

## أهمية رأس المال الاستثماري كآلية لتمويل الصناعات الناشئة

## د. قارة رايح

أستاذ محاضر

جامعة تيزي وزو

## ملخص:

الهدف من هذا المقال هو تسليط الضوء على رأس المال الاستثماري الذي يعتبر، كآلية لتمويل الصناعات الناشئة، مختلفا 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 ومراحلها وتقييمه، 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 تقنيا و إداريا كما أن أهميته 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 النمو الاقتصادي الوطني وتخلق 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، والأسواق، في المقابل فإن 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 ، تميل بحكم طبيعتها، إلى الابتكار الذي يعتبر عامل أساسي من عوامل الإنتاج .

ونظرا للضغوط المالية التي تواجهها الصناعات الناشئة في الحصول على الموارد المالية من جهة، وارتفاع معدلات الفائدة على القروض المحصل عليها من جهة أخرى، دفعتها إلى البحث عن بدائل تمويلية أقل كلفة وأكثر اختصاصا، كرأس المال الاستثماري الذي يعتبر من أهم وسائل التدعيم المالي والفني 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 حرفة وصناعة دولية أكثر منه طريقة تمويل.

مما 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. و قسم إلى ثلاث محاور، اهتم المحور الأول بمفهوم رأس المال الاستثماري وأهميته الاقتصادية. ودرس المحور الثاني أنماط التمويل برأس المال الاستثماري و مراحل و تقييمه، أما الثالث فشرح طريقة عمل رأس المال الاستثماري.

## 1. مفهوم رأس المال الاستثماري و أهميته الاقتصادية:

كثير من الصناعات الناشئة و القائمة تكون ذات مخاطر عالية من جهة، ومن جهة أخرى تكون ذات أرباح عالية. ونظرا لهذه المخاطر فإنها تواجه صعوبات كبيرة في مجال التمويل، خاصة التمويل التقليدي، الأمر الذي أدى إلى ابتكار تقنية تمويلية توجه إلى المؤسسات الصناعية الناشئة تتمثل 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، ولهذا فهي تساعد أكثر الصناعات الناشئة الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال، حيث أن النظام المصرفي يرفض منحها القروض نظرا لعدم توفر الضمانات.<sup>1</sup>

## 2.1. الأهمية الاقتصادية لمؤسسات رأس المال الاستثماري:

تنطرق 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 نمودجا جديدا لإدارة الصناعات الناشئة فهو أكثر فعالية من النموذج الكلاسيكي للتسيير ، والذي يمثل مصدر آمن لرؤوس الأموال حيث يساهم فيمواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري للصناعات الناشئة، حيث تعتبر بديلا تمويليا في حالة ضعف السوق المالي وعدم قدرة المؤسسة على إصدار أسهم وطرحها للاكتتاب. و يسمح رأس المال الاستثماري للصناعة الناشئة من الاستفادة من مستثمرين جادين ذوو خبرة في التسيير والاستثمار و تكون علاقاتهم مع أصحاب المؤسسة مبنية على أهداف واضحة وصارمة.

<sup>1</sup> بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة الباحث عدد 05، الجزائر، 2007، ص09.

كما يسمح رأس المال الاستثماري للمؤسسة الناشئة من الاستفادة من مسؤولين أكثر ارتباطا لأنهم يستثمرون رؤوس أموالهم في مشاريع المؤسسة وأكثر كفاءة لامتلاكهم الخبرة اللازمة في مجالات استثمارهم. وأكثر من هذا فانه يعتبر من أهم مصادر التمويل للصناعات الناشئة، كما انه من أهم وسائل النمو وإنشاء المؤسسات وذلك لان نشاطه موجه للصناعات الناشئة، كما أن رأس المال الاستثماري من القنوات الرئيسية لتمويل الابتكار وروح المبادرة. فيعتبر بديلا حقيقيا للقطاع البنكي الذي بدأ يتنازل عن تمويل قطاع الصناعات الناشئة وذلك لتجنب مخاطر تمويلها خاصة في المراحل الأولى من إنشائها<sup>2</sup>.

كما يوفر التمويل للصناعات الناشئة و عالية المخاطر والتي تتوافر 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 لأجل طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد مرتفعة نسبيا و يدعم 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 وليست قروضا. و بالنظر إلى المخاطر الكبيرة التي تمثلها المساهمة في الصناعات الناشئة ، فإن مؤسسات رأس المال الاستثماري لا تأخذ بعين الاعتبار إلا الصناعات الناشئة التي يمكن أن تحقق عوائد عالية نسبيا.

إن معظم مؤسسات رأس المال الاستثماري تعد شركاء ماليين ذات مسؤولية محدودة تملك قسما من الأسهم، تاركة لمسييري المؤسسة حرية تسيير شؤونها، وغالبا ما يكون العقد مبني على ذلك. حيث تهدف إلى إعادة بيع كل حصتها من الأسهم وقليل ما تقوم بإعادة بيع جزء صغير منها فقط ، وتكون مدة المساهمة بين 03 إلى 07 سنوات، وذلك في بلدان منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية<sup>3</sup>. و يكون المقابل الأساسي لمؤسسات رأس المال الاستثماري على شكل أرباح وتكون بعد إعادة بيع حصة الأسهم ويسمى ذلك بعملية الخروج، لكن هذه

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

<sup>3</sup> 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 نسبياً<sup>4</sup>.

