

منطق التدرج في مصادر التمويل لدى المؤسسات الصغيرة الابتكارية

د/ رابح خوني

أ/ رامي حريد

جامعة بسكرة

Abstract :

الملخص :

The innovative small firms differ from other firms through many characteristics such as the extent of dangers, asymmetry of information between their owners-managers and banks. These characteristics have a dominant impact on the financial preferences of the innovative small firms, imposing on it taking priorities which are different from those stipulated by the pecking order theory.

KEY-WORDS: innovative small firms, extent of dangers, asymmetry of information, financial preferences, Pecking order theory.

تتميز المؤسسات الصغيرة الابتكارية عن باقي المؤسسات بمجموعة من الخصائص أهمها شدة المخاطر وعدم تماثل المعلومات بين ملاكها المسيرين والبنوك. هذه الخصائص لها تأثير كبير على التفضيلات المالية للمؤسسات الصغيرة الابتكارية، كونها تفرض عليها الأخذ بأولويات تختلف عن تلك التي تنص عليها نظرية سلم الأولويات.

الكلمات المفتاحية: المؤسسات الصغيرة الابتكارية، شدة المخاطر، عدم تماثل المعلومات، التفضيلات المالية، نظرية سلم الأولويات.

مقدمة:

يبدو من منظور الاقتصاد الجزئي، أن التمويل قد يأتي من مصادر داخلية مثل الأرباح غير الموزعة ومخصصات الإهلاك أو من مصادر خارجية مثل القروض أو السندات أو الأسهم. ووفقا لنظرية سلم الأولويات، فإن للمؤسسات بوجه عام سلم أولويات في تمويل الاستثمار الحقيقي، مفضلة التمويل بالموارد الداخلية على الموارد الخارجية، والدين على الأسهم. غير أن الصعوبات التي تواجهها المؤسسات الصغيرة الابتكارية في الحصول على الأموال اللازمة توحى بأن ما تفضله هذه الأخيرة قد لا يتحقق في الواقع بنفس الترتيب، ويرجع ذلك ربما لخصائص تميزها عن غيرها من المؤسسات. وعلى ضوء ما تقدم، يمكن حصر إشكالية الدراسة في التساؤل الرئيسي التالي:

هل تختص المؤسسات الصغيرة الابتكارية بخصائص تفرض عليها الأخذ بأولويات

تختلف عن تلك التي تنص عليها نظرية سلم الأولويات؟

وتهدف الدراسة: إلى الكشف عن مدى صعوبة الوصول إلى مصادر التمويل المفضلة لدى المؤسسات الصغيرة الابتكارية في ظل بعض الخصوصيات التي تميزها عن غيرها من المؤسسات الأخرى.

وتتطلب الدراسة من فرضيات مفادها: أن المؤسسات الصغيرة الابتكارية يرجح أن تأخذ بأولويات تختلف عن ترتيب سلم أولويات بنية رأس المال، كما يرجح، عند طلب التمويل الخارجي، أن لا تلجأ إلى التمويل المصرفي إلا بعد حصولها على موارد من المخاطرين برأس المال.

وسنتطرق خلال دراستنا هاته بمعالجة النقاط التالية، والتي نراها ذات صلة مباشرة بالإشكالية المطروحة:

1- تمويل الاستثمار وعدم تماثل المعلومات

تتوفر للمسيرين عندما يتخذون قراراتهم بشأن تمويل الاستثمار، مبررات راسخة في الاقتصاد الجزئي كي لا يعتبروا مصادر تمويل الاستثمار المختلفة مصادر متساوية يمكن أن يحل أحدها محل الآخر بشكل كامل. فالنظرية التي يطلق عليها اسم " نظرية سلم الأولويات" (*Pecking order theory*) بشأن بنية رأس المال تفترض وجود تفاوت في

الأهمية بين أشكال محددة من أشكال تمويل الاستثمار من حيث صلتها بقرارات الاستثمار والإنتاج. وتفترض أن اختيار بنية رأس المال يعتمد على عوامل مالية (مثل توفر التمويل من الداخل، والحصول على دين جديد أو التمويل بطرح أسهم للبيع، وحالة أسواق معينة من أسواق الاعتمادات الائتمانية) وعلى خصائص المؤسسة (مثل فرصها الاستثمارية وربحياتها وحجمها). ووفقا لهذه النظرية، فإن للمؤسسات بوجه عام سلم أولويات في تمويل الاستثمار الحقيقي، مفضلة التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، والدين على الأسهم. وقد تتمكن المؤسسات التي تجني أرباح كبيرة من تمويل نموها بأرباحها غير الموزعة، وبإبقاء الديون عند نسبة منخفضة. وفي المقابل، فإن المؤسسات التي لا تحقق أرباح كبيرة فتضطر إلى التوسع في التمويل الخارجي. ووفقا لذلك، فإن ما يغير نسبة ديون المؤسسة هو حاجتها إلى التمويل من خارجها، وهذه بدورها تتوقف على مدى تجاوز الفرص الاستثمارية لحجم التمويل الداخلي¹. ويعود الفضل في إرساء دعائم هذه النظرية إلى الباحثان *Myers* و *Majluf*، حيث بينا أن المؤسسة تفضل بالدرجة الأولى التمويل الذاتي، وإذا كانت هناك ضرورة للتمويل الخارجي فإنها تلجأ أولا إلى الاقتراض (*Emprunts*)، ثم السندات القابلة للتحويل (*Obligations convertibles*)، وأخيرا إصدار أسهم جديدة. وهذا يفرض عدم تماثل المعلومات لدى المسيرين ومقدمي التمويل الخارجي؛ حيث افترضنا أن المسيرين قد تكون لديهم معلومات أكثر من تلك المتوفرة لدى مقدمي التمويل الخارجي².

