

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

العنوان

دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذة:

د. حياة نجار

إعداد الطالبة:

✓ إيمان فنيش

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	د. قدام جمال
مشرفا ومقررا	جامعة جيجل	د. حياة نجار
مناقشا	جامعة	د. عمر قيرة

السنة الجامعية: 2018-2019



شكر وعرفان

بسم الله الرحمن الرحيم

« ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه
وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين »

صدق الله العظيم

سورة النمل الآية 9

الحمد لله رب العالمين حمدا يليق بعظمة جلاله وله الشكر يكافئ نعمه ويوافي مزيده،
وأفضل الصلاة والسلام على سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم، وعلى آله الطاهرين وصحبه
أجمعين ومن تبعهم بإحسان إلى يوم الدين

عن أبي هريرة عن النبي صلى الله عليه وسلم قال: « لا يشكر الله من لا يشكر الناس »

بأسمى عبارات الشكر والتقدير أتقدم إلى أستاذتي الفاضلة الدكتورورة حياة نجار
بواقف عبارات الشكر والثناء على كل ما قدمت لي من وقتك وجهد وما أسدت لي من
نصح وتوجيه لإخراج هذا العمل، لما مني عنایتها شكر لا ينقصه إلا عجز التعبير
- جزاها الله عني كل خير -

وبخالصي شكري وعظيم امتناني أشكر والدي على الدعم المطلق طوال مشواري
الدراسي وكل من أمدني بيد العون ولو بكلمة طيبة مشجعة لإتمام هذه الدراسة

وأتقدم بالشكر للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه

المذكرة

إهداء

أهدي هذا العمل:

إلى التي زكيت بنفسها لإسعادي إلى منبر حناي الصافي إلى
أمي الحبيبة، إلى مثال الحب والتضحية...إليك يا نور عيني

إلى من علمني تحدي الصعاب، إلى الذي كان لي الأب
والأخ والصديق والسند طول الطريق...إليك يا أغلى ما أملك

أطال الله في عمركما يا من لا يمكن للكلمات أن توفي حتما

إلى كافة أفراد عائلتي، صديقاتي وزميلاتي في الدراسة ...

كل باسمه أهدي هذا العمل المتواضع

إلى من أثار لي الطريق في سبيل تحصيل قدر بسيط من

المعرفة ... أساتذتي الكرام

إيمان

فهرس المحتويات

I	البسمة
II	شكر وعران
III	إهداء
IV	فهرس المحتويات
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
IX	قائمة الملاحق
أ	مقدمة
الفصل الأول: الإطار النظري لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها	
8	تمهيد
9	المبحث الأول: عموميات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
9	المطلب الأول: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
12	المطلب الثاني: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأصنافها
15	المطلب الثالث: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمشاكل التي تواجهها
19	المبحث الثاني: المصادر التقليدية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
19	المطلب الأول: محددات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واحتياجاتها التمويلية
22	المطلب الثاني: مصادر التمويل الرسمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
25	المطلب الثالث: مصادر التمويل غير الرسمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
27	المبحث الثالث: البدائل التمويلية المستحدثة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
27	المطلب الأول: قرض الإيجار
28	المطلب الثاني: عقد تحويل الفاتورة
29	المطلب الثالث: التمويل الإسلامي
31	المطلب الرابع: السوق المالية الثانية
34	خلاصة الفصل
الفصل الثاني: آلية التمويل برأس المال المخاطر	
36	تمهيد
37	المبحث الأول: نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر

37	المطلب الأول: لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر
39	المطلب الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر
43	المطلب الثالث: خصائص رأس المال المخاطر
47	المبحث الثاني: أهمية وأهداف رأس المال المخاطر وعلاقته بنظرية الوكالة والحوكمة
47	المطلب الأول: أهمية رأس المال المخاطر
48	المطلب الثاني: أهداف شركات رأس المال المخاطر
49	المطلب الثالث: عالقة رأس المال المخاطر بنظرية الوكالة والحوكمة
52	المبحث الثالث: أطراف التمويل برأس المال المخاطر، أشكاله وأنماطه
52	المطلب الأول: أطراف التمويل برأس المال المخاطر
54	المطلب الثاني: أشكال رأس المال المخاطر
55	المطلب الثالث: أنماط التمويل برأس المال المخاطر
58	المبحث الرابع: مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر، مزاياه وعيوبه
58	المطلب الأول: مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر
59	المطلب الثاني: طرق خروج شركات رأس المال المخاطر من المؤسسات الممولة
61	المطلب الثالث: مزايا وعيوب التمويل برأس المال المخاطر
64	خلاصة الفصل
الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)	
66	تمهيد
67	المبحث الأول: واقع شركات رأس المال المخاطر الأمريكية
67	المطلب الأول: مراحل تطور شركات رأس المال المخاطر الأمريكية
69	المطلب الثاني: الأطراف الفاعلة في نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية
72	المطلب الثالث: عوامل نجاح شركات رأس المال المخاطر
73	المبحث الثاني: نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)
73	المطلب الأول: تحليل نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب عدد المؤسسات الممولة وحجم التمويل في الفترة (2013-2018)
76	المطلب الثاني: تحليل نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب مراحل التمويل في الفترة (2013-2018)

78	المطلب الثالث: تحليل نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب قطاع النشاط في الفترة (2013-2018)
81	المبحث الثالث: مقارنة بين المؤسسات الممولة وغير الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)
81	المطلب الأول: المقارنة وفق معيار معدل نمو الأصول
85	المطلب الثاني: المقارنة وفق معيار معدل نمو العوائد ومعدل البقاء
88	المطلب الثالث: المقارنة وفق عملية الطرح العام للاكتتاب
94	خلاصة الفصل
95	الخاتمة
99	قائمة المراجع
	الملاحق
	الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
10	تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحسب الاتحاد الأوروبي	(1-1)
11	تعريف منظمة التمويل الدولية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	(2-1)
45	مقارنة بين التمويل برأس المال المخاطر والتمويل المصرفي	(1-2)
74	نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)	(1-3)
78	عدد المؤسسات الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب قطاع النشاط في الفترة (2013-2018)	(2-3)
86	نسبة إفلاس المؤسسات الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر في الفترة (2013-2018)	(3-3)
86	العلاقة بين العائد والمخاطرة للمؤسسات الممولة برأس المال المخاطر وفق المراحل التمويلية (2013-2017)	(4-3)
88	معدل البقاء للمؤسسات الممولة وغير الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)	(5-3)
91	آليات خروج شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018) بحسب قيمة الإيرادات	(6-3)
91	نسبة المؤسسات المدرجة في الأسواق المالية عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)	(7-3)

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
40	الفرق بين رأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر في فرنسا	(1-2)
42	مبدأ الوساطة المالية لشركات رأس المال المخاطر	(2-2)
67	تطور عدد شركات رأس المال المخاطر الأمريكية من الفترة (1980-2018)	(1-3)
70	أصناف المستثمرون في شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2018-2009)	(2-3)
75	نسبة مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى إجمالي المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2018-2013)	(3-3)
76	نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب المراحل التمويلية في الفترة (2018-2013)	(4-3)
80	حجم التمويل المقدم من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب قطاع النشاط في الفترة (2018-2013)	(5-3)
82	متوسط معدل نمو الأصول للمؤسسات الممولة وغير الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2018-2013)	(6-3)
84	الإنفاقات الاستثمارية للمؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2018-2013)	(7-3)
85	معدل تطور العوائد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحسب الأسلوب التمويلي خلال الفترة (2017-2013)	(8-3)
89	آليات خروج شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2018-2013)	(9-3)
92	نسبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية	(10-3)

قائمة الملاحق

العنوان	الرقم
إحصائيات عن تطور شركات رأس المال المخاطر الأمريكية	01
نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب عدد المؤسسات الممولة، حجم التمويل والمراحل التمويلية	02
عدد المؤسسات الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب قطاع النشاط	03
حجم التمويل المقدم من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب قطاع النشاط	04
الاستثمارات السنوية لشركات رأس المال المخاطر الأمريكية	05
تطور العوائد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحسب مصادر التمويل	06
آليات خروج للمؤسسات الممولة برأس المال المخاطر	07

مقدمة

تحظى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأهمية كبيرة في اقتصادات الدول، فقد هيمنت على النسيج المؤسساتي والصناعي لعدد من الدول المتقدمة، وهذا نظرا لمرونتها الكبيرة في التكيف والاستجابة مع مناخ المال والأعمال الذي يتسم بالحركية العالية والمنافسة الشديدة. وأضحت محركات استثمارية رائدة بما تملكه من إمكانيات هائلة وما تتمتع به من مزايا، فضلا عن مساهمتها الكبيرة في التنمية الاقتصادية.

لكن رغم ذلك، تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة العديد من التحديات والمشاكل التي تحد من فاعليتها وتعرقل نموها وتطورها. ويعتبر التمويل أبرز هذه المشاكل، حيث يقف كعائق أمام بقائها واستمراريتها، خصوصا في السنوات الأولى من تأسيسها، ويرجع ذلك لعجز الأساليب التمويلية التقليدية عن تلبية الاحتياجات التمويلية لهذه المؤسسات وهذا نظرا لخصوصيتها والمخاطرة التي تكتنفها.

أمام خصوصية هذه المؤسسات وفي ظل التطور الذي تعرفه الأساليب التمويلية، ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية في منتصف القرن الماضي تقنية تمويلية مستحدثة تتمثل في رأس المال المخاطر، كآلية معتمدة لحل المشاكل والعراقيل التمويلية القائمة التي تواجهها، كما توفر أيضا الدعم الفني والإداري لها.

وقد عرفت صناعة رأس المال المخاطر انتشارا واسعا في ظرف قياسي، ودعما كبيرا من طرف السلطات والهيئات الحكومية والمالية، كونها تعتبر أبرز البدائل التمويلية لهذا النوع من المؤسسات. كما وتعد شركات رأس المال المخاطر أكثر الأشكال شيوعا لمؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.

إشكالية الدراسة

على ضوء ما تقدم، وبالنظر إلى أهمية وضرورة إيجاد حلول للمشاكل التمويلية التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وانطلاقا من الدور الذي تلعبه شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تدعيم وتعزيز هذا المسعى، تتبلور إشكالية هذا البحث والتي يمكن صياغتها في التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو دور شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الحد من الفجوة المالية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والرفع من قدرتها التمويلية؟

وعلى هذا الأساس تتبثق الأسئلة الفرعية التالية:

- ما الأهمية التي تنطوي عليها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اقتصادات الدول؟
- ما هي أهم المشاكل والعقبات التمويلية التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في تلبية احتياجاتها التمويلية في ظل خصوصيتها المالية؟

- ما المقصود برأس المال المخاطر؟ وما هي الخصائص التي تميز؟
- كيف تتم آلية التمويل برأس المال المخاطر؟ وما هي مزايا وعيوب التمويل برأس المال المخاطر؟
- ما هو واقع شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؟

فرضيات الدراسة

لمعالجة موضوع الدراسة ومحاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة والتساؤلات الفرعية، تمت صياغة الفرضيات التالية التي تعد أكثر الإجابات احتمالا للإشكالية المطروحة، وعليه فهي قابلة للإثبات أو النفي وتتمثل في الآتي:

- تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من العديد من المشاكل التمويلية التي تؤدي إلى إعاقة استمراريتها ونموها؛
- تشكل شركات رأس المال المخاطر الحل الأنسب لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة منها المبتكرة والتي تتسم بدرجة عالية من المخاطرة؛
- تحقق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية نتائج أحسن مقارنة بتلك التي مولت بأساليب تمويلية أخرى.

أهمية الدراسة

تتبع أهمية موضوع الدراسة من أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اقتصادات الدول ومساهمتها الفاعلة في تحقيق النمو الاقتصادي وتفعيل الإبداع والابتكار، وكذا من الدور الهام الذي تقوم به شركات رأس المال المخاطر في تمويل هذه الأخيرة، مما يكسب الموضوع أهمية خاصة لما تواجهه هذه المؤسسات من مشاكل تمويلية تعيق نموها وتطورها كونه يعد من بين المواضيع الحديثة في مجال التمويل. فضلا عن تطور صناعة رأس المال المخاطر بشكل كبير في العالم أجمع، وفي الولايات المتحدة الأمريكية بشكل أخص.

أهداف الدراسة

تتطوي هذه الدراسة تحت جملة من الأهداف يمكن تلخيص أهمها فيما يلي:

- إلقاء الضوء على المشاكل التمويلية التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- إبراز الاختلاف بين أسلوب التمويل برأس المال المخاطر وباقي التمويلات الأخرى؛
- التعرف على آلية التمويل لشركات رأس المال المخاطر ومزاياها وعيوبها؛

- الوقوف على واقع تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية وتبيان دورها.

المنهج المتبع والأدوات المستخدمة

قصد الإلمام بالموضوع محل الدراسة ومحاولة الإجابة على الإشكالية المطروحة واختبار صحة الفرضيات، وتماشيا مع طبيعة الموضوع، تم الاعتماد على مجموعة من المناهج وهي:

- المنهج الوصفي: وهذا من خلال تقديم وعرض المفاهيم النظرية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وشركات رأس المال المخاطر؛
- المنهج التحليلي: وقد تم الاعتماد على هذا المنهج من خلال معرفة دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تحليل نشاط هذه الشركات وكذا تحليل النتائج المحققة من طرف المؤسسات الممولة؛
- المنهج المقارن: حيث يتم مقارنة نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بين فترات زمنية من جهة، ومن جهة أخرى المقارنة بين المؤسسات الممولة وغير الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر خلال فترة الدراسة.

أما فيما يخص الأدوات المستخدمة في الدراسة فقد تم الاعتماد في الجانب النظري على الكتب، المقالات، التقارير، المداخلات... إلخ. أما الجانب التطبيقي فقد تم الاعتماد فيه على البيانات والتقارير المالية لجمعية رأس المال المخاطر الأمريكية، والبيانات الموجودة في قواعد البيانات الخاصة بالمؤسسات الممولة وغير الممولة برأس المال المخاطر من بينها **Pitchbook**، **Preqin** و **CB Insights**.

أسباب اختيار موضوع الدراسة

يرجع اختيارنا لموضوع الدراسة إلى عدة أسباب ودوافع أهمها ما يلي:

- أهمية موضوع التمويل للمؤسسات الاقتصادية عامة، وللمؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة؛
- تزايد الدور الهام والفعال الذي تلعبه شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- الميول والرغبة الشخصية لدراسة مثل هذه المواضيع ذات الصلة بمجال التخصص من جهة، ومن جهة أخرى حداثة هذا النوع من المواضيع؛
- فضلا عن إثراء الرصيد المعرفي في هذا المجال.

إطار الدراسة

ارتأينا حصر موضوع الدراسة على النحو الآتي:

- الحدود الموضوعية: تهدف هذه الدراسة إلى إبراز وتبيان دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- الحدود المكانية: شملت الدراسة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية التي تنضم إلى الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر الأمريكية؛
- الحدود الزمنية: غطت الدراسة الفترة ما بين 2013 و2018.

الدراسات السابقة

من بين أهم الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع الدراسة الحالية ما يلي:

- دراسة Christian Biney (2018) بعنوان **The impact of venture capital financing on SMEsgrowth and Development in Ghana**: تهدف هذه الدراسة إلى تحديد تأثير التمويل برأس المال المخاطر على نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتنمية في غانا بالاعتماد على الاستبيان وأساليب تقدير PSM-DID القياسية لمقارنة النتائج ما بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة برأس المال المخاطر والمؤسسات غير الممولة برأس المال المخاطر، وتم التوصل إلى علاقة إيجابية وهامة بين التمويل برأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يتعلق بنمو المبيعات وزيادة العمالة. .
- دراسة Irena Dalic, Svetlana Terzic and Boris Novarlic (2017) بعنوان **The role of venture capital in the development of the SME sector**: تهدف الدراسة إلى تحديد دور رأس المال المخاطر في مرحلة الانشاء للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومدى اهتمام واستعداد رواد الأعمال للتمويل برأس المال المخاطر في جمهورية صرب البوسنة، وشملت الدراسة 106 مؤسسة الاعتماد على الاستبيان، ومقارنة النتائج مع دراسة مماثلة في 2016، حيث تم التوصل إلى أن المؤسسات التي تمول في مرحلة إنشائها عبر شركات رأس المال المخاطر لديها فرص أكبر للنجاح وأن هناك اهتمام كبير بهذه الآلية التمويلية من طرف رواد الأعمال مقارنة بالدراسة المماثلة.
- دراسة أحمد أمين سعد الله (2010) بعنوان: شركات رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار الخاص ودورها التمويلي مع دراسة حالة الجزائر: تهدف الدراسة إلى إبراز العلاقة المتبادلة بين الشركات الناشئة والتمويل عبر شركات رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار الخاص، وآليات عمل هذه الأخيرة، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن تجربة الجزائر في ميدان رأس المال المخاطر بدائية مقارنة بدول عربية

أخرى والدول الأوروبية إضافة إلى أن شركات رأس المال المخاطر تعتبر أداة هامة وبديل تمويلي واعد يجب استقطابه إلى الجزائر نظرا لدورها في دعم المؤسسات الناشئة وإحداث التنمية وكذا الاهتمام بها من قبل السلطات ودعمها.

- دراسة بريش السعيد (2007) بعنوان: "رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر_ دراسة حالة SOFINANCE"، تهدف الدراسة إلى إبراز أهمية ودور شركات رأس المال المخاطر كبديل للتخفيف من المشكل التمويلي بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتم التوصل إلى أن البنوك الجزائرية عجزت عن حل مشكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وتبقى تجربة SOFINANCE في الجزائر جديدة ومتواضعة من حيث النتائج.

ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

- تركيز الدراسة على نوع واحد من مؤسسات التمويل برأس المال المخاطر وهي شركات رأس المال المخاطر الأمريكية؛
 - المقارنة بين المؤسسات الممولة وغير الممولة وفق معدل نمو الأصول، معدل نمو العوائد وعملية الطرح العام للاكتتاب، في حين اعتمدت الدراسات السابقة على رقم الأعمال، العمالة ومعدل الإنتاجية.
- صعوبات الدراسة**

مثل باقي الدراسات التي تتناول مواضيع حديثة، واجهت هذه الدراسة صعوبات متمثلة في الحصول على المعلومات والبيانات الرقمية خاصة فيما يتعلق بالجانب التطبيقي في ظل ضيق الفترة الزمنية الممنوحة لإعداد الدراسة.

هيكل الدراسة

من أجل الإحاطة والإلمام بمختلف جوانب موضوع الدراسة، ارتأينا إلى تقسيم موضوع الدراسة إلى ثلاثة فصول. سنتناول في الفصل الأول الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها، والذي سنستعرض من خلاله تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، أهميتها والمشاكل التي تواجهها، محددات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة واحتياجاتها المالية، المصادر التقليدية والبدائل المستحدثة لتمويلها. أما الفصل الثاني، فكان تحت عنوان "آلية التمويل برأس المال المخاطر"، والذي سنتناول من

خلاله نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر، أهميته وأهدافه وعلاقته بالنظريات المالية، أطراف التمويل برأس المال المخاطر وأشكاله وأنماطه، وأخيرا مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر ومزاياه وعيوبه.

واستكمالا للجانب النظري للدراسة، تم تخصيص الفصل الثالث للجانب التطبيقي للدراسة، حيث يتمحور حول مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)، وسنتناول كمدخل لهذا الفصل واقع شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، أما المبحث الثاني فقد خصص لدراسة نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)، وفي الأخير استعرض المبحث الثالث مقارنة بين المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية والمؤسسات غير الممولة.

لنختم الدراسة بخاتمة نحاول من خلالها الوقوف على أهم النتائج النظرية والتطبيقية والتي ستكون كمنطلق لتقديم جملة من الاقتراحات التي يمكن أخذها بعين الاعتبار لتفعيل أداء شركات رأس المال المخاطر في أي سوق رأس مال مخاطر.

**الفصل الأول: الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة
ومصادر تمويلها**

- ❖ **المبحث الأول: عموميات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**
- ❖ **المبحث الثاني: المصادر التقليدية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**
- ❖ **المبحث الثالث: المصادر التمويلية المستحدثة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة**

تمهيد:

تعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البديل الأقوى للدول خاصة منها النامية، في ظل التغييرات والتحديات التي تفرضها البيئة الاقتصادية الراهنة، حيث تشكل جزءا مهما من النشاط الاقتصادي نظير مساهمتها الكبيرة في دفع عجلة التنمية. وتواجه هذه المؤسسات العديد من المعوقات والتي تحد من قدرتها على القيام بدورها، ويعد التمويل أحد العقبات الرئيسية التي تقف أمام استمراريتها، حيث أن طبيعتها وخصوصيتها المالية تشكل عائقا أمام حصولها على التمويل خصوصا من المصادر التقليدية، الأمر الذي استدعى ضرورة البحث عن آليات تمويلية جديدة.

يهدف هذا الفصل إلى تقديم مفاهيم عامة حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والتعرف على مشكلاتها وتمويلها وأهم المصادر التمويلية التقليدية والبدائل التمويلية المستحدثة المتاحة لها، حيث ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، وفق الآتي:

- ❖ المبحث الأول: عموميات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- ❖ المبحث الثاني: المصادر التقليدية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
- ❖ المبحث الثالث: المصادر التمويلية المستحدثة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المبحث الأول: عموميات حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

حظيت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باهتمام كبير في العقود الأخيرة، نتيجة الدور الهام الذي لعبته في تطوير اقتصادات العالم في ظل التحديات والتغيرات الكبيرة التي شهدتها في منتصف القرن الماضي. وتوافقت آراء الباحثين والخبراء الاقتصاديين حول الأهمية الكبيرة لهذه المؤسسات، رغم العراقيل والمشاكل التي تواجهها، مما أثار اهتمامهم بدراساتها.

المطلب الأول: تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

إن تحديد تعريف واحد ومحدد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ليس بالأمر الهين، وهذا نظرا للتباين الكبير حول تعريفها بين الباحثين والجهات المختصة في هذا المجال ومختلف الهيئات الحكومية والدولية. حيث جرت محاولات عديدة لوضع تعريف جامع وموحد لها ولكن دون جدوى حتى الوقت الراهن.

ويرجع هذا بالدرجة الأولى لتعدد المعايير المعتمدة في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى الفوارق في درجة النمو والتطور الاقتصادي للدول، والمناهج الاقتصادية المتبعة والبيئة القانونية السائدة، واختلاف الخصائص الكمية والتقنية والتنظيمية لهذه المؤسسات بين الدول الصناعية والدول النامية¹.

وبالتالي فإن إعطاء تعريف دقيق وشامل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يخضع إلى جملة من المعايير منها ما هو كمي (معايير مادية) ومنها ما هو نوعي (معايير نظرية). وتعد المعايير الكمية الأكثر استخداما في تعريفها في أغلب دول العالم، وتتمثل في:²

• **حجم العمالة:** يعتبر من المعايير الأكثر استخداما لتمييز حجم المؤسسة ويختلف أيضا بين دولة وأخرى، ومن التصنيفات التي استخدمت في هذا المجال، التصنيف الآتي:

- ✓ مؤسسات أسرية (مصغرة) من 1 إلى 9 عمال؛
- ✓ مؤسسات صغيرة من 10 إلى 49 عاملا؛
- ✓ مؤسسات متوسطة من 50 إلى 99 عاملا؛
- ✓ مؤسسات كبيرة من 100 فما فوق عامل.

¹ - سمير سحنون، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر _دراسة حالة: تونس، المغرب والجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد _تلمسان، الجزائر، 2012-2013، ص 15-16.

² - نبيل جواد، إدارة وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2007، ص 30-32.

• **حجم رأس المال:** يعتبر معيار رأس المال من المعايير الأساسية التي تستخدم في تمييز حجم المؤسسة نظرا لأنه يمثل عنصرا هاما في تحديد الطاقة الإنتاجية ويختلف هذا المعيار من دولة لأخرى، حيث تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمحدودية رأس المال مقارنة بالمؤسسات الكبيرة.

• **رقم الأعمال:** يعتبر من المعايير المهمة والمستخدمه في تصنيف المؤسسات من حيث الحجم، ويعتبر مقياسا صادقا لمستوى نشاط المؤسسة وقدراته التنافسية، ويستعمل هذا المعيار بصورة كبيرة في الدول المتقدمة، أما في الدول النامية فهو قليل الاستخدام ويعتبر البعض أنه أكثر ملائمة للمؤسسات التجارية منها الصناعية، غير أنه لا يعكس دائما أداء المؤسسة فقد يرتفع نتيجة ارتفاع أسعار السلع المباعة¹.

إضافة إلى هذه المعايير الكمية فهناك معيار معامل رأس المال، معيار حجم الأصول الثابتة (الموجودات) ومعيار القيمة المضافة.

ومن بين أبرز التعاريف وفق المعايير الكمية نجد:

✓ عرف الاتحاد الأوروبي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالاعتماد على معيار العمالة ومعيار رقم الأعمال ومجموع الميزانية، مثلما يوضحه الجدول التالي رقم (1-1):

الجدول رقم (1): تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحسب الاتحاد الأوروبي

الصف	العمالة	رقم الأعمال	مجموع الميزانية
مؤسسات مصغرة	أقل من 10	أقل من 2 مليون يورو	أقل من 2 مليون يورو
مؤسسات صغيرة	أقل من 50	أقل من 10 مليون يورو	أقل من 10 مليون يورو
مؤسسات متوسطة	أقل من 250	أقل من 50 مليون يورو	أقل من 43 مليون يورو

Source : Mohammed Samy Lezzar, Mohamed Boutellaa, Dynamique et importance des PME en Algérie, Revue de l'économie financière et des affaires JFBE, Issue 8, Centre Universitaire de Mila, Algérie, 2018, p 6.

✓ عرفت منظمة التمويل الدولية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة باعتمادها على معيار حجم العمالة ومعيار حجم الأصول ومجموع المبيعات السنوية، مثلما يوضحه الجدول التالي رقم (1-2):

¹ - رامي حريد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2014-2015، ص 6.

الجدول رقم (1-2): تعريف منظمة التمويل الدولية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الصف	حجم العمالة	حجم الأصول	مجموع المبيعات السنوية
مؤسسة مصغرة	أقل من 10	أقل من 100 ألف دولار	أقل 100 ألف دولار
مؤسسة صغيرة	أقل من 50 وأكبر من 10	أكثر من 100 ألف دولار وأقل من 3 مليون دولار	أكثر من 100 ألف دولار وأقل من 3 مليون دولار
مؤسسة متوسطة	أقل من 250 وأكبر من 50	أكثر من 3 مليون دولار وأقل من 15 مليون دولار	أكثر من 3 مليون دولار وأقل من 15 مليون دولار

Source: International Finance Corporation, Interpretation Note on Small and Medium Enterprises and Environmental and Social Risk Management, Washington, United States of America, 2012, p1.

تعتبر المعايير النوعية مكملة للمعايير الكمية في تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فمن غير الممكن أن يقتصر تعريف هذه المؤسسات على المعايير الكمية فقط، نظرا لكون المعايير النوعية تعبر عن طبيعة وخصوصية هذه المؤسسات والمحيط الذي تنشط فيه، ونذكر منها:¹

- ✓ نوع التسيير؛
- ✓ الهيكل التنظيمي؛
- ✓ طبيعة ونوع الإنتاج؛
- ✓ التكنولوجيا المستخدمة ومدى الاهتمام بوظيفة البحث والتطوير؛
- ✓ حجم السوق؛
- ✓ التمويل الخارجي والإمداد؛
- ✓ مسار البناء الاستراتيجي للمؤسسة.

ومن بين أهم التعاريف التي أعطيت وفق هذه المعايير، نذكر:

تعريف **Bolton** للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث عرفها في تقريره (1971) وفق ثلاثة معايير هي:²

- ✓ يتم تسيير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من قبل ملاكها بصفة شخصية؛

¹ - سمير سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 18.

² - إسماعيل شعباني، ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطورها في العالم، الدورة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية في 25-28 ماي 2003، الجزائر، ص 60.

✓ تملك هذه المؤسسات حصة ضعيفة في السوق؛

✓ استقلالية المؤسسة.

وهناك تعريف قانون المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لعام 1953 في الولايات المتحدة الأمريكية، الذي عرفها على أنها المؤسسة التي يتم امتلاكها وإدارتها بشكل مستقل، هدفها الربح وليس الهيمنة والسيطرة في قطاع النشاط، ويعتمد في تقدير حجم المؤسسة على عدد العمال لمدة سنة أو متوسط المبيعات في مدة ثلاث سنوات¹.

المطلب الثاني: خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأصنافها

1- خصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تنتم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بمجموعة من الخصائص والسمات تجعلها متميزة ومتفردة عن غيرها من المؤسسات، وتتمثل أهمها في الآتي:²

✓ **سهولة التأسيس:** تتميز المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالانخفاض النسبي لمستلزمات رأس المال المطلوب لإنشائها، وتستند في الأساس إلى جذب وتفعيل مدخرات الأشخاص في أنواع مختلفة من النشاط الاقتصادي؛

✓ **الاستقلالية في الإدارة:** عادة ما تتركز معظم القرارات الإدارية لهذه المؤسسات في شخصية مالكيها، حيث يكون المسير هو المالك ما يجعلها تنتم بالمرونة والاهتمام الشخصي، ويتوقف نجاحها على كفاءته؛

✓ **سهولة وبساطة التنظيم وقلة تعقيد نظام معلوماتها:** نظرا لمحدودية العمال واختصاص الأعمال، والتحديد الدقيق للمسؤوليات والمهام، والجمع بين المركزية واللامركزية، أدى هذا إلى إضفاء البساطة والطابع غير الرسمي على الهيكل التنظيمي لهذه المؤسسات وسهولة الاتصال السريع صعودا ونزولا بين إدارة المؤسسة وعمالها وكذا اتخاذ القرارات؛

✓ **مركز التدريب الذاتي:** تنتم هذه المؤسسات بقلّة التكاليف اللازمة للتدريب لاعتمادها أساسا على أسلوب التدريب أثناء العمل أي أثناء القيام بنشاطهم الأساسي باستمرار، مما يؤدي إلى تنمية قدرتهم واكتسابهم معارف تؤهلهم لتوسيع نشاطهم الاستثماري؛

¹ - Khaled Azzaoui, **Le financement des PME et les mécanismes de garantie en Algérie**, Revue des reformes Economique et intégration dans l'économie mondiale, Volume 11, Numéro21, Ecole supérieure de commerce d'Alger, Algérie, 2016, p 3.

² - عبد الله خيابة، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013، ص ص 37-38.

✓ مرونة الإدارة: لهذه المؤسسات القدرة الكبيرة على التكيف مع ظروف العمل الداخلية والخارجية المتغيرة ومرونتها في تبني سياسات جديدة ومصيرية وسرعتها في الاستجابة لمواكبة الظروف في محيط يتسم بدرجات عالية من المنافسة¹؛

✓ جودة الإنتاج: نتيجة للتخصص الدقيق والمحدد وكذا محدودية الطاقة الإنتاجية لهذه المؤسسات تقدم هذه الأخيرة منتجات ذات جودة عالية، حيث تعتمد في إنتاجها على المهارات الحرفية والمهنية، مما يجعلها تستجيب لأذواق واحتياجات المستهلكين²؛

✓ التجديد والابتكار: تعد هذا النوع من المؤسسات المصدر الرئيسي للأفكار الجديدة والاختراعات، حيث كثير من براءات الاختراع تعود لها، مما يساهم في تطوير المنتجات وأدوات الإنتاج وبالتالي تطور الأسواق والاقتصاد ككل³؛

✓ توفير الخدمات للمؤسسات الكبيرة: حيث تقوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بإنتاج مستلزمات ومنتجات (مثلا مواد أولية، أدوات إنتاج...) أو تقديم خدمات (صيانة، تكوين العمال...) للمؤسسات الكبيرة⁴؛

✓ قصر فترة الاسترداد: تتميز الفترة الزمنية لاسترداد تكاليف الاستثمار (رأس المال المستثمر) في هذا النوع من المؤسسات بقصرها مقارنة مع غيرها من المؤسسات⁵.

2- أصناف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تصنف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى عدة تصنيفات حسب المعايير التالية:

• حسب المعيار القانوني:

تصنف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى:⁶

✓ مؤسسات فردية: وهي التي يمتلكها شخص واحد أو تمتلكها عائلة.

✓ شركات: وتقسّم بدورها إلى شركات الأشخاص وشركات الأموال، حيث تقوم الأولى على الاعتبار الشخصي أي في شخص الشريك وليس في حصته من رأس المال وتتضمن كل من شركة التضامن،

¹ عبد الرحيم يوسف توفيق، إدارة الأعمال التجارية الصغيرة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص 27-28.

² عبد الله خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 38.

³ عبد الرحيم يوسف توفيق، مرجع سبق ذكره، ص 29.

⁴ عبد الله خبابة، مرجع سبق ذكره، ص 38.

⁵ المرجع السابق، ص 39.

⁶ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص ص 15-18.

شركة التوصية البسيطة وشركة المحاصة، أما الثانية فتقوم على الاعتبار المالي أي في حصة الشريك من رأس المال وليس في شخصه وتتضمن كل من شركة المساهمة وشركة التوصية بالأسهم وشركة ذات مسؤولية محدودة.

• **حسب معيار الملكية:**

تصنف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى:¹

- ✓ مؤسسات خاصة: وهي المؤسسات التي يملكها شخص أو مجموعة من الأشخاص، ويصطلح عليها بالقطاع الخاص؛
- ✓ مؤسسات عامة (العمومية): وهي المؤسسات التي تملكها الدولة أو إحدى هيئاتها، وتتميز باستقلاليتها المالية؛
- ✓ مؤسسات مختلطة: وهي المؤسسات المملوكة بصورة مشتركة بين القطاع العام والممثل في الدولة والقطاع الخاص.

• **حسب معيار النشاط:**

تصنف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى:²

- ✓ مؤسسات صناعية: تقوم بإنتاج وتحويل مواد أولية إلى منتجات نصف مصنعة أو منتجات نهائية (مصنعة)؛
- ✓ مؤسسات زراعية: تهتم بالإنتاج الزراعي (الفلاحي) وتربية الحيوانات (مواشي، أسماك...)
- ✓ مؤسسات تجارية: تقوم بدور الوسيط بين المنتجين والمستهلكين؛
- ✓ مؤسسات خدمية: تقوم بتقديم خدمات معينة وبمختلف أنواعها (البنوك والمصارف، المدارس الخاصة، المستشفيات الخاصة، المطاعم، الفنادق...).

¹ - عليّة ضياف، رأس المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة بعض المؤسسات الجزائرية، مذكرة ماجستير،

تخصص نقد بنك وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار _ عنابة، الجزائر، 2008-2009، ص ص 5-6.

² - أحلام منصور، آسيا بن عمر، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ووسائل دعمها، الملتقى الوطني حول إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة الشهيد حمه لخضر-الوادي، الجزائر، يومي 06 و 07 ديسمبر 2017، ص 06.

