، و مجال عمل المؤسسة، ومدى تدخل مؤسسة رأس المال الاستثماري في أنشطة المؤسسة الممولة.

1.1.3 خطوات المؤسسة الراغبة في التمويل:

قبل تقسيم طلب التمويل إلى مؤسسة رأس المال الاستثماري، تقوم المؤسسة الصناعية الناشئة بالتعرف على المؤسسة التي ستمولها، والقطاع الاقتصادي الذي يهمها وكيفية تدخلها²⁹.

كمراحلة ثانية، تقوم المؤسسة الراغبة في التمويل بتقسيم ملف طلب التمويل لمؤسسة رأس المال الاستثماري، ويكون هذا الملف مكون من خطة الاستثمار و هي وثيقة أساسية تطلبها مؤسسة رأس المال الاستثماري من المستثمرين و بناءاً عليها تحدد أهدافها قبل إجراء أي عملية استثمار.

هذه الوثيقة، التي تعدّها المؤسسة الراغبة في التمويل، تمثل الخطة التنموية التي ستتبعها على المدى المتوسط وتحتوي عادة على خمسة أجزاء³⁰:

- دراسة لأوضاع السوق و مختلف المتعاملين فيه (العملاء، والموردين والمنافسين...);
- تقديم إستراتيجية المؤسسة، و موقعها في السوق (مواطن القوة والضعف، و الفرص والمعوقات);
- تقديم حجم رؤوس الأموال التي ستحتاجها المؤسسة و خطة التمويل المرتقبة؛
- تقديم فريق العمل؛
- تقديم المستندات القانونية والإدارية والحالة المالية المؤقتة للمؤسسة؛

2.1.3 الاختيار من جانب مؤسسة رأس المال الاستثماري:

²⁹ BATTINI P, Financer Son Entreprise par le Capital Investissement, Maxima, 2005, p 23.

³⁰ SABAH G, *Op Cit*, p 8.

إن مؤسسات رأس المال الاستثماري تتلقى سنوياً العديد من عروض التمويل، بالرغم من ذلك، فإن عدداً قليلاً من هذه العروض يتم قبوله، وتتضمن عملية الاختيار استعمال بعض المعايير العلمية التي تتوافق مع أهداف مؤسسات رأس المال الاستثماري وكذلك مع أهداف الصناعات الناشئة، حيث يتم دراسة العروض بدقة فائقة بهدف اتخاذ قرار الاستثمار وتمويل المؤسسة من عدمه³¹.

بعد أن يتم اختيار المؤسسات التي سيتم تمويلها، تجتمع مؤسسة رأس المال بالمؤسسة الصناعية الناشئة من أجل مراجعة خطتها الاستثمارية والقيام بالتحقق من جدواها وأهدافها، ويوفر هذا اللقاء للمؤسسة الصناعية الناشئة الفرصة كي تستعرض مدى إلماها وقدرها على تحقيق الإستراتيجيات المرسومة في الخطة، بينما تفحص مؤسسة رأس المال الاستثماري بعناية المهارات الوظيفية ومؤهلات فريق عمل المؤسسة الراغبة في التمويل³².

بالإضافة إلى الشرط الأساسي بأن تكون للمؤسسة الصناعية إمكانيات عوائد كبيرة، تبحث مؤسسة رأس المال الاستثماري أيضاً عن اتفاق مرض يؤمن العوائد المالية لأصحاب رؤوس الأموال في أوائلها باعتبارها الوسيط المالي بينهم، حيث أن الاستثمار في المؤسسة الصناعية الناشئة قد يدوم عدة سنوات، وفي أغلب الأحيان لا تتحقق عوائد مالية كما خطط لها، و على هذا ينبغي على مؤسسات رأس المال الاستثماري أن تدرس بعناية المؤسسات ذات الإمكانيات الاستثمارية قبل أن تستثمر فيها وأهم معايير الاختيار والتدقيق هي³³:

- قوة و ضعف المؤسسة، والعقبات التي تقابلها، والمخاطر المتصلة بأفكار ومقترنات المؤسسة وخطط تطويرها إستراتيجية عملها.
- المحيط الذي تعمل فيه المؤسسة، و كفاءة فريق إدارتها والتكنولوجيا المستخدمة، وحجم التمويل المطلوب وكذا المرحلة المطلوبة للتمويل.

