

استخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر

ط/د: بن النوي أحلام

أ. د: بوقرة رايح

جامعة محمد بوضياف المسيلة

<p>Abstract: This study aims to introduce capital technology risk financing technique developed in the United States mid-forties of the last century, specifically to finance innovative start-ups that do not qualify characteristics and specificities for conventional financing (banks, the stock market), and the risk of capital differs from these circumstances last in terms of his view of risk, the criteria adopted in the investment decision, the nature of the funding provided and the relationship that collects Balmpadr. In this study will be to address the financing of capital risk and reality in developed and developing countries, as we will discuss the importance of quantitative models in making funding decisions.</p> <p>Keywords: venture capital, quantitative models, financing, investment projects emerging.</p>	<p>ملخص: تهدف هذه الدراسة إلى التعريف بتقنية رأس المال المخاطر كتقنية تمويلية استحدثت في الولايات المتحدة الأمريكية منتصف أربعينيات القرن الماضي، خصيصاً لتمويل المشاريع الناشئة المبتكرة التي لا تؤهلها خصائصها و خصوصياتها للحصول على التمويلات التقليدية (البنوك، البورصة)، و يختلف رأس المال المخاطر عن هاته الأخيرة من حيث نظرتة للمخاطرة، المعايير المعتمدة في اتخاذ القرار الاستثماري، طبيعة التمويل الذي يقدمه و العلاقة التي تجمعها بالمبادر. سيتم التطرق في هذه الدراسة إلى التمويل برأس المال المخاطر وواقعه في الدول المتقدمة و النامية كما سنتطرق إلى أهمية النماذج الكمية في اتخاذ القرارات التمويلية.</p> <p>كلمات مفتاحية: رأس المال لمخاطر، النماذج الكمية، التمويل، المشاريع الاستثمارية الناشئة.</p>
---	---

مقدمة:

يعتبر التمويل بجميع أنواعه إحدى أهم ركائز الاستثمار لأي اقتصاد في أي زمان وأي مكان، ولذلك فإن تطوير أدوات التمويل أخذ و مازال يأخذ حيزاً كبيراً واهتماماً بالغاً لدى المصرفيين الماليين والمستثمرين على حد سواء، ومن ذلك التطوير برز نمط جديد من التمويل يختلف عن التمويل التقليدي في نظرتة لمستويات المخاطرة في استثمارات وأعمال الشركات التي تحتاج إلى التمويل، فهذا النمط الذي اصطلح على تسميته برأس المال الجريء أو المخاطر أو المغامر، يقوم بتمويل استثمارات تحتوي على نسب مخاطرة أعلى من المتوسط المتعارف عليه، وهو في الوقت نفسه يحتوي على أرباح عالية في حالة النجاح وهو تأكيد لمبدأ أن الربحية مرتبطة إلى حد كبير بمستوى المخاطرة في الاستثمار.

إن رأس المال المخاطر تمويل في مقابل التملك يخضع للربح والمخاطرة وليس له عائد أكيد مضمون محدد سبباً، وتزداد الحاجة إلى هذا التمويل عندما تقفل مصادر التمويل التقليدية أبوابها، ويصبح لهذا النوع من التمويل أهمية عندما ينخفض التراكم الرأسمالي، والاستخدام الفعال لهذه الأداة التمويلية الجديدة من شأنها أن تعمل على تحسين النمو والإنتاجية لأي اقتصاد، وتلبي احتياجات الشركات في مراحل التمويل المختلفة.

وفي هذه الورقة البحثية سنتطرق إلى النقاط التالية:

- رأس المال المخاطر
- واقع التمويل برأس المال المخاطر
- I. أهمية النماذج الكمية في اتخاذ القرارات التمويلية.
- I. رأس المال المخاطر

1- تعريف رأس المال المخاطر:

سبب الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر: (الولايات المتحدة الأمريكية) هو استثمار نشط بالأموال الخاصة طويلة الأجل، في منشأة تملك استعدادات قوية، منجز من طرف مستثمرين متخصصين. (1)

حسب الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال هو استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال بواسطة الأموال الخاصة وشبه الخاصة في منشآت شابة أو في طور الإنشاء، تتضمن محتوى تكنولوجي كبير. (2)

حسب البنك المركزي الألماني: بمفهومه الضيق رأس المال المخاطر يمثل في الغالب الحصص المأخوذة في المنشأة الصغيرة و المتوسطة الناشئة، المبتكرة تكنولوجياً غير المدرجة التي رغم انخفاض ربحيتها الحالية، يقدر أن تمتلك استعدادات نمو واسعة وكافية، مؤسسات رأس المال المخاطر لا تزود المشاريع الناشئة بالأموال الخاصة فقط لكن أيضاً بالخبرة التفسيرية الواسعة وخدمة النصائح. (3)

رأس المال المخاطر هو استثمار نشط بالأموال الخاصة وشبه الخاصة يقوم بموجبه المستثمرون بأخذ مساهمات مؤقتة (متوسطة أو طويلة الأجل) في رأسمال المشاريع الناشئة عالية التكنولوجيا عادة غير المسعرة و المتضمنة لمخاطر عالية، وذلك مقابل الحصول على عائد مرتفع نسبياً.

