

المرجع : 2021/.....

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: علوم مالية ومحاسبة

العنوان: مالية المؤسسة

مذكرة بعنوان:

صناعة رأس المال المخاطر ودورها في تمويل قطاعات التنمية - دراسة تجرب دولية رائدة -.

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبة (ل.م.م)

عنصر " مالية المؤسسة "

تحت إشراف:

- حميد رامي

إعداد الطلبة:

- طباع رقية.

- بن محجوب منار.

لجنة المناقشة

| الصفة | الجامعة | اسم ولقب الأستاذ |
|--------------|--|------------------|
| رئيسا | المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة | كروش صلاح الدين |
| مناقشيا | المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة | الواعر لخميسي |
| مشرفا ومقررا | المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة | حميد رامي |

سُرْهَدْ بْنِ سَعْدٍ

الله
كريم

شکر و تقدیر

- نحمد الله عز وجل حمداً كثيراً مباركاً على توفيقه لنا على إتمام هذا البحث، راجينا منه التوفيق والسداد فيما تبقى من مشوارنا العلمي.
- نتوجه بالشكر الجليل والتقدير الكبير والعرفان الجميل إلى كل من ساعدنا سواء كان من قريب أو بعيد. ونخص بالذكر الأستاذ المشرف " حميد رامي " الذي لم يبخل علينا بتوجيهاته ونصائحه القيمة، اعترافاً وتقديراً لجميل صبره وحسن تواضعه. كما نتوجه بالشكر للأساتذة الأفاضل لتفضيلهم بقبول مناقشة هذه المذكورة.

الله
لله
لله
لله
لله

الهدا

- أهدي تخرجي هذا إلى من جرع الكأس فارغاً ليسقيني قطرة حب، إلى من حصد الأشواك عن دربي ليهد لي طريق العلم "أبي وأمي" حفظكم الله لي وأطال عمركم.
- إلى إخوتي: موسى، يعقوب، صلاح الدين، وأخواتي: راضية، سمية، مريم، نور الهدى، شكرًا لدعمكم المستمر لي وأدامكم الله دائمًا بقربى.
- إلى أولاد أخواتي: رؤى، سلسييل، ألاء الرحمن، إيمان عبد الصمد، أسييل قطر الندى، ضياء الرحمن، تسنيم.
- إلى كل الأهل والأقارب والأصحاب
- إلى كل أستاذ علمني حرفًا في هذه الدنيا.
- إلى زملائي الذين قاسموني كرسي الدراسة، وكل طالب علم مع تمنياتي لهم بال توفيق والسداد.
- إلى رفيقات الطريق صديقات العمر: إكرام، أسماء حفظكم الله لي وأدام صحبتنا.

رقة

الحمد لله

- الحمد لله الذي أنار لي طريقي وكان لي خير عون.

- إلى أعلى ما أملك في هذه الدنيا، إلى من وضعت الجنة تحت أقدامها، إلى التي أرجو أن أكون قد نلت رضاها "أمي الغالية" أطال الله في عمرها.

- إلى من أدين له بحياتي من كان شمعة تحترق لتضيء طريقي، "أبي الغالي" أطال الله في عمره، وأسائل الله أن يشفيه ويعافيه.

- إلى من هم سند لي إخوتي: فارس، أمير، أبو جهاد، سلطان.

- إلى باقي أفراد عائلتي كبيراً وصغيراً: جليلة، لبنى، رميساء، خليل، ألاء الرحمن، آدم، أسيل.

- إلى كل أصدقائي والأحبة وكل من يفرح ويهم بنجاحي.

حَمَار

فهرس المحتويات

| الصفحات | العنوان |
|---------|---|
| III | شكر وتقدير. |
| V | الإهداء. |
| VII | فهرس المحتويات. |
| XI | قائمة الجداول. |
| XII | قائمة الأشكال. |
| XVI | قائمة الملحق. |
| XVIII | الملخص. |
| أ-هـ | مقدمة. |
| 23-2 | الفصل الأول: الإطار النظري لرأس المال المخاطر. |
| 2 | تمهيد. |
| 15-3 | المبحث الأول: مفاهيم حول رأس المال المخاطر. |
| 3 | المطلب الأول: نشأة وتطور رأس المال المخاطر. |
| 5 | المطلب الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر وخصائصه. |
| 11 | المطلب الثالث: أشكال رأس المال المخاطر وأسباب اللجوء إليه. |
| 22-15 | المبحث الثاني: صناعة رأس المال المخاطر. |
| 15 | المطلب الأول: الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر. |
| 18 | المطلب الثاني: توقيت دخول رأس المال المخاطر. |
| 20 | المطلب الثالث: مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر. |
| 23 | خلاصة الفصل. |
| 57-25 | الفصل الثاني: صناعة رأس المال المخاطر السبيل لتمويل قطاعات التنمية. |
| 25 | تمهيد. |
| 34-26 | المبحث الأول: آليات رأس المال المخاطر. |
| 26 | المطلب الأول: ميكانيزمات رأس المال المخاطر. |
| 30 | المطلب الثاني: استراتيجيات رأس المال المخاطر. |
| 31 | المطلب الثالث: آليات خروج رأس المال المخاطر. |
| 54-35 | المبحث الثاني: رأس المال المخاطر: أي دور في تمويل قطاعات التنمية؟ |
| 35 | المطلب الأول: مفهوم التنمية ومصادرها. |
| 45 | المطلب الثاني: أنواع التنمية وأهدافها. |

| | |
|-------|--|
| 50 | المطلب الثالث: التمويل برأس المال المخاطر وأثره على التنمية. |
| 55 | خلاصة الفصل. |
| 94-57 | الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في مجال رأس المال المخاطر. |
| 57 | تمهيد. |
| 76-58 | المبحث الأول: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر. |
| 58 | المطلب الأول: مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية. |
| 65 | المطلب الثاني: مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل قطاعات التنمية في الولايات المتحدة الأمريكية. |
| 74 | المطلب الثالث: عوامل نجاح التمويل برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية. |
| 91-77 | المبحث الثاني: تجربة المملكة المغربية في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر. |
| 77 | المطلب الأول: مراحل تطور رأس المال المخاطر في المملكة المغربية. |
| 84 | المطلب الثاني: مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل قطاعات التنمية في المملكة المغربية. |
| 91 | المطلب الثالث: عوامل نجاح التمويل برأس المال المخاطر في المملكة المغربية. |
| 92 | خلاصة الفصل. |
| 94 | الخاتمة. |
| 99 | قائمة المراجع. |

قائمة الجداول

| رقم الجدول | العنوان | الصفحة |
|------------|---|--------|
| 01 – 01 | مقارنة بين رأس المال المخاطر والقروض التقليدية. | 11-10 |
| 01 – 02 | هيكل خطة العمل. | 27-26 |
| 02 – 02 | العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الخروج من الاستثمار. | 34-33 |
| 01 – 03 | أفضل الولايات من حيث الاستثمار برأس المال المخاطر في عام 2020 حسب تحليل جامعة الشرق الأوسط. | 68 |
| 02 – 03 | أفضل الولايات من حيث عدد الصناديق ورأس المال المخاطر المستثمر فيها. | 69-68 |
| 03 – 03 | أكبر شركات مستثمرة برأس المال المخاطر في عام 2020. | 69 |
| 04 – 03 | أهم الشركات التي تم طرحها للاكتتاب العام خلال النصف الثاني عام 2020. | 72 |
| 05 – 03 | المبالغ المستثمرة برأس المال المخاطر الأمريكي لكل قطاع لعام 2020. | 73 |
| 06 – 03 | مجموع الصفقات المغلقة والمبالغ في كل قطاع للولايات المتحدة الأمريكية. | 75-74 |

قائمة الأشكال

| رقم الشكل | العنوان | الصفحة |
|-----------|---|--------|
| 01-01 | تعريف تقنية رأس المال المخاطر. | 8 |
| 02-01 | نشاطات رأس المال المخاطر. | 18 |
| 03-01 | مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر. | 20 |
| 01-02 | مصادر تمويل التنمية. | 41 |
| 01-03 | تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1980-1989. | 62 |
| 02-03 | تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1991-2003. | 63 |
| 03-03 | تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2000-2010. | 65 |
| 04-03 | تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2005-2015. | 66 |
| 05-03 | مبالغ رأس المال المخاطر المستثمرة في الولايات المتحدة الأمريكية. | 67 |
| 06-03 | رأس المال المخاطر الأمريكي خلال الفترة (2006-2020). | 70 |
| 07-03 | مبالغ تمويل رأس المال المخاطر المستثمرة الأمريكي لكل مرحلة. | 71 |
| 08-03 | مبالغ الخروج لرأس المال المخاطر وعدد شركات عرض الأسهم لأول مرة خلال الفترة 2006-2020. | 72 |
| 09-03 | نسبة كل قطاع من إجمالي المبالغ المستثمرة برأس المال المخاطر. | 75 |
| 10-03 | جنسية الممولين المؤسسيين في المغرب. | 86 |
| 11-03 | حصة المستثمرين في المغرب. | 87 |
| 12-03 | تطور رأس المال المخاطر في المغرب. | 88 |
| 13-03 | القطاعات المملوكة برأس المال المخاطر في المغرب. | 89 |
| 14-03 | تمويل القطاعات في نهاية 2019. | 90 |
| 15-03 | نسبة تمويل رأس المال المخاطر في كل مرحلة من مراحل الدخول. | 91 |
| 16-03 | نسبة تمويل رأس المال المخاطر لكل مرحلة في نهاية 2019. | 92 |

92

القطاعات التي تتوى الاستثمار فيها خلال السنوات الخمس
القادمة.

17-03

قائمة الملاحق

| العنوان | رقم الملحق |
|---|------------|
| القانون رقم 01-06 المتعلق بالوقاية من الفساد ومكافحته | 01 |
| Venture Capital Investments (\$ Billions) 1995 to 2015 | 02 |
| US VC Deal Flow by Sector : First-Round VC in 2020 | 03 |
| Montants Investis Et Réinvestis | 03 |
| Capitaux Levés Par Nationatité Des Investisseurs | 04 |

الملاخص

الملخص :

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة الدور الذي يلعبه التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في تحقيق التنمية، وذلك من خلال توفير التمويل اللازم لمختلف قطاعاتها والمساهمة في تعزيز تنمية الاقتصاد الوطني، الأمر الذي جعل قطاعات التنمية تحظى بمكانة بارزة في اقتصاديات البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء، حيث يقوم التمويل برأس المال المخاطر بتوفير المساعدة والدعم اللازم من أجل تخطي جميع المشاكل التي تواجهه وتعيق نمو قطاعات التنمية. وقد معرفة مدى مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل قطاعات التنمية، تم تسلیط الضوء على تجربتي كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المغربية في هذا المجال، التي تعتبر تجارب يقتدى بها مع الأخذ بعوامل نجاحها كمقترحات من أجل النهوض بصناعة رأس المال المخاطر في الجزائر.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر ، التمويل ، التنمية ، قطاعات التنمية.

Résumé :

L'objectif de cette étude est d'identifier le rôle du financement par capital-risque dans le développement en fournissant le financement nécessaire à ses différents secteurs et en contribuant au développement de l'économie nationale. Cela a permis aux secteurs du développement d'occuper une place prépondérante dans les économies des pays développés et en développement, où le financement par le capital-risque fournit le soutien nécessaires pour surmonter tous les problèmes auxquels sont confrontés les secteurs du développement et les entraves à leur croissance. En vue de déterminer dans quelle mesure le capital-risque contribue au financement des secteurs de développement, les expériences des États-Unis d'Amérique et du Royaume du Maroc dans ce domaine, qui sont émulées par leurs facteurs de succès, ont été soulignées comme des propositions pour faire progresser l'industrie du capital-risque en Algérie.

Mots-clés : Le capital-risque, Le financement, Le développement, Les secteurs du développement.

مقدمة

مقدمة

من البدائي أن التنمية هي عملية متكاملة يتوقف نجاحها على ما يقوم به البشر من جهد متعدد الجوانب والأشكال. والتنمية مفهوم كثر الحديث عنها عقب الحرب العالمية الثانية، حيث تعتبر قطاعات التنمية من أهم روافداتها في البلدان النامية والبلدان المتقدمة على حد سواء، لذلك يجب على القائمين بأمر التنمية في البلاد إحداث توازن في تمويل القطاعات وعدم الاعتماد على قطاع واحد، ولطالما شكل التمويل حيزاً هاماً ضمن اهتمام الباحثين والمتخصصين، حيث شهد هذا المجال تطورات كبيرة وابتكار أدوات تمويلية متعددة ومتعددة حتى تتماشى مع التطور والتوعي الذي شهدته الحاجات التمويلية، ولعل من نتائج التطور المستمر للوسائل التمويلية، ظهور نمط تمويلي جديد يختلف عن الطرق التقليدية (البورصة والقروض البنكية...)، من حيث نظرته للمخاطر المالية لهذا سمي برأس المال المخاطر أو المغامر أو الجريء.

ما لا شك فيه أن صناعة رأس المال المخاطر قائمة على الاستثمار في المشاريع الناشئة من خلال توفير الأموال اللازمة لها لبدء نشاطها كما تقوم بدور نشط في المراقبة، مدفوعة بسلسلة من الخبرات والعلاقات والمهارات تساهم في تحقيق النمو الداخلي للمشروع الممول، فيكون الهدف الأولي لاصحاب رؤوس الأموال المخاطرة هو تعظيم عوائدهم المالية وتحقيق فائض قيمة عند الخروج من الإستثمارات من خلال بيع حصصهم أو من خلال العرض العام للجمهور.

إن الاختلاف في حجم ونوعية أسواق رأس المال المخاطر عبر العالم يرجع للعديد من الأسباب، حيث تتصدر الولايات المتحدة الأمريكية مهنة التمويل برأس المال المخاطر على المستوى العالمي، ويرى الباحثون أنها مهد التقنية، لكن قبل أن تستطيع الصناعة الأمريكية لرأس المال المخاطر احتلال الصدارة العالمية، مرت بمراحل عديدة وتحديات مختلفة أدت إلى بلوغ مستويات التطور التي تعيشها اليوم. هذا النجاح دفع بالعديد من الدول النامية إلى تبني رأس المال المخاطر على سبيل المثال المملكة المغربية التي قطعت أشواطاً هامة في هذه الصناعة، وبناء على ما سبق يمكن طرح السؤال الجوهرى التالي:

كيف تساهم صناعة رأس المال المخاطر في تمويل قطاعات التنمية؟

وتدرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية وهي كالتالي:

- ✓ ما الذي يجعل رأس المال المخاطر بديلاً ملائماً لتمويل قطاعات التنمية؟
- ✓ ما المقصود بالتنمية؟ وما هي أهم قطاعات التنمية التي تحظى باهتمام المخاطرين برأس المال؟
- ✓ ما هي أهم عوامل نجاح تجربة كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المغربية في تمويل قطاعات التنمية برأس المال المخاطر؟

الفرضيات:

للإجابة على مجموعة الأسئلة الفرعية السابقة التي تضمنها الإشكالية الرئيسية قمنا ببلورة الفرضيات

التالية:

- ✓ يعد رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل قطاعات التنمية كونه تمويل يقوم على المشاركة في رأس المال، كما أنه تمويل لا يحتاج لضمانات.
- ✓ التنمية هي عملية واعية وهادفة تسعى لزيادة وتعظيم قدرة الفرد والمجموعة على التأثير على مسار وظروف المستقبل من خلال إحداث تغيرات مرئية وهامة في الظروف الحياتية.
- ✓ من بين أهم قطاعات التنمية التي تحظى باهتمام المخاطرين برأس المال تتمثل في قطاع تكنولوجيا المعلومات، البرمجيات، الرعاية الصحية، الخدمات بمختلف أصنافها.
- ✓ من بين العوامل التي جعلت من صناعة رأس المال المخاطر تؤدي الدور المنوط بها في تمويل قطاعات التنمية نجد الدعم الحكومي.

أهمية الدراسة:

تنبع أهمية هذه الدراسة من أهمية موضوعها، وهو صناعة رأس المال المخاطر الذي هو بدوره أسلوب من أساليب النهوض بمختلف قطاعات التنمية أيا كانت، وتمكين المهتمين والمستثمرين من معرفة مختلف التجارب الدولية في هذا المجال بغية الإستفادة منها.

أهداف الدراسة:

يهدف موضوع هذا البحث إلى التعريف بالنطاق التمويلي المسمى "رأس المال المخاطر"، وإبراز أهميته لدفع عجلة الإستثمار والتنمية عن طريق التمويلات الالزامية لمختلف قطاعات التنمية، ورصد تجربة كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المغربية في التمويل بتقنية رأس المال المخاطر.

أسباب اختيار الموضوع:

إن من أسباب اختيار الموضوع:

✓ **الأسباب الذاتية:** وتمثل في الميول الشخصي للباحث في مواضيع خاصة بمنطقة التمويل، بالأخص رأس المال المخاطر نظرا لأهميته البالغة في تمويل التنمية لأنها أصبحت هي المحدد الرئيسي لنجاح وتطور قطاعات التنمية.

✓ **الأسباب الموضوعية:** من بينها التعرف على تقنية التمويل برأس المال المخاطر وإدراك أهميتها في تمويل قطاعات التنمية، كما أن هذا الموضوع يندرج ضمن التخصص المدروس (مالية المؤسسة).

منهج الدراسة:

من أجل الإجابة على مختلف التساؤلات المطروحة التي تعكس إشكالية البحث، ومن أجل اختبار صحة الفرضيات المذكورة أعلاه، فقد تم اختيار المنهج الوصفي التحليلي للبحث، حيث تم استخدام المنهج الوصفي لتبيين جذور وأصل تقنية رأس المال المخاطر والمراحل التي مر بها وتطوره في بعض البلدان التي سنعرض تجاربها، وأيضاً للتعريف بهذه التقنية انطلاقاً من توضيح مختلف المفاهيم المرتبطة بها، والتعرف على آليات وميكانيزمات عملها، كما تم استخدام المنهج التحليلي في تحديد خصائص رأس المال المخاطر وإبراز فعاليته وأثاره على قطاعات التنمية وكذا معرفة عوامل ومحددات نجاحه.

الدراسات السابقة:

من الدراسات السابقة والتي تناولت تقنية رأس المال المخاطر نجد :

- **الدراسة الأولى:** رامي حيد، 2015، بعنوان: البديل التمويلي للإقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة. من بين الأهداف التي يراد تحقيقها من خلال هذه الدراسة، إيصال أهم ملامح وخصائص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأهميتها الاقتصادية والاجتماعية وكذا أهم المعوقات التي تواجه نشأتها ونموها، الوقوف على مدى صعوبة الوصول إلى مصادر التمويل التقليدية - خاصة القروض المصرفية - في المراحل الأولى من نشأة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في ظل بعض الخصائص التي تتميز بها.
- **الدراسة الثانية:** عبد الله بلعيدي، 2008، بعنوان: التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر باتنة. تكمن أهمية هذا البحث إلى تحقيق جملة من الأهداف هي المساهمة في إبراز البديل التمويلي لل الاقتصاد الذي يكتسي أهمية كبيرة، فهو يؤثر تأثيراً بالغاً على الحياة الاجتماعية والسياسية والثقافية لكل أمة ويختلف هذا التأثير باختلاف الأوضاع الاقتصادية، إن التمويل بنظام المشاركة يعمل على ترشيد الأموال العامة والخاصة، وبيني اقتصاداً يرتكز على القدرات الذاتية للمجتمع، ويحقق العدل بين الجانبين في تحمل المخاطر أو اقتسام الأرباح، وينتفي في ظل سعر الفائدة الثابت والمضمون، وبه يتوصل إلى استراتيجية شاملة للخروج من الأزمة الاقتصادية الحالية، توضيح الفروق القائمة علمياً وعملياً بين التمويل برأس المال المخاطر والتمويل بالمشاركة ومقارنته فعاليتها الاقتصادية.
- **الدراسة الثالثة:** عبيش سامية، 2014، بعنوان: شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة فرع التنظيم الاقتصادي جامعة قسنطينة 1. حيث تهدف هذه الدراسة إلى التطرق إلى نمط

تمويلي جديد والبديل المستحدث لتفعيل أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الإمام بالإطار التصوري حول الإصلاحات الإقتصادية في إطار التوجه الإقتصادي الجديد للإقتصاد الوطني في تشجيع الإستثمار.

وخلصت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

✓ وضعية رأس المال المخاطر في الجزائر لا تزال في بدايتها وأن تدخلاتها في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة جد متواضعة.

✓ التمويل عن طريق رأس المال المخاطر جد فعال بالنسبة للمشاريع الناشئة.

• **الدراسة الرابعة:** محمد السبتي، 2009، بعنوان: فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة FINALEP. حيث تهدف هذه الدراسة إلى التعريف بالنماذج التمويلية لرأس المال المخاطر وإبراز أهميته لدفع عجلة الإستثمار والتنمية عن طريق توفير التمويلات الالزامية للمشاريع الناشئة، إبراز أوجه الاختلاف بين رأس المال المخاطر وبقية التمويلات الأخرى. وقد خلصت هذه الدراسة إلى مجموعة من النتائج نذكر منها:

✓ يعتبر التمويل عن طريق رأس المال المخاطر التقنية الأنسب على الإطلاق بالنسبة للمشاريع الناشئة.

✓ أهم عوامل تطوير رأس المال المخاطر هو توفر إطار قانوني وضريبي ملائم لإنجاح هذه الشركات.

• **الدراسة الخامسة:** محمد سعد الناصر، 2012، بعنوان: رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية. حيث سعى هذا البحث إلى توضيح أهمية رأس المال المخاطر كبديل تمويلي، ونموذج استثماري يتوافق مع الشريعة، ويسهم في الوقت نفسه في إدارة منظمة للمخاطر الكبيرة التي تواجهها المشروعات الجديدة، وكذا دراسة واقع صناعة رأس المال المخاطر في المملكة العربية السعودية، ومقارنة بوضاعها في الدول المتقدمة، وتقديم التوصيات والمقترنات الالزامية لتطويره بما يدعم الإقتصاد الوطني السعودي.

الفصل الأول:

الإطار النظري لرأس المال

المخاطر.

تمهيد

عند تسلط الضوء على الأدبيات النظرية التي تناولت دراسة رأس المال المخاطر نجدها في مجلتها تتفق بأنها آلية تمويل تجأ إليها كثير من المشاريع الإستثمارية التي تتميز بدرجة كبيرة من المخاطر، التي تبحث عن تطوير أفكار إبتكارية جديدة، وذلك لما تتميز به من خصائص هامة في قدرتها على الدعم المالي بصفة عامة، وذلك في ظل محدودية التمويلات التقليدية كونها تقدم تمويل بدون ضمانات مع تقديم الدعم الفني والمتمثل في الإستثمارات والإقتراحات.

من أجل الإحاطة بجميع جوانب رأس المال المخاطر تم تقسيم الفصل إلى:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول رأس المال المخاطر.

المطلب الأول: نشأة وتطور رأس المال المخاطر.

المطلب الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر وخصائصه.

المطلب الثالث: أشكال رأس المال المخاطر وأسباب اللجوء إليه.

المبحث الثاني: صناعة رأس المال المخاطر.

المطلب الأول: الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر.

المطلب الثاني: توقيت دخول رأس المال المخاطر.

المطلب الثالث: مراحل الإستثمار عند طريق رأس المال المخاطر.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول رأس المال المخاطر.

في هذا المبحث سوف نتطرق إلى نشأة رأس المال المخاطر، ومفهومه والخصائص التي تميزه عن غيره من الأدوات التمويلية الأخرى، ومختلف الأشكال التي قد يكون عليها رأس المال المخاطر، كذلك أسباب اللجوء إليه.

المطلب الأول: نشأة وتطور رأس المال المخاطر.

يرجع أصل نشأة رأس المال المخاطر إلى اليوناني Thalès De Milet الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي (استخراج زيت الزيتون)، بفضل الأموال التي حصل عليها من المقرضين المخاطرين، وقد تكررت التجربة بعد ألفي سنة مع رحلات الإسبان والبرتغال إلى العالم الجديد خلال القرنين 15 و 16 التي تعهدوا بها الرأسماليون المخاطرون Venture-Capitalistes الذين اشتروا السفن ومولوا الرحلات.¹ فعادة ما يربط أصحاب رأس المال المخاطر أعمالهم بقصة كريستوف كولومبوس، الذي سعى في القرن 15 إلى السفر نحو الغرب بدلاً من الإتجاه إلى شرق أوروبا، وهكذا خطط للوصول إلى الهند ولكن لم تلقى هذه الفكرة بعيدة الإحتمال عطف وتأييد ملك البرتغال الذي رفض تمويل رحلته. وما أن قررت الملكة إيزابيلا ملكة إسبانيا توفير التمويل اللازم للرحلة، دخلت رحلات كريستوف كولومبوس من أوسع أبواب التاريخ.²

وببدأ قطاع رأس المال مخاطر بشكله الحديث في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية، على يد الجنرال الفرنسي جورج دوريو (1899-1987) (Georges Doriot) الذي أنشأ في سنة 1946 بأمريكا أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم بالتعاون مع مجموعة من الممولين من بوسطن تحت إسم: الأمريكية للأبحاث والتطوير <ARD>. والتي عملت على تمويل شركات صغيرة تعمل في مجال التجديد، خاصة الشركات الإلكترونية، بعد ذلك عرف

¹ آيت عكاش سمير، داودي فاطمة الزهراء، رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة Sofinance، مداخلة ضمن فعاليات الملتقى الدولي حول التوجهات الحديثة لسياسة المالية للمؤسسة، المنعقد يومي 14-15 نوفمبر 2016، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، ص 6.

² تطبيق تجربة رأس المال المخاطر المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وزارة المالية، جمهورية مصر العربية، جوان 2004، يمكن الإطلاع عليه عبر الموقع التالي:

http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/Small_Projects/SR/SR-11-1.pdf (Le 07/03/2021 à 11:00).

رأس المال المخاطر الإنطلاقة الحقيقة ابتداء من سنة 1950 تحت اسم *venture capital*، وأصبح النموذج الأمريكي في نشاط رأس المال مخاطر مرجعية لكل العالم في هذا المجال.¹

أما في أوروبا فقد عرفت مؤسسات رأس المال المخاطر في تاريخ أحدث لكنها لاقت عناية كبيرة من الجماعة الأوروبية التي أُسست في بروكسل عام 1983 الجماعة الأوروبية لرأس المال المخاطر لتطوير حرف رأس المال المخاطر في أوروبا، وقد حدث فعلاً تزايد ملحوظ في نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر منذ إنشاء هذه الجمعية، وانتشرت هذه المؤسسات بعد ذلك في دول أخرى بهدف مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.²

ويعد انتشار مصطلح رأس المال مخاطر في دول العالم لتحقيق عدة أهداف أهمها:³

- ✓ توفير التمويل اللازم خاصة للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة والتي عادة ما تكون غير مدرجة في البورصة لعدم قدرتها على إصدار أسهم وسندات وطرحها للاكتتاب، بالإضافة إلى كون هذه المؤسسات تفتقر للضمانات اللازمة والكافية لتيسير حصولها على القروض المصرفية؛
- ✓ مواجهة الاحتياجات المالية المتعلقة بالاستثمار خلال جميع مراحل حياة المؤسسة؛
- ✓ توفير التمويل للمؤسسات الجديدة أو العالية المخاطر والتي لا تستطيع الحصول على القروض المصرفية في ظل غياب الضمانات الكافية؛

✓ تسريع النمو الداخلي لبعض المؤسسات (تمويل احتياجاتها لرأس المال العامل)، والتي تخطت مرحلة الإنشاء حيث عادة ما تحتاج هذه المؤسسات الجرعات تمويلية تتحقق تدريجياً.

إن رأس المال المخاطر له أهمية قصوى في سوق رأس المال، مهمته تعتبر ضرورية لدعم النمو الاقتصادي، ويمكن حصر أهداف رأس المال المخاطر في النقاط التالية:

✓ تدعم برامج الإصلاح الاقتصادي: نجد أن الدول التي تطبق برنامج الإصلاح الاقتصادي والتي تحتاج إلى رؤوس الأموال ذات طبيعة خاصة والتي تحتاج إلى هيكلة مالية وفنية، تلعب هذه المؤسسات دوراً حيوياً في

¹ بن ساعد عبد الرحمن، صابور سعاد، رأس المال المخاطر ودوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة Sofinance، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية، العدد الخامس، فيفري-شباط 2019، المركز الديمقراطي العربي برلين، ألمانيا، ص 17.

² عبد الله بلعيدي، التمويل برأسي المال المخاطر، دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم السياسية، قسم الشريعة، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، سنة 2007-2008، ص 89-90.

³ ضياف علية، حمانة كمال، رأس المال المخاطر إتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة حالة الجزائر، مجلة الباحث الاقتصادي، العدد 05، جوان 2016، ص 171.

توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية الالزمة لهذا القطاع، وتساهم في الحد من الآثار التضخمية حيث توفر التمويل اللازم للمشروعات الإقتصادية؛

✓ **دعم تمويل المؤسسات الجديدة:** يمثل دعم المؤسسات الجديدة المجال الطبيعي لنشاط مؤسسة رأس المال المخاطر حيث تقدم الدعم المالي والفنى والإدارى وكذلك الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية انطلاقتها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل، بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفاعلية أشخاصه وهذه الوظيفة هامة جداً ل تلك المشروعات خاصة في البلدان النامية؛

✓ **دعم المؤسسات المتعثرة:** تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفنى اللازم وكذلك الإدارة للمؤسسات المتعثرة وجدب الإستثمارات إليها، لأنها شريكة فيها، فهي تحرص أشد الحرص على المتابعة الفنية والمالية الضرورية لصلاح مسارها، لتحفيز المستثمرين وبث روح الطمأنينة في نفوسهم على الإستثمار للإستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطها ويزدهر.

المطلب الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر وخصائصه.

في هذا المطلب سوف نفصل في مختلف التعريفات المتدالة عن رأس المال المخاطر مع بيان أهميته وكذا الخصائص التي تميزه عن باقي المصادر التمويلية الأخرى.

أولاً/ مفهوم رأس المال المخاطر:

تبادر الأذهان تعريفات وتأويلات مختلفة عند سماع مصطلح رأس المال المخاطر وكل تصوره الخاص حول هذا النمط التمويلي، الذي يعتبر ظهوره هذا المصطلح حديثاً وانتشاره قليلاً، مما أدى إلى عدم معرفته بشكل دقيق من طرف معظم مختلف الفئات، ومن بين أهم التعريفات رأس المال مخاطر ذكرها كما يلي:

✓ التعريف الأول له¹:

لقد اعتبر (Battini) رائد رأس المال المخاطر من أن مصطلح (Capital-risque) ليس معناه (Venture Capital) الأمريكي أو الإنجليزي حيث فسر المصطلح الأول بأنه كل العمليات التمويلية التي تتضمن قدر معين من المخاطرة، وفسر المصطلح الثاني بأنه رأس المال المشارك في المغامرة.

¹ M.Yazid Taalba, **Le capital-risque Réalités algériennes et perspectives de développement**, mémoire de fin d'études en vue de l'obtention de diplôme Supérieur des études Bancaires, Ecole Supérieure de Banque, Banque d'Algérie, décembre 2003, 5ème promotion, pp 4 - 5.

✓ التعريف الثاني لـ الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر:¹

لقد عرفه تقرير الجمعية الأوروبية بأنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتطوّر في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكّد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد، أملاً في الحصول على فائض قيمة في المستقبل البعيد نسبياً حال إعادة بيع حصة هذه المؤسسة بعد عدة سنوات.

✓ التعريف الثالث لـ الجمعية الوطنية الأمريكية لرأس المال المخاطر:²

حسب الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر (NVCA) (الولايات المتحدة الأمريكية) يعرف رأس المال المخاطر على أنه: "كل استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل في منشآت تملك استعدادات قوية منجز من طرف مستثمرين متخصصين".

✓ التعريف الرابع لـ القانون الجزائري:³

يعرفه المشرع الجزائري في القانون رقم 11-06 الصادر بتاريخ 24/06/2006 شركات رأس المال الإستثماري بأنها: "الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس مال الشركة وفي كل عملية تمثل في تقديم حصة من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخوّصة".

✓ التعريف الخامس لـ القانون الفرنسي:⁴

ورد في القانون 08-01 المؤرخ في 03 جانفي 1983 المتعلق بالصناديق الجماعية للتوظيفات الخطيرة (les fonds communs de placements à risque) ثم في قانون 85-695 المؤرخ في 11 جويلية 1985 المتعلق بشركات رأس المال المخاطر (sociétés de capital risque)، وصفه bessis بأنه: " عام ويترك للمتعاملين مجالاً للمناورة وهذا يترجم غموض الحدود بين رأس المال المخاطر والنشاطات الأخرى المرتبطة به، حيث أن هذا التعريف يضم ضمن مهنة رأس المال المخاطر كل عمليات التمويل بالأموال الخاصة في المنشأة الغير مسيرة بالبورصة، أي أنه تمويل يتعلق بكل مراحل النمو ما يقابل مفهوم رأس المال الإستثماري".

¹ صحراوي مقلاتي، **التمويل برأس المال المخاطر منظور إسلامي**، بحث مقدم إلى مؤتمر المصادر الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري بدبي، 31 ماي 03 جوان 2009، ص 13.

² Emmanuelle Dubocage, Dorothée Rivaud Danset, **le capital-risque**, Ed La Découverte paris, 2006, p6.

³ القانون 06-11 من القانون 06-11 المتعلق بشركات رأس المال الإستثماري، الجريدة الرسمية الجزائرية، العدد 42، بتاريخ 25 جويلية، 2016، ص 4.

⁴ عبديش سامية، **شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة**، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، تخصص القانون العام، جامعة قسنطينة 1، سنة 2013-2014، ص 47.

✓ التعريف السادس:

يمكن تعريف رأس المال المخاطر بأنه مصدر تمويلي قائم على غير أساس المدaiنات، وهو بديل المصارف التقليدية سواء القروض البنكية أو الأسهم والسنادات المتداولة من خلال البورصة، ويأخذ رأس المال المخاطر شكل الملكية، سواء من خلال الأسهم العادي، أو الممتازة القابلة للتحويل لأسهم شركات مسجلة في البورصة، والعائد على هذه الأسهم يكون على الأرباح الناتجة عن الفرق بين ما تم الإكتتاب عليه في بداية المشروع من أموال وبين قيمة بيع المشروع بعد نجاحه.¹

✓ التعريف السابع:

يعرف رأس المال المخاطر بأنه " هو تمويل المشاريع الاستثمارية لكل من المؤسسات الصغيرة والحديثة، في مرحلة ما بعد الإنشاء، من خلال المساهمة برأس المال، متابعة الإستثمارات لمدة طويلة والتدخل النشيط والمستمر في تسيير المؤسسة".

✓ التعريف الثامن:

يكون تعريفه بأنه "استثمار مرفق بدرجة عالية من المخاطرة، وهو مرتبط بمراحل الاستثمار في المؤسسة".

✓ التعريف التاسع:

يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد.²

✓ التعريف العاشر:

يعرف رأس المال المخاطر بأنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتطوّي في الحال على تيقن في الحصول على

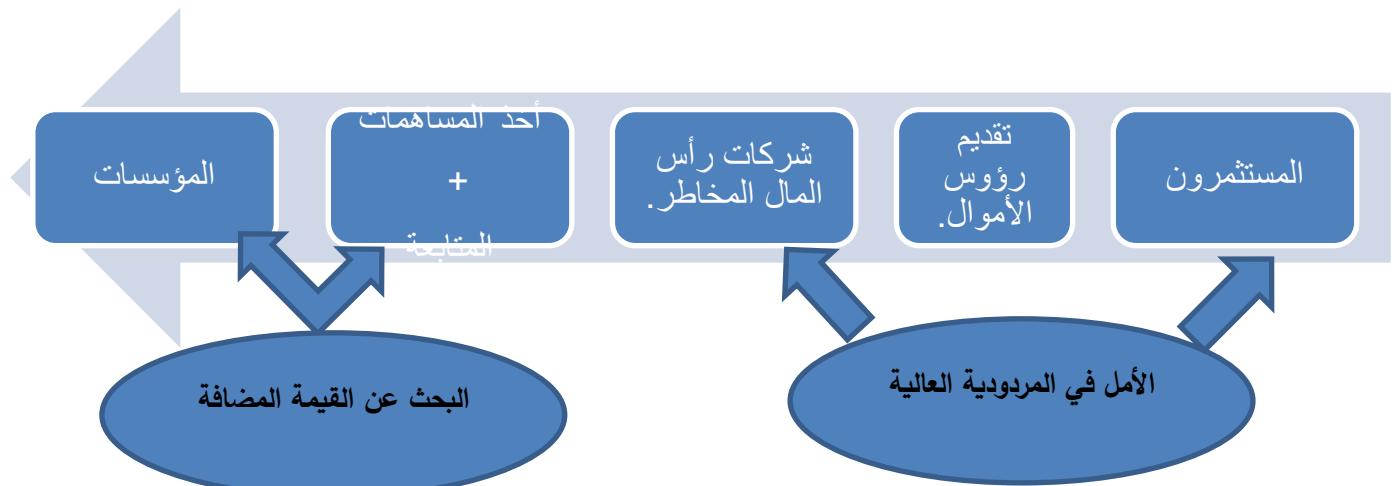
¹ الصادق بو شنافه، بوزيانى جيلالى، واقع رأس المال المخاطر في المصارف الإسلامية في تمويل القطاعات التنموية، مجلة الاقتصاد والتنمية - مخبر التنمية المحلية المستدامة- العدد 4، جامعة المدية، جوان 2015، ص 33.

² زادورك منير، رأس المال المخاطر كآلية من آليات الهندسة المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية دراسة سوق رأس المال المخاطر في الجزائر-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، ص 134.

دخل، أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد وهذه الحالة تعتبر مصدر المخاطر، أملًا في الحصول على فائض قيمة قوي في المستقبل البعيد نسبياً.¹

❖ لقد تعددت التعريفات المقدمة أعلاه لرأس المال المخاطر واتفقت في مجملها على أن رأس المال المخاطر (venture capital) هو جزء من صناعة رأس المال الاستثماري (private equity) حيث يعتبر وساطة مالية متخصصة تركز على استثمار أموال المستثمرين بشكل مباشر في رأس مال مؤسسات جديدة ذات معدل نمو مرتفع وخطر عالي، يكون هذا الاستثمار على أساس فترة محددة تكون نهايتها خروج شركة رأس المال المخاطر من الاستثمار. ويمكن توضيح التعريف السابق من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (01-01): يوضح تعريف تقنية رأس المال المخاطر.



المصدر: عبيش سامية، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، كلية الحقوق، تخصص القانون العام، جامعة قسنطينة 1، سنة 2013-2014، ص 47.

ثانياً/ خصائص رأس المال المخاطر:

من خلال ما قدمناه في مفهوم رأس المال المخاطر يمكن أن نميز لهذا الأخير بجملة من الخصائص التي تجعله يختلف عن التمويل التقليدي في عدة اختلافات وتمثل هذه الخصائص فيما يلي:

- ✓ **استثمار لمدة زمنية قصوى محددة:** يتميز نشاط رأس المال مخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدمًا للتمويل بغض النظر عن العمر الاقتصادي للمشروع موضوع التمويل، حيث يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المسورة لفترة تردد من 3 إلى 10 سنوات، وخلال هذه الفترة لا يحق

¹ بعيري عبد الله، مقلاتي عاشر، المقارنة بين رأس المال المخاطر وحاضنات الأعمال في تمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع إمكانية التكامل التنموي بينهما، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد السادس، جامعة أم الري، ديسمبر 2016،

للمخاطرين برأس المال استرداد أصل رأس المال وعائده، وإنما يتم هذا الإسترداد من خلال بيع مساهماتهم أو إدراجها بالبورصة وذلك عندما يبدأ المشروع في تحقيق عوائد مالية.

