

# اختيار الهيكل التمويلي للمنشآت بين التمويل التقليدي والتمويل برأس المال المخاطر

خالد عمر حسن رحومه  
مدرس مساعد بقسم الاقتصاد  
كلية تجارة - جامعة دمنهور

## الملخص:

المحلي والدولي. وتقرر العديد من الدراسات في هذا الصدد أن التمويل التقليدي القائم على المشاركة قد يرتبط بأداء أفضل للمنشآت من حيث الربحية والتنافسية وقيمة المنشأة نفسها، وفي الجانب الآخر لا تستطيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تحصل على إحتياجاتها التمويلية سواء من المصارف أو من أسواق المال لضعف مركزها المالي وملاءمتها المالية، وفي هذا الإطار قد يوفر التمويل القائم على رأس المال المخاطر فرص تمويلية كبيرة للشركات والمشروعات الرائدة ذات المخاطر العالية المرتبطة بقدر كبير من الابتكارات والعوائد المجزية والتي تواجه صعوبات في الحصول على التمويل التقليدي. ويسعى البحث لعرض الأنماط التمويلية التقليدية في إطار مقارنة مع التمويل من خلال رأس المال المخاطر بما يسمح للمفاضلة بينهما واختيار الأمثل وفقاً للعديد من المعايير المبنية على نتائج العديد من الدراسات التجريبية.

تعتبر قضية التمويل بشكل عام أحد أهم القضايا التي تحدد مدى إمكانية تنفيذ الاستثمارات وتوسعها واستقرارها، وتشكل قضية التمويل العقبة الأولى التي تقف في وجه تنفيذ أي استثمارات جديدة، وكذلك يعتبر اختيار الهيكل التمويلي للمنشأة قضية لا يستهان بها في تحديد أداءها المستقبلي وفرص ربحيتها وقدرتها التنافسية، وبشكل عام يستحوذ التمويل التقليدي القائم على الديون ونظم المشاركة التقليدية القائمة على إصدارات الأسهم على نسبة كبيرة من أنماط التمويل على المستوي

1 هذا البحث جزء من الفصل الثالث في رسالة غير منشورة مقدمة من الطالب: خالد عمر حسن رحومه، المدرس المساعد بقسم الاقتصاد بكلية التجارة - جامعة دمنهور لنيل درجة دكتور الفلسفة في الاقتصاد بعنوان "النظم المصرفية القائمة على المشاركة وأثارها على تخصيص الموارد (مع الإشارة للبلدان الإسلامية)"، تحت إشراف:

- الأستاذ الدكتور/ عبد الرحمن يسري أحمد. أستاذ الاقتصاد والاقتصاد الإسلامي. كلية التجارة - جامعة الإسكندرية
- الأستاذ الدكتور/ محمدي فوزي أبو السعود. أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد وعميد كلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية سابقاً - جامعة الإسكندرية

## أ) نظام التمويل بالفائدة

في العرض التالي نطرح تساؤل مبدئي عن الأسباب التي تجعل المنشأة تتجه للتمويل بالاقتراض أو إصدار سندات أو الدوافع التي تقف وراء سعي المنشآت للحصول على التمويل بالدين وليس عن طريق الأسهم أو المشاركة، ويلاحظ أن الإجابة لا تعتبر بسيطة حيث تستلزم ضمناً إيضاح لماذا تفضل المنشآت التمويل بالدين أو بالسندات على التمويل بالمشاركة.

تشكل السندات أحد أهم أدوات التمويل بالدين وتتميز بوجود قيمة اسمية يحسب العائد على أساسها، بالإضافة لوجود قيمة سوقية تتحدد بأسعار الفائدة السوقية وبالعديد من العوامل الأخرى، ومن أهم الدوافع التي تدفع الشركات لإصدار السندات سهولة تحديد تكلفة التمويل بشكل مسبق لأن مدفوعات فائدة السندات مثل مدفوعات فوائد القروض تعتبر من قبيل التكلفة الثابتة التي لا ترتبط بالإيراد، بينما يصعب تقدير ما تحصل عليه الأسهم مسبقاً حيث ترتبط بالعوائد المحققة فعلاً، وعند مقارنة تكلفة التمويل بالسندات بما تحصل عليه

التعرف على سبب اختلاف نسبة القروض وحقوق الملكية في المنشآت المختلفة.

وعند دراسة هيكل رأس المال يتطلب الأمر التعرف على نظم التمويل القائمة على الفائدة لمعرفة ما لها وما عليها، ولماذا تلجأ لها المنشآت؟ وما هي العيوب التي تصاحب ذلك؟، ثم دراسة نظم المشاركة في التقليدية وما هي الأسس التي تقوم عليها، ثم يلي ذلك إيضاح لماذا لا يتم الاعتماد كلياً على أحد أسلوبَي التمويل دون الآخر؟ وأخيراً التعرف على ما يقدمه رأس المال المخاطر من مزايا تمويلية؟

وبناءً على ما تقدم يتناول البحث النقاط التالية:

1- نظام التمويل التقليدي

2- التمويل برأس المال المخاطر

### 1- نظام التمويل التقليدي

يندرج تحت نمط التمويل التقليدي التمويل القائم على الفائدة (التمويل من خلال الديون) والتمويل من خلال الأسهم (حقوق الملكية).