2- خصائص رأس المال المخاطر: (4)

*وساطة مالية: تعتبر معظم عمليات رأس المال المخاطر وساطة مالية لحساب مستثمرين كما هو الأمر بالنسبة لكل مهن رأس المال الاستثماري بصفة عامة.

*استثمار بالأموال الخاصة و شبه الخاصة: حيث أن التمويل يستهدف أعلى الميزانية اعتمادا على الأموال الخاصة عادة، التي تزود المستثمرين بمعلومات معتبرة وتعطيهم حقوق رقابية.

*مساهمة نشطة: بالمتابعة التسييرية للفريق المسير.

*استثمار متوسط /طويل الأجل: رأس المال المخاطر هو تمويل لأجل محدد من الزمن تهدف تحقيق عائد مالي.

*استثمار خطر: يعود الخطر العالي للاستثمار أساسا إلى الطبيعة الخاصة للمشاريح الناشئة، حيث تكون المخاطر المرتبطة بالمرحلة المبكرة عادة أكبر من المراحل اللاحقة للنمو

*استثمار في المشاريح الناشئة: إن تحقيق عائد كبير يكون فقط لدى المنشآت التي تمتلك استعدادات معتبرة للنمو.

3- مزايا وعيوب رأس المال المخاطر:

أ. المزايا: (5)

*المشاركة: حيث أن شركة رأس مال المخاطر تكون شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح من 15 إلى 50% بالإضافة إلى 5% مقابل المصاريف الإدارية سنويا.

كما تتحمل جزء من الخسارة في حالة حصولها، كما أن الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيد للشركة ويساعد على نجاحها، وهي تفتح المجال للمشاركة الطويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي الشركة وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوفر في الديون قصيرة الأجل.

*الانتقاء: أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريح الجديدة تكون عالية الاخطر وكذلك ذات أرباح متوقعة عالية، وقادرة على رفع قيمة أصولها بينما في حالة القرض تبحث المؤسسات البنوك عن المؤسسات المليئة أي القادرة على السداد وبالتالي فهي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي لم تعد تمتلك طاقات ابتكار.

*المرحلية: من خصائص التمويل برأس المال المخاطر أنه يتم على مراحل وليس على دفعة واحدة فبعد انتهاء أي مرحلة يلجأ 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 الخسائر.

*التنوع: يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريح مختلفة المخاطر بحيث ما يمكن أن نخسره مع مشروع نربحه مع آخر إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها فضلا على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.

*التنمية و التطوير: إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريح مرتفعة المخاطر و التي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون، و يعوض هذا الخطر بالمكاسب و العائد المرتفع، وقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة كابل، ميكروسوفت، كومبات، لميدرال اكسبريس، جينيتيك وغيرها، وكانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تملك لها مصادر التمويل التقليدية

*توسيع قاعدة الملكية: تستمر الشراكة إلى أن تستوي الشركة فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته أو تطرح كأسهم، ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريح أخرى جديدة.

إضافة إلى دورها الكبير في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث في مرحلة الإنشاء لا تملك هذه المؤسسات القدر الكافي من الأموال اللازمة، كما أن البنوك تمتنع عن تقديم قروض لها دون ضمانات لكن مؤسسات رأس المال المخاطر تقدم ما يلزم لهذه المؤسسات رغم ارتفاع المخاطر خلال مرحلة الإنشاء.

ب. العيوب: (6)

على عكس المزايا السابقة قد مثل المخطرون للمؤسسين عبئا معينا يرجع إلى:

*الحقوق المتولدة للماطرين عن المشاركة (كالمشاركة في اتخاذ القرارات والتدخل في توجيه مسار المشروع).

*تطلب مبالغ مرتفعة في حالة نجاح المشروع لاسترداد حصص المخاطرين لكن ينبغي أن لا ننسى بطبيعة الحال أن ذلك ما يقيم مزان العدالة حيث تعتبر هذه المبالغ مقابل المجازفة التي قبلها المخاطرون وقت الإنشاء والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقدان كافة أموالهم التي شاركوا بها في المشروع.

4 مراحل التمويل برأس المال المخاطر (7)

من خلال هذا العنصر سنقوم بعرض المراحل المختلفة التي تمر بها العملية التمويلية بدءا بتوجه المبادر لمؤسسة رأس المال المخاطر بطلب الحصول على التمويل اللازم لمشروعه، وتنتهي بخروج هذه الأخيرة من رأس مال منشأة الأول.

أ. مرحلة ما قبل المساهمة: وتسمى أيضا بمرحلة الغربلة SCREENING وهي مرحلة اقصائية في غاية الأهمية تسبق اتخاذ القرار الاستثماري، يقوم المخاطر برأس المال خلالها باستبعاد الملفات غير المناسبة والاحتفاظ بالملفات الجيدة فقط.