✓ **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، وبما أن أغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تفتقر إلى الضمانات الكافية التي تؤهلها للحصول على قرض طويل الأجل من البنوك خاصة في المراحل الأولى من حياتها، فإن التمويل برأس المال المخاطر يعد بديلا هاما لنموها وتطورها إذا ما تم إعداد خطة عمل جيدة تجذب بها انتباه المستثمرين.

✓ **يتدخل خلال أي مرحلة من مراحل دورة حياة المؤسسة:** يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مختلف مراحل حياة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة الإبتكارية، إنطلاقا من تمويل المراحل التي تسبق الإنشاء، إلى تمويل الانطلاق، ثم التطوير، وصولا إلى تمويل تحويل الملكية، وفي بعض الأحيان تقويمها (Redressement) وبقائها (Suive).

✓ **يأخذ شكل وساطة مالية:** يعتبر رأس المال المخاطر أيضا 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 المال للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لها أسواق واعدة والتي يكون هدفها عادة وضع أفكار وأبحاث تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع.¹

✓ **بديل لاقتصاد الاستدانة:** رأس المال المخاطر يعتبر الوجه المقابل لاقتصاد الاستدانة حيث أنه لا يمد المشروعات بقرض وإنما يزودها بأموال تندمج في رأس المال الخاص للمشروعات (مشاركة أو مساهمة) فهو يوفر تمويلا مجانيا.

✓ **المشاركة في الربح والخسارة:** العلاقة في رأس المال المخاطر علاقة شراكة يشترك فيها الجميع في الربح والخسارة حيث تتفق المصالح والوجهة لا تتعارض.

✓ **الشراكة ليست مالية فقط:** لا تتوقف مشاركة المخاطرين على الجانب المالي وإنما تكون مصحوبة بالمتابعة والنصح خاصة إذا تبنى المخاطرون سياسية المتابعة الإيجابية (Suivi Actif) المستمرة للمشروع.

¹ راجح خوني، حميد رامي، **فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة**، مجلة الاقتصاد الصناعي، العدد 9، ديسمبر 2015، جامعة بسكرة، الجزائر، ص ص 489-490.

✓ **تمويل متخصص في الشركات الجديدة الوعادة:** يعد رأس المال المخاطر قاطرة استثمار متخصصة في الشركات غير المقيدة في البورصة وهي عادة مشاريع في مرحلة الانطلاق عالية المخاطر لكن يتوقع لها نجاح مستقبلي.

✓ **ارتفاع المخاطر والعائد:** ينتظر المستثمر في رأس المال المخاطر عادة عائد ما بين 30%، 40% في السنة وهذا العائد المرتفع هو نظير المخاطر العالية التي ينطوي عليها المشروع والتي عرض نفسه لها حيث عطل جزء من أمواله لفترة زمنية طويلة ولم يتحصل على أي تسديد مؤقت.

✓ **مرحلة التمويل:** من خصائص رأس المال المخاطر أن التمويل يتم على مراحل وليس دفعة واحدة إذ يستوجب الحصول على الدفعات الموالية وعرض نتائج ما تم تحقيقه وموافقة هذا الأخير ورضاه على ما تحقق للحصول على الأموال وهذا يضمن للممول مراقبة توظيف الأموال وإمكانية استدراك الأمر قبل تضاعف الخسارة في حالة الفشل إما بالإنسحاب نهائياً أو تعديل خطط المشروع وتعديل مساره.¹ من خلال ما تم تقديمها من خصائص يمكن إبراز مختلف الفروق بين تقنية التمويل برأس المال المخاطر والتمويل بالقروض التقليدية في الجدول التالي:

الجدول رقم (01-01): مقارنة بين رأس المال المخاطر والقروض التقليدية.

| القروض التقليدية | رأس المال المخاطر | وجه المقارنة |
|---|--|--|
| استدانة. | المشاركة في الملكية. | المبدأ |
| المصارف التجارية والمتخصصة. | شركات رأس المال المخاطر وصناديق رأس المال المخاطر. | مصدر التمويل |
| الحصول على الفائدة في الوقت المحدد. | تنمية المشروع للحصول على الربح بواسطة آليات تخارج رأس المال المخاطر. | هدف الممول |
| طويل ومتوسط وقصير الأجل. | طويل الأجل. | نوع التمويل من حيث المدة |
| يستهدف في الغالب مشاريع تقليدية وشركات قائمة. ويتخاذ قرار التمويل عند توفر الشروط والضمانات المطلوبة. | يستهدف مشاريع إبداعية وابتكارية في مرحلة التأسيس أو التوسيع. ويعتمد قرار التمويل على معايير مستقبلية مرتبطة بإمكانية تطبيق ونمو المشروع أو الفكرة. | المشاريع المستهدفة واتخاذ قرار التمويل |

¹ رقية حساني، *رأس المال مخاطر كديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة*، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 16، جامعة محمد

خيسير بسكرة، الجزائر، مارس 2009، ص 85.

| الخدمات المضافة | يقدم المستثمر خدمات مضافة مثل الدعم الفني والاستشارات التسويقية والاستراتيجية والمشاركة الإدارية. | لا توجد. |
|-----------------|---|----------|
|-----------------|---|----------|

المصدر: محمد سعد الناصر، رأس المال المخاطر: نموذج واعد لتمويل المشروعات الريادية في المملكة العربية السعودية، بحث مكمل لمرحلة الماجستير مدعاوم من برنامج دعم أبحاث ورسائل طلاب الدراسات العليا في كرسي سبك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية مشروع رقم (21-01)، 2012. ص 40.

المطلب الثالث: أشكال رأس المال المخاطر وأسباب اللجوء إليه.

لقد خصصنا هذا المطلب لتفصيل في أشكال رأس المال المخاطر، وكذا أسباب اللجوء إليه كما يلي:

أولاً/ أشكال رأس المال المخاطر:

ما سبق يمكن القول أن رأس المال المخاطر نجد في أربعة أشكال وفي هذا المطلب سوف نقوم بالتفصيل في هذه الأشكال كما يلي:¹

► **رأس المال المخاطر المؤسستي (Institutional venture capital)**

يعد رأس المال المخاطر المؤسستي من أكبر أقسام هذا الصنف من الأصول المهيمنة والمنتشرة ويضم مجموعة كبيرة من شركات رأس المال المخاطر المستقلة الأسرية والهجينة.

لقد ذهب كل من Freear و Wetzel، إلى القول أن رأس المال المخاطر المؤسستي يرتبط في القديم برأس المال التأسيسي للمؤسسات المبتدئة التي دخلت في البحث وتطوير المنتوج وما إلى ذلك، ودور هذه التقنية في تمويل هكذا مؤسسات منوه عنه، ويضيف الباحثان أن رؤوس الأموال المخاطرة المؤسستية سميت أيضاً بأنها المصدر المهيمن لما بعد التمويل البذري لدى المؤسسات الصغيرة والتكنولوجية المتوجهة للتوسيع.

► **رأس المال المخاطر المشارك (Corporate venture capital)**

يقصد به نشاط المجمعات الصناعية الكبرى (Les grande Groupes industriels)، في رأس المال المخاطر. ووفقاً لـ Siegel et al ، فإن رأس المال المخاطر المشارك منتشر بكثرة في الدول المتقدمة لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية، أوروبا واليابان، حيث تقوم الشركات التي تتوفر على سيولة كبيرة، لا سيما المتعددة الجنسية منها بأخذ مساحات في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المدرجة بالبورصة وذلك من أجل تحقيق أهداف مالية واستراتيجية.

تم استثمارات رأس المال المخاطر المشارك بطرق مختلفة لعل أبرزها:

✓ **رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛**

¹ رامي حيد، البدائل التمويلية للإقراض الملائمة للمؤسسة الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، سنة 2014-2015، ص 64-66.

- ✓ الإستثمارات في صناديق رأس المال المخاطر؛
- ✓ إنشاء فروع خاصة (Divisions Propres) متخصصة في الإستثمار برأس المال المخاطر؛
- ✓ المراقبة المالية لإطارات المجمع الصناعي من أجل إنشاء مؤسساتهم الخاصة (Spin off).

➢ رأس المال المخاطر الاجتماعي (Social venture capital)

تمت اعتراف متمامي بأن لصناعة رأس المال مخاطر قد أهملت بعض قطاعات المجتمع ولقد أدى هذا الإهمال إلى نمو ما يعرف برأس المال المخاطر الاجتماعي. حيث توصلت دراسة قامت بها كلية إدارة الأعمال بجامعة هارفارد (HBS)، إلى أن الأموال التي أهدافها الأولية ليست المدخلات الإقتصادية العالية مسؤولة الآن على 40% من النفقات الخطرة، وعلى أكثر من نصف استثمارات المرحلة المبكرة في الولايات المتحدة.

استعرض Waddell، تسعة رؤوس أموال مخاطرة أمريكية التي تتبع أهدافا اجتماعية ومالية، مثلا: الإستثمار في مشاريع حساسة بيئياً أو في تلك التي تمتلكها مجموعة عمالية أو أقليات عرقية، ولقد وجد فروقاً واضحة بين رؤوس الأموال المخاطرة الاجتماعية والتقليدية، حيث أن الأولى طورت مهاماً واضحة وجوانب استثمارية مختلفة ولها شبكات جماعية مختلفة.

وتشير نفس الدراسة التي قامت بها كلية إدارة الأعمال بجامعة هارفارد الأمريكية (HBS)، أن هذه الأموال تشغله بطرق مختلفة، حيث يمكنها أن تكون أموال تشغله الحكومة لوحدها، أو أموالاً مستقلة تجمع بين الأموال العمومية والخاصة. وبغض النظر عن هيكل الأموال، فإن الحاجة إلى مجهودات رسمية لتكميل القطاع الخاص تبني على فرضيتين مشتركتين: بأن القطاع الخاص لا يقدم الأموال الخاصة للمؤسسات على الأقل في بعض المراحل وفي بعض الصناعات، وبأن الحكومات بإمكانها أن تحدد المؤسسات التي ستؤدي الإستثمارات فيها في النهاية إلى عوائد اجتماعية ومالية.

➢ رأس المال المخاطر غير الرسمي (Informal venture capital)¹

يتكون السوق غير الرسمي لرأس المال المخاطر مما يسمى ملائكة الأعمال busniss angles ويطلق عليهم أيضاً مستثمر العناية الإلهية investisseurs providentiels، مستثمرون فرديون investisseurs individuels، وكذلك رأس المال غير الرسمي informel غير أن المصطلح الأول هو الأكثر شيوعاً و استخداماً ملائكة الأعمال busniss angles، ويعرف الملائكة الأعمالي على أنهم أشخاص طبيعيون يستثمرون جزءاً من أموالهم في مؤسسات مجددة وواعدة، والذين بالإضافة إلى أموالهم يضعون وبالمجان

¹ رقية حساني، رأس المال مخاطر كيديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 90.

تحت تصرف صاحب المؤسسة خبراتهم وكفاءاتهم، وعلاقتهم وجزء من وقتهم، ويوفر ملائكة الأعمال، الأموال اللازمة للمرحلة الأولى أي L'amorgage وتقوم الشركات التي يتم تمويلها بجمع الأموال اللازمة للمرحلتين الثانية والثالثة عادة من شركات رأس المال المخاطر أو سوق الأسهم العامة.

والخاصية الأساسية لملائكة الأعمال هي أن استثمارهم لا يكون إلا في مؤسسات مجددة وواعدة تواجه مخاطر عالية جداً هذه المخاطر العالية في حالة نجاح المؤسسة ستترجم في عوائد مالية جد معتبرة، ومصطلح مجددة هنا يعني ما هو جيد مقارنة مع ما هو موجود حالياً، ولا يتعلق الأمر إذن فقط بالتجدد التكنولوجي، كما يتميز ملائكة الأعمال بجملة أخرى منها: متعلمون والعديد منهم يحملون شهادات جامعية، معظم الشركات التي يتم تمويلها تقع على بعد يوم واحد من السفر، معظم التمويل يكون للشركات التي هي في طور الإنشاء أو التي تبلغ أقل من 5 سنوات من عمرها، قد يشاركون مع 9-12 مستثمر آخر، المجالات المفضلة للتمويل: التصنيع السلع الصناعية السلع الإستهلاكية، الطاقة والموارد الطبيعية، الخدمات، التجارة.

ثانياً: أسباب الجوء لرأس المال المخاطر:

ونلخصها في النقاط التالية:¹

- ✓ يشكل رأس المال المخاطر أحد الحلول الهامة لمحاباة مشكلة التمويل التي تواجه المشروعات الصغيرة والمتوسطة عند نشأتها، أي خلال مرحلة التكوين والنمو المبكر والتي يصعب تمويلها من خلال الاقتراض، أو من خلال حقوق الملكية، ويفسر ذلك بما يلي:
- يصعب تمويل هذه المشروعات من خلال الاقتراض من البنوك أو أي مؤسسات مالية، وذلك لأن هذه المؤسسات ترفض عادة، تطبيقاً لمنطق السياسة الإنقمانية الحكمية، تمويل المشروعات دون وجود حد أدنى من رأس المال المملوك والذي يقدمه مالك المشروع أو أن يتم دون الحصول على ضمانات (رهون مثلاً). والحقيقة أن ملاك المشروعات المتوسطة والصغيرة ليست لديهم القدرة على الوفاء بمثل هذه المتطلبات نظراً لأن أغلبية رأس مال هؤلاء يتمثل في الأفكار أي رأس مالهم بشرى وليس في صورة نقدية، مثل ذلك مشروعات إنتاج وتصميم برامج معلوماتية أو مشروعات تنفيذ الأفكار العلمية والبحثية في مجال تصنيع الآلات أو الماكينات الجديدة، كما أنهم لا يمتلكون عند نشأتها أو في بدايتها أية أصول يمكن أن تصلح وعاء لضمانات تسهل لهم الحصول على ما يلزمهم من أموال من مؤسسات التمويل المختلفة؛

¹ سامي عبد الباقي، الهيئة العامة للرقابة المالية، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق رأس المال، مصر، جويلية سنة 2010، ص 17-19.

- يصعب على المشروعات المتوسطة والصغيرة الحصول على التمويل الخارجي اللازم لها من خلال حقوق الملكية (طرح أسهم لـ الإكتتاب العام، وذلك لعدم استجمامها للشروط والمتطلبات القانونية التي يستلزمها قانون سوق رأس المال الطرح الأسمى في الإكتتاب العام. أضف إلى ذلك أن جذب رأس المال من خلال حقوق الملكية لتمويل نشاط ما يتطلب أن يكون هذا النشاط مرتفع الربحية وعليه طلب من جانب السوق ويكون من السهل تصفيته ببيع الأسهم من خلال السوق، وهو ما لا يتوافر في المشروعات الصغيرة والمتوسطة التي ينطوي تمويلها في مراحلها المبكرة على مخاطر كبيرة لا يتحملها إلا رأس المال المخاطر. أما المستثمرون العاديون فلن يقبلوا على شراء الأسهم، التي يمكن أن تقوم بطرحها المشروعات الصغيرة والمتوسطة، نظراً لصعوبة بيع هذه الأسهم في السوق، لافتقارها ل السيولة ال لازمة والتي ترجع إلى المخاطر الكبيرة المرتبطة بالمشروع، الذي لن يدر دخلاً ولن يوزع ربحاً إلا بعد فترة زمنية ليست بالقصيرة؛
- إن رأس المال المخاطر يشكل الحل الأمثل لتفعيل رغبة الدولة في الأخذ بأيدي أصحاب المشروعات الصغيرة والمتوسطة لمساعدتهم في التغلب على المصاعب التمويلية التي تواجههم عند تكوين المشروع، وذلك كله بدون اللجوء إلى الإقراض أو التمويل عن طريق حقوق الملكية؛
- ✓ يساهم رأس المال المخاطر في تحقيق النمو الاقتصادي، وللدليل على ذلك نجد أن تمويل المشروعات التكنولوجية يعتمد أساساً على رأس مال مخاطر وتساهم هذه المشروعات في تحقيق النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة لا تقل عن الثلث ولا تزيد عن النصف. يضاف إلى ذلك، أنه كلما زادت المشروعات التكنولوجية الحديثة التي يتم تمويلها برأس المال المخاطر، زادت القدرة التنافسية لل الاقتصاد الوطني خاصة في ظل عالم بدون حواجز جمركية؛
- ✓ ساهم رأس المال المخاطر في توفير وظائف جديدة في القطاعات التكنولوجية (تكنولوجيا الاتصالات - تكنولوجيا الأنترنت) التي يتم تمويلها برأس المال المخاطر. وللدليل على ذلك، هو ما أدى إليه تمويل المشروعات برأس المال المخاطر من خلق أكثر من مليون فرصة عمل في الولايات المتحدة الأمريكية خلال ثمانية أعوام، ومن زيادة معدل التوظيف في قطاع الاتصالات الفرنسي بنسبة تزيد على 5 سنوياً؛
- ✓ يقوم رأس المال المخاطر بتمويل مشروعات ذات مخاطر مرتفعة لا يقبل على تمويلها عادة البنوك والمؤسسات المالية المختلفة، وذلك لغياب الأصول التي تشكل الوعاء الرئيسي للضمانات التي تطلبها عادة هذه البنوك كشرط لتقديم التمويل اللازم. وبعبارة أخرى، يقبل أصحاب رأس المال المخاطر، على عكس البنوك، على التمويل بدون ضمانات وفي بعض الأحيان التمويل على المكشوف، أي دون وجود رأس مال مملوك من قبل أصحاب فكرة المشروع؛

✓ ولا يقتصر دور رأس المال المخاطر على توفير التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة والمتوسطة سواء عند نشأتها أو عند التوسيع في أنشطتها، وإنما يمتد ليشمل إمداد مثل هذه المشروعات بالكوادر والخبرات الفنية والإدارية التي تفقد إليها وهو ما يطلق عليه في تمويل إعادة الهيكلة البشرية والإدارية.

المبحث الثاني: صناعة رأس المال المخاطر.

تحديثنا في المبحث السابق عن رأس المال المخاطر، وأخذنا نظرة ومفاهيم شمولية عنه، وسننطرب في هذا المبحث إلى صناعة رأس المال المخاطر حيث نلتمس فيه الأطراف المتدخلة فيه، وتوقيت دخوله، وكذا المراحل التمويلية لرأس المال المخاطر.

المطلب الأول: الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر.

إن التمويل برأس المال المخاطر يتطلب توفر أطراف تمثل في المستثمرون (أصحاب الفائض المالي)، شركات رأس المال المخاطر التي تلعب دور الوساطة وسوف نتطرق في كل عنصر على حدى فيما يلي:

أولاً/ المستثمرون (Institutional investors)

يتدخل هؤلاء المستثمرون من خلال الموارد المالية طويلة الأجل الذين يكونون على استعداد للمخاطرة بها، حيث أنها تمنح من دون ضمانات، وليس من حق المستثمرون للمطالبة بتسديدات آنية، بل يجب عليهم الإننتار لغاية تحقيق نجاح المشروع الممول.

يتمثل هؤلاء المستثمرون في صناديق التقاعد، شركات التأمين، البنوك، الأفراد (تعتبر مساهمة هذه الأخيرة قليلة نظراً لنسبة المخاطرة المرتفعة)، والصناديق المشتركة للتوظيف (التي يشترك فيها عدد كبير من المستثمرين وتسير من خلال خبراء متخصصين).¹ ويمكن التفصيل فيها كما يلي:

✓ المستثمرون المؤسساتيين (Institutional investors)

إن المستثمرون المؤسساتيين عبارة عن عنصر فاعل ومهيمن في الاقتصاد العالمي، إذ يلعبون دوراً قيادياً في تمويل الأسواق المالية ويحتلون المراتب الأولى كمساهمين في العديد من المؤسسات، ويجمع الاستثمار المؤسسي ثلات فئات أساسية من متعاملين في السوق هي صناديق التقاعد، شركات التأمين والبنوك، حيث يستخدم هؤلاء استثمارات رأس المال المخاطر لتتوسيع محافظهم الاستثمارية، وبصرف النظر عن الأثار التي يحدثها الاستثمار في رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، فإن المستثمرون

¹ الأغا تغريد، حشماوي مهد، مقال بعنوان: أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة، دراسة حالة الجزائر، مجلة المدير، العدد 03، جوان 2016، ص10.

المؤسساتيين يسعون إلى تحقيق أهداف مالية فقط. هذه الأخيرة ترتكز على رفع معدل العائد على رأس المال المخاطر الذي يرفع بدوره متوسط عائد المحفظة الاستثمارية ككل.¹

السلطات العمومية (Public authorities)

بعض النظر عن الدور التشريعي وبرامج الدعم، تستثمر السلطات العمومية في رأس المال المخاطر للأهمية الكبيرة التي تمثلها المشاريع الناشئة للتنمية الإقتصادية، حيث أن مختلف المؤسسات الحكومية تقوم بإنشاء صناديق موجهة للاستثمار في المشاريع الناشئة. والملاحظ أن الدولة تتدخل في المراحل التمويلية المبكرة التي لا تجذب الكثير من المستثمرين الخواص كرأس مال الجدوى على سبيل المثال. وذلك سواء لوحدها بإنشاء صناديق الإنطلاق الوطنية (Fonds d'amorçage nationaux)، أو الجماعات المحلية بإنشاء صناديق الإنطلاق جهوية، أو مع الخواص بإنشاء صناديق مختلطة. إذا يمكننا القول، أن السلطات العمومية تساهم بشكل بارز في توفير الأموال المستثمرة عن طريق رأس المال المخاطر، وذلك على المستوى الوطني أو الجهوي أو المحلي على حد سواء.²

الأفراد الخواص (Private individuals)

يعتبر عدد الأشخاص الطبيعيين من الأفراد أو العائلات الغنية الذين يستثمرون أموالهم في صناديق أو مؤسسات رأس المال المخاطر قليل جداً، ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع مستوى المخاطر من جهة، وإلى غياب سوق شفاف لـاستثمارات رأس المال المخاطر (بصفة المنشآت المملوكة غير مسورة) من جهة أخرى.

ويعتبر الدافع المالي الحافز الوحيد الذي يدفع بالأشخاص الطبيعيين إلى توظيف أموالهم في رأس المال المخاطر ، وذلك لتحقيق أرباح وقيم مضافة تفوق تلك المحققة في استثمارات أخرى ، لعل ما يدعم ذلك هو التحفيزات الضريبية التي تقدمها الدولة قصد تحقيق أهداف تنموية.

إضافة إلى الأشخاص الطبيعيين الذين يوظفون أموالهم بواسطة صندوق رأس المال المخاطر، هناك فئة خاصة تكون من الأفراد الذين يستثمرون أموالهم مباشرة ودون وساطة مالية في المشاريع والمنشآت الناشئة هذه الفئة تعرف باسم ملائكة الأعمال Business Angels.

¹ رامي حريد، **البدائل التمويلية للأقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر**، مرجع سبق ذكره، ص 60-59.

² محمد السبتي، **فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة**، دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، مذكرة لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منقوري قسنطينة، 2008-**Finalep**، 2009، ص ص 71-72.

✓ صناديق الصناديق (Fund-of fund)

إلى جانب المستثمرين الذين يقدمون الأموال بطريقة مباشرة للمخاطرين برأس المال، هناك أيضاً مستثمري صناديق الصناديق الذين يجمعون الأموال من المستثمرين لتوظيفها لدى مؤسسات رأس المال المخاطر، إذا هم بمثابة وسيط ثانٍ بين مقدمي الأموال والمشاريع الناشئة.

يمكن تعريف صناديق الصناديق بأنها: "صناديق تنشأ الاستثمار في صناديق الحصص الخاصة. عادة المستثمرون الأفراد ونسبة المستثمرون المؤسسيين يشاركون في صناديق الصناديق لتنمية جهود تسيير محافظهم".

ويمكن إرجاع الإهتمام المتزايد بصناديق الصناديق إلى الرغبة في تدريب تكاليف تسيير المحافظ من جهة، وتتنبأ المخاطر المحتملة من جهة أخرى. حيث تتميز هذه الصناديق بقدرتها على التسيير المحكم للمخاطر بتوزيع صناديق أو مؤسسات رأس المال المخاطر التي توظف فيها الأموال، أو تنويع إطار التدخل، القطاعات، حسب المناطق الجغرافية.

✓ الشركات والمجمعات الكبيرة (Companies and large parks)

تدخل الشركات والمجمعات الكبيرة في رأس المال المخاطر بأشكال مختلفة، تطلق عليها تسميةCorporate Venture Capital أي "رأس المال المخاطر المشارك". لكنها أيضاً تزود صناعة رأس المال المخاطر بالأموال الموجهة للاستثمار في المشاريع الناشئة.

تتعدد الدوافع الكامنة وراء عمليات رأس المال المخاطر المشارك، فهي لا تتحصر في الأهداف المالية المتمثلة في تحقيق أرباح أكبر من تلك المحققة في أسواق رأس المال، بل تتعداً إلى الأهداف الإستراتيجية المتمثلة أساساً في اليقظة التكنولوجية.

ثانياً/ شركات رأس المال المخاطر (Venture Capital Companies)¹

هي 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 أفاق للنمو والتطور بشكل كبير، من خلالأخذ مساهمات في رأس المال والمشاركة في الأرباح والخسائر المحققة، وبذلك تعتبر هذه الشركات صورة من صور الوساطة المالية.

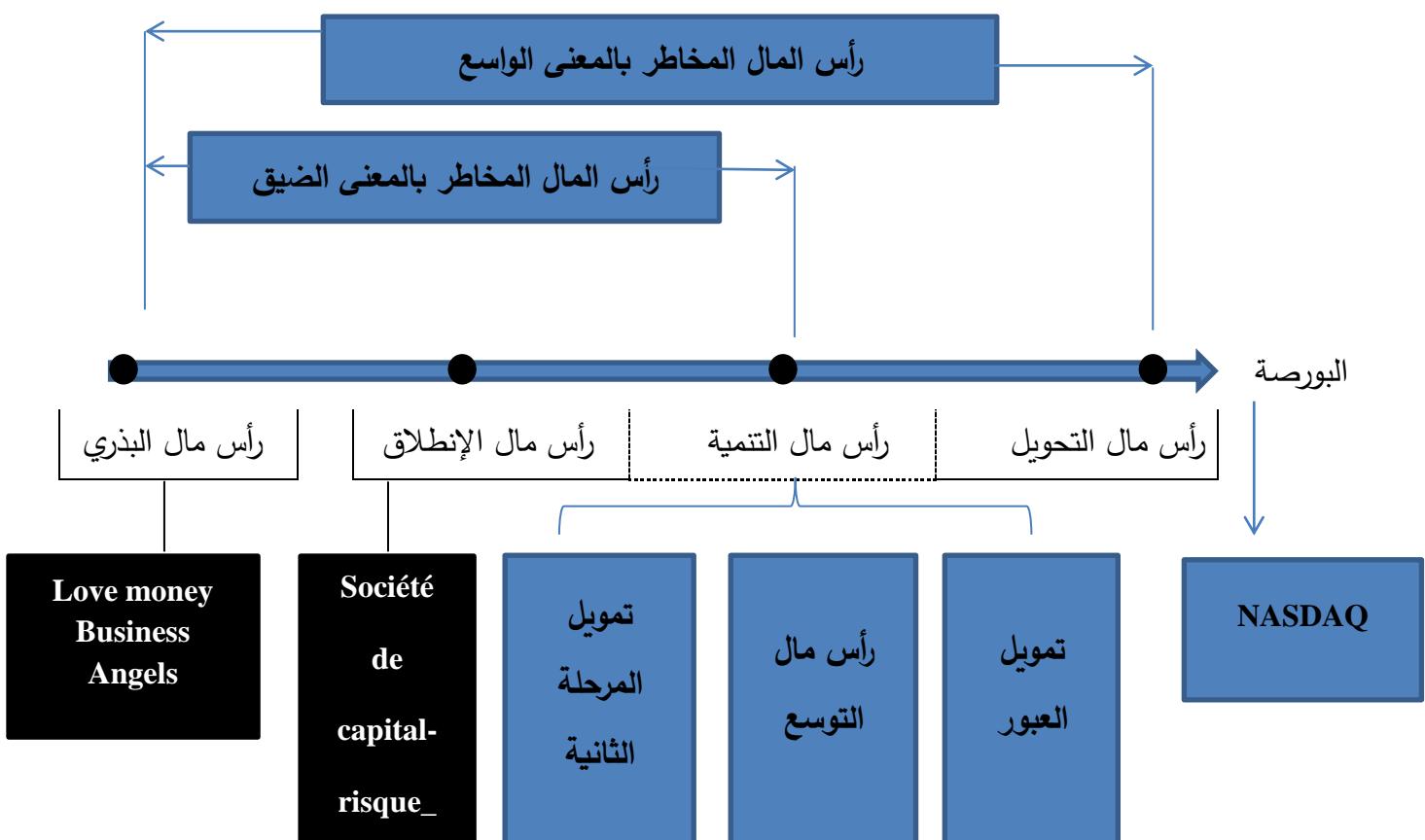
¹ الأغا تغريد، حشماوي مهد، مقال بعنوان: **أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة، دراسة حالة الجزائر**، مرجع سبق ذكره، ص 10.

ولابد من الإشارة أن الدعم المالي المقدم يكون مرفقاً بدعم فني كذلك، أين تقوم شركات رأس المال المخاطر بمرافقة المؤسسات المملوكة في التسيير والإدارة بما يحقق نموها وتطورها.

المطلب الثاني: توقيت دخول رأس المال المخاطر.

يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل الأبحاث ودراسات الجدوى لفكرة ما، و/أو لتمويل بدء المشروع صغير وتكوين البنية التحتية له، و/أو لتمويل مشاريع صغيرة قائمة في السوق ذات إنتاجية لكنها ترغب في التوسيع والنمو، و/أو لتوفير التمويل لمساعدة المشروع الصغير والمتوسط للعبور والنجاح وتحقيق أهدافه، و/أو لتمويل تحويل الملكية¹. وللتوسيع أكثر نعرض الشكل المعايير الذي يبين مختلف نشاطات رأس المال المخاطر :

الشكل رقم (02-01): نشاطات رأس المال المخاطر.



المصدر: رامي حريد، سارة سلامة، مقال بعنوان: صناعة رأس المال المخاطر مصدر تمويلي للمؤسسات الصناعية الصغيرة ومتعددة، دراسة حالة شركة [Sofinanc](#)، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 02، المجلة 09، سنة 2020، ص 103.

¹ رامي حريد، سارة سلامة، مقال بعنوان: صناعة رأس المال المخاطر مصدر تمويلي بديل للمؤسسات الصناعية الصغيرة ومتعددة، دراسة حالة شركة [Sofinanc](#)، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، العدد 02، المجلة 09، سنة 2020، ص 103.

أولاً/ رأس المال البذري (Capital d'moracage):

في هذه المرحلة المؤسسة لم تخلق بعد، يكون لصاحب هذه المؤسسة فكرة ليس لها شكل تقني أو تجاري واضح، وهنا يتدخل المستثمر برأس المال المخاطر لتمويل صاحب المؤسسة ومساعدته في تجسيد فكرته سواء كان منتج أو خدمة جديدة حيث يغطي مختلف مصاريف هذه المرحلة كتصميم المنتج، إعداد نموذج أولي له، إصدار براءة الاختراع... إلخ. فهدف هذا التمويل محاولة إثبات قابلية نجاح فكرة المشروع تكنولوجيا وسوقيا، وتعد المرحلة الأكثر خطورة لهذا لا تحظى هذه المرحلة بإقبال كبير من طرف أصحاب رأس المال ما يستوجب عادة تدخل السلطات العمومية لتوفير التمويلات اللازمة لذلك.¹ وهذا هو السبب في أن المستثمرين في هذه المرحلة هم في المقام الأول ملائكة الأعمال التجارية والأشخاص الطبيعيين.²

ثانياً/ رأس مال الإنطلاق (Capital de démarrage):

في هذه المرحلة تدخل رأس المال المخاطر يكون له أكثر أهمية حيث يضع أول خطوة له في المؤسسة، فتنتهي مرحلة تصميم المنتج أو الخدمة، وكذا بداية تحقيق خطة العمل التي تم تحضيرها. وفي هذه المرحلة أيضاً تظهر جلياً أهمية رؤوس الأموال للمؤسسة لمواجهة مختلف المصاريف الإعدادية لانطلاقها ودخولها في إطار المنافسة، من مصاريف التأسيس و مختلف التجهيزات وكذا مصاريف التشغيل.³

ثالثاً/ رأس مال النمو (Capital de développement):

عند بلوغ المشروع مرحلة الإنتاجية وتوليد الإيرادات تأتي هذه المرحلة التمويلية لتقابل ضغوطاً مالية ترجع إلى اتساع عمق حاجات المشروع المالية لتمويل النمو والتوسيع الذي يتراوح متوسطه بين 5% إلى 10% سنوياً، كزيادة القدرات الإنتاجية أو زيادة رأس المال الجاري، أو زيادة قدرات البيع، أو تطوير منتجات جديدة، أو اكتساب مشروع أو فرع جديد، أو توسيع أسواق التصدير... إلخ.⁴

رابعاً/ رأس مال تحويل (Capital-transmission):

يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأس مال المشروع أو تحويل مشروع قائمه فعلاً إلى شركة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدة مشاريع قائمة وبالتالي خلال هذه المرحلة تهتم مؤسسة رأس

¹ عبديش سامية، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق تمويل المشاريع الناشئة، مرجع سبق ذكره، ص 50.

² Mohammed Himrane, Mohammed Salhi, le financement des PME par des Société de capital de Risque en Algérie, Revue des Economies Financières Bancaires et de Management, vol 5, N01, p 256.

³ نبيلة قدور، حمزة العربي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربها في بعض دول العالم (الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس، الجزائر)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والادارية، العدد 07، جوان 2017، ص 890.

⁴ إبتهاج إسماعيل يعقوب، خولة حسين حمدان، تفعيل دور المصارف في تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة برأس مال الحريء في البيئة العراقية، مجلة البحوث ودراسات في المالية الإسلامية، المجلد 01، العدد 02، السنة 2017، ص 197.

رأس المال المخاطر بتمويل عملية تحويل السلطة الصناعية والمالية في المشروع، إلى مجموعة جديدة من المال.¹

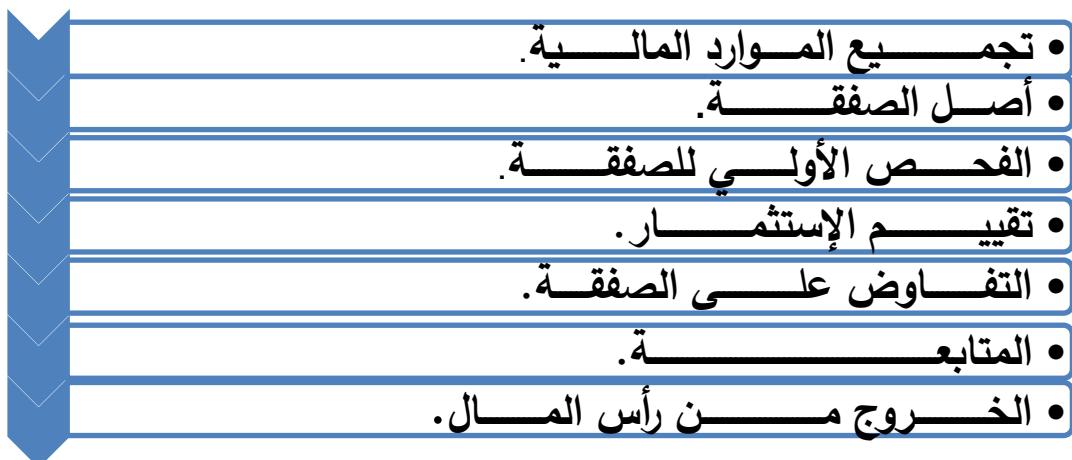
خامساً/ رأس المال التصحيف وإعادة التدوير (Capital-retournement)

عندما تواجه المؤسسة مشكل ضعف الأداء أو مشاكل إدارية أو نقص الإيراد أو تغير ظروف الطلب فإنها تحتاج إلى انهاض مالي، فيأخذ رأس المال المخاطر بيدها حتى تعيد عافيتها وترتيب أمرها، وتستقر من جديد في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح، كما تسمى هذه المرحلة بمرحلة التقويم أو التخارج أو مرحلة التصحيف، فكل المشاكل التي تعرّض المؤسسات في هذه المرحلة يمكن تجوزها بهذه الصيغة.²

المطلب الثالث: مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر.

إن عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر تتم على عدة مراحل وليس دفعة واحدة، حيث تبدأ بجمع الأموال من قبل المخاطر برأس المال، وتنتهي بخروج هذا الأخير من رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المملوكة. ويعرض الشكل الموجي مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر:

الشكل رقم (03-01): مراحل الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر.



المصدر: رامي حريد، البدائل التمويلية للأراضي الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، سنة 2014-2015، ص 82.

¹ عابد نصيرة، بريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعم التمويل الاستثماري في الجزائر، مقال بمجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 19، سنة 2018، ص 213.

² بوعيدى عبد الله، مقال بعنوان: رأس المال المخاطر نمط تمويلي بديل ومعاصر المؤسسة، "التجربة الجزائرية نموذجاً"، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 1 جوان 2020، ص 84.

وفيما يلي شرح مفصل لمراحل الاستثمار¹ (Investment Cycle) عن طريق رأس المال المخاطر:

أولا/ تجميع الموارد المالية (Fund Raising): يقوم المخاطر برأس المال (شركة تسخير صندوق رأس المال المخاطر) في مرحلة أولى بتجميع رؤوس الأموال من المستثمرين (شركات التأمين، صناديق التقاعد، البنوك...). وتبدا العملية عندما يتطور المخاطر برأس المال خطة عمله واستراتيجية الاستثمار ، وهنا تظهر قدرة ومهارة هذا الأخير في جمع الموارد واجتذاب المستثمرين.

ثانيا/ أصل الصفقة (Deal Generation): في هذه المرحلة تأتي عروض الاستثمار للمخاطر برأس المال في شكل مخططات عمل (Plans de Travail)، ترسل من طرف أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق البريد العادي أو الإلكتروني، لكن هذا لا يمنع من قيام المخاطر برأس المال بالبحث بنفسه عن الفرص الاستثمارية. يجب أن تتضمن المقترنات الواردة الأهداف الاستثمارية، حجم المشروع وموقعه، مرحلة الاستثمار، المردودية المنتظرة ... إلخ.

ثالثا/ الفحص الأولي (Initial Screening): يقوم المخاطر برأس المال في هذه المرحلة بإلقاء نظرة سريعة على مخطط الأعمال حتى يأخذ فكرة عن المشروع، وإذا اقتصرت قدرة هذا الأخير على خلق قيمة مضافة فإنه يخضع بعد ذلك للمعلومات التي تتضمنها خطة العمل للمعايير الأساسية لاتخاذ القرار الاستثماري.

رابعا/ التقييم (Valuation): بهدف التقليل من مخاطر الاستثمار يقوم المخاطر برأس المال في هذه المرحلة بجمع معلومات إضافية عن المشروع وصاحبها، ثم يقوم بعد ذلك بإجراء تقييم مالي لمعرفة عائد المشروع وما يمكن أن يخلقها من قيمة مضافة. توجد عدة تقنيات تقييم يستخدمها المخاطرين برأس المال انطلاقاً من المعلومات المالية الواردة في خطة العمل المقدمة لهم، والتي ترتبط عادة بثقافة الاستثمار في بلد معين، فعلى سبيل المثال يميل المخاطرين برأس المال في هولندا وبلجيكا إلى الاعتماد على تقنية التدفقات النقدية المخصومة في تقييم و اختيار المشاريع، في حين أن تقنيتي القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة تستخدمان كثيراً في فرنسا.