وتوفر مؤسسات رأس المال الاستثماري الأموال الخاصة للمؤسسات غير المدرجة في البورصة، فتمول نمو وتوسيع الصناعات الناشئة وذلك بإتباع إستراتيجية واضحة المعالم، وذلك بتوجيه وبطريقة ذكية لرؤوس أموال المؤسسات المالية والمستثمرين الماليين بصفة عامة إلى المؤسسات المحتاجة مالياً. فتقوم بدور هام في مرحلة تحويل الابتكار التكنولوجي إلى نشاط تجاري، ويستثمر في أقسام الصناعة الأكثر نمواً.

من ناحية أخرى وبعبداً عن الموارد المالية التي توفرها مؤسسات رأس المال الاستثماري للصناعات الناشئة، نجد أنها توفر أيضاً خدمات أخرى مرتبطة بسياساتها وإمكانياتها. فدورها لا يتوقف على كونها مصدر للتمويل، ولكنها يعتبر الشريك الحيوي، حيث يقوم بوظيفة التوجيه والمشاركة في اتخاذ القرارات والتسيير، ولكن بصفة نسبية من مؤسسة إلى أخرى. فمثلاً إذا كان نشاط المؤسسة موجه نحو مشروع مبتكر ومبدع، تكون قرارات المستثمر مرتبطة بشكل كبير بالجانب الكيفي والفني، أكثر منه بالجانب الكمي. ومن أهم هذه الخدمات ما يلي:

- توطيد العلاقة مع المؤسسات المالية والبنوك.
  - تحسين خدمات التسويق
  - التأطير الاستراتيجي للمؤسسة.
  - توطيد العلاقة مع المتعاملين والزبائن والموردين و مع المؤسسات الأخرى.
  - الدعم الفني والإداري فيما يخص التسيير المحاسبي والمالي للمؤسسات.
- والنتيجة التي يمكن استخراجها بعد عدة قراءات، هي أنه ويعكس النشاط البنكي التقليدي الذي يبحث ويشترط ضمانات حقيقة وذلك لضمان رجوع أمواله (قروضه) 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:

<sup>4</sup> 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 عملائها 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 تتوافر لدى البنوك الإمكانيات اللازمة لتوفير هذه المعونة<sup>5</sup>.

يقوم بتمويل الصناعات الناشئة التي تتوافر لديها إمكانيات النمو والتطور، بينما لا تتوافر 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 تتوافر لديها الشروط اللازمة<sup>6</sup>.

كما يوفر رأس المال الاستثماري المساعدة في إعادة هيكلة مؤسسات القطاع العام التي يتم إدراجها في برنامج الخصخصة مما يؤدي إلى تصحيح مسارها وتسديد 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 بالتكنولوجيا 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 عالمياً، لتفعيل اقتصادياتها وخلق فرص عمل جديدة تتناسب مع النمو السكاني في هذه البلدان. ويأتي إن دور مؤسسات رأس المال الاستثماري في دعم النمو الاقتصادي من خلال دعم الإبداع لدى الصناعات الناشئة<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> GLACHANT J et al, Op Cit, pp, 70-74

<sup>6</sup> Idem

<sup>7</sup> بوزلان هاميلتون، المنتدى الثاني للجمعية الخليجية لرأس المال الجريء، الرياض، المملكة العربية السعودية، 10 و 11 مارس 2008، ص2

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<sup>8</sup>.

## 2. مراحل التمويل برأس المال الاستثماري و تقييمه:

تختلف مراحل تدخل مؤسسة رأس المال الاستثماري بحسب المرحلة التي تمر بها الصناعات الناشئة<sup>9</sup>، حيث أن لكل مرحلة هناك نوع من رأس المال الاستثماري يتخلل في تمويلها و ذلك دون الحصول على نسبة فوائد و لكن الهدف 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 المكاسب المتحققة.

وعلى الرغم من انه قد يحدث عمليا نوع من التقارب 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 رئيسية<sup>10</sup>:

#### 1.1.2. التلخص من دورة التمويل البنكية التقليدية:

<sup>8</sup> نفس المرجع السابق.

<sup>9</sup> GLACHANT J et al, Op Cit, p 25.

<sup>10</sup> عبد الباسط وفا. المرجع سابق. ص72.

لا يقدم رأس المال الاستثماري قروضا إلا نادرا، و الأصل أن يشارك في رأس المال المؤسسة (الأسهم) أو شبه رأس المال (كالسندات القابلة للتحويل 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 اللازمة للكشف عن آفاق النمو المرتفعة للمؤسسة في المستقبل (مثل كفاءة وفعالية المؤسسة، وتقييم التكنولوجيا المستخدمة، وخبرة و كفاءة وتخصص 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 الممولة 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 المحققة بواسطة رأس المال الاستثماري لمستوى مخاطر أعلى وتعوض احتماليا بواسطة تفاوت ضخم في الإيرادات المتوقعة.

