

الاستثمار في رأس المال المخاطر - دراسة حالة جمعية رأس المال المخاطر والملكية الخاصة البريطانية مع نموذج مقترح للتطبيق في العراق

م.م. زهراء صالح حمدي الحياط*

المستخلص

يهدف البحث إلى التعريف برأس المال المخاطر كمفهوم وبدليل مستحدث في مجال التمويل والاستثمار على حد سواء وإمكانية تطبيقه في العراق مع الإشارة إلى تجارب بعض الدول الغربية والعربية والاستفادة منها، فالبعض منها مرت على تجربتها أكثر من ربع قرن والبعض الآخر ما زال يحبو ولم تبلغ مرحلة النضوج بعد كالدول العربية. فضلاً عن تقديم تحليل لجمعية رأس المال المخاطر والملكية الخاصة البريطانية كونها من أهم الجمعيات المتخصصة في أوروبا بالتركيز على مجال الاستثمار في المملكة المتحدة مقارنة ببقية دول العالم والتأكيد على أهمية وجود شركات وجمعيات متخصصة في مجال الاستثمار برأس المال المخاطر كونها توفر المعلومات عن حجم المبالغ المستثمرة في مختلف المشاريع والمناطق الجغرافية ولمختلف مراحل التمويل وطرق الخروج من المشاريع. يوصي البحث بضرورة بناء سوق مالي قوي وتوفير أدوات مالية تساهم بظهور وإدامة رأس المال المخاطر على هيئة سوق العراق للأوراق المالية طرح دليل للمستثمر لتعريفه برأس مال المخاطر وأهميته .

Abstract

The current research aims at investigating the adventurous capital as a modern concept and alternative in financing and investment field on equally and the possibility of applying it in Iraq, as well as, referring to experiments of some western and Arabs countries, and making use of it. Whereas, some of them their experiments for to more than (25) years, others are still crawling but they do not reach to the ripeness like the Arabs countries. Besides presenting an analysis for British adventurous capital association for being one of the most important specialized associations in Europe in focusing on investment field in the United Kingdom in comparison with the rest of world countries, also emphasizing on the importance of the existence specialized companies and associations in investing with adventurous capital for saving the information about the size of the invested capital in different projects and geographical areas and for different financing stages and the methods followed to get out from the projects. The researcher is recommending the necessity of forming a strong financial market and providing a financial tools participate in displaying and sustaining the adventurous capital on Baghdad Stocks Body, and floating a guide for the investor to inform him with the adventurous capital and its importance.

* كلية الحدياء الموصل .

مقبول للنشر بتاريخ 2013/4/1

المقدمة

بدأت ظاهرة تمويل المشاريع عن طريق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية منذ خمسينات القرن الماضي ثم بدأت بالانتقال الى الدول أخرى هذا يدل على نجاح ونمو صناعة رأس المال المخاطر إذ يعد محركاً للإبداع في الاقتصاد والصناعة والانترنت. فصناعة رأس المال المخاطر لها التأثير الايجابي على الاقتصاد هذا ما تم اكتشافه من خلال طرح تجارب بعض الدول التي تم طرحها في هذا البحث.

المبحث الأول**منهجية البحث****اولا : مشكلة البحث**

يمكن صياغة مشكلة البحث من خلال التساؤلات الآتية:

- 1- ما هي مقومات شركات رأس المال المخاطر .
- 2- هل بالإمكان تطبيق صناعة رأس المال المخاطر في العراق.

ثانيا: أهداف البحث

- 1- تقديم إطار نظري لرأس المال المخاطر كونه من المفاهيم الحديثة نسبياً في مجال التمويل والاستثمار .
- 2- طرح تجارب بعض الدول والاستفادة منها.
- 3- القيام بتحليل لجمعية رأس المال المخاطر والملكية الخاصة البريطانية .
- 4- تقديم نموذج مقترح لامكانية تطبيق رأس المال المخاطر .

ثالثا: فرضية البحث

يمكن صياغة فرضية البحث كالآتي:

إن نجاح الاستثمار في رأس المال المخاطر يعتمد على دور الدولة في الدعم والتشجيع وعلى دور هيئة سوق الأوراق المالية في توفير المناخ الملائم للاستثمار المحلي والأجنبي.

رابعا: أهمية البحث

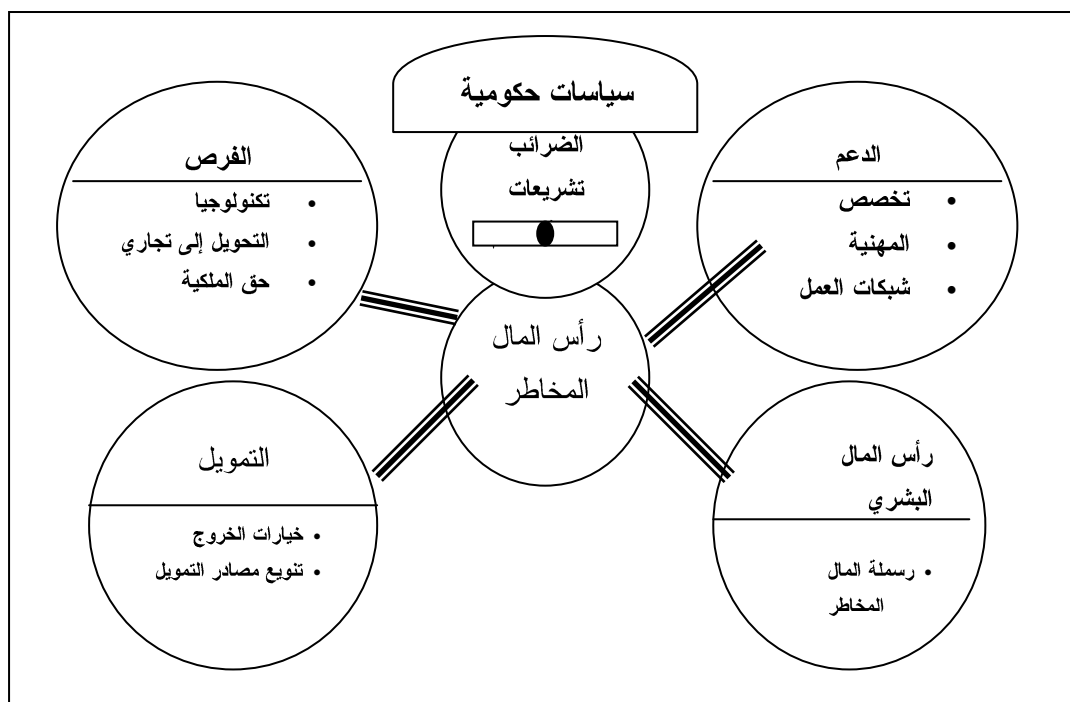
تتجسد أهمية البحث في كونه يطرح أسلوب جديد للاستثمار من ناحية والتمويل من ناحية أخرى، كحالة من دور كبير في التشجيع على القيام بمشروعات جديدة ونقلها من مجرد فكرة إلى مشروع قائم والتأكيد على أهمية دوره في الاستثمار.

منهج البحث

اعتمد البحث على المنهج الوصفي بالاعتماد على المصادر العربية والأجنبية كما تم اعتماد المنهج التحليلي في دراسة حالة جمعية رأس المال المخاطر والملكية الخاصة البريطانية.

الدراسات السابقة:

- 1- دراسة (Thomas, 2000) ركزت الدراسة على العوامل المؤثرة في صناعة رأس المال المخاطر حيث صورت رأس المال المخاطر كجسم والعوامل هي الأطراف الرئيسية للعمل بها كما مبين في الشكل الآتي:



شكل (1)

Source: Thomas, Hellman, (2000), "Developing venture Capital Industry", Comments prepared for the word Development Report study Conference, Villa Boersig, Berlin. P45

2- دراسة (steve, 2006) جاءت بعنوان

Organizing Angel Investment to Benefit Angel , Companies , and Communities

ركزت الدراسة على تمويل الممولون الشخصيين للمشاريع الصغيرة خصوصاً في المناطق الريفية وإمكانية توافر وظائف وخلق ثروة واستثمار الممولون الشخصيين أساسه الأفراد الأغنياء.

3- دراسة (Mackewicz & partuer, 2003) جاءت بعنوان

The key Role of Corporate venturing in the Innovation strategy of industrial Companies تهدف الدراسة الى المساعدة على تطوير مداخل مناسبة لتصميم برامج شركة رأس المال المخاطر حسب حالة كل شركة كما بينت تنوع الأسباب للعديد من حالات فشل مبادرات شركة رأس المال المخاطر .

المبحث الثاني الجانب النظري

أولاً: رأس المال المخاطر

1. مفهوم رأس المال المخاطر

يعد رأس المال المخاطر أو الملكية الخاصة من المفاهيم الحديثة نسبياً سواء على الصعيدين التمويلي أو الاستثماري. فرأس المال المخاطر "وسيلة تمويلية للمشاريع الصغيرة والمتوسطة سواء عند تكوينها أو عند التوسع فيها" (الهيئة العامة لسوق المال، 2009: 5) .