• حسب معيار التوجه:

وتصنف بحسب هذا المعيار إلى:¹

- ✓ الصناعات المستقلة: وتعتمد على خط إنتاجي واحد وتنتج سلع نهائية أو سلع وسيطية، وفي الغالب تعتمد على تكنولوجيا حديثة؛
- ✓ الصناعات المغذية: تعمل على تصنيع وتوريد بعض الأجزاء الصغيرة والمكونات للمصانع الكبيرة من خلال التعاقد معها؛
- ✓ الصناعات الرائدة: هي الصناعات التي تنشط في مجالات عمل واعدة ومجددة تحتمل وفرة حجم وتحتمل كذلك مخاطر عالية وتعتمد على مهارات القائمين عليها وعلى حداثة المنتج والفكرة؛
- ✓ الصناعات التقليدية: تتميز صناعاتها بالطابع اليدوي واستخدامها أدوات بسيطة، وتنقسم إلى صناعات حرفية منها ما هو فني ومنها ما هو سلعي، وصناعات بيئية تضم صناعات ريفية ومنزلية.

المطلب الثالث: أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمشاكل التي تواجهها

1- أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تكمن أهمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في:

- خلق وتوفير فرص العمل: تمثل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مصدرا بالغ الأهمية لتوفير فرص عمل واستحداث وظائف جديدة سنويا من خلال إقامة مؤسسات جديدة وتوسيع القائمة منها مما ينعكس على حالة الرخاء والكساد في الاقتصاد وبالتالي تعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة محرك الوظائف ومنه محرك الاقتصاد²؛
- تعبئة الموارد المالية: تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في تعبئة الموارد المالية الخاصة والكفاءات المحلية وزيادة الادخار وتوجيهه نحو المجالات الاستثمارية بدلا من تجميده وإخراجه من الدورة الاقتصادية في شكل اكتناز، ومثل ذلك قيام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين أفراد العائلة والأصدقاء معتمدين في تمويلها على مدخراتهم الخاصة³؛

¹ رابع خوني، رقية حساني، أساليب التمويل بالمشاركة: بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 59.

² سعاد نائف برونطي، إدارة الأعمال الصغيرة: أبعاد الريادة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 59.

³ رابع خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008، ص 53.

- **الإبداع والتجديد وخلق المنافسة:** توفر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مناخا مناسباً للتجديد والإبداع، بهدف التكيف مع متطلبات السوق والعمل على إيجاد أسواق جديدة والسعي للتكيف مع التكنولوجيا الحديثة وتطبيقاتها. حيث تقوم هذه المؤسسات بالتنافس مع المؤسسات الكبيرة في العديد من المجالات وذلك من أجل تحسين منتجاتها وخدماتها لضمان استمرارية حركة الاقتصاد وتشجيع الإبداع والأفكار الجديدة¹؛
- **تنمية الصادرات:** تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دوراً مؤثراً في دعم الصادرات من خلال سد جزء من حاجة الطلب المحلي وبالتالي إتاحة فرصة أكبر لتصدير إنتاج المؤسسات الكبيرة لما تتميز به من مميزات نسبية ووفرات اقتصادية (مساهمة غير مباشرة*) أو من خلال تصدير منتجاتها مباشرة. حيث تسهم بذلك بتوفير العملة أيضاً²؛
- **تحقيق التكامل الاقتصادي مع المؤسسات الكبرى:** حيث تؤدي هذه المؤسسات دوراً فعالاً في مجال تنويع هيكل الصناعة، فهي تقوم بإنتاج السلع المختلفة التي تحتاجها الأسواق المحلية. فضلاً على أنها تعتبر في غالبيتها صناعات مغذية ومكملة للشركات الصناعية الكبرى، حيث توفر لها مختلف الخدمات والسلع الوسيطة التي تحتاجها في نشاطها الإنتاجي. ويعد هذا التشابك القطاعي بين فروع الإنتاج لهذه المؤسسات أحد معايير التقدم الاقتصادي³؛
- **المساهمة في رفع الدخل الوطني:** تساعد هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على زيادة الدخل القومي خلال مدة قصيرة نسبياً، نظراً لأن انشائها يتم خلال مدة أقصر بالمقارنة بالمؤسسات الكبيرة، وبالتالي فهي تدخل في دورة الإنتاج بشكل أسرع، كما توفر سلعا وخدمات للاستهلاك النهائي والوسيط، الأمر الذي ينعكس إيجابياً على مستوى الدخل القومي⁴؛
- **التنمية المحلية:** إن خاصية الانتشار الجغرافي التي تتميز بها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تؤهلها للاضطلاع بجملة من الأدوار على صعيد المناطق التي تستوطن فيها، منها تحقيق التنمية الإقليمية

¹ - نارجس معمر، سمير آيت عكاش، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل مقررات اتفاقية بازل 3، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 21، جامعة علي لونيبي- البلدة، الجزائر، 2018، ص 316.

* تقوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بتلبية احتياجات المؤسسات الكبيرة من المواد المصنعة أو نصف مصنعة والتي تستخدمها كمدخلات في العملية الإنتاجية.

² - محمد البشير بن عمر، عبد اللطيف طيبي، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة رؤى اقتصادية، العدد الثالث، جامعة الشهيد حمه لخضر- الوادي، الجزائر، ديسمبر 2012، ص 196.

³ - أحمد عارف العساف، الأصول العلمية والعملية لإدارة المشاريع الصغيرة والمتوسطة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 44.

⁴ - المرجع السابق، ص 46.

عن طريق توزيع الصناعات الجديدة وحل مشكلة البطالة في الأقاليم الريفية ورفع المستوى المعيشي في هذه المناطق وكسر حدة التركيز الصناعي، وتقليص التفاوت في توزيع الثروة والدخل¹؛

- **تلبية حاجات الأفراد وخدمة المجتمع:** تسعى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى تلبية وإشباع حاجات ورغبات الأفراد من خلال التعبير عن آرائهم وترجمة أفكارهم ومحاولة تجسيدها في الواقع، فهي بذلك أداة لتحقيق الذات لدى الأفراد وتحقيق الإشباع النفسي لديهم².

2- المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من العديد من المشكلات التي تعوق تطورها وتقف عتبة أمام استمراريتها، ومن أهمها ما يلي:³

- **المشكلات الإدارية:** تعد المشكلات الإدارية من أهم المشكلات التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وفي الغالب تكون هذه المشكلات نابعة من داخل المؤسسة، ومن هذه المشكلات الآتي:

✓ مشكلات مركزية اتخاذ القرارات؛

✓ مشكلة نقص القدرات والمهارات الإدارية لدى القائمين على الإدارة في هذه المؤسسات؛

✓ مشكلات تنشأ بسبب عدم إتباع أساليب وإجراءات الإدارة السليمة في تصريف أمور المؤسسة؛

✓ عدم الاهتمام بتحليل وتصنيف الوظائف؛

✓ مشكلة ضعف الثقة بين المديرين والعاملين؛

✓ عدم وجود تنظيم واضح للمؤسسة يحدد المسؤوليات والسلطات الخاصة بالوظائف.

- **مشكلات نقص المعلومات:** تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مشكلات نقص المعلومات والتي تؤثر على نشاطها وتهدد بقائها واستقرارها، وتتمثل أهم هذه المشكلات في:

✓ نقص المعلومات عن الشركات وتطورها وطبيعة نشاطها وحجم إنتاجها وقدرتها المالية؛

✓ نقص المعلومات عن أسواق الموارد ومستلزمات الإنتاج وأسواق السلع؛

✓ نقص المعلومات عن المنشآت المنافسة في السوق من حيث عددها وطاقاتها الإنتاجية؛

✓ نقص المعلومات لدى المسؤولين في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ببعض الأنظمة والقرارات.

- **المشكلات التنظيمية:** وهي مشكلات تعتبر خارجية، وتتمثل في عدم وجود تنظيم موحد كاللجان أو الاتحادات أو أجهزة مخصصة ترعى مصالح النوع الواحد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لترشدها

¹ - نارجس معمري، سمير آيت عكاش، مرجع سبق ذكره، ص 6.

² - المرجع السابق، ص 6.

³ - عبد الله خياطة، مرجع سبق ذكره، ص ص 45-48.

إلى أفضل الأساليب الإدارية والمالية والتسويقية، وتساعدنا على حل مشاكلها لدى الجهات الحكومية، بالإضافة إلى مساعدتها بتوفير المعلومات، وتوفير الدعم المادي لهذه المؤسسات؛

● **المشكلات الفنية:** من بين أهم المشاكل الفنية التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نذكر منها:¹

- ✓ هروب اليد العاملة المدربة من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى المؤسسات الكبيرة، نتيجة ذلك تقوم هذه المؤسسات بتوظيف يد عاملة أقل كفاءة وخبرة حيث تضطر لتدريبهم أثناء العمل مما قد يؤدي إلى تخفيض الإنتاجية وجودة السلع أو الخدمات المقدمة؛
- ✓ ارتفاع التكاليف نتيجة تحمل أعباء تكوين العمال وتدريبهم؛
- ✓ ندرة المواد الأولية وعدم القدرة التخزين، إضافة إلى صعوبة الحصول على آلات ومعدات جديدة وغياب الصيانة؛
- ✓ صعوبة الحصول على الموقع المناسب للمشروع.

● **المشكلات التسويقية:** تتمثل أبرز المشاكل التسويقية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما يلي:²

- ✓ صعوبة تسويق منتجاتها سواء في الأسواق الخارجية أو الداخلية؛
 - ✓ الافتقار لسياسات تسويقية ناجعة وغياب معلومات عن الأسواق؛
 - ✓ غياب الموارد المالية للقيام بحملات الترويج وتنشيط المبيعات.
- **المشكلات التمويلية:** تعتبر المشكلات التمويلية أبرز المشاكل التي تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نذكر أهمها:³

- ✓ في الغالب تكون المصادر الداخلية غير كافية لتلبية الاحتياجات المالية المتعددة لهذه المؤسسات؛
- ✓ نقص الضمانات لهذه المؤسسات وبالتالي ارتفاع درجة المخاطرة فيها، في المقابل غياب آليات إدارة المخاطرة على مستواها، مما يؤدي إلى إجهاد البنوك عن تمويلها؛
- ✓ الشروط المستعصية الواجب توفرها في هذه المؤسسات لإدراجها في السوق المالي؛
- ✓ غياب بنوك متخصصة لتمويل هذا النوع من المؤسسات.

¹ - عليّة ضياف، مرجع سبق ذكره، ص 28-29.

² - زبير عياش، تأثير تطبيق اتفاقية بازل 2 على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-حالة ولاية أم البواقي-، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي، 2011-2012، ص 38.

³ - سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة _ مع الإشارة لحالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي _ أم البواقي، الجزائر، 2013-2014، ص ص 58-59.

رغم عدم الاتفاق حول تعريف موحد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن جميع باحثين يؤكدون على أهميتها الكبيرة، رغم المشاكل التي تواجهها خاصة منها التمويلية والتي أدت إلى الحد من دورها، نتيجة لمحدودية مصادر تمويلها، وقد عرفت هذه الأخيرة تطورا ملحوظا في العقدين الأخيرين في القرن العشرين، وبهذا سنتناول في المباحث المالية مصادر تمويلها بموجب معيار الحدثة (مصادر تقليدية ومصادر حديثة) والذي يعد المعيار الأكثر شيوعا واستخداما.

المبحث الثاني: المصادر التقليدية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يحظى موضوع التمويل بأهمية كبيرة كونه يعد بمثابة عصب الحياة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويتم تحديد المزيج التمويلي الأنسب لتلبية احتياجاتها المالية وفق محددات تؤثر بشكل كبير على قرار التمويل. وتصنف المصادر التمويلية التقليدية بحسب الطبيعة إلى تمويل رسمي (تمويل داخلي وتمويل خارجي) وغير رسمي.

المطلب الأول: محددات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واحتياجاتها التمويلية

1- محددات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

قبل التعرف على محددات التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ينبغي التطرق لتعريف التمويل، حيث عرف التمويل من وجهة النظر التقليدية على أنه "الحصول على الأموال بغرض استخدامها لتشغيل أو تطوير المشروع". أما من وجهة النظر الحديثة فيعرف التمويل على أنه "تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد لتشكيل مزيج تمويلي متناسق من الناحية المالية مع حجم الاستثمارات في الأصول"¹.

كما يقصد بالتمويل أيضا "كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على النقود، واستثمارها في عمليات مختلفة تساعد على تعظيم قيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا، في ضوء النقدية المتاحة حاليا للاستثمار، والعائد المتوقع تحقيقه منه، والمخاطر المحيطة به، واتجاهات السوق المالي"².

من خلال هذه التعاريف يتضح أن قرار التمويل يعد من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لها تأثير قوي على قيمتها. حيث أنه توجد العديد من العوامل التي تؤثر على قرار المفاضلة بين المصادر التمويلية لهذه المؤسسات، ففي بعض الحالات قد يتم الاختيار على أساس شخصي، وقد يكون في بعض الأحيان المصدر الوحيد والمتاح للمؤسسة، وفي أغلب الحالات نجد أن قرار اختيار مصادر التمويل

¹ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص ص 24-25.

² - عبيد علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، بيروت، 2001، ص ص 11-12.

يستند إلى عامل التكلفة أي الحصول على الأموال بأقل التكاليف الممكنة. ويستوجب أن تكون مصادر التمويل ملائمة لطبيعة الأصول التي تستخدم لتمويلها، حيث يجب أن تمول الأصول الثابتة (الاحتياجات الدائمة) من المصادر الدائمة أو الطويلة الأجل وتمويل الاحتياجات المؤقتة من المصادر التمويلية قصيرة الأجل. كما ينبغي أن تتم عملية اختيار المصادر التمويلية على أساس الموازنة بين العائد والمخاطرة¹.

وتجدر الإشارة إلى أنه عند المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل المحتملة يقتضي الأخذ بالاعتبار ما يلي²:

- ✓ حجم الأموال التي تحتاجها المؤسسة والفترة الزمنية التي سيتم توظيف الأموال خلالها؛
- ✓ توافق مصادر الأموال لأوجه استخدامات هذه الأموال؛
- ✓ تكلفة التمويل مقارنة مع معدل التكلفة السائد ومع عائد الاستثمار المتوقع؛
- ✓ آجال التسديد وتزامنه مع التدفقات النقدية المتوقعة تحقيقها من تشغيل الموجودات الممولة؛
- ✓ القيود التي يفرضها الممولون على المؤسسة المقترضة ك شروط عدم الاقتراض الإضافي، عدم توزيع الأرباح والمحافظة على معدلات محددة من النسب المالية طوال فترة الاقتراض.

2- الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

تختلف الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحسب متطلبات كل مرحلة من دورة حياتها، وهي كالآتي:

- **الاحتياجات المالية في مرحلة الإنشاء:** تحتاج المؤسسة خلال مرحلة الإنشاء رأس مال أولي (التأسيسي أو الإنشائي)، والذي يخصص لتغطية نفقات إعداد فكرة المؤسسة والقيام بعمليات البحث والتطوير ودراسات السوق، وكذا وضع النماذج الأولية وخطة العمل التفصيلية، بالإضافة إلى تحديد مجال النشاط والشكل القانوني لها، وتعد أصعب مرحلة لارتفاع معدلات الفشل فيها. وعادة ما تواجه هذه المؤسسات صعوبة في الحصول على الأموال من المصادر الخارجية، ويرجع ذلك لتخوف المستثمرين والممولين وكذا البنوك من هذا النوع من التمويل لما ينطوي عليه من مخاطر حيث يتم فرض شروط وضمانات لا تتوافق وامكانيات أصحاب المؤسسة الناشئة، مما يفرض عليهم الاعتماد على المصادر الذاتية والاقتراض من الأقارب والأصدقاء أو التمويل من قبل شركات رأس المال المخاطر أو مساعدات من طرف مؤسسات وهيئات التمويل الحكومية الداعمة لها³؛

¹ - زبير عياش، مرجع سبق ذكره، ص 60.

² - المرجع السابق، ص ص 60-61.

³ - سماح طلحي، مرجع سبق ذكره، ص ص 82-83.

- **الاحتياجات المالية في مرحلة الانطلاق:** في هذه المرحلة تحتاج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة موارد مالية معتبرة للانطلاق في نشاطها وطرح منتجاتها في الأسواق وتسديد التكاليف¹. حيث تكون عوائد المؤسسة في هذه المرحلة وفي أغلب الحالات سالبة، وعليه فلا يمكن الاعتماد لا على الأموال الخاصة ولا على النتائج المتوقعة من أجل تكوين مصدر داخلي، مما يفرض عليها اللجوء للتمويل عبر مصادر خارجية، وهنا تكمل حساسية هذه المرحلة والتي في الغالب تؤدي إلى فشل المؤسسة²؛
- **الاحتياجات المالية في مرحلة النمو:** تتسم هذه المرحلة بنمو سريع لمستوى الإنتاج والمبيعات، وكذلك الأرباح، وبالتالي تحقيق تدفقات نقدية موجبة من جهة، ومن جهة أخرى زيادة احتياجاتها المالية والتي تتطلبها المؤسسة للتوسع في قدراتها الإنتاجية، وكذا الاحتياجات في رأس المال العامل، لكن تلك النتائج المحققة تكون في أغلب الحالات غير كافية لتمويلها، ولذلك فهي تحتاج إلى رأس مال النمو³؛
- **الاحتياجات المالية في مرحلة النضج:** في هذه المرحلة تكون المؤسسة قد ضمنت حصة سوقية وبلغت أعلى مستوى مردودية، لذا فمن المتوقع أن تكون المؤسسة قد وصلت إلى هيكل تمويلي مناسب. وفي هذه المرحلة تقوم المؤسسة إما السعي للحفاظ على حصتها السوقية والتركيز على تلبية الحجم المطلوب من الإنتاج، أو الاهتمام والتركيز على التجديد والابتكار والتنويع في منتجاتها وخدماتها من أجل خلق ميزة تنافسية، وهذا في ظل تباطؤ في نمو المبيعات واستقرارها في مستويات دنيا مقارنة بالمرحلة السابقة. ولتخطي هذا الوضع تحتاج المؤسسة إلى رأس مال استثماري لتمويل مشاريعها الاستثمارية الجديدة ومختلف المتطلبات الأخرى إما من خلال الاعتماد على القروض أو بعض التمويلات الأخرى أو الإعانات الحكومية⁴؛
- **الاحتياجات المالية في مرحلة الانحدار:** في هذه المرحلة تعرف مبيعات المؤسسة تراجعا ملحوظا، نتيجة انخفاض الطلب على منتجاتها وخدماتها جراء فقدانها تنافسيتها في السوق، مما يزيد من احتياجاتها إلى تمويل إضافي لاسيما عند محاولة طرح منتج جديد في السوق وما يرافق هذه العملية من تمويلات معتبرة، وبما أنها تحوز على أصول ثابتة كضمانات يسهل عليها الحصول على التمويل اللازم إما عن طريق البنوك أو المستثمرين الخارجيين وليس هذا فقط بل تحتاج أيضا إلى دعم ببرامج متكاملة مثل عمليات التأهيل الخاصة بجميع الوظائف⁵.

¹ - المرجع السابق، ص 83.

² - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص ص 20-21.

³ - المرجع السابق، ص 21.

⁴ - سماح طلحي، مرجع سبق ذكره، ص ص 85-86.

⁵ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 23.

المطلب الثاني: مصادر التمويل الرسمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

تقسم مصادر التمويل الرسمي بحسب مصدر التدفق إلى نوعين تمويل داخلي وتمويل خارجي وهي كالاتي:

1- مصادر التمويل الداخلي:

يعد التمويل الذاتي أهم المصادر الداخلية وأكثرها استخداما في تمويل احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويساهم في الرفع من رأس مالها وزيادة استثماراتها. ويقصد بالتمويل الذاتي "إمكانية المؤسسة تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها، وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة، وهذه الأخيرة يضاف إليها عنصرين داخليين هامين هما الاهتلاكات والمؤونات"¹.

ويتكون التمويل الذاتي من:

أ. الأرباح المحتجزة: ويقصد بها الأرباح التي لا تقوم المؤسسة بتوزيعها على المساهمين، وذلك لتقوية مركزها المالي ومساعدتها على النمو والتطور كما تعتبر الأرباح المحتجزة ضمان للمؤسسة في حالة تعرضها لأي طارئ. وتضم الأرباح المحتجزة كل من الاحتياطات الإيجابية، الاحتياطات الاختيارية، الاحتياطات الأخرى والأرباح المدورة².

ب. الاهتلاكات: يعرف بأنه توزيع تكلفة الأصل على حياته الإنتاجية المقدر، كما يمكن تعريفه بأنه النقص الحاصل للأصل نتيجة للاستخدام أو مرور الزمن أو التقادم³.

ت. المؤونات: تعرف على أنها انخفاض من نتيجة الدورة المالية لمواجهة الأعباء والخسائر المحتملة الوقوع، كما تعرف على أنها انخفاض غير عادي في قيمة الأصول وعلى المؤسسة أن تسعى لتفادي الانخفاض⁴.

يسمح التمويل الذاتي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالرفع من قدرتها المالية والاقتراضية، كما يحقق لها درجة كافية من الاستقلالية في إدارة أعمالها، لكنه في الغالب يتميز التمويل الذاتي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بعدم قدرته على تغطية احتياجاتها المالية لأن قيمته صغيرة جدا⁵.

2- مصادر التمويل الخارجي:

بحسب المدة (الأجل) يصنف التمويل الخارجي إلى ثلاث أنواع وهي:

¹ - حسين بلعجوز، جودي صاطوري، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013، ص 76.

² - عبد الحليم كراجة، آخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 94.

³ - المرجع السابق، ص 46.

⁴ - حسين بلعجوز، جودي صاطوري، مرجع سبق ذكره، ص 78.

⁵ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص ص 31-33.

2-1 المصادر الخارجية قصيرة الأجل

تتمثل مصادر التمويل الخارجية قصيرة الأجل في القروض (الديون) قصيرة الأجل، حيث تعد هذه الأخيرة من بين أبرز المصادر التمويلية التقليدية الخارجية، وتقسّم إلى ثلاث أنواع الائتمان التجاري، الائتمان المصرفي والتمويل عن طريق المستحقات.

• **الائتمان التجاري:** هو ذلك القرض الممنوح لمؤسسة معينة (من طرف المورد) نتيجة شراء مواد أولية أو بضاعة دون أن يترتب عليها دفع قيمة هذه المشتريات نقداً، إنما تؤخذ صفة المشتريات الآجلة، حيث يسمح لشركة الأعمال بدفع قيمة مشترياتها الآجلة خلال فترة زمنية قصيرة لا تتعدى السنة الواحدة¹. وللائتمان التجاري ثلاث أشكال هي الحساب الجاري، الكمبيالات والشيكات المؤجلة².

تتمثل مزايا الائتمان التجاري في كونه مصدر مرّن ومتاح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة فضلا عن سهولة الحصول عليه³.

• **الائتمان المصرفي:** هي تلك القروض قصيرة الأجل التي تحص عليها المؤسسة من البنوك بحيث لا تزيد مدتها عن سنة مقابل فائدة معينة يحددها البنك وبضمانات يطلبها هذا الأخير بناء على مركز المؤسسة المالي وسمعتها الائتمانية، ونميز نوعين من الائتمان المصرفي هما الائتمان المصرفي بدون ضمانات والائتمان المصرفي بضمانات⁴.

ويتميز للائتمان المصرفي بسهولة الحصول عليه من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبمرونة أعلى وتكلفة أقل من الائتمان التجاري أو القروض طويلة الأجل⁵.

• **التمويل عن طريق المستحقات:** هي تلك المستحقات الإلزامية الناتجة عن الخدمات التي تحصلت عليها المؤسسة والتي لم يتم سداد تكلفتها. وعادة ما تتمثل هذه المستحقات في مبالغ الضرائب المستحقة، اقتطاعات الضمان الاجتماعي، بعض الأجور المستحقة...، وعادة ما تلجأ المؤسسات إلى هذا النوع من التمويلات لأنها تعتبر مجانية وليس لها تكلفة⁶.

¹ حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص 941.

² خالد الراوي، آخرون، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2002، ص 45.

³ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 951.

⁴ المرجع السابق، ص ص 84-85.

⁵ محمد طنبب، آخرون، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 138.

⁶ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 41.

2-2 المصادر الخارجية متوسطة الأجل

يقصد بالتمويل متوسط الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من باقي المتعاملين الاقتصاديين، سواء في صورة أموال نقدية أو أصول، والتي عادة تكون مدة استحقاقها تتراوح سنتين (2) إلى سبع (7) سنوات، وتوجه لتمويل الاستثمار التشغيلي للمؤسسة، ويأخذ هذا النوع من التمويل شكلين وتتمثل في القروض القابلة للتعبئة والقروض غير القابلة للتعبئة¹.

وبصورة عامة يمكن تقسيم مصادر التمويل متوسط الأجل إلى الأنواع التالية:²

• **قروض المدة:** تتميز قروض المدة بأجلها المتوسط والتي تستحق خلال فترات زمنية تتراوح عادة ما بين ثلاث (3) إلى سبع (7) سنوات، مما يعطي المقترض الاطمئنان بتوفر التمويل وبقلل من أخطار إعادة تمويل أو تجديد القروض القصيرة الأجل، ذلك لأن درجات المخاطرة في الاقتراض القصير الأجل تكون عالية بالنسبة للشركة المقترضة.

• **قروض التجهيزات:** يمكن للمؤسسة في الحصول على تمويل متوسط الأجل لشراء آليات أو تجهيزات بضمانة هذه الموجودات، وتوجد عدة مصادر لمثل هذا النوع من التمويل تشمل البنوك التجارية، الوكلاء الذين يبيعون التجهيزات، وشركات التأمين، وصناديق التقاعد والتأمينات الاجتماعية. وتمول الجهة المقرضة عادة ما بين 70 إلى 80 بالمائة من قيمة التجهيزات وتبقى الـ 20 إلى 30 بالمائة من القيمة كهامش أمان للممول، تدفع من قبل المقترض. ويوجد شكلين تمنح بموجبها قروض التجهيزات هما عقود البيع المشروطة عندما يكون الممول هو وكيل الآليات أو التجهيزات والقروض المضمونة عندما يكون البنك هو الممول.

2-3 المصادر الخارجية طويلة الأجل

تتمثل المصادر الخارجية طويلة الأجل في تلك الأموال التي تمنح لتمويل العمليات الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتتمثل في القروض طويلة الأجل. ويقصد بها تلك القروض تتجاوز مدتها في العادة خمس سنوات هدفها توفير موارد مالية كبيرة لتمويل الأصول طويلة الأجل والتي تزيد مدة اهتلاكها عن خمس سنوات، هذه القروض تمنح من طرف البنوك والمؤسسات المالية المتخصصة في توظيف الموارد المالية طويلة الأجل³.

وتتميز القروض طويلة الأجل بكونها تولد وفرات ضريبية وبالتالي فهي تعد أقل تكلفة من التمويل بالأسهم، وتعد تكلفة التمويل في معدل الفائدة وهو لا يتغير بتغير مستوى الأرباح، بالإضافة إلى ذلك فليس

¹ - المرجع السابق، ص 42.

² - المرجع السابق، ص ص 42-43.

³ - ليلي لولاشي، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مساهمة القرض الشعبي الجزائري _وكالة بسكرة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر _ بسكرة، 2004-2005، ص 4.

للمقرضين الحق في التصويت في الجمعية العامة للمساهمين. ومن أهم العيوب التي تميزها هي حق المقرضين في الحصول على أموالهم قبل حملة الأسهم الممتازة والعادية، وصعوبة تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالقروض طويلة الأجل يرجع إلى تكلفتها المرتفعة والشروط التي يضعها المقرضون¹.

هناك فئة من الباحثين تقوم بإدراج التمويل بالأسهم والسندات كمصادر تمويلية كلاسيكية لجميع المؤسسات سواء كانت مؤسسات كبيرة أو مؤسسات صغيرة ومتوسطة، فتصنفهم ضمن مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل كون أنها من حيث طبيعتها تعد من المصادر التقليدية، ولكن هناك فئة أخرى من الباحثين والتي تستثني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من هذا التصنيف كون أن هذه الأخيرة لم يتم تمويلها بهذا النوع من المصادر التمويلية إلا بعد منتصف القرن العشرين أي بعد إنشاء السوق المالية الثانية، وسنعمد في بحثنا على هذا التصنيف الأخير كون أن الغالبية من الباحثين يعتمدون على إدراج السوق المالية الثانية كمصدر تمويلي حديث.

المطلب الثالث: مصادر التمويل غير الرسمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

يعد من أهم المصادر التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويأتي من حيث الأهمية في المرتبة الثانية وفي بعض الأحيان المرتبة الأولى. حيث تتم عملية التمويل عن طريق مؤسسات غير رسمية لا ينظمها القانون، حيث تقوم بتوفير الأموال لأصحاب العجز المالي خارج النظام المالي للدولة، أي أن عملية التمويل تكون بعيدة عن كل رقابة ومتابعة من طرف الهيئات الحكومية².

وتتمثل مصادر التمويل غير الرسمي في:³

- **التمويل من العائلة والأصدقاء:** وهي الأموال التي يتم اقتراضها من أفراد العائلة أو الأصدقاء في مرحلة الإنشاء خاصة، وتكون قيمة هذه القروض قليلة وبدون ضمانات وتمنح لفترات صغيرة وعادة تكون بدون فوائد، إلا أن هذا النوع من التمويل يترتب عليه عدة نتائج سيئة تؤدي إلى علاقات مالية شخصية التي تتعارض مع استقلالية صاحب المؤسسة والعمل.
- **المرايين:** ويطلق عليهم تجار النقود، وهم الذين يقدمون قروض صغيرة بفوائد مرتفعة جدا لفترات قصيرة، ويتميزون بقدرتهم على تحمل مخاطر تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حديثة النشأة مقابل ضمانات لتأمين عمليات الاقتراض، كما يقومون بالتدخل في تسيير المؤسسة الممولة.

¹ - رايح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، مرجع سبق ذكره، ص ص 117-118.

² - هبية بوعبد الله، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2009، ص 69.

³ - المرجع السابق، ص ص 70-71.

- محلات الرهونات: تقدم خدمات تمويلية لمن يملك أصولا عينية يمكن تداولها في السوق، فتقوم برهنها رهنا حيازيا لدى المقرض، ويحصل المقرض على قرض قصير الأجل بنسبة أقل من قيمة الأصول المرهونة.
- جمعية تناوب الادخار والائتمان: عبارة عن مجموعة من الأفراد، ويختارون شخصا من بينهم لرئاسة الجمعية، يقومون بصفة دورية (شهر في العادة) بتحصيل مبلغ معين من كل عضو ثم يعطي إجمالي المبلغ المحصل من جميع الأعضاء بالتناوب إلى كل عضو. وبالتالي فالمبالغ التي يدفعها كل عضو على مدار فترة الجمعية يستلمها مرة واحدة. بما يوفر له مبلغ يمكنه تمويل ما يحتاجه ومنه فالمقرضون هم المدخرون وبدون فائدة.

تتمثل مزايا التمويل غير الرسمي في:¹

- ✓ لا تستدعي وجود ضمانات؛
- ✓ سرعة الحصول على هذا النوع من التمويل؛
- ✓ لا تأخذ في الاعتبار وضعية المقرض ودرجة مخاطرة المشروع؛

رغم كل المزايا التي يتم تحقيقها من خلال التمويل غير الرسمي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، غير أنه يبقى غير كاف للاعتماد عليه كمصدر رئيسي للتمويل (كون أن حجم القروض المقدمة تكون صغيرة)، وأنه يفضل اللجوء إليه في الحالات الطارئة فقط، حيث أن عبء التمويل من المصادر غير الرسمية يثقل كاهلها بسبب الفوائد المرتفعة والمدة القصيرة وأيضا العلاقات العائلية الشخصية، مما يعرض المؤسسة في أي لحظة للانهايار جراء الضغوط المتزايدة عليها من هذا النوع من المصادر غير الرسمية².

إن محدودية المصادر التمويلية التقليدية وصعوبة الحصول على التمويل اللازم منها خاصة البنوك بسبب ارتفاع التكلفة والشروط التعجيزية، استدعى ضرورة استحداث أدوات مالية جديدة من شأنها حل المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، سواء من خلال تطوير المصادر التمويلية التقليدية أو ابتكار أدوات مالية جديدة تراعي خصوصيتها.

¹ - صالح صالحي، تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، منشورات مخبر الشراكة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 2004، الجزائر، ص 363.

² - أمين كعواش، تقييم آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل برنامج الدعم الاقتصادي-حالة ولاية جيجل، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل، 2013-2014، ص 111.

المبحث الثالث: البدائل التمويلية المستحدثة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

عرفت البدائل التمويلية المستحدثة انتشارا واسعا خلال السنوات الأخيرة، فمنذ ظهورها أصبحت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعتمد عليها بشكل كبير في تلبية احتياجاتها التمويلية، نظرا نجاعتها في حل مشاكلها التمويلية من جهة، وتعدد صيغها التمويلية من جهة أخرى، مع أخذها بعين الاعتبار لخصوصيتها المالية.

المطلب الأول: قرض الإيجار

يقصد بقرض الإيجار (الاستئجار) على أنه ترتيب تعاقدى يعطي الحق للمستأجر باستخدام الأصل لمدة محددة مقابل دفعات تشير إلى أقساط الإيجار إلى المؤجر¹. ويعرف أيضا على أنه عملية موجهة لتمويل الأصول ذات الاستعمال المهني التي يشترط فيها أن تكون موجهة لاستعمال دائم، معرفة وتتهلك، حيث أن المؤجر هو مالك الأصل الذي يمنح للمستأجر إمكانية استخدامه مقابل إيجارات منتظمة يدفعها له مع فصل قانوني بين ملكية واستخدام الأصل².

للاستئجار أشكال مختلفة يتمثل أهمها في أربعة أنواع رئيسية هي:

- **قرض الإيجار التشغيلي:** يمنح هذا النوع للمؤسسة المستأجرة كلا من التمويل والصيانة، فهو عادة ما يتطلب من المؤجر توفير خدمة صيانة المعدات المؤجرة التي يحتسب تكلفتها عند تقدير دفعات الإيجار. يتمتع قرض الإيجار التشغيلي بميزتين مهمتين تتمثل الأولى في أن المعدات أو الأصول المؤجرة لا تهتك بشكل كامل. أما الميزة الثانية فتتمثل في أن العقد غالبا ما يحتوي على بند إلغاء يعطي المستأجر الحق في إلغاء العقد وإعادة الأصل للمؤجر قبل نهاية العقد الأساسي³.
- **قرض الإيجار التمويلي:** يتضمن عقد الاستئجار المالي حق انتفاع المؤسسة المستأجرة بالأصل، غير أن المؤجر لا يقدم خدمة الصيانة. ويمتد هذا العقد إلى نهاية العمر الافتراضي للأصل، لذلك فإن أقساط الإيجار تكون كافية لتغطية التكلفة الكلية للأصل للمؤجر، كما أنه لا يحتوي على بنود للإلغاء. ويختص هذا النوع من العقود عادة بالأصول الجديدة⁴.

¹ - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007، ص 53.

² - امير عزوي، سلمى شيهب، قرض الإيجار كبديل حديث للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 13، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، الجزائر، 2018، ص 130.

³ - المرجع السابق، ص 131.

⁴ - أمين كعواش، مرجع سبق ذكره، ص 117.