### 5.1.2. مدى متابعة المؤسسات الممولة:

تتميز مؤسسات رأس المال الاستثماري بأنها مؤسسات تمويلية ايجابية أكثر منها سلبية، فمن زاوية ممارسة النشاط يفترض في مؤسسة رأس المال الاستثماري أنها شريك نشط لا يتوقف على أن يكون مضخة مالية للمؤسسات، و إنما يضيف قيمة لهما 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، طبقا 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 الناشئة، مخاطر فنية، مخاطر تجارية، مخاطر عامة)، فلا شك إن إخفاق المؤسسة المختارة للتمويل من قبل مؤسسة رأس المال الاستثماري قد يعرض بقاء 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 استثماراتها في مؤسسات ذات مخاطر عالية، وإنما ينبغي عليها استثمار في مؤسسات ذات مخاطر محدودة، بحيث تغطي الأرباح المحققة من الاستثمارات في مؤسسات محدودة المخاطر الخسائر الناتجة عن الاستثمارات في المؤسسات عالية المخاطر، وألا تركز استثماراتها في مؤسسة واحدة ناشئة أو عالية المخاطر.

## 2.2. مراحل التمويل برأس المال الاستثماري

يلبي رأس المال الاستثماري الاحتياجات التمويلية في مراحل مختلفة لدورة حياة أي مؤسسة، وتتميز كل مرحلة بمخاطرها والعوائد الخاصة بها وهي أربعة مراحل أساسية<sup>11</sup>:

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

### 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 يتوافر للمستثمر الموارد المالية الكافية<sup>12</sup>، وتنقسم إلى مرحلتين هي<sup>13</sup>:

<sup>11</sup> عبد الباسط وفا، المرجع السابق، ص 84.

<sup>12</sup> BOUATOUTA K E, Op Cit, p 52.

**1.1.2.2. رأس المال الجدوى أو رأس المال الانطلاقة:** قبل إنشاء المؤسسة، يحتاج المؤسس لأن يشرع في تنفيذ فكرته بالاستعانة بموارد مالية غالبا 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، و يمكن أيضا بواسطة رأس المال الانطلاقة، أن تنطلق عملية تنظيم المؤسسة وتمويل البحث و التطوير، وتعتبر هذه المرحلة أخطر مراحل حياة المؤسسة، خاصة من حيث التمويل.

**2.1.2.2. رأس المال التأسيس:** يمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأس المال المخاطر ويخصص 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، وعادة ما يتضمن تحضيراً لخطة عمل أو دراسة جدوى جادة، ويخضع لتدقيق مكثف من قبل محلي مؤسسات رأس المال الاستثماري ومفاوضات مضنية بين الفريقين، وتتضمن بنود المفاوضات قيمة المنشأة الجديدة قبل وبعد العمليات، ونسبة الملكية المعروضة على الشركاء الجدد، والالتزامات المستقبلية المترتبة على صاحب المؤسسة الناشئة، وإذا كان بإمكانه بيع جزء من أسهمه في المؤسسة أم لا، وتتميز هذه العملية بالشمولية ويمكن لها أن تأخذ من 03 إلى 12 شهرا، حسب الظروف المحيطة التي تتحكم بمؤسسة رأس المال الاستثماري تحديدا وبالقطاع المستثمر فيه عموما.

**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 دورا هاما خلال هذه المرحلة من دورة حياة المؤسسة، عندما تبدأ هذه الأخيرة بتحويل ابتكاراتها 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 إنشاء المؤسسة ونحو توفير أصول ثابتة ورأس المال العامل ليساعد المؤسسة على بلوغ الحجم الكافي والمصادقية اللازمة لكي تسهل عملية الخروج.

<sup>13</sup> اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 29.

في هذه المرحلة المبكرة، غالبا ما تكون المؤسسة قد تم تشغيلها لفترة وجيزة، فلا تكون قد قامت بتحويل ابتكاراتها إلى نشاط تجاري بعد ولا تملك أي سابقة أعمال تذكر، إنها المرحلة التي لا تكون فيها عوائد الاستثمارات قد اتضحت، والتي تحتاج فيها المؤسسة إلى أكبر رأس مال ممكن لتمويل منتجات جديدة، بما فيه التسويق الأولي للمؤسسة الجديدة، والإشكالية أنه في هذه المرحلة بالذات، يكون الربح عند حده الأدنى أو غير موجود إطلاقا، 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 والملائمة لأصحاب الصناعات الناشئة لتخطي هذه المرحلة الصعبة حتى يتم تحقيق عائد كاف على رأس المال، وتساهم مؤسسات رأس المال الاستثماري أيضا 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 ضروريا لبدء التصنيع وتحويل الابتكار إلى نشاط تجاري وبالتالي بدء عملية التسويق.