يرى (Luinta & Beth, 2000: 5) ان " التمويل بالملكية عن طريق تزويد الشركة بالتمويل اللازم خلال المراحل الأولى للتمويل (كمرحلة التوسع) اذ لا تنوي البقاء في الشركة انما بقاؤها لفترة محدودة، ويتضمن هذا مساعدة ادارة الشركة فنياً وإدارياً. اما (Jeanthan & fread, 2003, 2) فيشير إلى ان "التمويل برأسمال المخاطر يستثمر في المرحلة الأولى (مرحلة البداية (start-up) حيث تكون الشركة بحاجة إلى رأس المال المخاطر من أجل النمو. ينظم استثمار الملكية في اغلب الأحيان بضمن الأسهم الممتازة. من النادر ان يستثمر أصحاب رأس المال المخاطر في مرحلة البداية للشركة كأداة دين مباشرة،

كالبدء بالمنتجات الغير مثبتة، وعدم قدرة الشركة على دفع دفعات الفائدة بسبب قيود السيولة النقدية" وعرفت جمعية الملكية الخاصة ورأس المال المخاطر البريطانية (BVCA, 2004, 8) **The British Equity and venture capital Association** ان التمويل بالملكية الخاصة هو تمويل متوسط إلى طويل الأجل للشركات التي تتمتع بنمو عالي. البعض يستخدم تعبير "الملكية الخاصة" والذي يشير إلى **buy in -** أو **buy-out** أي البيع لإدارة الشركة أو الشراء لإدارة الشركة في قطاع المستثمرين وهذا التعبير أكثر استخداماً في أوروبا. يستخدم تعبير "**venture capital**" لجميع مراحل التمويل بمعنى آخر وهي مرادف "**Equity Privat**" في الولايات المتحدة الأمريكية رأس المال المخاطر يشير فقط إلى الاستثمار في مرحلة البداية ومرحلة التوسع للشركات. ينظر (Arnd, 2000, 2) إلى رأس المال المخاطر بالمعنى الواسع بأنه تزويد الشركات الخاصة بشكل حقوق الملكية أو استثمارات تشبه حقوق ملكية على الأجل المتوسط (3-5) سنوات. يشير (jean, 2001;1) إلى ان رأس المال المخاطر ليس ضمن التأمين وإنما استثمار في شركة جديدة بواسطة مستثمر جديد، وان رأس المال المخاطر قد يخدم لاتطلاق شركة جديدة أو التمويل من أجل التوسع للشركة.

ان رأس المال المخاطر يعد جزءاً مهماً من رأس المال العالمي (Nodic Investment Fund , 2006: 11) ويشكل رأس المال المخاطر نوعاً من أنواع الاستثمار غير المباشر في حقوق الملكية الخاصة (**Private Equity (PE)**) عادة يوفر مستثمرين من خارج نطاق الشركة المستثمر بها . من أجل تمويل مشاريع جديدة نامية، أو متعثرة خلال المرحلة البذرية (**Seed**) أو في مرحلة النشوء أو مرحلة التوسع وصولاً إلى مرحلة التمويل عن طريق شراء الإدارة لحصة المساهمين (**Management Buy- out (MBO)**) ، وان الاستثمار في حقوق الملكية الخاصة هو استخدام رأس المال في تملك حقوق الملكية في شركات غير متداولة في سوق الأوراق المالية من أجل تطوير منتجات أو تكنولوجيا جديدة . أو توسيع رأس المال العامل أو إجراء استحواذ أو تقوية الهيكل المالي وبهذا يشكل استثمار حقوق الملكية الخاصة إستراتيجية تمويلية فعالة وذات قيمة مضافة (الاسكوا، 2007: 41-42). بناءً على ما تقدم يمكن تعريف رأس المال المخاطر بصورة عامة بأنه نوع من أنواع الاستثمار في شركة لم تدرج في سوق الأوراق المالية يمكن أصحاب رأس المال المخاطر من تحقيق أرباح رأسمالية خلال عمليات البيع أو الاندماج مع منافس من نفس القطاع أو البيع إلى مستثمر ملكية خاصة آخر، أو عن طريق طرح الأولي للاكتتاب العام في سوق الأسهم المالية (**IPO**) Initial Proofing Office .

2. أهداف شركات رأس المال المخاطر

يستهدف رأس المال المخاطر شركات تتمتع بدرجات مخاطرة عالية مقابل إمكانية لربحية عالية (Jean, 2001,1) يرى (Mackewic & partner, 2001, 10) ان شركات رأس المال المخاطر تأخذ مبادرة بمتابعة عدة أهداف لأغلبية الشركات التي تقوم بتقييمها واهم هذه الأهداف هي الأهداف الإستراتيجية ان انجاز عوائد مالية كافية تمثل المفتاح الرئيسي للالتزام شركات رأس المال المخاطر إذا ما قورنت بالإمكانيات الخاصة بنشاطات رأس المال المخاطر المتعلقة بشركات تتمتع بتجارب مميزة في الصناعة، وقد ميزت دراسة (Mackewic & parthner , 2001: 11) ستة أهداف رئيسية لشركات رأس المال المخاطر وذلك طبقاً لأولياتهم حسب ما يبين الشكل الآتي:

Key goals of corporate venture capital		
CVC programs can be put into six groups according to their priorities:		
"Innovators"... ✓ Optimize existing business ✓ Import new technologies, products, and business processes Examples: DaimlerChrysler Venture, T-Venture	"Sellers"... ✓ Support sales of own products ✓ Establish group standards Examples: INTEL, Ericsson Innova	"Observers"... ✓ Gain insights into new technologies and emerging markets ✓ Use findings for R&D and strategic planning Examples: SONY, Sulzer Innotec
"Renewers"... ✓ Capture new business areas ✓ Identify diversification approaches Examples: Freudenberg, Degussa	"Entrepreneurs"... ✓ Tap potential of patents not yet used ✓ Make use of peripheral activities Examples: British Telecom with Bright Star, Siemens Technology Accelerator	"Investors" ... ✓ Achieve good financial returns ✓ Gain insights into new technologies and emerging markets Examples: France Telecom with Innovacom, EDF Partenaires

Source: Mackewicz & Partner

شكل (2)

Source: Mackweica & Partner, (2003), "Corporate Venture Capital window on the world", Published by: Mackewicz & Parther ,p11.

يشير (فردويوجين، 2003: 713) ان هدف شركة رأس المال المخاطر ليس السيطرة على إدارة المنشأة الجديدة التي تصبح مالكة فيها، ولكنها تتطلب ان يكون لها على الأقل عضو واحد في هيئة إدارة تلك الشركة، كذلك تتطلب الشركة الممولة ان تكون على اتصال مستمر مع هذه الشركة وان تقدم لها استشارات ادارية عند الحاجة وان ترافق تقدم الشركة في عملياتها واستثماراتها .

بناء على ما تقدم يلاحظ ان شركات رأس المال المخاطر لا تقوم بمساعدة الشركات مالياً فقط بل تقدم لها الإرشادات الإدارية والفنية أيضاً. ثم أنها لا تمتلك الشركات التي تقوم تمويلها لأنها سوف تقوم ببيع حصتها في الأسواق المالية بعد ان يتم تسجيلها في السوق المالية أو بأية طريقة خروج أخرى.

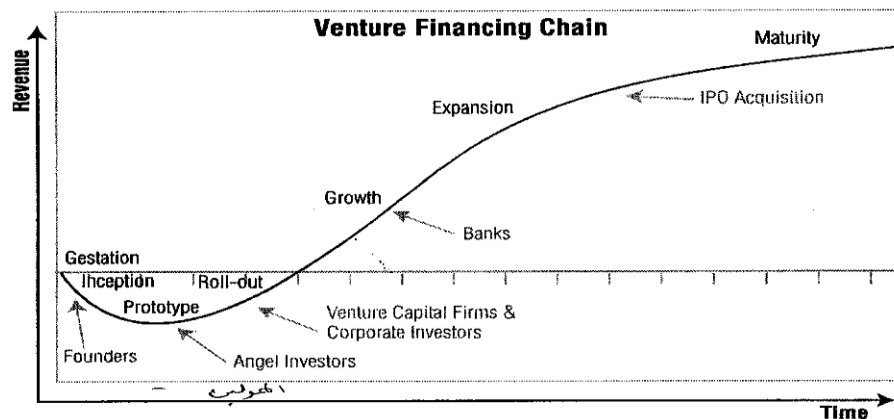
ثانياً: مراحل تمويل رأس المال المخاطر

1. مراحل التمويل

ان الملكية الخاصة ورأس المال المخاطر تغطي تشكيلة واسعة من مراحل الاستثمار، هنا تستطيع شركة رأس المال المخاطر ان تحدد أي مرحلة من المراحل هي الأفضل لها ان تستثمر فيها . تقسم مراحل التمويل إلى خمسة مراحل أساسية هي:

أ. مرحلة المال البذري Seed stage

في هذه المرحلة يعد المستثمرون الملائكيون المصدر الأكبر لتحويل رأس المال المخاطر لرواد العمل، وهم على الأغلب يمثلون "رأس المال البذري" يزود المستثمرون الملائكيون الشركات الجديدة بالتمويل الخاص لتساعدها بالانتقال إلى مرحلة النمو. تعتمد المشاريع الصغيرة في جذب رأس المال المخاطر على العائلة والأصدقاء بالرغم من ان التمويل اقل من 150.000 دولار او مليون دولار أو أكثر . يأتي هذا التمويل في مرحلة حرجية في اغلب الأحيان لتطوير الشركة لتمكنها من اجتياز موانع النمو والتمويل في سنواتها الأولى (1: 2006, steve) .



FEDERAL RESERVE BANK OF SAN FRANCISCO

شكل (3)

يوضح سلسلة تمويل المخاطر

Source: Steve, Mercil, "2006" Organizing Angle Investment to Benefit Angle, Companies, and Communities", Community Development Investment Review , Volum (2), issue (5).p43

يشير مركز بحوث المخاطر إلى ان المستثمرين الملائكيين استثمر 23.1 بليون \$ في 49500 شركة في سنة 2005 ان 90% من رأس المال البذري يزوده المستثمرون الملائكيون (Angles business) للشركات الجديدة فضلاً عن الخبرة التي يقدمونها وتعد هذه المرحلة من اخطر مراحل حياة الشركة خاصة من حيث التمويل (2: 2006, steve) .

ان التمويل البذري هو أصعب ما يمكن تأمينه، إذ تكون الفكرة ما زالت في مرحلة مبكرة جداً من النمو وبدون أي نتائج منظورة يتردد أي مستثمر مرتقب في مساندتها الا إذا كانت له معرفة عن قرب بالصناعة المتعلقة بهذه الفكرة وروية لما يمكن ان ينتج (الاسكوا، 2005، 34) .