- **البيع ثم الاستئجار:** يقوم المستأجر ببيع عقار ما لمشتري، ثم يقوم باستئجاره من طرف المشتري (المؤجر) مقابل دفع أقساط الإيجار، حيث تسمح له بإعادة شراء تدريجي لهذا العقار والانتفاع به طول مدة العقد، وبهذه الطريقة يكون المستأخر قد حصل قرض بضمان العقار من أجل تمويل استثمار¹.
- **الاستئجار المرفوع مالياً:** الذي بموجبه يقوم المؤجر باقتراض نسبة من الأموال لشراء الأصل ومن ثم يقوم بتأجيره، وبذلك فإن هذا النوع من الاستئجار يكون أطرافه ثلاث أطراف هم كل من المستأجر، المؤجر والمقرض².

وبشكل عام فإن التمويل عن طريق الاستئجار يعتبر من الحلول الفعالة، والتي أثبتت نجاعتها لما لها من قدرة على توفير الاحتياجات اللازمة للمؤسسات بشكل عام، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بشكل خاص، إذ توفر لها ميزة الاستفادة من أصول لا تكون قادرة على تملكها وتحمل تكاليفها، وبذلك فهي توفر لها فرصة الاستفادة من الأصل دون تحمل تكاليفه، وهذا يتماشى والقدرات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ويضمن لها التجديد المستمر لأصولها وتحقيق الاستقلالية على إدارتها وعملياتها³.

المطلب الثاني: عقد تحويل الفاتورة

ويقصد بعقد تحويل الفاتورة " شراء أو حجز ديون المؤسسات التجارية التي تشتغل على المستوى المحلي أو الدولي، في حقل السلع الاستهلاكية، كما تقوم البنوك التجارية من جهتها بشراء حسابات المدينين (أوراق قبض، سندات، فواتير) الموجودة بحوزة المؤسسات التجارية أو الصناعية والتي تتراوح مدتها ما بين 30 يوم و120 يوم. ويتطلب عقد تحويل الفاتورة وجود ثلاثة أطراف تنشأ فيما بينها علاقة تجارية، الطرف الأول يمثل التاجر أو المنتج أو الموزع وهو الذي تكون بحوزته الحسابات المدينة التي يشتريها الفاكتر، أما الطرف الثاني فهو العميل ويقصد به الطرف المدين للطرف الأول، أما الطرف الثالث فيتمثل في مؤسسة الفاكترينج والمتخصصة بالنشاط التمويلي⁴.

حيث يعد عقد تحويل الفاتورة من التقنيات المالية المصنفة ضمن عمليات الائتمان قصيرة الأجل، التي تساعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على التخلص من متابعة حقوقها وتحصيلها باعتباره أكثر شمولية من مكشوف الحساب البنكي، ومن الخصم التجاري ومن قرض تعبئة الديون التجارية. ويمكنها أن تتخلص من

¹ - المرجع السابق، ص 117.

² - عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص 54-55.

³ - جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي-دراسة حالة ولاية جيجل، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، شعبة علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحيى-جيجل، 2009-2010، ص 88.

⁴ - عبد الجليل بوداح، بدائل التمويل الخارجي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، الدورة التدريبية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر، 25-28 ماي 2003، ص 07.

حقوقها تجاه زبائنها عن طريق تحويل الدائنية إلى مؤسسة مصرفية مختصة في شراء الفواتير المستحقة جزئياً أو كلياً (شركة عقد تحويل الفاتورة)، فتتخلص بذلك من عملية تسيير ومتابعة وتحصيل حقوقها لدى زبائنها، والتخفيض بذلك من تكلفتها المتعلقة بتمويل الاستغلال¹. فضلا عن كون عقد تحويل الفاتورة كتقنية للتأمين ضد مخاطر عدم التسديد، كما يسمح أيضا للمؤسسة الممولة بالحصول على أموال تمكنها من متابعة نشاطها².

المطلب الثالث: التمويل الإسلامي

يعرف التمويل الإسلامي أو التمويل المباح على أنه هو تقديم الأموال العينية أو النقدية ممن يملكها إلى شخص آخر ليتصرف فيها، ضمن أحكام وضوابط الشريعة الإسلامية وذلك بهدف تحقيق عائد مباح شرعا، مثل تمويل البيع بالمربحة والمضاربة والمشاركة³.

للتحويل الإسلامي عدة صيغ تمويلية والتي يمكن من خلالها تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي كالاتي:

1. **المربحة:** هي عقد يقوم البنك بموجبه ببيع سلعة أو أصل سبق له شراؤها وحيازتها بناء على وعد المتعامل بشراؤها بشروط وبنود معينة، وذلك مقابل ثمن يتكون من التكلفة وهامش ربح متفق عليه⁴.

وللمربحة عدة أنواع منها، المربحة البسيطة ويقصد بها أن يذكر البائع للمشتري الثمن الذي اشترى به السلعة ويشترط عليه ربحا ما، وهناك بيع المربحة للأمر بالشراء ويعني أن يطلب الفرد أو المشتري من البنك أن يشتري سلعة معينة بمواصفات محددة⁵.

2. **المضاربة:** فهي عقد بين طرفين يقدم أحدهما المال ويسمى رب المال للطرف الآخر يسمى المضارب ليعمل فيه بهدف الربح على أن يتم توزيع هذا الربح بينهما بنسب متفق عليها ابتداء، أما الخسارة فيتحملها رب المال وحده بشرط عدم تقصير المضارب أو تعديه⁶.

للمضاربة نوعين من حيث الشروط، مضاربة مقيدة ومضاربة مطلقة، ويقصد بالأولى أن يشترط رب المال على المضارب شروطا معينة ومقبولة شرعا يقيد بها المضارب للعمل في إطارها، أم المضاربة المطلقة

¹ زهير موساسب، ملانمة عقد تحويل الفاتورة لتمويل الصغيرة والمتوسطة، Revue Académique de la Recherche Juridique، العدد 6، جامعة عبد الرحمن ميرة-بجاية، 2012، ص ص 194-195.

² صليحة بن طلحة، بوعلام معوشي، دور عقد تحويل الفاتورة في تمويل وتحصيل الحقوق، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-بسكر، يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص ص 3-8.

³ بختة بطاهر، محمد بوطلاحة محمد، إدارة مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية-دراسة ميدانية في عدة فروع لبنك البركة، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 20، جامعة الشهيد حمه لخضر_الوادي، الجزائر، 2018، ص 141.

⁴ المرجع السابق، ص 142.

⁵ معطي ليني، أساليب وصيغ التمويل الإسلامية للمشاريع المصغرة بين النظرية والتطبيق، مجلة المالية والأسواق، العدد 02، جامعة عبد الحميد بن باديس-مستغانم، 2015، ص 341.

⁶ حسين محمد سمحان، أسس العمليات المصرفية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2013، ص 230.

فهي التي يمنح فيها رب المال المضارب كامل الحرية بالتصرف في المال في إطار الشريعة الإسلامية. وتقسم المضاربة من حيث عدد الشركاء إلى المضاربة الثنائية والمضاربة الجماعية، أما الأولى فهي التي تتم بين طرفين رب المال والعامل (المضارب)، والثانية هي التي تتم بين عدة أطراف حيث يتعدد أرباب المال والمضارب واحد¹.

3. المشاركة: يتم عن طريق قيام البنك بتقديم حصة من إجمالي التمويل اللازم لتنفيذ مشروع ما على أن يقدم الشريك الآخر (طالب التمويل من البنك) الحصة المكملة، بالإضافة إلى قيامه بإدارة عملية المشاركة والإشراف عليها².

وتشمل المشاركة عدة أشكال وهي³:

- ✓ المشاركة الثابتة في رأس المال: ويقصد بها أن يبقى لكل طرف حصته الثابتة في المشروع إلى حين الانتهاء منه؛
- ✓ المشاركة المنتهية: تتضمن هذه الأخيرة توقيتاً معيناً للتمويل، وسميت كذلك لأن الشركاء حددوا بينهم أجلاً محدداً؛
- ✓ المشاركة المتناقصة: ويتم بموجبها الإقرار للشريك أن يحل محل البنك في ملكية المشروع دفعة واحدة أو على مراحل.

4. السلم: يعرف على أنه عقد يتم بموجبه دفع ثمن سلعة معينة في الحال على أن يتم استلام السلعة لاحقاً، أي بموعد معين، ومن ثم فإن الثمن يدفع عاجلاً والسلعة آجلاً، أو هو بيع موصوف في الذمة ببديل يتم دفعه فوراً⁴.

5. الاستصناع: عقد يتعهد بموجبه أحد الأطراف بإنتاج شيء معين وفقاً لمواصفات تم الاتفاق بشأنها وبسعر وتاريخ تسليم محددين، ويشمل هذا التعهد كل خطوات الإنتاج من تصنيع وإنشاء وتجميع أو تغليف، ولا يشترط في الاستصناع أن يقوم الطرف المتعهد بتنفيذ العمل المطلوب بنفسه، إذ بإمكانه أن يعهد بذلك العمل أو بجزء منه إلى جهات أخرى تتفذه تحت إشرافه ومسؤوليته⁵.

يستخدم صيغة الاستصناع لتمويل احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق الطريقتين التاليتين⁶:

¹ - المرجع السابق، ص 231.

² - معطي لبنى، مرجع سبق ذكره، ص 336.

³ - المرجع السابق، ص 337.

⁴ - فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، جدارا للكتاب العالمي وعالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، عمان، 2006، ص 331.

⁵ - محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 2001، ص 174.

⁶ - سماح طلحي، مرجع سبق ذكره، ص 153.

✓ الطريقة الأولى: وهي أن يشتري البنك بضاعة ما بعقد استصناع، وبعد أن يتسلمها يبيعها عاديا بثمن نقدي أو مقسط أو مؤجل؛

✓ الطريقة الثانية: وهي أن يدخل البنك بعقد استصناع كوسيط وذلك بصفته بائعا مع الزبون (المستصنع) الذي يرغب في شراء سلعة معينة أو بناء عقار ما بمواصفات معينة، ثم يقوم البنك بعقد استصناع مواز بصفته مشتريا مع الصانع من جهة أخرى لتصنيع الشيء الذي التزم به في العقد الأول.

وتعد الصيغ التمويلية الإسلامية مناسبة وملائمة لطبيعة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخصوصيتها المالية، حيث تقوم بتوفير السيولة لنشاطاتها الاقتصادية مما يسمح بتطويرها، ومساهمتها أيضا في خلق فرص استثمارية وإنشاء مؤسسات جديدة.

المطلب الرابع: السوق المالية الثانية

تعتبر الأسواق المالية الثانية أداة تمويلية حديثة، وقد أثبتت فعاليتها ونجاحتها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على الصعيد الدولي، وقدرتها على تلبية احتياجاتها والتقليل من الفجوة المالية التي تعاني منها، وهذا من خلال قدرتها على جذب المستثمرين وتعبئة المدخرات.

تعرف السوق الثانية أو كما يصطلح عليها بورصة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بأنها تلك السوق التي تعطي الفرصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المتنامية، والتي تتميز بمعدلات نمو مرتفعة للدخول إلى البورصة بعد تيسير شروط وإجراءات القيد بها التي تراعي خصائص تلك المؤسسات، وذلك في إطار المشاركة والضمان وإتاحة الأوراق المالية والقواعد المنظمة لكل من الشركات والمستثمرين معا في عملية انسيابية متصلة ومتواصلة من الأطراف المكونة لها. حيث تكون مخصصة لتداول أسهمها لأنها تكون غير مؤهلة للإدراج في الأسواق المالية الرئيسية الأولى إلى جانب المؤسسات الكبيرة¹.

تمتاز السوق الثانية عن غيرها من الأسواق المالية بعدة خصائص نذكر أهمها فيما يلي:²

- ✓ سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- ✓ شروط التقييد فيها ميسرة نسبيا؛
- ✓ السماح للشركات المقيدة بإبرام عقود السيولة؛
- ✓ عدم تجانس الشركات المقيدة حجما وطبيعة.

¹ - المرجع السابق، ص 203.

² - محفوظ جبار، سامية عمر عبده، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة فرنسا، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، يومي 21-22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، ص 9.

تتمثل أهم الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانية في الأسهم والسندات ونفصلها كما يلي:

أ. **الأسهم:** يمكن تعريف السهم بأنه حصة في ملكية المؤسسة، وحملة الأسهم في الواقع هم ملاك المؤسسة المصدرة لتلك الأسهم. لذلك فإن هؤلاء المساهمين (الملاك) لا يحصلون على أي عائد من أموالهم المستثمرة قبل أن تقوم المؤسسة بالوفاء بالتزاماتها تجاه الحكومة والدائنين¹. وتنقسم إلى نوعين:

✓ **الأسهم العادية:** عبارة عن صك ملكية في رأس مال شركة المساهمة، ويأتي في مقدمة الأوراق المالية التي تتداول في أسواق رأس المال². للسهم العادي ثلاث قيم، قيمة إسمية وهي القيمة المدونة على السهم وفي الغالب ينص عليها في العقد التأسيسي، قيمة دفترية وهي قيمة السهم في دفاتر المؤسسة وقيمة سوقية فهي قيمة السهم في سوق رأس المال، وقد تكون أكبر أو أقل من القيمة الدفترية³.

✓ **الأسهم الممتازة:** إن التمويل بالأسهم يجمع بين بعض خصائص التمويل بالأسهم العادية والسندات، فتشبه الأسهم الممتازة في كونها حصة في رأس مال المؤسسة في حالة توزيع الأرباح وتشبه السندات لأن لها نسبة ثابتة من الأرباح⁴.

ب. **السندات:** تعرف السندات بأنها أوراق مالية ذات دخل ثابت وتتمتع بقابلية التداول، وهي تمثل عقدا طويل الأجل تلتزم بموجبه المؤسسة بتسديد دفعات دورية من الفوائد، والتي تمثل تكلفة استخدام الأموال، إضافة إلى أصل المبلغ لمن يحمل السند⁵.

وفي المجمل يمكن حصر مزايا دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق المالية الثانية فيما يلي⁶:

✓ تمكن السوق الثانية من دعم شهرة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتعزيز مصداقيتها في مواجهة الغير؛

¹ حمزة غربي، محددات الهيكلية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص مالية، قسم العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2009-2010، ص 18.

² ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص 38.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 13.

⁴ عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 85.

⁵ حمزة غربي، مرجع سبق ذكره، ص 21.

⁶ شوقي جباري، لقمان مصطفى، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة التنظيم والعمل، العدد 05، جامعة مصطفى سطمبولي _ المعسكر، الجزائر، 2014، ص 111.

- ✓ يمكن دخول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى السوق الثانية من تعويض المصادر التمويلية التقليدية أهمها القروض طويلة الأجل، ومن ثم مضاعفة الموارد المستقرة للشركة بتعزيز رأسمالها وتمكينها من تمويل برامجها الاستثمارية طويلة الأجل؛
- ✓ تنمية السيولة النقدية للمؤسسات المدرجة في السوق الثانية، وذلك بفضل سهولة المبادلات والمفاوضات التي تقع على هذه الأوراق.

من بين البدائل التمويلية المستحدثة أيضا رأس المال المخاطر والذي سيتم تناوله بالدراسة في الفصل الثاني.

خلاصة الفصل

تبقى إشكالية تعريف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قائمة، رغم وجود معايير عديدة لتعريفها، حيث اتسمت بمجموعة من الخصائص تميزها عن المؤسسات الكبيرة. وتكمن أهميتها في مساهمتها في تنمية الاقتصاد وتطوره، وقد أثبتت نجاعتها في العقود الأخيرة بقدرتها على التكيف مع التغيرات والتحديات التي فرضتها البيئة الاقتصادية الراهنة.

وحتى تقوم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالدور المنوط بها، ينبغي تجاوز العوائق التي تقف أمام استمرارها ونموها أبرزها مشكل التمويل، حيث أن أغلب أسباب ونتائج هذه المشاكل يرجع بالدرجة الأولى للتمويل. ومن هنا تتبع أهمية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من أهمية دورها الذي تلعبه.

بالرغم من تعدد المصادر التمويلية التقليدية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن الحصول عليها يعتبر في حد ذاته عائقاً، فضلاً على كونها لا تراعي الخصوصية والمتطلبات المالية لهذه المؤسسات أهمها التمويل البنكي، مما أدى إلى ظهور فجوة تمويلية شكلت عقبة أمام تطورها. وهذا استدعى استحداث آليات تمويلية تتناسب مع طبيعة هذه المؤسسات واحتياجاتها التمويلية، والتي ظهرت في النصف الثاني من القرن العشرين من بينها رأس المال المخاطر، التمويل الإسلامي، قرض الإيجار وعقد تحويل الفاتورة.

الفصل الثاني: آلية التمويل برأس المال المخاطر

- ❖ المبحث الأول: نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر
- ❖ المبحث الثاني: أهمية وأهداف رأس المال المخاطر وعلاقته بنظرية الوكالة والحوكمة
- ❖ المبحث الثالث: أطراف التمويل برأس المال المخاطر، أشكاله وأنماطه
- ❖ المبحث الرابع: مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر، مزاياه وعيوبه

تمهيد

يعد رأس المال المخاطر من أهم البدائل التمويلية الحديثة، حيث أصبح يحتل مكانة هامة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والحد من مشاكلها التمويلية واستيعابه لمختلف مستويات المخاطرة التي تميزها. ويقوم رأس المال المخاطر على مبدأ المشاركة في الربح والخسائر عكس الاقتراض، زيادة عن ذلك فهو لا يكتفي بتقديم الدعم المالي فقط بل يتعداه إلى دعم فني وإداري، مما يساهم في الرفع من مستوى أداء وقيمة المؤسسات الممولة.

كل هذا أدى إلى شيوع استخدام تقنية التمويل برأس المال المخاطر، والعمل على توفير مناخ ملائم لنشاط شركات رأس المال المخاطر، وهذا من خلال هيكلية الأسواق المالية بما تتلاءم وآلية الاستثمار والتمويل فيها، إلا أن هناك اختلافات في حجم ونجاعة أسواق رأس المال المخاطر في العالم، ويعزى هذا الاختلاف للعديد من الأسباب أولها القوانين والتشريعات التنظيمية الخاصة بها في كل سوق من الأسواق العالمية.

ومن أجل الإلمام بمختلف حيثيات هذا الفصل ارتأينا تقسيمه إلى أربعة مباحث:

- ❖ المبحث الأول: نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر
- ❖ المبحث الثاني: أهمية وأهداف رأس المال المخاطر وعلاقته بنظرية الوكالة والحوكمة
- ❖ المبحث الثالث: أطراف التمويل برأس المال المخاطر، أشكاله وأنماطه
- ❖ المبحث الرابع: مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر، مزاياه وعيوبه

المبحث الأول: نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر

ظهرت آلية التمويل برأس المال المخاطر وتطورت بشكل سريع، مما ساهم في انتشارها الكبير خلال العقدين الأخيرين، واستقطبت اهتمام العديد من الباحثين، فقد تم تقديم العديد من التعاريف لهذا الآلية، والتي تتميز بعدة خصائص عن غيرها من الآليات التمويلية لاسيما التمويل البنكي، فضلا عن طبيعة وسمات المؤسسات التي تمولها.

المطلب الأول: لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر

أغلب الأدبيات العلمية في المجال المالي ترجع أصل رأس المال المخاطر إلى العالم الرياضي والفيلسوف اليوناني طاليس **Thalès de Milet**، حيث يعد أول مقول تقدم لطلب المساعدات المالية من مجموعة من الأثرياء لدعم استثماره في مجال الزراعة والذي تمثل في معصرة للزيتون، وقد حقق هذا الاستثمار عوائد كبيرة¹.

إلا أن بعض الأدبيات تعتبر الجذور الأصلية لمفهوم رأس المال المخاطر تعود للقرون الأولى، حيث يعتقد أنه كان يمارس في شبه الجزيرة العربية في عصر ما قبل الإسلام. وبحسب علماء الاقتصاد الإسلامي هناك تشابه بين مفهوم رأس المال المخاطر وبين مفهوم المضاربة والمشاركة. وقد اقتبس الإيطاليون في معاملاتهم المالية المفهوم الإسلامي للمضاربة في القرن العاشر لينتشر بعدها في جميع أنحاء أوروبا. وفي القرن 15 م ظهرت جليا مهنة رأس المال المخاطر في أنشطة التجار في الشرق الأوسط².

أما في أوروبا فقد ظهر في القرن 15 م، حيث يعد كل من البحارة كريستوف كولومبوس (**Christophe Colomb**) وفاسكو دي جاما (**Vasco de Gamma**) من بين الأوائل الذين استفادوا من تمويل أصحاب رأس المال المخاطر، وقد قام البحارة بطلب المساعدات من الأثرياء لتمويل رحلاتهم للبحث عن المعادن النفيسة، التوابل والأحجار الكريمة... إلخ، وقد وافقوا على تمويلهم مقابل تحقيق أرباح وخلق ثروة³، ومن بين أبرز الممولين لرحلة كريستوف كولومبوس ملكة إسبانيا إيزابيلا.

وفي ظل هذا الإطار يتضح أن مفهوم رأس المال المخاطر قديم قدم التجارة، ولكنه يعد حديث النشأة كون أن الشكل التنظيمي له ظهر في عام 1946 مع إنشاء أول شركة لرأس المال المخاطر في الولايات

¹ - Jean Lachman, **Capital-risque et capital-investissement**, Edition Economica, Paris, France, 1999, p 19.

² - Mansoor Durrani, Grahame Boocock, **Venture Capital, Islamic Finance and SMEs**, Palgrave Macmillan, Great Britain, 2006, p 37.

³ - Donia Trabelsi, **Le capital-risque**, ISTE Editions, Great Britain, 2014, p 17.

المتحدة الأمريكية من قبل الجنرال جورج دوريو **General George Doriot** باسم شركة الأبحاث والتطوير الأمريكية (AR&D) (**American Research and Developpement**)¹. وتم تأسيسها بالتعاون مع شركة (**Hancock John**) للتأمين المتبادل ومعهد ماساتشوستس للتكنولوجيا (MIT). وقد كانت شركة (AR&D) رائدة في تمويل الشركات الابتكارية في مرحلة إنشائها أو خلق شركات غير قائمة، وكان هدفها من هذه التمويلات في ظل المخاطر المحتملة هو مساعدة رواد الأعمال في الاستثمار في مجالات الابتكار والصناعات المتقدمة².

وحتى يتم التقليل من حدة من المشاكل التي تواجهها الأعمال الصغيرة، قامت الحكومة الأمريكية بتأطير رأس المال المخاطر ضمن إطار قانوني وهذا ما سمح بإنشاء العديد من المؤسسات الصغيرة ومنح عدة مزايا للاستثمار فيها. وعلى الرغم من ذلك، فإن تطور نشاط شركات رأس المال المخاطر لم يعرف تطورا كبيرا طوال السبعينيات من القرن الماضي، ليأتي التغيير الكبير سنة 1979 عندما تم تخفيض الضرائب على المكاسب المحققة لشركات رأس المال المخاطر³، ليعرف نشاطها انتشارا كبيرا في أوائل الثمانينات بعد التغييرات القانونية والتنظيمية المرتبطة بالاستثمار فيها، ما سمح بزيادة التدفقات المالية للمساهمة في هذه الشركات. فأصبح شكل الشراكة المحدودة لشركات رأس المال المخاطر الشكل القانوني السائد والمستخدم في جميع أنواع الأموال المستثمرة في رأس المال المخاطر نظرا لاستفادة هذا النوع من الشركات من مزايا ضريبية، والتي جذبت العديد من المستثمرين المؤسسين، مما ساهم في تنمية وتطوير صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية⁴.

أما في أوروبا فقد كانت متخلفة في مجال صناعة رأس المال المخاطر، فقد تم إنشاء الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر **European Venture Capital Association** في عام 1983 في بروكسل ببلجيكا، بعد 10 سنوات من إنشاء الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر (**National Venture Capital Association**)⁵، وأول دولة عرفت رأس المال المخاطر في أوروبا هي بريطانيا والتي أصبحت أول سوق أوروبية لرأس المال المخاطر **British Venture Capital Association**، بعدها بسنوات قليلة انتقل

¹ - Andrew Metrick, Ayako Yasuda, **Venture Capital the Finance of Innovation**, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc, United States of America, 2010, p 10.

² - Donia Trabelsi, op.cit., p 17.

³ - Andrew Metrick, Ayako Yasuda, **Venture Capital the Finance of Innovation**, op, cit., p 11.

⁴ - حكيم بوحرب، دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة -دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 11، جامعة خميس مليانة_ عين الدفلى، الجزائر، 2014، ص ص 183-184.

⁵ - Donia trabelsi, op.cit., p 18.

إلى دول أخرى على رأسها ألمانيا، إيطاليا وفرنسا. وبعدها انتشرت مهنة رأس المال المخاطر في العالم ككل ولكن ليس بنفس القوة والنجاح الذي تشهده الذي تشهده كل من أمريكا الشمالية (الولايات المتحدة الأمريكية وكندا) وأوروبا، حيث تعد المناطق الرائدة في هذا المجال¹.

وقد لعب رأس المال المخاطر دورا مهما في تنمية بعض القطاعات القوية والحيوية (بشكل خاص قطاع التكنولوجيا) في الاقتصاد الأمريكي والاقتصاديات الصناعية الكبرى، حيث كان رأس المال المخاطر سببا في وجود شركات كبيرة ذات سمعة عالمية مثل **Microsoft, Microsystems, Oracle, Compaq, Yahoo, Google, Intel...** فقد بدأت هذه الشركات صغيرة في شكل مشروعات ابتكارية جديدة ذات احتمالية فشل كبيرة وأيضا ذات احتمالية تحقيق أرباح كبيرة في حالة نجاحها، وأضحت تعد فعلا من الشركات المؤثرة في مجال التكنولوجيا وتقنيات المعلومات والاتصال، ليس في الولايات المتحدة الأمريكية فحسب، بل في العالم أجمع².

حاليا، تستحوذ الوحدة الولايات المتحدة الأمريكية لوحدها على 3/2 من السوق العالمي لرأس المال المخاطر، حيث تم تأسيس شركات عديدة بتركيز مدروس على بعض المناطق مثل وادي السيليكون (هضبة Silicon Vally) والتي تتركز على كل من كاليفورنيا، بوسطن، ماساشوستس، أوستن وتكساس، وقد بلغ حجم الأموال المستثمرة سنة 2001 ما قيمته 36.5 مليار دولار، وأصبح النموذج الأمريكي في نشاط رأس المال المخاطر مرجعية لكل العالم في هذا المجال³.

المطلب الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر

لم يكن تعريف رأس المال المخاطر كمصطلح واضح ودقيق في الأدبيات التي تناولت موضوعه، وتباين تعريفه خاصة في مناطق مختلفة من العالم، فهناك تعريفات مختلفة لكنها تتقاطع في بعض النقاط الجزئية، ويرجع سبب ذلك كون أن المصطلح تم تعريفه على أساس الممارسة وليس على أساس نظري⁴.

¹ - رابح خوني، رقية حساني، أساليب التمويل بالمشاركة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 154-155.

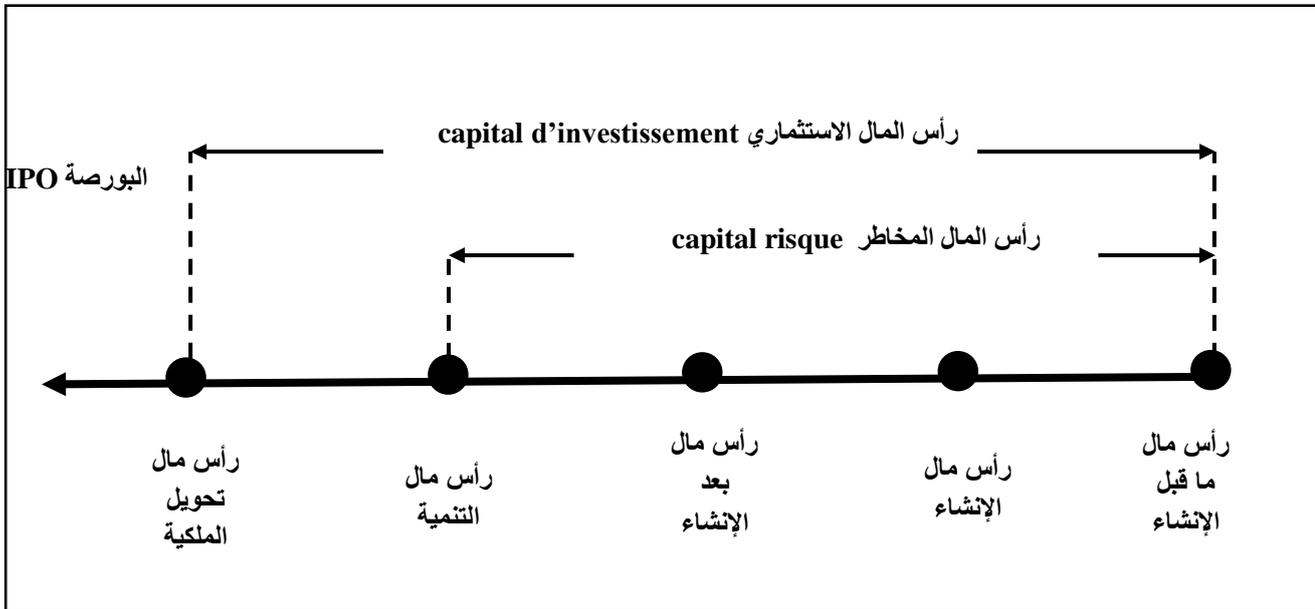
² - عبد الكريم أحمد قندوز، مقترحات لتفعيل دور التمويل برأس المال المخاطر بالمملكة العربية السعودية، ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد السادس، سبتمبر 2017، ص 109.

³ - رابح خوني، رقية حساني، أساليب التمويل بالمشاركة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص ص 153-155.

⁴ - Maik Kleinschmidt, **Venture Capital Corporate Governance and Firm Value**, Gabler Edition Wissenschaft, Hamburg, Germany, 2007, p 17.

ونتيجة لحدثة رأس المال المخاطر وانتشاره القليل تمت معرفته بشكل غير دقيق، حيث يستخدم مصطلح رأس المال المخاطر (Venture Capital) بالعربية بنفس المعنى مع كل من رأس المال المغامر، رأس المال الجريء، الأموال الصبورة أو التمويل بالأموال الخاصة، أما بالفرنسية فنجد كل من رأس المال الاستثماري (Capital d'investissement) ورأس المال المخاطر (Capital risque) وهما يشيران لرأس المال المخاطر لكن بمعنيين مختلفين. ويرجع أصل المصطلح كما ذكرنا سابقا إلى الولايات المتحدة الأمريكية تحت تسمية (Venture Capital) إلا أن ترجمتها الحرفية من الأنجلو-سكسونية إلى الفرنسية قد حرفت، حيث اقتصر مصطلح رأس المال المخاطر (Capital risque) على التمويلات الخاصة بمرحلة الإنشاء، وما يليها من مراحل (مثلا مرحلة التطور) تندرج ضمن مصطلح رأس المال الاستثماري (Capital d'investissement)، بمعنى أن هذا الأخير هو ما يقصد به في الولايات المتحدة الأمريكية برأس المال المخاطر (Venture Capital)، أما رأس المال المخاطر (Capital risque) في الدول الأوروبية يعتبر جزء من الأول فقط (الشكل رقم (1-2) يوضح ذلك)، ولكي لا نخرج عن الفلسفة الأصلية لهذه الصناعة سنحتفظ بالمصطلح الأصلي رأس المال المخاطر (Venture Capital) في هذه الدراسة¹.

الشكل رقم (1-2): الفرق بين رأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر في فرنسا



Source : Cherif Monder, *Ingénierie financière et private equity*, Revue Banque Edition, France, 2003, p 21.

¹ - رباح خوني، رقية حساني، أساليب التمويل بالمشاركة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص ص 156-162.

تعددت تعاريف رأس المال المخاطر واختلفت باختلاف جهة التعريف واختصاصها وزاوية تعريفها، ومن بين أبرز التعاريف:

عرفت الجمعية الوطنية الأمريكية رأس المال المخاطر (NVCA) رأس المال المخاطر بأنه "استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل في مؤسسات تمتلك مؤشرات نجاح مرتفعة، منجزة من طرف مستثمرين مختصين"¹.

أما الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA) فقد عرفت على أنه "كل رأس المال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مختلفة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتطوي في الحال على يقين بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد أملا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسة بعد عدة سنوات"².

عرف **Jean Lachman** رأس المال المخاطر على أنه "تقنية تمويلية خاصة والتي لا تقوم بتقديم الأموال فقط ولكن أيضا المساعدة في إدارة المؤسسة في جميع مراحل تطورها"³.

وقد عرفه **Baygan et Freudenberg** على أنه "نوع خاص من التمويل الذي يستهدف أساسا المؤسسات الشابة والمؤسسات المبتكرة (الريادية) التي تحتاج لرأس المال لتمويل تطوير منتجاتها ونموها الذي يتوقف على حسب طبيعتها ونشاطها، ويتم الحصول رأس المال المخاطر إلى حد كبير في شكل أسهم"⁴.

أما **Pierre Battini** فقد عرف رأس المال المخاطر بأنه "عبارة عن تقنية تمويلية مبتكرة تقوم على أساس المساهمة بالأموال الخاصة في رأس المال المؤسسات الغير مدرجة بالبورصة لتمويل مختلف مراحل حياتها، من الانشاء إلى التحويل مرورا بمرحلة الانطلاق والنمو"⁵.

¹ - هيئة بوعبد الله، حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر- تجربة الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 12، جامعة لوني-البلدية 2، الجزائر، 2015، ص 155.

² - كريمو دراجي، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات-دراسة حالة الجزائر، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 09، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2013، ص 346.

³ - Jean Lachman, op.cit., p 38.

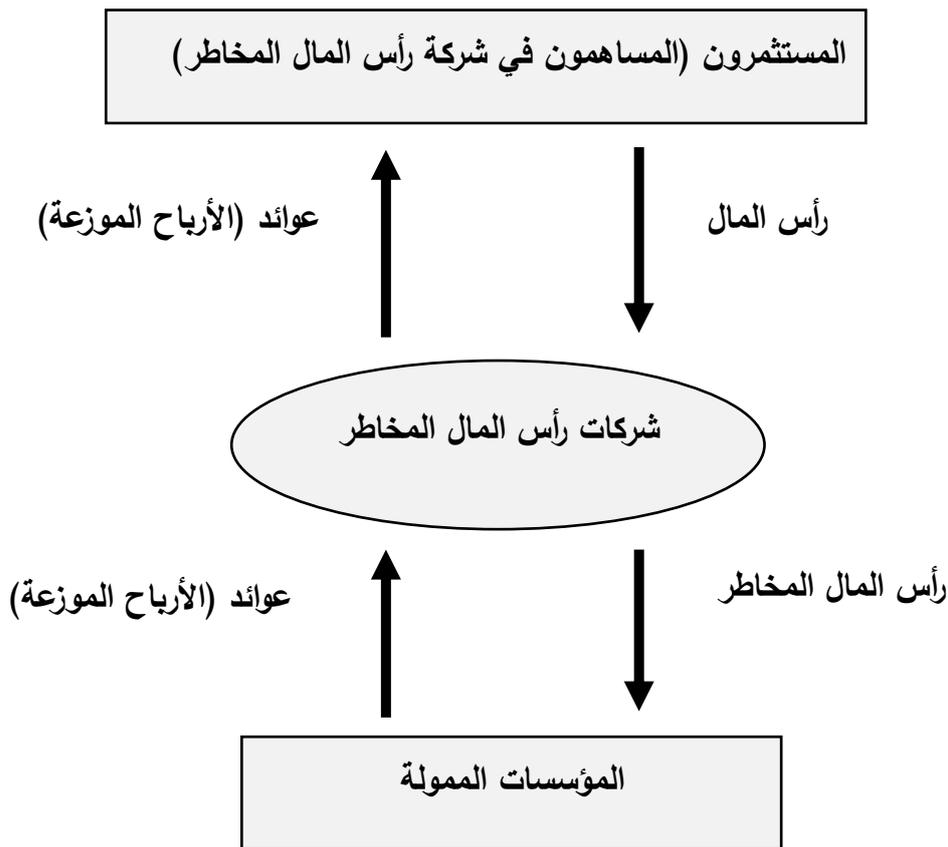
⁴ - حكيم بوحرب، مرجع سبق ذكره، ص 178.