إن إدارة المخاطر عملية هامة بالنسبة لمؤسسات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الصناعية الناشئة المملوكة على حد سواء، مثل: مخاطر الإدارة ومخاطر قلة التجربة ومخاطر المنافسة ومخاطر قابلية النجاح، وتدل مخاطر السوق على درجة الشاك المرتبط بالقدرة على الحفاظ على ميزة تنافسية بسبب عوامل بيئية؛ وهي تتضمن مخاطر بطالة الاستثمار الفني والمنافسين والمنتجات والخدمات التي تحمل محل غيرها وتغير الطلب أو جاذبية

³¹ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا) المرجع السابق، ص 51.

³² BELAZOUGUI B, Le capital risque : Quand les grands groupes finance les entrepreneurs, Cas de France Télécom, Mémoire De Master En Finance, ISGP, Alger, 2005, p 12.

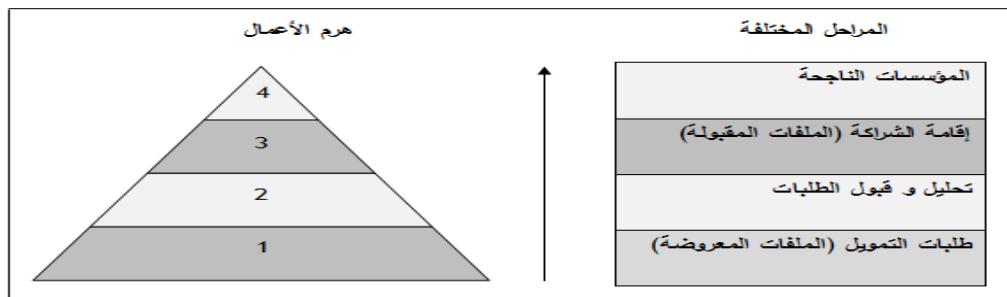
³³ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 51.

السوق، من جهة أخرى، تتضمن المخاطر الإدارية عدم الأمانة، والبحث عن المصلحة الذاتية للمدى القصير، وعدم وضوح البنود التعاقدية، وعدم تحقيق الأهداف الربحية³⁴.

3.1.3 مستويات قبول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

فيما يتعلّق بمستويات قبول المؤسسات الصناعية الناشئة يبيّن الشكل التالي أنه يتم قبول عدد محدود فقط من عروض التمويل، وكما يتم فيما بعد تحقيق الاستثمار في عدد قليل منها فقط، حيث يتم تقديم الدعم المالي إلى نسبة صغيرة من المؤسسات التي تم قبول تمويلها³⁵.

الشكل رقم (02): الإستراتيجية الهرمية في الاختيار لرأس المال الاستثماري



المصدر: LACHMAN J, capital- risque et capital investissement, Economica, Paris.1999

يبين الشكل السابق، الإستراتيجية الهرمية التي تطبقها مؤسسات رأس المال الاستثماري في اختيار المؤسسات الصناعية الناشئة التي سيتم تمويلها، و من خلال هذا الشكل يتضح أن طلبات التمويل أو الملفات المعروضة التي تمثل المرحلة الأولى، تكون كثيرة و هو ما يقابل القاعدة في الهرم، ثم كلما اتجه إلى القمة انخفض عدد المؤسسات التي يمكن تمويلها، و هو ما يمثل المرحلة الثانية تحليل الطلبات، ثم تليها المرحلة الثالثة، وهي إقامة الشراكة بين مؤسسة رأس المال الاستثماري و المؤسسة الراغبة في التمويل، وهي في الشكل الهرمي قريبة جداً من القمة، ثم تأتي المرحلة الأخيرة، و هي تمثل المؤسسات الناجحة وهي قمة الهرم.

³⁴ BELAZOUGUI B, *Op Cit*, p 17.

³⁵ LACHMAN J. *Op. Cit*, p 48.