ب. مرحلة البداية star- up stagy

تبدأ هذه المرحلة مع ولادة الشركة الجديدة أو في إعادة عملية الإنتاج التي يمكن ان تكون مدعومة بما يسمى بشريان الحياة في السوق الاقتصادية (Mark & Tommi, 2001, 6). في هذه المرحلة لا يتمكن المشروع من الحصول على التمويل بالاقتراض لأنه لا يمتلك الأصول السكانية لكي يقدمها كضمان للمقرض. كما انه لا يستطيع ان يحصل على التمويل من خلال الطرح للاكتتاب العام لعدم توافر شروط الطرح للاكتتاب العام في المشروعات الصغيرة والمتوسطة وفق ما ينص عليه قانون سوق المال أو بسبب ارتفاع التكلفة أو ارتفاع احتمالات فشل الطرح (هيئة سوق المال المصرية، 2009: 8) صندوق رأس المال يستثمر في شركات مرحلة البداية التي تحتاج إلى رأس المال من اجل النمو استثمار الملكية يفضل في اغلب الاحيان الاسهم الممتازة .

ج. مرحلة التوسع Expansion stage

تتطلب الشركة رأسمال للتوسع وتسوق لبدء الانتاج والمبيعات التجارية (Douglas, 2002: 6) في هذه المرحلة يتدخل رأس المال المخاطر في مشاريع قائمة أو تنميتها أو لتمويل مشاريع قائمة تدر عائداً ولكنها تحتاج إلى اموال ضخمة في صورة حصص تشارك في رأس مال المشروع وذلك لدعم هيكل تمويل المشروع أو لتمويل توسع جديد وذلك كله لتأمين استمراريتها في السوق (هيئة سوق المال المصرية، 2009: 8-9).

د. مرحلة تمويل العبور bridging Finance أو مرحلة الميزانين

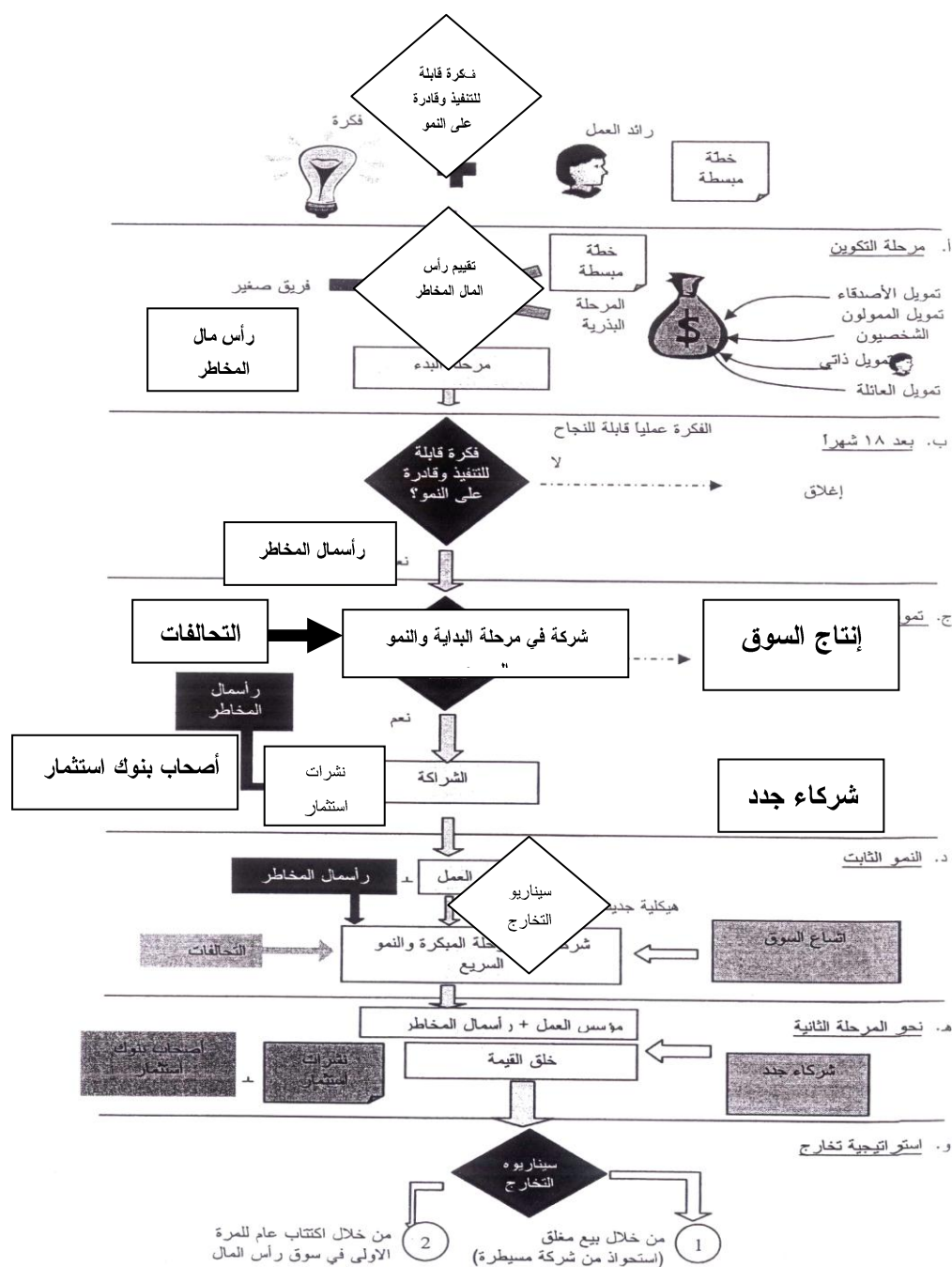
Mezzanine Finance

يوفر رأس المال المخاطر المشارك في الشركة دورة موارد مالية إضافية تسمح بالعبور (bridging) إلى المحطة النهائية وتأمين نجاح الشركة. عادة تسمى هذه المرحلة بمرحلة الميزانين المالية ايضاً (Mezzanine Finance)، وغالباً ما تتضمن قرضاً (Subordinated -debt) مع إعطاء أولوية للجهة المقرضة إذا ما ساءت الأمور، يتضمن هذا النوع من التمويل اقل قدر من المخاطر. عادة يستخدم تمويل هذه المرحلة من اجل التوسع في توفير المنتجات والخدمات القائمة للزبائن. أما عن طريق زيادة الإنتاج أو بتغيير إستراتيجية التسوق ويفترض ان تكون الشركة قد بدأت بتحقيق الربح (الاسكوا، 2005: 32) .

هـ. مرحلة التمويل الأخير

يتوفر رأس المال المخاطر لتمكين الشركة من الانتقال إلى مرحلة ما بعد التوسع، يمكن لبعض الصناديق المتخصصة ان تساعد الشركات في تحقيق افضل إستراتيجية للتخارج كصناديق تعديل المسار (Turnaround Funds) تمويل يزود الشركات بصعوبة أو ينقذها من التفتيش القضائي. أو عن طريق البيع لإدارة الشركة (Management buy-out (MBO) أو شراء الإدارة لحصة المساهمين لتمكين المستثمرين الخروج من الشركة أو البيع لصناديق الشركات بواسطة فرق إدارة خارجية (MBI) (Management buy-in) أو صناديق شراء الشركات بواسطة رأس المال مدعوم بقرض (LBO) (Leverage buy- Funds) .

تأسس على ما تقدم نستنتج ان تمويل المشاريع عن طريق رأس المال المخاطر يمر بخمس مراحل، تختلف هذه المراحل من لحظة نشوء المشروع (الصفقة) كما يسميها البعض إلى المرحلة الاخيرة مرحلة التمويل الأخير حسب ما يواجه المشروع من مشاكل بسبب نقص التمويل اللازم للاستمرار والنمو وبالتالي يستطيع أصحاب رأس المال المخاطر venture capitalist ان يحددوا أي من المراحل هي الأفضل للاستثمار فيها. ان عملية تحديد المشاريع المراد تمويلها تمكن أصحاب رأس المال المخاطر من تحديد حجم المخاطر التي من الممكن ان يتعرض لها المشروع من ثم تحديد مقدار العائد الذي يأمله بالحصول عليه. كما يمكن ان نسمي المرحلة الاخيرة مرحلة التفكير بطريقة الخروج من المشاريع. يبين الشكل (4) استحداث الشركات الجديدة من مرحلة التكوين إلى مرحلة التخارج .



شكل (4)

استحداث الشركات الجديدة من مرحلة التكوين إلى مرحلة التخرج .
المصدر: الاسكو، (2007)، " الموارد المالية ورأس المال المخاطر وريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات" مطبوعات الأمم المتحدة، نيويورك، ص19

ثالثاً: آليات خروج رأس المال المخاطر

من أكثر وأهم الطرق استخداماً لخروج رأس المال المخاطر هي:

1. الطرح العام Initial public offering IPO

لكي يحصل مستثمر رأس المال المخاطر على أصل رأس المال المستثمر وعائد فأنهم يواجهون صعوبة في تحويل حصصهم في ملكية الشركات لتحقيق العائد. من أفضل طرق الخروج المربحة هي طريقة الاكتتاب العام أو ما يسمى بالعرض الأولي العام (IPO) تتمثل هذه الطريقة بإصدار الأسهم و طرحها

للجمهور للمرة الأولى (paul, 2004, 24). يشير إلى (3: 2000, Thomas) إلى ان عقبات تطور صناعة رأس المال هو غياب وسائل العرض الأولي (IPO) في السوق، الذي يمكن ان يزود مستثمري رأس المال المخاطر بالية خروج لحصاد استثماراتهم الناجحة. تأسيساً على ما تقدم فيرى ان مشروع رأس المال المخاطر يساهم بشكل كبير في التنمية الاقتصادية المحلية والإقليمية وكذلك في عمليات توسيع سوق رأس المال المخاطر، يمكن أصحاب رأس المال المخاطر الشركات الصغيرة من استغلال المصادر التكنولوجية وتعد هذه الطريقة أكثر انتشاراً في الولايات المتحدة الأمريكية.

2. الاندماج Merger

يتم خروج رأس المال المخاطر عن طريق اندماج المشروع في شركة قائمة يأخذ المستثمر في مجال رأس المال المخاطر أصل رأس المال المستثمر بالإضافة إلى الأرباح في صورة اسهم في الشركة الرابحة والتي يكون لها قيمة سوقية نتيجة قيدها في بورصة الأوراق المالية (هيئة سوق المال المصرفية، 2009، 29) بمعنى ان المستثمر برأس المال المخاطر سيبيع اسهمه إلى الشركة التي يتم الاندماج معها (Jean, 2001, 13).