#### 2.2.2. رأس المال النمو: <sup>14</sup>

يهدف رأس المال الاستثماري في هذه المرحلة إلى تمويل تنمية وتطوير مؤسسات قائمة والتي تحتاج إلى متطلبات تمويلية خاصة وتقدم آفاق نمو جذابة، ويتضمن ذلك توفير التمويل لأغراض التوسع لمؤسسات بهدف مساعدتها على النمو ودخول أسواق جديدة أو الإحلال محل بعض الشركاء في رأس مال الشركات الراجعة والذين يرغبون في الخروج <sup>15</sup>.

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

<sup>14</sup> LACHMAN J, Op. Cit., p31 .

<sup>15</sup> BOUATOUTA K E, Op Cit, p 53.

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

كما يغطي رأس المال الاستثماري مرحلتي التطور والنضج، حيث خلال هاتين المرحلتين، تتجه المخاطر إلى التناقص بطريقة واضحة، والتمويل الذاتي يلعب دوراً ملموساً، وتكتسب الصناعات الناشئة القدرة على الاستدانة، حيث تضمن إمكانياتها الذاتية سداد القروض، فيبدأ معها دور مؤسسات رأس المال الاستثماري في التواري تدريجياً تاركة الساحة شيئاً فشيئاً لوسائل التمويل التقليدية. و يلخص الجدول التالي مراحل نمو المؤسسات الناشئة ومصادر التمويل الموافقة لكل مرحلة<sup>17</sup>:

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

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

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 كي تتمكن من التحرك إلى ما بعد مرحلة التوسع من أجل زيادة أحجام المبيعات، و يكون عادة تدخل رأس المال الاستثماري في هذه المرحلة للأهداف التالية<sup>18</sup>:

<sup>16</sup> اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 29 .

<sup>17</sup> عبد الباسط وفا، المرجع السابق، ص 92.

<sup>18</sup> 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 أصحاب المؤسسة في التخلي عنها أو عن أحد فروعها.
- تحويل الملكية لأحد المساهمين.

#### 4.2.2. رأس المال التصحيح أو الإنهاض:

يخصص رأسمال التصحيح للصناعات القائمة فعلا والتي تمر بصعوبات خاصة، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى إنهاض مالي، فتأخذ مؤسسة رأس المال الاستثماري بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح<sup>19</sup>.

#### 3.2. مزايا وعيوب رأس المال الاستثماري:

تتطرق هذه النقطة إلى مزايا و عيوب رأس المال الاستثماري كما يلي:

##### 1.3.2. مزايا رأس المال الاستثماري:

تقسم المزايا إلى ثلاثة أنواع كما يلي:

**1.1.3.2. 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 تكفي بذلك ولكن ترافق الاستثمار و تكون شريكا حقيقيا في المؤسسة مدة العقد<sup>20</sup>. و يقلل هذا إلى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين و المقترضين لدى البنوك، فالمقترض عليه أن يرد القرض في موعد الاستحقاق، ويدفع فائدة ثابتة مدة الدين، فإذا انخفض العائد تعرض المؤسسة للإفلاس، ويضع المقرض يده على المؤسسة، ففي هذه الحالة تعتبر البنك هي الربح الوحيد بينما لو ربحت المؤسسة فسيحصل على قرضه و الفوائد كاملة. وهذا ما لا نجده في

<sup>19</sup> Idem. p 54.

<sup>20</sup> RANSON O, *Op. Cit.*, p 10.

المشاركة حين يشترك الجميع في الربح والخسارة، حيث تتفق المصالح والوجهة. و كثيرا ما يكون الدعم العملي الذي تقدمه مؤسسة رأس المال الاستثماري مفيدا للمؤسسة الناشئة ومساعدًا على إنجاحها، فضلا 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 توسعها<sup>21</sup>. و يستمر التمويل حتى تنمو المؤسسة وتستوي، وبعدئذ يمكن أن تحول ملكيتها لمستثمر آخر، يشده نجاح الشركة ونوع نشاطها، أو تطرح كأسهم على المساهمين، ويعمل العائد من ارتفاع رأس المال مؤسسات أخرى جديدة.

كما توفر مؤسسات رأس المال الاستثماري زيادة الأموال الخاصة للصناعات الناشئة، بسبب مشاركتها بحصة معتبرة من رؤوس أموالها. ولا تكون هذه الأموال مستحقة أو واجبة الأداء إذا كانت حالة المؤسسة لا تسمح بذلك، على اعتبار أنها أصبحت تشكل جزءا 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 فتتمثل في أن المؤسسة رأس المال الاستثماري فرصة لاختيار الاستثمار، فكثر من الصناعات الناشئة تكون عالية المخاطر 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 والمستقرة والتي غالبا ما تكون قد توقفت طاقتها للابتكار، ويكون مفيدا للغاية للتنمية الاقتصادية<sup>22</sup>.

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

<sup>21</sup> Idem.

<sup>22</sup> اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 20، 21.

يقلل من المخاطر خاصة و أنها تراقب و تتابع المؤسسة الممولة<sup>23</sup>. 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 متنوعة<sup>24</sup>. و لقد ثبت هذا في تمويل شركات ناشئة مثل: "أبل" و "مايكروسوفت" و "كومباك" و "ميدرال إكسبريس" و "جنتيك" ..... وغيرها وكانت التقنية القائمة بها شبه مجهولة، ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية<sup>25</sup>.