لكن حتى إذا كانت إجراءات الاختيار تتم بنجاح و يتم الاستثمار في المؤسسات الصناعية الناشئة ، فعدد كبير من هذه الاستثمارات يتحقق في السنوات الأولى ويرى Lachman أن مصدر هذا الإخفاق يتمحور حول ثلاث نقاط أساسية³⁶ :

- يرجع الإخفاق بالدرجة الأولى إلى منشئ المؤسسة وإمكانياته التي تتحدد وفق ثقافته وتجربته وقدرته على التحليل والإدارة، وقدرته على التأقلم مع الأوضاع.
- عدم توافق السلع المنتجة من طرف المؤسسة مع ظروف السوق ، خاصة في مرحلة التجريب، وأيضا في مرحلة النمو، حيث أن الأسواق تتتطور بسرعة كبيرة وفق السلع المعروضة هذا ما يفرض تأقلم كبير، وخاصة يقتضي إستراتيجية دائمة فيما يخص التطور المستقبلي.
- نقص الإمكانيات والوسائل المستعملة، والتي تشمل رؤوس الأموال الخاصة، القروض والموارد البشرية (شركاء، موظفين، مفوضين.... الخ).

4.1.3 مقاييس المراقبة والتوجيه:

إن الهدف الرئيسي للمراقبة هو التقليل من احتمالات الخسارة المستقبلية، واستباق احتمالات وقوع النزاع بين مؤسسات رأس المال الاستثماري من جهة و المؤسسات الصناعية الناشئة من جهة أخرى، ويمكن للطرفين على حد سواء أن يراقبا الشركة، ولا تقوم مؤسسة رأس المال الاستثماري بمراقبة يومية، ولكن من خلال مقاعدهم في مجلس الإدارة يقدمون التوجيه والدعم والنصائح، ضمن نطاق المسائل الفنية والإدارية، من أجل مساعدة المؤسسة على تطوير قدرتها³⁷.

بما أن مؤسسة رأس المال الاستثماري لا تستطيع استرجاع أموالها إلا في نهاية برنامج الاستثمار، فإنه من الضروري القيام بتحليل معين لإمكانيات المؤسسات الصناعية الناشئة ، ما يسهل مراقبة هذه الأخيرة.

ولكي ينجح نظام المراقبة والتوجيه مع ضمان تسيير أعمال المؤسسة في أحسن الظروف، يجب تأمين الحصول والتمكن وبشكل مستمر و دائم من المعلومات الكمية والكيفية التي تشتمل النقاط التالية³⁸:

- النمط الإداري في المؤسسة.

³⁶ Idem., p 49.

³⁷ اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغرب آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 52.

³⁸ BOUYAHIAUI N, Venture capitaliste and incubateur. ISGP. Alger. 2004. p 34.

- الحالة المالية الكاملة للمؤسسة.
- تحليل الفرق بين التنبآت والإنجازات.
- وضعية السوق.
- الإستراتيجية المتبعة من طرف المؤسسة على المدى القصير و المتوسط.

3.2.3. اتفاق الاستثمار بين مؤسسة رأس المال الاستثماري و المؤسسة المملوكة:

يؤدي الاتفاق على بنود الاستثمار والإدارة إلى إبرام مذكرة تفاهم بين مؤسسة رأس المال الاستثماري والمؤسسة المملوكة، وبعد الموافقة عليه، يتم إعداد الوثائق القانونية، والتي تتضمن معاينة شاملة وكشفا شاملا عن كل المعلومات المتعلقة بالمؤسسة³⁹. ويتم عقد الاتفاق القانوني بين مؤسسة رأس المال الاستثماري والمؤسسة المملوكة، والذي يجب أن يحتوي على حقوق وواجبات كل طرف.⁴⁰

تمثل المراحل الأساسية التي تشملها إجراءات التمويل التي تقوم بها مؤسسة رأس المال الاستثماري بعد

قبول تمويل المؤسسة الصناعية الناشئة فيما يلي:

- الموافقة الأولية على طلب التمويل المدعم بخطة المشروع.
- الإمضاء على عقد الاتفاق، والغرض منه هو تأكيد إرادة الطرفين لإقامة شراكة بينهما، والتي توضح الخطوات التمهيدية لإنشاء المؤسسة (حالة إنشاء مؤسسة)، أو خطة التمويل (حالة تمويل مؤسسة قائمة) وذلك بتوضيح بعض الشروط الأولية (الموقع، تقييم الاستثمار، إعداد مخطط الأعمال... إلخ).
- وبعد إعداد الملف يحال للدراسة الفنية من طرف اللجنة المختصة في مؤسسة رأس المال الاستثماري.
- بعد الموافقة النهائية التي تصدرها اللجنة الفنية التابعة لمؤسسة رأس المال الاستثماري، يمضي الطرفين على عقد المساعدة الذي ينص على شروط وكيفية التدخل وشروط خروج مؤسسة رأس المال الاستثماري والذي يتضمن الاتفاق على النقاط التالية:

- ✓ إدارة المؤسسة وتعيين مراقب الحسابات.
- ✓ خروج مؤسسة رأس المال الاستثماري وكيفية تقييم الخروج.
- ✓ توزيع أرباح الأسهم.