3. الاستحواذ Acquisition

هي ان يبيع مستثمر رأس المال المخاطر كل أسهمه في الشركة التي استثمر فيها إلى طرف ثالث (Jean, 2001, 13) هذه الطريقة هي الغالبة في أوروبا تتمثل بالتنازل عن المشروع إلى مستثمر آخر الذي يتمثل بقيام عدد من المستثمرين من المؤسسات أو من الأفراد الطبيعيين بإنشاء شركة قابضة يكون الهدف منها الاستحواذ على المشروع. وقد يتم الاستحواذ من قبل المستثمر برأس المال المخاطر في المشروع الصغير أو المتوسط start-up وعندئذ يكون هذا الشخص لديه معرفة شخصية بالمشروع الأمر الذي يجعل سعر الاستحواذ على المشروع يقترب كثيراً من السوق.

4. البيع لمستثمر أكبر

يمكن لصاحب رأس المال المخاطر في شركة ناشئة نمت حتى بلغت المرحلة الثانية أو ما بعدها ان يفكر في بيع حصته إلى شركة حقوق ملكية خاصة (PE firms) ان مؤسسات حقوق الملكية الخاصة عادة لا تهتم بالشركات الناشئة وتلك المرحلة المبكرة بل تفضل الاستثمار في شركات أكثر نضجاً وأكبر حجماً وفي مرحلة أكثر تقدماً (الاسكوا، 2005: 57).

5. مصرفية الاستثمار Investment Bankers

هي ان المشروع لا يصدر اوراقاً مالية لطرحها في الاكتتاب وإنما لطرحها على مستثمرين محددين من خلال ما يسمى بالطرح الخاص (Placement Private) (هيئة سوق المال المصرية، 2009: 28). ان أول خطوة يقوم بها مصرفيو الاستثمار (*) تبدأ بمناقشة إدارة الشركة بشأن دوافع إدارة الشركة لتحويلها إلى "شركة مساهمة عامة" ويقوم مستشارو الطرح بتقييم قدرة الشركة على مزيد من التوسع وإذا ما كان التوقيت مناسباً من أجل استرداد المال المستثمر تتويجاً لنجاح الشركة. عندئذ يقوم مستشارو الطرح بدراس جميع نواحي العمل في الشركة من أجل القيام بتقييم مالي واقتراح نطاق سعري يمكن على أساسه ان يتم طرح الأسهم للاكتتاب العام و يتم بعد ذلك إعداد نشرة تعريفية تكشف عن كل المعلومات المتعلقة بالشركة التي يريد ان يطلع عليها المستثمر المرتقب ومعظم هذه المعلومات يجب تقديمها من قبل منظمي سوق الأوراق المالية. في الخطوة التالية يقوم مستشارو الطرح وإدارة الشركة بتنظيم "حملة ترويجية" من أجل القيام بتقييم الشركة للمستثمرين المرتقبين إشارات يمكن على ضوئها توقع حجم الطلب على عملية الطرح، وتقدير اسعار المزايدة وعدد الأسهم التي يجب ان تطرح (الاسكوا، 2005: 9 - 60).

بناءً على ما تقدم ترى الباحثة ان أكثر الطرق المعروفة لخروج رأس المال المخاطر هي طريقة الاكتتاب العام وهي أكثرها استخداماً في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تحتاج هذه الطريقة وجود سوق مالي قوي ومتطور فضلاً عن استخدام أدوات مالية حديثة ومتطورة. أما طريقة الاستحواذ والاندماج فهي من الطرق المفضلة في الدول الأوروبية.

رابعاً : تجارب بعض الدول في صناعة رأس المال المخاطر

لابد من التعرف على تجارب بعض الدول الأجنبية والوقوف على الخطوات التي قاموا بها ومعرفة مدى أهمية ودور رأس المال المخاطر على الاقتصاد والتعرف على شروط نجاح شركات رأس المال المخاطر والمجالات التي ساهمة فيها. إذن يجب معرفة متى وأين بدأت صناعة رأس المال المخاطر وهذا يقودنا إلى البدء أولاً بتجربة الولايات المتحدة الأمريكية ثم اليابان والهند وتليها مصر.

* يمكن ان يقوم بهذه الخدمة إما قطاعات متخصصة في الاستثمار في المصارف التجارية (investment banking divisions) وإما شركات استشارات اوراق مالية أكثر تخصصاً في هذا المجال (investment banking firms).

1. تجربة الولايات المتحدة

ان صناعة رأس المال المخاطر هي ظاهرة أمريكية بالدرجة الأولى بدأت منذ العقود الأولى في العوائل الغنية واستمرت حتى العقود الأخيرة للقرن التاسع عشر. هذه العوائل الغنية استثمرت في الأعمال التجارية كشركات الطيران الشرقية وماكدونالد دوجلاس .

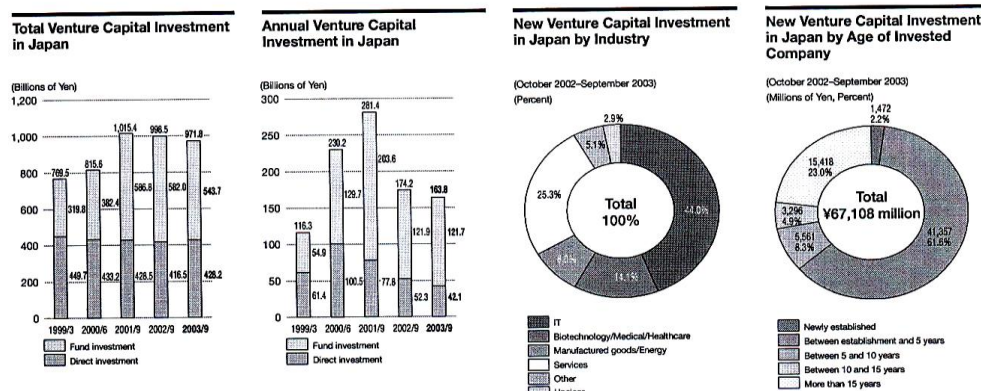
ان أولى شركات رأس المال المخاطر تأسست بعد الحرب العالمية الثانية. حيث شكل رجال أعمال بوسطن شركة **American Research and Development (ARD)** في سنة 1946 هذه المجموعة من أصحاب رأس المال الخاطر من استثماراتهم في شركات ذات مخاطر عالية جداً حيث استثمروا في الشركات التقنية التي تطورت بعد الحرب العالمية الثانية تراوح نجاح الاستثمارات على نحو واسع نصف إرباح **ARD** (Pual, 2006, 3) فخلال 26 عام استثمرت \$70.000 في شركات الأجهزة الرقمية في عام 1977 نظمت صندوق مغلق لرأس المال المخاطر. بعد ذلك بدأت المنظمات بتشكيل صناديق مغلقة لاستخدام اموال هذه الصناديق مناسبة أكثر لاستثمار رأس المال المخاطر في أواخر السبعينيات وأوائل الثمانينيات تلت السنوات اللاحقة اوقات صعبة جداً من ناحية دعم أصحاب رأس المال المخاطر للعديد من الشركات التكنولوجية المتطورة والأكثر نجاحاً أثناء الثمانيات والتسعينات كشركات **Apple Computer** و **Microsoft** و **Cisco systems** و **Netscape** و **Sun Microsystems** (Pual, 2006: 4-7).

2. تجربة اليابان

خلال 30 عاماً نما رأس المال المخاطر تماشياً مع النمو الاقتصادي ونضوج الاقتصاد الرأسمالي، سيطر عليه من خلال الشركات التابعة لشركات الأسهم والمؤسسات المالية. منذ التسعينات العديد من الشركات ظهرت الواحدة تلو الأخرى ، تضمنت شركات صناعية هذا يعكس خلفية إعادة هيكلة اليابان صناعياً، وسط هذا النمو والتوسع تأسست جمعية رأس المال المخاطر اليابانية **Japan (JVCA)**

venture capital associate في عام 2002 (**Japan Asia investment CO**). وفي سنة 2004 بدأت بإدراج القيمة الكلية للأسهم وأسواق الأوراق المالية الصاعدة الثلاثة هي **TSE Mother- Jasdac** و **Hercules** بلغت قيمتها 15.7 ترليون ين (¥) . ان وجود أسواق رأس المال المخاطر خفضت موانع كثيرة أمام نمو الشركات التي تتطلع لإدراج أسهمها.

زاد عدد الاكتتاب الأولي العام **IPO** بشكل ملحوظ في عام 2000، حفزت أسواق الأسهم المالية تدفقات رأسمال من المستثمرين بالرغم من انخفاضات سوق الأسهم المالية في عام 2001- 2002 الا انه تعافى في النصف الثاني من عام 2003 باتجاه متصاعد في ثلاثة أسواق صاعدة. فقامت السياسة الحكومية بدعم لنمو الشركات في التسعينات عرفت الحكومة الدور الثمين الذي يلعبه رأس المال المخاطر وتوجيه نمو الشركات في إنعاش الاقتصاد الياباني وتحسين قابليته الدولية للتنافس خلال خلق أسواق ومصادر للتوظيف لتسهيل هذه الأهداف تبنت السياسة الحكومية تشجيع الاستثمار في رأس المال المخاطر ودعم وخلق ورعاية الأعمال التجارية الجديدة (**Japan Asia Investment CO**, 2004, 11). يوضح الشكل (5) الاستثمارات الكلية لرأس المال المخاطر في اليابان.



الشكل (5)

الاستثمارات الكلية لرأس المال المخاطر في اليابان.