### 2.3.2. عيوب رأس المال الاستثماري:

تقسم عيوب رأس المال الاستثماري حسب المختصين إلى ما يلي:

1.2.3.2. بالنسبة للصناعات الناشئة: على عكس المزايا السابقة قد يمثل رأس المال الاستثماري عبئا للصناعات الناشئة، ويرجع ذلك إلى الحقوق المتولدة لمؤسسة رأس المال الاستثماري عن الشراكة (كالمشاركة في القرارات، والتدخل في مسار المشروع). كما تطلب مؤسسات رأس المال الاستثماري مبالغ مرتفعة في حالة نجاح المؤسسة لاسترداد حصص المخاطر<sup>26</sup>.

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

- حدوث ما من شأنه أن يؤثر جوهريا على حياة المؤسسة الصناعية الناشئة ، و من ثم تفقد مؤسسات رأس المال الاستثماري مساهمتها.
- حدوث ما من شأنه أن يؤثر جوهريا على نتائج المؤسسة الصناعية الممولة التي توقعتها مؤسسة رأس المال الاستثماري سلفا، إذ يفقدها ذلك الهدف الأصلي في التدخل المتمثل في العوائد.

### 3. طريقة عمل رأس المال الاستثماري:

<sup>23</sup> 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

<sup>24</sup> RANSON O, *Op. Cit.*, p 17

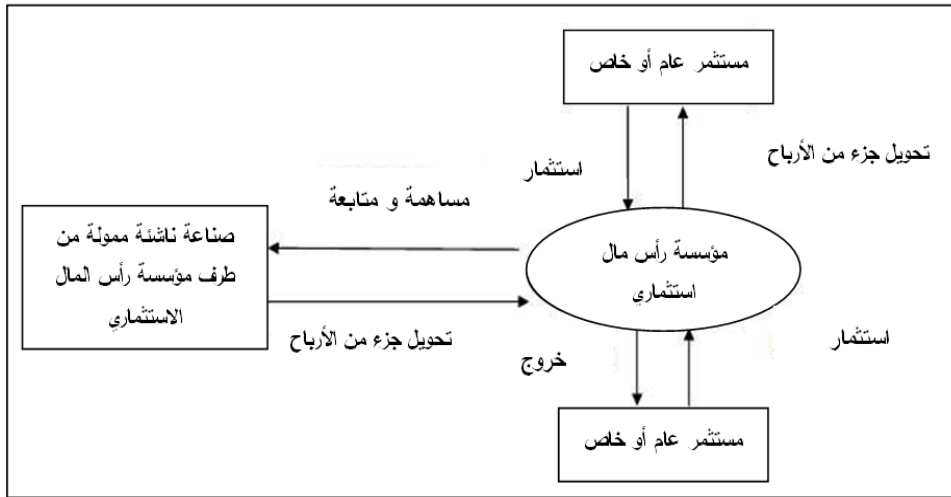
<sup>25</sup> اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 12.

<sup>26</sup> 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 واجتذاب المستثمرين، وبعدها تبدأ الصفقة بإبداء المؤسسة الصناعية الناشئة و القائمة رغبتها في التمويل من قبل مؤسسة رأس المال الاستثماري، فتقوم هذه الأخيرة بدراساتها فنيا وتجاريا على المدى الطويل وذلك بعناية كبيرة، وقد تستغرق هذه العملية في المتوسط عدة شهور<sup>27</sup>.

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 و تحقق أرباحا ويستعيد المستثمرون في مؤسسة رأس المال الاستثماري رؤوس أموالهم بالإضافة إلى الأرباح<sup>28</sup>. وهذا ما يوضحه الشكل رقم (01).

الشكل رقم (01): طريقة عمل رأس المال الاستثماري



المصدر: من إعداد الباحث.

<sup>27</sup> SABAH G, Guide pratique du Capital Développement, AFIC, France, 2005, p8.

<sup>28</sup> اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص50.



## 1.3. إجراءات الاختيار:

تقوم مؤسسة رأس المال الاستثماري بمراجعة أولية للعروض التي تتلقاها من طرف المؤسسات الصناعية الناشئة الراغبة في الشراكة و ذلك لتحديد ما إذا كان يتطابق مع معايير استثمارها. و لدى مؤسسات رأس المال الاستثماري عدة مقاربات وخيارات لتحديد نوع الصناعات الناشئة التي يمكن لهم الاستثمار فيها، استنادا إلى موقع المؤسسة، وحجم الاستثمار وهيكلته، 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 تقديم طلب التمويل إلى مؤسسة رأس المال الاستثماري، تقوم المؤسسة الصناعية الناشئة بالتعرف على المؤسسة التي ستمولها، والقطاع الاقتصادي الذي يهتمها وكيفية تدخلها<sup>29</sup>.

كمرحلة ثانية، تقوم المؤسسة الراغبة في التمويل بتقديم 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 بناءا عليها تحدد أهدافها قبل إجراء أي عملية استثمار.