³⁹ SABAH G, Op Cit, p.12 .

⁴⁰ BOUATOUTA K E, Op Cit, p. 61.

- بعد إتمام هذه الخطوات تبدأ الإجراءات القانونية والإدارية لإنشاء المؤسسة، أو بدء التمويل (إقرار المناصب، نوع المؤسسة، الإجراءات الإدارية، و تقديم رؤوس الأموال...).

3.3 آليات الخروج:

تعتبر هذه المرحلة هي الأخيرة في مراحل الاستثمار في رأس المال الاستثماري، ويعتبر الخروج المثالي من هذه الشراكة هو قيام مؤسسة رأس المال الاستثماري بإعادة بيع حصتها من الأسهم مع تحقيق نسبة أرباح معتبرة⁴¹.

ما إن تبلغ الصناعة الناشئة حجمًا معيناً وتدر إيرادات كافية، حتى يسعى أصحابها وكذلك مؤسسة رأس المال الاستثماري، على وجه الخصوص، إلى الخروج من الشراكة لتحقيق أرباح رأسمالية على المال المستثمر. وتوجد عدة طرق لتحقيق ذلك، حسب حجم الشركة ووضعها المالي، وتنقسم من خلال خروج جزئي أو كامل من الاستثمار، ويجب أن تأخذ استراتيجيات الخروج بعين الاعتبار مبكراً منذ بدء ولادة الفكرة، أو عندما يتم البحث عن تمويل المرحلة المبكرة. وفيما يلي أكثر الاستراتيجيات استخداماً⁴²:

- **الإستراتيجية الأولى:** حيث يتم بيع جزء أو كامل حصة الأسهم المملوكة لمؤسسة رأس المال الاستثماري لمؤسسة قائمة، أو مستثمر أكبر، يمكن أن يكون مؤسسة رأس المال الاستثماري أخرى، أو الدمج مع شركة أخرى.

- **الإستراتيجية الثانية:** حيث يتم بيع جزء أو كامل حصة الأسهم المملوكة لمؤسسة رأس المال الاستثماري للعامة من خلال طرح الأسهم للاكتتاب العام للمرة الأولى. ويمكن لهاتين الإستراتيجيتين أن تتما على التوالي، بأن تحدث الإستراتيجية الأولى وتعقبها الإستراتيجية الثانية أو بالعكس.⁴³

1.3.3 التمويل وفقاً للإستراتيجية الأولى من استراتيجيات الخروج

يكون اتفاق التمويل والخروج كما يلي:

⁴¹ WRIGHT M., Le capital-investissement, Revue française de gestion 2002/5, n° 141, p 297.

⁴² اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 56

⁴³ GLACHANT J et al, *Op. Cit.*, p38.

1.1.3.3 البيع لشركة قائمة أكبر حجماً : تظل المؤسسات الكبيرة في حالة بحث متواصل عن فرص لتوسيع أسواقها، ومن خلال هذا البحث، يمكنها أن تلجأ إلى مؤسسة ناشئة أصغر حجماً لديها ميزة نسبية مقارنة بالشركة الأكبر، مثل أن تمتلك المنشأة الأصغر براءة اختراع ما، أو أن تتمتع بحق انتفاع ما أو رخصة تشغيل متميزة أو تتفوق من حيث السرعة والفعالية، على أقسام البحث والتطوير في الشركة الأكبر في مجال تخصصها، أو من حيث القدرات التسويقية أو المعرفية، على الموارد البشرية الموهوبة لديها.⁴⁴

في هذه الحالة، يمكن للمؤسسة الكبيرة أن تسعى لاكتساب هذه الميزات التي تتمتع بها المؤسسة الناشئة عن طريق إيجاد صيغة للشراكة معها، حتى تتمكن من الانتفاع من مميزاتها، أو للحصول على إمكانية الوصول إلى بعض الأسواق المتخصصة، التي سبق للمؤسسة الناشئة أن اكتسبتها، وفي بعض الحالات يمكن أن تكون للمؤسسة الكبيرة و للمؤسسة الناشئة علاقات تجارية قائمة، كأن تكون إحداها مورداً للآخر في سلعة أو خدمة ما في حلقة من سلسلة التوريد.