⁵ - رابح خوني، رامي حريد، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 09، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2015، ص 487.

مما سبق يمكن تعريف رأس المال المخاطر على أنه أداة تمويلية مستحدثة متخصصة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمشروعات المبتكرة والإبداعية بواسطة شركات رأس المال المخاطر في فترة زمنية محددة على شكل مساهمة، وتقوم على مبدأ المشاركة دون ضمان استرجاع الأموال المستثمرة أو تحقيق عوائد من ورائها، وهذا في ظل مخاطرة عالية.

أما شركات رأس المال المخاطر فهي عبارة عن وسيط مالي بين المستثمرين (أصحاب رأس المال المخاطر) والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (رواد الأعمال) والتي تتميز بالنمو السريع والابتكار. ويمكن تعريفها على أنها مؤسسات تمويلية متخصصة، تقوم بتقديم الدعم المالي والإداري لهذه المؤسسات مقابل عائد يتحقق على المدى البعيد يتناسب مع قيمة المساهمة ودرجة المخاطرة.

الشكل رقم (2-2): مبدأ الوساطة المالية لشركات رأس المال المخاطر



Source : Eric Stephany, *La relation capital-risque/PME*, de boeck, 1^{re} édition, Bruxelles, Belgique, 2003, p 16.

المطلب الثالث: خصائص رأس المال المخاطر

من خلال التعاريف السابقة يتضح أن رأس المال المخاطر يتميز بمجموعة من الخصائص أهمها:¹

1. استثمار في مؤسسات غير مسعرة في البورصة: حيث تقوم شركات رأس المال المخاطر في المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الغير مدرجة بالبورصة والتي تظهر إمكانيات نمو وتطور قوية؛

2. يشكل رأس المال المخاطر حصة في حقوق المساهمين: إن تدخل رأس المال المخاطر في تمويل ومساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يكون على مستوى أعلى الميزانية، عكس التمويل الكلاسيكي الذي يكون على مستوى أسفل الميزانية، وهذا ما يعطي للمخاطرين برأس المال نسب ملكية تمكنهم من ممارسة سلطة الرقابة على المشاريع الممولة؛

3. استثمار لمدة زمنية قصوى محددة: يتميز رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدا للتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادي للمشروع موضوع التمويل، حيث يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المسعرة لفترة تتراوح من 3 إلى 10 سنوات، وخلال هذه الفترة لا يحق للمخاطرين برأس المال استرداد أصل رأس المال وعائده، وإنما يتم هذا الاسترداد من خلال بيع مساهماتهم أو إدراجها بالبورصة وذلك عندما يبدأ المشروع في تحقيق عوائد مالية؛

4. المستثمر عبارة عن شريك نشط: يلعب المستثمر في مجال رأس المال المخاطر دورا نشطا داخل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يتم تمويلها، إذ يقوم بتقديم النصح والإرشاد لإدارة المؤسسة ومتابعة كل العمليات الاستراتيجية التي تقوم بها. ودائما ما يكون لشركات رأس المال المخاطر ممثلين في مجلس الإدارة، وقد يكون هذا عائقا أمام ازدهار نشاط شركات رأس المال المخاطر بسبب تخوف أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من فقدان السيطرة عليها (تتوقع شركات رأس المال المخاطر في الحالات الشائعة عائدا ما بين 25% و 45% سنويا)؛

5. تمويل بدون ضمانات: إن التمويل برأس المال المخاطر يتحقق بدون ضمانات كونه يقوم على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر، وهذا ما يجعله بديلا هاما للتمويل الكلاسيكي الذي يركز على الضمانات (رهن حيازي، رهن عقاري، كفالات...) من أجل استرداد مبلغ القرض وعائده؛

6. يتدخل خلال أي مرحلة من مراحل دورة حياة المؤسسة: يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مختلف مراحل حياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة، انطلاقا من تمويل المراحل التي تسبق الإنشاء،

¹ - المرجع السابق، ص ص 489-490.

إلى تمويل الانطلاق، ثم التطوير، وصولاً إلى تمويل تحويل الملكية، وفي بعض الأحيان تقويمها وبقائها؛

7. يأخذ شكل وساطة مالية: يعتبر رأس المال المخاطر أيضاً بمثابة وساطة مالية تقوم على أساس المشاركة بين أطراف العملية التمويلية، حيث تتلقى شركات رأس المال المخاطر الأموال من المستثمرين لتوظيفها في شكل مساهمات في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لها أسواقاً واعدة، والتي يكون هدفها عادة وضع أفكار وأبحاث تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع؛

8. آلية الخروج وتحقيق الأرباح: يستمر التمويل برأس المال المخاطر حتى تنضج الشركة وتستقر وتدخل في مرحلة جني الأرباح، هنا يمكن لشركات رأس المال المخاطر الحصول على أرباحها إما عن طريق بيع مساهمته في المؤسسة لمستثمر آخر جذبه نجاحها ونوع نشاطها، أو بيع الحصص في شكل أسهم يستفاد من قيمتها وارتفاعها بعد إدراج المؤسسة في البورصة¹.

من خلال الخصائص السابقة تبرز عدة فوارق بين التمويل برأس المال المخاطر والتمويل المصرفي، نوضحها في الجدول رقم (2-1) التالي:

¹ - رباح خوني، رقية حساني، أساليب التمويل بالمشاركة بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 168.

الجدول رقم (2-1): مقارنة بين التمويل برأس المال المخاطر والتمويل المصرفي

التمويل برأس المال المخاطر	التمويل عن طريق البنوك
طبيعة التمويل	أموال خاصة وشبه خاصة
قرار التمويل	يعتمد على نوعية المسيرين، ثنائية منتج/سوق والقيمة المضافة المتوقعة
مدة التمويل	غير معروفة ولكن محدودة في عدد السنوات (متوسط وطويل الأجل)
سيولة الأوراق المالية	ضعيفة جدا
التدخل في تسيير المؤسسة الممولة	إيجابي: يساهم المخاطر برأس المال في تسيير المشروع ويضمن لنفسه رقابة دورية
الكفاءات	متعددة
حجم المؤسسة	مؤسسات صغيرة ومتوسطة غير مدرجة في البورصة ولكنها تظهر استعدادات كبيرة للنمو
عمر المؤسسة	جميع مراحل نمو المؤسسة
العائد	غير محددة في العقد (الربح)
	محدد في العقد (الفائدة)

Source : Yahiaoui Ammar, **Le capital investissement en Algérie : Etat des lieux et contraintes**, mémoire de magister, faculté des sciences économiques, commerciales et de gestion, Université Mouloud Mammeri de TIZI-OUZOU, Algérie, 2011,p 40.

وفي ظل ما سبق نجد أن شركات رأس المال المخاطر تقوم بتمويل مؤسسات لها خصوصية تميزها عن باقي المؤسسات الأخرى، ويمكن إيجاز سماتها في النقاط التالية:¹

- **دورة حياة قصيرة:** وذلك راجع لهشاشتها، حيث يمكن أن ينتهي نشاطها لسبب بسيط كاستقالة موظف أساسي، خسارة زبون مهم... إلخ؛
- **عدم تمتعها بذمة مالية منفصلة:** أي أن الموارد المالية للمؤسسة هي نفسها موارد مسيرها، ففي حالة إفلاس المؤسسة سيفلس بالضرورة مالكها أو مسيرها؛
- **عدم تماثل المعلومات:** وهذا بين المستثمرين الخارجيين وملاك/مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال مرحلة التفاوض، حيث أن المستثمرين الخارجيين ليست لديهم معرفة كافية حول المؤسسة التي يمولونها وأيضاً حول التكنولوجيا التي يستخدمها ملاك أو مسيرو تلك المشاريع؛
- **ضعف قدرة التمويل الذاتي:** حيث تتميز بعدم كفاية قدرتها على التمويل الذاتي، وكذا ضعف قدرتها التفاوضية مع المستثمرين؛
- **عدم القيد في السوق المالي:** فهي غير مدرجة في السوق المالي وبالتالي عجز المعلومات المالية والمحاسبية عن الحكم على الوضعية المالية للمؤسسة؛
- **ضعف الضمانات:** وهذا لغياب الأصول المادية التي يمكن أن تضمن القروض البنكية، حيث تمتلك أغلب هذه المشاريع أصولاً معنوية (خبرات، براءات الاختراع... إلخ)؛
- **عدم التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية، وكذا من المنتج أو الخدمة؛**
- **عدم التأكد من الكفاءات التسييرية الفعلية.**

ظهرت شركات رأس المال المخاطر في منتصف القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تخصصت في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الواعدة وتنطوي على مخاطرة كبيرة. وقد استقطب التمويل برأس المال المخاطر الباحثين لدراسته وتعريفه وتحديد خصائصه التي تميزه عن مختلف التمويلات أبرزها القروض.

¹ - سيف الإسلام النوي بلعابد، عبد المجيد قدي، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-حالة الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (1980-2015)، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 47، جامعة محمد خيضر- بسكرة، الجزائر، 2017، ص 270.

المبحث الثاني: أهمية وأهداف رأس المال المخاطر وعلاقته بنظرية الوكالة والحوكمة

سنتناول من خلال هذا المبحث أهمية التمويل برأس المال المخاطر، والأهداف التي تسعى شركات رأس المال المخاطر تحقيقها، والتي من خلالها تساهم في تلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وفي الأخير سنتطرق إلى علاقة رأس المال المخاطر بنظرية الوكالة والحوكمة.

المطلب الأول: أهمية رأس المال المخاطر

يعتبر التمويل برأس المال المخاطر ركيزة أساسية للتنمية عموما سواء في الدول المتقدمة أو النامية. فمن جهة يوفر دعما ماليا وخبرة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ويسمح أيضا بانطلاقها ونموها وبهذا يستطيع توفير مناصب شغل كثيرة. ومن جهة أخرى يسمح التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر بدعم التنافسية والقدرة على اقتحام السوق مع المؤسسات الكبرى وبالتالي يمكن أن تكون هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة فيما بعد شركات مساهمة مسجلة في السوق المالية. وبهذا تعمل شركات رأس المال المخاطر دور الرافعة للاستثمارات الجديدة والناشئة¹.

ويمكن حصر أهمية رأس المال المخاطر في النقاط التالية:²

1. **تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي:** حيث تلعب شركات رأس المال المخاطر دورا حيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وبالتالي تساهم هذه الشركات تمويل البرامج الاقتصادية من خلال دعم هذا القطاع المؤسساتي الذي يعتبر محور التنمية المستدامة؛
2. **دعم تمويل المؤسسات الجديدة:** يمثل دعم المؤسسات الجديدة محور نشاط شركات رأس المال المخاطر حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وكذلك الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية انطلاقتها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل، فضلا عن أهمية فكرة المشروع وفاعلية أشخاصه، وهذا الدعم الذي توفره هذه الشركات جد هام للمشروعات خاصة تلك المتواجدة في البلدان النامية؛

¹ - أحمد أمين سعد الله، شركات رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار الخاص ودورها التمويلي مع دراسة حالة الجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، العدد 08، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010، ص ص 46-47.

² - عليّة ضياف، كمال حمان، رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة-حالة الجزائر، مجلة الباحث، العدد 05، جامعة سكيكدة، الجزائر، جوان 2016، ص 172.

3. دعم المؤسسات المتعثرة: تساهم شركات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والدعم الفني والإداري اللازم 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 مستقبلا من هذه المؤسسات.

المطلب الثاني: أهداف شركات رأس المال المخاطر

تهدف شركات رأس المال المخاطر إلى تحقيق جملة من الأهداف منها:¹

- ✓ 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 تتوفر لديها إمكانيات قوية وعائد مرتفع وتتميز أيضا بالتغيرات التكنولوجية السريعة كالاتصالات والإعلام الآلي؛
- ✓ طريقة لتمويل المؤسسات غير القادرة على تدبير الأموال من البنوك أو من أسواق المال، كونها تعتبر استثمارات طويلة الأجل وغير سائلة وهو ما يرفع من درجة تعرضها لمختلف المخاطر، ولكن يتوقع منها عوائد عالية؛
- ✓ المساهمة في خلق فرص جديدة للعمل وتطوير المستوى المعيشي؛
- ✓ توفير المساعدة الفنية والإدارية لأصحاب المشاريع، وضمان المرافقة الحسنة لمشاريعهم، خاصة المقاولين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في مجال الاستثمار.²
- كما أن إنشاء وتدعيم شركات رأس المال المخاطر يهدف إلى:³
- ✓ تتيح شركات رأس المال المخاطر الفرصة للبنوك في توظيف السيولة الزائدة التي تمتلكها، من خلال المساهمة في رأسمالها، والتي لا تستطيع في بعض الأحيان توظيفها بسبب ارتفاع المخاطر فضلا عن القيود التي يفرضها عليها النظام المصرفي؛

¹ - لياس تقية، متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعامة للتنمية الاقتصادية-دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، العدد 24، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ديسمبر 2017، ص 156.

² - نصيرة عابد، عبد القادر بريش، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 19، جامعة حسيبة بن بوعلي-الشلف، الجزائر، 2018، ص 212.

³ - المرجع السابق، ص 212.

✓ تمويل الابتكارات الجديدة وصناعة البرمجيات والتي لا تستطيع البنوك تمويلها، لدرجة مخاطرها العالية وكذلك عدم امتلاكها للضمانات الكافية.

المطلب الثالث: علاقة رأس المال المخاطر بنظرية الوكالة والحوكمة

إن العلاقة التي تربط شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة هي علاقة تعاقدية في ظل المخاطرة العالية، مما تنتج عنه مشاكل وصراعات بين أطراف العقد أبرزها تضارب المصالح فيما بينها، وبالتالي يسعى كل طرف تحقيق مصلحته على حساب الطرف الثاني مستغلا حالة عدم التأكد وعدم تماثل المعلومات بينهما. ولفهم وتحليل هذه العلاقة هناك مقاربات نظرية أهمها:

1. نظرية الوكالة: أغلب الدراسات السابقة اعتمدت في تحليلها للعلاقة بين شركات رأس المال المخاطر

والمؤسسات الممولة على نظرية الوكالة. تقوم هذه الأخيرة على أساس الفصل بين الملكية والسيطرة، حيث تمتلك شركة رأس المال المخاطر حصة من المؤسسة الممولة، لكن المسير (صاحب المؤسسة) يسيطر عليها، وفي المقابل لشركة رأس المال المخاطر صلاحيات تمكنها تعديل الكفة أبرزها التدخل في تسيير المؤسسة وتعيين أعضاء ممثلة لها في مجلس الإدارة لهذه المؤسسة، إلا أنه ورغم كل ذلك لا يمكنها الحد من الانتهازية المحتملة وهذا يرجع بالأساس لعدم تماثل المعلومات بين المالك والمسير، حيث أنه لا يمكن لشركة رأس المال المخاطر مراقبة سلوك المسير بشكل كامل، إضافة إلى ذلك فالمسير لا يفصح عن كل المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للمؤسسة الممولة، ويترتب على كل ذلك مشاكل الوكالة المتمثلة في الخطر الأخلاقي والاختيار غير الصائب¹.

ولعلاقة الوكالة في رأس المال المخاطر ثلاث أشكال وهي:²

✓ شركة رأس المال المخاطر لها حافز لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المستثمرين فيها،

فهي تعد كوكيل بالنسبة للمستثمرين فيها؛

✓ المقاول (صاحب المؤسسة) له حافز لتفضيل مصالحه الخاصة على مصالح شركة رأس المال

المخاطر، ومنه يمكن اعتبار المقاول كوكيل لشركة رأس المال المخاطر؛

✓ شركة رأس المال المخاطر لها حافز لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المقاول، ومنه

يمكن أن تكون كوكيل لهذا الأخير.

¹ - Hortense Tarrade, **Cross-Border Venture Capital Investments**, Springer Gabler, Munchen, Germany, 2010, p 18.

² - محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال المخاطر: تجارب ونماذج عالمية، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الأولى، 2014، ص 20.

سوف نقتصر في هذه الدراسة على الشكلين الأخيرين لعلاقة نظرية الوكالة في رأس المال المخاطر، فهدفنا هنا يتمثل في فهم وتحليل العلاقة بين شركة رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة، وكما أسلفنا الذكر فإنه يترتب مشكلتين رئيسيتين للوكالة في هذه العلاقة وهما:¹

- **مشكلة الخطر المعنوي:** يتمثل الخطر المعنوي في الظروف التي يقوم فيها الوكيل باستغلال معلومات أو القيام بتصرفات لا يلاحظها الموكل، لكي يحقق مصالحه الخاصة والتي تكون منافية لمصالح الموكل، فإذا كانت شركة رأس المال المخاطر هي الموكل فإنها تلاحظ نجاح المؤسسة الممولة في الأخير فقط، لكنها لا تستطيع ملاحظة سلوك الوكيل (المقاول) بالكامل، كما أنها لا تستطيع التحقق منه إذا كان لخدمة مصلحتها أم مصلحته الشخصية. ولضمان خدمة الوكيل (المقاول) مصالح تقوم شركة رأس المال المخاطر (الموكل) بتحفيزه وتشجيعه على بذل جهد أكبر، ففي حالة عدم قيامه بالجهد اللازم يعرض مصالح كل منهما للخطر.
- **الاختيار المعاكس:** يشير الخطر المعنوي إلى مشكلة الوكالة التي يمكن أن تقع بعد إمضاء العقد بين الموكل والوكيل، أما الاختيار المعاكس كمشكل للوكالة يحدث قبل إمضاء العقد. حيث في هذه الحالة قد تملك شركة رأس المال المخاطر (الوكيل) معلومات لا تعكس القيمة الحقيقية لهذه الاستثمارات، وهذا ما يجله أصحاب رأس المال المخاطر أو المساهمون (الموكل)، مما يعرض عائداً الاستثمار للخطر عند التنازل عنها من طرف شركات رأس المال المخاطر، وبالتالي يتحمل أصحاب رأس المال المخاطر الخسائر الناجمة، وهذا بدوره أيضاً ينعكس على سمعة هذه الشركات رغم قيامها بانتهاز الموكل (أصحاب رأس المال المخاطر).

2. حوكمة رأس المال المخاطر:

تعتبر حوكمة المؤسسات عن مصطلح يشمل كل الآليات التي من خلالها يطبق ملاك المؤسسة رقابة على التسيير لحماية مصالحهم الخاصة. لقد أصبحت حوكمة المؤسسات أكثر إتقاناً نظراً للزيادة الملحوظة في خطر الوكالة إضافة إلى الخطر المرتبط بالسوق. ويجب أن يعكس نظام الحوكمة بصفة مثلى الظروف التي تؤثر على مؤسسة معينة، كما يجب أن يضمن عمل المسيرين لمصلحة المساهمين ككل².

¹ - محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، الهندسة المالية الإسلامية: سوق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول: الاقتصاد الإسلامي - الواقع والرهانات-، جامعة غرداية، الجزائر، يومي 23-24 فيفري 2011، ص ص 9-10.

² - محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال المخاطر: تجارب ونماذج عالمية، مرجع سبق ذكره، ص 21.

تتمثل ميكانيزمات الحوكمة التي تستعملها شركات رأس المال المخاطر للمحافظة على مصالحها في نوعين أساسيين هما ميكانيزمات قانونية ومالية:¹

• **الميكانيزمات القانونية:**

وتتمثل في:

- ✓ عقد المساهمة والذي يحدد شروط المساهمة قبل قيام شركة رأس المال المخاطر بعملية التمويل؛
- ✓ مجلس الإدارة والذي يعد كأداة للرقابة من جهة، ومن جهة أخرى وسيلة لتحسين أداء المؤسسة الممولة عبر المساهمة في اتخاذ القرارات الفعالة؛
- ✓ اتفاقية الاستثمار والتي تحدد جميع شكليات الاتفاق بين شركة رأس المال المخاطر وصاحب المؤسسة وطبيعة التمويل.

• **الميكانيزمات المالية:**

وتتمثل في:

- ✓ التمويل بمراحل وهذا ما يسمح لشركة رأس المال المخاطر بمراجعة قرارها التمويلي وجمع معلومات أكثر عن المؤسسة الممولة؛
- ✓ السندات القابلة للتحويل وفي أغلب الحالات تستعملها شركات رأس المال المخاطر في حالة عدم تأكدها من نجاح المشروع وكوسيلة لمعاقبة صاحب المؤسسة في حالة عدم بذله الجهود اللازمة لنجاح الاستثمار؛
- ✓ التمويل بالشراكة وذلك بين شريكين أو أكثر من شركات رأس المال المخاطر بهدف تقليل المخاطرة والرفع من مستوى الأداء وكذا إنشاء وضعية قانونية لشركة رأس المال المخاطر.

تكتسب شركات رأس المال المخاطر أهمية كبيرة من خلال الأهداف التي تسعى لتحقيقها، ولتفادي مشاكل الوكالة التي تحد من فاعليتها تقوم بتطبيق آليات الحوكمة في المؤسسات الممولة لضمان الحفاظ على مصالحها.

¹ - عمر ولد عابد، آخرون، حوكمة التمويل برأس المال المخاطر-دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعقدة، العدد 08، جامعة عبد الرحمن بن باديس مستغانم، الجزائر، 2018، ص ص 110-111.

المبحث الثالث: أطراف التمويل برأس المال المخاطر، أشكاله وأنماطه

تتدخل عدة أطراف فاعلة في عملية التمويل برأس المال المخاطر، وتعد شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة أحد الأطراف الأساسية. كما تتميز عدة أشكال وأنماط لرأس المال المخاطر في هذه العملية التمويلية.

المطلب الأول: أطراف التمويل برأس المال المخاطر

تتطلب عملية التمويل برأس المال المخاطر توفر ثلاثة أطراف أساسية تتمثل في شركات رأس المال المخاطر التي تلعب دور الوسيط المالي، المستثمرين (أصحاب رأس المال المخاطر) والمؤسسات الممولة (رواد الأعمال)، بالإضافة إلى طرف رابع يبرز دوره بعد انتهاء العملية التمويلية من خلال قيامه بشراء الحصص المكتتب فيها من قبل شركات رأس المال المخاطر لدى المؤسسات الممولة.

فيما يلي هذه الأطراف:¹

1. المستثمرون: هم عبارة عن أصحاب الفائض المالي الذين لهم استعداد للمخاطرة برؤوس أموالهم في الأجل الطويل ومنحها دون ضمانات، ودون امتلاك حق المطالبة بتسديدات آنية إلى غاية تحقيق نجاح المشروع الممول. ويتمثل هؤلاء المستثمرون في المستثمرين المؤسسيين (صناديق التعاقد، شركات التأمين والبنوك)، المستثمرين الصناعيين (الشركات الكبيرة)، السلطات العمومية، صناديق الصناديق* والأفراد الخواص.

2. شركات رأس المال المخاطر: عبارة عن شركات ذات أسهم، تعمل على توظيف أموالها الخاصة بالإضافة إلى الأموال المحصلة من قبل المستثمرين الذين يرغبون باستثمارها في مشاريع واعدة ذات مخاطر مرتفعة لكن بالمقابل تتوفر لديها آفاق للنمو والتطور بشكل كبير، من خلال أخذ مساهمات في رأسمالها والمشاركة في الأرباح والخسائر المحققة، ولا بد من الإشارة إلى أن الدعم المالي المقدم يكون مرفقا بدعم فني كذلك.

¹ - تغريد الأغا، محمد حشماوي، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة-دراسة حالة الجزائر، مجلة المدبر، العدد 3،

المدرسة الوطنية التحضيرية القليعة، الجزائر، جوان 2016، ص 10

* صناديق الصناديق: هي عبارة عن صناديق يتم تشكيلها تتولى مهمة تمويل صناديق أخرى والتي بدورها تقوم بتمويل المشاريع الابتكارية والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وتنقسم شركات رأس المال المخاطر إلى أربعة أنواع:¹

✓ **شركات رأس المال المخاطر المستقلة:** تقوم بتشكيل رأس مالها من مصادر خارجية (مستثمرين خارجيين) تتمثل في شركات التأمين، بنوك، صناديق التعاقد، الأفراد الخواص...؛

✓ **شركات رأس المال المخاطر شبه المقيدة:** تقوم بتسيير الأموال التي تستمدتها من المستثمرين الخارجيين عنها، كما تعمل نيابة عن الشركة الأم، هذه الأخيرة تكون عبارة عن مؤسسة مالية أو مؤسسة صناعية كبيرة؛

✓ **شركات رأس المال المخاطر المقيدة:** هي شركات فرعية تابعة للشركة الأم التي تكون عبارة عن مؤسسة صناعية كبيرة أو مؤسسة مالية، وتكون مرتبطة بهذه الأخيرة ماليا وإداريا، حيث لا تعتمد على مصادر التمويل الخارجية، وفي نفس الوقت تسيير عن طريق موظفين تابعين للشركة الأم؛

✓ **شركات رأس المال المخاطر العمومية:** تمتلك السلطات العمومية رأس مال هذه الشركة أو جزء منه، وفي غالب الأحيان يتم إنشاء هذه الشركات لتمويل المؤسسات في بداية نشاطها من أجل تحقيق أهداف اجتماعية واقتصادية.

3. المؤسسات الممولة: تتمثل في المشاريع الناشئة أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذين يعانون من نقص في التمويل الذاتي، وصعوبة حصولهم على القروض من مؤسسات أخرى نظرا لعدم توفرهم على الضمانات الكافية، فيتم اللجوء إلى شركات رأس المال المخاطر قصد الحصول على الدعم المالي والفني من خلال الاعتماد على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر²؛

4. المستأنفون (المستثمرون المشترين): يبرز دور هؤلاء المستثمرين عند انتهاء العملية التمويلية بنجاح (أي مرحلة الخروج)، أين تقوم شركات رأس المال المخاطر ببيع حصصها المكتب فيها عند بداية العملية لتعيد استثمار الأموال الناتجة في مؤسسات أخرى، وعادة ما يكون المستأنفون عبارة عن المسيرين الأساسيين في المؤسسة الممولة قصد استعادة الملكية الكلية، أو عبارة عن شركات رأس المال المخاطر التي تقوم بشراء الحصص بهدف استكمال المؤسسة في أطوار أخرى من مراحلها³.

¹ - سيف الإسلام النوي بلعابد، محاولة اختبار مدى مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص الإدارة المصرفية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017-2018، ص 20.

² - تغريد الأغا، محمد حشماوي، مرجع سبق ذكره، ص 10.

³ - المرجع السابق، ص 10.

المطلب الثاني: أشكال رأس المال المخاطر

وفقا للدراسات التي قام بها بعض الباحثين، فإن رأس المال المخاطر يأخذ أربعة أشكال ويتم تحديدها وفقا لطبيعة الوساطة المالية (شركات رأس المال المخاطر)، وفيما يلي تفصيل لهذه الأشكال:

1. رأس المال المخاطر المؤسسي: يعد رأس المال المخاطر المؤسسي من أكبر أشكال رأس المال المخاطر هيمنة وانتشارا، ويضم مجموعة كبيرة من شركات رأس المال المخاطر المستقلة، الأسيرة والهجينة. وفي القديم ارتبط رأس المال المؤسسي برأس مال تأسيس للمؤسسات المبتدئة التي دخلت في البحث وتطوير المنتج وما إلى ذلك، ويعتبر أيضا المصدر المهيمن لما بعد التمويل البذري* (التمويل الملائكي) لدى المؤسسات الصغيرة التكنولوجية المتوجهة للتوسع¹. ويلعب دور كبير في الحد من الفجوة المالية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

2. رأس المال المخاطر المشترك: ويسمى أيضا برأس المال المخاطر الصناعي وهو نشاط الشركات والمجمعات الصناعية الكبرى في رأس المال المخاطر، فزيادة على تدخلها كمستثمرين في مؤسسات رأس المال المخاطر، هناك ثلاث أوجه أخرى لنشاط المجمعات الصناعية في مهنة رأس المال المخاطر:²

✓ الاستثمار مباشرة في المشروع أو المؤسسة الناشئة؛

✓ إنشاء فرع خاص متخصص في الاستثمار برأس المال المخاطر؛

✓ عمليات الانبثاق والتي تعني مرافقة إطارات المجمع في إنشاء مؤسساتهم الخاصة.

3. رأس المال المخاطر الاجتماعي: يعرف رأس المال المخاطر الاجتماعي بأنه رأس المال المخاطر الموجه لقطاعات المجتمع والتي لا تهدف بالدرجة الأولى إلى تحقيق المداخيل الاقتصادية العالية (تحقيق عوائد/ الربح) وإنما تهدف إلى تحقيق مصلحة المجتمع ككل بالدرجة الأولى (أهداف اجتماعية)، وقد قدرت بحوالي 40% من الإنفاقات الخطرة وأكثر من نصف استثمارات المرحلة المبكرة في الولايات المتحدة في دراسة قامت بها كلية إدارة الأعمال بجامعة هارفارد الأمريكية. وتشير نفس

* التمويل البذري: هو التمويل الموجه لمرحلة ما قبل الإنشاء.

¹ -رامي حريد، مرجع سبق ذكره، ص 64.

² - منير خروف، ريم ثوامة، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- عرض تجربة الو م أ والدروس المستفادة بالنسبة للجزائر، مجلة التنمية الاقتصادية، العدد 04، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2017، ص 383.

الدراسة أن هذه الأموال تشغل بطرق مختلفة، حيث يمكنها أن تكون أموال تشغلها الحكومة لوحدها، أو أموالا مستقلة تجمع بين الأموال العمومية والخاصة¹.

4. رأس المال المخاطر غير الرسمي: يعد من أقدم أشكال التمويل برأس المال المخاطر، حيث يمارس بصفة ظرفية أو دائمة من طرف هياكل صغيرة مستقلة، أو من طرف أشخاص طبيعيين وعائلات غنية². غير أن المصطلح الأكثر شيوعا واستخداما هو ملائكة الأعمال، وتكون استثماراتهم موجهة لتمويل مؤسسات جديدة وواعدة تواجه مخاطر عالية، وتكون موجهة لتمويل المرحلة الأولى من دورة حياتها (رأس المال الإنشاء) كما تقدم الاستشارات والخبرات اللازمة لهذه المؤسسات الممولة³.

المطلب الثالث: أنماط التمويل برأس المال المخاطر

تمر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بدورة حياة مكونة من أربعة مراحل، وكل مرحلة فيها لها احتياجاتها التمويلية الخاصة بها، فكلما انتقلت المؤسسة من مرحلة لأخرى تغيرت احتياجاتها التمويلية، وبالتالي تختلف أنماط التمويل برأس المال المخاطر حسب المرحلة التي فيها هذه المؤسسة، وفيما يلي مراحل التمويل وتفصيل لهذه الأنماط:

1. مرحلة النشأة والانطلاق (المرحلة المبكرة): تعتبر هذه المرحلة من أصعب المراحل وأخطرها حيث تقوم شركة رأس المال المخاطر بوضع جملة من القرارات الاحترازية المرتبطة بالمؤسسة أو المشروع بما يضمن لها العوائد المتوقعة من الاستثمار مستقبلا وهي تضم مرحلتين أساسيتين هما مرحلة ما قبل الإنشاء ومرحلة ما بعد الإنشاء (مرحلة الانطلاق)⁴، حيث كل مرحلة منهما لديها نمط تمويلي من رأس المال المخاطر خاص بها وهما⁵:

أ. رأس مال ما قبل الإنشاء: يعرف أيضا برأس المال البذري أو رأس مال الجدوى، يوجه للمرحلة التي تسبق مرحلة إنشاء المؤسسة أو قرب انطلاقه، حيث يخصص لتغطية نفقات البحث، التجارب،

¹ - حريد رامي، مرجع سبق ذكره، ص 66.

² - منير خروف، ريم ثوامرية، مرجع سبق ذكره، ص 384.

³ - رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد السادس عشر، جامعة محمد خيضر_ بسكرة، الجزائر، مارس 2009، ص90.

⁴ - رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد السادس، جامعة محمد بوضياف_ المسيلة، الجزائر، سبتمبر 2018، ص 171.

⁵ - وفاء خليفة، التمويل بين مؤسسات رأس المال المخاطر والمؤسسات المصرفية، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، العدد 02، المجلد 04، مخبر الصناعات التقليدية لجامعة الجزائر 3، 2015، ص 268.

تطوير النماذج الإنتاجية والنماذج التجارية للسلعة الجديدة وكذلك تجريب السلعة في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليها. وهو تمويل صعب نظرا لخطورة احتمال الفشل لدى مؤسسة ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة. ويعتبر هذا النوع من التمويل مهم جدا خاصة بالنسبة للمشاريع ذات التكنولوجيا العالية والتي أطلقها مبتكرون بإمكانياتهم البسيطة على غرار المؤسسات التكنولوجية العالمية أصبحت فيما بعد شركات كبيرة عالمية (مجمعات) مدرجة في البورصة؛

ب. رأس مال الإنشاء (رأس مال الانطلاق): يوجه هذا النوع من التمويل للمؤسسات عند انطلاقها، ويمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأس المال المخاطر، يخصص لتمويل المشروعات التي دخلت مرحلة الإنشاء أو 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 التنفيذ التصنيعي. وأن توفير الدعم اللازم لدفع تخصص شركات رأس المال المخاطر في مرحلة الإنشاء دون غيرها يمثل علاجا نسبيا لارتفاع مستوى مخاطر تلك المرحلة مقارنة بغيرها من المراحل.

2. مرحلة التوسع والنمو: في هذه المرحلة يعرف رأس المال المخاطر الموجه لها برأس مال النمو. حيث عند بلوغ المؤسسة مرحلة الإنتاج وتوليد الإيرادات تأتي هذه المرحلة التمويلية لتقابل ضغوطا مالية ترجع إلى اتساع وعمق احتياجاتها لتمويل النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه بين 5% إلى 10% سنويا كزيادة القدرات الإنتاجية أو زيادة رأس المال الجاري، أو زيادة قدرات البيع، أو تطوير منتجات جديدة أو اكتساب مشروع أو فرع جديد، أو تنويع أسواق التصريف... إلخ.

وتنقسم هذه المرحلة إلى قسمين:¹

أ. مرحلة التوسع: في هذه المرحلة نجد أن المؤسسة لا تزال عاجزة عن توفير التمويل ذاتيا، رغم أن المخاطر هنا تتميز بأنها ذات مستوى أقل، فتموها سريع وهي في حاجة إلى أموال كاستثمار والتدوير الذي يمكنها من الوصول إلى نقطة الاستغلال الكامل وهنا تبقى مؤسسات رأس المال المخاطر أكثر استجابة وأقل صعوبة من طرق التمويل التقليدية الأولى؛

ب. مرحلة التطور والنضج: إن المخاطر في هذه المرحلة تتجه إلى التناقص بطريقة واضحة إذ يتغير الوضع بطريقة كبيرة وتكتسب المؤسسات القدرة على الاستدانة، حيث تضمن إمكاناتها الذاتية سداد أعباء القروض مما يبدأ معه تقلص وانحصار دور شركات رأس المال المخاطر في التمويل،

¹ - منير خروف، ريم ثوامة، مرجع سبق ذكره، ص 383.