بعد اختباره لنتائجه، توصل *Norton* إلى أن مسيري المؤسسات يتبنون غالبا ترتيبا في عملية التمويل، حيث يستعملون إلى أقصى حد ممكن الموارد الداخلية، وفي حالة عدم كفايتها فإنهم يلجأون للتمويل عن طريق الاستدانة قبل التمويل عن طريق إصدار الأسهم³. وقد انظم إلى هذا الطرح كل من *Narayanan*، *Heinkel & Zechner*، وذلك بعد اختبارهم نظرية سلم الأولويات في عدد واسع من المؤسسات⁴.

يطرح هنا تساؤل: ما هي الدوافع التي تكون وراء لجوء المؤسسات إلى التمويل بمصدر تمويلي دون آخر؟ ونعتقد أن الإجابة عن هذا السؤال تكون بالإشارة إلى مبررات اللجوء إلى التمويل الداخلي قبل مصادر التمويل الأخرى.

• **مبررات اللجوء إلى التمويل الداخلي:** وفقا لنظرية سلم الأولويات، فإن المؤسسة تفضل المصادر الداخلية (أي تدفق النقد الداخلي الناشئ عن اهتلاك الأصول والاحتفاظ بالأرباح) على المصادر الخارجية في التمويل، لأن هذه المصادر تتيح لها المزايا التالية:

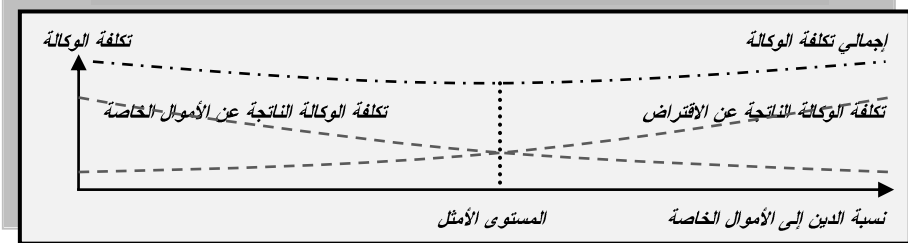
✓ **تجنبها تكاليف الوكالة:** يعرف كل من *Jensen* و *Meckling* علاقة الوكالة (*La relation d'agence*) على أنها كل علاقة تنشأ بين طرفين بموجبها يوكل أحد الأطراف (الموكل) عن طريق عقد طرف آخر (الوكيل) لإنجاز أعمال معينة لصالحه، ويتطلب ذلك من الموكل تفويض بعض من سلطة اتخاذ القرار إلى الوكيل⁵.

وتنتج تكاليف الوكالة حسب *Josée st-pierre* من علاقة الصراع (*La relation conflictuelle*) بين المسير/المسيرين من جهة، والدائنين و/أو المساهمين من جهة أخرى⁶، حيث يفترض أن يلتزم المسير بإدارة العمليات والتسيير لفائدة الموكل (*Le principal*)، إلا أنه يسعى إلى تعظيم ثروته الخاصة، وهذا ما يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة (أي التكاليف المتصلة بالتخفيف من احتمال تضارب المصالح بين المسيرين ومقدمي التمويل الخارجي)؛ والتي تصنف حسب *Roussel* إلى ثلاثة أنواع⁷: أولاً، تكاليف الرقابة والالتزام (*Les coûts de surveillance et d'incitation*)، وهي التكاليف التي يتحملها الموكل لمراقبة سلوك المسير وجعله يعمل على تعظيم مصلحته الشخصية؛ ثانياً، تكاليف التبرير (*Les coûts de justification*)، وهي التكاليف التي يتحملها المسير ليبهرن للموكل بأن التسيير يخدم مصلحته؛ ثالثاً، التكاليف المتبقية (*Les coûts résiduelles*)، وهي التكاليف التي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لنشاط المؤسسة.

وحتى يتمكن المقرضين من تغطية تكاليف الوكالة فإنهم ينقلونها عادة إلى الملاك، وهذا برفع معدل الفائدة على الأموال التي يقرضونها، مما يؤدي بالملاك أيضاً إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار، والنتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال وانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. وكعلاقة طردية؛ فكلما ارتفعت نسبة الأموال الخاصة في الهيكل المالي للمؤسسة، كلما أدى ذلك إلى زيادة تكاليف الوكالة المرتبطة بالملاك والعكس صحيح، أيضاً كلما ارتفعت نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة، كلما أدى ذلك إلى

زيادة تكاليف الوكالة المرتبطة بالمقرضين والعكس صحيح، ولهذا تأخذ العلاقة بين الهيكل المالي وتكاليف الوكالة الشكل التالي:

الشكل رقم(01) : العلاقة بين الهيكل المالي وتكلفة الوكالة



Source : Nacer-Eddine Sadi, *Analyse financière d'entreprise, Méthodes et outils d'analyse et de diagnostic en normes françaises et internationales IAS/IFRS*, Edition l'harmattan, paris, France, 2009, p :157.