Source: Japan Asia Investment CO., LTD, (2004) , Annual Report,p11

3. تجربة الهند

جذبت الهند رأس المال المخاطر في عام 1973، الحكومة الهندية طورت تعليمات رأس المال المخاطر في أواخر الثمانينات وقد تعاون البنك الدولي مع الحكومة الهندية، جذبت الهند رأس المال من مصادر خارجية وفي عام 1991 تم استثمار رأس المال المخاطر في شركات التقنية بحوالي 320 مليون \$. الجمعية الوطنية لشركة الخدمة والبرمجيات (The National Association (NASSCOM of Software and Service Company تبنت بحدود 10 بليون \$ لاستثمارها في رأس المال المخاطر في الهند بحلول عام 2008. ولتحفيز رأس المال المخاطر تعهدت الحكومة ببدء صندوق رأس المال المخاطر الوطني للبرمجيات والصناعة National Venture Capital Fund for the Software and IT Industry (NFSIT)

من البلدان التي من الممكن ان تتطور صناعة رأس المال المخاطر فيها (جنوب أفريقيا، المكسيك، البرازيل، أو تشيلي) من المثير بالاهتمام استكشاف لأي مدى بلدان شبه الجزيرة العربية يمكن ان تطور صناعة رأس المال المخاطر كالسعودية والكويت لديها مصادر تمويلية هائلة (Andreas, 2000, 13-14).

4. تجربة مصر

من الممكن الاستفادة من الثغرات التي مرت بها مصر خلال عرض تجربتها لرأس المال المخاطر. يعمل رأس المال المخاطر من خلال شركات يطلق عليها شركات رأس المال المخاطر منها ما هو مرخص وفق قانون سوق المال وذلك بوصف ان رأس المال المخاطر يشكل احد أنشطة الشركات التي تعمل في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، ومنها ما هو مرخص له وفق قانون الاستثمار رقم 8 لسنة 1997 ذلك لاعتبار ان رأس المال المخاطر يعد احد الأنشطة التي تجعل من الشركات التي تقوم بممارسته شركات خاضعة لقانون الاستثمار (هيئة سوق المال المصرية، 2009، 23) لكن معظم شركات رأس المال المخاطر سواء المرخص من البيئة العامة لسوق المال أو من الهيئة العامة للاستثمار، لا تعمل كشركات رأس المال المخاطر وإنما تعمل في مجالات أخرى غير رأس المال المخاطر. ذلك بسبب ان سوق رأس المال المخاطر لم يبلغ مرحلة النضوج اللازم بسبب غياب النظام التشريعي الموحد. فغياب هذا الإطار انعكس على عدم وضوح وغياب ثقافة رأس المال المخاطر في السوق العربية بصفة عامة (الهيئة العامة لسوق المال المصرية، 2009: 23).

ورغبة من الهيئة العامة لسوق المال لتنمية سوق رأس المال المخاطر فقد سمحت المادة 174 من اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال رقم 95 لسنة 1992 بإنشاء صناديق استثمار ملكية خاصة Private equity لرأس المال المخاطر بذلك تكون مصر قد سايرت معظم التشريعات الأوروبية كفرنسا وإيطاليا. تعد هذه الخطوة بمثابة الخطوة الأولى أو التمهيدية لاعداد تنظيم متكامل يوضح الاطر القانونية والتشريعية التي سيعمل من خلالها ويدخلها رأس المال المخاطر. بالإضافة إلى ذلك قامت الهيئة العامة لسوق المال المصرية بإصدار لوائح تنفيذية، الأولى تضمنت التعريف بنشاط رأس المال المخاطر على انه يتضمن تمويل نشاط الشركات التي تصدر اسهم أو توفير الدعم لها أو القيام بتوفير خدمات فنية وإدارية أو المساهمة في تطوير المشروعات والمؤسسات بفرض تحويلها إلى شركات مساهمة أو توصية بالاسهم بشرط ان تكون هذه المشاريع تتسم بالمخاطرة العالية أو أنها تفتقر إلى التمويل مما ينتج عنه استثمار طويل الامد . وهناك تنظيم أخر لنشاط رأس المال المخاطر تم تعريفه على انه المساهمة في مشروعات أو مؤسسات بهدف تنميتها من أجل تحويلها إلى شركات مساهمة أو شركات توصية بالاسهم شريطة ان تفتقر إلى التمويل اللازم لها (الهيئة العامة لسوق المال المصرية، 2009: 24).

المبحث الثالث الجانب العملي

أولاً: دراسة حالة لجمعية الملكية الخاصة ورأس المال المخاطر البريطانية

The British Private Equity and Venture Capital Associate (BVCA)

تعد جمعية الملكية الخاصة ورأس المال المخاطر البريطانية والتي مقرها لندن من المؤسسات الحيوية والفاعلة، حيث تمتد تجربتها لأكثر من 25 عام في تمثيل هذه الصناعة على أكثر من 60 % من السوق الأوروبية وهي تحتل المركز الثاني عالمياً بعد الولايات المتحدة الأمريكية . وتقع تحت عضويتها أكثر من 400 شركة من شركات رأس المال المخاطر والملكية الخاصة.

يظهر التقرير السنوي لعام 2007 لـ (BVCA) ان نشاط الاستثمار بلغ 31.6 بليون، منها 11.9 في المملكة المتحدة، 13.9 بليون £ في قارة أوروبا ، 5.6 بليون £ في بقية العالم. هذه تمثل زيادة كبيرة مقارنة بعام 2006 والتي بلغت 21.9 بليون £ وعام 2005 التي بلغت 11.7 بليون £ باستثناء

الزيادة في عضوية الـ BVCA . كما بلغ النمو في الاستثمار 8 بليون £ أي بنسبة 37% . عدد الشركات التي اشتركت في التمويل ازدادت من 1.630 شركة في عام 2006 إلى 1.680 شركة في عام 2007 هذا يعكس قفزة في عضوية الـ BVCA من 192 إلى 214 شركة. هذا كله موضح في الملحق (1).

أما مجموع الاستثمارات من قبل أعضاء الـ BVCA فإنه مستمر بالازدياد حيث تستوعب الشركات البريطانية 11.9 بليون £ في عام 2007 مقارنة بـ 10 بليون £ في 2006 و 6.8 بليون £ في عام 2005. كذلك الحال بالنسبة للشركات الأوروبية فقد ازدادت نسبة نمو الاستثمار من 4 بليون £ في عام 2005 إلى 10 بليون £ في عام 2006 و إلى 13.9 بليون £ في عام 2007. يلاحظ أن نسبة الاستثمار للشركات البريطانية انخفضت إلى 38% في عام 2007 بعد ما كانت 58% في عام 2005 و 47% في عام 2006. كما موضح في الملحق (2).

في الحقيقة أن الاستثمار في شركات BVCA ازداد بشكل ملحوظ وإن نسبة تدفق الموجودات إلى الشركات البريطانية قد انخفضت.

بناءً على ما تقدم ترى الباحثة أن الدول الأجنبية كانت السبابة في طرح فكرة وتنفيذ رأس المال المخاطر والاستفادة منه في كافة المجالات ففي كل من الولايات الأمريكية واليابان تم استثمار رأس المال المخاطر في مجال التقدم التكنولوجي وخاصة في صناعة الكمبيوتر والالكترونيات وتكنولوجيا المعلومات. فضلاً عن المجال الصناعي.

أما الهند فقد جذبت شركات رأس المال المخاطر في السبعينات من خلال التعاون الذي قامت به الحكومة الهندية مع البنك الدولي بالإضافة إلى قيامها بتطوير التعليمات الخاصة برأس المال المخاطر. أما مصر فتعد تجربتها حديثة كبقية الدول العربية مثل تونس، الأردن، السعودية، الكويت، والإمارات حيث باشرت هذه الدول بتجسيد فكرة إنشاء شركات رأس المال المخاطر خلال عقد الاتحاد العربي لرأس المال المخاطر اجتماعاً في عام 2005. وما تزال تجارب هذه الدول في مرحلة البداية وتحتاج إلى المزيد من الدعم لكي تستطيع أن تحقق النجاح المطلوب.

إن المملكة المتحدة تعتبر بوابة إلى كل أوروبا . تدفق الموجودات خارج أوروبا يتجه إلى الازدياد أيضاً. هذا ما يشهده رأس المال العالمي للملكية الخاصة. هذا يعكس عمق المعرفة التي تكونت لدى الكثيرين، فضلاً عن بيئة تنظيمية مناسبة وفريدة.

انخفض التمويل لأعضاء الـ BVCA في عام 2007 إلى 29.3 بليون £ . أي انخفض بنسبة 15% حيث بلغ في 2006 (34.3) بليون £ بينما في عام 2005 بلغ 27.3 . زاد التمويل عن المصادر الأجنبية بنسبة 75% أي ما يقارب 22 مليون . مستثمرو أمريكا الشماليين كانت لهم الحصة الأكبر للتمويل بلغت 12.2 بليون £ في عام 2007 مقارنة بـ 37% في عام 2006 و 45% لعام 2005. إن أكبر ثاني قاعدة للمستثمر كانت المملكة المتحدة 7.3 بليون £ أو 25% من المجموع الكلي في عام 2007 مقارنة بعام 2006 حيث كانت 28% و 21% في عام 2005 هذا موضح في الملحق (3).

البيع لإدارة الشركة (MBO) Management buy-out والشراء من إدارة الشركة (MBI) Management buy-in جذبت استثمارات كبيرة بلغت 14.7 بليون £ أي ما نسبته 75% من المجموع الكلي في عام 2007 هذه تمثل زيادة كبيرة عما كانت عليه في عام 2006 والتي بلغت 64% وانخفاضاً قليلاً عن عام 2005 إذ كانت تبلغ 66%. كما مبين في الملحق (3). في المملكة المتحدة (MBI) و (MBO) يسيطران على النشاط بمقدار 7.7 بليون £ أي ما نسبته 64% من المجموع الكلي بقت هذه النسبة ساكنة خلال السنوات الثلاثة كما مبين في الملحق (4).

مستثمرو رأس المال المخاطر ما زالوا يمولون عدد من الشركات في مرحلة البداية، سواء في المملكة المتحدة أو خارجها (584 من المجموع لعام 2007 مقارنة بعام 2006 إذ بلغت 578 و 577 في عام 2005 من مجموع الشركات)، مما يعني وجود ازدياد بنسبة 35% من إجمالي الشركات التي مولت من قبل أعضاء الـ BVCA في عام 2007 . أما بالنسبة لمبالغ الاستثمار فقد انخفضت من 1.3 بليون £ في عام 2006 إلى 683 مليون £ في 2007 كما وقد بلغت 477 مليون £ في عام 2005 كما موضح في الملحق (4) و (5).