تاركة المجال شيئاً فشيئاً لوسائل التمويل التقليدية، وهذا يحدث للمؤسسات التي لديها معدل إيراد مرتفع وتطور متوقع مأمول، أما بالنسبة للمؤسسات التي تتطلب متابعتها تكلفة إدارية مرتفعة جداً وذات مخاطر مرتفعة نسبياً، فيبقى تمويلها مقروناً دائماً بشركات رأس المال المخاطر.

3. مرحلة تحويل الملكية: يصطلح في هذه المرحلة على النمط التمويلي الخاص بها برأس مال التعاقب أو رأس مال تحويل الملكية، ويستعمل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأس مال المؤسسة، أو تحويل مؤسسة قائمة فعلاً إلى شركة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدة مؤسسات قائمة وبالتالي خلال هذه المرحلة تهتم شركات رأس المال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية والمالية في المؤسسة، إلى مجموعة جديدة من الملاك تتمثل عادة فيما يلي:¹

- الفريق الإداري أو الإجراء في المؤسسة في حالة إبداء رغبة المؤسسين في التخلي عن أحد فروعهم؛
- أحد المساهمين الأكثر دفعا لتطوير المؤسسة؛
- أحد الورثة والذي يملك الرغبة في مواصلة نشاط المؤسسة؛

تدخل شركة رأس المال المخاطر في مرحلة التحويل ويتم ذلك عبر تكوين شركة مالية قابضة تحوز الإشراف وتمنح هذه الشركة أموالاً للأطراف الراغبة في الحصول على حصة ملكية في المؤسسة، وبعد سداد الالتزامات المالية لهذه الشركة تنتقل الملكية إليهم.

4. مرحلة التصحيح (مرحلة التقويم): ويطلق على النمط التمويلي الموجه لهذه المرحلة برأس المال التصحيح، رأس مال التقويم أو رأس مال إعادة التدوير، ويخصص للمؤسسات القائمة فعلاً والتي تمر بصعوبات خاصة مثل: نقص النشاط، مشاكل إدارية، مشاكل الخزينة، نقص الإيرادات، مشاكل تتعلق بظروف الطلب، في المقابل تتوفر هذه المؤسسات على إمكانيات ذاتية لاستعادة عافيتها لذا فهي تحتاج للنهوض بها مالياً، حيث يكون رأس المال المخاطر الحل الأنسب لها لإعادة ترتيب أوضاعها، واستقرارها في السوق ومنه تصبح قادرة على تحقيق المكاسب.²

¹ - السعيد بربيش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر -دراسة حالة شركة SOFINANCE، مجلة الباحث، عدد 05، جامعة قاصدي مرباح _ ورقلة، الجزائر، 2007، 9-10.

² - رقية حساني، مرجع سبق ذكره، ص 89.

رغم تعدد أشكال وأنماط التمويل برأس المال المخاطر فإن شركات رأس المال المخاطر تمر على نفس مراحل الاستثمار، وكذلك الحال بالنسبة لباقي أطراف العملية التمويلية (المستثمرون، المؤسسات الممولة، المستأنفون).

المبحث الرابع: مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر، مزاياه وعيوبه

تشمل عملية الاستثمار في شركات رأس المال المخاطر على عدة مراحل، بدءاً من مرحلة تجميع الموارد المالية وصولاً إلى مرحلة الخروج من رأس المال للمؤسسات الممولة، وذلك عن طريق إحدى آليات الخروج. توفر شركات رأس المال المخاطر عدة مزايا تستفيد منها هذه المؤسسات الممولة، كما يمكن أن تكون عبئاً عليها في بعض الحالات.

المطلب الأول: مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر

تمر عملية الاستثمار في شركات رأس المال المخاطر بعدة مراحل، وهي كالآتي:¹

1. **تجميع الموارد المالية:** تقوم شركة رأس المال المخاطر (صندوق رأس المال المخاطر) في مرحلة أولى بتجميع رؤوس الأموال من المستثمرين. بالنسبة لصناديق رأس المال المخاطر المستقلة تبدأ عملية تجميع الموارد عندما تقوم الإدارة بتطوير خطة العمل واستراتيجية الاستثمار، ومن ثم يتم التوجه إلى المستثمرين (شركات التأمين، صناديق التعاقد، البنوك...)، أما بالنسبة للصناديق المقيدة وشبه المقيدة يتم تسييرها وفقاً للبنك أو المؤسسة المالية التابعة له وتكون مدة جمع الموارد أقصر وجهد أقل، حيث أنها تحصل على جزء من مواردها من البنك أو شركة التأمين...؛
2. **صياغة استراتيجية الاستثمار:** تقوم شركة رأس المال المخاطر بتطوير استراتيجيتها الاستثمارية لجذب طلبات التمويل برأس المال المخاطر من خلال حملات الإعلان والترويج (التسويق المباشر)، والبحث عن فرص استثمارية إذا اقتضى الأمر (كاستراتيجية بديلة)؛
3. **الفحص الأولي:** بعد جذب المقترحات الاستثمارية العديدة، تتم عملية الفرز الأولية من خلال إلقاء نظرة أولية على المشروع، وتحتاج شركة رأس المال المخاطر إلى نظام فعال لتوفير الوقت والمال وكذلك لمنع مشاكل الوكالة، وهذا من خلال تقييم خطة العمل للمشروع؛
4. **الفحص الثانوي (الدقيق):** ويتم في هذه المرحلة التأكد والتحقق من المعلومات المقدمة في خطة العمل للمشروع، ومعرفة قدرات المسير وفي الغالب يكون صاحب المؤسسة، وكذا معرفة كفاءة الجهاز

¹ - Mansoor Durrani, Grahame Boocock, op.cit., p 59-71.

الإداري وكل المعلومات الضرورية واللازمة عن المنتج، السوق، التوقعات المالية واحتمالات الخروج... إلخ، وهذا بالاعتماد على مجموعة من المعايير والتي يتم اختيارها في هذه المرحلة وفقا للخطة الاستراتيجية لشركة رأس المال المخاطر؛

5. **التقييم المالي:** حيث يتم القيام بتقييم مالي للمشروع من خلال تحديد العائد المتوقع والأرباح الممكن تحقيقها، وهذا باستخدام عدة طرق من بينها تقنية التدفقات النقدية المخصومة التي يتم استخدامها في بلجيكا وهولندا، أما في فرنسا فيتم استخدام كل من القيمة السوقية المضافة والقيمة السوقية، وتعد تقنية معدل العائد الداخلي من بين التقنيات الأكثر شيوعا في الولايات المتحدة الأمريكية وكندا. وتعد هذه المرحلة جد حساسة كون أن عواقب التقييم الخاطئ وخيمة، ويستوجب القيام بالتقييم المالي لتحديد السيناريوهات المحتملة لا سيما في حالة عدم التأكد التام؛

6. **إبرام العقد:** عند الموافقة على تمويل المشروع المقترح استنادا للتقييم المالي، يتعين على الطاقم الإداري لشركة رأس المال المخاطر بالتفاوض مع صاحب المؤسسة (رائد الأعمال) حول بنود العقد، والتي تتمثل في معدل العائد، حجم المساهمة وطبيعتها، والتدخل في إدارة وتسيير المؤسسة وآليات الرقابة عليها، بالإضافة إلى وضع مجموعة من الآليات والشروط للحد من مشاكل الوكالة مثلا تعيين أعضاء ممثلة لشركة رأس المال المخاطر في مجلس الإدارة للمؤسسة الممولة؛

7. **المتابعة:** بعد إبرام العقد والقيام بالاستثمار في المؤسسة، تقوم شركة رأس المال المخاطر بمتابعة أداء المؤسسة بشكل دوري ووفق معايير ومؤشرات كمية ونوعية، وهنا تقوم شركة رأس المال المخاطر بالتدخل عبر تقديم الدعم العملي والاستشارات والخبرات لتتمين النتائج الإيجابية المحققة، وفي حالة العكس تقوم الشركة وبواسطة أعضاء مجلس الإدارة بإحالة المالك المسير وإحلال محله مدير تنفيذي آخر؛

8. **الخروج:** تعد المرحلة الأخيرة من استثمار شركة رأس المال المخاطر، وهي على درجة كبيرة من الأهمية، كون أن اختيار طريقة الخروج المناسبة تساهم في ضمان معدل العائد المرغوب فيه لأصحاب رأس المال المخاطر ومن بين آليات الخروج (طرح الاكتتاب العام، الخروج الصناعي...)، ويتم تحديد طريقة الخروج وفق حالة السوق وطبيعة نشاط المؤسسة وامكانياتها.

المطلب الثاني: طرق خروج شركات رأس المال المخاطر من المؤسسات الممولة

تعتبر عملية خروج شركات رأس المال المخاطر على درجة كبيرة من الأهمية، حيث لها تأثيرات مختلفة على هيكل السوق وحوافز الأطراف المعنية، وهذا بدوره يؤثر بشكل كبير على شروط التمويل وتخصيص حقوق الرقابة بين أصحاب رأس المال المخاطر ورواد الأعمال، ومن بين العناصر المهمة التي تؤثر على قرار الخروج للمخاطر وقيمة المؤسسة هي خصائص سوق المنتجات وكذلك فترة الخروج من الاستثمار وحالة السوق في تلك الفترة¹، وتعد هذه المرحلة جد حرجة بالنسبة لشركة رأس المال المخاطر، وينعكس نجاحها على قيمة رأس مالها مما يتيح لها توسيع حجم استثمارها وهذا بدوره يساهم في التقليل من الفجوة المالية لها، وينعكس أيضا على مدى استقطاب المستثمرين للمساهمة في رأس مالها.

وتستخدم شركات رأس المال المخاطر خمسة طرق للخروج من المؤسسات الممولة، وتتمثل في:²

1. العرض العام على الجمهور (Initial Public Offering): يعتبر الاكتتاب العام في السوق المالي أنها

عملية طرح أسهم جديدة في السوق وتداولها في بورصة الأوراق المالية وتتحول المؤسسة من شركة خاصة إلى شركة مساهمة عامة. حيث أن إدراج المؤسسة الممولة برأس المال المخاطر في بورصة الأوراق المالية من أهم طرق الخروج الناجح حيث يطلق عليها بالطريق الملكي. وتحصل شركة رأس المال المخاطر على أصل رأس المال والعائد في صورة أوراق مقيدة في البورصة. وتتسم عملية الخروج بواسطة البورصة بكونها ميسورة نسبيا خاصة في الدول الصناعية (مثل NASDAQ، ALTERNATIVE Investment، Alternext...)، ويتم طرح الأوراق المالية في هذه البورصات من الدرجة الثانية والثالثة دون قيود صارمة، غير أن إدراج المؤسسة في بورصة الأوراق المالية تتطلب مقومات مادية معتبرة، وإحداث تغييرات في نظمها الداخلية بالإضافة للأخذ بالاستشارات المقدمة من طرف الخبراء الخارجيين.

2. الخروج الصناعي (الاندماج والتحالفات الاستراتيجية): تقوم شركة رأس المال المخاطر في حالة

أخرى بالتخلي على حصصها في المؤسسة عن طريق اندماج المؤسسة بمؤسسة أخرى، وقد تأخذ الشركة قيمة حصتها في صورة أسهم في الشركة الدامجة.

¹ - Douglas Cumming, **Venture Capital: Investment Strategies, Structures and Policies**, John Wiley & Sons, Inc, United States of America, 2010, p 389.

² - سمير سحنون، مرجع سبق ذكره، ص ص 111-112.

أما التحالفات الاستراتيجية فهي استحواذ مؤسسة أكبر على المؤسسة الممولة، ففي حالة ابتكار جديد أو توفر منتجات مميزة في السوق أو حصول مشروع على براءة الاختراع تسارع الشركات الكبرى في شراء هذه المؤسسة لأن ذلك سيعمل على زيادة القدرات التسويقية والمعرفية.

كما يمكن أيضا تحالف مؤسسة ناشئة مع مؤسسة ناشئة أخرى في نفس المجال، لتكوين مؤسسة واحدة تملك موارد وقدرات أكبر تسمح لها بجلب المستثمرين والشركات الكبرى.

3. إعادة الشراء: ويقصد بها قيام مسير المؤسسة الممولة أو مسير خارجي بشراء حصة شركة رأس المال المخاطر فيها. ومن بين التقنيات التمويلية المستخدمة في ذلك نجد تقنيات الاستئناف باستخدام الرفع المالي (**Leverage buy-out**)، والتي يقصد بها إعادة شراء مؤسسة مستهدفة من طرف مسير (داخلي أو خارجي) وكذا مستثمرين ماليين والذين يبحثون عن تعظيم أثر الرفع المالي، أو إنشاء شركة قابضة تتولى القيام بعملية إعادة الشراء عن طريق رؤوس الأموال الخاصة أو قروض تحصل عليها هذه الأخيرة من البنوك أو السوق المالي، ويتم تسديد القرض والمصاريف المالية المترتبة عنه من حصيلة الأرباح التي تحققها المؤسسة المشتراة للشركة القابضة المستحوذة¹.

4. الخروج المالي: يتم عن طريق بيع شركة رأس المال المخاطر لحصتها في المؤسسة الممولة لشركة رأس مال مخاطر أخرى، وتندرج هذه الطريقة ضمن منطقتي التمويل المرحلي على عدة أدوار، وأيضا ضمن منطقتي دورة تطور حياة مؤسسات رأس المال المخاطر وتخصصها. حيث يمكن لشركة رأس المال المخاطر بعد أن أوصلت المؤسسة إلى مرحلة معينة من النمو، أن تفسح المجال لشركة أخرى متخصصة في تمويل المرحلة الجديدة من النمو (في هذه الحالة رأس مال النمو)، أو شركة أخرى ذات قدرات مالية أكبر في حالة رغبة المؤسسة في توسيع نشاطها على نطاق أوسع².

5. التصفية أو إشهار الإفلاس: في حالة فشل المؤسسة فإن الملاذ الأخير لشركة رأس المال المخاطر هو تصفيته أو إشهار إفلاسها، حيث تقوم شركة رأس المال المخاطر ببيع أصول المؤسسة المفلسة ودفع الديون المتأخرة وتوزيع المتبقي على المساهمين ثم الخروج من النشاط³.

¹ - رامي حريد، مرجع سبق ذكره، ص 85.

² - محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة-دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP، رسالة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري-قسنطينة، الجزائر، 2008-2009، ص 158.

³ - أمال شهرزاد لوكال، رهانات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، مجلة أبعاد اقتصادية، العدد 09، جامعة أحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2017، ص 179.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب التمويل برأس المال المخاطر

1. مزايا التمويل برأس المال المخاطر:

تكمُن أهمية رأس المال المخاطر كأسلوب تمويلي مستحدث في:¹

- **المشاركة:** يعتبر أصحاب رأس المال المخاطر شركاء لأصحاب المؤسسة (رائد الأعمال) في الربح والخسارة، وهذا ما يؤدي إلى عدم التعارض والتوافق بين وجهات أطراف العقد بخلاف التمويل الكلاسيكي. إضافة إلى ذلك كثيرا ما يكون الدعم العملي الذي تقدمه شركة رأس المال المخاطر مفيدا للمؤسسة الممولة، ومساعدة على نجاحها، مما يساهم في فتح المجال للمشاركة الطويلة الأجل، حيث لا يتم الخروج من رأسمالها إلا بعد أن تصبح قادرة على تمويل احتياجاتها وهذا لا يتوافر في الديون قصيرة الأجل؛
- **الانتقاء:** أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر ولكنها تكون ذات أرباح عالية وتتضاعف بعد ذلك قيمة أصولها. بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن الشركات المليئة (صاحبة القدرة على السداد) ولا تبالي بمستقبل الشركة وإمكانية نجاحها، ولذلك فهي تستهدف الشركات الكبيرة والمستقرة والتي غالباً ما تكون قد توقفت طاقتها للابتكار؛
- **المرحلية:** من خصائص رأس المال المخاطر أن التمويل يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة، حيث بعد انتهاء أي جولة تمويلية تقوم شركات رأس المال المخاطر بتقييم النتائج المحققة من طرف المؤسسة الممولة، ففي حالة نجاحها تقوم هذه الشركات بمتابعة تمويلها في جولات تمويلية لاحقة، أما في حالة فشلها، فيتيح لهذه الشركات فرصة تعديل خططها وإصلاح مسارها قبل تضاعف الخسارة؛
- **التنوع:** يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع متباينة المخاطر، بحيث ما تخسره شركة تعوضه الأخرى ثم إن المشاركة تقلص الخطر ومن ثم تكون القدرة على تحمل المخاطر أعلى من القرض، فضلاً عن أن الرقابة والمتابعة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات؛

¹ - عبد السميع روبينة، إسماعيل حجازي، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 و 18 أبريل 2006، اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسبية بن بوعلي بالشلف -الجزائر، ص ص 309-310.

• **التنمية والتطوير:** إن هذا النوع من المشاركة قادر على تمويل مشاريع عالية المخاطر ومن ثم يستطيع أن يفتح مجالات للاستثمار لا يطرقها إلا الرواد القادرون ويعوضه عن هذا الخطر ما يتحقق من مكاسب وعائد كبير. لقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة مثل **Apple، Microsoft، Compaq**... وغيرها، وكانت التقنية القائمة شبه مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية؛

• **توسيع قاعدة الملكية:** يستمر التمويل حتى تنضج الشركة وتستوي، وبعدئذ يمكن أن تبيع لمستثمر آخر يشده نجاح الشركة ونوع نشاطها، أو تطرح كأسهم على المساهمين ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة.

2. عيوب التمويل برأس المال المخاطر:

رغم المزايا التي تستفيد منها المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر، إلا أنها تتضوي على عيوب ترجع إلى:¹

• تتدخل شركة رأس المال المخاطر في إدارة المؤسسة والمشاركة في صنع القرارات فيها كونها تملك الحق في ذلك باعتبارها تمتلك حصة من رأس مالها، مما قد يشكل عبئاً على صاحب المؤسسة وإدارته التنفيذية؛

• في حالة نجاح المشروع تطلب شركات رأس المال المخاطر مبالغ مرتفعة لاسترداد حصص أصحاب رأس المال المخاطر، ويجدر الإشارة أن هذه المبالغ تعتبر مقابل المجازفة التي قبلها المستثمرون المخاطرون وقت الإنشاء والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقدان كافة الأموال المستثمرة في المشروع.

¹ - رابح بوقرة، أحلام بن النوي، استخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد الأول، جامعة محمد بوضياف-المسيلة، الجزائر، 2016، ص 2.

خلاصة الفصل:

من خلال هذا الفصل والذي خصصناه لآلية التمويل برأس المال المخاطر، توصلنا إلى أنه ورغم وجود جذور لرأس المال المخاطر في القرون الأولى وحتى في عصر ما قبل الإسلام، إلا أن ظهوره في شكله التنظيمي قد كان في منتصف القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية (1946)، ليعرف انتشاراً واسعاً في أنحاء العالم بدءاً من أوروبا، وقد تباين تعريفه في مناطق مختلفة بسبب اختلاف زاوية التعريف. ويتميز رأس المال المخاطر بمجموعة من الخصائص تظهر عدة اختلافات جوهرية بينه وبين التمويل البنكي. وقد حظي رأس المال المخاطر بأهمية كبيرة نتيجة الدور الفعال والهام الذي يلعبه على مستوى الاقتصاد ككل وعلى مستوى المؤسسات الممولة بشكل خاص ومساهمته في تغطية عجز المصادر التقليدية، ما جعله البديل الأنسب لطبيعة وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. حيث تقوم شركات رأس المال المخاطر بتقديم عدة أنماط للتمويل برأس المال المخاطر وهذا وفق احتياجات هذه المؤسسات والمرحلة التي تمر بها.

وتمر عملية استثمار شركات رأس المال المخاطر بعدة مراحل بدءاً من تجميع الموارد المالية ثم المساهمة في المؤسسة لتنتهي بخروجها من رأس مال هذه المؤسسة إما عن طريق البورصة أو اندماجها أو استحواذها من طرف شركة كبيرة... إلخ. وبالرغم مما تتميز به هذه التقنية التمويلية الحديثة من مزايا مثل المشاركة في الأرباح والخسائر وتنمية وتطوير المؤسسة الممولة، إلا أنه يعاب عليها تدخل شركة رأس المال المخاطر في تسيير المؤسسة ومطالبتها بعوائد مرتفعة نظير التنازل عن حصتها.

**الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل
المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)**

- ❖ **المبحث الأول: واقع شركات رأس المال المخاطر الأمريكية**
- ❖ **المبحث الثاني: نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة
(2013-2018)**
- ❖ **المبحث الثالث: مقارنة بين المؤسسات الممولة وغير الممولة عن طريق
شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)**

تمهيد:

بعدما تم التطرق في الجانب النظري من هذه الدراسة إلى كل من الإطار النظري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومصادر تمويلها، وآلية التمويل برأس المال المخاطر، تم تخصيص هذا الفصل كنموذج تطبيقي للدراسة، حاولنا من خلاله إسقاط الجانب النظري على أرض الواقع، وذلك بهدف تحديد دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وقد وقع الاختيار على شركات رأس المال المخاطر الأمريكية كحالة تطبيقية في الفترة (2013-2018)، وهذا لكون الولايات المتحدة الأمريكية تعتبر مهد صناعة رأس المال، كما أن شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تعد أكثر النماذج نجاحا في العالم من حيث أدائها وحجم استثماراتها.

ولبلوغ الهدف المتوخى من هذا الفصل تم تقسيمه إلى ثلاث مباحث، وفق الآتي:

❖ **المبحث الأول: واقع شركات رأس المال المخاطر الأمريكية**

❖ **المبحث الثاني: نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013 - 2018)**

❖ **المبحث الثالث: مقارنة بين المؤسسات الممولة وغير الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)**

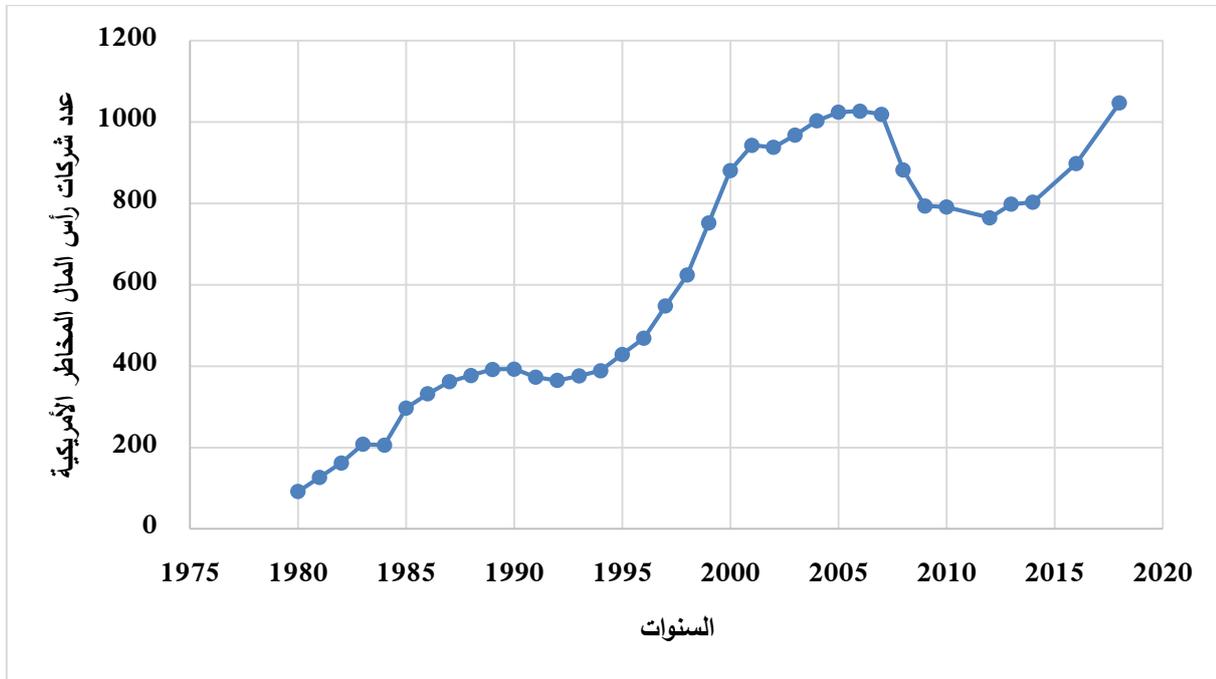
المبحث الأول: واقع شركات رأس المال المخاطر الأمريكية

إن مستوى التطور الذي تعرفه صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في الوقت الراهن هو نتيجة العديد من المراحل التي مرت بها، والعوامل والأطراف الفاعلة التي ساهمت في تطورها ونجاحها في فترة وجيزة من الزمن. وتعد شركات رأس المال المخاطر الأمريكية أبرز هذه الأطراف الفاعلة، وسنتطرق في هذا المبحث إلى مراحل تطور شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، الأطراف الفاعلة في نشاطها وعوامل نجاحها.

المطلب الأول: مراحل تطور شركات رأس المال المخاطر الأمريكية

في أربعينيات القرن الماضي تم إنشاء أول مؤسسة لرأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، ومعها ظهر المفهوم الحديث لرأس المال المخاطر، لكن الانطلاقة الفعلية لهذه الشركات كانت في نهاية السبعينيات وبداية الثمانينات، لتعرف ازدهارا كبيرا في تسعينيات القرن العشرين، ولكنها لم تدم كثيرا حيث عرفت انتكاسة في بداية القرن الواحد والعشرين. والشكل البياني رقم (3-1) يوضح مراحل تطور شركات رأس المال المخاطر الأمريكية:

الشكل البياني رقم (3-1): تطور عدد شركات رأس المال المخاطر الأمريكية من الفترة (1980-2018)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في موقع: www.nvca.org

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

تعكس لنا معطيات الشكل أعلاه التذبذب الملحوظ الذي شهده تطور عدد شركات رأس المال المخاطر الأمريكية خلال الفترة (1980-2018). واعتمادا على هذه المعطيات، يمكن تقسيم مراحل تطور عدد هذه الشركات إلى ستة مراحل، وهي كالاتي:¹

1. المرحلة الأولى ما قبل 1980:

منذ ظهور أول مؤسسة لرأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 1945، وحتى بعد مرور عشر (10) سنوات، لم يتجاوز عدد شركات رأس المال المخاطر عتبة المئة (100)، وكذلك الحال بالنسبة لنشاطها فقد ظل ضعيفا. الأمر الذي استدعى تدخل الحكومة من أجل تحقيق جملة من السياسات المخطط لها، أبرزها تطوير وترقية قطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودعم الابتكار والتكنولوجيا عبر قانون الأعمال الصغيرة (The Small Business Act)، والذي تم إقراره في 30 جويلية 1958، لكن ذلك لم يؤثر على تطورها ولا على نشاطها.

2. المرحلة الثانية من سنة 1980 إلى غاية سنة 1990:

في بداية الثمانينيات من القرن العشرين عرف تطور شركات رأس المال المخاطر تغييرا كبيرا، وذلك عندما تم تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية لهذه الشركات في سنة 1978، وتخفيف شروط الاستثمار لصناديق معاشات التقاعد في سنة 1979 في شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، الأمر الذي أدى إلى إنشاء العديد منها، حيث تطور عددها بشكل كبير في ظرف وجيز وسجلت ارتفاعا بمعدلات متزايدة شبه مستمرة باستثناء سنة 1984 أين سجلت تراجعا، ثم عاد تطور عددها للارتفاع إلى غاية 1990 أين بلغت ذروتها بـ 393 شركة، ونفس الأمر بالنسبة لنشاطها والذي سجل ارتفاعا كبيرا على مستواه.

3. المرحلة الثالثة من سنة 1991 إلى غاية سنة 2000:

ابتداء من سنة 1991 عرف تطور عدد شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تراجعا ملحوظا امتد إلى غاية سنة 1992 حيث قدر بـ 365 شركة، وهو أدنى مستوى سجله تطور عدد هذه الشركات، ليعود بعدها للارتفاع تدريجيا ليبلغ عددها 881 شركة في سنة 2000. وهذا نتيجة زيادة الطلب على هذا المصدر التمويلي من طرف رواد الأعمال والدعم الحكومي المستمر الذي تتلقاه هذه الشركات.

4. المرحلة الرابعة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2006:

شهدت هذه الفترة أزمة في بورصة الأوراق المالية عرفت بـ "فقاعة Dot-com" في سنة 2001، ما انجر عنه تراجع طفيف لمستوى تطور عدد شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في سنة 2002 حيث قدر

¹- www.nvca.org , consulté le 25/05/2019 à 21 :30.

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

عددها بـ 938، أما نشاطها فقد تراجع بشكل كبير. لكن هذا لم يدم طويلا، فقد عرفت ارتفاعا ابتداء من سنة 2003 لتصل إلى 1027 شركة في سنة 2006، أما نشاطها فقد شهد أيضا نوعا من التحسن.

5. المرحلة الخامسة من سنة 2007 إلى غاية سنة 2012:

مع بدء بؤادر الأزمة المالية العالمية في سنة 2007، عرف تطور عدد شركات رأس المال الأمريكية تراجعا طفيفا، وعند انفجار الأزمة في سنة 2008 انهارت أسواق رأس المال وانهارت معها العديد من شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، حيث انخفض عددها بشكل كبير استمر إلى غاية سنة 2012، أين سجل أدنى مستوى له بـ 765 شركة.

6. المرحلة السادسة من سنة 2013 إلى غاية سنة 2018:

بعد التعافي من أزمة الرهن العقاري، عاد تطور عدد شركات رأس المال المخاطر الأمريكية للارتفاع بمعدلات متزايدة، حيث قدرت بـ 798 شركة في سنة 2013 لتصل في سنة 2018 إلى 1047 شركة وهي أعلى قيمة سجلتها هذه الشركات منذ ظهورها. ونفس الأمر بالنسبة لنشاطها فقد سجل أيضا مستويات قياسية في هذه السنة، وهو ما سنتطرق إليه في المبحث الموالي.

المطلب الثاني: الأطراف الفاعلة في نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية

هناك عدة أطراف فاعلة في نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، نذكر من أهمها:²

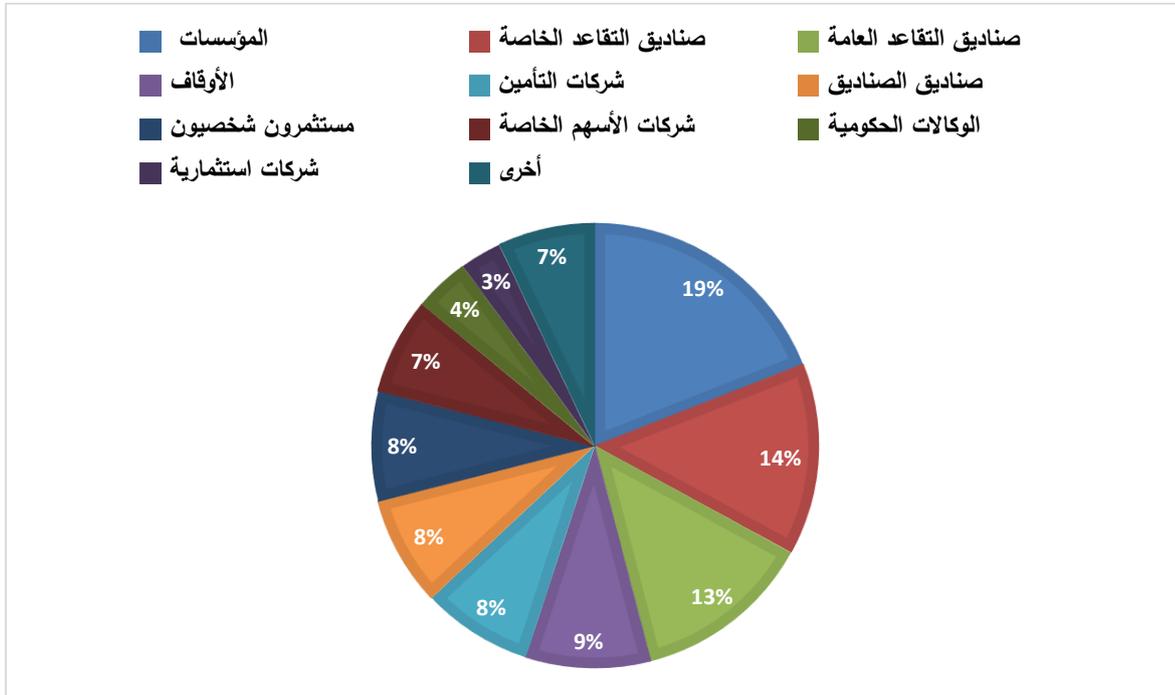
1. أصحاب رأس المال المخاطر: يعد أصحاب رأس المال المخاطر أحد أهم الأطراف الفاعلة والهامة في نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، حيث تقوم بتوفير التمويل التساهمي والذي يتيح من خلاله هذه الشركات القيام بالاستثمارات وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة. فبعد أن تم السماح لصناديق معاشات التقاعد في الاستثمار والمساهمة في شركات رأس المال المخاطر كشركاء محدودي المسؤولية، عرف عدد شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تطورا كبيرا وسجل نشاطها مستويات عالية، وأضحت تعتبر هذه الصناديق أكبر وأهم فئة مستثمرة في هذه الشركات. أما في الوقت الراهن، فبعد تصنيفها إلى صناديق التقاعد الخاصة وصناديق التقاعد العامة أصبح هذين الصنفين يحتلان المرتبة الثانية والثالثة بنسبة 14% و 13% على التوالي، بعد أن تصدر المستثمرون المؤسساتيون الترتيب بنسبة 19%. أما بالنسبة لمساهمة باقي أصحاب رأس المال المخاطر الأمريكية، فنجد الأوقاف تساهم بنسبة 9%، ونسبة 8% لكل من شركات التأمين وصناديق الصناديق والمستثمرين الشخصيين، تليها

² - Ibid, consulté le 26/05/2019 à 10 :15.