هذه الوثيقة، التي تعدها المؤسسة الراغبة في التمويل، تمثل الخطة التنموية التي ستتبعها على المدى المتوسط و تحتوى عادة على خمسة أجزاء<sup>30</sup>:

- دراسة لأوضاع السوق ومختلف 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:

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

<sup>30</sup> SABAH G, *Op Cit*, p 8.

إن مؤسسات رأس المال الاستثماري تتلقى سنويا العديد من عروض التمويل، بالرغم من ذلك، فإن عددا قليلا 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 و تمويل المؤسسة من عدمه<sup>31</sup>.

بعد أن يتم اختيار المؤسسات التي سيتم تمويلها، تجتمع مؤسسة رأس المال بالمؤسسة الصناعية الناشئة من أجل مراجعة خططها الاستثمارية والقيام بالتحقق من جدواها وأهدافها، ويوفر هذا اللقاء للمؤسسة الصناعية الناشئة الفرصة كي تستعرض مدى إلمامها وقدرتها على تحقيق الإستراتيجيات المرسومة في الخطة، بينما تفحص مؤسسة رأس المال الاستثماري بعناية المهارات الوظيفية ومؤهلات فريق عمل المؤسسة الراغبة في التمويل<sup>32</sup>.

بالإضافة إلى الشرط الأساسي بأن تكون للمؤسسة الصناعية إمكانيات عوائد كبيرة، تبحث مؤسسة رأس المال الاستثماري أيضا عن اتفاق مرض يؤمن العوائد المالية لأصحاب رؤوس الأموال في أوانها باعتبارها الوسيط المالي بينهم، حيث أن الاستثمار في المؤسسة الصناعية الناشئة قد يدوم عدة سنوات، وفي أغلب الأحيان لا تتحقق عوائد مالية كما خطط له، و على هذا ينبغي على مؤسسات رأس المال الاستثماري أن تدرس بعناية المؤسسات ذات الإمكانيات الاستثمارية قبل أن تستثمر فيها و أهم معايير الاختيار والتدقيق هي<sup>33</sup>:

- قوة و ضعف المؤسسة، والعقبات التي تقابلها، والمخاطر المتصلة بأفكار ومقترحات المؤسسة وخطط تطورها 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 الممولة على حد سواء، مثل: مخاطر الإدارة ومخاطر قلة التجربة ومخاطر المنافسة ومخاطر قابلية النجاح، وتدل مخاطر السوق على درجة الشك المرتبط بالقدرة على الحفاظ على ميزة تنافسية بسبب عوامل بيئية؛ وهي تتضمن مخاطر بطلان الاستعمال الفني والمنافسين والمنتجات والخدمات التي تحل محل غيرها وتغير الطلب أو جاذبية

<sup>31</sup> اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا) المرجع السابق، ص 51 .

<sup>32</sup> 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.

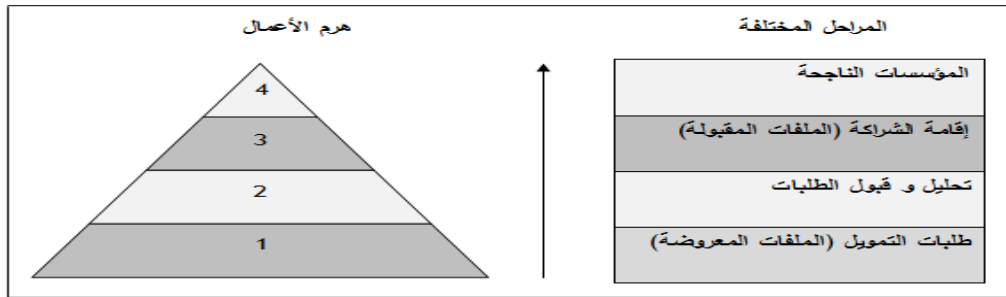
<sup>33</sup> اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 51 .

السوق، من جهة أخرى، تتضمن المخاطر الإدارية عدم الأمانة، والبحث عن المصلحة الذاتية للمدى القصير، وعدم وضوح البنود التعاقدية، وعدم تحقيق الأهداف الربحية<sup>34</sup>.

### 3.1.3 مستويات قبول المؤسسات الصغيرة و المتوسطة:

فيما يتعلق بمستويات قبول المؤسسات الصناعية الناشئة يبين الشكل التالي أنه يتم قبول عدد محدود فقط من عروض التمويل، وكما يتم فيما بعد تحقيق الاستثمار في عدد قليل منها فقط، حيث يتم تقلص الدعم المالي إلى نسبة صغيرة من المؤسسات التي تم قبول تمويلها<sup>35</sup>.

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 جدا من القمة، ثم تأتي المرحلة الأخيرة، و هي تمثل المؤسسات الناجحة وهي قمة الهرم.

<sup>34</sup> BELAZOUGUI B, *Op Cit*, p 17.