ومن أهم المراحل الفرعية للمرحلة التي تسبق المساهمة مايلي:

*مرحلة التحليل الأول: خلال هذه المرحلة يتمكن المخاطر برأس المال من أخذ نظرة أولية على جودة المشروع المرشح، ويعتمد في ذلك على بعض المقابلات التي تجمعها بالمبادر، وكذا الدراسة الأولية لملف الترشيح وإخضاعه للمعايير الأساسية لاتخاذ القرار لذلك ارتأينا أنه وقبل التطرق لهذه المعايير من الضروري تقديم الملفات المعدة لهذا الغرض ويتعلق الأمر بخطة العمل بالدرجة الأولى

- خطة العمل: تعتبر خطة العمل بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن من تقييم فرصة الاستثمار المقترحة، حيث يقرر المستثمر اعتمادا عليه مواصلة أو التوقف عن دراسة ملف الترشيح، وتكتسي خطة العمل أهمية كبيرة في صناعة رأس المال المخاطر حتى أن هناك من يسمي هذا المستند بفتح الأبواب DOOR OPENER ، وفيما يلي عرض لهيكل خطة العمل:

جدول رقم () : يبين هيكل خطة العمل

المحور	أهم المعلومات
1	ملخص وخالصة - صفحات
2	عرض المشروع - ص
3	المحيط الاقتصادي -4
4	السوق - ص
5	السلعة/ الخدمة ص
6	الأهداف - ص
7	الموارد التفسيرية والتنظيمية
8	الخطة العملياتية - ص
9	الخطة المالية - ص
10	الخروج المنتظر - ص
11	ملاحق
12	مرجعيات

المصدر: من إعداد الباحثين

- معايير اتخاذ القرار:

إن إعداد خطة العمل يكلف المبادر وفريقه من الوقت والجهد والمال ما يجعله بمثابة استثمار، وتعتبر خطة العمل استئارا جيدا لأنه يشكل قاعدة للتفاوض مع المخاطر برأس المال، هذا الأخير يأخذ فكرة مبدئية عن المشروع بعد الدراسة الأولية لخطة العمل وإخضاع مضمونها للمعايير الأساسية اللازمة لاتخاذ القرار، حيث تتحكم في اتخاذ القرار السياسة الاستثمارية المحددة من طرف مستثمري صندوق مؤسسة رأس المال المخاطر.

لكن الأمر المشترك بين كل مؤسسات رأس المال المخاطر هو كون الاختيار يكون على أساس التحكم الكلاسيكي بين الخطر والمرودي، أي البحث عن على مشروع ذو ربحية واستعدادات عالية مقابل أخطار متحكم فيها.

*مرحلة الدراسة المعمقة:

بعد اجتياز مرحلة التحليل الأولي أصبحت لدى المخاطر برأس المال فكرة واضحة نوعا ما عن المشروع المرشح في حال قرار الذهاب بعيدا رفقة هذا المشروع، فإن المخاطر برأس المال يمر إلى مرحلة جديدة الهدف منها هو اختبار بعض النقاط الحساسة بدقة أكثر لذا قد يضطر إلى الاستعانة باستشارة ذراء، وان الانتقال إلى هذه المرحلة يتم بعد إمضاء وثيقتين تعاقديتان ويتعلق الأمر بكل من:

- اتفاق السرية L'ACCORD DE CONFIDENTIALITÉ

- خطاب النية LA LETTRE D'INTENTION

أهم الدراسات والمراجعات التي تشهدها مرحلة الدراسة المعمقة يمكن تلخيصها فيما يلي:

دراسة إستراتيجي	- مراجعة قانونية وضريبية
دراسة السوق	- مراجعة بيئية
دراسة صناعية	- مراجعة لإعلام الألي
تقييم عقاري	- مراجعة الكفاءات
مراجعة محاسبية	- مراجعة التأمينات

***التقييم المالي للمشروع:**

يعتبر التقييم المالي أهم إجراء تقييمي يقوم به المخاطر برأس المال حيث يتعين عليه معرفة مرودية المشروع واستعداداته المستقبلية للنمو وتحقيق قيمة مضافة، وكذا معرفة قيمة المنشأة وبالتالي أحسن سعر يدفع لحيازة نسبة معينة في رأسمالها.

ب. مرحلة التركيب القانوني والمالي:

بعد التأكد من جودة وفرص نجاح المشروع المرشح، وانتهاء المفاوضات بين الطرفين بنجاح واتخاذ المستثمر للقرار الاستثماري يدخل الطرفين في مرحلة جديدة تشهد ما يسمى بالتركيب القانوني والمالي (CLOSING) والذي يعتبر أول خطوة رسمية لإقامة وتجسيد الشراكة بين الطرفين

هذه المرحلة لها بعد عملي أكثر، حيث أن تمويل رأس المال المخاطر يقوم على مجموعة من العقود القانونية التي يهدف المخاطرون برأس المال من خلالها إلى حماية مساهماتهم (ذات الأقلية عادة) من مختلف المخاطر المحتملة التي تم الوقوف عليها أثناء العناية الوافية ومن جهة أخرى إلى وضع شروط وقواعد شراكة ناجحة وفعالة، هذه المقاربة القانونية تكتمل باختيار الأدوات المالية التي تتشكل بواسطتها وتقوم عليها التركيبة المالية للمشروع والتي تحدد طرق متابعة المخاطر لرأس مال المشروع وكذا طريقة الخروج المرتقب.