خامسا/ التفاوض (Negotiation): عند قبول المشروع المقترن في مرحلة التقييم، يدخل المخاطر برأس المال في مفاوضات مع صاحب المشروع لتحديد نقطتين أساسيتين: أولها تحديد بنود العقد سواء تلك المتعلقة بمراقبة جغرافية رأس المال أو الخاصة بتنظيم متابعة المساهمة، أما ثانياً، تحديد نوع الأداة المالية الملائمة للاستثمار في المشروع الصغير (سندات قابلة للتحويل، أسهم عادية...). ويهدف المخاطر برأس المال من

¹ رامي حميد، **البدائل التمويلية للأقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (دراسة حالة الجزائر)**، مرجع سبق ذكره، ص ص

وراء ذلك إلى الحد من بعض المخاطر التي قد يتعرض لها سواء عند تقييم و اختيار المشاريع، أو أثناء فترة تواجده في المؤسسة الصغيرة والمتوسطة.

سادسا/ المتابعة (Monitoring): بعد الإستثمار في المشروع تأتي مرحلة المتابعة لاستكمال خريطة استثمار شركات رأس المال المخاطر. يميز عادة بين نوعين من المتابعة: أولها متابعة عادية، وهي التي تهدف إلى بالإضافة إلى قيمة المشروع الصغير والمتوسط (تقديم التمويل + مساعدة إدارية)، أما المتابعة الثانية، متابعة غير عادية، وهي التي تهدف إلى الرقابة على المشروع الصغير والمتوسط، بتوجيه المالك المسيرين له، وإحلال غيرهم محلهم (يحدث ذلك إذا كانت النتائج المتحققة لا تستجيب لطلعات المخاطر برأس المال).

سابعا/ الخروج (Exit): يعتبر الخروج من رأس المال آخر مرحلة في التمويل برأس المال المخاطر. هذا الأخير يدخل لتمويل مؤسسات صغيرة ومتوسطة عند نشأتها الأولى أو التمويل مؤسسات قائمة قد تكون مدرة لعائد، وذلك لتمويل التوسيع في أنشطتها وتنميتها، ولكن تجدر الإشارة إلى أن رأس المال المخاطر يدخل في الإستثمار لا ليبقى وإنما ليخرج بعد فترة يكون فيها المشروع قد بدأ يؤتي ثماره وعوائده.

خلاصة الفصل الأول:

من خلال هذا الفصل تم فيه عرض الإطار النظري لرأس المال المخاطر حيث ظهر رأس المال المخاطر لأول مرة عند اليونان، ثم عاد للظهور بعد ألفي سنة مع رحلات الإسبان والبرتغال لاستكشاف العالم الجديد، وهو ما يعرف برأس المال المخاطر القديم، ثم عاد للظهور بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية نتيجة ظهور الصناعات الإلكترونية.

ويمكنا القول أن رأس المال المخاطر يؤدي دور هاما في حياة المؤسسات الناشئة فهو يعتبر بمثابة حاضن للأفكار الإبتكارية، كونه يقدم دعما فنيا وماليا حيث يعتبر التمويل الأمثل وذلك راجع إلى خصائصه، ومصدر هام من مصادر التمويل الحديثة، فهو يمول مرحلة الإنشاء، مرحلة التطور والتقويم، ومرحلة تحويل الملكية وغيرها، ويقدم المساعدة وهذا ما جعله محيط اهتمام الكثير من المستثمرين والموضوع أكثر طرحا ودراسة في الإقتصadiات المعاصرة.

الفصل الثاني:

صناعة رأس المال المخاطر

السبيل لتمويل قطاعات

التنمية.

تمهيد

ما لا شك فيه أن التنمية هي عملية شاملة، هادفة للتغيير جميع نواحي الحياة الإقتصادية، الإجتماعية والسياسية من وضع إلى آخر أكثر تقدماً وازدهاراً، ومن أجل تحقيق هذا التغيير تحتاج إلى التمويل الأنسب ويعتبر هذا الأخير هو العائق الأساسي المحدد لبقاء وتطور قطاعات التنمية، لذلك حضيت مسألة تمويلها في الدول المتقدمة بالأولوية ضمن مختلف الإستراتيجيات المرصدة للتنمية ، و ذلك بفضل توسيع الخدمات التمويلية المتاحة بسوق الأموال و إبتكار استخدام تقنيات حديثة على مستوى البنوك بما يمكنها من التحكم في المخاطر و التكاليف ومن ثم التوجه نحو خدمة هذا القطاع ، في حين نجد مثيلاتها في الدول النامية لا زالت تعترضها صعوبات عديدة عند محاولة حصولها على مصادر التمويل الضرورية .

وتجدر الإشارة أن رأس المال المخاطر هو الخيار التمويلي الإستراتيجي الأفضل نظراً لمختلف الميكانيزمات التي كان لها الدور الكبير في ضبط العلاقة بين مسيري مؤسسات رأس المال المخاطر ومدراء القطاعات المملوكة حيث تمارس علاقة تعاقبية بينهما، وكذا ما يميز رأس المال المخاطر أنه يتوفّر على عدة طرق من أجل الخروج من رأس مال المؤسسة المملوكة.

إسنتادا لما سبق يمكن القول أن رأس المال المخاطر له أثر بالغ في تمويل مختلف قطاعات التنمية لما له من مزايا تحوله إلى أن يكون مصدر تمويلي الأمثل للتنمية عن غيره من المصادر التقليدية. ومن أجل الإحاطة بجميع جوانب التمويل قطاعات التنمية عن طريق رأس المال المخاطر تم تقسيم الفصل إلى:

المبحث الأول: آليات رأس المال المخاطر.

المطلب الأول: ميكانيزمات رأس المال المخاطر.

المطلب الثاني: إستراتيجيات رأس المال المخاطر.

المطلب الثالث: آليات خروج رأس المال المخاطر.

المبحث الثاني: رأس المال المخاطر: أي دور في تمويل قطاعات التنمية؟

المطلب الأول: مفهوم التنمية ومصادرها.

المطلب الثاني: أنواع التنمية وأهدافها.

المطلب الثالث: التمويل برأس المال المخاطر وأثره على التنمية.

المبحث الأول: آليات رأس المال المخاطر.

في هذا المبحث سوف نتطرق إلى ميكانيزمات رأس المال المخاطر، إستراتيجياته التي تتقسم بدورها إلى إستراتيجيات تمويلية وغير تمويلية أما المطلب الثالث فسوف نوضح آليات خروج رأس المال المخاطر وأهمية عملية الخروج والعوامل المؤثرة على عملية الخروج.

المطلب الأول: ميكانيزمات رأس المال المخاطر.

وتتمثل ثلاثة أنواع من الميكانيزمات هي ميكانيزمات إتخاذ القرار الإستثماري، ميكانيزمات قانونية، وميكانيزمات مالية سوف نفصل فيها كما يلي:

أولاً/ ميكانيزمات إتخاذ القرار الإستثماري:

✓ خطة العمل: تعتبر خطة العمل بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن من تقييم فرصة الإستثمارات المقترحة، حيث يقرر المستثمر إعتماداً عليه مواصلة أو التوقف عن دراسة ملف الترشيح، وتكتسي خطة العمل أهمية كبيرة في صناعة رأس المال المخاطر.

وتعرف خطة العمل بأنها الأهداف المسطرة، الوسائل المسخرة، والنتائج المتوقعة للمنشأة الجديدة. أما Battini فيعرفها بأنها الصياغة النوعية والكمية لمشروع المنشأة،¹ الجدول المولى يلخص أهم محاور خطة العمل:

الجدول رقم (01-02): يوضح هيكل خطة العمل.

| الرقم | المحور | أهم المعلومات |
|-------|------------------------------|--|
| 01 | ملخص و خلاصة (3/2 صفحات) | يحتوي الملخص على المعلومات التالية: تاريخ الإنشاء، القطاع، المنتجات، الأسواق، التسويق، الأهداف، التمويل، نسبة رأس المال، المردودية المنتظرة... |
| 02 | عرض المشروع (5/4 صفحات) | سواء بالنسبة لمؤسسة موجودة أصلاً، أو قيد الإنشاء. |
| 03 | المحيط الاقتصادي (4/3 صفحات) | عرض لمختلف مكونات المحيط الاقتصادي وتطوراتها: الفرص و التهديدات. |
| 04 | السوق (6/5 صفحات) | عرض عملي وشامل لتطورات السوق: الطلب، العرض، المنافسة، المنتجات الإحلالية... |
| 05 | السلعة/الخدمة | عرض شامل للمنتج: منفعته، درجة الإبتكار، ميزته التافسية، حمايته (براءة الاختراع) |

¹ ضياف علية، حمانة عمار، *رأس المال المخاطر إتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة حالة الجزائر*، مرجع سبق ذكره، ص

| | | |
|---|---|------------|
| | | 6/5 صفحات) |
| الأهداف السوقية، الأهداف المالية، أهداف أخرى: صورة العالمة، تحفيز العاملين... | الأهداف (5/4 صفحات) | 06 |
| إبراز أن الموارد المتوفرة قادرة على تطوير و إنجاح المشروع: الموارد البشرية، الموارد المالية، التنظيم، المعرف... | الموارد التسويية والتنظيمية (4/3 صفحات) | 07 |
| <ul style="list-style-type: none"> - خطة التصنيع: الإمكانيات المسخرة، المقاولة من طرف الباطن، التموين، الموردون، تنظيم التصنيع، الرقابة، التخطيط. - خطة التسويق: التوزيع، سياسة التسعير، سياسة الإتصال، تقدير المبيعات. - الهيكل التنظيمي. - الأنماط التسويية: الإدارة بالأهداف، اللامركزية... - البحث والتطوير. | الخطة العملية (5/4 صفحات) | 08 |
| على المعلومات المالية أن تتحمّر على ثلاثة أقطاب أساسية: <ul style="list-style-type: none"> - الاحتياجات المالية. - الموارد الممكنة. - المردودية المقدرة، وبالتالي تقديم: وثائق محاسبية، جداول مالية، تطور الميزانيات تبعاً لمختلف السيناريوهات، خطة التمويل، تقدير الحاجات والموارد المالية. | الخطة المالية (5/4 صفحات) | 09 |
| عرض لكيفية وتوقيت خروج المستثمر من رأس المال وكذا أخطار وفرص الخروج. | الخروج المنتظر (4/3 صفحات) | 10 |
| السيرة الذاتية لفريق المبادر، منشورات ومقالات صحفية. | ملحق | 11 |
| قائمة الأشخاص الذي بالإمكان الإتصال بهم لمعرفة نوعية الكفاءات، وتقدير المشروع. | مراجعات | 12 |

المصدر: ضياف علية، حمانة كمال، رأس المال المخاطر اتجاه عالمي حيث لتمويل المؤسسات الناشئة حالة الجزائر، مجلة الباحث

الاقتصادي، العدد 05، جوان 2016، ص 174.

ثانياً/ الميكانيزمات القانونية: تتمثل في:

✓ عقد المساهمة:

يعتبر عقد المساهمة الوثيقة الأساسية التي تتحدد من خلالها نوعية وطبيعة التمويل بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة، ويوضح أيضاً طرق تدخل رأس المال المخاطر، نوعية الأوراق المالية المستعملة(أسهم، أوراق مالية قابلة للتحويل...). إن هذا العقد بمعنى أوسع، يحدد التسوية المؤقتة

لهذه العلاقة، ويمكن له أيضا في بعض الأحيان أن يحدد تاريخ خروج مؤسسة رأس المال المخاطر من رأس المال.¹ Le modus vivendi

▪ مضمون عقد المساهمين: يتضمن عقد المساهمين فتيلين رئيسيتين من البنود: بنود مراقبة جغرافية رأس المال، وبنود تنظيم متابعة المساهمة.

- بنود مراقبة جغرافية رأس المال Clauses du contrôle de la géographies du capital : وفقا لـ Stéphany فإن هذه البنود تمكن المخاطرين برأس المال من تحقيق هدفين هما: غلق رأس المال لمنع دخول شريك غير مرغوب فيه، والحفاظ على الوسائل التي تضمن لهم الخروج من رأس المال المؤسسة المملوكة بشروط جيدة.
- بنود تنظيم متابعة المساهمة Clauses organisant le suivi de la participation : يستخدم المخاطرين برأس المال هذه البنود لتنظيم متابعة مساهمتهم خلال فترة المشاركة في رأس المال.²

✓ مجلس الإدارة:

يعتبر مجلس الإدارة ميكانيزم لحوكمة العلاقة بين المسير وشركة رأس المال المخاطر، فهي عبارة عن مفتاح للرقابة يقلل من التصرفات الإنتهازية للمسير، ومن جهة أخرى تحسن تسيير المؤسسة، وذلك بالمساهمة في إتخاذ القرارات الفعالة التي تساهم في تحسين أداء المؤسسة. إن تكوين مجلس الإدارة في حالة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة والمشاريع الناشئة بصفة عامة ينبغي أن يحظى بإهتمام أكبر، بحيث يدخل في تكوينها وتنظيمها مبادئ أساسية لحوكمة المؤسسات كحضور المستقلين والأجانب عن المؤسسة، إشتراك قوي للمدراء في حياة المؤسسة.

✓ إتفاقية الاستثمار:

هي عبارة عن إتفاقية تحدد نوع المساهمة في المؤسسة المملوكة، وتمثل في الإمضاء بروتوكول الإتفاق بين شركة رأس المال المخاطر والمؤسسة المملوكة حول علاقتها مع بداية التمويل إلى نهاية العلاقة (الخروج من رأس المال)، كما تحدد نوعية الأوراق المالية المستعملة من طرف شركة رأس المال المخاطر التي لها الحرية في التدخل بالأسهم العادي، أسهم ممتازة، أوراق مالية قابلة للتحويل.³

¹ خلفة ساهل زينب، حوكمة الشركات المملوكة برأس المال المخاطر - دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/ المسير -، مجلة الباحث الاقتصادي، المجلد 06، العدد 1، جوان 2018، 20 أوت 1955، سكيكدة، الجزائر، ص 235.

² رامي حيد، البدائل التمويلية للأراضي الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر - دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص ص 77-78.

³ خلفة ساهل زينب، حوكمة للشركات المملوكة برأس المال المخاطر - دراسة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال/ المسير -، مرجع سبق ذكره، ص ص 135 - 136.

ثالثا/ الميكانيزمات المالية:

تتمثل ميكانيزمات الحكومة التي تستعملها شركة رأس المال المخاطر للمحافظة على مصالحها في المؤسسة المملولة، وتقلل من التصرفات الإنهازية للمسير في الآتي¹:

- ✓ التمويل بالمراحل (Staggering Financing) : أكد شاهلمان (Sahalman 1990) أن التمويل بالمراحل يعد من أهمية المؤسسة المملولة من طرف شركة رأس المال المخاطر. حيث تسمح لهذه الأخيرة بمراجعة قرارها التمويلي وجمع معلومات أكثر عن المؤسسة المملولة، ويسمح التمويل بالمراحل بتقليل المخاطرة الأخلاقية والسلوكيات الإنهازية من طرف المسير، الذي سوف يقوم بمجهود أكبر في المرحلة الأولى للتمويل للحصول على التمويل في المراحل القادمة.
- ✓ السندات القابلة للتحويل: الأوراق المالية القابلة للتحويل هي أوراق مالية عادة ما تكون سندات أو أسهم ممتازة، والتي يمكن تحويلها إلى أوراق مالية مختلفة بالأخص إلى أسهم عادية للمؤسسة. وفي أغلب الحالات، يقرر حامل الورقة المالية القابلة للتحويل كيف ومتى يتم التحويل. تستعمل شركات رأس المال المخاطر سياسات إستثمارية متعددة لحماية مصالحها، وتجنب الفشل المالي، ومن هذه السياسات الأوراق المالية القابلة للتحويل، وقد أكدت بعض الدراسات على أن شركات رأس المال المخاطر تستعمل دائماً الأوراق المالية القابلة للتحويل في تمويل المقاولين وخاصة عندما لا تكون متأكدة من نجاح المشروع، ويعتبر هذا الميكانيزم وسيلة لمعاقبة صاحب المؤسسة في حالة عدم بذله المجهودات اللازمة لنجاح الإستثمار.
- ✓ التمويل بالشراكة بين المستثمرين (Syndication) : يقصد بالشراكة بين المستثمرين هو التحالف بين شركتين أو أكثر من شركات رأس المال المخاطر، من أجل الإستثمار المشترك في مؤسسة ما وإقتسام الأرباح. يعتبر التمويل الجماعي لأكثر من مستثمر لمؤسسة واحدة سوف يؤدي إلى إقتسام المخاطرة المرتبطة بالإستثمار، وكذا تحسين قدرتهم على خلق القيمة، وجمع معلومات أكبر حول المشروع المحتمل تمويله، وتحسين إتخاذ القرارات، وتمويله أداء وفعالية المستثمرين (Window-dress) وأخيراً لإنشاء وضعية قانونية لشركة رأس المال المخاطر.

¹ ولد عابد عمر، وآخرون، **حكومة التمويل برأس المال المخاطر**، - دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر، - مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، رقم 08، 2018، ص ص 110-111.

المطلب الثاني: إستراتيجيات رأس المال المخاطر.

تتبع مؤسسات رأس المال المخاطر في دعمها للمشروعات، إستراتيجيات معينة، وسوف يتم التعرف في هذا المطلب على نوعين أساسيين من هذه الإستراتيجيات، المتمثلة في الإستراتيجية التمويلية والإستراتيجيات غير التمويلية.

أولاً/ الإستراتيجيات التمويلية:

تختلف طريقة التمويل بواسطة مؤسسات رأس المال المخاطر عن غيرها من المؤسسات الأخرى، حيث تطلب هذه الأخيرة من المشروعات الإطلاع على ميزانيات نشاطها الماضية،عكس الأولى، وتنشأ علاقة من نوع آخر بينها وبين هذه المؤسسات، إذ لها قواعد وأهداف ومنطق وسلوكيات تختلف عن تلك الموجودة في التمويل، فالميزة التي تتمتع بها مؤسسات رأس المال المخاطر النظر إلى المستقبل، فهي تطلب من المشروع المراد تمويله خطة تطوير مبين فيها بالتفصيل كافة مكوناتها الصناعية والتجارية والمالية، وسياسات المشروع وأهدافه وإستراتيجيته لتحقيق السياسة المحددة، وإذا كان المشروع قائماً من قبل فتحبذ أن يرفق بذلك خياراته وأهدافه وطموحاته وبطاقات تقنية وإحصائية حول ممارسته الماضية، يمكن تلخيص خطة تطوير ضمن العناصر التالية:

- ✓ ما هو الهدف النهائي للمشروع ؟ هل خلق الشراء، أم خلق منتج أو خدمة، أو التصنيع أو البيع، أم شغل حصص سوقية كافية للتمويل الذاتي في المستقبل... إلى آخره؟
- ✓ ما هي السياسة العامة للمشروع ؟ هل هي التخصص في منتج معين أم التخصص في إقليم معين أم تنويع المنتجات، أم تنويع الأسواق، وهو ما يستلزم وضع السياسة الملائمة لذلك سواء في البحث والتطوير أو في العمالة أو في مواجهة المساهمين؟
- ✓ ما هي الأهداف الرقمية للمشروع ؟ هل وصل بحجم رقم الأعمال إلى مرحلة تحقيق إيرادات أم الوصول به لمرحلة أعلى من تحقيق إيرادات الإستثمارات؟
- ✓ ما هي إستراتيجيات نجاح المشروع (الخيارات الصناعية والتجارية) وطرقها (النمو الداخلي والنمو الخارجي) ووسائلها المختارة (الوسائل المالية والبشرية) ؟
- ✓ ما هي الإيرادات المالية المتوقعة للإستثمارات ؟

هنا يتدخل خبراء ومتخصصون من مؤسسات رأس المال المخاطر ليقيموا طبيعة القطاع المراد الإستثمار فيه، وماذا إستخدام التكنولوجيا المعروفة في سوق الصناعة، وكيف يمكن للمشروع أن يتبوأ مكانة في الصناعة والسوق... إلخ، ومن ثمة إستظهار نقاط الضعف والقوة في المشروع.¹

ثانياً/ الإستراتيجية غير التمويلية:

يتم تسيير المؤسسات عن طريق رأس المال المخاطر بإحدى الطريقتين التاليتين:²

- ✓ Hand Off: قليل من التدخل مع نجاح المشروع وعدم وجود مشاكل، وتسمى أيضاً بالمتابعة العادية التي تهدف إلى إضافة قيمة للمشروع، هو السائد منها.
- ✓ Hand On: كثير من التدخل في حالة وجود مشاكل وصعوبات وهي حالة المتابعة غير العادية، والتي ترمي إلى الرقابة والإشراف على الشركة وتوجيه القائمين على إدارتها وتعديلهم إذا كانت نتائج أقل مما هو متظر.

المطلب الثالث: آليات خروج رأس المال المخاطر.

تختص مؤسسات رأس المال المخاطر في توجيهه وتمويل المؤسسات الجديد، وتعد أحد المستثمرين القلائل الذين يمنحون التمويل طويلاً الأجل، وبالتركيز على مؤسسات رأس المال المخاطر، نجد أنها تمنح أهمية كبيرة لفترة الإستثمار، فمؤسسات رأس المال المخاطر لا تهتم بإمتلاك المؤسسات الناشئة لمدة طويلة، ولكنها تهتم بتمويل هذه المؤسسات حتى تصل إلى مستويات معينة من النمو، ثم تقوم بالخروج منها فاتحة المجال أمام مستثمرين آخرين، لذا تعد عملية الخروج من الإستثمار عملية كبيرة بالنسبة لمؤسسات رأس المال المخاطر.

أولاً/ أهمية عملية الخروج من الإستثمار:

يمول رأس المال المخاطر إستثمارات تتميز بدرجة سهولة منخفضة، لا يمكن بيعها بسهولة وسرعة كالأوراق المالية في البورصة، ويركز رأس المال المخاطر على الإستثمار في المؤسسات التي في مرحلة الإنشاء أو بعد الإنشاء، وتتراوح مدة إستثماره بين سبع وعشر سنوات، وتمثل عملية الخروج من الإستثمار الناجحة عنصر جذب المستثمرين من خلال عائدات المرتفعة من جهة، كما أنها تسمح برفع رأس المال بالنسبة لمؤسسة رأس المال المخاطر من جهة أخرى.

تعد فترة الإستثمار إحدى خصائص رأس المال المخاطر التي تجعل من مرحلة الخروج من الإستثمار مرحلة جد حرجية، لكن مع ظهور الشركات ذات المسؤولية المحدودة، والتي لها فترة حياة محددة

¹ عبد الله بلعيدي، تمويل رأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام مشاركة، مرجع سبق ذكره، ص ص 103-104.

² رقية حساني، رأس المال مخاطر كبديل تمويلي لقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مرجع سبق ذكره، ص 93.

مسبقاً، لقد أصبح لمؤسسة رأس المال المخاطر القدرة على التحكم أكثر في مرحلة الخروج من الإستثمار، وأكّدت هذه الزيادة المعتبرة في عدد هذه المؤسسات في كل من الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية، كما تسمح عملية الخروج من الإستثمار للمستثمرين محدودي المسؤولية بمراقبة المسير وتقييمه من خلال عائدات رأس المال.¹

ثانياً/ طرق الخروج من الإستثمار عن طريق رأس المال المخاطر:

وتتمثل طرق (آليات) الخروج من الإستثمار عن طريق رأس المال المخاطر فيما يلي:

- ✓ إصدار المشروع أوراقاً مالية يتم طرحها للإكتتاب العام وقدها ببورصة الأوراق المالية IPO وفي هذه الحالة يحصل المستثمر في مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال المستثمر وعائداته في صورة أوراق مالية مقيدة بالبورصة. وبحصول المستثمر على أوراق مالية صادرة عن المشروع، يصبح خاضعاً لقواعد وأحكام القيد بالنسبة للأوراق المالية الصادرة عن الشركات الصغيرة والمتوسطة، التي تقلّ حدّة عن معايير القيد الأوراق المالية الصادرة عن الشركات الكبيرة.² وبعد الطرح الأولي للجمهور أفضل الطرق التي يسعى إليها أصحاب رأس المال المخاطر للخروج في كل مشروع، فهو يمكن من جني العوائد التي كان من المتوقع تحقيقها؛
- ✓ قد لا يصدر المشروع أوراقاً مالية لطرحها في الإكتتاب العام، إنما لطرحها على مستثمرين محدودين من خلال طرح خاص Private Placement؛
- ✓ أما الطريقة الثالثة وهي الغالبة في أوروبا فتتمثل في التنازل عن المشروع إلى مستثمر آخر، والذي يتمثل في قيام عدد من المستثمرين من المؤسسات أو الأفراد الطبيعيين بإنشاء شركة قابضة يكون الهدف منها الإستحواذ على المشروع. ويتم تمويل عملية السيطرة هذه عن طريق قيام الشركة القابضة بالإقتراض من البنوك أو من السوق. ويتم سداد أصل القرض وفوائده بمعرفة الشركة القابضة من حصيلة الأرباح التي تتحققها الشركة التي تمت السيطرة عليها. وقد يتم الإستحواذ من قبل المستثمر برأس المال مخاطر في المشروع الصغير أو المتوسط start-up يكون هذا الشخص لديه معرفة شخصية بالمشروع الأمر الذي يجعل سعر الإستحواذ على المشروع يقترب كثيراً من سعر السوق، وهذا على خلاف الحال لو أن المستحوذ لم يكن

¹ براق محمد، بن زواي محمد الشريف، مداخلة بعنوان: الهيكل المرافقه والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر، الملتقي الوطني حول إستراتيجيات التنظيم ومراقبة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، المنعقد يومي 18، 19 أفريل 2012، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، ص 04.

² لوكال أمال شهراز، رهانات التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر، مجلة أبعاد إقتصادية، المجلد 07، العدد 01، ص 178.

مستمرا في المشروع منذ نشأته إذ تكون معلوماته عن المشروع أقل ومن ثم يتعد سعر الإستحواذ عن سعر السوق؛

✓ وقد يتم خروج رأس المال المخاطر عن طريق إندماج المشروع الذي تم تمويله برأس المال المخاطر في شركة قائمة. ويأخذ المستثمر في مجال رأس المال المخاطر أصل رأس المال المستثمر بالإضافة إلى الأرباح في صورة أسهم في الشركة الدامجة والتي يكون لها قيمة سوقية نتاج قيدها في بورصة الأوراق المالية؛

✓ وعندما يعمل رأس المال مخاطر من خلال صندوق إستثمار، وهو أمر متاح قانونا في كل من مصر وفرنسا وإيطاليا، فإن خروجه يكون عن طريق بيع وثائق الإستثمار الصادرة عن الصندوق إلى الصناديق القابضة القائمة والتي تكون محفظتها المالية من وثائق إستثمار صادرة عن صناديق أخرى. والحقيقة أن ذلك يرجع إلى ما سمح به المشرع الفرنسي منذ عام 1998، لصناديق رأس المال المخاطر من شراء وثائق إستثمار صادرة عن صناديق إستثمار، التي تعمل في مجال التمويل المباشر طويل الأجل والمعروفة بإسم صناديق رأس المال المخاطر.

وقد تلعب صناديق الاستثمار المتخصصة دورا هاما في تأمين أفضل استراتيجية تخارج لرأس المال المخاطر مثل قيامها بشراء وثائق صناديق تعديل المسار Turn Around Funds ، أو القيام بالإستحواذ على صناديق رأس المال المخاطر من خلال الحصول على قروض لتمويل عمليات الشراء، حتى يتأخر حملة الوثائق.¹

ثالثا/ العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الخروج من الإستثمار:

قدم كومين (Comming) و ماكنتوش (Mackintosh) نظرية عامة حول العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الإستثمار، وقد لخصت نتائج الدراسة في الجدول التالي:²

الجدول رقم (02-02): يوضح العوامل المؤثرة على اختيار طريقة الخروج من الإستثمار.

| العرض العام للجمهور. | البيع . | البيع . | البيع | إعادة الشراء . |
|---|---------|------------------------|-------|-------------------------|
| قدرة المالكين الجدد على حل مشكل عدم تماثل المعلومات حول قيمة المؤسسة. | 4 | 2 - 1 | 2 | 1: للسيولة 2: للديون |
| تماثل المعلومات حول قيمة المؤسسة. | 4 | 1: للمؤسسة التكنولوجية | 2 | 1: للسيولة 2: للديون |

¹ سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 30-28.

² براق محمد، بن زواي محمد الشريف، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، الطبعة الأولى، دار الكتب والوثائق القومية، يناير 2014، ص ص 30-31.

الفصل الثاني: صناعة رأس المال المخاطر السبيل لتمويل قطاعات التنمية

| | | | | |
|-------------------------|-----------|---------------------------------|--------------------------------------|---|
| 1: للسيولة 2: للديون | 4 | 2 - 1 1: للمؤسسة التكنولوجية | 5 - 4 5: للمؤسسات التكنولوجية. | قدرة المالكين الجدد على مراقبة وضبط سلوك الممسيرين. |
| 1 | غير محددة | 5 | 1 | فضيل المقاول جعل المؤسسة عمومية. |
| 2 | 2 | 2 | 4 | تكليف التبادل عند البيع. |
| 1 | 1 | 1 | 5 | تكليف عمل المؤسسة كمؤسسة عامة مقابل تكاليف عملها كمؤسسة خاصة. |
| 5 | 5 | غير محددة | 1 | درجة سيولة الاستثمار بالنسبة للمشتري. |
| 2 | غير محددة | غير محددة | 1 | السيولة عند الخروج من الاستثمار: نقد أو مكافئ النقد. |
| 1 باختلاف | 3 | 4 - 4 | 1 | حواجز التسيير بعد الخروج من الاستثمار. |
| لا | لا | لا | نعم | هل يجب الرفع من رأس المال ؟ |
| 5 | 3 | 2 - 1 | 1 | النمو الكبير للمؤسسة. |
| 5 | غير محددة | 1 باختلاف | 1 | الكفاءة في تسيير المخاطرة. |
| لا | لا | نعم | نعم | طريقة مشتركة للخروج من الاستثمار. |
| خاصة | خاصة | عادية | عادية | إستراتيجية مشتركة للخروج من الاستثمار |
| 5 | 4 | 2 | 1 | تقد حواجز بالنسبة لسمعة مؤسسة رأس المال المخاطر. |
| 5 | 3 | غير محددة | 1 | تكليف الوكالة بالنسبة للديون. |
| 5 | 5 | غير محددة | 1 | صورة المؤسسة كمؤسسة عمومية. |

المصدر: براق محمد، بن زواي محمد الشريف، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، الطبعة الأولى، دار الكتب والوثائق القومية، يناير 2014، ص ص 31 / 32 .

مفتاح الجدول: 1 = مفضل بقوة، 2 = مفضل، 3 = محايد، 4 = غير مفضلة، 5 = غير مفضلة على الإطلاق.

يواجه المالك الجدد المرتبطين بصفقة الخروج من الاستثمار، مشاكل حول المعلومات المتعلقة بقيمة المؤسسة والرقابة على تسييرها، وتكون هذه المشاكل حاضرة أكثر عند اختيار طريقة الخروج عن طريق العرض العام على الجمهور، بحيث لا يتوفر للمالك الجدد الوقت اللازم لجمع المعلومات حول المؤسسة وتحليلها، مما يفتح المجال لحضور مشكل الوكالة، فضلاً عن المشاكل الأخرى، كالتكليف المرتبطة بتحضير المؤسسة للعرض العام على الجمهور.

ويواجه المستثمرين في المؤسسة المقاولة قرار جعل المؤسسة عمومية بغية كسب حقوق رقابة أكثر، مقارنة ببيعها لمؤسسات خاصة، لكن يبقى الهدف المشترك بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمقاول هو الخروج من الإستثمار سواء عن طريق البيع العام للمستثمرين أو لمؤسسات خاصة.

المبحث الثاني: رأس المال المخاطر: أي دور في تمويل قطاعات التنمية؟

تحدثنا في المبحث السابق عن آليات رأس المال المخاطر، وأخذنا مختلف استراتيجياته وطرق خروجه من المؤسسات المملوكة، وسنطرق في هذا المبحث إلى التنمية ومختلف مصادرها وأنواعها وكذا قطاعاتها التي يتم تمويلها من طرف رأس المال المخاطر.

المطلب الأول: مفهوم التنمية ومصادرها.

تعددت تعاريف التنمية بتعدد الدارسين في مجالها وجوانب الإهتمام بها، وفي هذا المطلب سوف نذكر أهم التعريفات، وكذا المصطلحات المرتبطة بها، كما نفصل في خصائصها التي تميزها، ومختلف مصادرها التمويلية.

أولاً/ مفهوم التنمية:

تختلف تعاريف التنمية باختلاف وتعدد الأديبيات ويرجع السبب في ذلك إلى أن كل جهة بحث تزيد أن تبرز الجانب الذي تهتم به، ومنه يمكن ذكر بعض من هذه التعريفات كالتالي:

التعريف الأول: يعد مفهوم التنمية من أهم المفاهيم العالمية في القرن العشرين، حيث أطلق على عملية تأسيس نظم اقتصادية وسياسية متماسكة فيما يسمى بـ"عملية التنمية"، ويشير المفهوم لهذا التحول بعد الإستقلال في المستعمرات من هذا القرن في آسيا وإفريقيا بصورة جلية. وقد بُرِزَ مفهوم التنمية Développent بصورة أساسية منذ الحرب العالمية الثانية، حيث لم يستعمل هذا المفهوم منذ ظهوره في عصر الاقتصادي البريطاني البارز "أدم سميث" في الرابع الأخير من القرن الثامن عشر وحتى الحرب العالمية الثانية إلا على سبيل الإستثناء، فالمصطلحان اللذان استخدما للدلالة على حدوث التطور المشار إليه في المجتمع كانا التقدم المادي Material Progress، أو التقدم الاقتصادي Economic Progress وحتى عندما ثارت مسألة تطوير بعض اقتصاديات أوروبا الشرقية في القرن التاسع عشر كانت المصطلحات المستخدمة هي التحديث

¹. Industrialization أو التصنيع Modernization

¹ نصر عارف، **مفهوم التنمية**، كلية العلوم السياسية، جامعة القاهرة، ص 13. يمكن الإطلاع عليه من خلال الرابط التالي:

<https://ebook.univeyes.com/43037/pdf-%d9%85%d9%81%d9%87%d9%88%d9%85-%d8%a7%d9%84%d8%aa%d9%86%d9%85%d9%8a%d8%a9-%d8%af-%d9%86%d8%b5%d8%b1-%d8%b9%d8%a7%d8%b1%d9%81> (Le 21/04/2021, à 05:40 AM).

التعريف الثاني: لقد عرف البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة (1990) التنمية بأنها: "عملية توسيع نطاق الخيارات المتاحة أمام الفرد، وأهم هذه الخيارات المتشبعة هي أن يحيا الناس حياة طويلة وخلالية من العلل وأن يتعلموا، وأن يكون بوسعهم الحصول على المواد التي تكفل مستوى معيشة كريمة".

التعريف الثالث: لقد عرفت كذلك الأمم المتحدة التنمية بأنها: "مجموعة من الوسائل والطرق التي تستخدم من أجل توحيد جهود الأهالي والسلطات العامة، بهدف تحسين المستوى الاقتصادي والإجتماعي والثقافي في المجتمعات القومية والمحلية، وإخراج هذه المجتمعات من عزلتها لمشاركة إيجابيا في الحياة القومية، وبالتالي تساهم في تقدم البلاد".¹

التعريف الرابع: يقصد بالتنمية ذلك التغيير الدائم في المواقف والهيكل التي تسبب ظاهرة النمو المستمر مع مرور الوقت. كما تعرف بأنها "ذلك المزيج من التغيرات الذهنية والإجتماعية لتركيبة سكان منطقة معينة، تجعلها مناسبة لتحقيق نمو لمنتجاتها الفعلية بشكل تراكمي وبشكل دائم".²

التعريف الخامس: عرفها الباحث الغربي ويدنر "WIDNER" بأنها تشكل حالة ذهنية أو رغبة أو إتجاه أكثر منها هدفا محددا.

التعريف السادس: جوزيف سبنجلر "Joseph Spengler" فقد أكد في أطروحة أخرى بأن التنمية تحدث عندما تزداد قائمة الأشياء المرغوب فيها والمفضلة نسبيا في الحجم. بمعنى أن عملية التنمية مستمرة ومتعددة بحسب تجدد رغبات الأفراد أنفسهم.

التعريف السابع: إن الأستاذ علي غربي، يعتبر التنمية عملية معقدة وشاملة تضم جوانب اقتصادية، سياسية، اجتماعية وحتى ثقافية، دون إهمال للجوانب النفسية والبيولوجية ليتسنى فهم السلوك الإنساني بالدرجة الأولى، والد الواقع التي تربط الأفراد وما يقوم بينهم من علاقات، وما يترتب عن ذلك من أنظمة تتدخل تفاعلاتها وتأثيراتها في جوانب المجتمع المختلفة.

التعريف الثامن: عرفها كمال التابعي بأنها مجموعة عمليات ديناميكية متكاملة، تحدث في المجتمع من خلال الجهود الأهلية والحكومية المشتركة بأساليب ديمقراطية، وفق سياسة وإجتماعية محددة، وخطة واقعية مرسومة، وتتجسد مظاهرها في سلسلة من التغيرات البنائية والوظيفية التي تصيب كافة مكونات البناء الإجتماعي للمجتمع، وتعتمد هذه العملية على موارد المجتمع المادية والطبيعية والبشرية المتاحة والمسيرة،

¹ العربي حجام، سمحة طري، التنمية المستدامة في الجزائر قراءة تحليلية في المفهوم والمعوقات، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد 06، العدد 02، ديسمبر 2019، ص 122.

² Bezzazi Samiya, The Role Of Agricultural Development In Supporting Economic Development In Algeria Between Reality And The Need For Reform, Journal of economic Growth and Entrepreneurship JEGE, VOL 4, NO 2, YEAR 2021, University of Guelma Algeria, P 71.

للوصول إلى أقصى استغلال ممكن في أقصر وقت ممكن، وذلك بقصد تحقيق الرفاهية الاقتصادية والاجتماعية لكل أفراد المجتمع.¹

التعريف التاسع: عرف ماركس التنمية هي عملية ثورية تتضمن تحولات شاملة في البناءات الاجتماعية والاقتصادية والسياسية والقانونية فضلاً عن أساليب الحياة والقيم الثقافية.²

التعريف العاشر: يعرفها أبو النجا على أنها عملية اجتماعية اقتصادية تستهدف رفع مستوى معيشة الشعب لكي يصل إلى مستوى معيشة الشعوب والبلاد المتقدمة حضارياً.

التعريف الحادي عشر: يعرفها عامر الكبيسي على أنها حالة عقلية وعقلانية محددة الأبعاد ومعرفة المعلم، تطرح من قبل مؤسسات المجتمعات كبديل ل الواقع القائم وكهدف يمكن تحقيقه في المستقبل المنظور.

التعريف الثاني عشر: التنمية هي عملية تسمح للبشر بتطوير شخصيتهم، واكتساب ثقتهم بأنفسهم، وقيادة وجود كريم ومحقق. إنها عملية تحرر الناس من الخوف من الحاجة والإستغلال وتدفع القمع السياسي والإقتصادي والإجتماعي إلى الوراء.³

❖ إن التعريف الأفضل للتنمية بالمفهوم الشامل هو أنها تمثل ذلك التطور أو التغير للمجتمع بأبعاده الاقتصادية والاجتماعية والفكرية والتنظيمية من أجل توفير الحياة الكريمة لجميع أفراد المجتمع. ويرتكز هذا التعريف على عنصرين أساسيين هما: تغيير بنائي، وتوفير الحياة الكريمة، فالتنمية بهذا المعنى تعني إحداث تغيير جوهري في النسب وال العلاقات التي يتميز بها الاقتصاد الوطني مثل معدل الإدخار ومعدل الاستثمار ونسب القطاعات المختلفة في الناتج المحلي الإجمالي ... الخ.