يرى **Jensen** أن تكاليف الوكالة تنشأ نتيجة لانفتاح المؤسسة على مصادر أخرى للتمويل إلى جانب التمويل الذاتي، وعندما تفضل المؤسسة التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، يتخلص المسير من إمكانية نشأة الصراع بينه وبين مقدمي التمويل الخارجي، وعليه فسد العجز بواسطة استخدام الموارد الذاتية للمؤسسة يجنب ويقصي تكاليف الوكالة⁸.

✓ **صون المعلومات الداخلية**: وفقا لنظرية سلم الأولويات، فإن المؤسسة تفضل التمويل الداخلي على مصادر التمويل الأخرى كونه يتيح لها أن تصون المعلومات الداخلية لمسيرها عن قيمة الأصول القائمة للمؤسسة ونوعية فرصها الاستثمارية⁹.

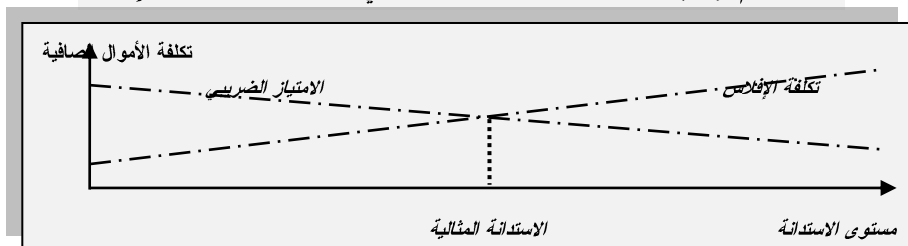
غير أن التمويل المطلوب قد يكون عادة أكبر من التمويل الداخلي المتاح، لاسيما عندما يتطلب الارتفاع بالمستوى التكنولوجي وتطوير منتجات جديدة تجديدا سريعا في الاستثمار في المعدات الرأسمالية. ووفقا لـ **Singh**، فقد كانت هذه حال العديد من المؤسسات في شرقي آسيا حيث اضطرت هذه المؤسسات إلى استخدام موارد داخلية وخارجية لتمويل استثماراتها وزيادة حصصها في السوق العالمية¹⁰.

• **الاستدانة، أول مصدر تمويلي خارجي للمؤسسات**: يعد التمويل بالاستدانة المصدر التمويلي الخارجي الأول الذي تلجأ إليه المؤسسات بعد التمويل الذاتي وفقا لنظرية سلم الأولويات، ويرجع ذلك إلى العديد من العوامل التي تحفز الإدارة على اللجوء إلى الاستدانة في التمويل، أهمها:

✓ **تجنبها تكاليف إضافية:** يشير *Charreaux*، إلى أن عدم التماثل في المعلومة بين المسيرين ومقدمي التمويل الخارجي هو أيضا السبب الكامن وراء تفضيل التمويل بالدين على التمويل بإصدار أسهم¹¹. وتعتبر درجة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي تكاليف الوكالة، أدنى نسبيا في حالة الاستدانة مما في حالة إصدار الأسهم كوسيلة للتمويل. والسبب في ذلك هو أن التمويل بالاستدانة، عن طريق القروض المصرفية مثلا، يدع مجالا للقيام مباشرة على مستوى المؤسسة بفحص ورصد مشاريع الاستثمار وتنفيذها¹².

✓ **الأثر الضريبي (*L'effet fiscal*):** وفقا لـ *Damodaran*، فإن للاستدانة مزايا ضريبية تتمثل في خصم المصاريف المالية من النتيجة الخاضعة للضريبة¹³، ولكن إذا زادت نسبة الاستدانة عن حدود معينة فسيؤدي ذلك إلى نشوء مخاطر الإفلاس. وحسب *Josée st-pierre*، فإن مخاطر الإفلاس تنشأ أساسا عندما تستخدم المؤسسة الأموال المقرضة في هيكلها المالي، وعدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه البنوك، سوف يحملها مجموعة من التكاليف المتمثلة في المصاريف الإدارية المتعلقة بالإفلاس (تكاليف الإجراءات، أتعاب المحامين والموتقين... الخ)، حيث ترتبط هذه التكاليف فقط بالتمويل بالاستدانة¹⁴. ويترتب عن مخاطر الإفلاس هذه زيادة في معدلات العائد التي يطلبها مقدمي التمويل الخارجي (*External finance*)، وهو ما يعني ارتفاع تكلفة الأموال، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة. أي أن زيادة نسبة الاستدانة سوف تترك أثرا عكسيا على قيمة المؤسسة السوقية بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية. ولذلك فإن الامتياز الضريبي للاستدانة تقابله تكلفة إفلاس كما هو موضح في الشكل (02) التالي:

الشكل رقم (02): العلاقة بين الامتياز الضريبي للاستدانة وتكاليف الإفلاس



Source : Josée st-pierre, *La gestion financière des pme- théories et pratiques*, presses de l'université du Québec, canada, 1999, p :70.

وعليه، تتحدد نسبة الاستدانة المثالية (*Endettement optimal*) بالنقطة التي تكون عندها تكلفة الافلاس في حدها الأدنى، وقيمة المؤسسة في حدها الأقصى.