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

شركات الأسهم الخاصة بنسبة 7%. أما بالنسبة للمساهمات الحكومية فتقدر بنسبة 4%، وهذا ما يوضحه الشكل رقم (2-3):

الشكل البياني رقم (2-3): أصناف المستثمرون في شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2009-2018)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في موقع: www.preqin.com

2. الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر (NVCA): تأسست عام 1973، وهي عبارة عن منظمة

لشركات رأس المال المخاطر ورواد الأعمال المحترفين، وهذا من خلال تشكيل مجموعة أعضاء وتضم ما يفوق 360 عضو، والتي تعمل على:

- تشجيع الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر من خلال تحفيز المستثمرين بمختلف أنواعهم على إنشاء شركات وصناديق رأس المال المخاطر، والعمل على جذب رأس المال المخاطر؛
- تعزيز شبكات الاتصال بين مؤسسات رأس المال المخاطر والهيئات المختلفة لمجتمع رأس المال المخاطر؛
- العمل على تحفيز إنشاء المؤسسات وتطوير وتنمية المؤسسات الصغيرة والقائمة من خلال تمويلها؛
- دعم النظام الإيكولوجي لرواد الأعمال الأمريكية؛
- حماية المؤسسات الناشئة من السياسات الضريبية والقانونية التي تثبط نشاطها وتعيق تطورها والسعي لإحداث إصلاحات وتعديلات بما يتلاءم وطبيعة الأعمال الصغيرة والابتكارية؛
- دعم الابتكار والتطور التكنولوجي وتجسيده على أرض الواقع؛

- العمل على رفع مستوى النمو الاقتصادي والمساهمة في خلق فرص عمل؛
- السعي لحصول المؤسسات الممولة على براءات الاختراع؛
- توفير برامج تعليمية وتدريبية للأعضاء وهذا بالتعاون مع الجامعات ومخابر البحوث العلمية؛
- توفير إحصاءات وبيانات عن صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية؛
- إصدار منشورات وبحوث دورية حول تأثير صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية؛

3. حاضنات الأعمال الأمريكية: تعتبر حاضنات الأعمال قطبا فعالا في نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، حيث تقوم باحتضان رواد الأعمال من خلال دعم أفكارهم الإبداعية ونشر ثقافة الريادة والابتكار، والعمل على تجسيدها في شكل مؤسسات ناشئة. وتكون هذه الحاضنات مرتبطة مع الجامعات ومراكز البحث العلمي. حيث تقوم هذه الحاضنات بتقديم جملة من الخدمات والاستشارات الإدارية، التنظيمية والقانونية، والتي تساعدهم على تخطي العقبات التي تواجه رواد الأعمال في المراحل الأولى، ومساعدتهم على الحصول على التمويل من خلال المعارض والندوات التي تقوم بها بالاشتراك مع الجامعات ومخابر البحث العلمي، بهدف استقطاب المستثمرين والذين عادة ما يكونون شركات رأس المال المخاطر، وبالتالي فهذه الحاضنات تساهم في الرفع من طلبات التمويل المقدم من طرف هذه الشركات.

4. الأسواق المالية: يطلق عليها بمحركات أسواق رأس المال المخاطر، حيث تساهم في توسيع وتطوير نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية. كما توفر مخرج مريح لهذه الشركات من المؤسسات الممولة، وبالتالي فهي تشكل ضمان للمستثمرين المخاطرين، وتحفزهم على إعادة الدخول في دورات تمويلية جديدة.

5. الشركات الصناعية الكبرى: تعد الشركات الصناعية الكبرى من بين أبرز المستثمرين في شركات رأس المال المخاطر الأمريكية. وفي الآونة الأخيرة أصبحت تقوم بإنشاء شركات رأس المال المخاطر خاصة بها في مجال نشاطها أو في مجالات أخرى بالتعاون مع متعاملين ماليين، بهدف مواكبة التغيرات المحيطة ببيئتها وتعزيز قدرتها التنافسية. وبالتالي فهي تقوم بتوفير التمويل لنشاط شركات رأس المال المخاطر من جهة، ومن جهة أخرى تعتبر من أهم آليات الخروج لهذه الأخيرة من المؤسسات الممولة إما بالاستحواذ أو الاندماج.

المطلب الثالث: عوامل نجاح شركات رأس المال المخاطر

إن النجاح الذي شهدته شركات رأس المال المخاطر الأمريكية ومستوى التطور الذي وصلت إليه يعود إلى عدة عوامل أهمها:³

1. **الدعم الحكومي:** إن المزايا التي تتمتع بها صناعة رأس المال المخاطر دفعت الحكومة إلى دعمها والعمل على تطويرها، وهذا من خلال وضع سياسات وبرامج تساهم في خلق المناخ الملائم والمحفز لنشاط شركات رأس المال المخاطر. من أهم السياسات التي ساهمت في دعم نشاط شركات رأس المال المخاطر تلك المتعلقة بالنظام الضريبي، حيث في الفترة (1978-1980) تم تخفيض الضريبة على أرباح شركات رأس المال المخاطر مما حفز المستثمرين على المساهمة فيها، وكذلك فتح المجال لبعض الصناديق في الاستثمار في شركات رأس المال المخاطر أبرزهم صناديق معاشات التعاقد، وكذلك وضع إطار قانوني خاصة فيما يتعلق بقوانين الإفلاس. إضافة إلى البرنامج التمويلية للحكومة والقوانين المشجعة لنشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية لتوفير الدعم المالي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الناشطة في القطاع التكنولوجي مثل (برنامج شركات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة SBIC، برنامج بحوث الابتكار الخاص بالمؤسسات الصغيرة SBIR، قانون Bayh-Dole، برنامج نقل تكنولوجيا المؤسسات الصغيرة SBTB...).
2. **وادي السيليكون (Silicon Valley):** ويطلق عليه أيضا مصطلح هضبة السيليكون، حيث ظهر هذا المصطلح بشكل فعلي في سبعينيات القرن الماضي، نسبة للمادة الأولية السيليكون والتي تستعمل في صناعة الأجهزة الإلكترونية، ومن تم أطلق على منطقة الساحل الغربي بالولايات المتحدة الأمريكية (كاليفورنيا) المحاذية لوادي سانتا كلارا بوادي السيليكون. حيث يعد مركز عالمي للابتكار التكنولوجي ويضم عددا كبيرا من الشركات التقنية المبتكرة مثل **Apple, Google, Facebook, yahoo**...، وقد كان عاملا أساسيا في تطور نشاط شركات رأس المال المخاطر ونجاحها، ومازال لحد الساعة يحتل الريادة في صناعة رأس المال المخاطر، ويعتبر قطبا هاما لجذب المؤسسات الناشئة والتكنولوجية. ويرجع ذلك لتوفره على أطراف فاعلة تلعب دورا هام في نجاح نشاط شركات رأس المال المخاطر وتتمثل في: حاضنات الأعمال الكبرى، الجامعات ومخابر البحث العلمي، جهات الدعم الحكومية، الشركات الصناعية الكبرى، الوسطاء الماليون المتخصصون في صناعة وتوفرها على أكبر شركات رأس المال المخاطر الناشطة والمرموقة.

3. **سوق ناسداك (NASDAQ):** تم إنشاؤها سنة 1971 حيث تعمل على أساس الشاشات الإلكترونية، مقرها الرئيسي بمدينة نيويورك، وموجهة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والشركات التكنولوجية، وهذا

³ - Ibid, consulté le 26/05/2019 à 16 :30.

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

لا يعني عدم وجود مؤسسات كبيرة مدرجة فيه. وتتميز أغلب المؤسسات المدرجة فيها أنها تنشط في القطاع التكنولوجي. لعبت سوق ناسداك دورا محوريا في تطور نشاط شركات رأس المال المخاطر، فمنذ نشأتها عرف نشاط هذه الشركات انتعاشا كبيرا. حيث سمح سوق الناسداك بتوفير آلية خروج لأصحاب رأس المال المخاطر من المؤسسات الممولة عبرها طرحها للاكتتاب العام، ما يضمن سهولة تسييل الأوراق المالية لهذه المؤسسات الممولة، كل هذا أدى إلى ازدهار نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية والذي انعكس بدوره على تطوير وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا ما يظهر جليا في النجاحات التي حققتها المؤسسات التكنولوجية الناشطة في وادي السيليكون والمدرجة به.

مما سبق يمكن القول، أن مرور شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بعدة محطات تاريخية ساهمت في بلوغها مستويات عالية من التطور، من خلال تفاعلها مع عدة أطراف، وهذا النجاح ما كان ليتحقق لولا توفر مجموعة من العوامل.

المبحث الثاني: نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)

سنحاول من خلال هذا المبحث تسليط الضوء على نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)*، وتحليل نشاطها بالاعتماد على ثلاثة جوانب أساسية:

✓ حسب عدد المؤسسات الممولة وحجم التمويل؛

✓ حسب مراحل التمويل؛

✓ حسب قطاع النشاط الممول.

المطلب الأول: تحليل نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب عدد المؤسسات الممولة وحجم

التمويل في الفترة (2013-2018)

عرفت الفترة التي تلت الأزمة المالية العالمية سنة 2008 انخفاض حجم استثمارات شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بشكل ملحوظ، فقد انعكست تداعيات هذه الأزمة على أسواق رأس المال عامة وأسواق رأس

* يرجع اعتماد مدة ست سنوات في التحليل لكون أن المدة المتوسطة لدورة التمويل لشركات رأس المال المخاطر الأمريكية تقدر بـ ستة سنوات (6).

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

المال المخاطر خاصة. لكن انطلاقا من سنة 2013، بدأ نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية يعود إلى سابق عهده، حيث شهد ارتفاعا في عدد المؤسسات الممولة وحجم التمويل، والجدول الآتي يوضح ذلك:

الجدول رقم (3-1): نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	2013	السنوات
1547	1457	1410	1485	1355	1104	عدد المؤسسات الممولة
69.58	37.21	35.25	38.33	28.82	16.21	حجم التمويل المقدم (الوحدة مليار دولار)

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في موقع: www.nvca.org

إن القراءة الأولية لمعطيات الجدول أعلاه، تعكس لنا بوضوح مستوى التذبذب الذي عرفه نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في فترة الدراسة، حيث سجل ارتفاعا ملحوظا في كل من عدد المؤسسات الممولة وحجم التمويل المقدم خلال الفترة الممتدة من (2013-2015)، ليسجل سنة 2016 انخفاضا طفيفا في كل من عدد المؤسسات الممولة وحجم التمويل المقدم بنسبة 5% و 8% على التوالي. ثم عاد نشاطها للارتفاع سنة 2017، وواصل ارتفاعه سنة 2018، ليسجل نسبة ارتفاع قدرت بـ 6% من عدد المؤسسات الممولة و 87% من حجم التمويل المقدم. ويعود ذلك إلى جملة التغييرات التي عرفت شركات رأس المال المخاطر الأمريكية على مستوى استراتيجياتها الاستثمارية وسياساتها التمويلية، نتيجة فشل العديد من المؤسسات الممولة في الفترة التي سبقت سنة 2016، وعدم قدرتها على تحقيق عوائد مرتفعة، ما أدى إلى تقليص نسبة المؤسسات الممولة وبالتالي انخفاض معها حجم التمويل المقدم. وفي المقابل شهدت سنة 2018 ارتفاع كبير في حجم التمويلات المقدمة بنسب كبيرة مقارنة بعدد المؤسسات الممولة، وهذا لتلبية جميع احتياجاتها التمويلية في مختلف مراحل دورة حياتها خاصة في مرحلة النمو ومرحلة الإنشاء، كونها يتوقع منها عوائد مرتفعة في الأجل الطويل.

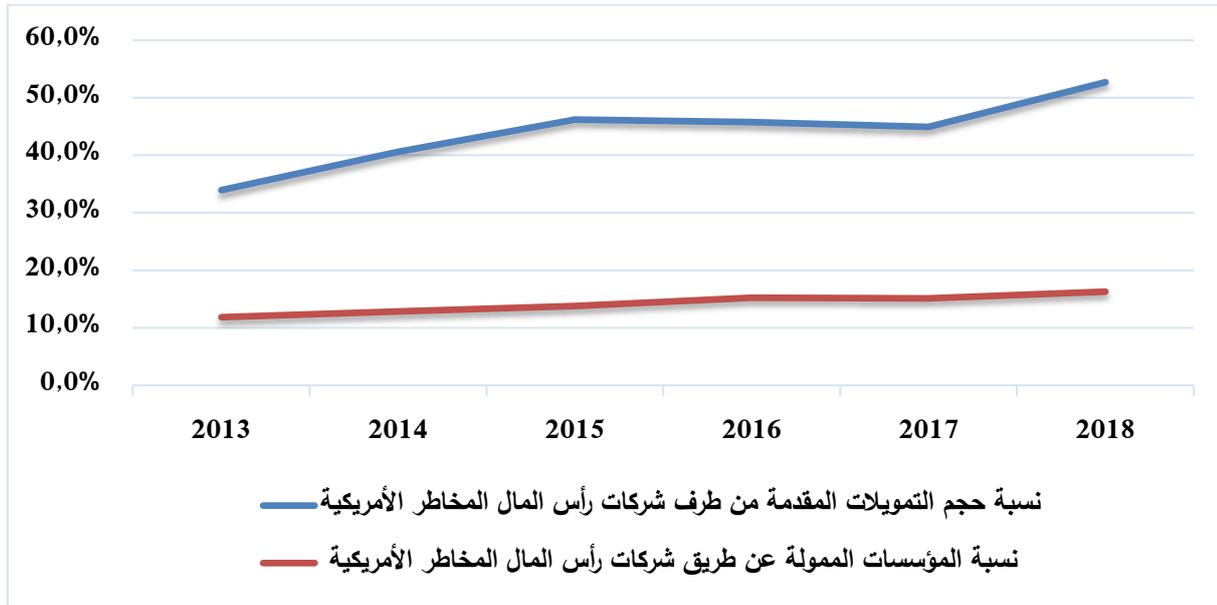
ابتداء من سنة 2013 إلى سنة 2018، سجلت شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تراجعاً في نسبة عدد المؤسسات الممولة التي حصلت على تمويل أقل من 5 مليون دولار، فبعدما كانت تقدر بـ 39.13% في سنة 2013 أصبحت تقدر بـ 21.27% في سنة 2018، مقابل تزايد نسبة عدد المؤسسات التي حصلت على تمويل يفوق 25 مليون دولار فبعدما قدرت بـ 17.93% في سنة 2013 أصبحت تقدر بـ 31.67% في سنة 2018، أما التمويلات التي كان حجمها محصور بين 5 و 25 مليون دولار عرفت تذبذباً في هذه الفترة لكن نسبتها تفوق بأضعاف نسبة عدد المؤسسات التي حصلت على تمويل أقل من 5 مليون دولار طوال فترة الدراسة⁴.

⁴- www.pitchbook.com , consulté le 27/05/2019 à 11 :00.

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

ورغم أن عدد المؤسسات الممولة يعتبر قليلا مقارنة بالعدد الذي تموله باقي مؤسسات رأس المال المخاطر الأمريكية، إلا أن مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في توفير التمويل اللازم لمتطلبات هذه المؤسسات الممولة يعد النسبة الأكبر حيث نلاحظ من خلال الشكل البياني رقم (3-3)، أن نسبة المؤسسات الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر تزايدت من الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى غاية 2018 لكنها لم تتجاوز سقف 20% من إجمالي المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر، في الوقت الذي تستحوذ فيه على الحصة الأكبر من حجم التمويل فقد كانت تساهم بـ 33.9% من حجم التمويل في سنة 2013 مقارنة بـ 11.9% من نسبة عدد المؤسسات الممولة، لترتفع بشكل شبه مستمر لتصل سنة 2018 إلى نسبة 52.7% من حجم التمويل مقارنة بـ 16.3% من نسبة المؤسسات الممولة، مما يعكس نجاعة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في حل المشاكل التمويلية للمؤسسات الممولة من خلال توفير التمويل اللازم لأنشطتها. وهذا ما يدل على أنها تعد مصدرا مهما لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

الشكل البياني رقم (3-3): نسبة مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى إجمالي المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في موقع: www.nvca.org

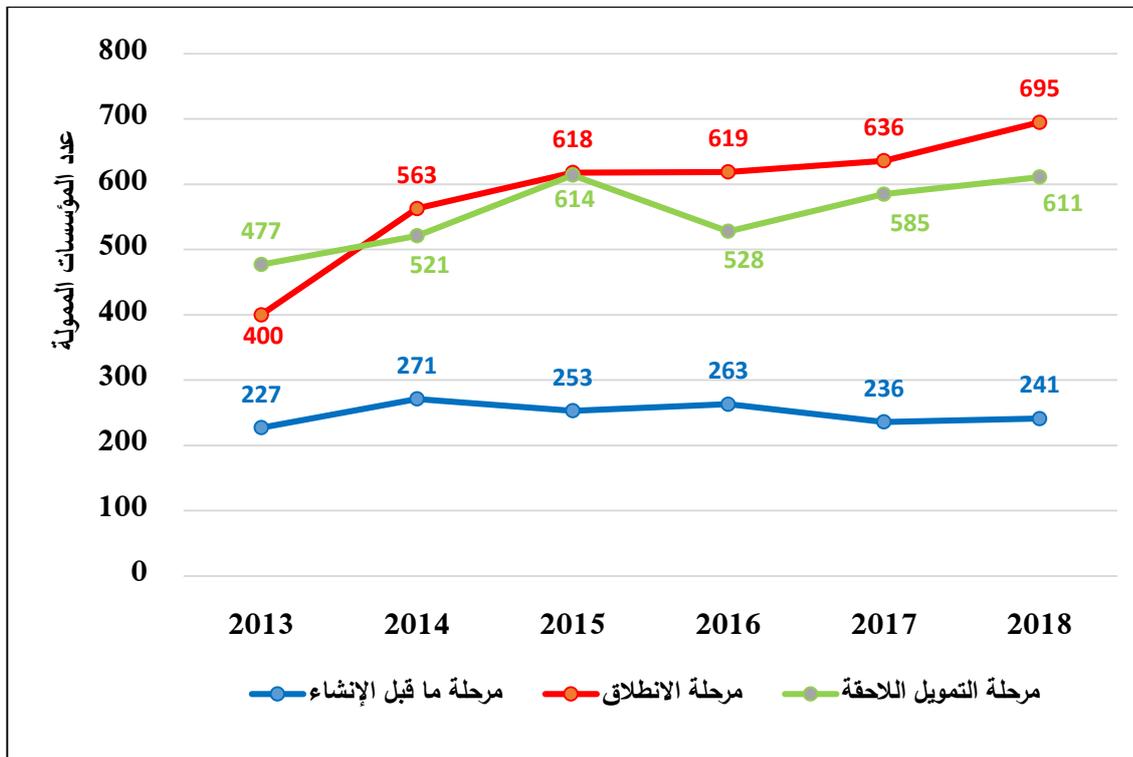
الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة
(2018-2013)

المطلب الثاني: تحليل نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب مراحل التمويل في الفترة
(2018-2013)

تقوم شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق ثلاث مراحل تمويلية وهي: مرحلة ما قبل الإنشاء (Angel/Seed Stage)، ومرحلة الانطلاق ويطلق عليها أيضا بالمرحلة المبكرة (Early Stage) ومرحلة التمويل اللاحقة (Later Stage).

والشكل البياني الآتي يبين تطور عدد المؤسسات الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر وفق مراحل التمويل خلال الفترة (2018-2013):

الشكل البياني رقم (3-4): نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب المراحل التمويلية في الفترة
(2018-2013)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في موقع: www.nvca.org

ما يمكن تسجيله كملاحظة أساسية من الشكل أعلاه، هو أنه خلال فترة الدراسة حازت المؤسسات الممولة في مرحلة الانطلاق ومرحلة التمويل اللاحقة القسط الأكبر من التمويل برأس المال المخاطر، وعرفت ارتفاعا من سنة لأخرى باستثناء المؤسسات الممولة في مرحلة التمويل اللاحقة، والتي عرفت انخفاضا سنة

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

2016، في حين عرف تطور عدد المؤسسات الممولة في مرحلة ما قبل الإنشاء تذبذبا، حيث تأرجح بين الارتفاع تارة والانخفاض تارة أخرى. وتتربع المؤسسات الممولة في مرحلة الانطلاق في المرتبة الأولى حيث بلغت ذروتها سنة 2018 بـ 695 مؤسسة، بعدما قدرت سنة 2013 بـ 400 مؤسسة والتي تعد أدنى قيمة لها خلال فترة الدراسة، تليها المؤسسات الممولة في المرحلة اللاحقة، والتي بلغت أيضا أدنى قيمة لها في نفس السنة بـ 477 مؤسسة، أما أقصى قيمة لها فقد بلغت سنة 2015 بـ 614 مؤسسة، وهي ليست بعيدة عن القيمة التي سجلتها سنة 2018 والتي قدرت بـ 611 مؤسسة ممولة، أما المرتبة الأخيرة فكانت من نصيب المؤسسات الممولة في مرحلة ما قبل الإنشاء، فقد بلغت 227 مؤسسة ممولة في سنة 2013 و271 مؤسسة ممولة في سنة 2014، حيث تعدان أدنى وأقصى قيمة لها على التوالي خلال فترة الدراسة، أما خلال سنة 2018 فقد بلغت 241 مؤسسة ممولة.

وتفسير ذلك يعود إلى كون، أن شركات رأس المال المخاطر الأمريكية توجه أغلب تمويلاتها للمؤسسات في مرحلة الانطلاق والمرحلة اللاحقة. حيث ساهمت في تقديم التمويل اللازم للمؤسسات التي لديها متطلبات تمويلية في مرحلة الإنشاء حيث ساهمت في إنشاء 695 مؤسسة جديدة سنة 2018 مقارنة بـ 400 مؤسسة جديدة سنة 2013. وساهمت أيضا في نمو وتوسع 611 مؤسسة قائمة في سنة 2018 بعدما كانت تساهم في تمويل احتياجات مالية لـ 477 مؤسسة قائمة سنة 2013، في ظل انخفاض عدد المؤسسات الممولة وحجم التمويل المقدم لها في مرحلة ما قبل الإنشاء والتي تخصص لدراسات الجدوى أو بحوث التنمية والتطوير لمشروعات جديدة مقارنة بالمراحل التمويلية الأخرى في فترة الدراسة. ويرجع ذلك إلى أن هذا النوع من المشاريع في مرحلة ما قبل الإنشاء ينطوي على مخاطرة كبيرة، ما أدى إلى فشل العديد منها في تجسيدها على أرض الواقع، عكس المؤسسات الممولة في باقي مراحل التمويل والتي تعرف درجة مخاطرة أقل، كما أنها سجلت نسب فشل منخفضة، ما ساهم في ارتفاع نسبة تمويلها رغم ضخامة حجم التمويل المقدم لها لتلبية احتياجاتها التمويلية المتزايدة والمتعددة. فضلا عن ذلك فمن الطبيعي أن تكون نسبة المؤسسات الممولة وحجم التمويل المقدم لها في مرحلة ما قبل الإنشاء أقل من غيرها، بحيث ليست كل المشاريع الجديدة والأفكار الابتكارية التي يتم عرضها على شركات رأس المال المخاطر تمويل؛ فهناك جملة من الشروط يستوجب أن تستوفي فيها مثل إمكانية تجسيدها في شكل مؤسسة ناشئة، وامتلاكها لآفاق واعدة يتوقع منها تحقيق عوائد مرتفعة في الأجل الطويل.

كما تجدر الإشارة أن هناك العديد من شركات رأس المال المخاطر الأمريكية التي تختص بتمويل مرحلة معينة من دورة حياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ونجد أن نسبة كبيرة من هذه الشركات تقوم بتمويل مرحلة النمو والتوسع والمرحلة اللاحقة، في حين نجد نسبة قليلة من هذه الشركات والتي تقوم بتمويل مرحلة ما قبل الإنشاء، كما تقوم أيضا بعض منها بتمويل جميع المراحل دون استثناء.

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة
(2013-2018)

مما سبق يظهر أن شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تساهم في إنشاء العديد من المؤسسات الناشئة، كما تساهم في تطور وتوسع العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة القائمة، فضلا عن مساهمتها الهامة في تمويل دراسات الجدوى للمشروعات الجديدة والأفكار التطويرية، والتي يتم تجسيدها في شكل مؤسسات ناشئة.

المطلب الثالث: تحليل نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب قطاع النشاط في الفترة
(2013-2018)

تنوعت قطاعات النشاط للمؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، حيث تختص عدد من هذه الشركات في تمويل قطاع نشاط معين واحد أو أكثر، وبعض منها تقوم بتمويل جميع القطاعات، وذلك وفق التوجهات الاقتصادية الراهنة وتوجهات النظام الإيكولوجي لريادة الأعمال. ولتوضيح قطاعات النشاط للمؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، ارتأينا إدراج الجدول والشكل البياني المواليين اللذان يعكسان نشاط هذه الأخيرة بحسب قطاعات النشاط خلال الفترة (2013-2018):

الجدول رقم (3-2): عدد المؤسسات الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب قطاع النشاط في الفترة (2013-2018)

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
البرمجيات	454	614	661	640	647	710
الصيدلة والتكنولوجيا الحيوية	111	129	147	128	156	175
مجالات أخرى	133	198	210	247	277	269
وسائل الإعلام	57	64	61	44	55	40
أجهزة تكنولوجيا المعلومات	48	48	69	55	58	53
خدمات وأنظمة الرعاية الصحية	52	61	77	76	84	80
أجهزة الرعاية الصحية	71	78	91	66	66	85
مجال الطاقة	34	29	26	32	25	32
السلع الاستهلاكية والترفيه	35	38	48	27	22	21
خدمات تجارية	109	96	95	95	67	82

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في موقع: www.nvca.org

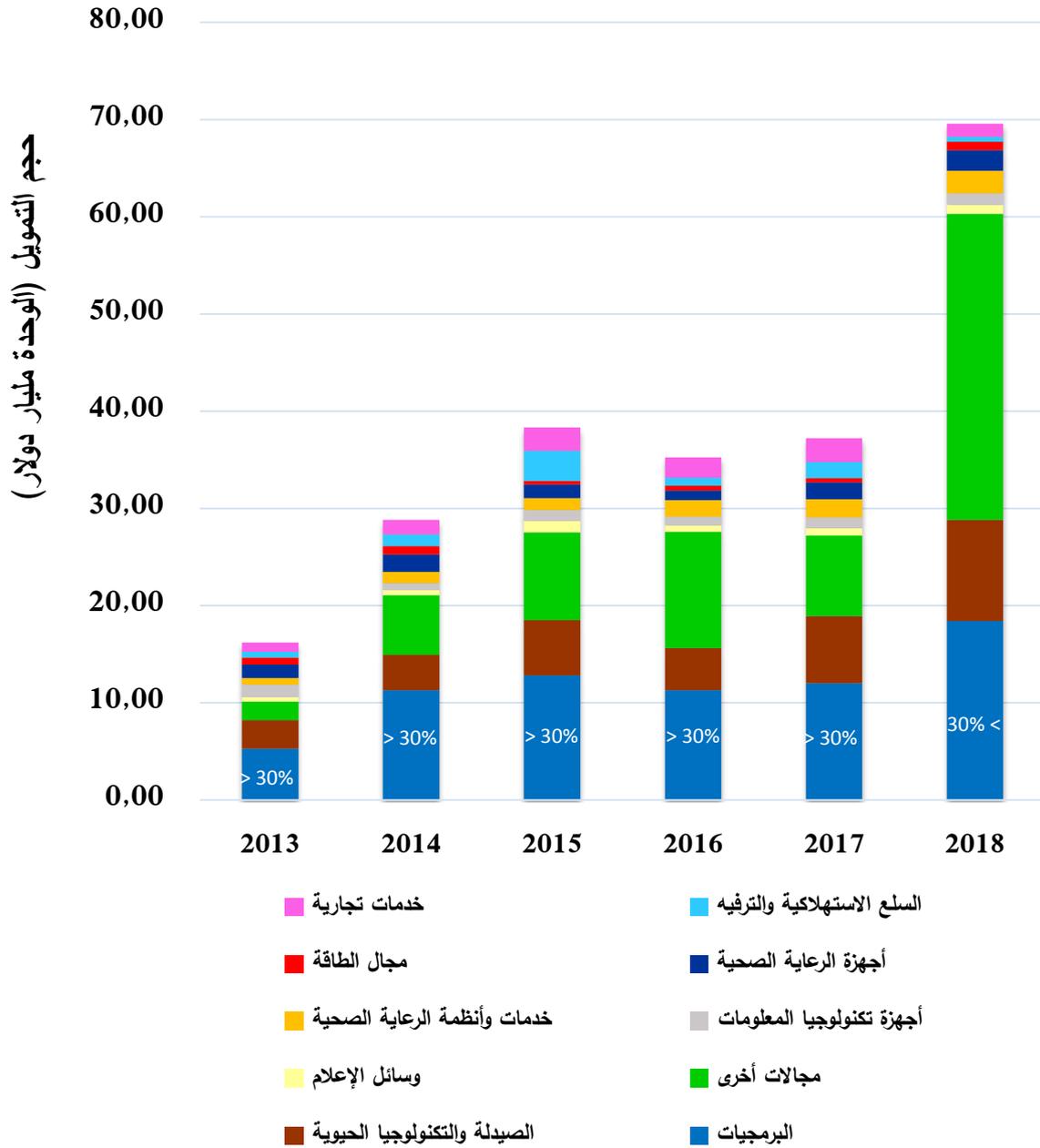
الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

تشير معطيات الجدول أعلاه، أن النسبة الأكبر من عدد المؤسسات الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية خلال فترة الدراسة هي عبارة عن مؤسسات ناشطة في قطاع البرمجيات بنسبة تفوق 40% في سنة 2013، لتصل إلى حوالي 46% من عدد المؤسسات الممولة سنة 2018، تليها المؤسسات التي تنشط في قطاع علوم الحياة (Life Sciences) والذي يضم الصيدلة والتكنولوجيا الحيوية وأجهزة الرعاية الصحية، بنسبة بلغت 16.81% من عدد المؤسسات الممولة. في حين تفاوتت نسبة عدد المؤسسات الممولة في قطاعات النشاط الأخرى من سنة لأخرى خلال الفترة المدروسة.

أما بخصوص حجم التمويل المقدم من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية والموضحة في الشكل البياني رقم (3-4)، نلاحظ أن حصة الأسد من التمويل المقدم عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية خلال فترة الدراسة موجه للمؤسسات التي تنشط في قطاع صناعة البرامج المعلوماتية (Software) بنسبة فاقت 30% من حجم التمويل المقدم خلال فترة الدراسة، باستثناء سنة 2018 أين سجلت أضعف نسبة قدرت بـ 26.47%، وبالرغم من ذلك، تصدرت المؤسسات الناشطة في قطاع البرمجيات قائمة الأعلى نسبة من حيث حجم التمويل المقدم، تأتي بعدها مؤسسات الناشطة في علوم الحياة بنسبة 18% من حجم التمويل المقدم سنة 2018، بعدما بلغت نسبة 26.63% سنة 2013. وكما الحال بالنسبة لعدد المؤسسات الممولة في قطاعات النشاط الأخرى، فإن حجم التمويل هو أيضا عرف نسبا متفاوتة من سنة لأخرى خلال الفترة المدروسة.

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

الشكل البياني رقم (3-5): حجم التمويل المقدم من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بحسب قطاع النشاط في الفترة (2013-2018)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في موقع: www.nvca.org

وقد عرف قطاع البرمجيات وعلوم الحياة تذبذبا من حيث عدد المؤسسات الممولة وحجم التمويل المقدم كغيره من المؤسسات الناشطة في باقي قطاعات النشاط خلال فترة الدراسة، ويعزى ذلك إلى أن الفترة التي

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

سبقت 2016، عرفت ارتفاعاً في عدد وحجم التمويل لهذين القطاعين نتيجة تزايد نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تلك الفترة، لكنها شهدت أيضاً حالات عديدة من الفشل ما نتج عنه تراجع نشاطها، وبالتالي تراجعت معها نسبة المؤسسات الممولة وحجم التمويل المقدم لمختلف قطاعات النشاط ومن أهمها قطاع البرمجيات وعلوم الحياة، كما تجدر الإشارة أن معظم شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تختص بتمويل قطاع البرمجيات وقطاع علوم الحياة، وهذا ما يفسر تربعها على قائمة قطاعات النشاط من حيث عدد المؤسسات الممولة وحجم التمويل المقدم.

ومما سبق نستنتج أن شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تعد مصدر تمويل مهم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تساهم في تمويل العديد من البحوث الابتكارية وإنشاء وتطوير العديد من المؤسسات، كما أن التمويلات المقدمة من طرفها متاحة بالدرجة الأولى للمؤسسات المبتكرة والتكنولوجية والتي تتميز بفرص نمو مرتفعة.

المبحث الثالث: مقارنة بين المؤسسات الممولة وغير الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)

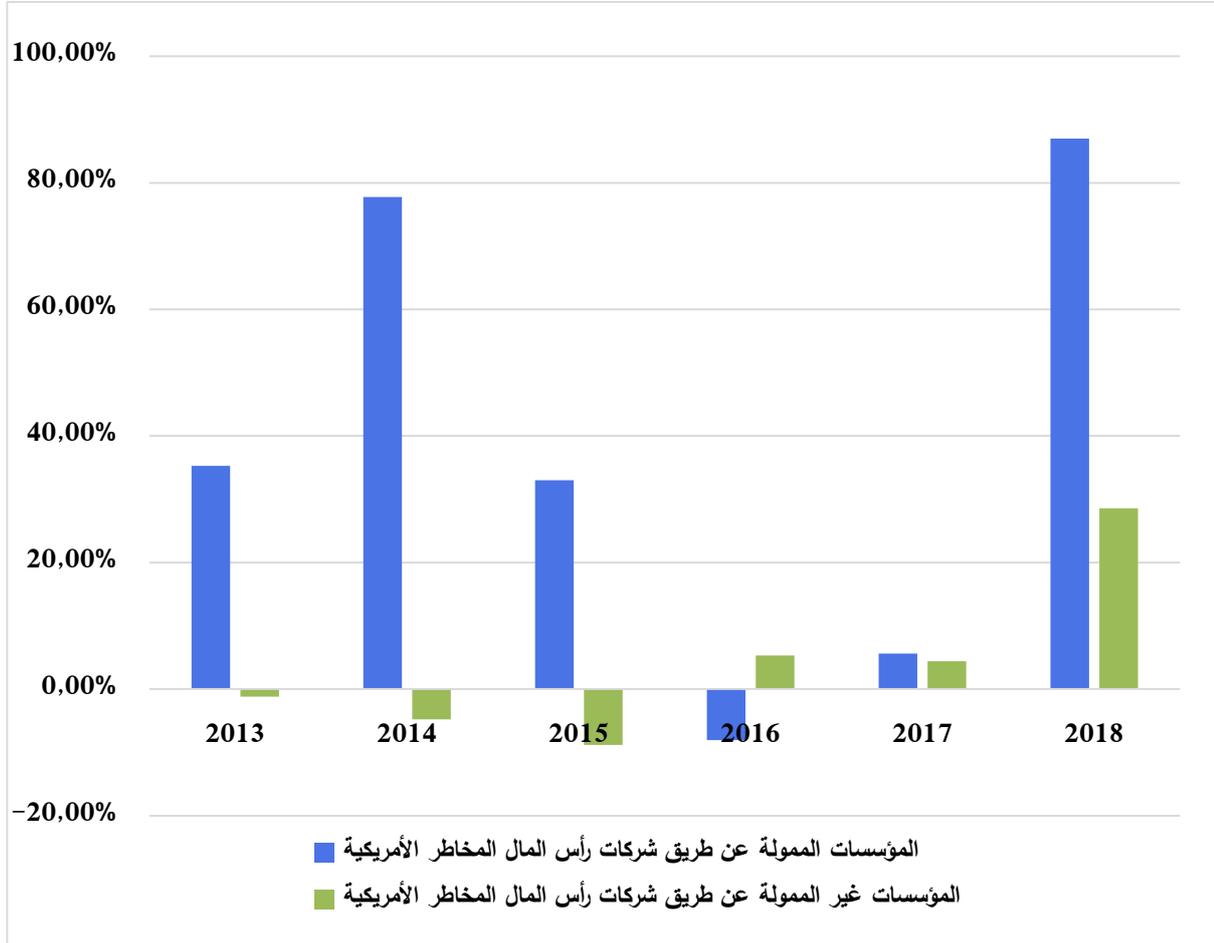
للقوف بصورة أكثر وضوحاً ودقة على الدور الذي تلعبه شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومساهمتها في نموها وتطورها، نقوم من خلال هذا المبحث بمقارنة المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بنظيرتها غير الممولة من طرف هذه الأخيرة، وهذا وفق معايير أساسية (معدل نمو الأصول، معدل تطور العوائد، معدل البقاء وعملية الطرح العام للاكتتاب). وعلى أساس هذه المقارنة يتم محاولة إثبات نجاعة هذا الأسلوب التمويلي مقارنة بباقي الأساليب التمويلية الأخرى في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الأول: المقارنة وفق معيار معدل نمو الأصول

إن حساب معدل نمو الأصول للمؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر يعكس مدى مساهمة هذه الأخيرة في تمويل الاحتياجات الاستثمارية والاستغلالية لهذه المؤسسات، وبالتالي قدرتها على حيازة الأصول من خلال التمويل المقدم لها من طرف هذه الشركات. لذلك سنحاول من خلال هذه المطلب استعراض ومقارنة متوسط معدل نمو الأصول للمؤسسات الممولة وغير الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، وهذا من خلال إدراج الشكل الموالي:

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة
(2013-2018)

الشكل رقم (3-6): متوسط معدل نمو الأصول للمؤسسات الممولة وغير الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات المتواجدة في الموقعين الإلكترونيين:

www.pitchbook.com

www.sba.gov/performance

إن الملاحظة الأولى التي يعكسها الشكل أعلاه أنه رغم التذبذب الذي عرفه متوسط معدل نمو الأصول للمؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)، إلا أنه يفوق متوسط معدل نمو الأصول للمؤسسات غير الممولة برأس المال المخاطر، باستثناء سنة 2016 أين تراجع متوسط معدل نمو الأصول للمؤسسات الممولة بحدة ليصل إلى (-8.03%)، وهي أضعف قيمة سجلت خلال هذه الفترة، أما أعلى قيمة فقد سجلت في سنة 2018 حيث قدرت بـ 87%، وقد عرف معدل نمو الأصول

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

لهذه المؤسسات ارتفاعا سنة 2014 حيث سجل متوسط معدل نمو الأصول 77.76% مقارنة بـ 35.30% لسنة 2013، ثم عرف انخفاضا ملحوظا خلال السنتين 2015 و 2016، ليعود بعدها للارتفاع سنة 2017 (قدر بـ 5.60%). ويعود سبب الارتفاع الذي شهده متوسط معدل نمو الأصول لهذه المؤسسات الممولة في سنوات 2014، 2017 و 2018 إلى زيادة نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية من جهة، ومن جهة أخرى تراجع معدلات الفشل في هذه السنوات. أما الانخفاض الكبير لمتوسط معدل نمو الأصول في سنتي 2015 و 2016 هو فشل العديد من المؤسسات إضافة أن نسبة كبيرة من المؤسسات لم تحقق عوائد مرضية (حققت عوائد منخفضة)، وبالتالي عدم قدرتها على الدخول في جولات تمويلية لاحقة أي عدم تمكنها من الحصول على تمويل لتوسيع استثماراتها، أما بالنسبة للمؤسسات التي تمكنت من الدخول في جولات تمويلية لاحقة عرفت تقليص في حجم التمويل المقدم لها، وهذا ما نتج عنه تراجع في حجم الاستثمارات الجديدة.