ت. مرحلة الشراكة والانفصال:

إن التركيب القانوني والمالي يعتبر آخر الخطوات الإجرائية التي تسبق تجسيد عملية تمويل رأس المال المخاطر على أرض الواقع، حيث أنه وبعد إنهاء كل الخطوات الإجرائية الأزمة تتحصل المنشأة على التمويل الأزم لمشروعها وتقوم شراكة بين أصحاب المشروع من جهة ومؤسسة رأس المال المخاطر أو من يمثلها من جهة أخرى، هذه مرحلة يعمل فيها الطرفين سوياً وفقاً للأسس والقواعد المسطرة في الاتفاقات والعقود المبرمة بهدف إرساء شراكة فعالة قصد إنجاح المشروع وتحقيق الأهداف المسطرة في خطة العمل، هذه الشراكة غير دائمة ولكنها مؤقتة وتنتهي بعد فترة معينة من الزمن هذه الفترة تحدد بصفة نقدية غير دقيقة ويتم الاتفاق عليها بين الطرفين أثناء المفاوضات التي تسبق التركيب القانوني والمالي.

II. واقع التمويل برأس المال المخاطر

إن لمؤسسات رأس المال المخاطر أهمية بارزة في اقتصاديات كثيرة من بلدان العالم ولقياس هذه الآثار الاقتصادية سواء في انتقاء المشروعات الممولة أو متابعتها ورعايتها نأخذ تجربة بعض البلدان حيث نتطرق في هذا الصدد إلى تجربة بعض الدول المتقدمة بالإضافة إلى أهم تجارب بعض الدول النامية على النحو التالي:

1- تجربة بعض الدول المتقدمة (؛)

نختار كنموذج لذلك تجربة الولايات المتحدة الأمريكية، اتحاد الأوروبي، فرنسا.

أ. التجربة في الولايات المتحدة الأمريكية:

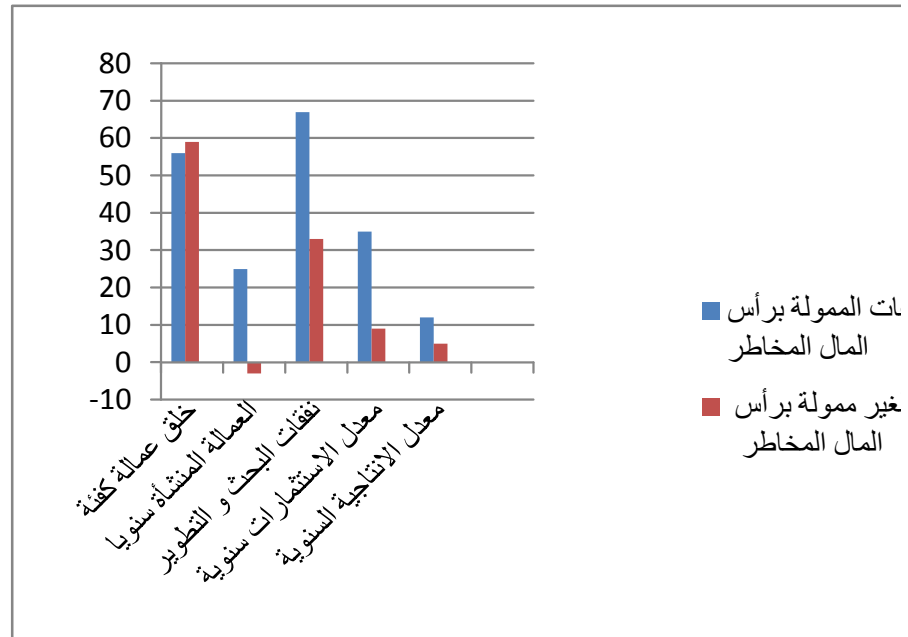
اجريت التجربة على 500 شركة أمريكية تم تمويلها برأس المال المخاطر، أكثر من النصف من هذه الشركات لا يتجاوز عمرها 4 سنوات وما يقارب 10% منها يعمل في القطاع التكنولوجي، الحقل الخصب والمفضل لها، وبعد مقارنة هذه التجربة بعدد مماثل من المشروعات المتوسطة والصغيرة التي مولت ذاتياً عن طريق أصحابها، تم حصر نتائج الدراسة في الجدول التالي:

الجدول رقم (؛): مقارنة بين المشروعات الممولة برأس المال المخاطر والمشروعات غير الممولة برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية .

أوجه المقارنة(%)		المشروعات الممولة برأس المال المخاطر	المشروعات الغير ممولة برأس المال المخاطر
· خلق عمالة كفئة	·	· + %	· + %
· العمالة المنشأة سنويا	·	· + %	· - %
· نفقات البحث و التطوير بالنسبة للشخص الواحد سنويا	·	· + %	· + %
· معدل الاستثمارات السنوية	·	· + %	· - %
· معدل الانتاجية السنوية	·	· + %	· - %

المصدر: BATTINI (Pierre), Capital risqué, mode d'emploi , op.cit , P243

التمثيل البياني:



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماد على ما ورد في الجدول رقم (!)