تأسيساً على ما تقدم ترى الباحثة أن لجمعية الملكية خاصة ورأس المال المخاطر البريطانية كان لها الدور الكبير في تنمية الدور الذي يلعبه رأس المال المخاطر من ناحية المشاريع التي قام بتمويلها جميع المجالات المختلفة في مختلف الدول سواء الأوروبية أو الآسيوية وحتى الولايات المتحدة الأمريكية والزيادة الملحوظة في عدد الأعضاء التي انضمت إلى BVCA من ناحية أخرى . فقد كانت المملكة المتحدة ذات النصيب الأكبر في استثمار عدد كبير من الشركات التي قامت بتمويلها وازدياد عدد الشركات البريطانية التي انضمت إلى BVCA . كما يلاحظ أن طريقة التمويل MBO شراء الإدارة لحصة المساهمين وطريقة شراء الشركات بواسطة فرق تمويل بـ (MBI) كمرحلة أخيرة للتمويل هما من أكثر الطرق استخداماً في الدول

الأوروبية وخصوصاً المملكة المتحدة البريطانية. أخيراً ان انخفاض التمويل ل أعضاء ال BVCA وهجرتها إلى خارج المملكة المتحدة كان بسبب توفر بيئة تنظيمية مناسبة وفريدة.

ثانياً: الاستثمار العالمي

من الممكن إجراء مقارنة بين الاستثمار لرأس المال المخاطر والملكية الخاصة والاستثمار في بريطانيا من حيث:

1- ان الاستثمار العالمي استند إلى المملكة المتحدة حيث كان مجموع ما استثمر 31.6 بليون £ في عام 2007 (يتضمن ذلك الموجودات التي اديرت من خلال أعضاء BVCA خلال السنوات الأخيرة التي تم مسحها) مقارنة بـ 21.8 بليون £ في 2006 و 11.6 بليون £ في عام 2005 كما في الملحق (1).

2- في 2007 بلغ عدد الشركات 1.680 شركة مقارنة بـ 1.630 شركة في 2006 و 1.35 شركة في 2005 كما موضح في الملحق (1).

3- عدد الشركات التي تم الاستثمار فيها خارج المملكة المتحدة بلغت 350 شركة في عام 2007 مقارنة بـ 312 شركة في عام 2006. أما المبالغ المستثمرة خارج المملكة المتحدة بلغت 19.6 بليون £ أي بنسبة 62% من مجموع الاستثمار العالمي مقارنة بـ 11.6 بليون £ في عام 2006، بهذا تكون الزيادة بلغت 42% عن الاستثمارات الأجنبية في عام 2005 هذا موضح في الملحق (5).

4- أكثر الاستثمارات التي كانت خارج المملكة المتحدة كانت في أوروبا . حيث ارتفع الاستثمار من 4 بليون £ في عام 2005 إلى 46 بليون £ في عام 2006 وبلغ 13.9 £ في عام 2007 على الرغم من انخفاض حصتها من 46% في عام 2006 إلى 44% في عام 2007 للمرة الأولى. بمعنى ان كمية الأصول التي استثمرت في أوروبا اجتازت الاستثمارات في المملكة المتحدة . الاستثمارات الخارجية الأخرى ما عدا أوروبا والولايات المتحدة ازدادت من 2% في خلال عامي 2005 و 2006 إلى 6% في عام 2007 بمعنى ان حجم المبالغ المستثمرة وصل إلى 1.7 بليون £ في عام 2007 هذا موضح في الملحق (2).

5- البيع لإدارة الشركة (MBO) والشراء لإدارة الشركة (MBI) فالنسبة الاعظم كانت من نصيب الاستثمارات خارج المملكة المتحدة فقد بلغت 14.7 بليون £ في عام 2007 أي ما نسبته 75% من المجموع مقارنة بعام 2006 والتي بلغت 7.6 بليون £ أي بنسبة 66% و عام 2005 بلغت 3.7 أي ما نسبته 76% . أما التمويل في مرحلة التوسع فقد بلغ 4.6 بليون £ في عام 2007 و 3.6 بليون £ في عام 2006 و بليون £ في عام 2005. بينما الاستثمار في مرحلة البداية خارج المملكة المتحدة انخفض إلى 249 بليون £ في عام 2007 كما موضح في الملحق (5).

تأسيساً على ما تقدم يلاحظ وجود تغير في حجم الاستثمارات الخارجية سواء كانت كمصادر تمويل بمعنى الزيادة في عدد الشركات رأس المال المخاطر أو بعدد الشركات التي تم الاستثمار فيها. ويلاحظ أيضاً تباين الاستثمار في مراحل التمويل كمرحلة التوسع والمرحلة البداية خارج المملكة المتحدة.

ثالثاً: الاستثمار البريطاني

بالنسبة للاستثمار في مراحل التمويل في المملكة المتحدة كانت النتائج كالآتي:

1- بلغت الأموال المستثمرة في مرحلة (MBO) و (MBI) في عام 2007 7.7 بليون £ أي بنسبة 64% من مجموع الأصول التي خصصت لهذه المرحلة هذه النسبة بقت منخفضة مقارنة بـ 2006 (61%) و 2005 (66%) وبلغ عدد الشركات التي مثلت هذه المرحلة (MBO) 349 شركة في عام 2007 فهي قد انخفضت عن عام 2006 حيث بلغ عددها 365 شركة اما في عام 2005 فقد كان عدد الشركات 308. هذا يدل على ان الاستثمار في هذه المرحلة كان اكبر في الأعوام السابقة هذا موضح في الملحق (4).

2- أما الاستثمار في مرحلة التوسع بلغ 3.8 بليون £ أي بنسبة 32% في عام 2007 من المجموع الكلي هذه تمثل زيادة صغيرة عن السنتان السابقة . والاستثمار في مرحلة البداية فقد انخفض إلى 434 بليون £ بنسبة 4% من المجموع الكلي في عام 2007 هذا يعد انخفاض كبير عن 5% في عام 2005 و 9% في عام 2006 هذا موضح في ملحق (4).

رابعاً: الاستثمار الإقليمي

1- يمثل الاستثمار بلندن والمنطقة الجنوبية اذ جذبت بريطانيا 42% من مجموع الاستثمار في عام 2006 بينما مجموع الصفقات في لندن و المنطقة الجنوبية بلغت قيمتها 8.2 بليون £، يتضمن 554 شركة في عام 2007. في لندن وحدها وصل عدد الشركات إلى 334 شركة جذبت 5.7 بليون £ في عام 2007 بهذا تكون سجلت زيادة عن 2006 بمقدار 4.3 بليون £ أي ما يمثل 48% من مجموع المبالغ المستثمرة مقارنة بـ 35% في عام 2005 هذا يعكس ان الشركات الأكبر اتخذت بريطانيا مقراً لها هذا موضح في الملحق (6).

2- نسبة تدفق الاستثمار في المناطق الأخرى كان ثابتاً بشكل كبير أو منخفض بصورة معتدلة وسط البلاد الشرقي زادت حصتها من 4% في عام 2006 إلى 7% في عام 2007 أي أكثر من 800 مليون £ استثمرت في وسط البلاد الشرقي بينما تعد هذه النسبة منخفضة مقارنة بعام 2005 اذ بلغت 16%. أما في (Yorkshire & The Humber) انخفض الاستثمار انخفاض كبير إلى 499 مليون £ في عام 2007 مقارنة بـ 1.2 بليون £ في عام 2006 و 243 مليون £ في عام 2005 أي بنسبة 4% وبالتالي انخفض الاستثمار بنسبة 12% في عام 2006 إلى 4% في عام 2007. كما موضح في الملحق (6)

أما المنطقة الشمالية الغربية كانت أكثر المناطق نشاطاً خارج المنطقة الجنوبية الشرقية ولندن وبلغ عدد الشركات التي تم الاستثمار فيها 154 شركة وقدر مبلغ الاستثمار 600 مليون £ كما موضح في الملحق (6).

خامساً: زيادة مصادر التمويل حسب القطاع والمنطقة الجغرافية

1- الاعضاء في الـ BVCA كان نصيبهم 27 بليون £ في عام 2005 وارتفع إلى 34,3 بليون £ في عام 2006 ثم انخفض إلى 29.3 بليون £ في عام 2007 وهذا بسبب الظروف الاقتصادية في النصف الثاني من العام بالنسبة للمصادر البريطانية انخفضت من 28% في عام 2006 إلى 25% في عام 2007 بعد ان بلغت 21% في عام 2005 أي إلى 7.3 بليون £ في عام 2007 من المجموع الكلي في هذه الأثناء مصادر التمويل الخارجية (أمريكا الشمالية، آسيا، أخرى) ازدادت إلى 75% من المجموع الكلي أو 22 بليون £ هذا موضح في الملحق (3).

2- يتضح من الملحق (8) ان صناديق التقاعد كانت هي الممول الأكبر للملكية الخاصة حيث بلغت مساهمتها 6.7 بليون £ أو 23% من المجموع الكلي في عام 2007 فقد كانت مساهمتها في عام 2007 تقدر بأقل من 10 بليون £ عندها كانت نسبة التمويل 29% في عام 2006 و 31% في عام 2005. كما موضح في ملحق (7).

3- تخفيض تخصيصات صناديق التقاعد جزئياً يرافقه زيادة معتدلة لصناديق التمويل (Funds of Funds) كانت نسبة مساهمتها 21% في عام 2007 أي 6.1 بليون £ في حين بلغت نسبتها في عامي 2005 و 2006 16% من المحتمل ان صناديق التقاعد اختارت ان تجعل تخصيصات الملكية الخاصة من خلال صناديق الاموال التي يمكن ان تعرض تنوع كبير. كما موضح في ملحق (7).

4- أما استثمار البنوك فقد ارتفع بحدّة من 1,6 بليون £ في عام 2005 إلى 3.5 بليون £ في عام 2006 وبلغ في عام 2007 5.6 بليون £. أصبحت البنوك الان تمول 19% من مجموع الأموال التي مولها أعضاء الـ BVCA فهي بذلك ازدادت عن عام 2005 التي كانت تمثل 6% كما موضح في ملحق (7).