إن إستراتيجية المؤسسات الناضجة هو أفضل إستراتيجية خروج للمؤسسة الناشئة في حالة إثناء الشراكة، ما أن تطور المؤسسة الناشئة منتجًا يمكن تسويقه حتى تبادر المؤسسة الكبيرة إلى محاولة شراء المنشأة الفتية، مكتسبة وبالتالي حزمة من الخبرة والمهارات التي أثبتت فعاليتها ومقدمة في المقابل الربيع النقيدي المجزي للشركاء في المؤسسة⁴⁵.

1.1.3.3. البيع لمستثمر أكبر: يمكن للمؤسسة رأس المال الاستثماري، تملك حصة أسهم في مؤسسة ناشئة نمت حتى بلغت مرحلة النضج أو ما بعدها، أن تفك في بيع حصتها المؤسسة من مؤسسات حقوق الملكية الخاصة، فإن مؤسسات حقوق الملكية الخاصة عادة لا تختتم بالمؤسسات الناشئة وتلك في المرحلة المبكرة، بل تفضل الاستثمار في شركات أكثر نضجاً وأكبر حجماً وفي مرحلة أكثر تقدماً.⁴⁶

1.1.3.3. الدمج مع مؤسسة أخرى: يمكن للمؤسسة ناشئة وناجحة أن تعمل للدمج مع مؤسسة ناشئة أخرى تعمل في نفس المجال، فيتمكنان من تأليف شركة واحدة واسعة تملك مزيداً من الموارد ومزيداً من القدرة، فضلاً عن

⁴⁴ RANSON O, *Op. Cit*, p37.

⁴⁵ *Idem*, p.37.

⁴⁶ *Idem*., p.42.

ذلك، فإن هذا النوع من الدمج عادة ما يجذب انتباه المؤسسات الأكثـر نمواً أو المستثمرين الأكـبر حجماً، لـذـات المنطق المـذـكور سـابـقاً⁴⁷.

2.3.3 التمويل وفقاً للإستراتيجية الثانية من استراتيجيات الخروج:

وهـنا يـكون اتفـاق التـموـيل وـالـخـروـج وـفقـ إـحدـى الـطـرـيقـتـيـن:

1. البيع للعامة عن طريق الاكتتاب العام للمرة الأولى: ما إن تتصـبح مؤسـسة نـاشـئة مـملـوـكة بـلـجـمـوعـة مـنـ المـالـكـينـ وـتـحـقـقـ سـابـقةـ أـعـمـالـ مـنـ حـيـثـ الإـيرـادـاتـ،ـ والـرـجـحـيـةـ،ـ وـقـدـرـةـ مـسـتـدـامـةـ لـلنـمـوـ،ـ حتـىـ تـبـدـأـ فـيـ التـفـكـيرـ فـيـ إـدـرـاجـ أـسـهـمـهاـ فـيـ الـبـورـصـةـ كـخـطـوـةـ فـيـ سـبـيلـ طـرـحـ أـسـهـمـهاـ لـلـعـومـ عـنـ طـرـيقـ الـاـكـتـابـ لـلـمـرـةـ الـأـوـلـىـ وـمـنـ ثـمـ يـمـكـنـ تـداـولـ هـذـهـ أـسـهـمـهاـ فـيـ خـالـلـ عـلـمـيـاتـ الـبـيعـ وـالـشـرـاءـ،ـ أيـ بـعـارـةـ أـخـرىـ تـتـحـولـ مـنـ شـرـكـةـ خـاصـةـ إـلـىـ شـرـكـةـ مـسـاـهـمـةـ عـامـةـ⁴⁸.ـ وـيمـكـنـ لـلـاـكـتـابـ الـعـامـ لـلـمـرـةـ الـأـوـلـىـ أـنـ يـتـمـ إـماـ بـغـرـضـ زـيـادـةـ رـأـسـ الـمـالـ إـذـاـ كـانـ هـنـاكـ أـسـهـمـ جـديـدةـ يـتـمـ إـصـدـارـهـاـ وـطـرـحـهـاـ لـلـبـيعـ،ـ إـماـ بـغـرـضـ الـخـروـجـ إـذـاـ مـاـ طـرـحـتـ أـسـهـمـ مـمـلـوـكـةـ لـمـسـاـهـمـيـنـ فـيـ الـمـؤـسـسـةـ يـرـيدـونـ الـخـروـجـ مـنـ الـاستـثـمـارـ⁴⁹.