تحليل نتائج البيان:

بتحليلنا لنتائج هذا التمثيل البياني نلاحظ وجود فروق شاسعة للمشروعات الممولة برأس المال المخاطر والمشروعات غير الممولة برأس المال المخاطر في جميع أوجه المقارنة السابقة ما عدا التقارب الطفيف في خلق عمالة كفاءة.

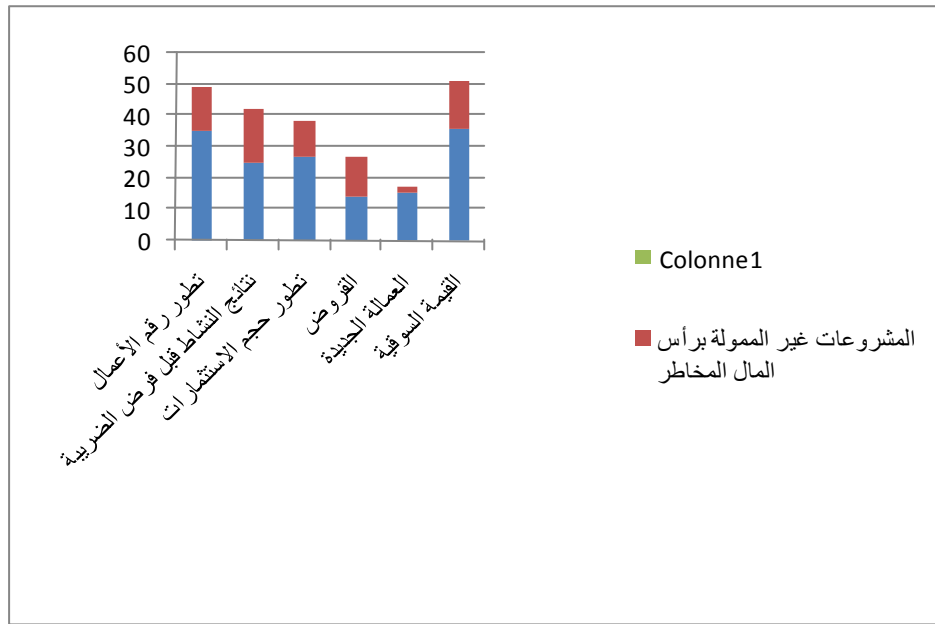
ب. تجربة الاتحاد الأوروبي:

شملت الدراسة التي قامت بها الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر EVCA على ما يقارب 500 شركة في 12 دولة أوروبية مموله برأس المال المخاطر بعدد نفسه من المشروعات الأخرى غير الممولة برأس المال المخاطر كدراسة مقارنة، وكانت نتائج الدراسة على النحو التالي:

الجدول رقم (1): مقارنة المشاريع الممولة برأس المال المخاطر والمشاريع الغير مموله به في الاتحاد الأوروبي

المشروعات غير الممولة برأس المال المخاطر		المشروعات الممولة برأس المال المخاطر		أوجه المقارنة %
% +	% +	% +	% +	تطور رقم الأعمال
% +	% +	% +	% +	نتائج النشاط قبل فرض الضرائب
% +	% +	% +	% +	تطور حجم الاستثمارات
% +	% +	% +	% +	القروض
% -	% +	% +	% +	العمالة الجديدة
% +	% +	% +	% +	القيمة السوقية

المصدر: BATTINI(Pierre), Capital risque ,mode d'emploi , op.cit , P244



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماد على ما ورد في الجدول رقم (3)

تحليل نتائج البيان: من الرسم البياني نرى بكل وضوح وسهولة أن المشروعات الممولة برأس المال المخاطر أكثر تفوق في عمومها على غيرها من مشروعات في كافة أوجه المقارنة ما عدا التقارب الطفيف في قيمة القروض وهذا يؤكد مرة أخرى أهمية التمويل برأس المال المخاطر وفعاليتها. التجربة في فرنسا

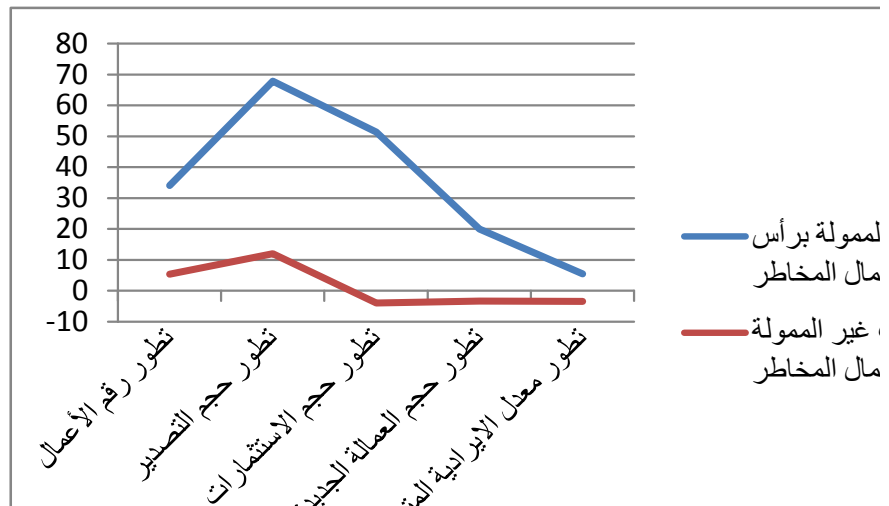
كذلك توصلت الدراسة التي قامت بها الجمعية الفرنسية للمستثمرين في رأس المال VC على أساس مقارنة بين مشروعات مولة برأس المال المخاطر ومشروعات أخرى غير ممولة منه، إلى النتائج المدونة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4): مقارنة بين المشاريع الممولة برأس المال المخاطر والمشاريع الغير الممولة برأس المال المخاطر في فرنسا