يلاحظ ان البنوك الأجنبية أصبحت أكثر اهتماماً بالتمويل بالملكية الخاصة فقد بلغت مساهمتها 4.3 بليون £ أي ما نسبته 15% في سنة 2007 من مجموع التمويل هذه تمثل زيادة هامة عما كانت عليه في عام 2006 اذ بلغت مساهمتها بـ 1.3 بليون £ بنسبة 4% وفي عام 2005 بلغت مساهمتها 854 بليون £ بنسبة 3% من مجموع التمويل، في حين شركات التأمين قد استثمرت 3,6 بليون £ في 2005 و 3 بليون £ في عام 2006 و 2,4 بليون £ في عام 2007. والمكاتب الحكومية استثمرت 3 بليون £ خلال الاعوام الثلاثة في حين المؤسسات الأكاديمية انخفضت مساهمتها بشكل كبير جداً كما في الملحق (7).

بالعودة إلى الملحق (3) يلاحظ ان مستثمرو أمريكا الشمالية يحددون صناديق لجمع التبرعات بلغت مساهمتها 12,2 بليون £ أي 45% في عام 2005 و 12,6 بليون £ عام 2006 فقد بلغت 37% من المجموع الكلي وبلغت مساهمتها 12.2 بليون £ أي 42% في عام 2007. أما قارة أوروبا بما فيها المملكة المتحدة كانت موجوداتها ثابتة أو منخفضة بعض الشيء باستثناء ألمانيا حيث ازدادت مساهمتها بتمويل الملكية الخاصة من بليون £ في عام 2005 إلى 919 مليون £ إلى بليون £ في عام 2007 في حين قارة آسيا انخفضت مصادر تمويلها بعض الشيء.

يلاحظ من الملحق (9) ان التمويل في مرحلة (MBO) شراء إدارة الشركة من قبل أعضاء الـ BVCA بلغ 26.3 بليون £ في سنة 2007 أي بنسبة 90% من المجموع الكلي وبلغت نسبة التمويل

في سنة 2006 85% بينما كانت 91% في عام 2005. أما الاستثمار في مرحلة البداية انخفض من 1.2 بليون £ في سنة 2006 إلى 830 مليون £ في سنة 2007 و 752 في عام 2005 (على الرغم من زيادة مخصصات التمويل للشركات التقنية) كذلك الحال في مرحلة التوسع حيث انخفضت من 775 مليون £ في سنة 2006 إلى 614 مليون £ في سنة 2007 بعد ان بلغت في عام 2005 853 مليون £.

سادسا: مرحلة التخرج

ان مجموع مبالغ التخرج بلغت 13.6 بليون £ في سنة 2007 مقارنة بـ 13.1 بليون £ في سنة 2006 و 13 بليون £ في عام 2005 وبذلك تكون سجلت زيادة بسبب الزيادة في أعضاء الـ BVCA إذ النسبة الأكبر كانت من نصيب البيع لشركات ملكية خاصة أخرى بلغت 3.8 بليون £ حيث ارتفعت النسبة بشكل ملحوظ من 10% في سنة 2006 إلى 28% في سنة 2007.

البيع التجاري ازداد أيضا بشكل ملحوظ من 2.5 بليون £ سنة 2006 إلى 3.6 بليون £ في سنة 2007 بالتالي فإن نسبة البيع التجاري ازدادت من 19% في سنة 2006 إلى 27% في سنة 2007. بالنسبة للأنواع الأخرى من البيع أو التخرج يشكل تسديد اسهم ممتازة وقروض بلغت 2.6 بليون £ في سنة 2007 هذا موضح في ملحق (8).

الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

1. تفتقر العديد من الدول العربية بضمنها العراق إلى شركات رأس المال المخاطر ذلك بسبب ضعف الأسواق المالية لأنها إحدى أهم طرق خروج رأس المال المخاطر من المشاريع التي تقوم بتمويلها فكلما طفت مشكلة السيولة على السطح أصبح رأس المال المخاطر غير قادر على بدء دورة تمويلية جديدة لمشاريع جديدة .
2. يكمن دور الدولة من خلال هيئة سوق الأوراق المالية في تحديد معايير قيد الأوراق للمشاريع الصغيرة والمتوسطة ثم التشجيع لدخول رأس المال المخاطر لتمويل هذه المشاريع عند أي مرحلة يمر بها المشروع .
3. يلعب نشاط رأس المال المخاطر دور هام في النمو الاقتصادي حيث لاحظت الباحثة ان اغلب مشاريع الاتصالات والتكنولوجيا تعتمد أساسا على رأس المال المخاطر وتساهم هذه المشروعات في تحقيق النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة لا تقل عن الثلث ولا تزيد عن النصف. يضاف إلى ذلك انه كلما زادت المشروعات التكنولوجية الحديثة زادت القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني، فضلا عن مشاريع أخرى كالصحة، علوم الحياة، صناعة الأدوية، الطاقة والبيئة والنفط والغاز وغيرها كثير من المشاريع.
4. قد توجد بعض العوائق التي تعيق إنشاء شركات وصناديق رأس المال المخاطر في العراق منها الظروف الأمنية والسياسية والاقتصادية.

التوصيات

1. على هيئة سوق الأوراق المالية القيام باصدار لوائح تنفيذية وقوانين لكيفية عمل رأس المال المخاطر في العراق بأي شكل ستكون شركات و صناديق رأس المال المخاطر . فقد لاحظت الباحثة وبالرجوع إلى تجارب بعض الدول الغربية والعربية اختلاف الاطر القانونية التي يعمل من خلالها رأس المال المخاطر، ومن الممكن الاستفادة من عرض بعض الاطر القانونية لعدد من الدول كمصر التي تم عرضها سابقاً. أما في بريطانيا فيعمل رأس المال المخاطر من خلال Limited partnership وهو شكل قانوني من أشكال الشركات يقترب كثيراً من شركة التوصية البسيطة يجري استثمار رأس المال المخاطر في فرنسا من خلال صندوق استثمار المخاطر الذي غالباً ما يستثمر أمواله في أوراق مالية غير مقيدة ببورصة الأوراق المالية.
- اما في إيطاليا يتم ممارسة أنشطة رأس المال المخاطر من خلال صناديق استثمار ملكية. (صانع السوق هو العملية التي من خلالها يصبح عامة الشعب مهتم بشراء أسهم شركة مدرجة في البورصة) خاصة إلا ان القانون الايطالي لا يمنع ان تمارس أنشطة رأس المال المخاطر من خلال وسائل قانونية أخرى في دول أخرى مثل بريطانيا.
2. يجب تحديد دور الدولة في تمويل رأس المال المخاطر ومدى مساهمتها فيه ويتفاوت أهمية دور الدولة من خلال الدعم الذي تقدمه فقد يكون الدعم المالي مباشر عن طريق المشاركة في إنشاء صناديق استثمار رأس المال المخاطر أو بشكل غير مباشر من خلال تهيئة المناخ الاقتصادي والمالي والتشريعي الملائم لعمل رأس المال المخاطر.

3. يجب تحديد من هم المستثمرون في رأس المال المخاطر حيث من الممكن ان تساهم البنوك في تأسيس شركات رأس المال المخاطر و صناديق التقاعد (المعاشات) وشركات التأمين وكذلك الهيئات العامة والهيئات والمؤسسات الخاصة. المجموعة الصناعية الكبرى، وصناديق الاستثمار الخاصة، وممولي الأعمال الشخصيون الذين يمثلون مجموعة من الأشخاص لديهم الاستعداد للاستثمار في صفقات (مشاريع) عالية المخاطرة مع أفراد يكونون لهم بالاعجاب ويستلهمون من إبداعاتهم وعادة ما يكون هؤلاء الممولين أشخاص أثرياء أو عائلات.
4. يجب على الدولة القيام بتنشيط السوق الأولية فضلاً عن أهمية تنشيط السوق الثانوية من خلال تفعيل معايير الشفافية والإصلاح والإفصاح والحرص على تحقيق مبدأ عدالة الأسعار للأوراق المالية من خلال منع استغلال المعلومات الداخلية والتلاعب في الأسعار بالإضافة إلى خلق أدوات مالية جديدة تعمل على زيادة حجم التداول مثل الشراء بالهامش واقتراض الأوراق المالية بغرض بيعها وصناديق المؤشرات وتبني نظام صانع السوق، وغير ذلك من الأدوات المالية التي من الممكن ادخالها إلى العراق بغرض تنمية وتعميق سوق التداول.
5. من المفيد أيضاً وجود إعفاءات ضريبية للأرباح الرأسمالية لرأس المال المخاطر والعمل على تحقيق شراكات إقليمية بين العديد من أصحاب المصلحة.

المصادر

المصادر العربية

- 1- اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرب اسيا، (2007)، " الموارد المالية، ورأس المال المخاطر وريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات"، مطبوعات الامم المتحدة، نيويورك.
- 2- الهيئة العامة لسوق المال، (2009)، "دليل استرشادي لمفهوم ونشاط ورأس المال المخاطر" متوفر على الموقع الالكتروني www.invest.org.eg
- 3- فرد وستون ويوجين برجام، (2009)، "التمويل الإداري"، تعريب عبد الرحمن دعالبة بباله، وعبد الفتاح سعد النعماني، الجزء الثاني، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية- الرياض.

المصادر الأجنبية:

- 1- BVCA (2004) , " A Guide to private Equity", price water Hose coopers.
- 2- BVCA, (2007), private Equity and venture Capital Report on Investment Activity.
- 3- Douglas, J., Cumming , (2002), " United states venture Capital Capital Financial Congruence on the Theories and practice of securities and Financial Market in Tiburg University.
- 4- James, Henderson, (2007), " The Role of Coporate venture Capital funds in Financing Biotechnology and Healthcare Differing Approaches and performance Consequences", IMD, Copyright James Handerson .
- 5- Jeanthan, Rotlo, T. , and Fred Wainwright, (2003), "Note on private Equity careers", copyright , Trustees of Dartmoth College, www. Mba.tuk, dartmoth. Edu.
- 6- Japan Asia investment Co., LTD, (2004) , Annual Report .
- 7- Marko, seppa, and Tommi, Rasila, (2001), "The V2C phenomenon: pushing venture to Capital", Research paper presented at the conference in Tampere, Finland. Published in Hannula, Jarvelin, Sepp (eds.) Fortiers of e- Business Research FeBR.
- 8- Mackewicz & partner, (2001), " The key Role of Corporate venturing in the Innovation strategy of industrial Companies ", Publishes by: Mackewicz & parther.
- 9- Nordic Investment Fund, (2006), "promoting a common Nordic Venture Capital Market".