✓ **شروط إصدار الأسهم أسوء من شروط التمويل بالاستدانة:** قد نفترض أسواق رأس المال أن المؤسسة لا تصدر أسهما إلا عندما ترى أن موجوداتها القائمة بقيمة بأكثر من قيمتها الحقيقية (*Overvalued*). وتميل هذه الأسواق أيضا إلى اعتبار لجوء المؤسسة إلى التمويل بإصدار أسهم إشارة إلى عجزها عن الحصول على شكل آخر من أشكال التمويل لأن فرصها الاستثمارية تنطوي على مخاطر بالغة (*Extremely risky*)، أو يعتبرها إشارة إلى أن نسبة ديون المؤسسة إلى رأسمالها قد بلغت مستوى يثير شعورا جديا بالخوف من وقوع ضائقة مالية. ونتيجة لذلك، يرجح أن تكون شروط إصدار الأسهم أسوء من الشروط المرتبطة بالتمويل عن طريق الاستدانة في حالة المؤسسة التي تسعى للحصول على التمويل لأغراض الاستثمار¹⁵.

✓ **تجنبها خطر الاستيلاء:** يذكر سبب آخر لتفضيل الاستدانة على إصدار الأسهم هو كون التمويل بإصدار الأسهم يعرض المؤسسات لخطر الاستيلاء (*Risk of a takeover*) عليها من جهة أخرى، لا سيما عندما تقدر الأسواق المالية قيمة موجودات المؤسسة بأقل من قيمتها الحقيقية. وقد تسير عملية التسعير في أسواق الأوراق المالية سيرا حسنا من حيث كفاءة المراجعة على أساس المعلومات أو المراجعة المالية (*Financial arbitrage*) التي تضمن حصول جميع المشاركين في سوق الأسهم على جميع المعلومات الجديدة فوراً بشأن أسهم المؤسسة كي لا يستطيع أي من المشاركين تحقيق ربح بناء على هذه المعلومات المتاحة للعموم. غير أن عملية التسعير هذه قد لا تسير سيرا حسنا لجهة كفاءة عملية التقييم الأساسية التي قد تضمن أن تكون أسعار الأسهم انعكاسا دقيقا للعوامل الأساسية في المؤسسة (أي ربحيتها المتوقعة للأجل الطويل)¹⁶.

✓ **أثر الرفع المالي (*L'effet de levier financier*):** إلى جانب الامتياز الضريبي للتمويل عن طريق الاستدانة والذي يخفض من تكاليف المؤسسة، تشير الباحثة *Josée st-pierre* إلى أن هذا المصدر التمويلي بإمكانه أن يخلق أيضا ما يسمى بأثر الرفع المالي، حيث أنه نتيجة ثبات المصاريف المالية فإن المؤسسة التي تعتمد على الاستدانة

في التمويل سوف تستفيد من أثر رفع مالي إيجابي (*Levier positif*) يتمثل في ارتفاع العائد على حقوق الملكية مقارنة بالعائد على الأصول شريطة أن يكون العائد على الأصول أكبر من معدل الفائدة، أما إذا كان العائد على الأصول يقل عن معدل الفائدة فإن المؤسسة سوف تتحمل مخاطر مالية بسبب الرفع السلبي (*Levier négatif*)¹⁷، وبالتالي فإن قرار التمويل يتوقف على إيجاد التوازن بين العائد من اللجوء إلى الاستدانة والمخاطر التي تتجم عنها.

يطرح هنا تساؤل: بناء على ما تقدم، هل تتاح للمؤسسات الصغيرة الابتكارية فرص

كبيرة للمفاضلة والاختيار بين مصادر التمويل عند تشكيل الهيكل المالي؟

إن التصنيع واللاحق بركب التقدم الصناعي يتطلب بوجه عام تطبيق طرق تقنية جديدة لإنتاج منتجات جديدة أو استخدام عمليات جديدة. وللمؤسسات الكبيرة وتكتلات المؤسسات التجارية عادة ميزة على المؤسسات الصغيرة في دفع عملية التصنيع في القطاعات التي تتطلب استثماراً ضخماً وكثيفاً لرأس المال غير أن السنوات القليلة الماضية شهدت تزايداً في الأهمية التي تولى لاستخدام تكنولوجيات المعلومات والاتصالات (*ICTs*) كشرط مهم لتحقيق نمو الإنتاجية. وأدى ذلك إلى تزايد التشديد على دور المؤسسات الجديدة، التي كثيراً ما تكون مؤسسات صغيرة، في تطبيق طرق تقنية جديدة¹⁸.

وأما المؤسسات الصغيرة التي تركز على الابتكار والتي قد يرى الآخرون أن مشاريعها تنطوي على مخاطر شديدة فلا يرجح أن تتاح لها إمكانية اللجوء إلى التمويل الداخلي أو أن تتمكن من إيجاد تدفقات نقدية كافية على وجه السرعة. وفي هذه الحالات، تبرز أوجه عدم تماثل المعلومات بروزاً شديداً لأنه لا يوجد سجل سابق (*Track record*) للمؤسسات الصغيرة الابتكارية يمكن من خلاله الاطلاع على مهارات المقاوله لدى مسيرها أو على ربحيتها¹⁹. ونتيجة لذلك، يرجح أن تواجه المؤسسات الصغيرة الابتكارية صعوبات جسيمة في الحصول على قروض مصرفية طويلة الأجل.