أوجه المقارنة %	المشروعات الممولة برأس المال المخاطر	المشروعات غير الممولة برأس المال المخاطر
تطور رقم الأعمال	3+	3+
تطور حجم التصدير	8+	1+
تطور حجم الاستثمارات	3+	-
تطور حجم العمالة الجديدة	9+	4-
تطور معدل الأيرادية المتوسطة	4+	5-

المصدر: BATTINI (Pierre), Capital risque, mode d'emploi, op.cit, P244

التمثيل البياني:



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على ما ورد في الجدول رقم (4)

تحليل نتائج بيان: نلاحظ من خلال هذا الرسم التفوق الكبير للمشروعات الممولة برأس المال المخاطر من كافة أوجه المقارنة على المشروعات الأخرى.

ث- تجربة بعض الدول النامية

نختار كنموذج لذلك التجربة المصرية و التجربة الجزائرية

أ التجربة المصرية: يتميز نشاط سوق رأس المال مخاطر المصري بالحدثة النسبية، إذ استحدثت منذ سنة 1992 ولم يشهد النور إلا في سنة 994 ، أين نظم كيفية إنشائه و الضوابط الخاصة بممارسة أعماله،

وكان العدد الإجمالي لمؤسسات رأس المال المخاطر في نهاية سنة 2000 نحو 12 مؤسسة، 0 شركات

رأس المال المخاطر و2 منها صندوق استثمار مباشر، وفيما يلي عرض لتطور الاستثمارات في سوق

رأس المال المخاطر في مصر نبينها في الجدول التالي:

الجدول رقم (١): تطور استثمارات شركات رأس المال المخاطر في سوق رأس المال المخاطر (مليون جنيه)

اسم الشركة	199	1997	1998	1999
القاهرة الوطنية للاستثمار والأوراق المالية	15	24.1	22.86	22.28
شركة التجاري الدولي للاستثمار	-	41.2	61.6	83.8
الأهلي للتنمية والاستثمار	56.4	-	107.79	130.81
شركة الشباب الوطنية للاستثمار و التنمية	-	78.1	90.3	93.4
مصر اكستريور	0.42	-	37.26	54.12
الشركة الخليجية للاستثمارات المالية	3	1.99	-	-
الشركة الامريكية السعودية للاستثمارات المالية	3	3	1.99	1.99

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال قطاع الخبرة الحسابية و التحليل المالي ، القوائم المالية للشركات المذكورة.

التعليق على الجدول: من خلال الجدول نستخلص ما يلي:

· ضآلة استثمار رأس المال مخاطر في سوق رأس المال المخاطر

· التراجع النسبي للاستثمارات في سوق رأس المال المخاطر

· النتائج السابقة تدل على مدى أهمية دفع سوق رأس المال المخاطر في مصر وإعطائه العناية الأزمة والكافية.

ب. التجربة الجزائرية (١)

إن نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر . ديث الوجود بل تعداده قليل جدا، لذا فإن من مصلحة الدول

النامية خاصة الجزائر أن تعمل على تنمية هذه المؤسسات لدعم مشروعاتها لهدف تحقيق التنمية، وبالفعل فقد تده في الجزائر

العزء على إنشاء صندوق رأس المال المخاطر لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تتولى الخزينة البنوك تدعيمه

وإقامته ، وكان ذلك يوم 4 / 11 / 2004 باعتماد قدره 3.5 مليار دينار جزائري ، وقد أعلن أيضا في نفس السنة على

تأسيس صندوق ضمان قروض الاستثمار لفائدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذا الصندوق ثمره التراء مشتركة بين

السلطات العمومية والبنوك برأس مال قدره 30 مليار دينار جزائري على الرغء من المخاطر التي تحيط بمجالات استثمار

مؤسسات رأس المال المخاطر باعتبارها استثمارات طويلة لأجل ينقصها معيار الإرداية والأمان فضلا عن تلك التي تحيط

بمهن رأس المخاطر في الدول النامية باعتبارها مهنة مستحدثة، لم يألفه السوق من قبل إلا أنا تمت بعض التجارب في

الجزائر لبعض مؤسسات رأس المال المخاطر نوردها فيما يلي:

· مؤسسة SOFINANCE :

التي تأسست بتاريخ 19 / 11 / 2002 ونسبة مساهمتها في التمويل لا تتعدى % 35 من رأس مال الشركة كحد

أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول ا أخرى وهي كذلك لا تغطي كل الأنشطة: بل انحصر مجال

عمله في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل الخشب

واستغلال الثروات المنجمية وهذا يعني الاهتمام بالصناعات التحويلية وهو نشاط ضئيل المخاطر إذا ما قورن بالاشطة

الأخرى.