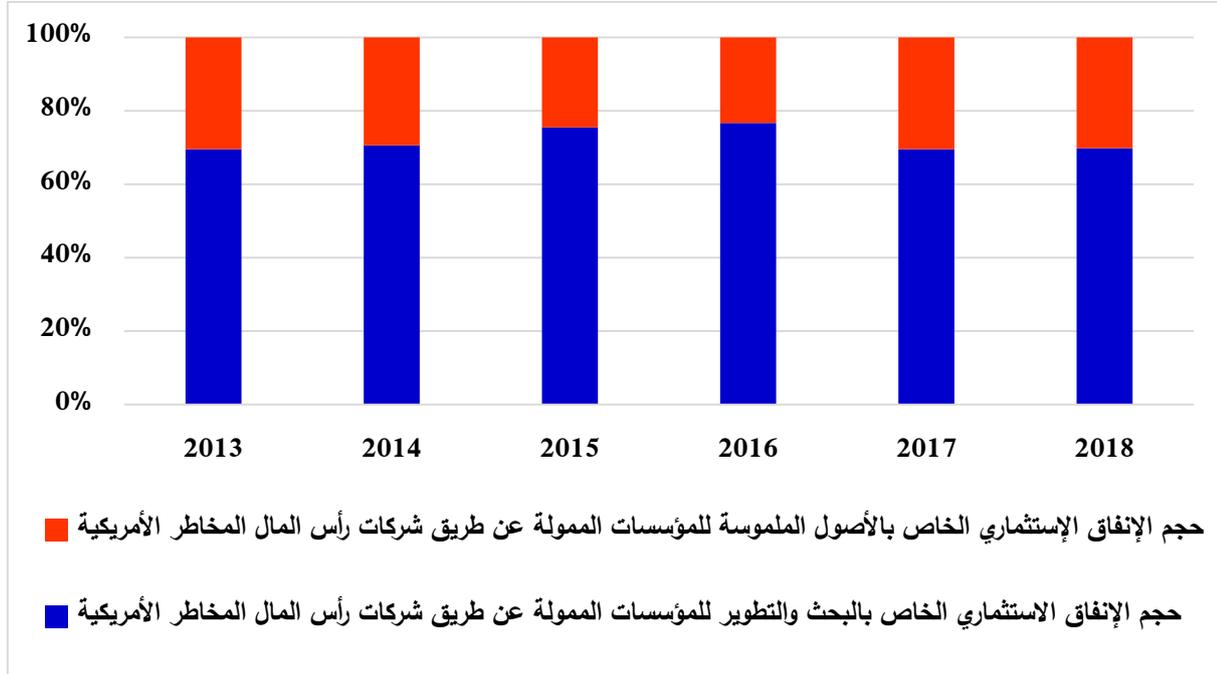
أما بالنسبة للمؤسسات غير الممولة، فقد شهد تطور متوسط معدل نمو الأصول خلال فترة الدراسة تذبذبا كبيرا، فقد شهد انخفاضا في السنوات الثلاثة الأولى من هذه الفترة بقيم أقل من الصفر، حيث قدر حده الأدنى بـ (-8.82%) خلال سنة 2015، بعدها عاد للارتفاع سنة 2016 حيث قدر بـ 5.30%، ثم عاد مرة ثانية للانخفاض ليسجل نسبة 4.41% سنة 2017، ويواصل ارتفاعه بعدها ليسجل أعلى قيمة له في سنة 2018 بـ 28.55%. ويعود هذا التذبذب إلى إفلاس العديد منها هي الأخرى، زيادة عن ذلك محدودية التمويل المقدم لها، ما أدى إلى عدم تمكنها من الدخول في استثمارات جديدة وتوسيع دائرة نشاطها.

وهنا نتوصل إلى أن المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تنمو بمعدلات أعلى من نظيرتها غير الممولة وبشكل أسرع من حيث حجم الأصول، ويعزى التطور الكبير في معدل نمو الأصول لهذه المؤسسات الممولة إلى تطور معدل نمو الأصول غير الملموسة، حيث تمثل غالبية استثماراتها على شكل أصول غير ملموسة، في حين أن المؤسسات غير الممولة تتمثل غالبية استثماراتها في شكل أصول ملموسة، وتعرف هذا النوع من الأصول معدلات نمو أقل من معدلات نمو الأصول غير الملموسة.

والشكل الآتي يوضح استثمارات المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية:

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة
(2013-2018)

الشكل رقم (3-7): الإنفاقات الاستثمارية للمؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة
(2013-2018)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في الموقع: www.pitchbook.com

من خلال الشكل البياني أعلاه يتضح أن غالبية الإنفاقات الاستثمارية للمؤسسات الممولة عبارة عن أصول غير ملموسة (البحث والتطوير) حيث تفوق نسبة 65% طوال الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى غاية سنة 2018. كما أنه حوالي 85% من الاستثمارات غير الملموسة (الإنفاق على البحث والتطوير) تحوز عليها المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر مقابل حوالي 15% منها تحوز عليها المؤسسات غير الممولة، فضلا على أن حوالي 70% منها تمتلك براءات اختراع⁵. ويعرف هذا الصنف من الأصول نموا بمعدلات متزايدة تفوق بكثير معدلات نمو الأصول الملموسة، مما يؤثر إيجابا على معدل النمو الإجمالي لأصول هذه المؤسسات الممولة، وبالتالي يكون معدل نمو الأصول لها أعلى مقارنة بنظيرتها غير الممولة.

مما سبق نستنتج أن المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تنمو وتتطور بشكل أسرع وتكون أكثر ابتكارا من المؤسسات غير الممولة، كون أن جل استثماراتها تكون في شكل أصول غير ملموسة.

⁵ www.nvca.org , consulté le 28/05/2019 à 22 :15.

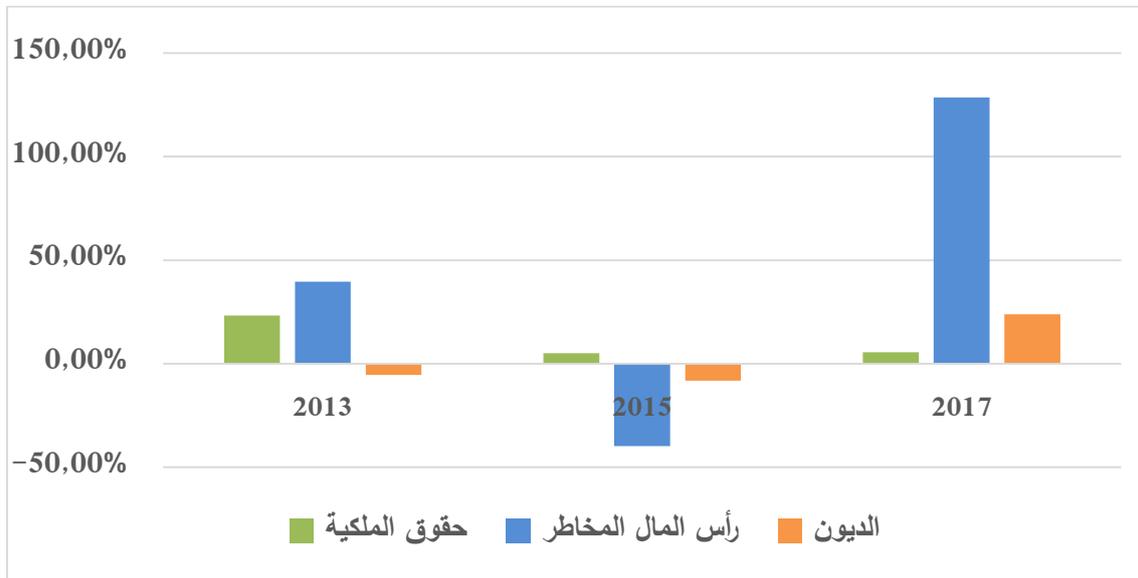
الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة
(2013-2018)

المطلب الثاني: المقارنة وفق معيار معدل نمو العوائد ومعدل البقاء

سنحاول من خلال هذا المطلب مقارنة معدل نمو العوائد للمؤسسات الممولة برأس المال المخاطر مع نظيرتها بالنسبة للمؤسسات غير الممولة خلال الفترة (2013-2017)، ومعرفة درجة المخاطرة التي تحيط بكل منهما، وهذا من خلال تحديد معدل البقاء لكليهما.

وللوقوف على معدل تطور العوائد للمؤسسات الممولة برأس المال المخاطر وغير الممولة، ارتأينا إدراج الشكل البياني الموالي:

الشكل رقم (3-8): معدل تطور العوائد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحسب الأسلوب التمويلي خلال الفترة (2013-2017)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في الموقع: www.pitchbook.com

يعكس لنا الشكل أعلاه معدل تطور العوائد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بحسب الأسلوب التمويلي خلال الفترة (2013-2017)، حيث نلاحظ أن معدل تطور العوائد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة برأس المال المخاطر أعلى من معدل تطور العوائد للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لغير الممولة برأس المال المخاطر، ما عدا سنة 2015 أين عرف معدل تطور العوائد تراجعا كبيرا مقارنة بسنة 2013 حيث قدر بـ (-39.83%)، وهو يفوق بكثير التراجع الذي شهده معدل نمو العوائد للمؤسسات غير الممولة برأس المال المخاطر. ويرجع ذلك أن نسبة كبيرة من المؤسسات الممولة حققت عوائد منخفضة (60% من المؤسسات

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

الممولة حققت عوائد أقل من العائد المتوسط في السوق⁶، كما أن الفترة الممتدة من سنة 2013 إلى غاية سنة 2015 عرفت فشل العديد من المؤسسات (الإفلاس أو التصفية). أما في سنة 2017 تطور معدل العوائد بشكل قياسي مقارنة بالسنوات السابقة حيث فاق نسبة 100% فقد قدر بـ 128.59%، وهذا في ظل تراجع نسبة فشل المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر، والجدول الموالي رقم (3-3) يوضح نسبة المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر والتي أشهرت إفلاسها في الفترة (2013-2018):

الجدول رقم (3-3): نسبة إفلاس المؤسسات الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر في الفترة (2013-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	2013	السنوات
%2.17	%6.15	%8.12	%7.27	%7.09	%10.61	نسبة المؤسسات التي تم إشهار إفلاسها

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في موقع: www.preqin.com

من الجدول أعلاه نلاحظ أن نسبة المؤسسات التي تم إشهار إفلاسها عرفت تراجعا ملحوظا بعد سنة 2016، حيث قدرت في سنة 2017 بـ 6.15% لتستمر في الانخفاض وتبلغ نسبة 2.17% سنة 2018، وهذا راجع لتقليص نسبة المؤسسات الممولة والتركيز على متابعة تمويل المؤسسات في جولات تمويلية لاحقة. وهذا أيضا ينعكس بدوره على معدل البقاء، حيث أن معدل الإفلاس لهذه المؤسسات الممولة ينخفض كلما انتقلت المؤسسة لمراحل تمويلية لاحقة، في ظل تراجع مستوى العوائد من مرحلة تمويلية لأخرى، كون أن هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة. والجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (3-4): العلاقة بين العائد والمخاطرة للمؤسسات الممولة برأس المال المخاطر وفق المراحل التمويلية (2013-2017)

معدل الإفلاس/ درجة المخاطرة	معدل العائد الداخلي الصافي	المراحل التمويلية
أكبر من 65%	30%	مرحلة ما قبل الإنشاء
في المتوسط 30%	20%+	المرحلة الانطلاق (المبكرة)
في المتوسط 30%	20%	المرحلة اللاحقة

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في الموقع: www.industryventures.com

⁶ - www.cbinsights.com , consulté le 29/05/2019 à 09 :15.

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة
(2013-2018)

من خلال الجدول نلاحظ أن للمؤسسات الممولة برأس المال المخاطر في مرحلة ما قبل الإنشاء إمكانية تحقيق عوائد أعلى من المؤسسات الممولة في كل من المرحلة المبكرة والمرحلة اللاحقة، أما بخصوص المخاطرة فإن مرحلة ما قبل الإنشاء تتسم بمخاطرة أعلى من المراحل الأخرى.

ولكن ليس دائماً هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، حيث أن 3/1 المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تحقق عوائد منخفضة (أي أقل من معدل العائد الداخلي*)، و3/1 من المؤسسات الممولة تحقق عوائد متوسطة (أي تساوي معدل العائد الداخلي)، أما الثلث المتبقي (3/1) فيحقق عوائد مرتفعة توصف بالقياسية، حيث تغطي الخسائر التي ترتبت عن المؤسسات الممولة الأخرى⁷، والتي حققت عوائد منخفضة لا تتناسب مع درجة المخاطرة التي تحملتها. وهذا يرجع بالدرجة الأولى إلى الانتهازية التي تتعرض لها شركات رأس المال المخاطر الأمريكية من طرف أصحاب المؤسسات الممولة بسبب عدم تماثل المعلومات حول أداء هذه المؤسسات وآفاق نموها، وسعي الوكيل (أصحاب المؤسسات الممولة) إلى تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح الموكل (شركات رأس المال المخاطر).

ولمعرفة ما إذا كانت هذه المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر تتسم بمخاطرة أعلى من المؤسسات غير الممولة، نقوم بتحديد معدل البقاء لكل منهما، والذي يعتبر الوجه المقابل لدرجة المخاطرة. ويقصد بمعدل البقاء بالنسبة للمؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر نسبة المؤسسات الممولة الناجحة والتي لديها إمكانية متابعة تمويلها عبر جولات تمويلية لاحقة إلى إجمالي المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر، وهذا ما يمكنها من الحصول على التمويل اللازم لمتابعة أنشطتها الاقتصادية⁸.

من خلال الجدول التالي نقوم باستعراض معدل البقاء بالنسبة للمؤسسات الممولة وغير الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية:

الجدول رقم (3-5): معدل البقاء للمؤسسات الممولة وغير الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
المؤسسات غير الممولة	77.97%	78.87%	79.60%	79.34%	79.78%
المؤسسات الممولة	74.00%	69.04%	60.18%	73.96%	74.65%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات المتواجدة في الموقعين الإلكترونيين:

* معدل العائد الداخلي هو المعدل الذي يعدم صافي القيمة الحالية.

⁷ - www.industryventures.com , consulté le 29/05/2019 à 14 :00.

⁸ - www.cbinsights.com , consulté le 29/05/2019 à 21 :20.

www.pitchbook.com

www.kauffman.gov/indicators

تظهر معطيات الجدول أعلاه، أن معدل البقاء بالنسبة للمؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر أقل من معدل البقاء للمؤسسات غير الممولة، حيث نلاحظ أن معدل البقاء لهذه الأخيرة عرف ارتفاعا من سنة 2013 أين بلغ 77.97% إلى غاية سنة 2015 حيث قدر بـ 79.60%، ليشهد بعدها انخفاضا طفيفا في سنة 2016 نتيجة ارتفاع نسبة المؤسسات التي أشهرت إفلاسها، ثم عاد هذا المعدل للارتفاع سنة 2017 حيث قدر بـ 79.78%. في حين شهد معدل البقاء للمؤسسات الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية خلال فترة الممتدة من سنة 2013 إلى غاية 2015 انخفاضا محسوسا، ثم عاد للارتفاع سنة 2016 حيث قدر بـ 73.96% ليواصل ارتفاعه ويبلغ 74.65% في سنة 2017. ويعود هذا الانخفاض الذي شهدته المؤسسات الممولة خلال فترة الدراسة إلى ارتفاع نسبة المؤسسات التي أشهرت إفلاسها، أما الارتفاع الذي شهدته معدل البقاء فيعود إلى تراجع نسبة هذه الأخيرة.

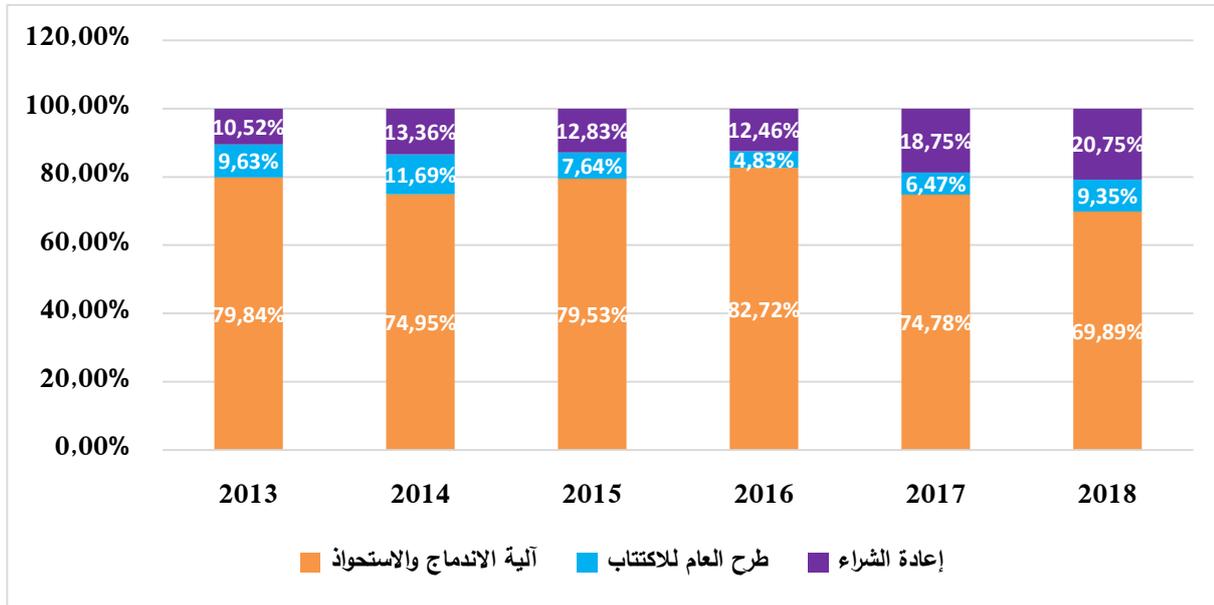
إن ارتفاع معدل البقاء بالنسبة للمؤسسات غير الممولة مقارنة بالمؤسسات الممولة يرجع إلى أن هذه الأخيرة تتسم بدرجة عالية من المخاطر مقارنة بالأولى، كون أن أغلب أصولها عبارة عن أصول غير ملموسة وتتميز مشاريعها بالابتكار والتكنولوجيا، ما يزيد من احتمال فشلها وإفلاسها مقارنة بالمؤسسات غير الممولة. وهنا نتوصل إلى أن المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تتسم بدرجة مخاطرة أعلى من المؤسسات غير الممولة.

المطلب الثالث: المقارنة وفق عملية الطرح العام للاكتتاب

تتطوي عملية الإدراج في الأسواق المالية على أهمية كبيرة لكنها تتطلب جملة من الشروط غالبا ما تكون عائقا أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث تتمكن المؤسسات المدرجة في أسواق المال من الحصول على عدة مزايا من بينها توفير السيولة اللازمة لاقتناص الفرص الاستثمارية، وهذه بدورها تساهم في تعزيز تنافسيتها وتوسيع حجم أعمالها وتطورها. كما أنها تستقطب اهتمام الجمهور والمستثمرين كونها قائمة على قواعد الإفصاح والشفافية. وتتميز شركات رأس المال المخاطر بتوفرها على آلية الخروج عن طريق الطرح العام للاكتتاب، والتي تعد أهم طرق الخروج. والشكل الموالي يوضح آليات خروج شركات رأس المال المخاطر الأمريكية من المؤسسات الممولة في الفترة (2013-2018):

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2018-2013)

الشكل رقم (3-9): آليات خروج شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2018-2013)



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في الموقع: www.pitchbook.com

يتضح من خلال الشكل البياني أعلاه، أن غالبية المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر يتم اندماجها أو استحواذها حيث تتعدى نسبتها 69% خلال فترة الدراسة، رغم بعض التذبذب الذي شهدته بين سنتي 2013 و 2015، وقد عرفت انخفاضا تدريجيا خلال السنوات الثلاث الأخيرة لتسجل أدنى قيمة لها في سنة 2018 بنسبة 69.89%، بعدما سجلت في 2016 أقصى قيمة لها بـ 82.72%. تليها في الترتيب عملية الخروج عن طريق إعادة الشراء، والتي شهدت هي أيضا تذبذبا ملحوظا خلال فترة الدراسة، حيث سجلت أدنى قيمة لها بنسبة 10.52% سنة 2013، أما أقصى قيمة لها فقد سجلت سنة 2018 بنسبة 20.75%. وبالرغم من الأهمية الكبيرة التي تحظى بها آلية الخروج عن طريق طرح العام للاكتتاب إلا أنها تأتي في المرتبة الثالثة من حيث نسبة المؤسسات الممولة، وهي شهدت بدورها أيضا تذبذبا في نسبها خلال فترة الدراسة حيث بلغت أقصى قيمة لها في سنة 2014 بـ 11.69%، أما سنة 2014 سجلت أدنى قيمة لها حيث قدرت بـ 4.83%.

وترجع أسباب ذلك، إلى أنه ليس كل المؤسسات الممولة لديها إمكانية طرح العام للاكتتاب، حيث من خلال ما سبق توصلنا أن هناك نسبة صغيرة من المؤسسات التي تحقق عوائد مرتفعة وقياسية، وهي الوحيدة التي تمتلك إمكانية الدخول إلى السوق المالي والمنافسة، وهذا ما يفسر النسبة الضئيلة لعملية طرح العام للاكتتاب، لكن هذا لا يعني أن المؤسسات الممولة والتي تم اندماجها أو استحواذها غير ناجحة، بالعكس فإن الاستحواذ هو أيضا من بين الطرق الناجحة للخروج، وتفسير نسبته الكبيرة إلى باقي طرق الخروج، يرجع لكون

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

أن العديد من الشركات الصناعية عبارة عن مستثمرين مساهمين في شركات رأس المال المخاطر الأمريكية أو تكون هذه الأخيرة تابعة لها، وهذا ما يتيح لهذه الشركات الكبرى الأفضلية في اقتناص هذه الاستثمارات والاستحواذ عليها بهدف تعزيز مكانتها التنافسية، وأن إدراجها في السوق المالي يفتح المجال للشركات المنافسة للاكتتاب فيها وإمكانية السيطرة عليها. أما باقي المؤسسات الممولة فيكون المنفذ الوحيد لخروجها هو إعادة الشراء.

أما التذبذب الحاصل في نسبة المؤسسات التي تم طرحها للاكتتاب العام فيعود بالدرجة الأولى لديناميكية أسواق المال (وضع السوق المالي انتعاش/ كساد)، حيث أنها تؤثر طردياً على نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، وهذا ما ظهر جلياً في الأزمة المالية لسنة 2008 أين شهد نشاط شركات رأس المال المخاطر تراجعاً كبيراً. كما أن حجم نشاط شركات رأس المال المخاطر ينعكس على نسبة المؤسسات المدرجة وهذا ما لاحظناه في سنة 2016، حيث أدى تراجع حجم النشاط لشركات رأس المال المخاطر في تلك السنة إلى تراجع نسبة المؤسسات المدرجة في أسواق المال.

لكن معطيات الجدول رقم (3-6) أدناه، تشير أنه ورغم النسبة الصغيرة للمؤسسات الممولة والتي يتم خروجها عن طريق طرح العام للاكتتاب مقارنة بطرق الخروج الأخرى، إلا أن قيمة الإيرادات التي تحققها من وراء هذه العملية تكون مرتفعة، حيث تفوقت على قيمة الإيرادات التي تم تحقيقها في عمليتي الاندماج أو الاستحواذ وإعادة الشراء في سنوات 2013، 2017 و 2018 حيث قدرت نسبتها إلى إجمالي الإيرادات المحققة على التوالي بـ 60.20%، 53.87% و 50.52%، وهذا يعود لارتفاع نشاط شركات رأس المال المخاطر وزيادة الطلب في السوق المالي على الأوراق المالية لهذه المؤسسات. في حين شهدت الفترة (2014-2016) قيمة إيرادات أقل من الإيرادات المحققة لعملية الخروج عن طريق الاندماج أو الاستحواذ، وأكبر من قيمة الإيرادات المحققة في عملية الخروج عن طريق إعادة الشراء، ويعود ذلك إلى تراجع نسبة المؤسسات التي تم خروجها عن طريق طرح العام للاكتتاب مما نتج عنه تراجع الإيرادات المحققة، لكن في سنة 2014 ورغم ارتفاع نسبة عمليات طرح العام للاكتتاب إلا أن الإيرادات المحققة منخفضة، وهذا يعود لتراجع الطلب على الأوراق المالية لهذه المؤسسات الممولة نتيجة فشل عدد كبير من هذه المؤسسات.

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة
(2013-2018)

الجدول رقم (3-6): آليات خروج شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018) بحسب قيمة الإيرادات

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
الاندماج أو الاستحواذ	36.17%	58.31%	54.38%	78.04%	41.78%	45.37%
طرح العام للاكتتاب	60.20%	37.44%	39.53%	18.00%	53.87%	50.52%
إعادة الشراء	3.63%	4.25%	6.10%	3.79%	4.34%	4.11%

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في الموقع: www.pitchbook.com

وللوقوف على نسبة المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية والتي يتم إدراجها في السوق المالي إلى إجمالي المؤسسات المدرجة، ارتأينا إلى إدراج الجدول الموالي:

الجدول رقم (3-7): نسبة المؤسسات المدرجة في الأسواق المالية عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018)

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017	2018
نسبة المؤسسات المدرجة	25.66%	32.81%	29.89%	23.37%	25.55%	40.85%

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في الموقع: www.pitchbook.com

تكشف معطيات الجدول أعلاه، أن نسبة المؤسسات المدرجة في السوق المالي من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية عرفت تذبذبا ملحوظا حيث ارتفعت من نسبة 25.66% سنة 2013 إلى 32.81% سنة 2014، ثم انخفضت تدريجيا سنتي 2015 و 2016 حيث قدرت بـ 29.89% و 23.37% على التوالي، لترتفع بعدها سنة 2017 حيث قدرت بنسبة 25.55%، لتبلغ أقصى حد لها في سنة 2018 بنسبة 40.85%.

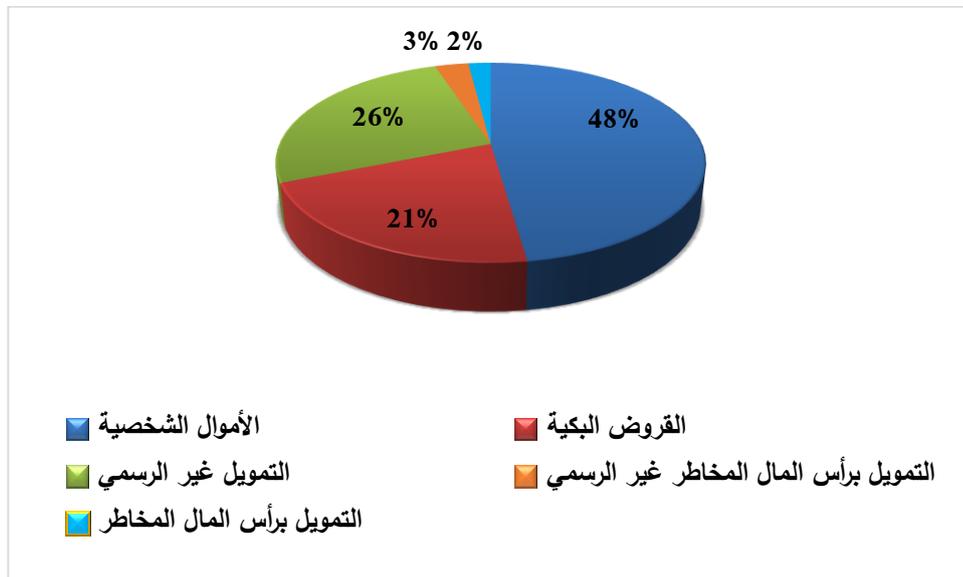
ويرجع ذلك إلى التذبذب الذي عرفه نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، والذي نتج عنه تذبذب في نسبة المؤسسات التي طرحت للاكتتاب العام في فترة الدراسة، حيث نلاحظ أن هناك علاقة طردية بين كل نسبة المؤسسات المدرجة في الأسواق المالية ونسبة المؤسسات التي يتم طرحها للاكتتاب العام.

من خلال تحليل معطيات الجدول أعلاه رقم (3-7)، نتوصل إلى أن المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تحظى باحتمال أكبر للإدراج في السوق المالي مقارنة بغيرها من المؤسسات الممولة، حيث أنه ورغم النسبة الضئيلة للمؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)

الأمريكية من جهة، ومن جهة أخرى صغر نسبة المؤسسات الممولة التي يتم طرحها للاكتتاب العام، إلا أنها تشكل ما يفوق ربع المؤسسات المدرجة في السوق المالي خلال معظم سنوات الدراسة باستثناء سنة 2018 أين شكلت ما يفوق ثلث المؤسسات المدرج. فمن خلال الشكل البياني رقم (3-10)، نلاحظ أن نسبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي يتم تمويلها برأس المال المخاطر تقدر بـ 2% فقط من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهي نسبة أقل مما يقال عليها صغيرة جدا، ورغم ذلك فهي تساهم في إدراج عدد معتبر من المؤسسات الممولة في السوق المالي، وتحقق من ورائها إيرادات مرتفعة.

الشكل رقم (3-10): نسبة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية



المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على البيانات الموجودة في الموقع: www.cbinsights.com

وهنا نتوصل إلى أن المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تمتلك احتمالا أكبر للولوج إلى الأسواق المالية مقارنة بالمؤسسات غير الممولة. كما أن هذه المؤسسات الممولة تكتسب سمعة جيدة عند عملية الطرح العام للاكتتاب، فوجود شركات رأس المال المخاطر كمساهم في هذه المؤسسات يضيف مصداقية عليها كون أنها تعتمد على الإفصاح والشفافية، فضلا على أن تكاليف إدراجها أقل من المؤسسات غير الممولة. زيادة على ذلك فإن الدعم الفني والإداري الذي تقدمه هذه الشركات يترجم إلى تقييمات أعلى لأسهمها المطروحة للاكتتاب العام، ما يؤدي إلى ارتفاع حصة الإيرادات المحققة من هذه العملية.

الفصل الثالث: مساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة
(2013-2018)

وختاماً لهذا المبحث نخلص إلى ثلاثة نتائج أساسية هي:

- ✓ تنمو أصول المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بمعدل أعلى من أصول المؤسسات غير الممولة؛
- ✓ معدل تطور العوائد للمؤسسات الممولة برأس المال المخاطر يفوق معدل تطور العوائد للمؤسسات غير الممولة، ولكن هذه الأخيرة تتسم بدرجة مخاطرة أقل ومعدل بقاء أعلى من نظيرتها الممولة؛
- ✓ للمؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية احتمال أعلى للولوج إلى الأسواق المالية مقارنة بالمؤسسات غير الممولة.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل المتمحور حول مساهمة شركات رأس المال الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)، نشير إلى أن المراحل التاريخية التي شهدتها شركات رأس المال المخاطر الأمريكية ساعدتها على النضوج في فترة زمنية قصيرة، واحتلال الريادة في هذا المجال، وهذا في ظل توفر البيئة الملائمة والمشجعة.

وعليه، ومن خلال تحليلنا لنشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة (2013-2018) بحسب عدد المؤسسات الممولة، حجم التمويلات المقدمة، والمراحل التمويلية وقطاع النشاط، توصلنا إلى تحديد المساهمة الكبيرة لهذه الشركات في إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وحل مشاكلها التمويلية في مرحلة الانطلاق وأيضا في مراحل النمو والتوسع، فضلا عن دعمها المتواصل للمؤسسات المبتكرة، من خلال تخصيص الجزء الأكبر من التمويل لهذا القطاع.

كما وقفنا على الدور الذي تلعبه شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في نمو أصول المؤسسات الممولة خاصة منها غير الملموسة، وهذا ما نجم عنه ارتفاع درجة المخاطرة لديها، بالرغم من تطور العوائد المحققة من قبلها مقارنة مع المؤسسات غير الممولة، والتي تمتلك معدل بقاء أعلى منها. أما بالنسبة للدخول للأسواق المالية، فالمؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر تمتلك الأفضلية مقارنة بغيرها من المؤسسات.