ومن بين المصطلحات الشائعة في مجال التنمية ذكر أهمها كما يلي: ⁴

► التخلف Backwardness : وهي حالة من التردي العام والانحطاط الشامل في مختلف الجوانب المجتمعية من اقتصادية وسياسية واجتماعية وفكرية وثقافية ومادية ومعنوية وصحية وغيرها. وتصف المجتمعات المختلفة بالفقر العام Poverty وما يت萃 عنها من خصائص وأهمها:

▪ الانغلاق الفكري والاجتماعي والثقافي والعلمي السياسي؛

¹ بوطة عبد الحميد، التنمية في الوطن العربي من منظور الدراسات الأكاديمية العربية، دراسات وأبحاث المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، مجلد 10، عدد 4، ديسمبر 2018، السنة العاشرة، ص 790.

² رحالي حجية، التنمية في ظل المتغيرات العالمية (من التنمية الاقتصادية إلى التنمية المستدامة)، معارف مجلة علمية محكمة، العدد 17، ديسمبر 2014، ص 157.

³ Gilbert Rist, Le développement Histoira d'une croissance occidentale, Presses de Sciences Po, 4 éme édition, 2015, P 33.

⁴ نائل عبد الحافظ العواملة، إدارة التنمية، الأسس النظريات، التطبيقات العملية، الطبعة الأولى، دار زهران للنشر والتوزيع، سنة 2010، عمان، الأردن، ص 33 - 36.

- الفقر المادي والإقتصادي من حيث الدخل والبيئة والسكن وغيرها؛
 - تدني المستويات الصحية الفردية والمجتمعية وتodashي الأمراض وارتفاع معدلات الوفاة بين الأطفال وغيرهم؛
 - ارتفاع مستويات البطالة وتدني الإنتاجية وما يرافقها من مشكلات؛
 - انخفاض الحركية الإجتماعية والإقتصادية والسياسية وغيرها أي جمود عام في الحياة الفردية.
- التطوير Development: ويعني إجراء تعديلات كلية أو جزئية في مجال من المجالات المجتمعية المادية أو المعنوية، بحيث يتم الانتقال أو التغير في الأشياء أو المسلكيات من وضع لآخر أفضل منه. وبالتالي فإن التطوير يعني التقدم Progress، أي التحسن الكمي والنوعي في مجال أو أكثر من المجالات المجتمعية وعلى المستويات الكلية أو الجزئية. ويشمل التطوير أو التقدم المجالات الإقتصادية والإجتماعية والسياسية والثقافية والعلمية والإدارية وغيرها. كما قد يكون التطوير على المستوى الكلي للمجتمع أو على مستوى منظمة أو قطاع محدود فيه.
- التطور Evolution: ويتضمن وصفا لحالة الانتقال من وضع لآخر وفقا لسلسل مرحل (موضوعي) زمني، ويعتبر التطور مفهوما محايدا بهذا المعنى لأنه يشمل تسجيلا للواقع ومجريات الأحداث ويبين كيفية حدوثها، وما يتصل بها من ظروف ومقاييس كمية ونوعية وغيرها. وقد يشمل مفهوم التطور الحياة الفردية أو العامة جزئيا أو كليا. أي أن مفهوم التطور هو عبارة عن وصف للأشياء أو الناس على خطى الزمان والمكان. وبالتالي فهو لا يتضمن أية معانٍ قيمة (صحيح أو خطأ) أو (إيجابي/سلبي).
- التحديث والحداثة Modern and modernization: وتعني مواكبة التطورات والمستجدات ومراعاة الظروف والأشياء والمسلكيات والمعايير السائدة في أي مجال من المجالات في فترة زمنية معينة. والحداثة أو المعاصرة كما تسمى أحيانا هي تطبيق الأصول المتعارف عليها في مرحلة زمنية آنية. وبالتالي فإن ما هو حديث (معاصر) اليوم فهو ليس كذلك بالأمس أو غدا. إن مفهوم الحداثة مرتبط بالعنصر الزمني ويتغير وفقا لذلك، والحداثة لا تعتبر بالضرورة ومن الناحية المنطقية إيجابية أو سلبية بطبعتها، بل إنها مفهوم محايد يتضمن الالتزام بما هو سائد الآن وهنا. وبالرغم من ذلك فإن القصد الضمني وراء المطالبة بالحداثة (أو التحديث) هو قصد إيجابي ويعني الأخذ بأفضل الأشياء والسبل التي توصل إليها الإنسان.
- النمو الإقتصادي Economic Growth: وهو من أهم المصطلحات التي لاقت رواجا وتركيزا في مجال التنمية، من حيث ضيق بعض الكتاب بقصد أو بغيره مفهوم التنمية ليشمل الجوانب الإقتصادية بالدرجة الأولى، مع إهمال أو تجاهل واضح للجوانب الأخرى والعديدة والهامة المؤثرة في مجال التنمية. ويتضمن مفهوم النمو الإقتصادي تحسين فعالية الإقتصاد القومي وتعزيز الرفاه المادي للمجتمع بما في ذلك زيادة الدخل الفردي والقومي، وتوفير السلع والخدمات بالشكل الملائم (كميا ونوعيا)، والوقت الملائم والأسعار المستقرة وغير ذلك من مظاهر الاقتصاد الفعال. ويشمل النمو الإقتصادي مختلف القطاعات الإنتاجية والخدمية مثل الزراعة والصناعة والتجارة والطاقة والبنية التحتية الملائمة.

وتتحدث كثير من النظريات التنموية عن طبيعة النمو الاقتصادي وسبل تتحققه ومشكلاته وغير ذلك من الجوانب. ومن أهم مظاهر النمو الاقتصادي ما يلي:

- ارتفاع مضطرب في الدخل الفردي والقومي؛
- نشاط تجاري واسع على كافة المستويات المحلية والخارجية؛
- تطور إيجابي أو تحسن مستمر في كافة القطاعات الاقتصادية وخصوصا الزراعة والصناعة وخدمات البنية التحتية؛
- توفر السلع والخدمات بمختلف أنواعها وكمياتها الملائمة؛
- النمو المتوازن والمستقر بحيث تقل معدلات البطالة أو التضخم أو تكون تحت السيطرة كلما أمكن ذلك؛
- توجيه العلم والتكنولوجيا والأبحاث لخدمة الحركة الاقتصادية وزيادة الإنتاجية والإستثمار الأمثل للمصادر والموارد الطبيعية والإنسانية وغيرها من عناصر الإنتاج؛
- الرفاه المادي العام للفرد والمجتمع.

ويتضمن النمو الاقتصادي عملية الإنقال بالمجتمع من المرحلة الإبتدائية والتقلدية في مختلف القطاعات الإنتاجية إلى مراحل أكثر تقدما تعتمد على التصنيع والتكنولوجيا والإبداع الإنساني عموما. كما يتضمن النمو الاقتصادي عملية تحول كبرى من المجتمع الزراعي البدائي والبسيط بمختلف الجوانب والأبعاد والمعايير إلى مجتمع صناعي متقدم ومعقد ديناميكي وفقا لمعايير عديدة.

► التغيير change: ويعني استبدال الوضع الحالي كليا أو جزئيا بوضع آخر يختلف عنه نسبيا (قليلا أو كثيرا)، لأن التغيير قد يكون محدودا أو شاملا كما قد يكون بسيطا أو جذريا. يتضمن التغيير عملية الإنقال (الموضوعي أو الزماني أو المكاني أو الشخصي أو الاجتماعي)، من حالة لأخرى قد تكون إيجابية كما قد تكون سلبية. وبعبارة أخرى فإن هناك مفاهيم وجوانب ومستويات كمية ونوعية للتغيير. ويتضمن التغيير الإفلات من الجمود وكسر الواقع الحالي بطريقة وبدرجة أو بأخرى. ويستنتج من كل ذلك أن التغيير هو مفهوم احتمالي ومحايد لا يعني حتمية معينة سوى الإنقال مع مرحلة أو حالة لأخرى. وبالرغم من ذلك فإن التغيير في مجال التنمية يحمل معنى إيجابي عموما، وعندما يكون التغيير مخططا فلا بد أن يكون التوجه إيجابيا، بحيث يتم استبدال الأوضاع الحالية بأخرى أفضل منها. لكن النقاش في مفهوم وموضوع التغيير قد لا يحصل إلى النهاية حيث أن القصد الإيجابي للتغيير المخطط قد لا يؤدي بالضرورة والحتمية إلى نتائج مرغوبة وبالتالي تبقى الإحتمالات كلها واردة.

❖ تتميز بذلك التنمية بمجموعة خصائص تختلف عن غيرها من المصطلحات الأخرى أهمها:¹

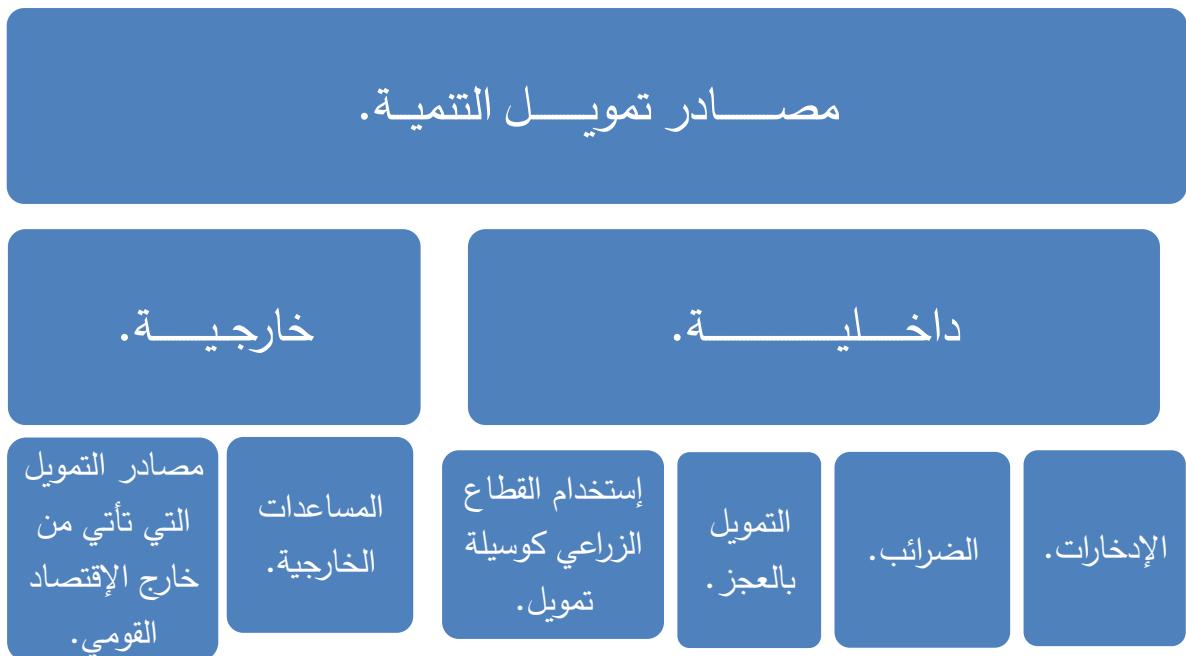
¹ فريدة حموم، حقيقة التنمية الإنسانية المستدامة والحديث عن التنمية المستقلة، مجلة أبحاث قانونية وسياسية، العدد 03، ص 36.

- ✓ الشمولية: وهي إحداث تغيير كلي في الجوانب الإقتصادية، والاجتماعية، والثقافية، والأخلاقية، إضافة للحرية السياسية، الديمقراطية، المشاركة، الالامركزية، ومشاركة الضعفاء في صنع التنمية؛
- ✓ حدود الزيادة وبصورة مستمرة في متوسط الدخل الحقيقي لفترة طويلة؛
- ✓ انعكاس الزيادة على الطبقة الفقيرة، أي تحسين مستوى معيشتهم، والتخفيف من حدة الفقر، فلا جدوى من الزيادة في النمو الاقتصادي إن ساءت حالة الفقراء؛
- ✓ ضرورة التحسين في نوعية السلع والخدمات التي يتحصل عليها الأفراد؛
- ✓ حدوث تغير هيكلى للإنتاج، أي توسيع الطاقة الإنتاجية بصورة تراكمية، تضمن توفير الحاجيات الضرورية، والتقليل من حالة التبعية والتخلف.

ثانياً/ مصادر التنمية:

يعتبر التمويل العامل الأساسي في عملية التنمية والتي يشكل الاستثمار جوهرها، ذلك لأن مفتاح التنمية في البلدان المختلفة إقتصادياً هو الاستثمار وإن ذلك يحتاج إلى وجود ادخارات حقيقة، أي عمال ومواد لأغراض الانتاج والتمويل يعتمد أساساً على المدخرات الوطنية وتساندها في ذلك المدخرات الأجنبية (القروض والمساعدات والإستثمارات الأجنبية). وتنقسم مصادر تمويل التنمية إلى قسمين كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (02-01): يوضح مصادر تمويل التنمية.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالإعتماد على مذكرة القرشي، التنمية الاقتصادية نظريات وسياسات وموضوعات، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، سنة 2007، الأردن، ص 188 - 197.

❖ **مصادر التمويل الداخلية:** يمكن النظر إلى وسائل تمويل التنمية من جانبي:¹

- الأول: الوجه الحقيقي، ويعني الموارد الحقيقة التي تمثل في الاستهلاك وسلع الاستثمار.
 - الثاني: الوجه النقيدي، ويعني الموارد النقدية التي يتم بواسطتها توفير الموارد الحقيقة للتنمية.
- وتكون مصادر التمويل الداخلية من عدة أنواع أهمها:

➢ **الإدخارات (savings):**

إن السياسة الرشيدة للإدخار لابد أن تتطلق من مفهوم الفائض الاقتصادي وضرورة توجيه هذا الفائض لأغراض التنمية. ومن الضروري توزيع الفائض الاقتصادي بين الاستهلاك وبين الاستثمار، ذلك لأن عرض السلع والخدمات يعتمد على مقدار الموارد المخصصة للإستثمار، وهذا يتطلب تقليل الاستهلاك الحالي لكي تزداد الاستثمارات التي تساعد على تعجيل معدلات النمو في الإنتاج. إلا أن مستوى الاستهلاك في البلدان الأقل نموا هو أصلاً منخفض، لذلك فان التأكيد يكون على رفع الميل الحدي للإدخار فائض العمل في البلدان الأقل نموا على شكل بطاله مقنعة. وإن مثل هذه البطالة يعتبرها (Nurkse) بأنها بمثابة ادخار كامن، وأن استخدامه لا يتضمن تخفيضا في الاستهلاك الجاري. يرى بعض الاقتصاديين بأن مشكلة الإدخار في البلدان النامية لا تتمثل في نقص حجم الفائض الاقتصادي، إنما تعود إلى تبديد هذا الفائض. وتجدر الإشارة إلى أن العبرة ليست في الإدخار فحسب ولكن العبرة في توجيه هذه المدخرات نحو الإستثمارات المنتجة لغرض زيادة رأس المال الاجتماعي واستصلاح الأراضي وإنشاء الصناعات.

وقد اختلفت المدارس الاقتصادية الفكرية في موقفها من الإدخار والإستثمار، فالكلاسيك اعتقادوا بأن الإدخار يتحول أوتوماتيكياً بشكل كامل إلى استثمار. أما الكنزيون فقد اختلفوا مع الكلاسيك في هذا الجانب وأكدوا أن الإدخارات قد لا تتحول بالضرورة إلى استثمار، كما أكدوا بأن الإستثمار يجب ألا يتقييد بحجم الإدخارات المتاحة. ففي الاقتصاد الكنزي عندما يكون العمال عاطلين عن العمل، هناك صناعات للسلع الإستهلاك غير مستغلة، فإن الإستثمار من قبل الحكومة يمكن أن يتحقق من خلال خلق النقود الجديدة. ومع استخدام الموارد العاطلة فإن الإنتاج والدخل سوف يزدادان لكنه عندما تكون هذه الموارد مستغلة بالكامل، فإن الاستثمار من خلال خلق النقود سوف يعمل على زيادة مستوى الأسعار.

إن مصادر الإدخار ثلاثة وهي:

¹ مدحت الفريسي، التنمية الاقتصادية نظريات وسياسات ومواضيع، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، سنة 2007، الأردن، ص 188-197.

- الإدخار العائلي؛

- ادخار قطاع الأعمال(الشركات)؛

- ادخار الحكومي.

وفيما يلي شرح موجز لكل من مصادر الإدخار الثلاثة:

✓ الإدخار العائلي(Family Savings): ويتخذ هذا النوع من الإدخار صوراً عديدة، منها الاستثمار المباشر، والذي يشكل جانباً مهماً من الإدخار في الريف وذلك عندما يقوم المزارعون بإصلاح مزارعهم واقتضاء التجهيزات الزراعية وبناء المساكن. ويتميز هذا النوع بعدم وجود وسيط بين المدخر والمستمر. من صور الإدخار العائلي الأخرى هي المدخرات التعاقدية مثل عقود التأمين على الحياة أو التأمينات الاجتماعية، وكذلك الزيادة في الأصول السائلة من خلال الأسهم والسنداط.

✓ إدخار قطاع الأعمال(Corporate Savings): ويتمثل هذا النوع من الإدخار بالأرباح المحتجزة لدى الشركات، والتي تمثل مصدراً لتمويل الاستثمار. إن حجم مدخلات قطاع الأعمال في البلدان النامية يتاسب، بطبيعة الحال، مع حجم هذا القطاع. فكلما كان القطاع كبيراً إزداد حجم المدخرات والعكس صحيح. ويقسم قطاع الأعمال في البلدان النامية إلى قطاع منظم (Formal Sector)، قطاع غير منظم (Informal Sector) الذي يضم المحلات التجارية الصغيرة، والصناعات الصغيرة والوحدات الخدمية الصغيرة. ومن الصعوبة إمكانية تقدير مدخلات هذا القطاع أو تقدير حاجته إلى الاستثمار، كما أن تعبئة مدخلاته ليست ممكنة بالوسائل التقليدية. لهذا فإن القطاع المنظم هو الذي يعول عليه في توليد الفائض.

ويكون قطاع الأعمال المنظم من قطاع الأعمال الخاص وقطاع الأعمال الحكومي، ويعتمد حجم الإدخار لديه على حجم الفائض المتولد(الأرباح).

✓ الإدخار الحكومي(Government Savings): يمثل الفرق بين إيرادات الحكومة من الضرائب والإنفاق الجاري الحكومي. ومن المعتاد أن تكون نفقات الحكومة أكبر من إيراداتها، مما يضطرها إلى اللجوء لمدخلات قطاع الأعمال لسد العجز. إن ارتفاع حصيلة الضرائب يساعد على زيادة حجم الإدخار الحكومي فقط في حالة كون الميل الحدي للإستهلاك (MPC)، لدى الحكومة (من الضرائب المتزايدة)، وهو أدنى من الميل الحدي للإستهلاك لدى القطاع الخاص (من الدخل الحدي الذي يدفع منه الضرائب). ولقد لعب الإدخار الحكومي المتحقق من خلال فائض الميزانية (budget surplus)، دوراً كبيراً في التنمية الاقتصادية في اليابان، وخصوصاً في المراحل الأولى للتنمية.

► الضرائب (Taxes) :

تعتبر الضرائب الوسيلة التي يتم بموجبها تحويل جزء من الدخول لدى الأفراد والشركات إلى الحكومة. وإن هذه الضرائب تستخدمها الحكومة لأغراض الإنفاق الجاري وكذلك لأغراض الاستثمار، وإن النوع الثاني من الإنفاق هو الذي يساعد على تحقيق التنمية ويرفع من معدل نمو الناتج ونمو تراكم رأس

المال. والسياسة الضريبية الناجحة والتي تساعد على دفع عملية التنمية الاقتصادية يجب أن تهدف إلى جملة أمور أهمها:

- ✓ يجب أن تستهدف تعبئة الفائض الاقتصادي وتوجيهه لأغراض التنمية؛
- ✓ يجب أن تستهدف الحد من الإستهلاك وخاصة غير الضروري؛
- ✓ يجب أن يكون الهيكل الضريبي مناسحاً حيث يستجيب للتغيرات الاقتصادية الجارية؛
- ✓ يجب أن تستهدف أيضاً تغيير نمط الاستثمار، وكذلك الحد من تفاوت مستويات الدخول ومستويات الإستهلاك المختلفة.

► التمويل بالعجز (التمويل التضخمي) :Deficit Financing

إن مصطلح التمويل بالعجز أو ما يسمى أحياناً التمويل التضخمي يشير إلى قيام الحكومة بتوفير التمويل لأغراض الاستثمار وذلك من خلال طبع النقود من قبل الحكومة أو توسيع الإنتمان من قبل البنوك بدون الحاجة إلى وجود إدخار مسبق. وتلجأ الحكومة إلى التمويل بالعجز عندما تريد تغطية العجز الحاصل في الموازنة العامة (أي عندما تكون نفقاتها تتجاوز إيراداتها)، وذلك من أجل دفع النمو الاقتصادي من خلال الإنفاق الحكومي والذي تغطي من خلال طبع النقود أو بيع الأوراق المالية التي تصدرها إلى البنوك التجارية وتحصل على الإنتمان مقابلها. إن هذا النوع من التمويل يجعل الاستثمار يتجاوز حجم الإدخار المتاح وبالتالي يولد نوعاً من التضخم. إن أسلوب التمويل التضخمي هذا يستند على حجة مفادها أن زيادة عرض النقد يؤدي إلى زيادة الاستثمار وذلك استناداً إلى:

- ✓ إن ارتفاع الأسعار يؤدي، في قطاعات معينة، إلى ارتفاع مستوى الأرباح؛
- ✓ إن التوسيع السريع في الإنتمان المصرفي، مع ثبات أسعار الفائدة الإسمية، يجعل من بعض المستثمرين يحصلون على قروض ذات فوائد حقيقة سالبة؛
- ✓ إن التضخم يعتبر آلية لتحرير الأموال لغرض الاستثمار، وتحدث العملية التضخمية عن طريق إحداث زيادة في الطلب النقدي الكلي عن العرض الحقيقي للسلع والخدمات عند مستوى الأسعار السائد. وبالتالي فإن مصدر زيادة المعروض النقدي ناجم عن لجوء الحكومة إلى تمويل الإستثمارات عن طريق الإقراض من البنك المركزي أو لجوء النظام المصرفي إلى خلق الإنتمان.

► استخدام القطاع الزراعي كوسيلة للتمويل:

استخدام القطاع الزراعي، في عدد من البلدان التي أصبحت صناعية اليوم، كوسيلة لتمويل الصناعة، لاسيما وأن الزراعة في العديد من الحالات تمثل القطاع الرئيسي لتوليد الدخل والإستخدام (employèrent)، وخاصة في بداية مرحلة التنمية فيها. لذلك تم تحويل القطاع الزراعي النصيب الأكبر من تكلفة التصنيع، كما هو الحال في فرنسا أو الاتحاد السوفيتي واليابان إلخ. وفي البلدان النامية فإن القطاع

الزراعي يتصنف بوجود بطاله مقنعة، والذي يعني وجود ادخار كامن يمكن أن يساهم في زيادة معدل الإستثمار والناتج الكلي إذا ما تم سحب فائض العمل من الزراعة وتشغيله في مشروعات أخرى وخاصة في الصناعة. وإضافة إلى هذا الجانب فإن الزراعة تعرضت إلى فرض الضرائب المرتفعة لغرض تمويل التصنيع، وكذلك إبقاء أسعار السلع الزراعية منخفضة بشكل متعمد لتحويل نسب التبادل التجاري الداخلي فيما بين الزراعة والصناعة لصالح الأخيرة. وقد مثلت هذه الأساليب أدوات أخرى لتحويل المدخرات من الزراعة إلى الصناعة. ولكن نجاح أساليب معينة في تجارب الماضي قد لا يبرر بحد ذاته تطبيقها في ظروف مختلفة، إلا أنها تبقى، مع ذلك، قادرة على المساهمة بدور معين في تمويل التنمية من خلال الإستثمارات الصغيرة وانتقال فائض العمل.

❖ مصادر التمويل الخارجي:

ويشمل كافة مصادر التمويل التي تأتي من خارج الاقتصاد القومي. ومن أهم مصادر التمويل

الخارجي ما يلي:¹

- ✓ الإستثمارات الخاصة الفردية أو المؤسسية؛
- ✓ المصادر الحكومية الثانية أي بين الدولة وحكومة أخرى بشكل شائي مباشر وفقا للاتفاق بينهما حول شروط التمويل المختلفة؛
- ✓ المؤسسات الإقليمية للتنمية والتعاون والتمويل في المجالات المتخصصة والعديدة في المناطق المختلفة من العالم. من الأمثلة على ذلك الجامعة العربية ومنظماتها المتخصصة، منظمات أوروبية، وإفريقية، وأمريكية، وأسيوية عديدة؛
- ✓ المؤسسات الدولية والمتمثلة بمنظمة الأمم المتحدة والوكالات المتخصصة المنبثقه عنها في كافة مجالات التعاون الاقتصادي والاجتماعي والتكنولوجي والإداري وغيرها من المجالات التنموية الشاملة؛
- ✓ ويعتبر اختيار المصدر التمويل الملائم قرار ديناميكي ومعقد وموقفي يرتبط بالبيئة المحيطة كنظام مفتوح. وهناك مجموعة كبيرة من المتغيرات تحكم القرار المتعلق باختيار مصدر التمويل الملائم، ومن أهم

هذه المتغيرات ما يلي:

- التوقيت الملائم حيث أن ما هو متاح الآن وهنا قد لا يكون متاحا بعده أو هناك؟
- الجهة المانحة والجهة المستقبلة وهي متغيرات أيضا؟
- الشروط المتعلقة بالتمويل مثل الفائدة والمدة والمبلغ وغيرها أيضا متفاوتة؟
- البدائل التمويلية المتاحة متغيرة أيضا؟
- الظروف السياسية والإقتصادية والبيئية هي متغيرات حاسمة أيضا؟

¹ نائل عبد الحافظ العواملة، إدارة التنمية الأسس النظريات التطبيقات العملية، مرجع سبق ذكره، ص 139-143.

► المساعدات الخارجية والتنمية:

احتل موضوع المساعدات الخارجية مكانة هامة في الدراسات الإقتصادية والمالية العامة خاصة بعد الحرب العالمية الثانية. فقد ازدادت أنواع ومصادر وأحجام المساعدات الخارجية بشكل ملحوظ بعد هذه الحرب. وأصبحت المساعدات الخارجية أداة سياسية واقتصادية هامة في العلاقات الدولية والسياسية الخارجية، وقد اختلف كثير من الكتاب حول مفهوم المساعدات الخارجية وأسس توزيعها وأثارها الإقتصادية والسياسية. فيعرفها البعض بشكل واسع بحيث أنها تشمل كافة أشكال التحويل في المصادر الإقتصادية والمالية والحكومية والخاصة من دولة أو مجتمع إلى آخر. ويعرفها آخرون على نحو أقل شمولا وأكثر تحديدا لتشمل التحولات الحكومية والشبه الرسمية في المصادر الإقتصادية والمالية إلى حكومات الدول النامية. وهذا يتضمن التحولات التي تتم من المنظمات الدولية والإقليمية إلى حكومات الدول النامية، ويمكن تحديد بعض الجوانب الرئيسية للمساعدات الخارجية من حيث أهدافها وأشكالها ومصادرها وأثارها، أو دورها في التنمية.

أما الأشكال والصور التي يمكن أن تأخذها المساعدات الخارجية فتختلف كما ونوعا لما تقتضيه سياسات وأهداف وظروف الدول المانحة والدول المستقبلة للمساعدات ويمكن تحديد بعض الصور والأشكال الرئيسية للمساعدات الخارجية على النحو التالي:

- ✓ مساعدات إقتصادية مثل التسهيلات الإستثمارية والدعم المادي بمودع محددة كالحبوب ومشتقاتها وما شابه ذلك؛
- ✓ المنح المالية والعينية وتسعمل هذه خاصة في الحالات الإنسانية كالدعم الغذائي والصحي والتعليم وما شابه؛
- ✓ المساعدات العسكرية بأشكالها المختلفة؛
- ✓ الدعم المالي للموازنة العامة؛
- ✓ المساعدات الفنية والتكنولوجية بالتجهيزات والخبراء الإستثمارات؛
- ✓ القروض بمختلف أنواعها وشروطها ومصادرها.

المطلب الثاني: أنواع التنمية وأهدافها.

بعد التطرق في المطلب الأول إلى مفهوم التنمية ومختلف مصادرها سوف نتطرق في هذا المطلب إلى أقسام التنمية وأنواعها، والمقصود بالقسم الأول هنا مختلف الفروع السياسية، والإقتصادية، والاجتماعية للتنمية، والقسم الثاني مختلف المفاهيم التي ظهرت نتيجة تطور مفهوم التنمية، وكذا مختلف أهداف التنمية.

أولاً/ أنواع التنمية:

ويمكن التفصيل فيها من حيث القطاع ومن حيث المفهوم كما يلي:

❖ من حيث القطاع: تتمثل في:¹

✓ التنمية الإقتصادية: إن كلمة تنمية تتبع من النماء بمعنى الإكثار والإرتقان والزيادة. والنمو الإقتصادي يشكل عاملاً رئيسياً من عوامل التغير الاجتماعي والسياسي، وبالتالي فهو أحد أعمدة التنمية، وعوامل النمو الإقتصادي ثلاثة: العمل ورأس المال والطبيعة. ويتفق الإقتصاديون على اختلاف مذاهبهم والمدارس التي ينتمون إليها على أن العمل هو عامل النمو الرئيسي. بل يذهب البعض إلى إعادة رأس المال إلى العمل المتجسد في السلع والتجهيزات الرأسمالية. وقد شهد العالم بعد الحرب العالمية الثانية اهتماماً واسعاً في مسألة النمو الإقتصادي والتنمية الإقتصادية سواء على الصعيد النظري أم على صعيد السياسات الحكومية، وقد تبلور هذا الإهتمام في نشوء ثلاثة مشروعات تبلورت في:

- مشروع دولة الرفاهية والإزدهار في أوروبا الغربية وأمريكا الشمالية؛
- مشروع الدولة الإشتراكية السوفياتية التي ترفع شعار الماركسية الليينية؛
- مشروع التنمية في بلدان العالم الثالث القائم على أساس تدخل الدولة من خلال ممارسات شعبوية. وقد عانى هذا المشروع في مختلف بلدان العالم الثالث من أزمات وصعوبات وتعرض لتحديات داخلية وخارجية.

ولقد شكلت التنمية الإقتصادية في الدول السابقة الذكر، أي التي نالت استقلالها بعد الحرب العالمية الثانية، وتلك التي نالت استقلالها حديثاً أساساً لحكوماتها، وسعت معظم إن لم يكن جميع تلك الحكومات إلى تحقيقها بكل وسائل وطرق المتاحة، وكما سبق ذكره فإن التنمية في هذه البلدان واجهتها صعاب كثيرة محلية ودولية، فمحلياً اصطدمت بعامة الناس الذين عاشوا لقرون طويلة في ظل التخلف والجهل والمرض وجميع الآفات الاجتماعية ، التي تحولت إلى قوة مؤثرة تعيق سياسات التنمية المتبنية من طرف حكوماتهم، أما دولياً فدخلت برامج التنمية في دائرة الصراع السياسي بين الدول الغنية والفقيرة، وجدلية الإستقلال والتبني. وقد نتج عن برامج التنمية عدة مشاكل إقتصادية أصابت إقتصاد الدول النامية، وأثرت بقوّة على الإقتصاد العالمي. ومثال ذلك أزمة الديون الخارجية التي انتشرت منذ السبعينات الأولى للثمانينات ولم تتمكن المجموعة الدولية من وضع علاج ناجع لها.

من خلال ما سبق يمكن استخلاص أن التنمية الإقتصادية تعد أحد ركائز النقدم الشامل في الدول النامية وغيرها، لأن التنمية في جوهرها تعني زيادة الطاقة الإنتاجية للإقتصاد، أي تحقيق نمو إقتصادي بمعدل أكبر من معدل تزايد السكان، وهو ما يعني رفع متوسط نصيب الفرد من الدخل القومي وبالتالي رفع مستوى المعيشة للأفراد.

يمكن القول من خلال ما تقدم أن التنمية الإقتصادية لوحدها لا تكفي لتحسين مستوى معيشة الأفراد.

¹ ليلي لعجال، واقع التنمية وفق مؤشرات الحكم الرشيد في المغرب العربي، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم السياسية وال العلاقات الدولية، تخصص الديمقراطية والرشاد، جامعة قسنطينة متوري، السنة الجامعية 2010-2016، ص 21-22.

✓ التنمية الإجتماعية: أصبحنا نسمع كثيرا عن التنمية الإجتماعية وهي التي تجعل الإهتمام بالعنصر البشري بمكوناته المتعددة القيم والسلوكيات والإتجاهات، وكذلك تهتم بإعداد الفرد ككائن بشري من حيث تعليمه وتدريبه واكتسابه الخبرات والمهارات التي تجعله عنصرا إيجابيا مساعدا في عملية التنمية وليس معينا لها، كما تعمل على خلق القيادات التي تحمل مسؤولية النهوض بمجتمعاتها، وإدارة شؤونها معتمدة على إمكاناتها ومواردها المادية والبشرية لتلبية حاجات أفرادها. ويمكن تحقيق أهداف التنمية الإجتماعية طبقا لهذا المفهوم من خلال:

- إحداث تغيير مقصود لتطوير وتنظيم المجتمع المحلي باستخدام الموارد المتاحة والعمل على تتميتها إلى أقصى الحدود بالإعتماد على الجهود الذاتية للمواطنين والتعاون مع جهود الدولة؛
- معالجة التخلف وتحسين البيئة وتوفير الخدمات وتلبية احتياجات أفراد المجتمع؛
- تنمية الموارد البشرية واكتساب الأفراد فيما اجتماعية ترفع مستوىهم، وخلق قيادات محلية قادرة على تحمل مسؤولية تنمية المجتمعات المحلية والنهوض بها، إجتماعيا وإقتصاديا وثقافيا لأن التنمية الإجتماعية تعتمد أساسا على المشاركة الشعبية.

ولقد ركز العلماء على الجانب أو بعد الإجتماعي في تحليلهم لمفهوم التنمية وأطلقوا عليه التنمية الإجتماعية ، ويرون أن مفهوم التنمية الإجتماعية يشير إلى نمو العلاقات الإجتماعية بين الأفراد وبين الجماعات في المجتمع، وهذا على أساس أن المجتمع عبارة عن مجموعة من الأفراد أو الجماعات تسود فيما بينهم علاقات إجتماعية، كما يضيف أنصار هذا الرأي أن بعد الإجتماعي يمثل مكانة هامة بالنسبة للتنمية الشاملة لأنه يتضمن في معناه تحليل القوى الإجتماعية السائدة في المجتمع و التي تتضمن: طبيعة السلطة ونظم الحكم ومشاركة الجماهير في صنع القرار، و تحليل طبيعة المجتمع من عادات وتقالييد وعنصر المقارنة بين الماضي والحاضر، ودور المرأة في المجتمع، وغير ذلك من الأمور الإجتماعية التي يتسم بها المجتمع المعاصر.

من جانب آخر استطاع بعض علماء الإجتماع وغيرهم تحليل مفهوم التنمية الإجتماعية: أنه عبارة عن عملية المشاركة في التغيير الإجتماعي بهدف إحداث تقدم مادي وإجتماعي، بما في ذلك المساواة والحرية وغيرها من الحقوق، التي تخدم غالبية الأفراد في المجتمع.

✓ التنمية السياسية: ثمة اختلافات كبيرة بين الباحثين حول مفهوم التنمية السياسية وثمة صعوبة كثيرة أيضا تحول دون وصولهم إلى تعريف موحد، وقد عبر لوسيان باي L.W.pye عن هذه الحقائق بشكل واضح وصريح من خلال تقديم المجلد الخامس من سلسلة دراسات في التنمية السياسية development Studies in political التغيير الإجتماعي الشاملة، من ثم فهي عملية معقدة متشابكة تتدخل مع كثير من المتغيرات الإجتماعية والإقتصادية والثقافية والتاريخية. ويحفل حقل التنمية السياسية بالعديد من التصورات والإتجهادات التي

طرحها الباحثون من أجل تحديد مفهوم التنمية السياسية، إذ تعتبر شرط مسبق لتحقيق التنمية الاقتصادية، وذلك من خلال توفير حد أدنى من الإستقرار السياسي والأمن للنظام الداخلي فضلاً عن تطبيق القانون. وهناك تصور يرى أن التنمية السياسية هي التحديث السياسي، أي هي عبارة عن المحصلة السياسية لعملية التحديث السوقي والإقتصادي، أو المظهر السياسي المعبر عن هذه العمليات والمصاحب لها.

وفي هذا الصدد حدد الباحثين بعض المؤشرات تمثل مقومات التنمية السياسية وتتمثل في:

- تحقق المساواة بين جميع مواطني المجتمع بغض النظر عن الإختلافات والإنتماطات أو الثقافة الفرعية؛
- مشاركة الجماهير في صنع القرارات ديمقراطياً من خلال النظم البرلمانية، والمؤسسات الدستورية والقانونية؛
- عدم تركيز السلطات في هيئة واحدة؛
- قيام السلطة على أساس عقلانية رشيدة؛
- نمو قدرات الجماهير على إدراك مشكلاتها الحقيقية والتعامل معها تعامل رشيداً.

وهناك مؤشرات أخرى ذلك أن التنمية السياسية في النهاية لا تعدو أن تكون عملية تستهدف تخليص المجتمع من التخلف السياسي، تلك السمات التي تحدد في سبع أزمات والتي تتمثل في: أزمة الهوية، أزمة الشرعية، أزمة المشاركة، أزمة التغفل، أزمة التوزيع، أزمة الإستقرار السياسي، أزمة تنظيم السلطة.

ومنه يمكن القول أن المؤشرات التي تم التطرق لها، تؤكد أهمية التنمية السياسية في تخليص المجتمع من بعض هذه الأزمات. وتمثل البنى الفكرية والمؤسساتية للتنمية السياسية في: الإيديولوجيا السياسية، التعبئة الاجتماعية، بناء المؤسسات، أزمات النظام السياسي.

وتحدف عملية التنمية السياسية إلى نقل الثقافة السياسية للمجتمع عبر الأجيال أو خلق ثقافة سياسية جديدة أو تعديل أو تغيير الثقافة السياسية السائدة، من خلال هذه الأدوار وفعاليتها تساهم بقدر كبير في عمليات التغيير الاجتماعي السياسي والثقافي المنشود، وتمثل في الوقت نفسه ميكانيزم أساسياً بالنسبة لمتطلبات التنمية بصفة عامة والتنمية السياسية بوجه خاص، لهذا فهي تمثل أولوية رئيسية لدى المجتمعات النامية حديثة الإستقلال، والمجتمعات المتقدمة على حد سواء، وهي في كل الأحوال تتأثر بالتركيب الطبقي للنظام السياسي، والنسق الإيديولوجي.

✓ التنمية البشرية : تعرف التنمية البشرية على أنها ليست مجرد تحسين القدرات البشرية من خلال التعليم والصحة والتغذية وما إلى ذلك، بل بأنها إضافة إلى ذلك تعني انتفاع البشر بقدراتهم وبالتحسينات فيها سواء في مجال العمل أو التمتع بوقت الفراغ.