رأس المال ولكن جميعها تراه خليطاً أموال الدين طويل الأجل أو مزيج بين المساهمين)،<sup>3</sup> وفيما يتعلق بالهيكل الأمثل لرأس المال يرى Van Horn الهيكل الذي تكون عنده التكلفة الحديثة لكل مصدر من مصادر التمويل متساوية. ومن ثم يري أنه يمكن للمنشأة أن تستمر في اللجوء إلى القروض لتمويل استثماراتها حتى الوضع الذي يحدث فيه تساوي بين التكلفة الحديثة للقروض مع التكلفة الحديثة للأموال الخاصة.<sup>4</sup>

وتوضح النظريات التقليدية في مجال الإدارة المالية أن اختيار المصادر التمويلية للشركة يتم كمحصلة المفاضلة ما بين التكاليف المختلفة لكل مصدر تمويل من جهة والمنفعة من جهة أخرى، أو نتيجة لتفضيل أحد أسلوبَي التمويل الداخلي أو الخارجي<sup>5</sup> فالعديد من الأبحاث في الإدارة المالية ركزت على

<sup>3</sup> حداد، فايز، الإدارة المالية، الطبعة الأولى، مطابع السنور التجارية، عمان، الأردن، 2007.  
<sup>4</sup> محفوظ، جبار، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، الجزء الأول، دار هومة، الطبعة الأولى، 2002، ص 11.

<sup>5</sup> Hovakimian, A. "Are Observed Capital Structure Determined by Equity Market Timing", Journal of financial and quantitative analysis, 2006, Vol. 41, No.1, pp 221 - 243.

ترجع أهمية دراسة نظم التمويل لدورها البالغ في تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال، حيث يعتبر هيكل رأس المال عنصراً لا يستهان به في تحديد أداء المنشأة، لأنه يؤثر بشكل كبير على مدى فشلها أو نجاحها، ويرجع ذلك لأن المنتج أو الخدمة التي تقدمها المنشأة وحتى في ظل توافر الإدارة الجيدة تعتبر عناصر لا تضمن نجاح المنشأة بمفردها، وتعتبر الطريقة التي تتخذ بها المنشآت قرارات تكوين هيكل رأس المال من أكثر الأمور التي تم بحثها بشكل مكثف في حقل الإدارة المالية، وبالرغم من ذلك إلا أن هناك القليل من التوافق بين نتائج الدراسات التي تناولتها.

وقبل التعرف على الدراسات التي تناولت هيكل رأس المال يقتضي الأمر التعرف على مفهوم هيكل رأس المال، ويلاحظ أن هناك عدة مفاهيم لهيكل

<sup>1</sup> إن حجم مبيونية المنشأة (الرفع المالي) في هيكل رأس المال يمكن أن يؤثر بشكل كبير على قيمة المنشأة، من خلال التأثير على عوائد ومخاطر المنشأة، لذلك على المدير المالي للمنشأة أن يكون قادراً على تقييم كيفية تحديد خليط هيكل رأس المال عند اتخاذ القرار، أما لقراره من أثر مصوري على أداء وقيمة الشركة في المستقبل.

<sup>3</sup> Nonprofit Finance Fund Capital Structure Counts, New York - 10018, 2002, pp. 1-16.

<sup>4</sup> Bancel, F. and Mitto, U., "Cross-Country Determinant of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms", Financial management association, winter 2004, pp 103 -132.

الأسهم من أرباح يلاحظ انخفاض تكلفة السندات مقارنة بما تحصل عليه الأسهم العادية والأسهم الممتازة من أرباح، فأغلب المستثمرون لا يقدمون على شراء الأسهم إلا إذا كان احتمال الربح أكبر بكثير من فائدة السندات. وكذلك تعتبر تكلفة مدفوعات الفائدة للسندات أحد بنود التكلفة التي تخصم مثل باقي التكاليف قبل تحديد الربح الإجمالي الخاضع للضريبة مما يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي، ومن ثم ينطوي إصدار السندات على ميزة ضريبية، بينما تعتبر عائدات الأسهم بنوعيتها توزيعاً للأرباح وليست من النفقات ومن ثم لا تخصم من الوعاء الضريبي.