- 10- Paul, Gompers, (2006), "venture Capital, Handbook of Corporate finance: Empirical Corporate Finance ", Handbook in Finance Series , Elsevier, Volum 1, North Holland.
- 11- Thomas, Hellmann, (2000), "Development aventure Capital Industry", World Development Report Study conference villa. Boersig- Berlin.
- 12- Steve, Mercial, (2006) , "Oraganizing Angle Investment to Benfit Angles , Companies, and communities", Community Development Investment Review, Volum 2, Issue 3.

المواقع الالكترونية

- 1- Andrcas , pfeil, (2000), "Venture Capital and Technology", Second draft, www.hdr.undp.org
- 2- Arbd, plagge, (2000), " The Markets for venture Capital in the United stated www.userpage.bd Germany www.userpagefuberli.de
- 3- Jean, philppe, cayen, (2001), " venture Capital in Canada, " Bank of Canda www.bis.org

الملحق (1)

Investment activity of BVCA members											
	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997
Number of BVCA members	214	192	179	168	164	164	155	135	128	117	105
% of survey respondents	100	100	100	100	100	98	97	96	95	94	95
Total amount invested (£m)	31,634	21,853	11,676	9,679	6,357	5,466	6,164	8,256	7,847	4,919	4,184
Number of companies financed	1,680	1,630	1,535	1,566	1,493	1,459	1,597	1,523	1,358	1,332	1,272

ملحق (2)

Investment by country												
Country	Number of companies			% of companies			Amount invested (£m)			% of amount invested		
	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005
United Kingdom	1,330	1,318	1,307	79	81	85	11,972	10,227	6,813	38	47	58
United States	73	51	44	4	3	3	3,910	1,164	479	12	5	4
Continental Europe	248	214	162	15	13	11	13,988	10,032	4,152	44	46	36
Other overseas	29	47	22	2	3	1	1,764	430	232	6	2	2
Total	1,680	1,630	1,535	100	100	100	31,634	21,853	11,676	100	100	100

ملحق (3)

Investment by financing stage												
Financing stage	Number of companies			% of companies			Amount invested (£m)			% of amount invested		
	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005
Start-up	207	245	208	14	17	16	190	531	160	2	5	2
Other early stage	295	255	285	20	18	22	244	415	222	2	4	3
Total early stage	502	500	491	35	35	38	434	946	382	4	9	5
Expansion	474	490	511	33	34	39	1,137	1,836	1,144	9	18	17
Secondary purchase	77	33	58	5	2	4	2,549	1,019	787	21	10	12
Refinancing bank debt	44	50	11	3	3	1	131	139	20	1	1	-
Total expansion	595	573	573	41	40	44	3,817	2,994	1,951	32	29	29
MBO	312	339	259	22	24	20	7,373	6,070	3,736	62	59	55
MBI	37	26	49	3	2	4	348	217	744	3	2	11
Total MBO/MBI	349	365	308	24	25	24	7,721	6,287	4,480	64	61	66
Grand total	1,330	1,318	1,307	100	100	100	11,972	10,227	6,813	100	100	100

ملحق (4)

Funds raised by country						
Country	Amount raised (£m)			% of amount raised		
	2007	2006	2005	2007	2006	2005
UK	7,288	9,722	5,872	25	28	21
Netherlands	873	1,372	956	3	4	4
France	536	862	668	2	3	2
Germany	1,040	919	1,125	4	3	4
Rest of Europe	3,600	4,390	3,156	12	13	12
North America	12,176	12,621	12,218	42	37	45
Asia	1,136	1,437	2,026	4	4	7
Other	2,609	2,973	1,293	9	9	5
Total	29,258	34,296	27,314	100	100	100

ملحق (5)

Overseas investment by financing stage												
Financing stage	Number of companies			% of companies			Amount invested (£m)			% of amount invested		
	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005
Start-up	23	46	16	6	14	7	134	242	22	1	2	—
Other early stage	59	32	52	16	10	23	115	138	73	1	1	2
Total early stage	82	78	68	23	24	30	249	380	95	1	3	2
Expansion	104	118	94	29	37	41	1,645	2,996	1,029	8	26	21
Secondary purchase	30	13	6	8	4	3	2,931	603	24	15	5	1
Refinancing bank debt	6	5	0	2	2	0	39	3	0	—	0	0
Total expansion	140	136	98	39	43	43	4,615	3,602	1,053	23	31	22
MBO	141	100	69	39	31	30	14,798	7,453	3,707	75	64	76
MBI	—	5	2	—	2	1	—	191	8	—	2	—
Total MBO/MBI	141	105	71	39	33	31	14,798	7,644	3,715	75	66	76
Grand total	350	312	228	100	100	100	19,662	11,626	4,863	100	100	100

ملحق (6)

Investment by region												
Region	Number of companies			% of companies			Amount invested (£m)			% of amount invested		
	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005	2007	2006	2005
South East	220	224	237	17	17	18	2,493	1,835	578	21	18	9
London	334	330	292	25	25	22	5,730	4,297	2,417	48	42	35
South East & London	554	554	529	42	42	40	8,223	6,132	2,995	69	60	44
South West	82	98	88	6	7	7	198	532	448	2	5	7
East of England	104	95	122	8	7	9	531	639	636	4	6	9
West Midlands	82	90	78	6	7	6	416	276	271	3	3	4
East Midlands	65	59	60	5	4	5	802	401	1,122	7	4	16
Yorkshire & The Humber	108	83	71	8	6	6	499	1,201	243	4	12	4
North West	154	146	144	12	11	11	600	614	426	5	6	6
North East	51	28	42	4	2	3	156	184	85	1	2	1
Scotland	73	78	96	5	6	7	393	174	114	3	2	2
Wales	36	59	51	3	4	4	128	61	461	1	1	7
Northern Ireland	21	28	26	2	2	2	26	13	12	—	—	—
Total	1,330	1,318	1,307	100	100	100	11,972	10,227	6,813	100	100	100

ملحق (7)

Funds raised by source							
Type of source		Amount raised (£m)			% of amount raised		
		2007	2006	2005	2007	2006	2005
Pension funds:	UK	1,132	2,054	1,502	4	6	5
	Overseas	5,560	7,919	7,175	19	23	26
Total		6,692	9,973	8,677	23	29	31
Insurance companies:	UK	635	1,080	558	2	3	2
	Overseas	1,777	2,023	3,136	6	6	12
Total		2,412	3,103	3,694	8	9	14
Corporate investors:	UK	270	442	423	1	1	2
	Overseas	370	847	928	1	2	3
Total		640	1,289	1,351	2	4	5
Banks:	UK	1,188	2,222	822	4	6	3
	Overseas	4,380	1,307	854	15	4	3
Total		5,568	3,529	1,676	19	10	6
Funds of funds:	UK	2,067	1,523	1,131	7	4	4
	Overseas	4,065	3,807	3,244	14	11	12
Total		6,132	5,330	4,375	21	16	16
Government agencies:	UK	59	470	517	—	1	2
	Overseas	2,988	2,552	3,196	10	7	12
Total		3,047	3,022	3,713	10	9	14
Academic institutions:	UK	20	130	65	—	—	—
	Overseas	361	1,372	1,279	1	4	5
Total		381	1,502	1,344	1	4	5
Private individuals:	UK	985	669	562	3	2	2
	Overseas	1,486	1,352	1,019	5	4	4
Total		2,471	2,021	1,581	8	6	6
Other sources:	UK	931	1,132	292	3	3	1
	Overseas	984	3,395	611	3	10	2
Total		1,915	4,527	903	7	13	3
Total from UK sources		7,287	9,722	5,872	25	28	21
Total from overseas sources		21,971	24,574	21,442	75	72	79
Grand total				27,314	100	100	100
Invested directly for parent through a captive vehicle	Captive	962	4,000	509			
	Semi-captive	466	1,843	106			
Capital gains, dividend income and loan interest		1,073	5,639	1,422			
Amount returned to investors		1	51	7			

ملحق (8)

Funds raised by expected stage of investment in 2007						
Stages	Amount raised (£m)			% of amount raised		
	2007	2006	2005	2007	2006	2005
Early stage	830	1,235	752	3	4	3
Technology	658	549	580	2	2	2
Other	172	686	172	1	2	1
Expansion	614	775	853	2	2	3
Technology	224	254	346	1	1	1
Other	390	521	507	1	1	2
MBO/MBI	26,263	28,994	24,966	90	85	91
Technology	5	1	530	—	—	2
Other	26,258	28,993	24,436	90	85	89
Up to £10m (total deal value)	569	305	93	2	1	—
£10m – £50m	1,876	960	1,447	6	3	5
£50m – £100m	3,196	2,578	2,075	11	8	8
Over £100m	20,617	25,150	21,351	70	73	78
Other	1,551	3,292	650	5	10	2
Unknown	0	0	93	0	0	—
Total	29,258	34,296	27,314	100	100	100

ملحق (9)

Divestments in 2007						
Type of divestment	Amount divested		Number of divestments		Number of companies	
	£m	%	£m	%	£m	%
Divestment on flotation	380	3	30	1	26	2
Sale of quoted equity	538	4	191	7	101	7
Trade sale	3,643	27	370	13	239	16
Sale to another private equity firm	3,830	28	259	9	145	10
Sale to financial institutions	544	4	256	9	39	3
Sale to management (buy-back)	174	1	141	5	93	6
Divestment by other means (not including loan repayments)	866	6	752	27	401	27
Repayment of preference shares/loans	2,693	20	574	21	240	16
Write-off	889	7	197	7	185	13
Total	13,557	100	2,770	100	1,469	100

.....

.....

.....