فالإنسان ليس مجرد وسيلة أو عنصر إنتاج، بل إنه الهدف أيضاً من التنمية، بمعنى أن التنمية تستهدف تحقيق رفاهية البشر في نهاية المطاف. ولذلك تعرف التنمية البشرية (طبقاً للبرنامج الإنمائي للأمم المتحدة وتقاريره عن التنمية البشرية التي تتبع صدورها منذ عام 1990) بأنها عملية توسيع الخيارات المتاحة للناس،

بتمكنهم من الحصول على الموارد الازمة لتحقيق مستوى حياة كريمة، وبتمكنهم من أن يعيشوا حياة طولية خالية من العلل، ومن أن يكتسبوا المعارف التي تطور قدراتهم وتساعدهم على تحقيق إمكاناتهم الكامنة وبناء ثقتهم بأنفسهم وتمكنهم من العيش بكرامة والشعور بالإنجاز واحترام الذات. ويتوافق هذا الفهم للتنمية البشرية (أي التنمية عموما) مع بعد الذي سبق التأكيد عليه حالا، وهو بعد الحريات والمشاركة، وكذلك مع ركن الإعتماد على الذات، باعتبار أن التنمية تتطوي على تزايد مطرد في اعتماد الناس على أنفسهم من جهة، وتخالص المجتمع من الإعتماد المفرط على الخارج من جهة أخرى.¹

✓ التنمية الإدارية: يعرفها عادل أبو نوحة بأنها: "العملية التي تهدف إلى رفع كفاءة وفعالية الجهاز الإداري عن طريق إدخال التحسينات الضرورية في سلوك العاملين أو في التنظيم الإداري أو في الوسائل والأهداف الإدارية وفي كل النواحي السابقة".²

❖ من حيث المفهوم: وتجلى في الأنواع التالية:

✓ التنمية المستدامة: تعرف بأنها التنمية الحقيقة ذات القدرة على الإستمرار والتواصل من منظور استخدامها للموارد الطبيعية، والتي يمكن أن تحدث من خلال استراتيجية تتخذ التوازن البيئي كمحور ضابط لها لذلك التوازن الذي يمكن أن يتحقق من خلال الإطار الاجتماعي البيئي، والذي يهدف إلى رفع معيشة الأفراد من خلال النظم السياسية والإقتصادية، والاجتماعية، والثقافية، التي تحافظ على تكامل الإطار البيئي.³ ومن هنا يمكننا استخلاص نقاط الأساسية بخصوص التنمية تتمثل في:⁴

- بروز مصطلح الحاجة وإشباعها بدلا من الرفاه الذي كان يركز عليه الإقتصاديون؛
 - وجود مبدأ التناقض بين الأبعاد البيئية والإقتصادية والإجتماعية، وعدم حصرها في بعد الإقتصادي؛
 - تعدد الأبعاد الزمنية والمكانية، بحيث لم يعد الأمر يتعلق بالفترة الحالية أو بهذا الجيل بل بالمستقبل.
- ✓ التنمية الشاملة: وهذا المفهوم يشمل العديد من الأبعاد الاجتماعية والسياسية والتكنولوجية والإقتصادية والبيئي.⁵

¹ إبراهيم العيسوى، التنمية في عالم متغير دراسة في مفهوم التنمية ومؤشراتها، الطبعة الأولى، دار الشروق، سنة 2000، القاهرة، ص

.35

² العربي حجام، سمية طري، التنمية المستدامة في الجزائر قراءة تحليلية في المفهوم والمعوقات، مرجع سبق ذكره، ص 123.

³ سلمى رشيد، عزي هاجر، مداخلة بعنوان: واقع وأفاق التنمية المستدامة في الجزائر، مقدمة للمشاركة في الملتقى العلمي الخامس حول: إستراتيجيات الطاقات المتعددة ودورها في تحقيق التنمية المستدامة - دراسة تجارب بعض الدول -، المنعقد يومي 23-24 أفريل 2018، جامعة البليدة 2، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والتسهير، ص 04.

⁴ فريدة حموم، حقيقة التنمية الإنسانية المستدامة والحديث عن التنمية المستقلة، مرجع سبق ذكره، ص 37.

⁵ أسماء منصور، أنواع التنمية وأشكالها، تاريخ النشر 29 أكتوبر 2020، تاريخ الاطلاع (21042021) الساعة: 08:00 يمكن

الاطلاع على الرابط التالي: <https://mqaall.com/types-forms-development>

- ✓ التنمية القومية: هي الخطاب القومي الذي يهدف إلى استنهاض الأشخاص وتعريفهم على مجموعة التحديات التي تواجههم في الحياة، بغض النظر عن العقبات والعوائق التي ترول إذا ما تغيرت مدارك التفكير الإستراتيجي بشكل قومي.
- ✓ التنمية المستقلة: هي الإهتمام بإشباع الاحتياجات الإنسانية للأفراد في المجتمع، وإشراكهم بفعالية في اتخاذ القرارات الهامة ذات التأثير في حياتهم وحياة أبنائهم دون أن تمس بحقوق الأجيال القادمة وتحقيق فرص معقولة للنمو.

ثانياً/ أهداف التنمية:

يتلخص الهدف العام للتنمية بتحقيق الرفاه المتوازن والشامل للأفراد والجماعات في أي مجتمع من خلال الإستخدام الأمثل للمصادر والثروات والأساليب المتاحة. وينبثق عن هذا الهدف العام مجموعة كبيرة من الأغراض للتنمية وأهمها ما يلي¹:

- ✓ التخلص من كافة مظاهر الفقر العام والتخلف؛
- ✓ تحقيق الإستقرار الاقتصادي بدرجة مقبولة وملائمة بحيث تخفف من معدلات البطالة والتضخم أو تقضي عليها إن كان ذلك ممكناً؛
- ✓ توفير أساليب العيش الكريم بكل ظروفه وأبعاده والتي تشمل توفير فرص عمل متكافئة وعادلة وتوفير السلع والخدمات الملائمة للحياة الإنسانية الأفضل دوماً؛
- ✓ تحقيق العدالة الاجتماعية وفقاً للمعايير المقبولة في المجتمع؛
- ✓ تفعيل كافة الطاقات الوطنية واستغلالها بشكل يحقق النفع العام دون أن يتجاهل النفع الخاص؛
- ✓ التحرر العادل والمتوازن ضمن الهوية الوطنية لكل مجتمع. ويشمل مفهوم التحرر القدرة على اختيار واتخاذ القرار والتخلص من التبعية بكل أشكالها وأبعادها؛
- ✓ تعزيز القدرات العامة للمجتمع في التعامل مع البيئة المحيطة محلياً وخارجياً ومواكبة الأفضل باستمرار.

المطلب الثالث: التمويل برأس المال المخاطر وأثره على التنمية.

ما لا شك فيه أن التمويل برأس المال المخاطر ذو تأثير ملحوظ على التنمية بجميع أنواعها إذ أنه يمول مختلف قطاعاتها بدون استثناء، وفيما يلي يمكن توضيح مختلف القطاعات التي يمولها رأس المخاطر، ومختلف إيجابيات وسلبياته وكذا آليات تفعيله.

أولاً/ القطاعات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر:

تعد القطاعات ذات الحد التنافسي، في أية دولة، بصفة أساسية، أكثر القطاعات اجتذاباً لشركات رأس المال المخاطر، وهذا يرتبط بتركيز رأس المال المخاطر على العائد المرتفع والذي يحتمل تحقيقه بنسبة

¹ نائل عبد الحافظ عواملة، إدارة التنمية الأسس النظريات التطبيقات العلمية، مرجع سبق ذكره، ص ص 37 - 38.

كبيرة، إذا كان العمل يتمتع بـ تناصي يسمح بتحقيق ربحية أكبر من خلال تلبية الاحتياجات المحلية والدولية على حد سواء.¹

وفي السنوات القليلة الأخيرة ترکز توجه التمويل المخاطر نحو مجالات محدودة تمثلت بشكل رئيس في قطاع خدمات المتمثلة في خدمات المستهلكين والخدمات المالية والتجارية، الخدمات والنظم، وقطاع تكنولوجيا المعلومات ومن أمثلتها البرمجيات (حوالي 70% من التمويل الموجه لقطاع تكنولوجيا المعلومات)، وخدمات معلومات العملاء. كما ظهر قطاع آخر مهم يتوجه إليه التمويل المخاطر وهو الرعاية الصحية متمثلا في علوم الحياة والتكنولوجيا الحيوية (Biotechnology)، وتطوير الأجهزة الطبية وكذا قطاع الطاقة، وال التربية، النقل واللوجستيك، وتشييد البناء، الصناعة والمتمثلة في الصناعة الغذائية، صناعة السيارات، وصناعات أخرى.²

ثانياً/ إيجابيات وسلبيات رأس المال المخاطر:

لقد أصبحت تقنية رأس المال المخاطر مكونا رئيسيا من مكونات سوق رأس المال، ومهمة ضرورية لدعم النمو الاقتصادي، كما يسمح رأس المال المخاطر بتدعم المشروعات الناشئة والمنتشرة حيث يقوم بتمويلها من نشأتها، وتمثل فعالية رأس المال المخاطر في:³

✓ المشاركة: ويقصد به مشاركة الجميع في الربح والخسارة أين تتحقق المصالح من خلال قيام شركة رأس المال المخاطر بتقديم التمويل اللازم نظير حصة من الربح يحصل عليها وهي تتراوح ما بين 15% إلى 30% حسب الإنفاق بالإضافة إلى 2,5% مقابل المصارييف الإدارية سنويا. ويقلل هذا إلى حد كبير عناصر التعارض التي توجد بين المقرضين والمقرضين لدى البنوك الربوية، وكثيراً ما يكون الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيداً للشركة ومساعداً على نجاحها لهذا السبب فضلاً عن أنها تفتح المجال للمشاركة طويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة، وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوافر في الديون قصيرة الأجل؛

¹ تطبيق تجربة رأس المال المخاطر المشروعات الصغيرة والمتوسطة، وزارة المالية، جمهورية مصر العربية، جوان 2004، يمكن الإطلاع عليه عبر الموقع التالي:

http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/Small_Projects/SR/SR-11-1.pdf Le 07/03/2021 à 11: 00.

² عبد الكرييم قندوز، مقترنات لتفعيل دور التمويل برأس مال المخاطر بالملكة العربية السعودية، كلية إدارة الأعمال، جامعة الملك فيصل المملكة العربية السعودية، ص 114. يمكن الإطلاع عليه عبر الموقع التالي:

<https://revues.imist.ma/index.php/DOREG/article/view/15230/8493> Le 08/02/2021 à 05:54 PM .

³ Abdelghafour Dadene, Rachid Hafci , Le capital-risque est une alternative innovante au financement des petites et moyennes entreprises en Algérie, Journal du Commerce et de L'économie , N 06, septembre 2018, p169.

- ✓ الإنقاء: 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 ذات القدرة على السداد بغض النظر عن مستقبل الشركة وإمكانية نجاحها، ولذلك فهي تستهدف الشركات الكبيرة والمستقرة والتي غالباً ما تكون قد توقفت طاقتها للابتكار¹؛
 - ✓ المرحليّة: من خصائص التمويل برأس المال المخاطر أنه يتم على مراحل وليس على دفعات واحدة فبعد انتهاء أي مرحلة يلغاً المستفيد من جديد إلى الممول وفي هذا ضمان لصدق الاستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة وهذا من شأنه إعطاء فرص جديدة، حين فشل المشروع وقبل تراكم الخسائر²؛
 - ✓ التنويع: يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر بحيث أن ما تخسره مع مشروع يمكن أن تربحه مع آخر إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها فضلاً على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب؛
 - ✓ التنمية والتطور: إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون، ويعرض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع، وقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتكرة كميكرسوفت وغيرها وكانت التقنيات القائمة عليها مجاهدة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية، كما تقوم الشركات بمتابعة المشروعات وتقديم إرشادات ونصائح لها في مختلف المجالات وكذلك توفير المعونة الفنية والإدارية للمشروعات³؛
 - ✓ توسيع قاعدة الملكية: تستمر الشراكة إلى أن تستوي المؤسسة، فيتجنب العديد من المستثمرين، ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة، إضافة إلى دورها الكبير في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث في مرحلة الإنشاء لا تملك هذه المؤسسات القدر الكافي من الأموال الالزامية، كما أن البنوك تمنع عن تقديم قروض لها دون ضمانات لكن مؤسسات رأس المال المخاطر تقدم ما يلزم لهذه المؤسسات رغم ارتفاع المخاطر خلال مرحلة الإنشاء.
- أما على مستوى الاقتصاد ككل فمؤسسات رأس المال المخاطر تلعب دوراً كبيراً ومهماً، وهذا من

خلال⁴:

¹ دراجي كريمو، شركات رأس المال المخاطر كآلية لتمويل المؤسسات دراسة حالة الجزائر، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية دراسات اقتصادية، المجلد 25، العدد 02، جامعة زيان عاشور الجلفة، الجزائر، ص 49.

² بربش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة **SOFINONCE**، مجلة الباحث، العدد 05، جامعة باجي مختار، عنابة، الجزائر، 2007، ص 10.

³ رونية عبد السميم حجازي، إسماعيل مداخلة، بعنوان: تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملقي الدولي حول: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 16 / 17 أفريل 2006، جامعة الشلف، الجزائر، ص 310.

⁴ محمد الصغير قريشي، التمويل برأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة في الجزائر دراسة تقسيمية (2010-2018)، المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال، العدد 01، المجلد 07، 2019، ص 23.

- تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي: حيث تلعب تلك المؤسسات دوراً حيوياً في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة لتطوير وإصلاح شركات قطاع الأعمال، كما تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في التقليل من الآثار التضخمية حيث توفر التمويل اللازم دون الإفراط في خلق النقود أو منح الائتمان المصرفي للمنشآت الاقتصادية التي تعمل على تعبئة رؤوس الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها التمويلية؛
- دعم المشروعات الناشئة: تعتبر مؤسسات رأس المال المخاطر في الاقتصاديات المعاصرة من أهم وسائل التدعيم المالي والفنى للمشروعات الناشئة، لما تتميز به هذه المؤسسات من قدرة على التعامل بأسلوب أقرب ما يكون إلى الواقع المعاش من طرف منشأة الأعمال؛
- دعم الشركات المتعثرة: بعد الإتجاه إلى تغلب القطاع الخاص في البلدان النامية أصبحت السوق تزخر بمشروعات تعمل في قطاعات متعددة. وتمر بمراحل ودرجات مختلفة من إعادة الهيكلة المالية والفنية، وفي هذا الصدد، يمكن أن تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفنى اللازم لإعادة هيكلة هذه المشروعات وفي جذب الإستثمارات إليها كما تقوم هذه المؤسسات بتمويل شراء حصص ملكية والسيطرة على شركات قائمة ذات الأداء الضعيف، ولكن يتوافر لديها فرص واضحة للتحسين.
- ونظيراً لوجود إيجابيات لرأس المال المخاطر فمن المؤكد أن له سلبيات حيث أنه يمكن لشركات رأس المال المخاطر أن تصبح عبئاً على كاهم أصحاب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك من خلال تدخلها في تسيير وتوجيه مسار المؤسسة، ومشاركتها في اتخاذ القرارات، بالإضافة لمطالبتها بأموال كبيرة نظير التنازل عن حصتها من رأس مال المؤسسة، وهذا بالرغم من وجود اتجاه يدافع عن حق الشركة في فعل ذلك لأنها خاطرت بأموال المستثمرين في مشاريع مرتفعة المخاطر، وبالتالي من الممكن أن تخسر جزءاً أو كل أموالهم.¹

ثالثاً/ آليات تفعيل رأس مال المخاطر:

- أمام تزايد الحاجات التمويلية للمشروعات الناشئة، وامتناع الأوساط المالية التقليدية عن سد هذه الحاجات، تظهر شركات رأس مال المخاطر كخيار هام وضروري لنجاح هذه المشاريع، وعلى هذا الأساس كان من الضروري وضع آليات ناجعة في تفعيلها وتطويرها. ونركز في هذه النقطة على الآيتين التاليتين:²
- **الآليات الداخلية:** للتحكم في العقبات التي يمكن أن تواجه شركات رأس مال المخاطر على هذه الأخيرة أن تتبع آليات داخلية تساعدها على تفادي الصعوبات التي قد تحد من توسيع نشاطها وبالتالي عدم تحقيق الأهداف المرجوة من إنشائها كما يلي:

¹ بلعاد سيف الإسلام النو، قدي عبد المجيد، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (1980 / 1980)، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 47، جوان 2017، ص 273.

² سامية عبديش، شركات رأس مال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، مرجع سبق ذكره، ص 109-114.

✓ تنويع مكونات المحفظة وتكون موارد بشرية: إن أصحاب رأس المال المخاطر هم مستثمرون المخاطر العالية، ويعولهم المخاطرة باستثماراتهم يتطلعون إلى جني مرتفع حسب مرحلة الاستثمار التي استثمرها فيها، ويتخذ صاحب رأس المال قرار الاستثمار في المنشأة بعد فحص واسع شامل، فيتحري مدى استيفاء المنشأة للمعايير استثماراته، وأن مستثمري أصحاب رأس المال المخاطر معرضون لخطر فشل الشركة، وللتحفيز من حدة هذه الأخطار يستوجب على هذه الأخيرة التوسيع في مكونات محفظتها المالية، وذلك بإقامة توازن بين الأصول السائلة والأصول الغير سائلة ذات المخاطر المرتفعة؛

✓ الإستراتيجية الاستثمارية: وفي هذا الشأن توجد نظريتان:

▪ نظرية التوسيع في الصناعات: لا يقوم رأس المال المخاطر بالإستثمار في الأشخاص الجيدين والأفكار الجيدة فحسب بل أيضا في الصناعات التي تتسم بالتنافسية، ويواجه المستثمرون مخاطر إنقاء الصناعة الخطأ أو تكنولوجيا لم تبرهن بعد على نجاحها؛

▪ نظرية التخصص في الصناعات: تتميز استراتيجية التخصص في اكتساب شركات رأس المال المخاطر أحسن خبرة صناعية ممكنة، وقد تواترت هذه الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية على إتباع سياسة التركيز حول قطاع التكنولوجيا الفائقة. رغم هذه المزايا إلا أن هذه النظرية لا تخلو من العيوب خاصة تعرض الصناعة التي تم التخصص فيها لظاهرة الدورية والهبوط.

► **الآليات الخارجية:** يكون المستثمر أكثر استعدادا للإستثمار إذا وجدت بيئه تنظيمية وتشريعية ودعم حكومي ملائم في شكل سياسات داعمة للابتكار وقوانين الضرائب المرتبطة بها وخطط معالجة مختلف المخاطر التي تواجهها.

✓ السياسة التشريعية: على الدولة أن تعمل على توفير مناخ استثماري ملائم اقتصاديا وسياسيا وتشريعيا لتطور رأس المال المخاطر للتحفيز من مخاطر المحيط الاقتصادي الذي يمكن أن تواجهها زيادة على أخطار النشاط في حد ذاته لذلك فإن إتباع سياسة تشريعية واضحة وبسيطة بعيدة عن مختلف التعقيدات التي تؤدي إلى تشجيع مثل هذه الشركات.

✓ السياسة الضريبية: إن السياسة الضريبية الخاصة بهذه المهنة غير تلك المطبقة في باقي المجالات الأخرى، فقد لوحظ أن الدول تحرص على تمييز معاملة ضريبية خاصة، نتيجة لارتفاع نسبة المخاطرة من جهة، والدور الحيوي الذي تلعبه في خلق وتمويل المشاريع الناشئة وخدمة الاقتصاد ككل من جهة أخرى.

خلاصة الفصل الثاني:

لقد نصب اهتمامنا في هذا الفصل دراسة مختلف ميكانيزمات رأس المال المخاطر، المتمثلة في كل من اتخاذ القرار الإستثماري الذي بدوره نص على خطة العمل والتي تشمل الأهداف المرجوة، وكذا الميكانيزمات القانونية ترتكز على عقد المساهمين ومجلس الإدارة واتفاقية الإستثمار. وتماشيا مع ما تم ذكره من ميكانيزمات يجب توفير الإستراتيجيات التمويلية والغير تمويلية التي يتميز بها رأس المال المخاطر، كما أن له عدة طرق تخارج من رأس مال المؤسسات المملوكة.

لا يفوتنا أن ننوه إلى أن التنمية من العناصر الأساسية للاستقرار والتقدم الاجتماعي والإنساني، وهي عبارة عن عملية تقدم ونمو تكون بشكل جزئي أو شامل باستمرار، تتفاوت بأشكالها، وترتكز على تحقيق الرقي والتقدم في مجالات الحياة الإنسانية، والمضي قدما بالإنسان نحو الاستقرار المعيشي والرفاهية، وتلبية متطلباته بكل ما يتماشى مع احتياجاته وإمكاناته في كافة المجالات الاقتصادية والاجتماعية، ولعله من المفيد أن نؤكد أن رأس المال المخاطر يعتبر السبيل الأمثل لتمويل قطاعات التنمية.

الفصل الثالث:
دراسة تجارب دولية رائدة في
مجال رأس المال المخاطر.

تمهيد

لقد لعب رأس المال المخاطر دوراً مهماً في تتميمه بعض القطاعات القوية والحيوية منها البرمجيات والخدمات والنقل، القطاعات الصناعية، التكنولوجيا الحيوية، وكذا القطاعات الأخرى التي قد لا تكون ذات صدى كبير إلا أنها أخذت فرصتها من التمويل برأس المال المخاطر كقطاع الطاقة السلع الاستهلاكية ووسائل الإعلام.

وعلى الرغم من الاختلاف في حجم ونوعية أسواق رأس المال المخاطر عبر العالم تعتبر التجربة الأمريكية في هذا المجال كإحدى أهم التجارب الدولية الناجحة، أما بالنسبة للدول العربية فالملكة المغربية هي من أفضل التجارب في رأس المال المخاطر.

ومن أجل الإحاطة بجميع جوانب تجربة الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المغربية في تمويل قطاعات التنمية عن طريق رأس المال المخاطر تم تقسيم الفصل إلى:

المبحث الأول: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

المطلب الأول: مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.

المطلب الثاني: مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل قطاعات التنمية في الولايات المتحدة الأمريكية.

المطلب الثالث: عوامل نجاح التمويل برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.

المبحث الثاني: تجربة المملكة المغربية في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

المطلب الأول: مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر في المملكة المغربية.

المطلب الثاني: مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل قطاعات التنمية في المملكة المغربية.

المطلب الثالث: عوامل نجاح التمويل برأس المال المخاطر في المملكة المغربية.

المبحث الأول: تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية مهد صناعة رأس المال المخاطر، فقد مولت العديد من المشاريع وفق جوهر هذه التقنية التمويلية، وقطعت الولايات المتحدة الأمريكية عدة مراحل تاريخية من أجل تطوير هذه الصناعة، حيث ساعدتها في ذلك مجموعة من البرامج والقوانين، وكذا تدخل السلطات العمومية في اتخاذها لعدة إجراءات صبت في مصلحة مؤسسات رأس المال المخاطر، ومن ثم في مصلحة قطاعات التنمية، بالإضافة إلى عوامل أخرى ساعدت على نجاح تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في العمل وفق هذه التقنية التمويلية.

المطلب الأول: مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.

مررت صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية منذ ظهورها بمراحل عديدة كانت نتيجة التعديلات المؤسسية، الهيكلية والاقتصادية وكذا مختلف الأزمات التي عرفها الاقتصاد الأمريكي، والتي ساهمت في إيصال هذه التقنية إلى مستوى التطور الذي تعرفه حاليا.

أولاً/ مراحل تطور رأس المال المخاطر الأمريكية:¹

تعود جذور مهنة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية إلى السلوك الإبداعي لعدة مبتكرین بعد الحرب العالمية الثانية أمثال (George Doriot)، أين حرصت الحكومة الأمريكية على استمرار تفوقها الاقتصادي وال العسكري وطلبت من هذا الأخير إدارة مجموعة من العلماء في مختلف التخصصات التطوير وخلق تقنيات عسكرية حديثة، ومنتجات جديدة تتحمل كل الظروف المناخية، وبالفعل قام (Doriot) بعدم النشاطات البحثية المرتبطة بالميدان العسكري، كما استمر في نشاطه الأكاديمي ليستطيع بعد تقاعده وبفضل خبرته الواسعة تأسيس أول مؤسسة رأس مال مخاطر في العالم، وهي المؤسسة الأمريكية للبحث والتطوير ARD.

مرحلة الإقلاع 1960-1970:

إن عملية إقلاع رأس المال المخاطر الأمريكي كانت في نهاية الخمسينيات من القرن الماضي نتيجة لرغبة الحكومة الأمريكية في الرد على التحديات العلمية للإتحاد السوفيياتي إبان الحرب الباردة، أين اهتمت

¹ خليفة وفاء، صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية النموذج المثالي، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، مجلد 5، العدد 2، مخبر الصناعات التقليدية، جامعة الجزائر 3، 2016، ص 419 – 424.

الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في مجال رأس المال المخاطر

بمجال تطور التقنيات الحديثة واستمرت في زيادة الميزانيات المخصصة لتمويل الأبحاث وإنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات التوجهات التكنولوجية.

كما أقر الكونغرس الأمريكي سنة 1953 قانون هام ساهم في تطور ونمو رأس المال المخاطر، والمتمثل في قانون المؤسسات الصغيرة SBA الذي تنص بتقدير المساعدة، النصح والحماية للمؤسسات الصغيرة. وقد أدى هذا القانون سنة 1958 إلى تبني مرسوم مؤسسات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة SBIC الذي ساهم بدوره في تكوين قاعدة صلبة لصناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، حيث تمثل مبدأه في دعم مساحمات رأس المال المحققة لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومنحها شهادة SBIC التي تمكنها من الإقراض من السلطات الفدرالية بمعدل أقل من معدل السوق. بالإضافة إلى هذا شهدت سنوات السنتينيات أحاديث هامة، كازدهار السوق المالي ما ساعد في تحقيق مؤسسات رأس المال المخاطر لعوائد مرتفعة ناتجة عن عمليات الخروج الملكي.

➤ مرحلة التوسيع 1990 – 1990:

تميزت هذه الفترة من تاريخ صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية بأحداث عديدة كان لها الأثر الكبير في تحديد مستقبل هذه الصناعة، من أهمها التعديلات المؤسساتية التي عرفها الاقتصاد الأمريكي والمتمثلة في صدور مرسوم فدرالي يتضمن إنشاء سوق جديد للأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الناشئة ذات التوجه التكنولوجي تحت إسم NASDAQ سنة 1971، وهو سوق أسس خصيصاً للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تستطيع الإنضمام إلى البورصات الكبرى لعدم استيفاءها كافة الشروط، الأمر الذي أدى لتقديم فرص جديدة للممولين برأس المال المخاطر حيث عرفت المبالغ المستثمرة ارتفاعاً معتبراً، فبعدما بلغت 83 مليون دولار سنة 1970 ارتفعت لتبلغ 201 مليون دولار سنة 1973. لكن عجلة نمو رأس المال المخاطر الأمريكي اصطدمت ابتداءً من سنة 1973 بعدة عوامل أدت إلى كبحها، على غرار الانهيار الكبير لسوق الأوراق المالية سنوي 1973 و1974، والذي يعتبر من أسوأ حالات ركود سوق الأوراق المالية في التاريخ الحديث وصدمة النفط الأولى عام 1973، عندما قامت منظمة أوبك بإعلان حظر نفطي على الولايات المتحدة الأمريكية، حيث توقفت الآلة الصناعية الأمريكية وجميع وسائل النقل، الأمر الذي أدى إلى تراجع حجم استثمارات رأس المال المخاطر من 201 مليون دولار سنة 1973 إلى 92 مليون دولار سنة 1975. لكن مع نهاية سبعينيات القرن الماضي استعاد رأس المال المخاطر الأمريكي نشاطه وبدأت استثماراته تحقق توسعات كبيرة بفضل عدة عوامل أهمها:

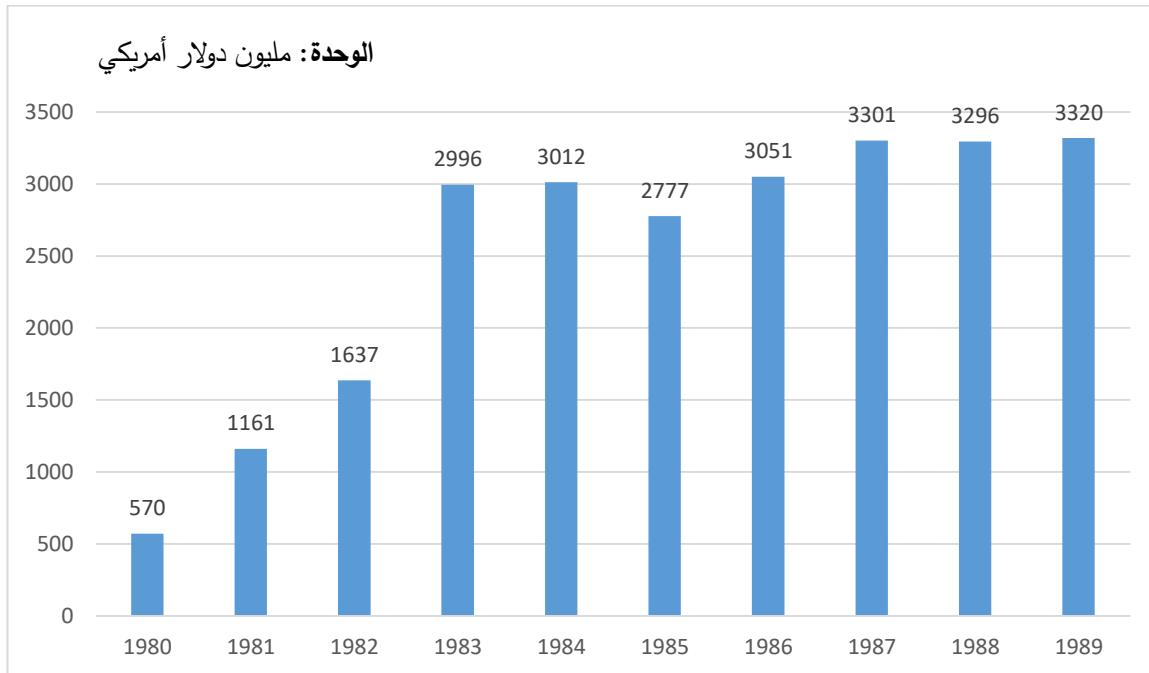
الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في مجال رأس المال المخاطر

- خفض الضرائب على القيمة المضافة سنة 1978، الأمر الذي ساعد على إنشاء صناديق رأس المال المخاطر جديدة؛
- انتعاش السوق المالي بفعل إدراج عدة مؤسسات كبرى مثل Federal Express سنة 1978 بـ 23 مليون دولار؛
- إدخال تعديلات جديدة على قانون "أمن عائد تقاعد الموظف" سنة 1975، بالسماح لصناديق التقاعد من الإستفادة من شرط الرجل الحذر، أين قرر الكونغرس الأمريكي استثمار جزء من أموال المعاشات في مؤسسات رأس المال المخاطر.

وبهذا تحسنت الأوضاع وازداد الطلب على المشاريع التكنولوجية، وبدأ رأس المال المخاطر الأمريكي في رحلة نمو جديدة أين ارتفعت المبالغ المستثمرة في هذا المجال إلى 457 مليون دولار سنة 1979، وتواصل هذا النمو بفضل الإصلاحات الداعمة للابتكار بوتيرة متضاعفة سنوات الثمانينيات أين وصل لمستويات لم يسبق له أن بلغها، كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (01): تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال

الفترة 1980-1989.



المصدر: خليفة وفاء، صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية النموذج المثالي، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، مجلد 5، العدد 2، مخبر الصناعات التقليدية، جامعة الجزائر 3، 2016، ص 421.

يترجم الشكل أعلاه مستويات النمو الكبيرة التي عرفتها فترة الثمانينيات، حيث انتقل حجم استثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي من 570 مليون دولار سنة 1980 إلى 3,32 مليار دولار سنة 1989، وهذا

الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في مجال رأس المال المخاطر

بفضل اهتمام المؤسسات الكبرى بمجال التمويل الابتكاري حيث بدأت بإنشاء صناديق استثمارية جديدة ساهمت في الرفع من معرضات المهنة.

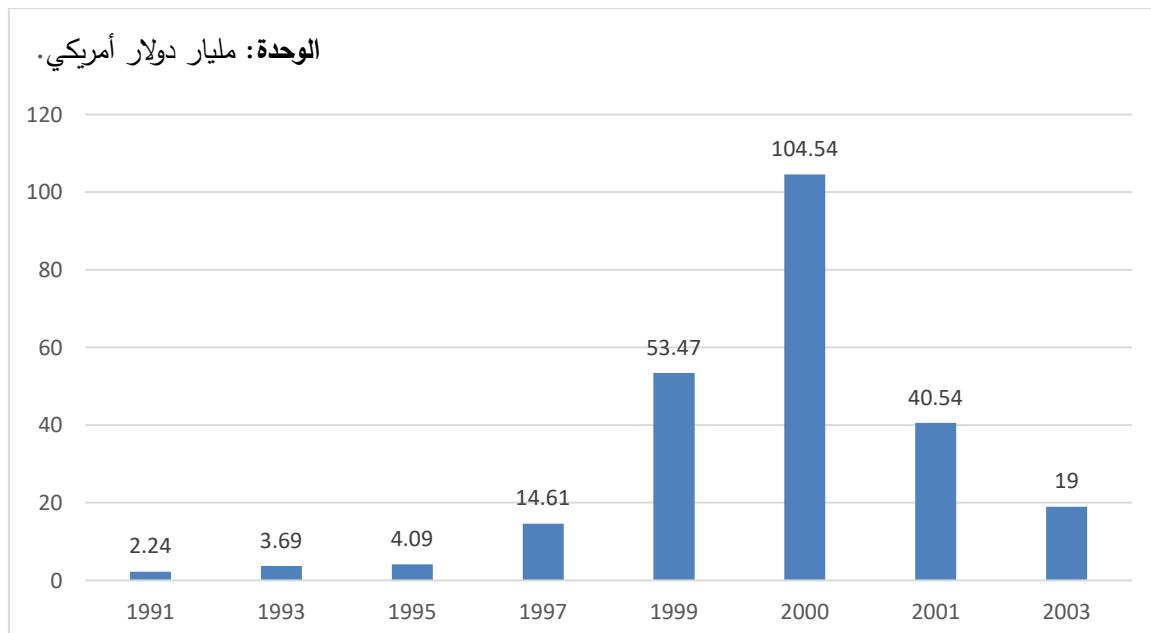
مرحلة الـ 1991-2001: ➤

ترجع هذه التسمية للتطور الريءب لوسائل الإعلام والإتصال خاصة خدمات الشبكة العنكبوتية التي أثارت فضول العديد من الشباب في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد بلغت استثمارات رأس المال المخاطر مستويات قياسية بفضل اتساع مجال الإبتكار والمخاطرة في المشاريع الناشئة، ما أدى إلى إنشاء أكبر الصناديق الاستثمارية التي عملت على تمويل قطاع الإعلام والإتصال.

وقد تهافت العديد من الشباب الأمريكي على تطوير نماذج التواصل والمبيعات عبر الأنترنت، ظنا منهم أن تطوير مثل هذه النماذج يكون غير معقد ومنخفض التكلفة ما يمكنهم من تحقيق عوائد معتبرة إلا أن الحقيقة عكس ذلك. في نفس الوقت ورغم بوادر فشل عدد هائل من الشباب فيما يمكن أن تقدمه الأنترنت من فرص استثمارية، عرفت أسعار أسهم المؤسسات المماثلة في السوق المالي ارتفاعا غير مسبوق ما أدى إلى إندفاع الممولين برأس المال المخاطر للاستثمار في هذا النوع من المؤسسات بشكل سريع، غابت فيه قواعد الحذر والحيطة، وبفعل حماسة المستثمرين بلغت المبالغ مستويات مرتفعة كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل (02-03): تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال

الفترة 1991-2003.



Source: National Venture Capital Association, Yearbook 2008, Price Water House Coopers, Money Tree™ Report, based on Data from Thomson financial, p 21.

عرفت استثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي ارتفاعاً ملحوظاً منذ بداية التسعينيات، حيث بعدها حققت 2,24 مليار دولار سنة 1991 ارتفاعاً ملحوظاً ليبلغ مستوىً خياليًّا سنة 2000 قدر بـ 104,54 مليار دولار (أكثر من نصفها في مؤسسات الأنترنت)، وهو مستوىً لم يسبق لأي اقتصاد في العالم أن حققه، لكن الأمر الهام الذي نستطيع ملاحظته من الشكل أعلاه هو الإنخفاض الشديد للاستثمارات في السنة المولية حيث بلغت حوالي 40 مليار دولار أي بنسبة إنخفاض قارب 62% وهذا راجع لدخول عدد كبير من مؤسسات الأنترنت الناشئة عديمة الفعالية والتي عرفت بمؤسسات الدوت كوم للسوق المالي NASDAQ، الأمر الذي أدى إلى خلق فقاعة افتراضية في السوق المالي أين ارتفعت القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات ارتفاعاً كبيراً في حين أن عدد قليل من هذه المؤسسات قام بتحقيق أرباح حقيقة، مما أدى إلى انخفاض أسعار الأسهم بشكل كبير.

وتذكر أرقام نشاط NASDAQ تشكل فقاعة حيث وصل مؤشر السوق المالي للمؤسسات الإبتكارية في مارس 2000 إلى 51320,49 نقطة قبل انفجار الفقاعة، لينخفض بعدها إلى نصف قيمته بعد عام من انفجار الفقاعة أين وصلت التسعيرة إلى 1108,4 نهاية 2002.

ثانياً/ مواجهة رأس المال المخاطر الأمريكي لمختلف الأزمات:

قام المستثمرون في مجال رأس المال المخاطر بأخذ العبرة من التجربة السيئة التي عاشها القطاع سنة 2000، حيث أصبح هؤلاء يهتمون بالمشاريع ذات النوعية أكثر بعد فشل الآلاف من المؤسسات الصغيرة الإبتكارية، وبهذا استطاع رأس المال المخاطر الأمريكي رغم الأزمات والمشاكل التي واجهها من الصمود في مجال تمويل الإبتكارات.

► تعافي رأس المال المخاطر الأمريكي من أزمة الدوت كوم:

بعد التجربة السيئة التي مر بها رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2000، وضفت مؤسسات المعاشات والتقاعد الأمريكية باعتبارها أكبر المساهمين المؤسساتيين لامتلاكها أكثر من 40% من حجم الأموال المعروضة للتمويل بحقوق الملكية، وضفت مبادئ إحترازية مع زبائنها تتمثل في:

- مبدأ الإحتراز والحيطة في العمل؛

- مبدأ المصداقية وصحة المعلومات بين المتعاملين؛

- مبدأ تسيير المخاطر بالتنوع.

وبمرور مهنة رأس المال المخاطر بإعادة هيكلة عميقة تم إنشاء صناديق ذات قدرات تمويلية هائلة إتجهت لتمويل المؤسسات ذات المستقبل الواعد، على غرار Intel Capital أشهر تجارب صناديق التمويل

التي هدفت للإستحواذ على التكنولوجيات التي تمس نشاطها، ويعتبر صندوق Intel للتمويل من أكبر الكيانات في العالم منذ سنة 1991 إلى سنة 2004 استثمر ما يفوق 8 مليار دولار في مؤسسات ناشئة، 60% منها خارج الولايات المتحدة الأمريكية.