2.2.3.3 التازل لأصحاب المؤسسة أو للمساهمين أو للموظفين: الذين يـعـيـدونـ شـراءـ حصـصـ شـرـكـةـ رـأـسـ الـمـالـ الـاسـتـثـمـاريـ لـتـقـويـةـ وـضـعـيـتـهـ (ـحـصـصـهـ)،ـ وـيـتـعـلـقـ الـأـمـرـ أـيـضاـ بـالـتـازـلـ عـنـ جـزـءـ مـنـ حـصـةـ الـأـسـهـمـ لـإـطـارـاتـ (ـمـسـيـريـ)ـ الـمـؤـسـسـةـ،ـ وـهـذـاـ كـحـافـزـ لـهـمـ لـلـبـقاءـ فـيـ الـشـرـكـةـ لـفـتـرـةـ مـعـيـنـةـ يـعـمـلـونـ خـالـلـهـاـ عـلـىـ تـعـظـيمـ الـقـيـمةـ الـرـأسـمـالـيـةـ لـلـشـرـكـةـ،ـ وـبـالـتـالـيـ قـيـمةـ الـأـسـهـمـ،ـ مـاـ يـنـعـكـسـ عـلـىـ فـرـصـ أـكـبـرـ لـتـحـقـيقـ مـكـاـسـبـ مـنـ خـالـلـ تـلـكـ الـآـلـيـةـ،ـ مـثـلـهـمـ مـثـلـ باـقـيـ الـمـسـاـهـمـيـنـ⁵⁰.

ويـتـيحـ هـذـاـ حـافـزـ بـقـاءـ الـمـدـيرـ/ـالـمـوـظـفـ فـيـ الـشـرـكـةـ حتـىـ يـتـمـكـنـ مـنـ استـعـمـالـ حقـهـ وـفرـصـتـهـ فـيـ الـرـبـحـ،ـ وأـيـضاـ،ـ يـدـفعـهـ إـلـىـ الـعـلـمـ بـكـدـ مـنـ أـجـلـ زـيـادـةـ قـيـمةـ رـأـسـ مـالـ الـشـرـكـةـ بـشـكـلـ يـجـعـلـ قـيـمةـ السـعـرـ السـوقـيـ الـآنـيـ لـلـأـسـهـمـ أـعـلـىـ مـنـ السـعـرـ الـمـتـفـقـ عـلـيـهـ عـنـدـ الإـصـدارـ،ـ وـهـوـ أـفـضـلـ حـافـزـ بـالـنـسـبـةـ لـلـمـوـظـفـ،ـ حـيـثـ يـجـعـلـهـ يـفـكـرـ مـثـلـ مـالـكـ لـلـشـرـكـةـ،ـ وـلـعـلـ تـلـكـ الـآـلـيـةـ هـيـ السـبـبـ الأـكـبـرـ فـيـ الطـفـرـةـ الـتـيـ حـقـقـتـهـ شـرـكـاتـ الـتـكـنـوـلـوـجـيـاـ فـيـ أـسـوـاقـ الـأـوـرـاقـ الـمـالـيـةـ الـأـمـرـيـكـيـةـ

⁴⁷ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 58.

⁴⁸ RANSON O, *Op. Cit*, p 49.

⁴⁹ GLACHANT J et al, *Op. Cit*, p 54.

⁵⁰ اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 60.

في العقد الماضي، فلقد جنا الموظفون في شركات التكنولوجيا في الولايات المتحدة ثروات طائلة عن طريق حق تملك الأسهم، فاقت في بعض الأوقات رواتبهم الأصلية⁵¹.

إن طريقة عمل رأس المال الاستثماري تميز عن باقي تقنيات التمويل التقليدية بمنطقها التمويلي، ألا وهو تحقيق الزيادة في قيمة المؤسسة المستثمر فيها، مما يجعل من شركة رأس المال الاستثماري شريك حيوي، مهمته بنجاح المؤسسة المملوكة.

خاتمة:

لا شك أنه حينما تجري المفاضلة بين اقتصاد الاستدانة واقتصاد المساهمة يتفوق هذا الأخير، على اعتبار أنه يحقق تمويلاً مجانيًا يعكس اقتصاد الاستدانة الذي يستتبع سداداً وأعباءً أخرى.