· مؤسسة INALEP :

التي تأسست سنة 1991 كأول مؤسسة في الجزائر بأربعة مساهمين وهم:

- بنك التنمية المحلية 3DL بـ 40 %.

- الصندوق الفرنسي للتنمية CFD بـ 28.74 %.

- القرض الشعبي الجزائري CPA بـ 20 %.

- البنك الأوروبي للاستثمار BEI بـ 11.26 %.

وتعمل هذه المؤسسة على ترقية الاستثمار في الجزائر على مسار الشركة الجزائرية الأوربية. وهي كباقي مؤسسات رأس المال المخاطر تشارك في عملية التأطير فهي وكيل ما بين 10 % و 20% من رأس المال الاجتماعي حسب الحجم وحاجة المؤسسة يقدر رأس مال مؤسس بـ 159.750 مليون دينار جزائري وهي شركة ذات أسهم تعد أول مؤسسا ذات رأس مال استثماري ومخاطر في الجزائر، وتقوم بجملة من المهام نذكر منها:

- ترقية وتمويل ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة من حيث النشأة وتنمية المشاريع المتعثرة.

- تساهم المالية الأوربية الجزائرية بعمليات التمويل عن طريق الشراكة في رأس المال الخاص. على عكس البنوك التي تمنح القروض. أي أنها تقوم باقتصاد المساهمة في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وهذه التمويلات تكون إما عن طريق الحساب الجاري، أو سندات قابلة للتحويل أو عن طريق قروض المساهمة، نقدا أو مررا كتابيا أو مقسمة إلى جزئيين نصفها بالعمل الصعب والنصف الآخر بالعمل المحلية.

- المساعد، في إعداد الدراسات القابلة للتنفيذ والبحث عن تمويل مسبق والتحقيق من الشركا وعرض نشاط البنوك وبنوك المعطيات الدولية التي تقدم يد الإرشاد والمساعدة.

- التركيب القانبي والمالي وحضور إتمام الإجراءات الإدارية والقانونية والمساعدة في إتمام إجراءات الإنشاء.

ومن أهم المشاريع التي ساهمت فينالوب في تمويلها شركة الكيمياء الصناعية التي تقدم الصيانة الصناعية والتنظيف الصناعي، وكذلك شركة COCHMA التي تنتج الياوورت والعصير والحليب من الصودا، وأيض الزراعة الغذائية MAS, TABCCOUS وتنتج التبغ، وأيض مؤسسة التحويل المعدني الصناعية SOYAMIN METAL وهي مؤسسة جزائرية إيطالية لتصنيع الديكور والإكسسورات وغيرها.

III. أهمية النماذج الكمية في اتخاذ القرارات التمويلية

1- تعريف الأساليب الكمية : ي كن تعريفها بعدة تعاريف من بينها : " مجموعة الطرق والصيغ والمعدات والنماذج التي تساعد في حل المشكلات على أساس عقلاني " (0)

2- أهمية النماذج الكمية: (11)

- وسيلة مساعدة في اتخاذ القرارات الكمية باستخدام الطرق العلمية الحديثة.

- يعتبر علم بحوث العمليات (نماذج الكمية) من الوسائل العلمية المساعدة في اتخاذ القرارات بأسلوب أكثر دقة وبعيد عن العشوائية الناتجة عن التجربة والخطأ .

- تعتبر بحوث العمليات فن وعلم في أن واحد فهي تتعلق بالتخصيص الكفاء للموارد المتاحة وكذلك قابليتها الجديدة في عكس مفهوم الكفاءة والندرة في نماذج رياضية تطبيقية.

- يسعى هذا العلم إلى البحث عن القواعد والأسس الجديدة للعمل الإداري، وذلك للوصول إلى أفضل المستويات من حيث الجودة الشاملة، ومقاييس المواصفات العالمية (الايزو) .

- أنها تساعد على تناول مشاكل معقدة بالتحليل والحل والتي يصعب تناولها في صورتها العادية .

- أنها تساعد على توفير تكلفة حل المشاكل المختلفة وذلك بخفض الوقت اللازم للحل .

- أنها تساعد على تركيز الاهتمام على الخصائص الهامة للمشكلة دون الخوض في تفاصيل الخصائص التي لا تؤثر على القرار ، ويساعد هذا في تحديد العناصر الملائمة للقرار واستخدامها للوصول إلى الأفضل

3- أهم النماذج المستخدمة في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر (12)

أ. معدل العائد الداخلي: IRR بمثابة الحل المعجزة لرأس المال الاستثماري ويمثل الأداة التي تقيس الأداء

السنوي للاستثمار ، معدل العائد الداخلي هو معدل الخصم الذي يجعل القيم الحالية لكل من التدفقات النقدية المستقبلية و الاستثمار المبدئي متساوية، أي هو ذلك المعدل الذي يعدم صافي القيمة الحالية، ويحسب كما يلي

$$IRR = (FV/PV)^{1/N} - 1$$

ن: مدة الاستثمار بالسنوات، V: القيمة الحالية (مبلغ الاستثمار)، V: القيمة المستقبلية

تم تحديد هذه القيم انطلاقا من المعطيات التي تقدمها خطة العمل، ويجب أن يكون معدل العائد الداخلي للمشروع أكبر من أو يساوي معدل العائد الذي يطلبه المستثمر.