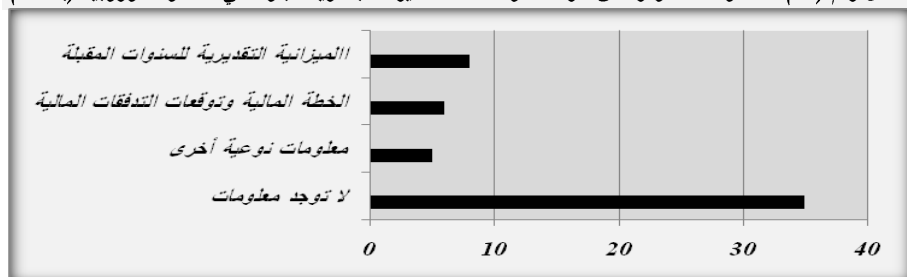
2- علاقة البنوك بالمؤسسات الصغيرة الابتكارية في ظل عدم تماثل المعلومات

تظهر ضمن إطار الوكالة مشكلتين؛ بسبب اللاتماثل المعلوماتي (بين كل من الموكل

والوكيل): أولاً، الخطر المعنوي (*Moral hazard*)، وهو يعني حسب *Boockok* و *Durrani* فعل "خفي" تقف وراءه مصلحة شخصية²⁰، أما بالنسبة لـ *Amit* و *Brander* فالخطر المعنوي يصف الظروف التي يقوم فيها الوكيل باستخدام معلومات لا يلحظها الموكل (*Hidden information*)، أو يقوم بأفعال لا يلحظها الموكل (*Hidden action*)، لكي يرفع من منفعته الشخصية التي تتنافى مصالح الأطراف الممولة²¹؛ ثانياً، الاختيار المعاكس أو السوء (*Adverse selection*)، وهو يشير حسب *Johan* و *Comming* إلى مشكل الوكالة الذي ينشأ قبل إمضاء العقد بين الموكل والوكيل (*Ex-ante*)²²، حيث أكد *Kanodia et al* أن للملاك المسيرين عادة معلومات أكثر حول قابلية حياة المشاريع مقارنة بمصادر التمويل الخارجي المحتملة²³، كما بين *Boockok* و *Durrani* أن الملاك المسيرين قد يخفون بعض مظاهر سلوكهم ومن الصعب الحكم على استقامتهم خلال مسار التقييم²⁴. ونتيجة لذلك، فإن مصادر التمويل الخارجي المحتملة لا يمكنها أن تميز بيسر بين الفرص العالية القيمة والفرص المتدنية القيمة (*High- and low-value opportunities*).

وقيام المالك المسير بتقديم جميع المعلومات عن المشروع الاستثماري الابتكاري إلى مصادر تمويل خارجية محتملة يمكن أن ينطوي على كشف معلومات داخلية قد تعرض المؤسسة الصغيرة الابتكارية لخطر التقليد وقد تقلل كثيراً من قدرتها على الحصول لنفسها على عائدات استثمارها²⁵. وقد أظهرت دراسة أجرتها المفوضية الأوروبية بخصوص المعلومات الموفرة من طرف المؤسسات الصغيرة الابتكارية للبنوك في 19 دولة أوروبية النتائج التالية:

الشكل رقم (03): المعلومات الموفرة من طرف المؤسسات الصغيرة الابتكارية للبنوك في 19 دولة أوروبية (ألمانيا)



Source : COMMISSION EUROPEENE, L'accès au financement pour les PME, observatoire des PME européen, n°3, Belgique, 2003, p :26.

نلاحظ من الشكل البياني أن هناك ضعف كبير من جانب المؤسسات الصغيرة الابتكارية في توفير المعلومات الكافية للبنوك، حيث تمثل الميزانية التقديرية للسنوات المقبلة والخطة المالية المصدر الأساسي للمعلومة، إذ يقدمهما 8% و6% من المؤسسات الصغيرة الابتكارية على التوالي، كما نلاحظ أيضا أن 35% من المؤسسات الصغيرة الابتكارية لا توفر أية معلومات للبنوك. ووفقا لـ *Emran & Stiglitz*، فقد تنشأ عن ذلك حالة ينظر فيها كل بنك أن تخطو بنوك أخرى الخطوة الأولى كي يستفيد مما تكشفه من معلومات عن قدرة المالك المسير على الاطلاع باستثمار مربح²⁶.

وفي هذه الحالة، يمكن أن يشكل رأس المال المخاطر غير الرسمي (*informal venture capital*) من أسرة المالك المسير أو أصدقائه مصدرا تمويليا هاما في المراحل الأولى من دورة حياة المؤسسة الصغيرة الابتكارية التي تكون الحاجة فيها إلى الموارد المالية محدودة. ولكن عندما تزداد هذه الحاجة تزايداً قويا، لا يعود رأس المال المخاطر غير الرسمي كافيا، وقد تحاول المؤسسة الصغيرة الابتكارية التوجه إلى رأس المال المخاطر الرسمي.

يطرح هنا تساؤل: هل بإمكان المؤسسات الصغيرة الابتكارية أن تحصل على موارد مالية من المخاطرين برأس المال في ظل عدم تماثل المعلومات بينهما؟ وللإجابة على ذلك يتطلب الأمر الإشارة إلى فعالية رأس المال المخاطر الرسمي في تمويل المؤسسات الصغيرة الابتكارية.

3- فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة الابتكارية

يعرف *Bastie* و *Cieply* رأس المال المخاطر الرسمي على أنه عبارة عن استثمار بالأموال الخاصة والشبه الخاصة (*Quasi-fonds*) في رأس مال المؤسسات الصغيرة الابتكارية الغير مقيدة بالبورصة (*Non cotées*) من أجل تمويل انطلاقها، ثم تمويل تطويرها، وصولا إلى تمويل تحويل ملكيتها²⁷، حيث يكون المخاطر برأس المال (المستثمر) وسيطا ماليا يأتي بالأموال من مجموعة مستثمرين (مثل البنوك، وشركات التأمين...). وقد ظهر رأس المال المخاطر الرسمي في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية، من خلال أول مؤسسة رأس المال المخاطر، تم تأسيسها سنة

1946 في ولاية بوسطن الأمريكية من طرف **Karl Compton** مدير معهد **Massachusetts** للتكنولوجيا و**Georges Doriot**، والتي تحمل اسم الأمريكية للبحث والتطوير (**American Research & Development-ARD**)، بهدف المساهمة في رأس مال المؤسسات ذات المخاطر العالية والتكنولوجية المتقدمة، وقد حققت (**ARD**) نجاحات كبيرة في استثماراتها التي انتقلت من 70 ألف دولار إلى 335 مليون دولار في ظرف 26 سنة²⁸. وإلى فترة الستينات إلى السبعينات كانت أغلب مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن مؤسسات مدرجة في سوق رأس المال، لكن في بداية الثمانينات، وبسبب التعديلات التنظيمية المتعلقة بقواعد الاستثمار المؤسسي، أصبحت مؤسسات رأس المال المخاطر تحت الشكل القانوني لشركة ذات مسؤولية محدودة (**Limited Partnership**) هي السائدة²⁹.

وفقا لـ **Lerner**، فإن المخاطرين برأس المال (**Capital-risqueurs**) يقدمون أيضا مشورتهم الفنية إلى المؤسسات الصغيرة الابتكارية مقابل جزء من القيمة التي تنشئها هذه المؤسسات. فمعارفهم وتجاربهم التقنية تمكنهم أيضا من تقديم مشورة غير مالية أو أداء مهام إدارية تؤدي إلى تقييم أفضل لما إذا كان المشروع الاستثماري ممكنا من الناحيتين الصناعية والتجارية. وقد تثبت هذه المهام غير المالية فعلا أنها أهم من المساهمة المالية وحدها لأنها تساعد على إدارة مخاطر وقوع خسارة في استثمار معين وعلى تحقيق الحد الأقصى لمردود هذا الاستثمار³⁰.

وقد يعتبر المخاطرين برأس المال أخصائيين في جمع المعلومات عن حالة الوضع المالي والمشاريع الاستثمارية للمؤسسات الصغيرة الابتكارية. وبالنظر أيضا إلى حيازة المخاطرين برأس المال لمعارف تقنية في أحيان كثيرة، فإنهم لا يعانون من عدم تماثل المعلومات بقدر ما يعاني منه مقدمو القروض المصرفية التقليدية³¹. هذا فضلا عن التدابير التي يتبعها المخاطرين برأس المال للتقليل من درجة عدم التماثل في المعلومة، منها ما تنتهج قبل الدخول في رأس مال المؤسسات الصغيرة الابتكارية وأخرى بعد توقيع العقد:

• **التدابير المتبعة قبل الدخول في رأس المال:** من بين التدابير التي يتبعها المخاطرين برأس المال قبل الدخول في رأس المال المؤسسات الصغيرة الابتكارية والتي تجنبهم مشكلة عدم التماثل في المعلومة نجد:

✓ **اختيار الأوراق المالية الهجينة:** يقوم المخاطرين برأس المال حسب **Stein** باختيار هذه الأوراق المالية والاستفادة من خصائصها للتخفيف من مشكلة الاختيار المعاكس³². على سبيل المثال، يختار المخاطرين برأس المال السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، ويستعملون حق التحويل إذا لاحظوا أن الملاك المسيرين يعملون بالشكل الذي يعظم من قيمة المؤسسة الصغيرة الابتكارية.

✓ **عقد المساهمين (Le pacte d'actionnaires):** يعرفه **DE Lalande** و **Paoli-Gagin** على أنه المستند الرئيسي الذي يحدد نوعية وطبيعة العلاقة بين الملاك المسيرين والمستثمرين³³، أما بالنسبة لـ **Cherif** فيعرفه على أنه المستند الذي يتضمن مجموعة من البنود (**Clauses**) التي تجنب حدوث صراعات في المستقبل بين المستثمرين والملاك المسيرين للمؤسسات الصغيرة الابتكارية³⁴. ومن خصائص عقد المساهمين في مجال رأس المال المخاطر وفقا لـ **Redis** أنه عقد سري (**Contrat secret**) لا يعرف تفاصيله إلا الأطراف المتعاقدة (**الملتزمة ببوده**)، كما ينتهي عقد المساهمين بانتهاء المدة المحددة أو بدخول مستثمرين جدد³⁵. ويضم عقد المساهمين حسب **Stéphany** فئتين رئيسيتين من البنود: بنود خاصة بالمراقبة (مثل بند عدم جواز التصرف، وبند الموافقة...)، وبنود خاصة بتنظيم وهيكلية المساهمة (مثل بند الإعلام، وبند الاستشارة المسبقة...) ³⁶. ومن أجل تجنب مشكلة عدم تماثل المعلومات فإن المخاطرين برأس المال يركزون حسب **Cherif** على بند الإعلام (**Clause d'information**) الذي يلزم المالك المسير بتقديم تقرير خاص بشكل دوري (تقرير شهري، ثلاثي...) يتضمن معلومات عن استعمالات الموارد المالية ونتائج المؤسسة المالية³⁷.