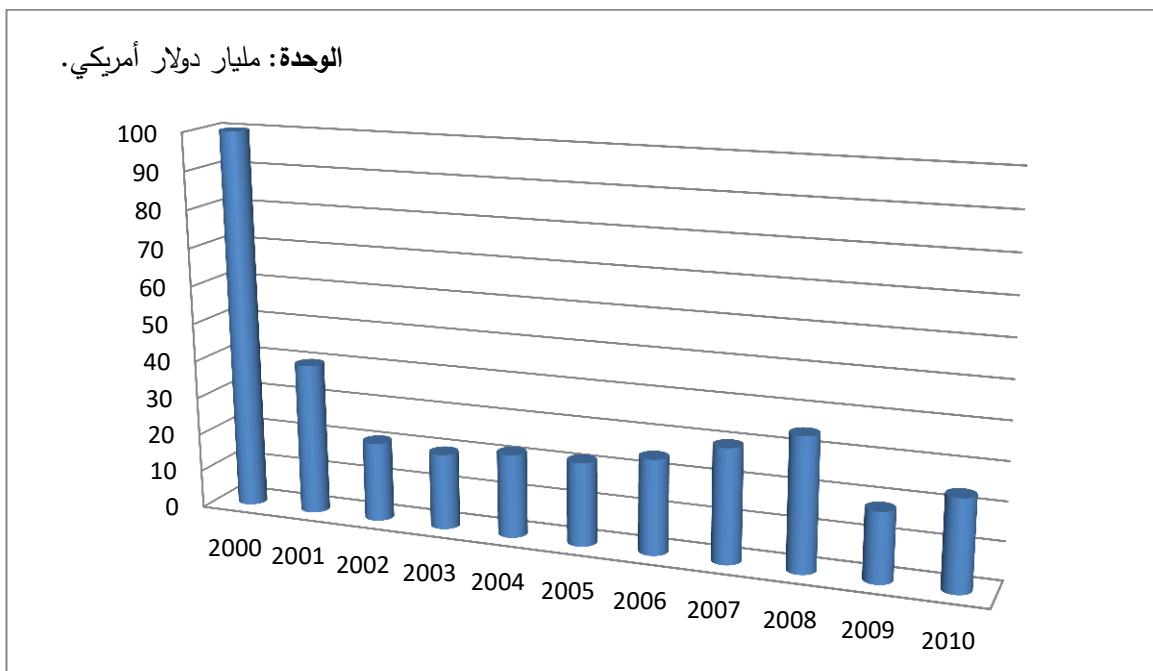
ونتيجة لإتباع الولايات المتحدة الأمريكية لاستراتيجية مدروسة في تسيير عملية التمويل برأس المال المخاطر، تصدرت هذه الأخيرة الترتيب العالمي لحجم استثمارات هذه المهنة رفقة كندا بنسبة 63% تتبعها الدول الأوروبية بنسبة 25% من الإجمالي العالمي، كما بلغت سنة 2004 القيمة الإجمالية المضافة الأمريكية 1,6 تريليون دولار، أين تم توفير 10 ملايين منصب شغل.

► واقع رأس المال المخاطر الأمريكي عقب الأزمة العالمية 2008

عقب الأزمة المالية سنة 2008 شهد نشاط رأس المال المخاطر انخفاضاً كبيراً في الولايات المتحدة الأمريكية، ليس فقط من حيث حجم الأموال المستثمرة ولكن أيضاً من حيث عدد المشاريع المملوكة، في حين بلغ حجم الاستثمارات سنة 2007 مقدار 30 مليار دولار انخفض سنة 2009 ليبلغ 18,4 مليار دولار أي بانخفاض قدره 38,6 %، والمنحنى الآتي يوضح هذا:

الشكل (03-03): تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة

.2010-2000



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

National Venture Capital Association, Yearbook 2016, Price Water House Coopers, Money Tree™ Report, based on Data from Thomson Reuters, p 27.

من المنحنى نلاحظ أنه بعد تعافي صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية من أزمة الدوت كوم، بدأت تعرف مستويات معينة من النمو إلى أن اصطدمت بالأزمة المالية لسنة 2008، أين انخفضت مستويات النمو بشكل ملحوظ تجاوز 38%， كما عرفت المؤسسات المتخصصة صعوبات كثيرة في إنشاء صناديق استثمارية في هذا المجال، ففي سنة 2009 استطاعت 127 مؤسسة فقط من إنشاء صناديق بمقابل 15,4 مليار دولار.

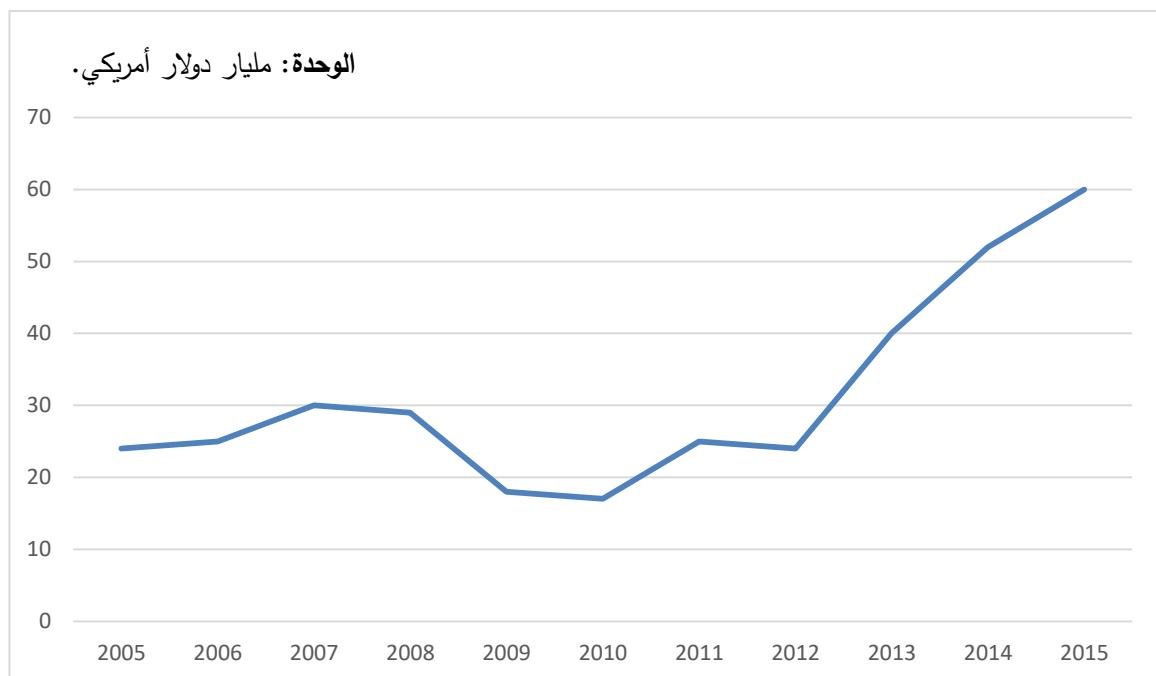
والأمر الهام هنا هو أنه يوجد عدد محدد من الفاعلين المهيمنين على سوق رأس المال المخاطر الأمريكي، ففي سنة 2009 استطاعت 7 مؤسسات كبرى فقط في هذا المجال من تحقيق 50% من إجمالي المبالغ المحققة، ومن العوامل التي أدت إلى هذا هو انخفاض فرص إعادة بيع الأسهم المملوكة من طرف مؤسسات رأس المال المخاطر في المؤسسات المملوكة.

► واقع رأس المال المخاطر الأمريكي ما بعد التعافي من الأزمات:

تمكن رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية من إقلاع العديد من الاستثمارات شديدة الخطورة التي تنتهي إلى فروع جديدة ومؤسسات تستخدم تكنولوجيا عالية، وابتداء من 2010 استطاعت هذه التقنية الرجوع لدرب النمو الإيجابي كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل(03-04): تطور حجم استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة

2015-2005



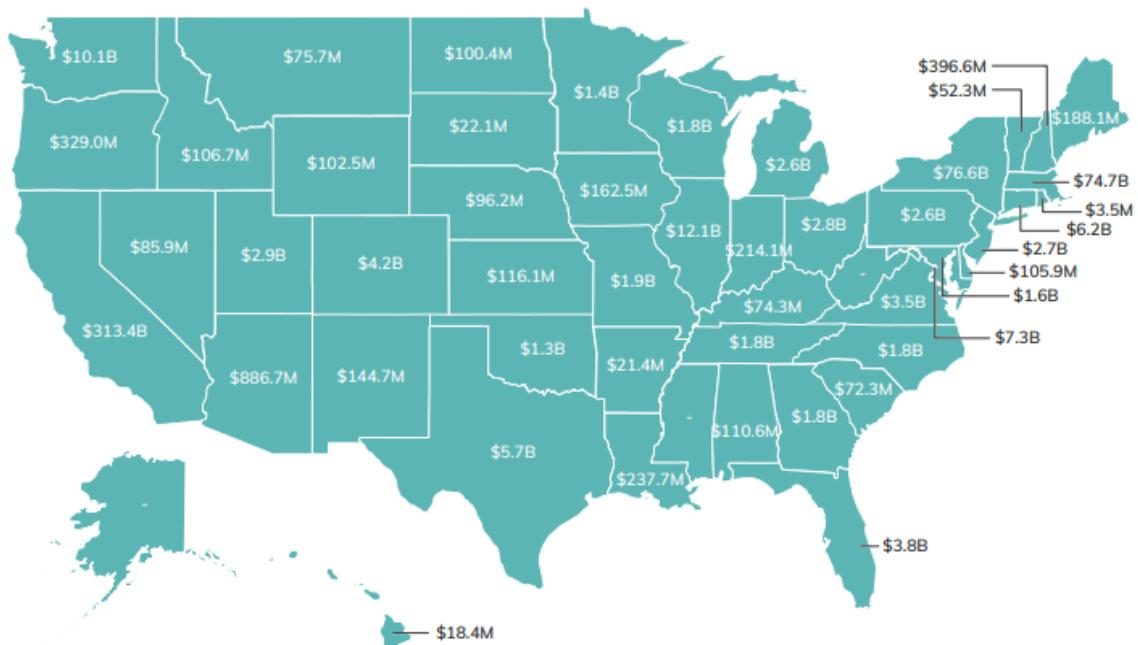
المصدر: خليفة وفاء، صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية النموذج المثالي، مجلة دراسات في الاقتصاد والتجارة والمالية، مجلد 5، العدد 2، مخبر الصناعات التقليدية، جامعة الجزائر 3، 2016، ص 425.

من المنحني نلاحظ أن رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية استطاع تجاوز الأزمة المالية لسنة 2008 وعاد لتسجيل استثمارات لابأس بها، حيث بعدها سجل 17 مليار دولار سنة 2010، تمكن من الوصول إلى 59,1 مليار دولار سنة 2015، أي بنسبة نمو فاقت 200%， وهذا راجع لإتباع مؤسسات رأس المال المخاطر لاستراتيجيات جديدة في استثماراتها كما سبق الإشارة إليه، كما تطور عدد مؤسسات رأس المال المخاطر بتطور حجم المبالغ المستثمرة بعدها 2662 مؤسسة، ارتفع سنة 2015 ليبلغ 3709 مؤسسة أي بنسبة تطور قاربت % 40، وتركزت معظم هذه المؤسسات في ولاية كاليفورنيا أين بلغ عددها 1498 وهذا راجع لما تتوفره منطقة Silicone Valely من المميزات لمهنة. ولقد مول رأس المال المخاطر الأمريكي العديد من الاستثمارات في مجالات كثيرة أهمها: تكنولوجيا المعلومات، البرمجيات والتكنولوجيا الحية.

المطلب الثاني: مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل قطاعات التنمية في الولايات المتحدة الأمريكية.

يعتبر نشاط رأس المال المخاطر منتشر في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم الاستثمار به في جميع الولايات بغض النظر عن موقعها اقتصادياً أو جغرافياً، والشكل التالي يوضح قيمة الاستثمار في كل ولاية في عام 2020:

الشكل رقم (03-05): يوضح مبالغ رأس المال المخاطر المستثمرة في الولايات المتحدة الأمريكية.



Source : National Venture Capital Association, Yearbook 2021, Data provided by PitchBook,2021, P
19

الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في مجال رأس المال المخاطر

أما الجدول التالي يوضح أفضل الولايات ممولة برأس المال المخاطر في عام 2020 حسب تحليل جامعة الشرق الأوسط الأمريكية:

الجدول رقم (01): يوضح أفضل الولايات من حيث الاستثمار برأس المال المخاطر في عام

2020 حسب تحليل جامعة الشرق الأوسط.

| الولايات. | المبالغ (مليار دولار أمريكي). |
|------------|-------------------------------|
| كاليفورنيا | .313 |
| نيويورك | .77 |
| ماساتشوستس | .75 |
| إلينوي | .12 |
| واشنطن | .10 |

Source : National Venture Capital Association, **Yearbook 2021**, Data provided by PitchBook, 2021, P 19.

من خلال الجدول السابق يمكن القول أن مجموع رأس المال المخاطر المستثمر في الولايات الخمس بلغ 487 مليار دولار أمريكي، حيث أن ولاية كاليفورنيا ذات أكبر مبلغ مستثمر بقيمة 313 مليار دولار أمريكي، ثم ولاية نيويورك تم الاستثمار فيها بمبلغ 77 مليار دولار أمريكي، أما ماساتشوستس مولت بمبلغ قدر بـ 75 مليار دولار أمريكي في حين أن كل من إلينوي، واشنطن بلغ حجم رأس المال المخاطر المستثمر فيها 12، 10 مليار دولار أمريكي على التوالي.

وعلى خلاف ذلك فإن المبالغ المستثمرة برأس المال المخاطر في الولايات الأكثر نشاطا في عام 2020 مقسمة على عدة صناديق كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (02): يوضح أفضل الولايات من حيث عدد الصناديق ورأس المال المخاطر

المستثمر فيها.

| الولاية. | عدد الصناديق. | مبالغ رأس المال المخاطر. |
|-----------------|---------------|--------------------------|
| كاليفورنيا | 151 | 37,264 |
| ماساتشوستس | 35 | 13,450 |
| نيويورك | 49 | 11,708 |
| واشنطن | 7 | 2,809 |
| إلينوي | 7 | 1,706 |
| مقاطعة كولومبيا | 4 | 1,4040 |
| كونيتيكت | 4 | 1,069 |

الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في مجال رأس المال المخاطر

| | | |
|-----|----|---------|
| 995 | 6 | فلوريدا |
| 496 | 12 | تكساس |
| 445 | 8 | يوتا |

Source : National Venture Capital Association, **Yearbook 2021**, Data provided by PitchBook,2021, P 24.

من الملاحظ أنه يوجد 283 صندوق مقسم على 10 ولايات حيث أن ولاية كاليفورنيا تمتلك أكبر عدد من الصناديق بـ 151 صندوق تم الاستثمار فيه بـ 37 مليون دولار أمريكي من رأس المال المخاطر، وولاية ماساتشوستس تم الاستثمار فيها بمبلغ يفوق 13 مليون دولار أمريكي مقسم على 35 صندوق أما ولاية نيويورك يوجد بها 49 صندوق بمبلغ مستثمر يفوق 11 مليون دولار أمريكي في حين أن الصناديق المتبقية المقدرة بـ 48 صندوق مقسم على الولايات التالية: واشنطن، إلينوي كل منهما 7 صناديق، أما مقاطعة كولومبيا، كونيتيكت بـ 4 صناديق، أما فلوريدا، تكساس، يوتاه تمتلك على التوالي 6، 12، 8 صندوق.

ويمكن التوضيح في الجدول التالي أكبر الشركات رأس المال المخاطر النشطة خلال عام 2020 مع ذكر كل من اسم المستثمر، المبلغ المستثمر، تاريخ غلق الصفقة و ولاية تواجد الصندوق. كما يلي:

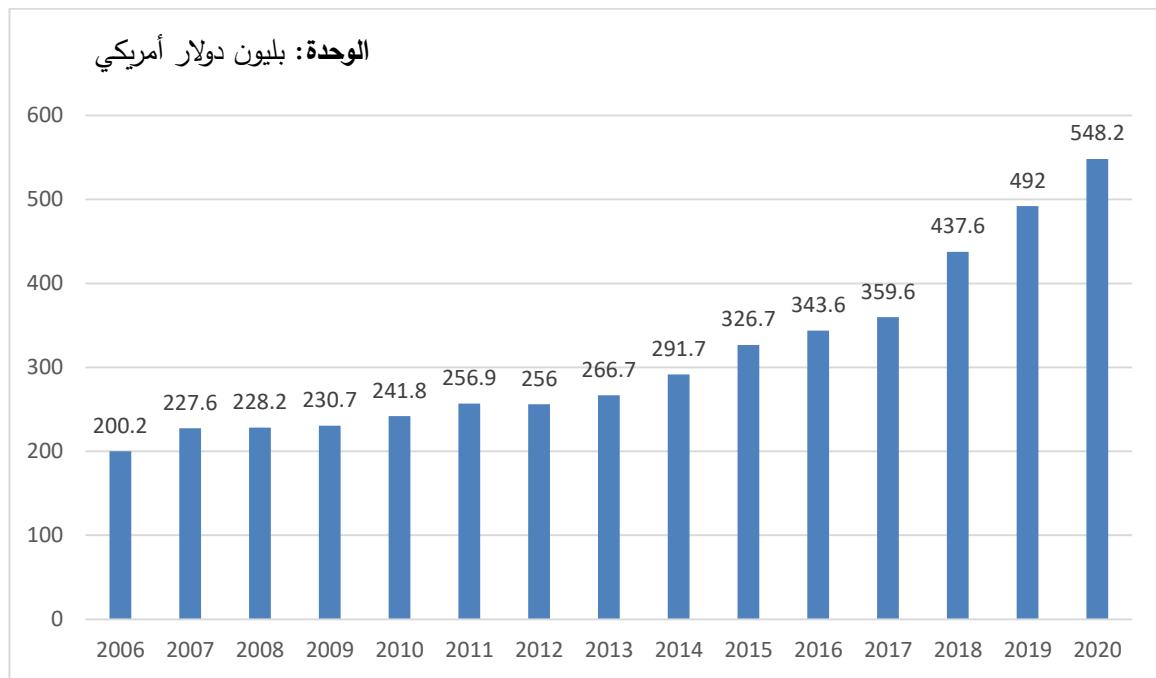
الجدول رقم(03-03): يوضح أكبر الشركات المستثمرة برأس المال المخاطر في عام 2020

| الولاية | تاريخ إغلاق الصفقة. | المبلغ المستثمر مليار دولار أمريكي. | اسم الصندوق | إسم المستثمر. |
|------------|---------------------|-------------------------------------|--|-----------------------------|
| نيويورك | 30/01/2020 | 3,750 | Tiger Global Private Investment Partners XII | Tiger Global Management |
| كاليفورنيا | 11/03/2020 | 3,600 | New Enterprise Associates 17 | New Enterprise Associates |
| كاليفورنيا | 20/11/2020 | 3,231 | Andreessen Horowitz LSV Fund II | Andreessen Horowitz |
| ماساتشوستس | 09/04/2020 | 2,300 | General Catalyst Group X | General Catalyst |
| واشنطن | 23/07/2020 | 2,000 | The Climate Pledge Fund | Amazon.com |
| كاليفورنيا | 14/04/2020 | 1,830 | Lightspeed Venture Partners Select IV | Lightspeed Venture Partners |
| كاليفورنيا | 15/04/2020 | 1,500 | Lightspeed Opportunity Fund | Lightspeed Venture Partners |
| كاليفورنيا | 19/02/2020 | 1,500 | Founders Fund Growth | Founders Fund |
| كاليفورنيا | 20/11/2020 | 1,341 | Andreessen Horowitz Fund VII | Andreessen Horowitz |
| نيويورك | 01/07/2020 | 1,300 | Addition One | Addition |

Source : National Venture Capital Association, **Yearbook 2021**, Data provided by PitchBook,2021, P 24.

مما سبق يمكن القول أن صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة حققت رقماً قياسياً في عام 2020، على الرغم من الرياح المعاكسة من وباء COVID-19 وأسوأ ركود منذ الكساد الأعظم، فقد سجلت صناعة رأس المال المخاطر سجلات لجمع الاستثمارات والمخارج. وللعام الثالث على التوالي، جمعت الشركات الناشئة ذات النمو المرتفع أكثر من 130 مليار دولار، ويمثل عام 2020 العام الرابع على التوالي الذي تتلقى فيه أكثر من 10000 شركة مدعومة بالمخاطر الاستثمارية. في نهاية عام 2020، قامت 1965 شركة رأس المال المخاطر بإدارة 3680 صندوقاً استثمارياً وكان لديها ما يقارب من 548 مليار دولار من أصول رأس المال المخاطر الأمريكي.¹ ويمكن توضيح تطور رأس المال المخاطر عبر السنوات في الشكل التالي:

الشكل رقم (06-03): يوضح رأس المال المخاطر الأمريكي خلال الفترة (2006-2020).



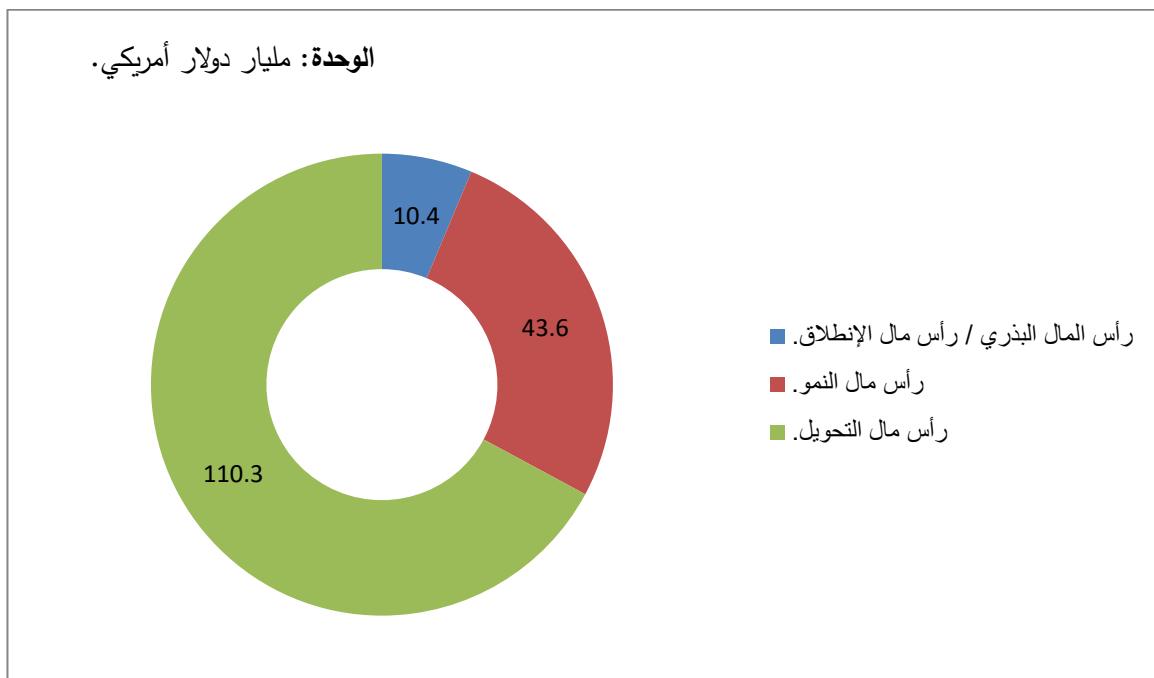
Source : National Venture Capital Association, Yearbook 2021, Data provided by PitchBook, 2021, P 13.

من الملاحظ أعلاه أن عام 2020، تميز بأكبر حصة مقارنة بالسنوات السابقة، حيث في عام 2006 تم استثمار ما يفوق 200 مليار دولار أمريكي، وبقي رأس المال المخاطر في تزايد مستمر خلال كل السنوات إلى أن وصل سنة 2019 إلى 492 مليار دولار أمريكي، وهي نسبة تقل عن سنة 2020 بـ 56 مليار دولار أمريكي، ليقدر إجمالي رأس المال المخاطر في 2020 ما يفوق 548 مليار دولار أمريكي. وفي حين أن أزمة "كوفيد-19" لم تنته بعد، فإن الطريق إلى الانتعاش الاقتصادي سيكون طويلاً. وينبغي أن تكون الصناعة في وضع جيد لبدء عام 2021 بنفس القوة التي انتهت بها في عام 2020.

¹ **Source :** National Venture Capital Association, Yearbook 2021, Data provided by PitchBook, 2021, P 5.

من المعروف أن تدخل رأس المال المخاطر يكون في جميع مراحل حياة المشروع الاستثماري، ويرجع إلى رأس المال المخاطر الأمريكي نجده خصص مرحلة التحويل (الخروج) بأكبر مبلغ مستثمر عن غيره من المراحل كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (03-07): يوضح مبالغ تمويل رأس المال المخاطر الأمريكي لكل مرحلة.



Source : National Venture Capital Association, **Yearbook 2021**, Data provided by PitchBook, 2021, P 28.

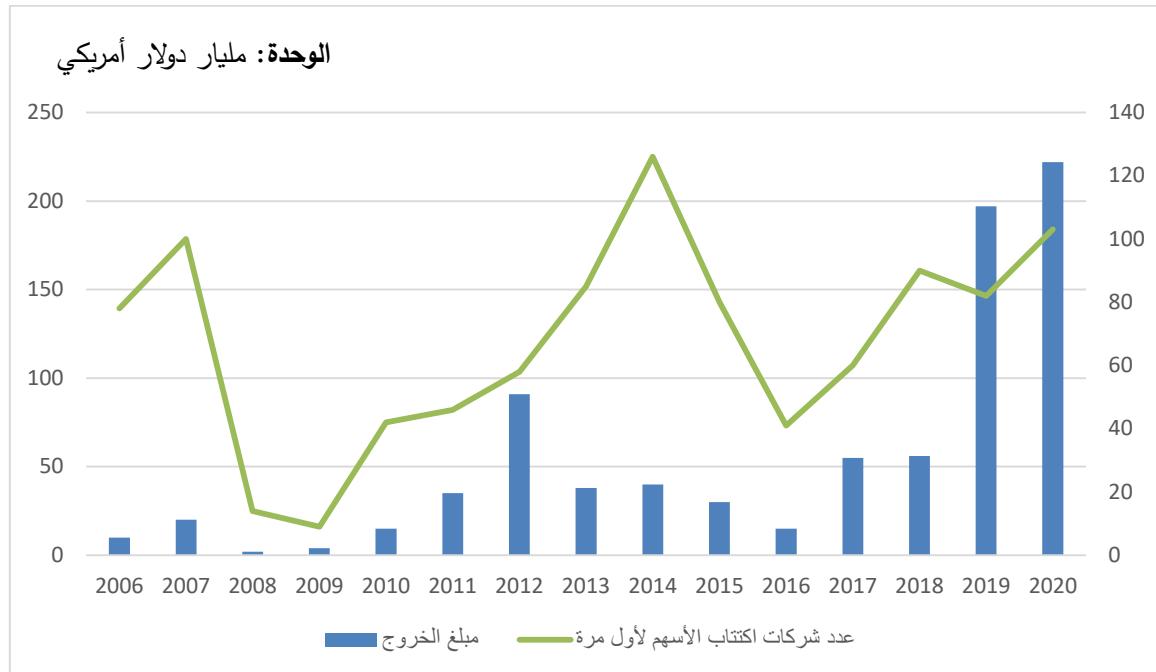
من الشكل أعلاه يمكن القول أن رأس المال المخاطر الأمريكي لم يعطي تمويل كبير للمرحلة البذرية ومرحلة الانطلاق على الرغم من أنها مرحلة تحتاج تمويل مخاطر أكبر عن غيرها من المراحل، حيث مولت بما يقارب 11 مليار دولار أمريكي، وكذا مرحلة النمو التي تعد مرحلة تكون فيها المؤسسة في تطور مستمر حيث مولت بمبلغ قدر بـ 43,6 مليار دولار أمريكي، إلا أن مرحلة التحويل كان لها النصيب الأكبر من التمويل بمبلغ يفوق 110 مليار دولار أمريكي.

تعد عملية الخروج هي المقياس الحقيقي للنجاح لقطاعات التنمية المدعومة برأس المال المخاطر، وبمجرد أن تتضمن هذه القطاعات الناجحة في المحافظ الاستثمارية، تخرج صناديق الاستثمار بشكل عام من مراكزها من خلال طرحها للإكتتاب العام الأولي، أو عن طريق بيعها إلى كيانات يفترض أنها أكبر (عن طريق الإستحواذ أو الإندامج أو البيع التجاري) أو إلى مشترٌ مالي (على سبيل المثال مشتري الأسهم

الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في مجال رأس المال المخاطر

الخاصة). أو من خلال بيع لشركة استحواذ لأغراض خاصة¹ (SPAC)، والمعروفة أيضاً باسم "حسابات الشركات فارغة"، وفيما يلي نوضح الشكل التالي:

الشكل رقم (03-08): يوضح مبالغ الخروج لرأس المال المخاطر وعدد شركات عرض الأسهم لأول مرة خلال الفترة (2006-2020).



Source : National Venture Capital Association, **Yearbook 2021**, Data provided by PitchBook, 2021, P 37.

أما الجدول التالي يبرز أهم الشركات التي تم طرحها للإكتتاب العام خلال النصف الثاني من عام 2020 كما يلي:

الجدول رقم (04-03): أهم الشركات التي تم طرحها للإكتتاب العام خلال النصف الثاني عام 2020.

| الاسم الشركة. | مبلغ الخروج مليار دولار أمريكي. | القطاع الصناعي. | الولاية. |
|-----------------------|---------------------------------|----------------------|------------|
| Snowflake | 29843 | تكنولوجيا المعلومات. | كاليفورنيا |
| Palantir Technologies | 21000 | تكنولوجيا المعلومات. | كولورادو |
| Unity | 12395 | تكنولوجيا المعلومات. | كاليفورنيا |
| Root Insurance | 6078 | الخدمات المالية. | أوهايو |
| Legend Biotech | 5521 | الرعاية الصحية. | نيوجيرسي |
| Asana | 4100 | تكنولوجيا المعلومات. | كاليفورنيا |

¹ National Venture Capital Association, **Yearbook 2021**, Data provided by PitchBook, 2021, P 37.

الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في مجال رأس المال المخاطر

| | | | |
|-------|------|---------------------|------------|
| Jfrog | 3549 | تكنولوجي المعلومات. | كاليفورنيا |
|-------|------|---------------------|------------|

Source : National Venture Capital Association, **Yearbook 2021**, Data provided by PitchBook,2021, P 37.

تميز رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية بتمويل عدة قطاعات التي تلعب دوراً كبيراً في رفع الاقتصاد الأمريكي، وصناعته كي يكون قوة تنافسية كبيرة، وكانت هذه القطاعات تنشط في مختلف المجالات منها البرمجيات والإعلام الآلي وكذا الصناعة الطبية والتكنولوجيا الحيوية، الخدمات بمختلف أنواعها، وقد كانت قيمة التمويل برأس المال المخاطر لهذه القطاعات بنسب متفاوتة خاصة في عام 2020 التي كانت سنة مميزة عن باقي السنوات بسبب جائحة كورونا والتي أجبرت على تمويل أصناف محددة من القطاعات التي تتناسب مع الوضع الراهن بسبب الجائحة من جهة، ومن جهة أخرى الإستفادة منها وجعلها عامل نجاح من أجل تطور وازدهار اقتصاد البلد، و الجدول التالي يوضح قيمة المبالغ المستثمرة في كل قطاع:

الجدول رقم (05-03): يوضح المبالغ المستثمرة برأس المال المخاطر الأمريكي لكل قطاع لعام 2020.

| القطاع. | المبلغ مليار دولار أمريكي. | القطاع. | المبلغ مليار دولار أمريكي. |
|-----------------------------|----------------------------|---------------------------|----------------------------|
| الخدمات التجارية. | 8,7 | معدات تكنولوجيا المعلومات | 5 |
| السلع الاستهلاكية والترفيه. | 4,5 | وسائل الإعلام | 3,5 |
| الطاقة. | 1,9 | أخرى | 41,1 |
| الأجهزة واللوازم. | 7,8 | التكنولوجيا الحيوية. | 28,3 |
| الخدمات والنظم. | 11,6 | برمجيات. | 51,6 |

Source : National Venture Capital Association, **Yearbook 2021**, Data provided by PitchBook,2021, P 29.

من الجدول السابق يمكن القول أن قطاع البرمجيات حصل على أكبر قدر من رأس المال المخاطر من بين جميع القطاعات. فقد تعهد المستثمرون بتقديم ما يقارب 52 مليار دولار أمريكي لبدء تشغيل البرمجيات في عام 2020 (أو 31% من إجمالي رأس المال المخاطر)، بعد أن كان 45 مليار دولار مستثمر في عام 2019. كما أن قطاع التكنولوجيا الحيوية تم الاستثمار فيه ما يفوق 28 مليار دولار (17% من المجموع). يبدو أن عام 2020 كان عاماً مميزاً بالنسبة لقطاع التكنولوجيا الحيوية، فقد كان المبلغ المستثمر في هذا القطاع مرتفعاً قياسياً (بزيادة 8,5 مليار دولار أمريكي عن الارتفاع السابق في عام 2018) ، وقفزت حصة القطاع من إجمالي الاستثمار 4,5 نقطة مئوية مقارنة بعام 2019.

الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في مجال رأس المال المخاطر

لقد انخفض في عام 2020 الاستثمار برأس المال المخاطر في قطاع الخدمات التجارية، الذي يشمل خدمات الأعمال التجارية مثل المحاسبة، وخدمات الاستعانتة بمصادر خارجية، وخدمات رأس المال البشري ، والخدمات القانونية ، بأكثر من 2,4 مليار دولار ، وانخفض من 10,1 مليار دولار في عام 2019 إلى 8,7 مليار دولار في عام 2020. كما انخفض الاستثمار في السلع الاستهلاكية والتوفيه، حيث في عام 2019 قدر بـ 5,3 مليار دولار إلى أن أصبح 4,5 مليار دولار في عام 2020، وربما يرجع ذلك إلى حرص المستثمرين على الصحة المالية للمستهلك الأميركي بعد عام من COVID-19 ، والإغلاق الاقتصادي ، وفقدان الوظائف ، وإغلاق الأعمال التجارية¹.

وعلاوة على ذلك توجد قطاعات أخرى تم تمويلها برأس المال المخاطر في عام 2020، فإذا أخذنا قطاع الخدمات والنظم فقد تم تمويله بـ 11,6 مليار دولار من رأس المال المخاطر، أما قطاع الأجهزة واللوازم فقد أخذ نصيبه من رأس المال المخاطر، قدر بحوالي 8 مليار دولار أمريكي، وكانت حصة معدات التكنولوجيا والمعلومات 5 مليار دولار أمريكي، أما قطاع الطاقة وسائل الإعلام فقد تم تمويلها على التوالي بـ 1,9 و 3,5 مليار دولار أمريكي، بالإضافة إلى مجموعة من القطاعات المتمثلة في: المجموعات الصناعية الأخرى، النقل، المنتجات، الخدمات الاستهلاكية الأخرى، الحاويات التغليف، المعادن والتعدين التي تم جمعها في الأخرى وقد قدر مبلغ تمويلها بـ 41,1 مليون دولار أمريكي.

ولقد سجل الاستثمار في رأس المال المخاطر ارتفاعاً قياسياً في عام 2020 ، حيث استمر الارتفاع الكبير في شعبية هذه الفئة من الاستثمار في السنوات الأخيرة. فقد تم استثمار 12920,9 مليار دولار أمريكي في الصفقات، وأغلقت 3133 صفقة في عام 2020، وثبت أن البرمجيات هي القطاع الأكثر شعبية بالنسبة لمستثمرى أسهم النمو حيث أغلقت 978 صفقة. وأثبتت خدمات ونظم، والخدمات التجارية والصيدلية، والتكنولوجيا الحيوية شعبية أيضاً حيث أغلقت 223 و 382 و 245 صفقة في تلك القطاعات ، على التوالي. ويمكن تلخيصها في الجدول التالي:

الجدول رقم (06-03): يوضح مجموع الصفقات المغلقة والمبالغ في كل قطاع للولايات المتحدة الأمريكية.

| القطاع. | عدد الصفقات المغلقة. | المبالغ مليار دولار أمريكي. |
|-----------------------------|----------------------|-----------------------------|
| الخدمات التجارية. | 382 | 1493 |
| السلع الاستهلاكية والتوفيه. | 121 | 199,1 |
| الطاقة. | 41 | 166,7 |

¹ National Venture Capital Association, Yearbook 2021, Data provided by PitchBook, 2021, P 28.

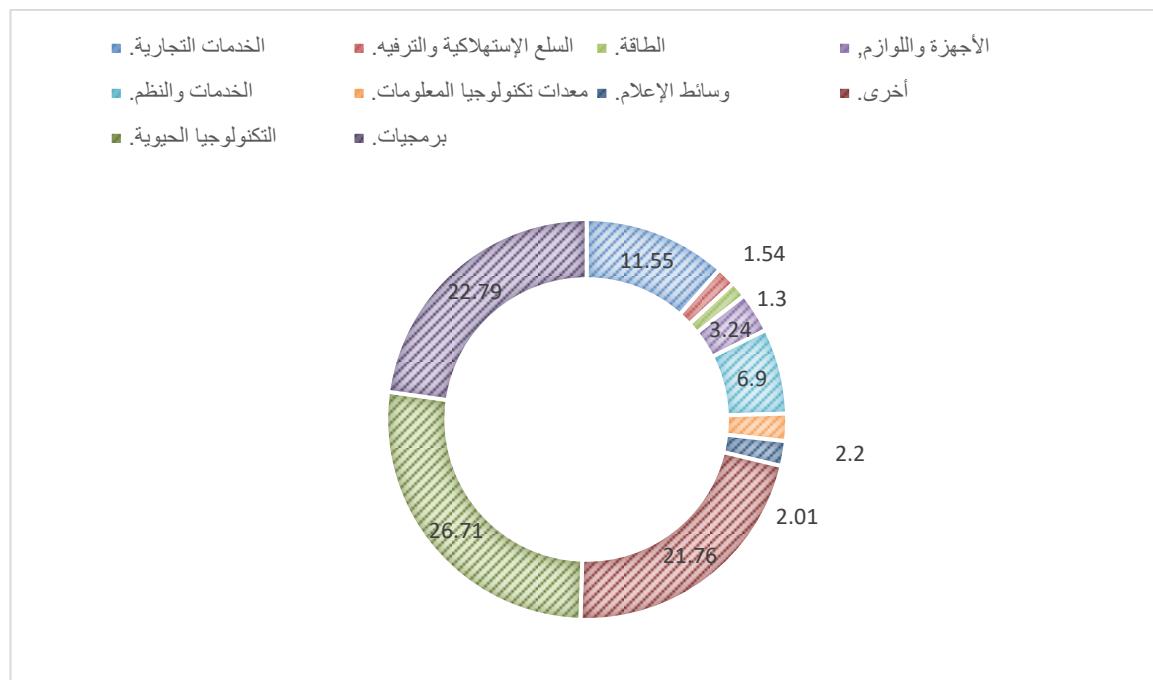
الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في مجال رأس المال المخاطر

| | | |
|--------|-----|----------------------------|
| 418,7 | 138 | الأجهزة واللوازم. |
| 892,5 | 223 | الخدمات والنظم. |
| 283,3 | 59 | معدات تكنولوجيا المعلومات. |
| 260,3 | 155 | وسائل الإعلام. |
| 2811,1 | 791 | أخرى. |
| 3452 | 245 | الเทคโนโลยجيا الحيوية |
| 2944,2 | 978 | برمجيات. |

Source : National Venture Capital Association, **Yearbook 2021**, Data provided by PitchBook, 2021, P 32.

من خلال الجدول السابق يمكن ترجمة إحصائياته في شكل نسب كالتالي:

الشكل رقم (09-03): يوضح نسبة كل قطاع من إجمالي المبالغ المستثمرة برأسمال المخاطر.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول السابق.