وتتميز السندات من وجهة نظر المنشآت أن للمنشأة حق استدعاءها وشراءها في حالة انخفاض أسعار الفائدة في السوق عن أسعار فائدة السندات، وعادة ما تكون السندات محددة المدة، فالمؤسسة عليها تكوين الاحتياطي لإهلاكها، بينما تتميز الأسهم أنه لا يمكن للمنشأة تصفيها (أو إطفاءها) حيث ترتبط بأجل المنشأة.

وكذلك يتيح التمويل من خلال السندات للمنشأة المتاجرة بالملكية، حيث يكون إصدار السندات عملية مربحة إذا استطاعت الشركة استثمار الأموال

المقترضة بمعدل يزيد عن معدل الفائدة المدفوع، وهو ما يتعلق بالرفع المالي أو نسب المديونية *Leverage*. ووفقاً للعديد من الدراسات فإن الرفع أو الرافعة المالية قد تحقق للمؤسسة الكثير من الميزات إذا ما تمت في ظل عائد على الموجودات أعلى من تكلفة الاقتراض.<sup>11</sup>

بالإضافة لما سبق لا يحق لحملة السندات المشاركة في الإدارة وهو ما يعطي مرونة أكبر في عمل المديرين، وبالتالي فإنها تعتبر من مصادر التمويل المرنة لأنها تمكن المديرين من استعمال

<sup>11</sup> ويلاحظ أنه عند التعرف على مفهوم الرفع المالي أن تبني مفهوم معين دون غيره من المفاهيم يرجع في الأساس للهدف المراد تحقيقه من التحليل، وصحة عامة فقد وضعت أحد الدراسات أربع بدائل لتعريف وحساب نسبة المديونية هي:

- التعريف الأوسع لمفهوم الرفع المالي أو نسبة المديونية هو نسبة مجموع الالتزامات (من غير حقوق الملكية) إلى مجموع الأصول (Total Liabilities (non-equity) / (Total Assets).
- نسبة مجموع المديونية سواء كانت طويلة الأجل أو قصيرة الأجل إلى مجموع الأصول (Total Debts (short & long term) / (Total Assets).
- نسبة المديونية إلى صافي الأصول Net Total Debts / Assets حيث أن هذه الطريقة في حساب وتعريف المديونية لا تتأثر بالـ Non-Interest-Bearing Debts.
- نسبة مجموع القروض / رأس المال Total Capital / Debt حيث يعرف الـ Capital على أنه مجموع القروض بالإضافة إلى حقوق الملكية.

المزيد انظر:

Rajan, R. & Luigi, Z., "What do we Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", Journal of Financial Economics, 1995, 53, 3-42.

أعمال الخبر دون إشراكهم في الإدارة أو إعطاء هؤلاء الدائنين أي حق في التصويت، وعند التوسع في النشاط يلاحظ عادة أن ملاك الشركة يسعون لعدم إصدار أسهم جديدة وأن يكون التمويل عن طريق إصدار السندات لحماية مصالحهم حيث يحق لحملة الأسهم التأثير على قرارات مجلس الإدارة، وتنتج السندات زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة من خلال الوصول لطبقات معينة من المستثمرين (الشركاء السليبيون) التي لا تناسبها الأسهم، وبالتالي فإن إصدار السندات يمكن الشركات من الوصول إلى هذا النوع من المستثمرين.

وبرغم المزايا السابقة من وجهة نظر المنشأة إلا أن السندات يشوبها عدة سلبيات لا يمكن إغفالها أهمها: أن ثبات تكلفة التمويل يؤدي لزيادة المخاطر المالية إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية، حيث تعتبر مدفوعات فائدة السندات تكلفة ثابتة واجبة الدفع تحت أي ظروف تواجه المنشأة، وقد يترتب على دفع المؤسسة لمستحقاتها تجاه حملة السندات انخفاض أرباح حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأسهم في السوق المالية، ومن ثم قد تصبح السندات سبب رئيسي لفشل والهبوط بعض الشركات إذا كانت هناك

ظروف عدم تأكد بشأن الإيرادات المتوقعة مستقبلاً حيث يؤدي العجز عن سداد الفوائد إلى تعريض المنشأة للإفلاس، وهو ما يجعل التمويل بالسندات يتطلب أن تتصف إيرادات الشركة بالثبات النسبي والاستقرار، فثبات الإيرادات من سنة إلى أخرى يعني مقدرة الشركة على مقابلة التزاماتها الثابتة نحو حملة السندات أما الشركات التي يتقلب إيرادها من سنة إلى أخرى فقد تعجز عن الوفاء بالتزاماتها، ونظراً لكون الواقع ينطوي على قدر كبير من عدم الاستقرار فإن التمويل بالسندات قد يشكل في أغلب الحالات مصدر خطر حقيقي للمنشآت.