ب. تقنيات مرتبطة بالذمة المالي : هي تقنيات تقوم على تقدير قيمة كل عنصر من أصول والتزامات المنشأة

على .دى ثم الحصول على المجموع الجبري لقيمتها، نذكر من بينها: الصافي المحاسبي المعدل للأصول والأموال الدائمة الضرورية للاستغلال، هذه التقنيات تعطي ثابت للمنشأة ولا تأخذ بعين الاعتبار مرد

وديتها المستقبلية، لكن لها مزايا كسهولة التطبيق وتوفر المعلومات الأزمة لحسبها.

ت. تقنيات المروية : تعتبر تقنية المضاعف من أكثر التقنيات استعمالا من طرف المستثمرين برأس المال باعتبارها تمكن من معرفة مروية المشروع وكذا مقارنتها بمشاريع ومنشآت أخرى شبيهة.

مضاعف التقييم = قيمة المنشأة/ العائدات

أهم المضاعفات المستعملة: EV/T ، PE/E ، $EV/EBIT$ ، $EV/EBITDA$ ،

EV : قيمة المنشأة ، T : رقم الأعمال ، $EBITDA$: النتيجة قبل الفوائد، الضرائب، التدني والاهتلاك

$EBIT$: النتيجة قبل الفوائد و الضرائب، E : النتيجة ، EV : الأموال الخاص .

ث. تقنيات حديثة تتمثل في:

- القيمة الاقتصادية المضافة $EVA = RE_t - K_t + CI_t$

- القيمة السوقية المضافة $MVA = \sum_{T=1}^N (EVA_t / (1 + k)^t)$

RE : نتيجة الاستغلال الصافية قبل المصاريف المالية للفترة T

K_t : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال للفترة T

CI_t : الأموال المستثمرة (قروض + رأس مال).

خلاصة البحث:

من خلال هذه الدراسة يتضح لنا الدور المهم والمترادف لشركات رأس المال المخاطر في الاقتصاد الحديث، كما يتضح لنا أن رأس المال المخاطر يعد البديل الأنسب لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، في ظل إجماع البنوك التقليدية عن تمويل هذا النوع من المؤسسات، بالنظر إلى المخاطر العالية التي تكتنف هذا النوع من عمليات التمويل، وبالنظر إلى التجربة الجزائرية المتواضعة في هذا المجال نجد أنها لا تزال في بداياتها الأولى وتحتاج إلى مزيد من بذل الجهود وتذليل العقبات أمام شركات رأس المال المخاطر، وتوسيع العمل بهذا الأسلوب في كافة القطاعات ومجالات الاستثمار.

تتحصل مؤسسات رأس المال المخاطر بطرق مختلفة على ملفات ترشح المشاريع الناشئة التي تكون أساسا في شكل خطة عمل تعتبر بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن مستثمر من تقييم فرصة الاستثمار المقترحة، يتم إخضاع خطة العمل للمعايير الأساسية للقرار الاستثماري فإن كانت تستجيب لها فإن المستثمر ينتقل للقيام بدراسات وتحليل معمقة ومكلفة باختبارها عدد قليل جدا من المشاريع المرشحة بنجاح % فقط.

المراجع:

(): Emmanuelle DUBOCAGE Et Dorothée Rivaud DANSET, Le Capital-risque, Ed La Découverte, Paris, 2006, P62

(!): http://www.afic.asso.fr/Website/site/fra_rubriques_lecapitalinvestissement_glossaire.htm

(3): Arnd PLAGGE, Public Policy for Venture Capital, Ed Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, Germany, 2006, P6. <http://www.springerlink.com/content/v37087/?p=fc7fa23e204c45add958e06244c&pi=>

(): محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، 009 ، ص 1 - 12 .

(): رونية عبد السميع، حجازي اسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، ورقة مقدمة في ملتقى دولي حول تأهيل المؤسسات، الشلف 7 - 18 أبريل 006 ، ص 09 .

(): عبد الباسط وفاء، مؤسسات رأس المال المخاطر، دار الذضة العربية، 001 ، ص 6 - 17 .

(): محمد سبتي، مرجع سابق، ص 21 - 162 بتصرف

(): عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، جامعة الحاج لخضر باتنة، الجزائر، 008 ، ص 11 - 19 بتصرف

(): احمد بن قطاف، عبد الفتاح علاوي، رأس المال الماطر الاسلامي مدخل استراتيجي في تمويل المؤسسات المصغرة، جامعة برج بوعريش، الجزائر، ص 1 .

(0): حركات سعيدة، استخدام بحوث العمليات في اتخاذ القرارات الادارية، ورقة مقدمة في ملتقى وطني حول الاساليب الكمية ودورها في اتخاذ القرارات الادارية، ص 1 .

(1): نفس المرجع، ص 1 .

(2): محمد سبتي، مرجع سابق، ص 31 - 134 بتصرف .