✓ **هيكلية تنظيم مجلس الإدارة:** يمكن للمخاطرين برأس المال أن يتفاوضوا على عدد كبير من المناصب في مجلس الإدارة وذلك لمراقبة تصرفات المسير. وقد أظهرت أبحاث أكاديمية قام بها كل من **Lerner (1995)**، **Hermalin et Weisbach (1998)**

Baker et Gompers (1999) حول مجلس إدارة المؤسسات الصغيرة الابتكارية أن

للمخاطرين برأس المال تأثير كبير على تنظيم وهيكل مجلس المراقبة³⁸.

• **التدابير المتبعة بعد توقيع العقد:** من بين التدابير التي يتبعها المخاطرين برأس المال بعد توقيع العقد مع المالك المسير للمؤسسة الصغيرة الابتكارية والتي تجنبهم مشكلة عدم التماثل في المعلومة نجد:

✓ **التهديد بتغيير المسيرين المؤسسين:** بين **Sahlman** و **Gorman** أن المخاطرين برأس المال يستخدمون حقوقهم في الرقابة على مستوى مجالس الإدارة لتغيير المسير المؤسس (**Le dirigeant fondateur**)، وذلك في حالة حدوث صراعات بين الطرفين³⁹. حيث أظهرت دراسة أجراها **Hannan et al** على عينة من المؤسسات الصغيرة الابتكارية بواد السليكون (**La Silicon valley**) أن 40% من المسيرين غير المؤسسين يصبحون رؤساء لمجلس الإدارة بعد أربعين (40) شهرا من دخول المخاطرين برأس المال في رأس مال المؤسسات الممولة⁴⁰.

✓ **التمويل على مراحل:** لا يقدم رأس المال المخاطر دفعة واحدة وإنما يقدم على دفعات خلال مراحل حياة المؤسسة الصغيرة الابتكارية. ووفقا لـ **Sahlman**، فإن للمخاطرين برأس المال خيار حقيقي يتمثل في الامتناع عن المساهمة في الدورة التمويلية المالية في حالة حدوث صراعات مع المالك المسير نتيجة عدم حصولهم على معلومات ملائمة حول المؤسسة الصغيرة الابتكارية في الوقت المناسب⁴¹.

✓ **وضع نظام تحفيزي (**Un système d'incitation**):** لصالح الملاك المسيرين حتى يمكن تقليص الفجوة بين مصالحهم ومصالح المخاطرين برأس المال؛ أي أنه من أجل جعل الملاك المسيرين يتصرفون بالشكل الذي يخدم مصلحة المخاطرين برأس المال بتعظيم قيمة الأسهم التي يمتلكونها وجب على هؤلاء تحفيز أولئك بعلاوات ومكافآت على شكل قسائم للاكتتاب في الأسهم، وخيارات الأسهم (**Stock options**)⁴².

✓ **تشويه السمعة:** يعتبر دخول المخاطرين برأس المال في رأس مال المؤسسات الصغيرة الابتكارية إشارة على جودة المشروع المنشئ من قبل هذه الأخيرة. غير أن صراعات الوكالة التي قد تنشأ بين المخاطر برأس المال والمالك المسير والتي يكون

سببها عادة عدم تماثل المعلومات ستؤدي إلى تشويه سمعة المؤسسة لدى أصحاب المصلحة، ولتجنب حدوث ذلك يقوم المالك المسير بتزويد المخاطر برأس المال بالمعلومات الكافية للمحافظة على السمعة التي اكتسبت في السوق⁴³.

تلجأ المؤسسات الصغيرة الابتكارية بهدف النمو إلى فتح رأسمالها أمام المخاطرين برأس المال نظرا للدعم الفني والمالي الذي يقدمونه لها مع حفاظها على الاستقلالية بعد مرور فترة العقد. ويشير تقرير الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال (AFIC) لسنة 2013، إلى أن عدد مؤسسات رأس المال المخاطر الفرنسية قد تطور من 1469 مؤسسة سنة 2009 إلى 1548 مؤسسة سنة 2012، كما أن حجم المساهمة المالية لمؤسسات رأس المال المخاطر الفرنسية في رأس مال المؤسسات الصغيرة الابتكارية قد تطورت إيجابيا من 4100 مليون أورو سنة 2009 إلى 6072 مليون أورو سنة 2012⁴⁴. غير أن الحل باللجوء إلى رأس المال المخاطر الرسمي لتمويل المؤسسات الصغيرة الابتكارية هو حل له حدوده، لا سيما في البلدان النامية لأن ذلك يتطلب وجود سوق نشط للأوراق المالية يوفر استراتيجية خروج للمخاطرين برأس المال تتجسد عادة بإصدار أوراق مالية يتم طرحها للاكتتاب العام للمرة الأولى (Initial public offering).