<sup>35</sup> 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 يخفق في السنوات الأولى ويرى Lachman أن مصدر هذا الإخفاق يتمحور حول ثلاث نقاط أساسية<sup>36</sup>:

- يرجع الإخفاق بالدرجة الأولى إلى منشئ المؤسسة وإمكانياته التي تتحدد وفق ثقافته وتجربته وقدرته على التحليل و الإدارة، وقدرته على التأقلم مع الأوضاع.
- عدم توافق السلع المنتجة من طرف المؤسسة مع ظروف السوق ، خاصة في مرحلة التجريب، وأيضاً في مرحلة النمو، حيث أن الأسواق تتطور بسرعة كبيرة وفق السلع المعروضة هذا ما يفرض تأقلم كبير، وخاصة يقظة 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 المرافقة 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 قدرتها<sup>37</sup>.

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 المرافقة والتوجيه مع ضمان تسيير أعمال المؤسسة في أحسن الظروف، يجب تأمين الحصول والتمكن وبشكل مستمر ودائم من المعلومات الكمية والكيفية التي تشمل النقاط التالية<sup>38</sup>:
- النمط الإداري في المؤسسة.

<sup>36</sup> Idem., p 49.

<sup>37</sup> اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 52.

<sup>38</sup> BOUYAHIAUI N, Venture capitaliste and incubateur. ISGP. Alger. 2004. p 34.

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

### 2.3. اتفاق الاستثمار بين مؤسسة رأس المال الاستثماري و المؤسسة الممولة:

يؤدي الاتفاق على بنود الاستثمار والإدارة إلى إبرام مذكرة تفاهم بين مؤسسة رأس المال الاستثماري والمؤسسة الممولة، وبعد الموافقة عليه، يتم إعداد الوثائق القانونية، والتي تتضمن معاينة شاملة وكشفا شاملا عن كل المعلومات المتعلقة بالمؤسسة<sup>39</sup>. ويتم عقد الاتفاق القانوني بين مؤسسة رأس المال الاستثماري والمؤسسة الممولة، والذي يجب أن يحتوي على حقوق وواجبات كل طرف.<sup>40</sup>

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 التمهيديّة لإنشاء المؤسسة (حالة إنشاء مؤسسة)، أو خطة التمويل (حالة تمويل مؤسسة قائمة) وذلك بتوضيح بعض الشروط الأولية (الموقع، تقييم الاستثمار، إعداد مخطط الأعمال... إلخ).
- و بعد 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 المساهمة الذي ينص على شروط و كيفية 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.

<sup>39</sup> SABAH G, Op Cit, p.12 .

<sup>40</sup> 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 معتبرة<sup>41</sup>.

ما إن تبلغ الصناعة الناشئة حجما معيناً وتدر إيرادات كافية، حتى يسعى أصحابها وكذلك مؤسسة رأس المال الاستثماري، على وجه الخصوص، إلى الخروج من الشراكة وتحقيق أرباح رأسمالية على المال المستثمر. وتوجد عدة طرق لتحقيق ذلك، حسب حجم الشركة ووضعها المالي، وتتم 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 استخداماً<sup>42</sup>:

- **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.
- و يمكن لهاتين الإستراتيجيتين أن تتما على التوالي، بأن تحدث الإستراتيجية الأولى وتُعقبها الإستراتيجية الثانية أو بالعكس.<sup>43</sup>

### 1.3.3. التمويل وفقاً للإستراتيجية الأولى من استراتيجيات الخروج

يكون اتفاق التمويل و الخروج كما يلي:

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

<sup>42</sup> اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص 56.

<sup>43</sup> GLACHANT J et al, *Op. Cit.*, p38.

**1.1.3.3. البيع لشركة قائمة أكبر حجما :** تظل المؤسسات الكبيرة في حالة بحث متواصل عن فرص لتوسيع أسواقها، ومن خلال هذا البحث، يمكنها أن تلجأ إلى مؤسسة ناشئة أصغر حجما 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<sup>44</sup>.

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 مميزات، 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 إحدهما موردا للآخر في سلعة أو خدمة ما في حلقة من سلسلة التوريد.

إن إستراتيجية المؤسسات الناضجة هو أفضل إستراتيجية خروج للمؤسسة الناشئة في حالة إنهاء الشراكة، ما أن تطور المؤسسة الناشئة منتجا يمكن تسويقه حتى تبادر المؤسسة الكبيرة إلى محاولة شراء المنشأة الفتية، مكتسبة بالتالي حزمة من الخبرة والمهارات التي أثبتت فعاليتها ومقدمة في المقابل الربح النقدي المجزي للشركاء في المؤسسة<sup>45</sup>.

**2.1.3.3. البيع لمستثمر أكبر:** يمكن لمؤسسة رأس المال الاستثماري، تملك حصة أسهم في مؤسسة ناشئة نمت حتى بلغت مرحلة النضج أو ما بعدها، أن تفكر في بيع حصتها للمؤسسة من مؤسسات حقوق الملكية الخاصة، فإن مؤسسات حقوق الملكية الخاصة عادة لا تهتم بالمؤسسات الناشئة وتلك في المرحلة المبكرة، بل تفضل الاستثمار في شركات أكثر نضجا وأكبر حجما وفي مرحلة أكثر تقدما<sup>46</sup>.