ولقد تبين من خلال هذه الدراسة المراحل المختلفة لتمويل الصناعات الناشئة برأس المال الاستثماري ومدى الاستجابة لاحتياطها التمويلية .

كما أن نشاط رأس المال الاستثماري يعبر عن الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة، لأنها تزود الصناعات الناشئة برأوس أموال تندمج في رؤوس أموالها بدون فوائد وبدون ضمان العائد حيث يمكن لرأس المال الاستثماري أن يقوم بدوره التمويلي فيما يخص الصناعات الناشئة حتى في حالة ضعف النظام البنكي وغياب سوق مالي نشط وفعال، كما هو الحال في الجزائر.

إن لنشاط رأس المال الاستثماري أهمية كبيرة بالنسبة للصناعات الناشئة بشكل خاص حيث انه يعد أول تقنية تمويلية مختصة و موجهة بصفة أساسية لتمويلها و تدعيمها تقنيا و إداريا و للاقتصاد الوطني بشكل عام، لأنها يساهم في التنمية الاقتصادية.

إن عملية تمويل الصناعات الناشئة عن طريق رأس المال الاستثماري تتم عبر ثلاث مراحل، في المرحلة الأولى ، تقوم مؤسسة رأس المال الاستثماري بدراسة العروض التمويل التي تقدمها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبعد ذلك تقوم بتحديد شكل و كيفية تدخلها، وكمراحلةأخيرة، تقوم مؤسسات رأس المال الاستثماري بإعادة بيع حصصها من الأسهم للخروج من المؤسسات الصناعية الناشئة وذلك بإتباع آليات مختلفة.

⁵¹ GLACHANT J et al, *Op, Cit*, p 51

المراجع:**باللغة العربية:**

1. بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل الصناعات الناشئة في الجزائر، مجلة الباحث عدد 05، الجزائر، 2007.
2. بوزالان هاميلتون، المنتدى الثاني للجمعية الخيرية لرأس المال الجريء ، الرياض، المملكة العربية السعودية، 10 و 11 مارس 2008.
3. عبد الباسط وفا، مؤسسة رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة. كلية الحقوق، جامعة حلوان، مصر، 2006.
4. اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (إسكوا)، الموارد المالية، ورأس المال المخاطر، و ريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، الأمم المتحدة ، نيويورك ، 2007.

باللغة الفرنسية والإنجليزية:

5. Autorité des marchés financiers,(AMF), Capital investissement : les fonds communs de placement à risques destinés au grand public, Paris, Octobre 2009.
6. BARTLETT J, Le capital-risque et les nouvelles technologies, Initiation au capital-risque, revue e -journal USA, Département d'Etat des Etats-Unis, Washington, USA, Mai 2008, Volume 13, Numéro 5.
7. BATTINI P, Financer Son Entreprise par le Capital Investissement, Maxima, 2005.
8. BELAZOUGUI B, Le capital risque : Quand les grands groupes finance les entrepreneurs, Cas de France Télécom, Mémoire De Master En Finance, ISGP, Alger, 2005.
9. BOUATOUTA K E, Le capital investissement capital risque enjeux et perspective, Edition GAL, Algérie, 2005.
10. BOUYAHIAOUI N, venture capitaliste and incubateur. ISGP. Alger. 2004.
11. DEMARIA C ,Introduction au Private Equity, édition Revue banque, 2e édition, 2008.
12. European Private Equity and Venture Capital Association.
13. GLACHANT J et al, Private equity et capitalisme français, La Documentation française. Paris, 2008.
14. LACHMANN J, Capital- risque et capital investissement, Economica. Paris.1999.
15. MOUGENOT G, Tout-Savoir sur le Capital Risque, Edition City Et York, 4eme Edition, 2007.
16. PIOTET D, Etat des lieux et perspectives du capital-risque, l'atelier études, 2002.

17. RANSON O, Capital développement : le guide des solutions de sortie, Loire Offset Plus, France, 2007.
18. ROBIN P, Innovation et capital risque,(AFIC) ,7 mai 2008.
19. SABAH G, Guide pratique du Capital Développement, AFIC, France, 2005.
20. WRIGHT M., Le capital-investissement, Revue française de gestion 2002/5, n° 141.