الخاتمة

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دور تنموي فعال على مستوى اقتصادات الدول، حيث أن مرونتها العالية سمحت لها بالتكيف مع الظروف المتغيرة المحيطة بسرعة، وهذا ما أكسبها أفضلية وأهمية كبيرة. حيث ورغم كل الاهتمام الذي حظيت به، إلا أنها تتعرض للعديد من المشاكل التي تعيق نموها وتحد من فاعليتها، وتتخلص كل هذه المعوقات في مشكل التمويل، خاصة في المراحل الأولى من إنشائها، في ظل إجماع البنوك عن تمويلها من جهة، ومن جهة أخرى شروط الإدراج في السوق المالي والتي توصف بالمستعصية.

في هذا الإطار، ظهر رأس المال المخاطر كأحدى أبرز التقنيات التمويلية الفعالة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث يساهم في حل المشاكل التمويلية لهذه المؤسسات، من خلال تلبية احتياجاتها المالية في مختلف مراحل دورة حياتها. وتدعم شركات رأس المال المخاطر بنسبة كبيرة المؤسسات المبتكرة والتي تمتلك آفاق نمو واعدة، رغم درجة المخاطرة التي تحيط بها. ولا تقتفي شركات رأس المال المخاطر بتوفير الدعم المالي للمؤسسات بل توفر أيضا خدمات الاستشارة والتوجيه، والتي تهدف من خلالها إلى الرفع من مستوى أداء المؤسسة لضمان تحقيق العوائد المبتغاة.

نتائج الدراسة

توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج، يمكن تقسيمها إلى نتائج خاصة بالدراسة النظرية ونتائج خاصة بالدراسة التطبيقية.

1- من خلال الدراسة النظرية لشركات رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة توصلنا لعدة نتائج نذكر أهمها:

- إن محدودية مصادر التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخصوصيتها المالية تؤدي إلى إعاقة نموها وتطورها وبالتالي الحد من دورها، وهذا ما يثبت صحة الفرضة الأولى، والتي جاءت صيغتها كالاتي "تعاني المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من العديد من المشاكل التمويلية التي تؤدي إلى إعاقة استمرارها ونموها"
- إن ظهور البدائل التمويلية المستحدثة جاء نتيجة عجز المصادر التمويلية التقليدية (التمويل البنكي) في تلبية الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، نظرا لكونها تتسم بمخاطرة عالية وغياب الضمانات من جهة، وصعوبة الإدراج في الأسواق المالية من جهة أخرى.
- بالرغم من أن المصادر التقليدية لا تستطيع حل مختلف المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلا أن لها مزايا تجعل منها مصدرا تمويليا ملائما في حالات معينة؛
- شركات رأس المال المخاطر على أهمية كبيرة، تساهم في التخفيف من حدة الفجوة المالية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- تقدم شركات رأس المال المخاطر الدعم الفني والإداري للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى جانب الدعم المالي على شكل خبرات واستشارات، مما يسمح لها بتحسين أدائها؛

2- النتائج التطبيقية

من خلال دراستنا لمساهمة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الفترة (2013-2018)، توصلنا إلى مجموعة من النتائج، نذكرها فيما يلي:

- إن تطور والنجاح الذي شهدته شركات رأس المال المخاطر الأمريكية يعزى بالدرجة الأولى للبيئة الملائمة التي كانت تنشط فيها؛
- تساهم شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل مختلف الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وفق المرحلة التي تمر بها، كما تقوم بإنشاء وتطوير العديد من المؤسسات المبتكرة حيث أن أغلب تمويلاتها موجه للقطاع الابتكاري والذي يتسم بمخاطرة عالية وعوائد مرتفعة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية والتي مفادها "تشكل شركات رأس المال المخاطر الحل الأنسب لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خاصة المبتكرة منها والتي تتسم بدرجة عالية من المخاطرة"؛
- تنمو المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية بشكل أسرع من المؤسسات غير الممولة، كما تحقق معدل نمو عوائد أعلى من هذه المؤسسات غير الممولة لكن تمتلك معدل بقاء أقل منها، إضافة إلى ذلك فهذه المؤسسات الممولة تمتلك احتمال إدراج أعلى في السوق المالي مقارنة بالمؤسسات غير الممولة، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة والتي مفادها "تحقق المؤسسات الممولة عن طريق شركات رأس المال المخاطر الأمريكية تحقق نتائج أحسن مقارنة بتلك التي مولت بأساليب تمويلية أخرى"؛
- إن الدعم الإداري التي تقدمه شركات رأس المال المخاطر الأمريكية يساهم في خلق قيمة مضافة للمؤسسات الممولة، وهذا ما ينعكس على أدائها وقيمتها السوقية.

الاقتراحات

بناء على النتائج المتوصل إليها من خلال دراستنا، نقترح مجموعة من التوصيات، والتي يمكن أخذها بعين الاعتبار لتطوير أي سوق رأس مال المخاطر وتفعيل أداء شركات وصناديق رأس المال المخاطر الناشئة فيه:

- تكييف الإطار القانوني والتشريعي مع نشاط شركات رأس المال المخاطر، وإرساء قوانين خاصة ما يتعلق بقوانين الإفلاس وحماية الملكية الفكرية ونسب المساهمة في هذه الشركات؛
- العمل على إنشاء شركات وصناديق رأس المال المخاطر من طرف الحكومة خاصة في المراحل المبكرة من دورة حياة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهذا من خلال وضع برامج تمويلية؛
- قيام الحكومة بفتح مجال الشراكة في إنشاء شركات رأس المال المخاطر مع القطاع الخاص؛
- تشجيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالاعتماد على رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لتلبية متطلباتها التمويلية؛

- تشجيع الاستثمار في شركات رأس المال المخاطر من خلال تخفيض الضرائب على الأرباح الرأسمالية وتبسيط الشروط التنظيمية التي تحكمها؛
- توسيع نشاط شركات رأس المال المخاطر لتمويل قطاعات تنسم بالمخاطر العالية؛
- تمكين المؤسسات المالية من بنوك تجارية، شركات التأمين وصناديق التقاعد من الاستثمار في شركات رأس المال المخاطر، مما يسمح بتوفير موارد مالية ضخمة؛
- ضرورة إنشاء جمعية مهنية لأصحاب رأس المال المخاطر، تعمل على تنظيم، مراقبة وتطوير سوق رأس المال المخاطر من خلال ترويج لثقافة الريادة والابتكار، وتوفير قاعدة بيانات مرجعية لجميع الأطراف الفاعلة في مجال صناعة رأس المال المخاطر؛
- ضرورة إنشاء حاضنات ومشاتل الأعمال بهدف احتضان المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ودعمها، والعمل على ربطها مع الجامعات ومخابر البحث العلمي، والتنسيق بينها وبين الأطراف المتعاملة في سوق رأس المال المخاطر؛
- العمل على إنشاء أسواق مالية ثانية وتفعيلها، مما يسمح بتوفير قنوات خروج للمؤسسات الممولة والتي تنعكس على صناعة رأس المال المخاطر؛
- توفر بيئة اقتصادية ملائمة تحفز على الاستثمار والابتكار.

آفاق الدراسة

أظهرت الدراسة بعض الجوانب المهمة من هذا الموضوع يتم البحث فيها بتوسع، والتي من الممكن أن تكون موضوعات لبحوث مستقبلية ومنها:

- العلاقة بين أسواق رأس المال وسوق رأس المال المخاطر؛
- مقارنة بين التمويل برأس المال المخاطر والتمويل بالصيغ الإسلامية (مضاربة ومشاركة)؛
- الإطار الحوكمي للعلاقة بين أطراف التمويل برأس المال المخاطر.

قائمة المراجع

I- المراجع باللغة العربية

أ- الكتب:

1. أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
2. أحمد عارف العساف، الأصول العلمية والعملية لإدارة المشاريع الصغيرة والمتوسطة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
3. حسين بلعجوز، جودي صاطوري، تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2013.
4. حسين محمد سمحان، أسس العمليات المصرفية الإسلامية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2013.
5. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
6. خالد الراوي، آخرون، نظرية التمويل الدولي، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2002.
7. رابح خوني، رقية حساني، أساليب التمويل بالمشاركة: بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
8. رابح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومشكلات تمويلها، الطبعة الأولى، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 2008.
9. رشاد العصار، آخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
10. سعاد نائف برنوطي، إدارة الأعمال الصغيرة: أبعاد للريادة، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
11. ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
12. عبد الحلیم كراجه، آخرون، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
13. عبد الرحيم يوسف توفيق، إدارة الأعمال التجارية الصغيرة، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
14. عبد الله خبابة، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: آلية لتحقيق التنمية المستدامة، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2013.

15. عبد الوهاب يوسف أحمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
16. عبید علي أحمد الحجازي، مصادر التمويل، دار النهضة العربية، بيروت، 2001.
17. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.
18. فليح حسن خلف، البنوك الإسلامية، جدارا للكتاب العالمي وعالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، عمان، 2006.
19. محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال المخاطر: تجارب ونماذج عالمية، المكتب الجامعي الحديث، الطبعة الأولى، 2014.
20. محمد طنيب، آخرون، الإدارة المالية في القطاع الخاص، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
21. محمود حسن صوان، أساسيات العمل المصرفي الإسلامي، الطبعة الأولى، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، 2001.
22. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
23. نبيل جواد، إدارة وتنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجد المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، 2007.

ب- المقالات:

1. أحمد أمين سعد الله، شركات رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار الخاص ودورها التمويلي مع دراسة حالة الجزائر، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، العدد 08، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010.
2. امر عزوي، سلمى شيهب، قرض الإيجار كبديل حديث للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 13، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، الجزائر، 2018.
3. أمال شهرزاد لوكال، رهانات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، مجلة أبعاد اقتصادية، العدد 09، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، الجزائر، 2017.
4. بختة بطاهر، محمد بوطلاعة محمد، إدارة مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية-دراسة ميدانية في عدة فروع لبنك البركة، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 20، جامعة الشهيد حمه لخضر_ الوادي، الجزائر، 2018.

5. تغريد الأغا، محمد حشماوي، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة- دراسة حالة الجزائر، مجلة المدبر، العدد 3، المدرسة الوطنية التحضيرية القليعة، الجزائر، جوان 2016.
6. حكيم بوحرب، دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة-دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 11، جامعة خميس مليانة_ عين الدفلى، الجزائر، 2014.
7. رايح بوقرة، أحلام بن النوي، استخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، العدد الأول، جامعة محمد بوضياف-المسيلة، الجزائر، 2016.
8. رايح خوني، رامي حريد، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 09، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 2015.
9. رشيد حفصي، عبد الغفور دادن، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد السادس، جامعة محمد بوضياف_ المسيلة، الجزائر، سبتمبر 2018.
10. رقية حساني، رأس المال المخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد السادس عشر، جامعة محمد خيضر_ بسكرة، الجزائر، مارس 2009.
11. زهير موساسب، ملائمة عقد تحويل الفاتورة لتمويل الصغيرة والمتوسطة، Revue Académique de la Recherche Juridique، العدد 6، جامعة عبد الرحمن ميرة-بجاية، 2012.
12. السعيد بريش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-دراسة حالة شركة SOFINANCE، مجلة الباحث، عدد 05، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2007.
13. سيف الإسلام النوي بلعابد، عبد المجيد قدي، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-حالة الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (1980-2015)، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 47، الجزائر، 2017.
14. شوقي جباري، لقمان مصطفى، السوق المالية البديلة كآلية فعالة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة التنظيم والعمل، العدد 05، جامعة مصطفى سطمبولي_ المعسكر، الجزائر، 2014.
15. عبد الكريم أحمد قندوز، مقترحات لتفعيل دور التمويل برأس المال المخاطر بالمملكة العربية السعودية، ملفات الأبحاث في الاقتصاد والتسيير، العدد السادس، سبتمبر 2017.

16. عليّة ضياف، كمال حمّانة، رأس المال المخاطر: اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة- حالة الجزائر، مجلة الباحث، العدد 05، جامعة سكيكدة، الجزائر، جوان 2016.
17. عمر ولد عابد، آخرون، حوكمة التمويل برأس المال المخاطر-دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، العدد 08، جامعة عبد الرحمن بن باديس مستغانم، الجزائر، 2018.
18. عمر ولد عابد، آخرون، حوكمة التمويل برأس المال المخاطر-دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، العدد 08، جامعة عبد الرحمن بن باديس مستغانم، الجزائر، 2018.
19. كريمو دراجي، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات-دراسة حالة الجزائر، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 09، جامعة خميس مليانة، الجزائر، 2013.
20. لياس تقيّة، متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعامة للتنمية الاقتصادية-دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، العدد 24، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ديسمبر 2017.
21. محمد البشير بن عمر، عبد اللطيف طيبي، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، مجلة رؤى اقتصادية، العدد الثالث، جامعة الشهيد حمه لخضر_ الوادي، الجزائر، ديسمبر 2012.
22. معطي لبنى، أساليب وصيغ التمويل الإسلامية للمشاريع المصغرة بين النظرية والتطبيق، مجلة المالية والأسواق، العدد 02، جامعة عبد الحميد بن باديس-مستغانم، 2015.
23. منير خروف، ريم ثومرية، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-عرض تجربة الو م أ والدروس المستفادة بالنسبة للجزائر، مجلة التنمية الاقتصادية، العدد 04، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2017.
24. نارجس معمري، سمير آيت عكاش، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل مقررات اتفاقية بازل 3، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 21، جامعة علي لونيبي_ البلدية، الجزائر، 2018.
25. نصيرة عابد، عبد القادر بريش، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 19، جامعة حسيبة بن بوعلي-الشلف، الجزائر، 2018.

26. هيبية بوعبد الله، حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر- تجربة الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 12، جامعة لونسي-البلدية 2، الجزائر، 2015.
27. وفاء خليفة، التمويل بين مؤسسات رأس المال المخاطر والمؤسسات المصرفية، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، العدد 02، المجلد 04، مخبر الصناعات التقليدية لجامعة الجزائر 3، 2015.

ت- الرسائل الجامعية:

1. أمين كعواش، تقييم آليات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل برنامج الدعم الاقتصادي- حالة ولاية جيجل، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي-جيجل، 2013-2014.
2. جمال الدين كعواش، تأثير هيكل تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على أدائها المالي-دراسة حالة ولاية جيجل، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، شعبة علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد الصديق بن يحي-جيجل، 2009-2010.
3. حمزة غربي، محددات الهيكل المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص مالية، قسم العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2009-2010.
4. رامي حريد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، 2014-2015.
5. زبير عياش، تأثير تطبيق اتفاقية بازل 2 على تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-حالة ولاية أم البواقي-، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي، 2011-2012.
6. سماح طلحي، دور البدائل الحديثة في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة _ مع الإشارة لحالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي _ أم البواقي، الجزائر، 2013-2014.
7. سمير سحنون، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر _دراسة حالة: تونس، المغرب والجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد التنمية، كلية

- العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أبي بكر بلقايد _ تلمسان، الجزائر، 2012-2013.
8. سيف الإسلام النوي بلعابد، محاولة اختبار مدى مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص الإدارة المصرفية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2017-2018.
9. عليّة ضياف، رأس المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة بعض المؤسسات الجزائرية، مذكرة ماجستير، تخصص نقد بنك وتمويل، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار_عنابة، الجزائر، 2008-2009.
10. ليلي لولاشي، التمويل المصرفي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مساهمة القرض الشعبي الجزائري _وكالة بسكرة، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود وتمويل، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر _ بسكرة، 2004-2005.
11. محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة-دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP، رسالة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري-قسنطينة، الجزائر، 2008-2009.
12. هيبية بوعبد الله، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2009.

ث- الملتقيات والدوريات والندوات:

1. أحلام منصور، آسيا بن عمر، واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر ووسائل دعمها، الملتقى الوطني حول إشكالية استدامة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، جامعة الشهيد حمه لخضر- الوادي، الجزائر، يومي 06 و 07 ديسمبر 2017.
2. إسماعيل شعباني، ماهية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطورها في العالم، الدورة الدولية حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية في 25-28 ماي 2003، الجزائر.
3. صالح صالح، تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، منشورات مخبر الشراكة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، 2004، الجزائر.

4. صليحة بن طلحة، بوعلام معوشي، دور عقد تحويل الفاتورة في تمويل وتحصيل الحقوق، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات-دراسة حالة الجزائر والدول النامية-بسكرة، يومي 21-22 نوفمبر 2006.
5. عبد الجليل بوداح، بدائل التمويل الخارجي للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، الدورة التدريبية حول تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغاربية، سطيف، الجزائر، 25-28 ماي 2003.
6. عبد السميع روبينة، إسماعيل حجازي، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 و 18 أبريل 2006، اشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف -الجزائر.
7. محفوظ جبار، سامية عمر عبده، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة فرنسا، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية-، يومي 21-22 نوفمبر 2006، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر.
8. محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، الهندسة المالية الإسلامية: سوق رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي حول: الاقتصاد الإسلامي -الواقع والرهانات-، جامعة غرداية، غرداية-الجزائر-، يومي 23-24 فيفري 2011.

II- المراجع باللغة الأجنبية

A- Les livres :

1. Andrew Metrick, Ayako Yasuda, **Venture Capital the Finance of Innovation**, Second Edition, John Wiley & Sons, Inc, United States of America, 2010.
2. Cherif Monder, **Ingénierie financière et private equity**, Revue Banque Edition, France, 2003,
3. Donia Trabelsi, **Le capital-risque**, ISTE Editions, Great Britain, 2014.
4. Douglas Cumming, **Venture Capital: Investment Strategies, Structures and Policies**, John Wiley & Sons, Inc, United States of America, 2010.
5. Eric Stephany, **La relation capital-risque/PME**, de boeck, 1^{re} édition, Bruxelles, Belgique, 2003
6. Hortense Tarrade, **Cross-Border Venture Capital Investments**, Springer Gabler, Munchen, Germany, 2010.
7. Jean Lachman, **Capital-risque et capital-investissement**, Edition Economica, Paris, France, 1999.
8. Maik Kleinschmidt, **Venture Capital Corporate Governance and Firm Value**, Gabler Edition Wissenschaft, Hamburg, Germany, 2007.

9. Mansoor Durrani, Grahame Boocock, **Venture Capital, Islamic Finance and SMEs**, Palgrave Macmillan, Great Britain, 2006.

B- Les articles :

1. Khaled Azzaoui, **Le financement des PME et les mécanismes de garantie en Algérie**, Revue des reformes Economique et intégration dans l'économie mondiale, Volume 11, Numéro21, Ecole supérieure de commerce d'alger, Algérie, 2016.
2. Mohammed Samy Lezzar, Mohamed Boutellaa, **Dynamique et importance des PME en Algérie**, Revue de l'économie financière et des affaires JFBE, Issue 8, Centre Universitaire de Mila, Algérie, 2019.

C- Les mémoires :

1. Yahiaoui Ammar, **Le capital investissement en Algérie** : Etat des lieux et contraintes, mémoire de magister, faculté des sciences économiques, commerciales et de gestion, Université Mouloud Mammeri de TIZI-OUZOU, Algérie, 2011.

D- Les rapports :

1. International Finance Corporation, **Interpretation Note on Small and Medium Enterprises and Environmental and Social Risk Management**, Washington, United States of America, 2012.

E- Les site électroniques :

1. www.cbinsights.com
2. www.industryventures.com
3. www.kauffman.gov/indicators
4. www.nvca.org
5. www.nvca.org
6. www.pitchbook.com
7. www.preqin.com
8. www.sba.gov/performance

الملاحق

VC AUM Summary Statistics

	2006	2012	2018
# of VC Firms in Existence	876	765	1,047
# of VC Funds in Existence	1,233	1,187	1,884
# of First Time VC Funds Raised	47	31	52
# of VC Funds Raising Money this Year	191	203	257
VC Capital Raised this Year (\$B)	33.4	24.4	53.8
VC AUM (\$B)	204.5	253.7	403.5
Avg VC AUM per Firm (\$M)	200.9	201.3	242.4
Avg VC Fund Size to Date (\$M)	139.3	242.6	234.7
Avg VC Fund Size Raised this Year (\$M)	200.0	130.0	218.8
Median VC AUM per Firm (\$M)	57.7	38.5	38.6
Median VC Fund Size to Date (\$M)	50.0	50.0	45.4
Median VC Fund Size Raised this Year (\$M)	68.9	22.0	75.0
Largest VC Fund Raised to Date (\$M)	2,560.0	3,000.0	8,000.0

Source: NVCA 2019 Yearbook, Data Provided by PitchBook

* Number of firms in existence is based on a rolling count of firms that raised a fund in the last 8 vintage years

* Number of VC funds in existence is based on a rolling count of funds that have closed in the last 8 vintage years

* AUM is calculated by adding together a firm's total remaining value and their total dry powder.

US corp./CVC Activity by year

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Deal Value (\$B)	9,01	10,98	9,85	6,74	8,08	13,30	11,98	16,21	28,82	38,32	35,25	37,22	69,60
# of Deals Closed	569	677	681	483	568	725	848	1 104	1 355	1 485	1 410	1 457	1 547

*As of 3/31/2019

US corp./CVC Capital by Deal Size (\$B)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Under \$1M	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,02	0,03	0,05	0,06	0,05	0,03	0,03	0,02
\$1M-\$5M	0,28	0,37	0,42	0,29	0,42	0,49	0,55	0,77	0,91	0,91	0,88	0,87	0,75
\$5M-\$10M	0,90	0,95	0,95	0,61	0,74	0,77	0,89	1,13	1,41	1,47	1,63	1,71	1,84
\$10M-\$25M	2,63	3,20	3,07	2,29	2,34	3,21	3,09	3,46	4,47	5,29	5,41	5,40	5,53
\$25-\$50M	2,48	3,06	2,59	1,63	2,21	2,72	3,42	4,25	5,17	6,86	6,63	7,09	7,66
\$50M+	2,71	3,38	2,80	1,90	2,35	6,07	4,00	6,56	16,79	23,75	20,67	22,12	53,79

*As of 3/31/2019

Percentage of US VC activity that includes CVC participation

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CVC % of VC Deal Value	30,9%	30,5%	26,7%	24,8%	25,8%	29,6%	28,9%	33,9%	40,6%	46,2%	45,8%	44,9%	52,7%
CVC % of VC Deal Count	17,0%	15,7%	14,4%	10,8%	10,5%	10,7%	10,8%	11,9%	12,8%	13,8%	15,3%	15,1%	16,3%

*As of 3/31/2019

CVC Investment Activity (#) by Stage

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Angel & Seed	21	26	28	26	43	80	137	227	271	253	263	236	241
Early VC	235	293	289	177	232	305	326	400	563	618	619	636	695
Later VC	313	358	364	280	293	340	385	477	521	614	528	585	611

*As of 3/31/2019

US corp./CVC Deal Count by Sector

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Software	153	171	214	134	174	290	332	454	614	661	640	647	710
Pharma & Biotech	80	102	86	82	70	70	89	111	129	147	128	156	175
Other	68	79	85	51	63	75	94	133	198	210	247	277	269
Media	17	40	31	19	24	35	54	57	64	61	44	55	40
IT Hardware	100	103	74	61	66	54	47	48	48	69	55	58	53
HC Services & Systems	17	27	17	17	22	18	33	52	61	77	76	84	80
HC Devices & Supplies	61	77	78	57	55	62	57	71	78	91	66	66	85
Energy	18	31	34	24	37	40	44	34	29	26	32	25	32
Consumer Goods & Recreation	7	5	8	4	12	12	21	35	38	48	27	22	21
Commercial Services	48	42	54	34	45	69	77	109	96	95	95	67	82
Total corp./CVC	569	677	681	483	568	725	848	1 104	1 355	1 485	1 410	1 457	1 547
Life Sciences Deal Count	141	179	164	139	125	132	146	182	207	238	194	222	260

*As of 3/31/2019

US corp./CVC Capital Invested (\$B) by Sector

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Software	1,65	2,52	2,61	1,40	1,90	4,26	3,16	5,28	11,31	12,82	11,31	12,01	18,42
Pharma & Biotech	1,90	2,23	1,52	1,90	1,30	1,80	2,09	2,93	3,65	5,68	4,33	6,92	10,41
Other	0,71	0,97	0,91	0,93	0,82	1,28	1,60	1,92	6,12	9,03	11,95	8,28	31,48
Media	0,20	0,39	0,34	0,12	0,13	0,49	0,36	0,45	0,49	1,16	0,66	0,75	0,92
IT Hardware	2,44	1,73	1,03	0,61	1,16	0,91	0,85	1,28	0,73	1,16	0,89	1,10	1,18
HC Services & Systems	0,18	0,43	0,19	0,14	0,24	0,25	0,44	0,69	1,17	1,20	1,70	1,88	2,32
HC Devices & Supplies	0,78	1,52	1,13	0,93	1,02	1,19	1,09	1,39	1,80	1,41	1,00	1,73	2,11
Energy	0,37	0,76	1,35	0,23	0,94	1,22	1,59	0,71	0,86	0,36	0,50	0,47	0,87
Consumer Goods & Recreation	0,29	0,04	0,14	0,08	0,13	0,24	0,22	0,59	1,21	3,11	0,83	1,63	0,52
Commercial Services	0,49	0,40	0,65	0,40	0,44	1,66	0,56	0,97	1,48	2,40	2,08	2,44	1,35
Total corp./CVC	9,01	10,98	9,85	6,74	8,08	13,30	11,98	16,21	28,82	38,32	35,25	37,22	69,60
Life Sciences Deal Value (\$B)	2,68	3,75	2,64	2,83	2,33	2,98	3,18	4,32	5,45	7,09	5,34	8,65	12,52

*As of 3/31/2019

U.S. Corporate VC Investment by Year

	# of All VC Deals	# of VC Deals with CVC Involvement	% of VC Deals with CVC Involvement (#)	Average Deal Value (All VC, \$M)	Average Deal Value (CVC, \$M)	Median Deal Value (All VC, \$M)	Median Deal Value (CVC, \$M)	Average Post Valuation (All VC, \$M)	Average Post Valuation (CVC, \$M)	Median Post Valuation (All VC, \$M)	Median Post Valuation (CVC, \$M)	Total VC Capital Raised (\$M)	Total CVC Capital Raised (\$M)	% of VC Deals with CVC Involvement (%)
2004	2,633	492	19%	8.7	13.7	5.3	9.6	34.2	46.6	20.8	31.5	21,662.5	6,447.8	30%
2005	2,965	493	17%	8.5	11.7	5.0	8.0	39.6	56.5	21.2	32.0	23,589.7	5,463.5	23%
2006	3,344	562	17%	9.4	16.6	5.0	10.0	45.5	66.4	22.6	40.0	29,226.1	8,890.9	30%
2007	4,319	659	15%	9.0	16.9	4.3	10.0	55.8	121.3	22.5	41.2	36,007.7	10,728.3	30%
2008	4,727	673	14%	8.4	15.3	3.8	8.6	55.5	77.8	21.2	37.1	36,936.7	9,740.9	26%
2009	4,487	475	11%	6.6	14.5	2.5	8.9	53.2	81.3	17.6	35.3	27,166.4	6,362.7	23%
2010	5,409	562	10%	6.3	15.3	2.0	8.0	58.5	90.4	17.4	33.9	31,274.2	8,000.5	26%
2011	6,759	716	11%	7.5	19.4	1.7	8.5	117.1	157.8	17.2	41.6	44,748.0	12,934.8	29%
2012	7,882	842	11%	5.9	14.8	1.5	7.0	58.4	102.4	16.1	37.0	41,506.6	11,624.1	28%
2013	9,301	1,081	12%	5.8	15.1	1.5	6.6	58.7	118.9	16.1	39.9	47,543.8	15,041.9	32%
2014	10,573	1,327	13%	7.7	21.5	1.5	7.6	109.9	214.1	17.6	44.4	71,031.6	26,315.6	37%
2015	10,740	1,460	14%	8.8	27.7	1.8	10.0	121.2	347.7	19.0	52.0	82,974.9	37,251.6	45%
2016	9,200	1,402	15%	9.4	28.5	2.0	10.0	125.0	339.1	20.0	45.8	77,229.8	36,300.7	47%
2017	9,489	1,427	15%	9.8	28.1	2.4	10.3	110.5	237.0	22.0	48.0	82,952.1	36,479.6	44%
2018	8,948	1,443	16%	16.2	50.0	3.0	14.4	243.5	494.4	32.9	67.7	130,927.2	66,844.6	51%

Source: NVCA 2019 Yearbook, Data Provided by PitchBook

الملحق رقم (6)



Private capital

Equal-weighted horizon IRRs

Strategy	1-year	3-year	5-year	10-year	15-year
Private capital	14.22%	11.33%	12.34%	9.68%	10.62%
Private equity	14.71%	13.94%	13.28%	10.78%	13.25%
Venture capital	17.51%	7.66%	12.73%	9.12%	8.09%
Real assets	10.84%	10.61%	10.41%	7.32%	8.27%
Debt	9.60%	7.57%	8.44%	8.93%	9.37%

Investment Type	Target Net IRR %	Target Net Multiple	Hold Period	Loss Rate / Risk Level
Start-up Company (Winners)	30%	10x+	8 Years	Very High (> 65%)
Later Stage Company (Winners)	20%	3x	6 Years	Medium (30%)
Early Stage Venture Funds	20%+	3x	10 - 12+ Years	Medium (30%)
Growth Venture Funds	12 - 18%	1.5 - 2x	10 - 12+ Years	Low (< 30%)

Source: Industry Ventures LLC

Notes:

"Winner" direct companies represent target returns needed for winners to generate expected returns for the fund.

Net multiple is net of 20% carry and 2% management fees for venture funds. Directs include no carry or fee.

Net IRR is calculated by using the IRR table below.

	Exit Year for Investment									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1.0x	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2.0x	100%	41%	26%	19%	15%	12%	10%	9%	8%	7%
3.0x	200%	73%	44%	32%	25%	20%	17%	15%	13%	12%
4.0x	300%	100%	59%	41%	32%	26%	22%	19%	17%	15%
5.0x	400%	124%	71%	50%	38%	31%	26%	22%	20%	17%
6.0x	500%	145%	82%	57%	43%	35%	29%	25%	22%	20%
7.0x	600%	165%	91%	63%	48%	38%	32%	28%	24%	21%
8.0x	700%	183%	100%	68%	52%	41%	35%	30%	26%	23%
9.0x	800%	200%	108%	73%	55%	44%	37%	32%	28%	25%
10.0x	900%	216%	115%	78%	58%	47%	39%	33%	29%	26%

Return Multiple on Invested Capital

Source: Industry Ventures LLC

US VC Exit Count by Type

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Acquisition	79,84%	74,95%	79,53%	82,72%	74,78%	69,89%
IPO	9,63%	11,69%	7,64%	4,83%	6,47%	9,35%
Buyout	10,52%	13,36%	12,83%	12,46%	18,75%	20,75%

Exit Value (\$B) by Type

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Acquisition	36,17%	58,31%	54,38%	78,04%	41,78%	45,37%
IPO	60,20%	37,44%	39,53%	18,00%	53,87%	50,52%
Buyout	3,63%	4,25%	6,10%	3,97%	4,34%	4,11%

U.S. IPOs by Year

Year	# of All IPOs	# of VC Backed IPOs
2006	296	60
2007	370	90
2008	170	12
2009	102	11
2010	204	41
2011	200	44
2012	232	62
2013	339	87
2014	384	125
2015	261	79
2016	184	43
2017	227	58
2018	213	85

Source: NVCA 2019 Yearbook, Data Provided by PitchBook

Top 10 U.S. VC-backed IPOs in 2018

Company Name	Deal Size (\$M)	Industry Sector	State
Dropbox	7,473.96	Information Technology	California
Moderna Therapeutics	6,961.46	Healthcare	Massachusetts
DocuSign	3,945.45	Information Technology	California
Mercari	2,580.99	Information Technology	California
Elasticsearch	2,249.74	Information Technology	California
Tenable	1,844.13	Information Technology	Maryland
Anaplan	1,804.44	Information Technology	California
Allogene	1,750.08	Healthcare	California
Zscaler	1,685.30	Information Technology	California
Pluralsight	1,669.13	Consumer Products and	Utah

Source: NVCA 2019 Yearbook, Data Provided by PitchBook

U.S. VC Backed M&A Value and Age Characteristics

Year	# of Acquisitions	# with Disclosed Values	Deal Value (\$M)	Mean Deal Value (\$M)	Median Deal Value (\$M)	Median Time from 1st VC to Exit	Average Time from 1st VC to Exit
2006	473	234	21,425.5	91.6	42.3	4.78	4.72
2007	533	250	33,460.6	133.8	50.0	4.74	4.92
2008	475	180	15,746.0	87.5	34.4	4.75	4.97
2009	469	145	14,425.9	99.5	25.0	4.40	4.90
2010	663	232	27,477.8	118.4	37.3	4.35	5.00
2011	694	258	29,266.1	113.4	47.0	4.23	4.93
2012	813	253	34,122.5	134.9	45.0	4.53	5.06
2013	813	250	28,949.4	115.8	37.2	3.85	4.98
2014	953	305	73,309.2	240.4	50.2	4.44	5.31
2015	941	271	43,250.1	159.6	46.0	4.27	5.44
2016	845	236	58,271.7	246.9	76.5	4.58	5.73
2017	827	211	42,292.0	200.4	81.0	5.28	6.19
2018	779	199	58,441.8	293.7	105.0	5.35	6.34

Source: NVCA 2019 Yearbook, Data Provided by PitchBook

الملخص

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور شركات رأس المال المخاطر كآلية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا في ظل واقعها التمويلي الذي يتميز بخصوصيته فضلا عن محدودية مصادر تمويلها، مما يترتب عنه عدة مشاكل تمويلية تؤدي إلى عرقلة تطورها والحد من دورها الحيوي في التنمية الاقتصادية.

ومن أجل تحقيق هذا الهدف، اخترنا شركات رأس المال المخاطر الأمريكية خلال الفترة (2013-2018) كنموذج لدراسة حالة، حيث تم تحليل نشاطها ومقارنة النتائج المحققة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة عن طريقها مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير الممولة برأس المال المخاطر.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى نجاعة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الحد من الفجوة المالية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من خلال تلبية احتياجاتها المالية، فضلا عن مساهمتها في الرفع من قدراتها التمويلية وتحسين أدائها (نمو الأصول، تطور العوائد وطرح العام للاكتتاب) مقارنة بالمؤسسات غير الممولة برأس المال المخاطر، كون أن هذه الشركات لا تقتصر على تقديم التمويل فقط، وإنما تتعدى إلى تقديم دعم فني وإداري لهذه المؤسسات الممولة عن طريقها.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الفجوة المالية، شركات رأس المال المخاطر الأمريكية.

The Abstract:

The study aims to highlight the role of venture capital firms as an innovation mechanism for financing small and medium enterprises (SMEs). This is in of its financial reality, which is characterized by its specificity as well as the limited sources of financing. This results in several financing problems that hinder its development and reduce its vital role in economic development.

To achieve this objective, we selected the USA venture capital firms during the period (2013-2018) as a case study model by analyzing their activity and comparing the results achieved between venture capital backed SMEs, and non-venture capital backed SMEs.

The study found that USA venture capital are very effective in reducing the financial gap of SMEs and meeting their financial needs, as well as by increasing their financing capacities and improving their performance (asset and revenue growth and Initial Public Offering) compared to non-venture capital backed SMEs, because this venture capital firms are not limited to providing funding but extends to providing technical and administrative support to the venture capital backed SMEs.

Key words: venture capital, financing small and medium enterprises (SMEs), financial gap, USA venture capital firms.