**3.1.3.3. 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 مزيدا من الموارد ومزيدا من القدرة، فضلا عن

<sup>44</sup> RANSON O, Op. Cit , p37.

<sup>45</sup> Idem, p.37.

<sup>46</sup> Idem., p.42 .

ذلك، فإن هذا النوع من الدمج عادة ما يجذب انتباه المؤسسات الأكثر نمواً أو المستثمرين الأكبر حجماً، لذات المنطق المذكور سابقاً<sup>47</sup>.

### 2.3.3. التمويل وفقاً للإستراتيجية الثانية من استراتيجيات الخروج:

وهنا يكون اتفاق التمويل و الخروج وفق إحدى الطريقتين:

1.2.3.3. **البيع للعامة عن طريق الاكتتاب العام للمرة الأولى:** ما إن تنضج مؤسسة ناشئة مملوكة لمجموعة من المالكين وتحقق سابقة أعمال من حيث الإيرادات، والربحية، وقدرة مستدامة للنمو، حتى تبدأ في التفكير في إدراج أسهمها في البورصة كخطوة في سبيل طرح أسهمها للعموم عن طريق الاكتتاب للمرة الأولى ومن ثم يمكن تداول هذه الأسهم من خلال عمليات البيع والشراء، أي بعبارة أخرى تتحول من شركة خاصة إلى شركة مساهمة عامة<sup>48</sup>. ويمكن للاكتتاب العام للمرة الأولى أن يتم إما بغرض زيادة رأس المال إذا كان هناك أسهم جديدة يتم إصدارها وطرحها للبيع، وإما بغرض الخروج إذا ما طرحت أسهم مملوكة لمساهمين في المؤسسة يريدون الخروج من الاستثمار<sup>49</sup>.

2.2.3.3. **التنازل لأصحاب المؤسسة أو للمساهمين أو للموظفين:** الذين يعيدون شراء حصص شركة رأس المال الاستثماري لتقوية وضعيتهم (حصصهم)، ويتعلق الأمر أيضاً بالتنازل عن جزء من حصة الأسهم لإطارات (مسيري) المؤسسة، وهذا كحافز لهم للبقاء في الشركة لفترة معينة يعملون خلالها على تعظيم القيمة الرأسمالية للشركة، وبالتالي قيمة الأسهم، مما ينعكس على فرص أكبر لتحقيق مكاسب من خلال تلك الآلية، مثلهم مثل باقي المساهمين<sup>50</sup>.

ويتيح هذا الحافز بقاء المدير/الموظف في الشركة حتى يتمكن من استعمال حقه وفرصته في الربح، وأيضاً، يدفعه إلى العمل بكد من أجل زيادة قيمة رأس مال الشركة بشكل يجعل قيمة السعر السوقي الآني للأسهم أعلى من السعر المتفق عليه عند الإصدار، وهو أفضل حافز بالنسبة للموظف، حيث يجعله يفكر مثل مالك للشركة، ولعل تلك الآلية هي السبب الأكبر في الطفرة التي حققتها شركات التكنولوجيا في أسواق الأوراق المالية الأمريكية

<sup>47</sup> اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص58.

<sup>48</sup> RANSON O, *Op. Cit*, p 49.

<sup>49</sup> GLACHANT J et al, *Op, Cit*, p 54.

<sup>50</sup> اللجنة الاقتصادية و الاجتماعية لغربي آسيا (الاسكوا)، المرجع السابق، ص60



في العقد الماضي، فلقد جنا الموظفون في شركات التكنولوجيا في الولايات المتحدة ثروات طائلة عن طريق حق تملك الأسهم، فاقت في بعض الأوقات رواتبهم الأصلية<sup>51</sup>.

إن طريقة عمل رأس المال الاستثماري تتميز 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، مهم بنجاح المؤسسة الممولة.

#### خاتمة:

لا شك أنه حينما تجرى المفاضلة بين اقتصاد الاستدانة واقتصاد المساهمة يتفوق هذا الأخير، على اعتبار أنه يحقق تمويلًا مجانيًا بعكس اقتصاد الاستدانة الذي يستتبع سدادًا وأعباء أخرى. ولقد تبين من خلال هذه الدراسة المراحل المختلفة لتمويل الصناعات الناشئة برأس المال الاستثماري ومدى الاستجابة لحاجاتها التمويلية.

كما أن نشاط رأس المال الاستثماري يعبر عن الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة، لأنها تزود الصناعات الناشئة برؤوس 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، لأنه 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، وكمحلة أخيرة، تقوم مؤسسات رأس المال الاستثماري بإعادة بيع حصصها من الأسهم للخروج من المؤسسات الصناعية الناشئة وذلك بإتباع آليات مختلفة.

<sup>51</sup> 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 الخليجية 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 (الإسكوا)، الموارد المالية، ورأس المال المخاطر، و ريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، الأمم المتحدة، نيويورك، 2007.

## باللغة الفرنسية والانجليزية:

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.