الخاتمة:

تفضل المؤسسات الصغيرة الابتكارية كغيرها من المؤسسات الأخرى التمويل بالموارد الداخلية على الموارد الخارجية، ثم الاستدانة على الأموال الخاصة. غير أن لشدة المخاطر وعدم تماثل المعلومات بين الملاك المسيرين والبنوك تأثير على التفضيلات المالية للمؤسسات الصغيرة الابتكارية، كون تلك الخصائص تفرض عليها الأخذ بأولويات تختلف عن ترتيب سلم أولويات بنية رأس المال، حيث تلجأ المؤسسة الصغيرة الابتكارية إلى رأس المال المخاطر غير الرسمي من أسرة المالك المسير أو أصدقائه في المراحل الأولى من دورة حياتها، وفي حالة عدم كفايته على سد الاحتياجات المالية للمؤسسة الصغيرة الابتكارية، فإن هذه الأخيرة تلجأ إلى رأس المال المخاطر الرسمي، أما التمويل عن طريق الاقتراض من البنوك، فإنه يأتي في نهاية سلم الأولويات.

الهوامش:

- ¹ - مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، تقرير التجارة والتنمية 2008، الأمم المتحدة، 2008، ص 91.
- ² - Jean-Pierre Danthine, John B. Donaldson, Intermediate financial theory, Elsevier, United states of America, 2005, p:31.
- ³ - Josée st-pierre, La gestion financière des pme-théories et pratiques, presses de l'université du Québec, canada, 1999, p : 100.
- ⁴ - H. Kent Baker, Gerald S. Martin, Capital Structure and financing Decisions; Theory, Evidence, and Practice, John Wiley & Sons, Inc, USA, 2011, p:79.
- ⁵ - Luc Marco et al, Nouvelles avancées du management, Edition L'Harmattan, France, 2005, p: 202.
- ⁶ - Josée st-pierre, op. cit, p : 89.
- ⁷ - Josse Roussel, Economie et management de l'entreprise, Edition L'Harmattan, France, 2011, pp: 65-66.
- ⁸ - ياسين العايب، الخصوصية المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد رقم 32، جامعة منتوري، قسنطينة، 2009، ص 257.
- ⁹ - مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، مرجع سبق ذكره، ص 91.
- ¹⁰ - نفس المرجع، ص 92.
- ¹¹ - Josée st-pierre, op. cit, pp : 89-90.
- ¹² - مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، مرجع سبق ذكره، ص ص 91-92.
- ¹³ - Aswath Damodaran, Finance d'entreprise :théorie et pratique, 2ème édition, édition de Boeck, Bruxelles, Belgique, 2004, pp: 726-727.
- ¹⁴ - Josée st-pierre, op. cit, pp : 89.
- ¹⁶ - مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، مرجع سبق ذكره، ص 92.
- ¹⁶ - نفس المرجع، ص 92.
- ¹⁷ - Josée st-pierre, op. cit, pp : 71-73.
- ¹⁸ - مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، مرجع سبق ذكره، ص 92.
- ¹⁹ - نفس المرجع، ص 92.
- ²⁰ - Mansoor Durrani & Grahame Boockok, Venture capital, Islamic Finance and SMEs; valuation, Structuring and Monitoring practices in India, First published, Palgrave Macmillan, United states of America, 2006, p: 59.

²¹- Raphael Amit, James Brander, & Christoph Zott, Why Do Venture capital Firms Exit ? Theory and Canadian Evidence, Journal of Business Venturing 13, 1998, p: 443

²²- Douglas J. Cumming & Sofia A. Johan, Venture Capital and Private Equity Contracting; An in international perspective, Elsevier Inc, United States, 2009, p: 36.

²³- Mansoor Durrani & Grahame Boockok, op, cit, p : 55

²⁴- Idem, p: 55.

²⁵- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، مرجع سبق ذكره، ص 93.

²⁶- نفس المرجع، ص 93.

²⁷- Françoise BASTIE, Sylvie CIEPLY, Quel rôle pour les organisation de capital-investissement sur le marché de la cession-reprise ?, Revue d'économie financière, vol 93, N°93, France, 2008, p : 149.

²⁸- Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi, et Philippe Trainar, Private equity et capitalisme français, La Documentation française, Paris, 2008, p : 29.

²⁹- Idem, p : 29.

³⁰- مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD)، مرجع سبق ذكره، ص 93.

³¹- نفس المرجع، ص 93.

³²- Jean-Pierre Danthine, John B. Donaldson, op, cit, p : 32.

³³-Jean Rédis, Finance entrepreneuriale : Le Createur d'entreprise et Les investisseurs en capital, Editions De Boeck université, 1^{er} édition, Bruxelles, Belgique, 2009, p : 117.

³⁴- Monder Cherif, Le capital-risque : Pour Financer La croissance et L'emploi, Revue Banque, Paris, France, 2000, p : 77.

³⁵- Jean Rédis, op, cit, p : 117.

³⁶- Eric Stéphane, La relation capital-risque/PME, Fondements et Pratiques, Editions De Boeck université, 1^{er} édition, Belgique, 2003, pp : 133-134.

³⁷- Monder Cherif, op, cit, p : 74.

³⁸- Eric Stéphane, op, cit, pp : 32-33.

³⁹- Idem, p : 33.

⁴⁰- Ibidem, pp : 33-34.

⁴¹-William A. Sahlman, The structure and governance of venture-capital organizations, Journal of Financial Economics 27, 1990, p: 474.

⁴²- Eric Stéphane, op, cit, p: 33.

⁴³- Idem, p: 35.

⁴⁴- Rapport annuelle de l'AFIC, Activité des acteurs français du capital-investissement en 2012, France, 10 avril 2013, p :16.