من خلال الشكل السابق يمكن القول أن القطاع المتحصل على أكبر مبلغ مستثمر هو قطاع التكنولوجيا الحيوية بنسبة 26,71% لاسيما أن عدد الصفقات المغلقة قدر بـ 245 صفقة، يليه قطاع البرمجيات بنسبة 22,79% بـ 978 صفقة، أما قطاع الخدمات التجارية فقد أخذ نسبة 11,55% من مجموع المبالغ المستثمرة من رأس المال المخاطر والتي تمثلت في 382 صفقة، على خلاف ذلك إن قطاع السلع الاستهلاكية والترفيهية، وسائل الإعلام، معدات التكنولوجيا والمعلومات والأجهزة واللوازم، الخدمات والنظم كانت نسبها متقاربة قدرت على التوالي بـ 1,54%， 2,01%， 2,2%， 3,24%， 6,90%， على غرار أن

القطاعات الأخرى ليست من بين القطاعات الأكثر جذبا للاستثمار برأس المال المخاطر إلا أنها أخذت نسبة معتبرة قدرت بـ 21,76% وكان عدد صفقاتها 791 صفقة.

المطلب الثالث: عوامل نجاح التمويل برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.

تكللت تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في استخدام شركات رأس المال المخاطر من أجل تمويل قطاعات التنمية بنجاح باهر، مما جعلها تعتبر محور هذه الصناعة على المستوى العالمي، لكن ما يمكن ملاحظته، هو أنها لم تصل إلى هذه المرتبة بمحض الصدفة بل كان ذلك عن طريق تداخل مجموعة من العوامل المساعدة على تحقيق هذا النجاح، لعل من أبرز هذه العوامل نجد:¹

❖ **تدخل السلطات العمومية الأمريكية في تطوير صناعة رأس المال المخاطر:** عكفت السلطات العمومية الأمريكية منذ الخمسينيات من القرن 20 م على تشجيع عمليات الإبتكار وتجسيد نتائج الأبحاث الجامعية والمخبرية في شكل مؤسسات صغيرة ومتوسطة، بغية أخذ السباق التكنولوجي عالميا (في منافستها الشديدة مع اليابان)، وذلك من خلال اتخاذها لعدة إجراءات لتطوير وتنظيم عمل شركات رأس المال المخاطر، بداية بوضع إطار تشريعي وتنظيمي لصناعة رأس المال المخاطر، وثانياً إطلاقها لعدة برامج تمويلية نوجز أهمها فيما يلي:

➢ **برنامج شركات الاستثمار في المؤسسات الصغيرة (Small Business Investment Company):** يعتبر أول البرامج الحكومية المخصصة لرأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، فقد أطلق سنة 1958 من طرف الكونغرس الأمريكي، وجاء ذلك كرد فعل على إطلاق الإتحاد السوفيافي للقمر الصناعي Sputnik سنة 1957، حيث يعتبر هذا البرنامج بمثابة مجموعة من شركات الاستثمار بالأموال الخاصة والإقراض، تنشط تحت الإشراف القانوني لإدارة المنشآت الصغيرة (SBA)، وتقوم بتوفير النصائح للمؤسسات الصغيرة، وهذا بهدف تشجيع شركات رأس المال المخاطر على الاستثمار فيها. في السنة المالية 2014، قام الكونغرس برفع مبالغ تمويل هذا البرنامج من 3 مليارات إلى 4 مليارات دولار أمريكي، لكن عمليات التمويل في هذا البرنامج تتطلب احترام بعض القواعد الأساسية، يمكن إيجازها في ما يلي:

- يجب تخصيص على الأقل 25% من رأس المال لبرنامج SBICs للمؤسسات الصغيرة؛
- تستفيد من هذا التمويل فقط المؤسسات الصغيرة التي يقل عندها صافي حق الملكية الملموس (tangible net worth) عن 19,5 مليون دولار، وأيضاً لا يتجاوز متوسط صافي الدخل للسنتين الماليتين السابقتين أكثر

¹ بلعاد سيف الإسلام النوي، قدي عبد المجيد، مساعدة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة

الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (1980 / 2015)، مرجع سبق ذكره، ص 278 – 280.

من 6,5 مليون دولار.

► برنامج بحث الإبتكار الخاص بالمؤسسات الصغيرة (Small Business Innovation Research): يعتبر ثاني أهم برنامج يستهدف المؤسسات الصغيرة، مما يؤدي بطريقة غير مباشرة إلى خدمة صالح سوق رأس المال المخاطر الأمريكي، حيث أنفق أكثر من 7 مليار دولار على المؤسسات الصغيرة خلال الفترة (1993-1997)، ضف إلى ذلك تحقيق المؤسسات المستفيدة منه لمعدلات نمو أعلى في المبيعات والتوظيف، بالإضافة إلى زيادة احتمال حصولها على تمويل رأس المال المخاطر مستقبلا.

► وكالة الاستثمار الخاص لما وراء البحار (Corporation Overseas Private Investment): هي وكالة تابعة لحكومة الولايات المتحدة الأمريكية، أنشئت في سنة 1971 من بين أهدافها دعم شركات رأس المال المخاطر، حيث تعتبر أحد مناهج الولايات المتحدة الأمريكية في التشجيع على الاستثمار في مجال رأس المال المخاطر سواء في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المحلية أو في دول أخرى، فهي تملك استثمارات في 160 دولة على مستوى العالم.

► برنامج نقل تكنولوجيا المؤسسات الصغيرة (The Small Business Technology Transfer): بدأ العمل بهذا البرنامج سنة 1992، يرتكز على تسويق الأبحاث والتطويرات التي تتوصل إليها الجامعات والمخابر الحكومية.

على ضوء ما سبق، يتضح الدور الكبير الذي قامته به السلطات العمومية الأمريكية من خلال تهيئتها للإطار التشريعي والمؤسساتي، مما انعكس إيجاباً بشكل مباشر أو غير مباشر على ترقية النشاط التمويلي لرأس المال المخاطر.

❖ تطور السوق التكنولوجي وдинاميكيته: تقدم الولايات المتحدة الأمريكية بسنتين عن قارة أوروبا من ناحية التطور التكنولوجي، وهذا بفعل الإستمارية في مجالات البحث والإبتكار، كما يتميز السوق التكنولوجي الأمريكي بالتعطش للإنتاج التكنولوجي بصفة مستمرة مقارنة بباقي دول العالم، حيث يغطي نسبة 50% من إجمالي السوق العالمي، ويرجع الفضل في هذا بنسبة كبيرة لسعى المؤسسات الكبيرة لحفظ على حصصها السوقية عن طريق تطويرها للإنتاج التكنولوجي لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

❖ مساهمة تجمع التقنية العالمية "وادي السيلكون" في نمو رأس المال المخاطر: تعود نشأة وادي السيلكون إلى بداية الثلثينيات من القرن 20 م، وتحتوي وادي السيلكون على العديد من المؤسسات التي كانت عبارة عن مجرد فكرة أو بحث لتصبح حالياً من أشهر المؤسسات الناجحة عالمياً على غرار مؤسسة Google، Yahoo، HP... الخ.

ويعتبر وادي السيلكون ركيزة أساسية في تطور ونجاح نشاط رأس المال المخاطر الأمريكي، ففي سنة 2000 قدرت نسبة استثمارات رأس المال المخاطر فيه بـ 20% من إجمالي الاستثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث ساعد قرب المسافة بين مختلف أطراف العملية التمويلية برأس المال المخاطر (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، شركات رأس المال المخاطر...) على نجاحه.

يقوم وادي السيلكون على ثلث دعامات رئيسية سمحت له بأن يقدم مساهمة فعالة في تنمية صناعة رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، حيث تعتبر هذه الدعامات مكملة لبعضها البعض، وتمثل الدعامة الأولى في مجموعة من الجامعات ومخابر البحث التابعة للهيئات العمومية أو المؤسسات الكبيرة، أما الدعامة الثانية فتجسد في شركات رأس المال المخاطر، والتي تعتبر مكملة للدعامة الأولى، بالإضافة إلى دعامة أخرى تتمثل في الوسطاء المتخصصين على سبيل المثال: مكاتب المحاسبة، المحامي.. إلخ، وتمثل مهمة هذه الأخيرة في الربط بين الدعامتين الأولى والثانية، مما يعتبر عاملا حاسما في تمكين وادي السيلكون من لعب دور حاسم في ترقية هذا النشاط.

❖ مساهمة بورصة "نازدак" في تسهيل عمل شركات رأس المال المخاطر: أدت الشروط الصارمة لإدراج المؤسسات في بورصة نيويورك (NYSE) إلى عدم إمكانية إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في أغلب الأحيان، وبما أن المتعاملين برأس المال المخاطر يفضلون التخلص عن مساهمتهم عن طريق الخروج الملكي، فإن ذلك أدى إلى ضرورة إنشاء سوق مالي فرعى، يتسم بشروط منتهية إدراج المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن ثم أنشئت بورصة نازدак (NASDAQ)، إذ تتنمي أغلب المؤسسات المدرجة فيها إلى قطاع التكنولوجيا، وتحظى هذه البورصة بأهمية كبيرة بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر، نظرا لإتاحتهم:

- قناة خروج مثالية من رأس مال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المملوكة، وخير دليل على ذلك النجاحات المحققة من طرف المؤسسات الناشطة في وادي السيلكون المدرجة به، ولم تكن لتحققها بدون وجود هذه البورصة؛
- تسهيل الأوراق المالية للمؤسسات المملوكة، وبالتالي ضمان حصول المتعاملين برأس المال المخاطر على الأموال المستثمرة في تلك المؤسسات مضافا إليها القيمة المضافة المتوقعة، مما يسمح بإعادة استثمارها في مشاريع أخرى؛
- إنعاش التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، وبالتالي تنمية وتطوير المؤسسات، ومن ثم إنعاش النشاط الاقتصادي.

المبحث الثاني: تجربة المملكة المغربية في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

لقد سعت المملكة المغربية إلى إقامة سوق رأس المال المخاطر من أجل تسهيل عملية تمويل المشاريع التنموية خصوصا قطاعاتها، وفي هذا المبحث حاولنا عرض هذه التجربة من خلال التطرق إلى مختلف مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر في المملكة المغربية والعوامل التي ساعدت على نجاحها وكذا مدى مساحتها في تمويل قطاعات التنمية.

المطلب الأول: مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر في المملكة المغربية.

تقوم المملكة المغربية بجهود كثيرة لاستقطاب استثمارات أجنبية مباشرة وتتوسيع اقتصادها والحد من الفقر، ولتحقيق هذا المسعى قدمت فيما يتعلق باستثمارات امتيازات ضريبية عديدة محاولة منها تطوير اقتصادها خارج القطاعات الأولية، ولهذا سوف نتطرق في هذا المطلب إلى نشأة رأس المال المخاطر في المغرب وإطاره القانوني ومختلف مؤسسات رأس المال المخاطر النشطة في البلاد.

أولا/نشأة رأس المال المخاطر في المغرب:

رأس المال المخاطر تجربة حديثة في المغرب حيث أنشأ سنة 1991 في شكل شركة مساهمة وذلك بمساهمة عدد من البنوك (بنك الاستثمار الأوروبي (EIB) والبنك المركزي الشعبي (BCP)، البنك الوطني للتنمية الاقتصادية (BNDE)، والائتمان من المغرب (CDM)، البنك المغربي للتجارة الخارجية (BMCE)، بنك الأمل) لتأسيس أول مؤسسة رأس مال المخاطر تحت اسم "مساهمة" ومنذ تأسيسها بدأ نشاط رأس المال المخاطر بالتوسيع والتطور في المغرب. وقد مر بالمراحل التالية:¹

► **المرحلة الأولى:** امتدت في فترة 1990-2000 وقد كانت انطلاقة المهنة في المغرب وتميزت بـ:

- غياب كامل للإطار التنظيمي لهذه الصناعة؛
- عدد محدود للمستثمرين؛
- ضعف المؤسسات المدرجة.

► **المرحلة الثانية:** امتدت في فترة 2000-2005 عرفت هذه المرحلة تأسيس أول جيل للمؤسسات العاملة في رأس مال المخاطر وذلك بدخول رؤوس أموال مهمة، كما عرفت أيضا بظهور صناديق متخصصة في قطاعات معينة واستراتيجيات استثمارية جديدة مع الأخذ بمساهمات كبيرة.

¹ Association Marocaine des Investisseurs en Capital, AMIC, Capital Investissement au Maroc Guide Investisseurs Institutionnels, P11.

► **المرحلة الثالثة:** امتدت في فترة 2005-2009 عرفت هذه المرحلة ظهور الجيل الثاني من صناديق رأس مال المخاطر وذلك بزيادة معتبرة في عدد مؤسسات المدرجة التي تجاوزت عشرين مؤسسة، هذا وقد تميز السوق بمؤسسات رأس مال مخاطر هامة تقوم بالاستثمار في عدة قطاعات وأخرى متخصصة في قطاعات معينة وعمليات محددة.

ثانياً/ الإطار القانوني والتنظيمي لرأس المال المخاطر في المغرب:

لقد مارست مؤسسات رأس مال المخاطر في المغرب نشاطها دون أي غطاء تنظيمي، أو حتى وجود تعريف لهذا النشاط، وقد كان يمارس في إطار أحكام القانون العام تحت القانون المتعلق بميثاق الشركات الصغيرة والمتوسطة، إلى أن صدر قانون رقم 41-05 المتعلق بتعهدات استثمار رأس المال المخاطر، حيث تضمن تعريف هذا القانون رأس المال مخاطر على أنه: "استثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة واتخاذ المشاركة المؤقتة والأقلية في أعمال جديدة أو مرحلة البدء من أجل تحقيق مكاسب على إعادة بيعها من

¹" مشاركتهم.

► **شروط ممارسة رأس المال المخاطر:** وفقاً للقانون رقم 41-05 المتعلق بتعهدات استثمار رأس المال المخاطر لابد من توفير الشروط التالية لممارسته:

- الحصول على اعتماد الذي تمنحه إياها وزارة المالية؛
- المادة 12 لابد أن تتاح للجنة الأوراق المالية الرقابة على الإجراءات المعمول بها أثناء التأسيس والتوثيق وذلك لتحديد مدى تطابق الإجراءات التأسيسية مع القوانين التنظيمية؛
- الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمدة لا تقل عن ثلاثة سنوات إلا إذا صرحت مجلس أخلاقيات الأوراق المالية بأنهم في فترة سحب الاستثمارات؛
- الاستثمار في رأس المال المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنسبة لا تقل عن 50% ؛

إن هذا التحديد قد شكل عائقاً في وجه نشاط رأس مال المخاطر وهو ما أدى إلى ضرورة إدخال

- تعديلات في القانون الأساسي المتعلق بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث تمثلت هذه التعديلات في:
- بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحالية يشترط ألا يتعدى عدد العاملين فيها 200 شخص وذلك خلال سنتين ماليتين أخيرتين؛
 - ألا يتعدى رقم الأعمال السنوي 75 مليون درهم؛
 - من أجل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا يتجاوز مبلغ الاستثمار 25 مليون درهم.

¹ الجريدة الرسمية للمملكة المغربية، القانون رقم 41 - 05 المتعلق بتعهدات استثمار رأس المال المخاطر.

► **التحفيزات المنوحة لرأس المال المخاطر:** وفقا لقانون المالية الصادر في 2011 يمكن للمؤسسات رأس المال

المخاطر أن تستفيد من الإعفاءات التالية:¹

- إعفاء على ضريبة الاستثمار بنسبة 50% للمؤسسات غير المدرجة في البورصة؛
- الأخذ بحسابات منفصلة.

► **الرقابة على عمل شركات رأس المال المخاطر:** المادة 35 من القانون المتعلقة ببعض المؤسسات رأس المال

المخاطر يلزم خصوصاً نشاط المؤسسات رأس المال المخاطر إلى رقابة لجنة الأوراق المالية المباشرة، كما تخضع لرقابة غير مباشرة بواسطة أجهزة الرقابة المصرفية بالنسبة للمؤسسات رأس المال المخاطر التي تساهم في رأس مالها البنوك وذلك عن طريق رقابة البنك المركزي.²

ثالثا/أهم مؤسسات رأس المال المخاطر في المغرب:

يتسنم السوق المغربي لرأس المال المخاطر بتنوع المؤسسات المدرجة فيه والتي يبلغ عددها عشرين مؤسسة وسناحول من خلال هذا المطلب التعرض لأهمها.

► **مؤسسة الاستثمار والتطوير السعودية-المغربية ASMA:**³

تأسست مؤسسة الاستثمار والتطوير السعودية-المغربية ASMA سنة 1992 برأس مال يقدر 400 مليون درهم وذلك بمساهمة من وزارة المالية المغربية، وتهدف هذه المؤسسة إلى تقوية قطاع رأس المال المخاطر في الدولتين بواسطة تشجيع الاستثمارات وذلك بتوفير الأموال اللازمة لها من أجل القيام بالمشاريع الاقتصادية وتحقيق العوائد المالية.

✓ **الخدمات المقدمة للمشاريع الاستثمارية:** تقوم مؤسسة ASMA بعدها بمهام توفير التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية بما يلي:

- توفير مساهمات رأسمالية للمشاريع الاستثمارية بمفردها؛
- البحث عن المستثمرين بنوك، مؤسسات مالية، أفراد؛
- إقراض المشاريع الاستثمارية إن كان ذلك ملائماً لهيكلها المالي؛
- إعداد دراسات الجدوى للمشاريع المقترحة؛

¹ الجريدة الرسمية للمملكة المغربية، قانون المالية 2011، الصادر بـ 30 ديسمبر 2010، العدد 5804، ص 5498.

² المادة 35 من القانون رقم 43 – 05 المتعلقة ببعض استثمار رأس المال المخاطر.

³ <https://asmainvest.ma/ar/index.php/asmainvest/#> Le (24 /05/2021) à 11 :04 AM .

الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في مجال رأس المال المخاطر

- تقديم خدمات غير تمويلية تتمثل أساساً في النصح والإرشاد وتقديم المساعدات الفنية للمشروع من الطاقم الفني والإداري المتخصص ذو خبرات عالية وكفاءة وذلك في إطار استراتيجية تسيير المخاطر المتعلقة بالمشاريع التي تستثمر فيها.
 - ✓ المحفظة الاستثمارية: تسعى مؤسسة ASMA أثناء تكوينها للمحفظة الاستثمارية لتطبيق المعايير التالية:
 - تحديد ظروف المنافسة ومدى قدرة المشروع على النجاح؛
 - تحديد مردودية المشروع؛
 - القيمة المضافة للمشروع؛
 - أثر المشروع على الاقتصاد الكلي؛
 - مدى جدارة أصحاب المشروع مستوى خبراتهم وكفاءاتهم المهنية؛
 - المضمنون التكنولوجي للمشروع؛
 - الخيارات الاستراتيجية للناحية التجارية للمشروع ومدى إمكانية تصريف المنتج على المستوى المحلي والخارجي؛
 - الخبرة المالية لأصحاب المشروع؛
 - تعامل مع كافة القطاعات ماعدا المشاريع المنتجة للكحول، الطب، المستشفيات التعليم. وتهتم بالمشاريع التي تعمل على إعادة تدوير البقايا الحيوانية أو النباتية ومشاريع الطاقة.
- وبالنسبة للمشاريع التي استوفت الشروط السابقة فيتم الاستثمار فيها بمراعاة الشروط التالية:
- لا تتجاوز نسبة المساهمة في نفس المشروع 40% من إجمالي المبلغ؛
 - لا تتجاوز نسبة المساهمة في نفس المشروع 10% من إجمالي الأموال الخاصة للمؤسسة؛
 - لا تتجاوز قيمة المساهمات في نفس القطاع 2 مليون درهم؛
 - لا تتجاوز مدة الاستثمار 12 سنة تنتهي بعدها مساهمة ASMA في المشروع بالخروج وفق إجراءات لا تتعدي مدة ثلاثة سنوات؛
 - في حال تقديم التمويل بعملة غير الدرهم لا بد من التعامل بنفس العملة لدى اقتسام العوائد المتأتية من المشروع أو عند الخروج أو في تسديد الالتزامات في حال الإقراض.

► مؤسسة capital Invest¹

أنشأت مؤسسة capital Invest في ديسمبر 1999 بين فرع تابع لبنك الأعمال للمجموعة BMCE (الآن هي تحت اسم Finance.com) ومجموعة Siparex الرائدة في الأعمال الاستثمارية الفرنسية برأس مال يقدر ب 500000 درهم بنسبة مساهمة مغربية تقدر ب 80% و 30% من مجموعة Siparex. كما أنها قد أنشأت صندوقاً استثمارياً Capital Maroc برأس مال قدر ب 25 مليون درهم وذلك بمساهمة أوروبية وخلجية حيث تبلغ قيمة الاشتراك بين 5 إلى 20 مليون درهم وتوجه إلى الاستثمار في المشاريع الصغيرة التي لها إمكانيات نمو كبيرة.

✓ الخدمات المقدمة للمشاريع الاستثمارية: تقوم بالإضافة إلى توفير التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بتقديم خدمات تسيير المحفظة الاستثمارية لصندوق الاستثمار.

✓ المحفظة الاستثمارية: وتتوفر التمويل للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تحقق الشروط التالية:

- المؤسسات التي تحقق رقم أعمال 50 مليون درهم؛
- المؤسسات التي تمتلك القدرة على النمو، كما أنها تفضل تلك التي توفر القيمة المضافة في السلع والخدمات؛
- وجود إدارة شفافة وجيدة؛
- تقوم بالاستثمار في كافة القطاعات ما عدا القطاعات التي تتميز بالتكلبات أو التي لا تحقق قيمة مضافة، إضافة إلى قطاع التجارة (ماعدا الصناعات المتخصصة) والعقارات والغزل والنسيج؛
- المؤسسات غير المدرجة في البورصة المغربية المتوسطة.

وقد قامت بالاستثمار في رأس مال مشروع لصناعة المواد الغذائية، وإنشاء شبكة توزيع من خلال الشراكة مع مستثمرين محليين والإسبانيين. ويجري النظر في مجالات واعدة أخرى من قبل الشركة وتسعى إلى الاستثمار في القطاعات التالية: صيد الأسماك، والأدوية، والإلكترونيات، وصناعة التبريد والخدمات اللوجستية والمواد الغذائية.

► البنك الإسلامي للتنمية²

وضع البنك الإسلامي للتنمية لذا البنك الوطني للإنماء الاقتصادي لمدة تجاوزت العشر سنوات، خط لتمويل المشاريع عن طريق أدوات التمويل الإسلامية بما فيها المشاركة. لكن هذا الخط لم يحرك بشكل

¹ https://www.zawya.com/mena/en/company/Capital_Invest-11006821/ Le (24/05/2021) à 11:17 AM.

² أنس الحسناوي، مداخلة بعنوان: التمويل التشاركي وتطبيقاته على المشاريع الصغرى والمتوسطة بالمغرب، الملتقى الدولي حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، المنعقد يومي 25 / 28 ماي 2003، ص 3-6.

إيجابي واستعمل فقط للتمويل بالمرابحة أو الإجارة، مما دعا البنك الإسلامي للتنمية إلى حفظه وتعويضه خطوط تمويل التجارة لذا البنوك المحلية.

ويعد البنك الإسلامي للتنمية من السباقين لهذا النوع من التمويل بالمغرب حيث ساهم في إنشاء مشاريع متعددة بالمغرب عن طريق المشاركة في رأس المال وبطريقة مباشرة.

➤ تمويل البنك الأوروبي للاستثمار:

يقترح البنك الأوروبي للاستثمار وسليتين للتمويل: رأس مال الإنشاء والتوسع، ورأس المال المخاطر.

وتتمثل هاتين الوسليتين في ثلاثة خطوط لرأس المال المخاطر:

✓ الخط الأول للبنك الأوروبي للاستثمار: وضع البنك الأوروبي للاستثمار بالخزينة العامة، في إطار بروتوكول التمويل المغربي الأوروبي (1988-1992)، مبلغ 9 ملايين أورو لتمويل المشاريع عن طريق رأس المال المخاطر لمدة 25 سنة. جاءت هذه التمويلات لخدمة القطاع البنكي المغربي للتمويلات بالمشاركة مباشرة من البنوك المستفيدة و للسلفatas بالمشاركة للمستثمرين.

✓ الخط الثاني للبنك الأوروبي للاستثمار: منح البنك الأوروبي للاستثمار للخزينة العامة، في إطار البروتوكول الرابع للتمويل المغربي الأوروبي، خطا للتمويل الجزئي لأسهم المستثمرين لرأس المال الشركات العاملة بالقطاعات المنتجة والتي لازالت في طور الإنشاء أو التوسع.

✓ الخط الثالث للبنك الأوروبي للاستثمار: قرر البنك الأوروبي للاستثمار فتح قرض عام لرأس المال المخاطر بقدر 45 مليون أورو لفائدة المؤسسات المالية المغربية، البنوك التجارية، البنوك والشركات التنموية ثم شركات رأس المال المخاطر.

➤ تمويلات الاستثمار: PROPARCO

هي شركة مالية فرنسية يساهم فيها كل من الصندوق المركزي للتعاونية الاقتصادية ومجموعات مالية فرنسية عالمية. وتهتم شركة PROPARCO بالدول الإفريقية، الجزر الكريبية ، المحيط الهادئ والجزر الفرنسية . Outremer .

أسست بالمغرب سنة 1992 بحيث قامت بالمشاركة في مشاريع كبرى للقطاع الفلاحي، الصناعي، الإصلاح البحري و الكيمياء الميكانيكية. تمنح قروضا على المدى المتوسط والبعيد عبر المشاركة المباشرة عن طريق الأسهم و السندات، ولها دور أساسي في تمويل الشركات الخاصة المغربية الفرنسية. وتقوم بإعطاء عدة تسهيلات مالية لإجراءات:

- دراسة الجدوى للمشاريع؛

• دراسة السوق؛

• التعيين والترشيح النهائي للشريك؛

• وضع عينة التسيير و مراقبة الإنتاج؛

• وضع نموذج اختياري للعرض.

كما اقترحت PROPARCO خط شراكة يهدف إلى دعم الاستثمار المباشر للشركات المغربية، والبنوك المغربية بشراكة بين الشركات المغربية والفرنسية. وتهتم شركة PROPARCO بالخصوص بالقطاع المالي، بحيث استثمرت أكثر من 40 مليون درهم في هذا القطاع. مقسم على شركات للتمويل رأس المال المخاطر :

• صندوق مختص في الخوخصصة؛

• صندوق للتنمية؛

• شركتين فرنسيتين؛

SUD MEDITERANEE CAPITAL شركة رأس مال المخاطر التي تضم رؤوس أموال فرنسية، مغربية وتونسية؛

• FCP MAROC PRIVATISATION شركة لتعبئة ادخار العمالة المغربية القاطنين بالخارج.

ولقد عقدت شركة PROPARCO عدة عقودا مالية مع أهم البنوك التجارية المغربية بـمبلغ يفوق 600 مليون درهم. كما منحت عدة قروض للبنوك التي سجلت أداءا جيدا كالبنك المغربي للتنمية الاقتصادية، بنك الوفاء، ثم البنك المغربي للتجارة الخارجية.

➤ شركة ألمانية للاستثمار والتنمية D.E.G:

وهي شركة ألمانية للاستثمار والتنمية، تساهم في تمويل الشركات الخاصة المغربية باستغلال خبرتها الألمانية. وتشجع هذه الشركة القطاع الخاص في دول العالم الثالث. كما تشجع الشراكة بين الشركات الألمانية أو الدول الأعضاء في الإقتصاد الأوروبي ثم شركات الدول النامية والدول المصنعة.

➤ مادي (الاستثمارات التنموية للمغرب) :

مادي شركة رأس المال المخاطر مخصصة لمواكبة تطور وتوسيعة نشاط المؤسسات المؤهلة للتمويل، أنشأت سنة 1988، رأسمالها مقسم بين البنك الشعبي 30%， وشركة الاستثمار من أجل التطور الدولي 33%， والشركة التعاونية " أوكيمانيك " للتطور الدولي 27%， والباقي الخواص 10%， هدفهمما الرئيسي هو

المساهمة في خلق وتنمية المؤسسات الإنتاجية الصغرى والمتوسطة من خلال المساهمة في رأس المال أو تقديم ضمانات أو عن طريق الإسهام في تزويد الحسابات الجارية للمساهمين.

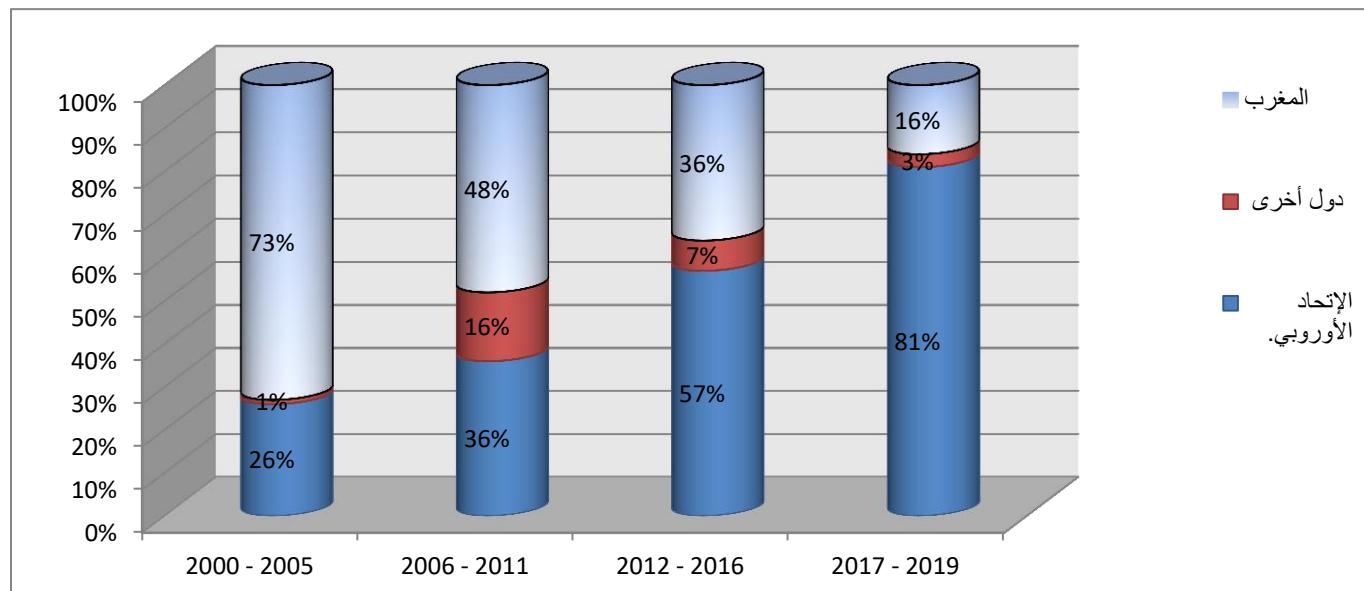
► كازا مدريد للاستثمار CASA MADRID INVESTISSEMENT

تأسست هذه الشركة من طرف البنك التجاري المغربي بالتعاون مع صندوق مدريد، للمؤسسة نفس خصائص المؤسسة التجارية لرأس المال المخاطر إلا أن كازا مدريد تتميز بكونها تدخل في تمويل المشاريع المشتركة بين المغرب وإسبانيا.

المطلب الثاني: مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل قطاعات التنمية في المملكة المغربية.

بدأ المغرب اهتمامه الجدي لتطوير الوساطة المالية في يوم تأسيس أول صندوق المساهمة في سنة 1990 بمشاركة بنوك محلية عمومية وأطراف أوروبية، ما يلفت الانتباه أن المغرب استطاع بفضل التعديلات التنظيمية وجهود تطوير البيئة الاستثمارية في السنوات الأخيرة إلى جلب موارد مالية من صناديق دولية تنشط في البحر الأبيض المتوسط، ولقد تعددت جنسيات الممولين المخاطرين الذين استثمروا في تمويل الصناديق النشطة في المغرب، لذا نجد الإتحاد الأوروبي وكذا بلدان أخرى ممثلة في الولايات المتحدة الأمريكية وبعض الدول العربية كتونس، الكويت، المملكة السعودية، بالإضافة إلى مستثمرين حاملي الجنسية المغربية، كما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (10-03): يوضح جنسية الممولين المؤسسيين في المغرب.

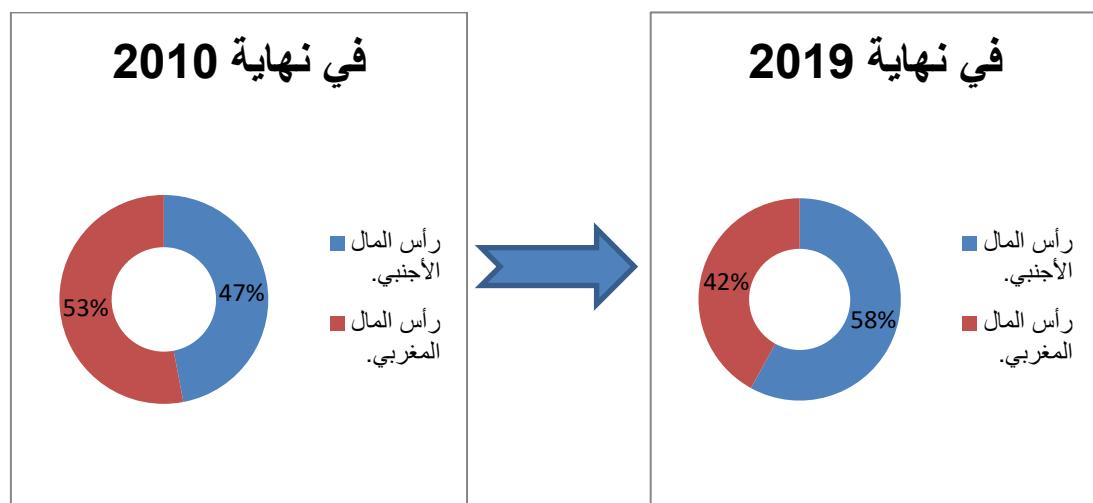


Source : Association Marocaine des Investisseurs en Capital, AMIC, Rapport D'Activité Capital Investissement au Maroc, 2019, 12^{eme} édition, Maroc, 26 février 2020, P 10.

من خلال الشكل نلاحظ أن في الفترة 2000-2005 كانت الجنسية التي أخذت أكبر نسبة من رأس المال هي المملكة المغربية بنسبة 73%，أما الاتحاد الأوروبي فكانت حصته 26%，والدول الأخرى ساهمت بنسبة 1%，لاسيما في الفترات اللاحقة تبين أن رأس المال المستثمر من الجنسية المغربية في تراجع ملحوظ، على عكس ذلك فإن رأس المال المستثمر من جنسية الإتحاد الأوروبي عرف ارتفاع، حيث في بداية فترة 2006-2011 قدرت نسبته 36%，في حين أن رأس المال المستثمر من الجنسية المغربية قدر بـ 48%，وعرف رأس المال المستثمر من جنسية الدول الأخرى تزايدا بـ 15% عن الفترة التي سبقتها، أما في فترة 2017-2019 أصبح الإتحاد الأوروبي المتتصدر بـ 81% من إجمالي رأس المال المستثمر في المغرب، وقد استمر رأس المال المستثمر من جنسية المغرب والدول الأخرى في التراجع إلى أن وصل نسبة 16% و 3% على التوالي.

بناء على ما سبق، يمكن القول أن حصة المستثمرين الدوليين في جمع رأس المال المخاطر عرفت زيادة كبيرة على مدى السنوات مقارنة مع حصة المستثمرين المغاربيين ويمكن تلخيصها في الشكل التالي:

الشكل رقم (11-03): يوضح حصة المستثمرين في المغرب.

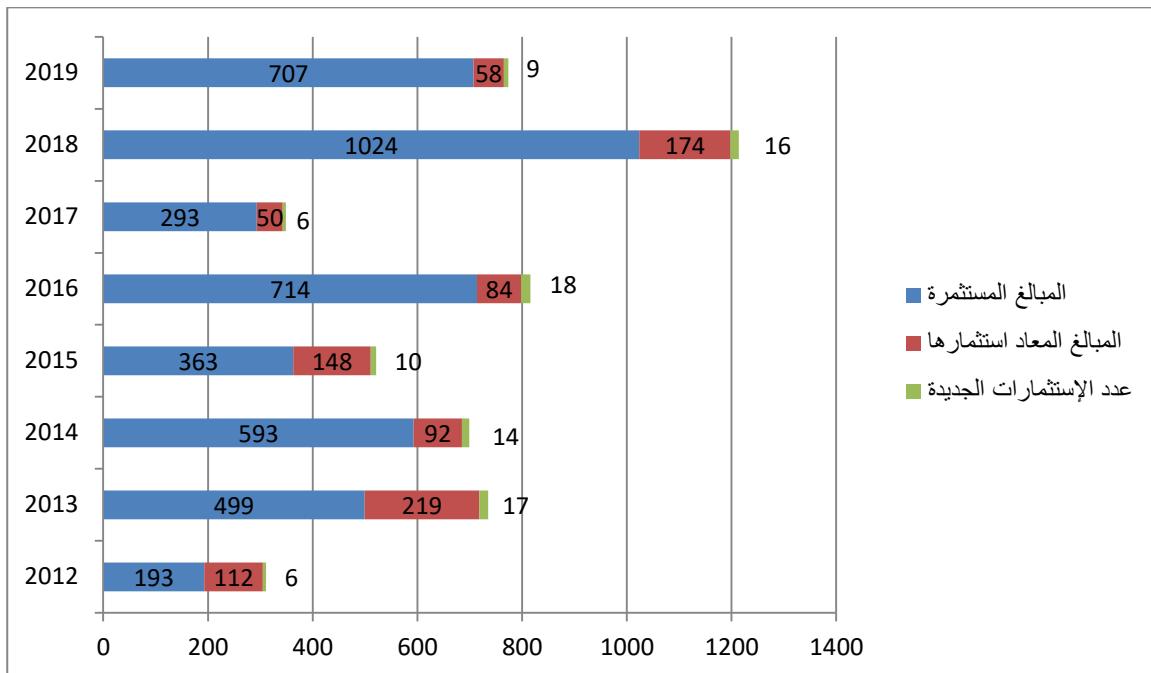


Source : Association Marocaine des Investisseurs en Capital, AMIC, Rapport **D'Activité Capital Investissement au Maroc**, 2019, 12^{eme} édition, Maroc, 26 février 2020, P 11.

من الشكل أعلاه يمكن القول أن في نهاية 2010 كانت نسبة 53% تمثل رأس المال المغربي في حين أن رأس المال الأجنبي كانت حصته 47%，لكن في نهاية 2019 قلبت النسب حيث تراجع رأس المال المغربي إلى 42%，وازداد رأس المال الأجنبي حيث قدر بـ 58% من إجمالي رأس المال المغربي المخاطر.

إن الارتفاع المتزايد في عدد المستثمرين برأس المال المخاطر في المغرب ساعد في ظهور استثمارات جديدة، حيث خلال الفترة 2012 – 2019 بلغ عددها الإجمالي 96 استثمارا جديدا، عرفت السنوات السابقة لسنة 2012 عدد قليل من الاستثمارات بلغ في هذه السنة 6 استثمارات، غير أن سنة 2016 عرفت بأنها السنة الأمثل من حيث عدد الاستثمارات فقد بلغ عددها 18 استثمارا، تليها سنة 2013 و 2018 على التوالي بـ 17 و 16 استثمارا، أما في سنة 2019 بلغ حجم الاستثمارات الجديدة 9 استثمارات. ويمكن التفصيل فيها كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (03-12): يوضح تطور رأس المال المخاطر في المغرب.



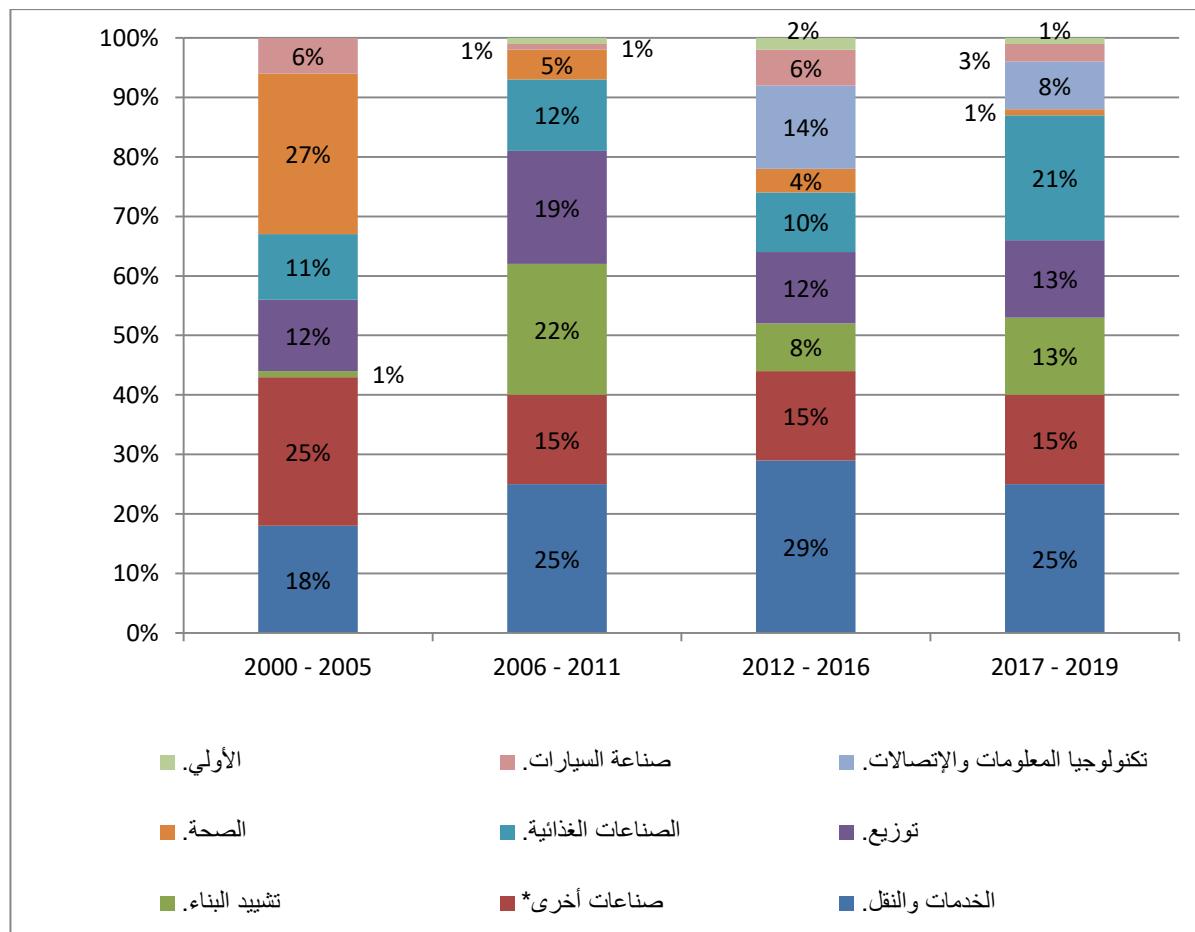
Source : Association Marocaine des Investisseurs en Capital, AMIC, Rapport **D'Activité Capital Investissement au Maroc**, 2019, 12^{eme} édition, Maroc, 26 février 2020 , P 11.

من الشكل السابق نلاحظ أن إجمالي المبالغ المستثمرة قدرت بـ 4386 مليون درهم مغربي، وإجمالي المبالغ المعاد استثمارها قدر بـ 937 مليون درهم مغربي.

في سنة 2012 بلغ رأس المال المخاطر المستثمر 193 مليون درهم مغربي والمبالغ المعاد استثمارها بلغت 112 مليون درهم مغربي، وكانت السنة 2018 الأكثـر من حيث عدد المبالغ المستثمرة بمقدار 1024 مليون درهم مغربي، وعلى غرار ذلك فإن السنة الأكـبر من حيث المبالغ المعاد استثمارها هي سنة 2013 بمبلغ 219 مليون درهم مغربي، وتتجـدـر الإشارة أنه في سنة 2019 بلغ إجمالي الاستثمارات 765 مليون درهم مغربي، حيث كان 707 منها مبالغ مستثمرة، أما المبالغ المعاد استثمارها فقدر بـ 58 مليون درهم مغربي.

تميز رأس المال المخاطر في المغرب بتمويل العديد من القطاعات في شـتـى المجالـات، حيث أن في كل فترة بـرـزـت قـطـاعـات مـعـيـنة، كما يـبـيـنـهـ الشـكـلـ التـالـيـ:

الشكل رقم (13-03): يوضح القطاعات المملوكة برأس المال المخاطر في المغرب.



Source : Association Marocaine des Investisseurs en Capital, AMIC, Rapport **D'Activité Capital Investissement au Maroc**, 2019, 12^{eme} édition, Maroc, 26 février 2020 , P 14.

يمكن تحليل الجدول السابق حسب الفترات كالتالي:

✓ **الفترة الممتدة ما بين 2000-2005:** في هذه الفترة ركز رأس المال المخاطر على تمويل قطاع الصحة بأكبر نسبة قدرت بـ 27% من إجمالي المبالغ المستثمرة، ثم تحول الصناعات الأخرى المرتبة الثانية بنسبة 25%， في حين أن نسبة 18% كانت من نصيب قطاع الخدمات والنقل، أما كل من قطاع التوزيع، الصناعات الغذائية، صناعة السيارات وتشييد البناء فقد مولت بنسب متقاربة التي قدرت على التوالي: 12%， 11%， 6%، 1%.

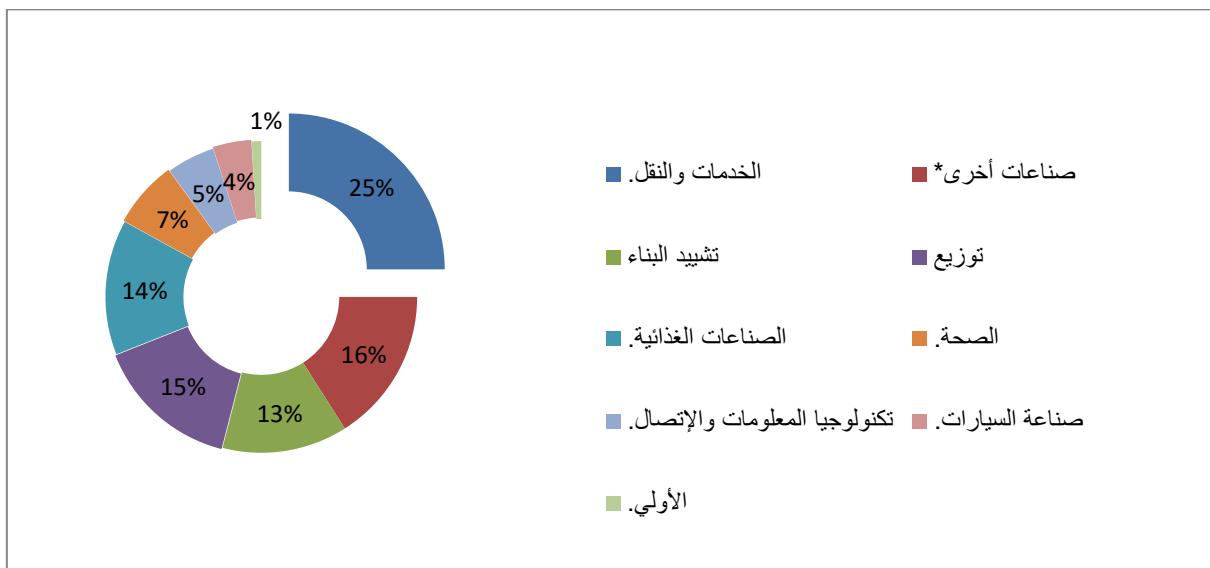
الفترة الممتدة ما بين 2006-2011: خلال هذه المرحلة لوحظ ظهور قطاع جديد المتمثل في القطاع الأولي لكن تم تمويله بنسبة جد قليلة قدرت بـ 1%， كما طرأ تغير على القطاعات المملوكة في الفترة السابقة حيث أن قطاع الخدمات والنقل احتل المرتبة الأولى حيث ارتفع بـ 7 درجات نسبية عن الفترة السابقة، يليها قطاع تشييد البناء الذي اتفع بنسبة ملحوظة قدرت بـ 22%， كما أن قطاع التوزيع بلغت نسبة تمويله من بين

القطاعات الأخرى 19%， لا يفوتنا أن نشير أن قطاع الصناعات الأخرى وقطاع الصناعات الغذائية، الصحة، صناعة السيارات مولت بـ 15%， 12%， 5%， 1%.

✓ **الفترة الممتدة ما بين 2012-2016:** في هذه الفترة ظهر قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصالات تم تمويله برأس المال المخاطر بنسبة 14%， أما القطاع الذي كان أكثر جذبا للاستثمار هو قطاع الخدمات والنقل بنسبة 29%， يأتي بعدها قطاع الصناعات الأخرى بنسبة 15%， أما باقي القطاعات المتمثلة في قطاع التوزيع، الصناعات الغذائية، البناء، صناعة السيارات، الصحة، الأولي، التي قدرت نسبتها على التوالي بـ 12%， 10%， 8%， 6%， 4%， 2%.

✓ **الفترة الممتدة ما بين 2017-2019:** عند هذه الفترة استمر قطاع الخدمات والنقل، بأخذ أكبر نسبة من التمويل برأس المال المخاطر التي كانت 25%， ويأتي بعدها قطاع الصناعات الغذائية بنسبة 21%， أما قطاع الصناعات الأخرى فقد استمر في الحفاظ على ثبات نسبته منذ 2006، وقطاع تشيد البناء والتوزيع تم تمويلهم بنسبة متساوية قدرت بـ 13%， في حين أن قطاع تكنولوجيا المعلومات والاتصال وقطاع صناعة السيارات تم تمويلهم على التوالي بنسبة 8%， 3%， 1%， كانت من نصيب كل من قطاع الصحة الأولي. ويمكن توضيح حصة كل قطاع ممول برأس المال المخاطر خلال نهاية سنة 2019 في الشكل التالي:

الشكل رقم(14): يوضح تمويل القطاعات في نهاية 2019.



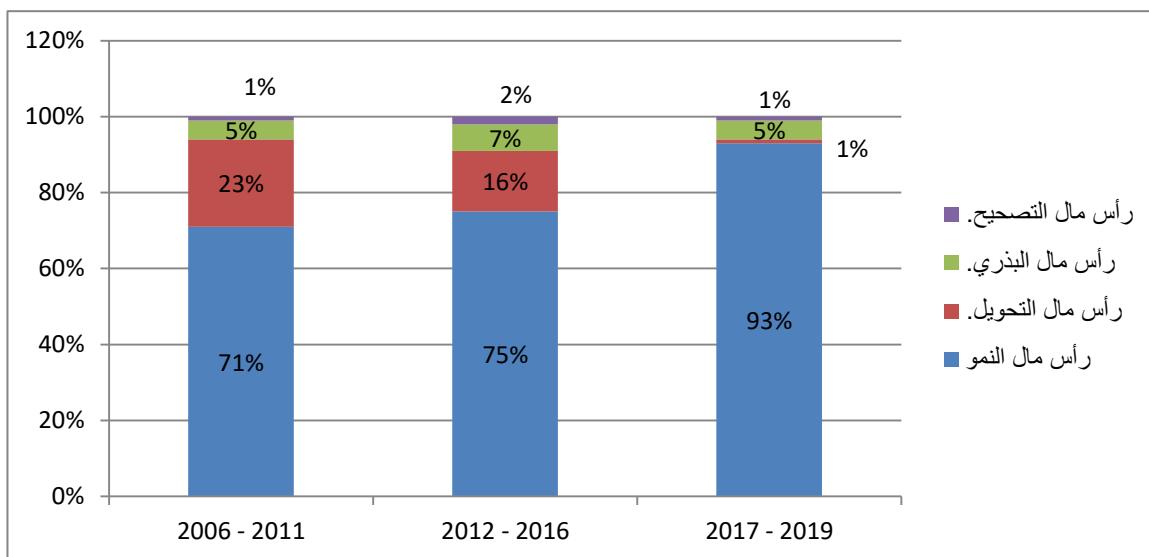
Source : Association Marocaine des Investisseurs en Capital, AMIC, Rapport D'Activité Capital Investissement au Maroc, 2019, 12^{eme} édition, Maroc, 26 février 2020 , P 14.

الفصل الثالث: دراسة تجارب دولية رائدة في مجال رأس المال المخاطر

تميزت سنة 2019 بتمويل قطاع الخدمات والنقل بنسبة 25%， وقطاع الصناعات الأخرى بنسبة 16%， وقطاع التوزيع ب 15%， والصناعات الغذائية بنسبة 14%， أما القطاعات المتبقية فتمثلت نسبتها ما بين 13%، و 1%.

إن نشاط المستثمرين برأس المال المخاطر لم يخصص رؤوس الأموال لفترات إقلاع الاستثمارات فقط بل لجميع مراحل حياة الاستثمار. كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (15-03): يوضح نسبة تمويل رأس المال المخاطر في كل مرحلة من مراحل الدخول.



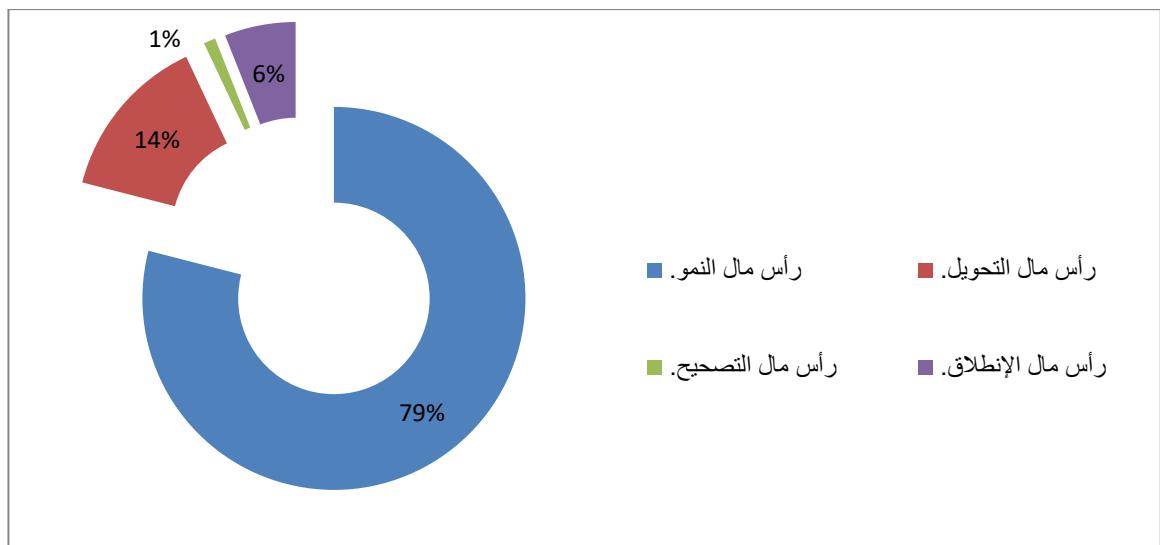
Source : Association Marocaine des Investisseurs en Capital, AMIC, Rapport **D'Activité Capital Investissement au Maroc**, 2019, 12^{eme} édition, Maroc, 26 février 2020, P 19.

من الشكل السابق يمكن القول أن:

- ✓ **رأس مال البذري:** من الملاحظ أن رأس المال المخاطر المغربي لم يعطى أهمية كبيرة لهذه المرحلة طوال الفترة 2006-2019 حيث تراوحت نسبته ما بين 5% و 7%.
- ✓ **رأس مال النمو:** عرفت هذه المرحلة منذ ظهور رأس المال المخاطر في المغرب اهتماماً كبيراً حيث أنها في كل الفترات تأخذ النسبة الأكبر مقارنة بالمراحل الأخرى حيث تراوحت نسبته ما بين 71% و 93%.
- ✓ **رأس مال التحويل:** إن هذه المرحلة عرفت تراجع كبير وملحوظ حيث في فترة ظهوره رأس المال المخاطر في المغرب قدرت نسبته ب 23%， ولكنها أصبحت في تراجع إلى أن وصلت نسبة 1%، في الفترة 2017-2019.
- ✓ **رأس مال التصحيح:** هذه المرحلة كانت مهمة من طرف مستثمر رأس المال المخاطر في المغرب حيث تراوحت نسبته ما بين 1% و 2% خلال الفترة 2012-2019.

ويمكن توضيح نسبة كل مرحلة من مراحل تدخل رأس المال المخاطر في رأس مال المؤسسة خلال نهاية سنة 2019 في الشكل التالي:

الشكل رقم (16-03): يوضح نسبة تمويل رأس المال المخاطر لكل مرحلة في نهاية 2019.



Source : Association Marocaine des Investisseurs en Capital, AMIC, Rapport **D'Activité Capital**

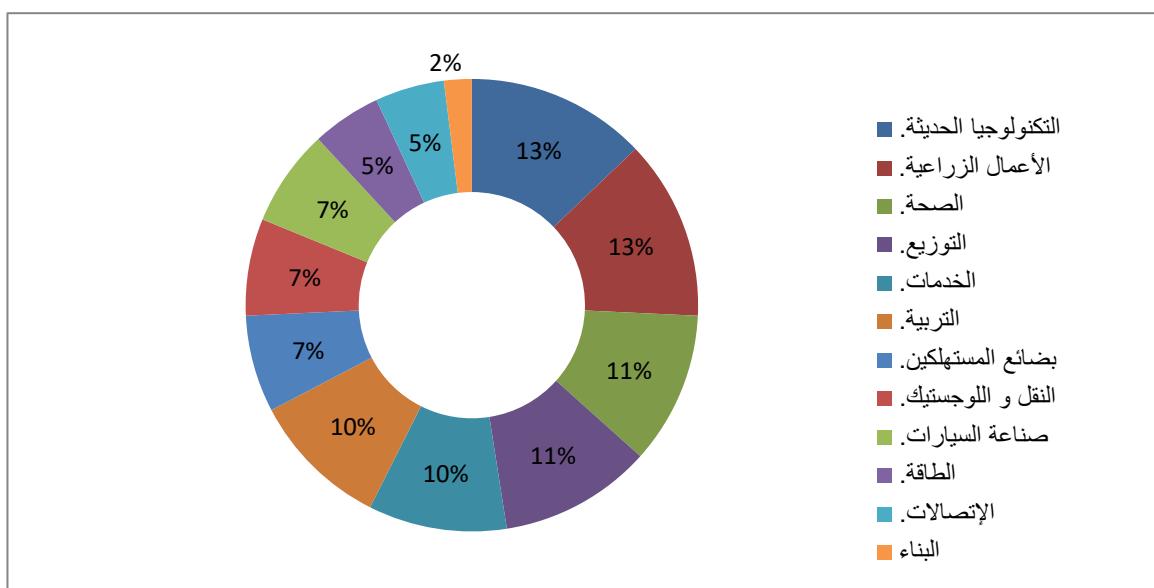
Investissement au Maroc, 2019, 12^e édition, Maroc, 26 février 2020, P 19.

في سنة 2019 كان رأس مال النمو يحتل الحصة الأكبر بنسبة 79%， يليه رأس مال التحويل بنسبة 14%， وكانت النسب الضئيلة 6% و 1% من نصيب كل من رأس مال البذري ورأس مال التصحيح.

والجدير بالذكر أن الاستثمار برأس المال المخاطر في المغرب لم يكن محدوداً بالقطاعات السابقة فقط بل أصبح يزيد الاستثمار في قطاعات أخرى جديدة على مدى الخمس سنوات القادمة، كما هو مبين في

الشكل التالي:

الشكل رقم (17-03): يوضح القطاعات التي تنوى الاستثمار فيها خلال السنوات الخمس القادمة



Source : Association Marocaine des Investisseurs en Capital, AMIC, Rapport **D'Activité Capital** **Investissement au Maroc**, 2019, 12^e édition, Maroc, 26 février 2020, P 28.

من الملاحظ أعلاه أن رأس المال المخاطر في المغرب ينوي التوجه إلى قطاعات من أجل الرفع بالاقتصاد، حيث توجه إلى كل من قطاع التكنولوجيا الحديثة والأعمال الزراعية بنسبة تمويل 13% لكل منهما، كما أنه كان له رؤية لتمويل كل من قطاع التربية، بضائع المستهلكين والطاقة، بحسب على التوالي: 7%، 10%، 5%، كما توجد قطاعات ينوي رفع نسبة الاستثمار فيها، فعلى سبيل المثال نأخذ قطاع الصحة التي كانت نسبتها لا تتجاوز 1%， ليرفعها بعد خمس سنوات إلى 11%， كما أن قطاع صناعة السيارات الذي كانت غايته أن يصل إلى 7%， عن نسبة السنوات السابقة التي قدرت بـ 3%.

المطلب الثالث: عوامل نجاح التمويل برأس المال المخاطر في المملكة المغربية.

من خلال دراستنا السابقة يمكن أن نستنتج أنه من أجل نجاح رأس المال في المملكة المغربية يجب أن تتحاط بالعوامل التالية:

► الظروف الإقتصادية المستقرة: حيث أن عدم استقرار الاقتصاد يؤثر سلبا على تأسيس نموذج نجاح رأس المال المخاطر، فاستقرار الاقتصاد في الدولة يؤدي إلى نمو رأس المال المخاطر.

► دعم الحكومة لعمل رأس المال المخاطر: إذ يعتبر الدعم الحكومي النشاط رأس المال المخاطر من العوامل الرئيسية التي تؤدي إلى نجاح هذا النشاط، ويتخذ الدعم الحكومي صورة مختلفة مثل:

- المشاركة في تأسيس مؤسسات رأس المال المخاطر؛

- توفير بيئة قانونية واضحة المعالم؛

- تأسيس هيئات مستقلة تعنى بالمشاريع الصغيرة والمتوسطة؛

- تقديم الحوافز الضريبية لشركات رأس المال المخاطر؛

- الأخذ بعين الاعتبار أن الدعم الحكومي يجب أن يرتكز على الفلسفة الهدافة إلى الربح لا إلى السياسات الخدمية للحكومة.

► نشر ثقافة عمل رأس المال المخاطر: حيث يجب أن تعزز لدى أصحاب المشاريع ثقافة تقبل رأس المال المخاطر في التدخل في المشروع، واعتبارها شريكة مؤقتة وليس مقرضا.

► توفر أفكار ابداعية لها مستقبل واعد: إذ يتوقف نجاح شركات رأس المال المخاطر على وجود أفكار إبداعية لها مستقبل واعد وقيمة مضافة عالية.

خلاصة الفصل الثالث:

ما لا شك فيه أن رأس المال المخاطر بمثابة المحرك لعجلة نمو قطاعات التنمية حيث تعتبر التجربة الأمريكية في هذا المجال من التجارب النموذجية التي يقتدى بها من أجل بناء سوق رأس المال المخاطر، وجاء هذا النجاح نتيجة لتبني النموذج للفكر المخاطر بالإضافة إلى توافر عوامل النجاح كالأسواق المالية المتطرفة (بورصة نازدак)، هضبة السيلكون التي هي عبارة عن مجمع الصناعات التكنولوجية، وكذا الثقافة الإبداعية والابتكارية، والتطور العلمي ودعم الدولة وغيرها من عوامل النجاح.

ويمكن القول من خلال دراستنا لتجربة المملكة المغربية في رأس المال المخاطر قد تؤول إلى وجود سوق ذات أهمية معتمدة، وبالرغم من الدور الذي يلعبه رأس المال المخاطر في تمويل قطاعات التنمية بهذا البلد إلا أن ذلك يبقى غير كافي مقارنة بالإمكانيات التي تحوز عليها في هذا المجال، كما أنها تتوي أن تكون لها استثمارات في قطاعات جديدة على بعد السنوات القادمة، بالإضافة إلى تنمية وتطوير مهنة رأس المال المخاطر.

الخاتمة

الخاتمة:

من خلال دراستنا السابقة يتضح لنا جلياً أن رأس المال المخاطر يمثل صورة من صور الوساطة المالية من خلال استثمار رؤوس الأموال، وذلك لخصائصه التي تتلاءم مع متطلبات قطاعات التنمية، من حيث أن نظام عملها القائم على تمويل المشاريع في مراحلها المبكرة وقدرتها على الاستثمار في المراحل المبكرة، تتميز بارتفاع المخاطر جعل منها تقنية تمويلية جذابة للمشاريع، التي تجد صعوبات في الحصول على مصادر تمويلية نظراً لغياب الضمانات، وارتفاع المخاطر. كما أن له أهمية بارزة في التنمية ودور فعال في تمويل قطاعاتها ومن ورائها الاقتصاد ككل. ويقدم المساعدة في إدارة الشركة لتعهد ابتكاراته وأفكاره المقترنة مما يحقق تطورها، إضافة إلى دعم المؤسسات سواء بالاستراتيجية التمويلية بتوفير الغطاء المالي لها، أو بالاستراتيجية غير التمويلية بتقدير معونات إدارية التي من شأنها أن تعمل على الحد من المخاطر التي تتعرض لها، وهو ما يجعله عموماً تجربة ناجحة في كثير من دول العالم على رأسها تجربة الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تعتبر تجربة يقتدى بها في الاقتصاديات المعاصرة لدول العالم، حيث لم تقتصر هذه التجربة على الدول المتقدمة فقط، بل اتسعت المساحة الجغرافية له لتشمل معظم البلدان النامية بما فيها المملكة المغربية. حيث تعتبر هذه التقنية في مهد التطور من أجل تحقيق الهدف المنتظر منها في انتعاش الاقتصاد الوطني.

النتائج:

من بين النتائج التي تم استخلاصها ما يلي:

- ✓ تعتبر تقنية رأس المال المخاطر من أهم الوسائل الكفيلة لمساعدة قطاعات التنمية على توفير التمويل نتيجة نقص الضمانات، باعتبار أن رأس المال المخاطر يتدخل كمشارك في رأس المال خلال مختلف مراحل حياة المنشأة.
- ✓ يعتبر رأس المال المخاطر خيار تمويلي استراتيجي لقطاعات التنمية، حيث لا يكفي بتقديم الأموال اللازمة لتمويل العمليات الإنتاجية فقط، إنما يقوم بتقديم الدعم التسويقي والإداري عن طريق المراقبة التي يقدمها المؤسسات الممولة.
- ✓ المشاريع الممولة عن طريق رأس المال المخاطر ذات نسبة نجاح كبيرة مقارنة بالمشاريع الممولة عن طريق المصادر التقليدية.
- ✓ إن التنمية تغير من حالة الفرد في جميع النواحي الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والثقافية والإدارية من حال إلى حال أحسن منه.

- ✓ إن رأس المال المخاطر يعتبر مصدر تمويلي مناسب لتمويل قطاعات التنمية ويشجع الاستثمار في الميادين العامة كالصناعة، الرعاية الصحية والتكنولوجيا الحيوية، وخدمات المستهلكين بما فيها الخدمات المالية والتجارية، وتكنولوجيا المعلومات، النقل وكذا البرمجيات.
- ✓ تحل صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية الصدارة العالمية سواء من حيث حجم الاستثمارات، وعدد المؤسسات، وعدد الصفقات، أو حتى من حيث تأثير هذه التقنية على تطور قطاعات التنمية من جهة وتطور الاقتصاد الأمريكي ككل من جهة أخرى، حيث أن انتشار ثقافة المغامرة عند الأفراد والمؤسسات الأمريكية الأمر الذي دفعها للمغامرة في قطاعات شديدة الخطورة.
- ✓ تهتم المملكة المغربية منذ قرابة ثلاثة عقود بتطوير إطار مؤسستي يهدف إلى ترقية المؤسسات الاقتصادية بمختلف أحجامها، وتسعى الحكومة في هذا الإطار إلى بناء بيئة اقتصادية جذابة لتطوير التنمية، حيث استطاعت في السنوات الماضية أن تتحلى المرحلة الجنينية بفضل الجهود الرامية لتحسين البيئة الاستثمارية.
- ✓ إن تدخل الحكومة عن طريق القوانين والبرامج المختلفة التي تضعها من جهة وغنى القطاع المالي والاقتصادي من جهة أخرى كلها عوامل إيجابية عملت على توفير المحيط الملائم لتطور صناعة رأس المال المخاطر.

تأسيسا على ما تم التوصل إليه من نتائج يمكن إثبات صحة الفرضية القائلة أن رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل قطاعات التنمية قائم على المشاركة في الربح والخسارة ولا يحتاج إلى ضمانات الدليل على ذلك هو نجاح الولايات المتحدة الأمريكية في تمويل هذه الأخيرة مما جعلها نموذج مثالي، كما يمكننا إثبات صحة الفرضية القائلة بأن التنمية هي عملية واعية وهادفة تسعى لزيادة الفرد والمجموعة على التأثير على مسار وظروف المستقبل من خلال إحداث تغيرات مرئية وهامة في الظروف الحياتية، وصحة الفرضية القائلة أن أهم القطاعات التي تحظى باهتمام المخاطرين برأس المال تتمثل في قطاع تكنولوجيا المعلومات، والبرمجيات ، وكذا الرعاية الصحية والخدمات بمختلف أصنافها، إن الفرضية القائلة أنه من بين العوامل التي جعلت من صناعة رأس المال المخاطر تؤدي الدور المنوط بها في تمويل قطاعات التنمية نجد الدعم الحكومي فرضية صحيحة.

المقترحات:

إن التجربة الجزائرية في مجال رأس المال المخاطر تعد تجربة حديثة لا ترقى إلى المستوى المطلوب، ولعل أن الفترة التي استغرقتها عملية تهيئة الإطار القانوني والجباي لرأس المال المخاطر هو من بين أهم الأسباب التي جعلته لا يؤدي الدور المنوط به لتمويل قطاعات التنمية.

بناء على ما تم التوصل إليه من نتائج بعد تحليل ودراسة تجربتين في مجال رأس المال المخاطر يمكن استخلاص بعض عوامل نجاح هذه الدولتين من أجل الاستفادة منها في الجزائر في النقاط التالية:

✓ العمل على تحسين الإطار القانوني والتشريعي الخاص بصناعة رأس المال المخاطر في الجزائر الذي مازال يتميز بمجموعة من النواقص الخاصة فيما يتعلق بتخفيض قيمة رأس المال لهذه الشركات حتى نفتح المجال أمام الخواص.

✓ العمل على إنشاء صناديق عمومية يتم توظيف أموالها في نشاط رأس المال المخاطر تكون موجهة لتمويل المراحل المبكرة جدا لقطاعات التنمية التي لا تحظى باهتمام كبير لدى الخواص.

✓ إنشاء سوق مالي جديد لإتاحة أكبر عدد ممكن من سيناريوهات التخارج، لأن المخاطر برأسم المال يفكر في الخروج قبل الدخول.

✓ تكوين الموارد البشرية المتخصصة في مختلف الميادين، المالية، التسييرية، الاقتصادية والقانونية لتدعم صناعة رأس المال المخاطر، وكذا تعزيز الدعم الإداري والفنى للمشاريع المستفيدة من التمويل به حتى تكون قادرة أكثر على خلق القيمة في الأمد الطويل.

✓ توفير بيئة ملائمة لعمل شركة رأس المال المخاطر من خلال إنشاء حاضنات أعمال لاحتواء الأفكار الجديدة الناشئة.

✓ تنظيم أيام دراسية ودورات تكوينية في الجامعات والنظاهرات الاقتصادية ورجال الأعمال، للتعريف أكثر بمهنة رأس المال المخاطر، وأثره الإيجابية على قطاعات التنمية والاقتصاد الوطني.

بالإضافة لما سبق فإن إمكانيات الجزائر في تطوير رأس المال المخاطر تمثل في توفر جانب طلب كبير على السلع والخدمات التي تقتصر إليها والتي تلبىها من الصادرات، إذ يمكن للمستثمر أن يجد سوق واسع يصرف فيه منتجاته ولعل أهم القطاعات التي يمكن لشركات رأس المال المخاطر الاستثمار فيها على سبيل المثال:

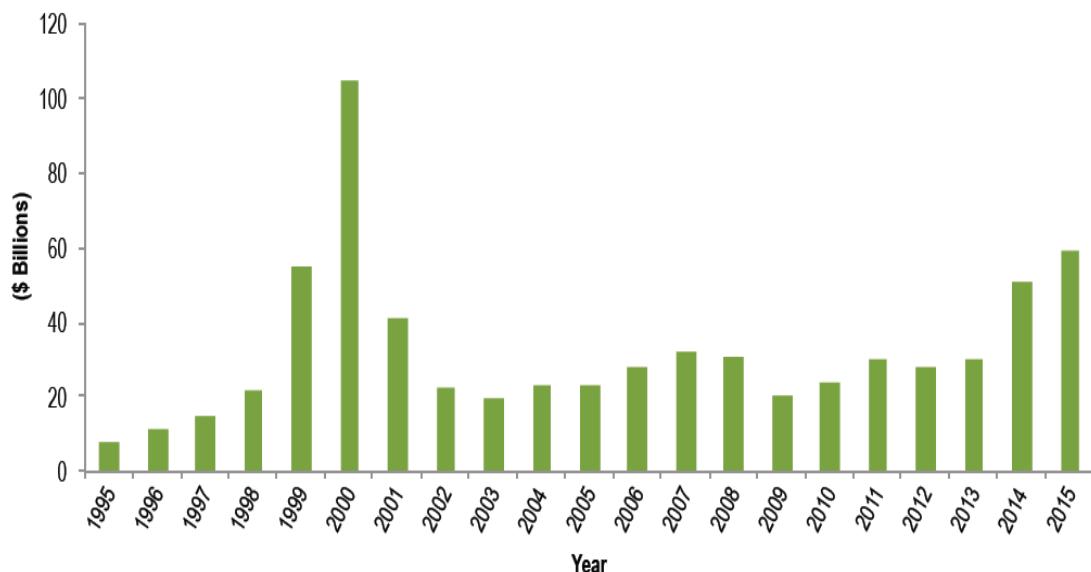
✓ **الطاقة:** حيث يعتبر قطاع الطاقة في الجزائر قطاع ذا آفاق واعدة وذلك للخصائص التي تشمل عليها هذه الصناعة.

✓ الرعاية الصحية: يعتبر هذا القطاع ذا مستقبل واعد إن تم استغلاله من طرف المستثمرين في رأس المال المخاطر، إذ يحتوي سوق الصحة الجزائري على خصائص تجعل من الاستثمار في هذا المجال استثماراً مربحاً وذلك لوجود احتياج كبير في هذا القطاع.

✓ قطاع التكنولوجيا والاتصالات: يعتبر هذا القطاع قطاعاً ذا أهمية بالغة بالنسبة للمستثمرين برأس المال المخاطر وذلك لسبعين رئيسين مما احتياجات السوق الجزائرية لمنتجات تكنولوجية ورغبة الدولة الجزائرية بالنهوض بهذا القطاع لمسايرة وتيرة النمو التكنولوجية العالمية.

الملاحق

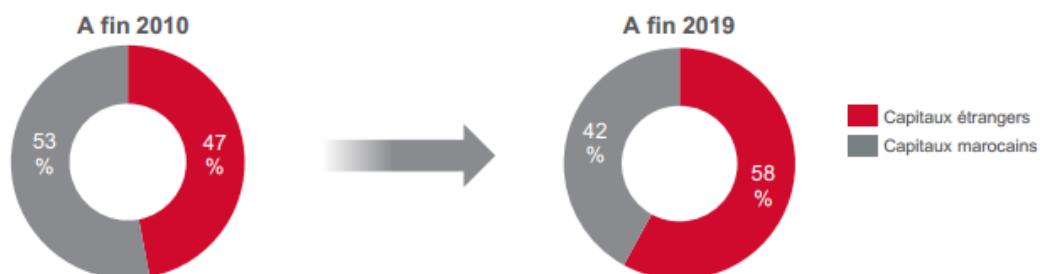
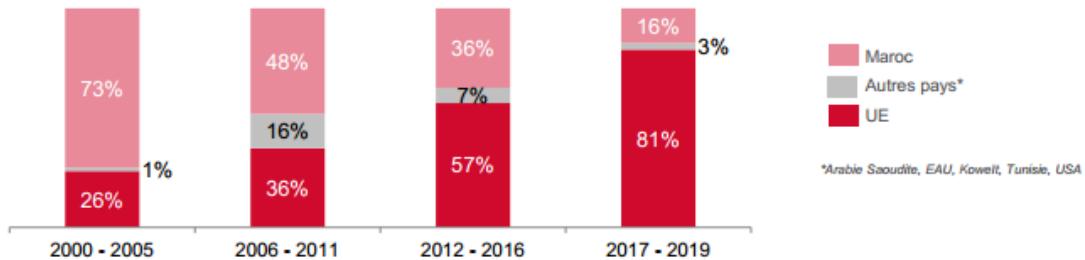
Figure 3.01
Venture Capital Investments (\$ Billions)
1995 to 2015



US VC Deal Flow by Sector: First-Round VC in 2020

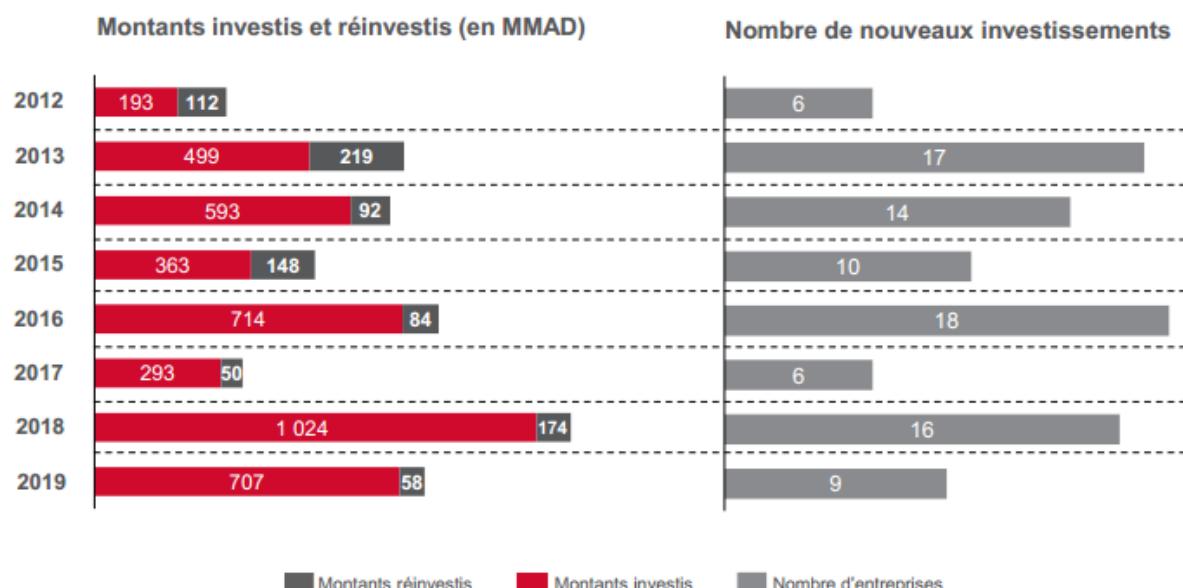
| Sector | # of Deals Closed | Capital Raised (\$M) |
|-----------------------------|-------------------|----------------------|
| Commercial Services | 382 | \$1,493.0 |
| Consumer Goods & Recreation | 121 | \$199.1 |
| Energy | 41 | \$166.7 |
| HC Devices & Supplies | 138 | \$418.7 |
| HC Services & Systems | 223 | \$892.5 |
| IT Hardware | 59 | \$283.3 |
| Media | 155 | \$260.3 |
| Other | 791 | \$2,811.1 |
| Pharma & Biotech | 245 | \$3,452.0 |
| Software | 978 | \$2,944.2 |

2. CAPITAUX LEVÉS PAR NATIONALITÉ DES INVESTISSEURS



Forte augmentation de la part des investisseurs internationaux dans la levée de fonds.

3. MONTANTS INVESTIS ET RÉINVESTIS



Les investissements s'élèvent à 765 MMAD en 2019 avec 9 nouveaux investissements enregistrés