كما يلاحظ أيضاً أن الإسراف في إصدار السندات قد يؤدي إلى إضعاف المركز المالي نتيجة زيادة حجم المديونية، لأن المقرضين قد يرفضون تمويل الشركات عندما تكون نسبة المديونية مرتفعة ومن ثم يتطلب الحصول على قرض جديد زيادة الضمانات المقدمة وارتفاع أسعار الفائدة بشكل كبير، وبالتالي قد تلجأ المنشآت لزيادة رأس المال حتى تخفض نسبة القروض إلى رأس المال وبالتالي تستطيع الحصول على قروض مستقبلية في حالة رغبتها في توسعات أكثر. وقد تنص القوانين المنظمة للشركات

المساهمة على نسبة معينة من السندات لا يمكن للشركة تجاوزها فالتشريعات المالية في الكثير من البلدان تفرض نسبة معينة بين إجمالي الأموال الخاصة (حق الملكية) وإجمالي الديون وبالتالي تحد من مقدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض عن طريق السندات حماية لأموال المساهمين، وقد توجد أيضا بعض الالتزامات التعاقدية التي تحد من الاستدانة بكل أشكالها أو إصدار السندات، مثلا اتفاقية خاصة بعقد قرض مع أحد البنوك أو عقد إصدار السندات القديمة ينص على عدم السماح بإصدار سندات جديدة.

ومن أهم أوجه القصور في التمويل بالقروض والسندات أنه لا يعتبر دائم ولا يمكن الاعتماد عليه للأبد. كما لا تعتبر القروض والسندات متاحة لجميع المنشآت خاصة ذات المركز الائتماني المالي الضعيف أو الشركات الصغيرة حيث يلاحظ أن المنشأة الصغيرة قد يصعب عليها في بعض الأحيان الحصول على قروض طويلة الأجل كما أنه في حالة إصدارها لسندات قد لا تلاقي رواجاً لدى المستثمرين وبالتالي تتجه لزيادة راس المال عن

<sup>11</sup> كويل، برايان، هيكل رأس مال الشركات، دار الفاروق للنشر والتوزيع، القاهرة، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، ٢٠٠٦، ص ٧ - ٣٠

طريق الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة.

بعد التعرف على الأساليب التي تدفع بالمنشآت إلى اللجوء للتمويل بالديون وما يشوب ذلك من عيوب ومشاكل تواجهها أغلب المنشآت خاصة صغيرة الحجم أو تلك التي تتميز أنشطتها بقدر كبير من المخاطر، نلخص فيما يلي البحث في نظام آخر للتمويل وهو نظام التمويل بالمشاركة، ثم طرح تساؤل جوهرى عن مدى قدرة نظام المشاركة التقليدي على تلافي السلبيات السابقة، وكيف تستطيع المنشأة المزج بين النظامين؟

### ب) نظام التمويل بالمشاركة

يعتبر ظهور الشركة ذات المسؤولية المحدودة أحد أهم الإسهامات<sup>12</sup> التي حدثت في أواخر القرن السابع عشر وأوائل القرن الثامن عشر فقد كان له أكبر الأثر في تجرأ الأفراد وإقدامهم على تمويل مشروعات

<sup>12</sup> حيث ساعد على تأسيس الشركات الكبرى في حينها كشركة الهند الشرقية، والشركة الملكية لتجارة لوفين في أفريقيا، وشركة كندا الفرنسية، وكنت هذه الشركات أداة للتوسع الاستعماري حيث حققت هذه الشركات أرباحاً خيالية كانت فيما بعد أعقاب الحرب العالمية الأولى سبباً في انتشار الشركات المساهمة، وبعد حقبة من الزمن أصبحت الشركات تحتل المقام الأول في النشاط الصناعي والتجاري والزراعي وظهرت شركات كبرى متعددة الجنسيات ذات نطاق دولي يتجاوز حدود الدولة الواحدة ويتحكم في الاقتصاد العالمي وقامت هذه الشركات بإصدار صكوك قابلة للتداول، عرفت فيما بعد بالأسهم

عالية المخاطر.<sup>13</sup> وترتب على استمرار هذا النمط التمويلي ظهور المشروعات الضخمة القائمة على الابتكار في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل العشرين، حيث عمل هذا النمط التمويلي على توفير آلية لتمويل مشروعات الثورة الصناعية بمرحلة كبيرة وهو ما أدى لنسخ رؤوس الأموال اللازمة لجميع مراحل التصنيع (البحث والتطوير واستخراج المواد الأولية واستيرادها وبناء المصانع والتصنيع وغيرها من خطوات الإنتاج الصناعي).

ورغم أن فكرة الشركة ذات المسؤولية المحدودة أصبحت من المسلمات حالياً، إلا أنها شكلت في بداية ظهورها قفزة حقيقية في مفهوم العمل التجاري والصناعي<sup>14</sup> لتخفيضها مستوى المخاطرة المترتبة بتوظيف الأموال.<sup>15</sup>

<sup>13</sup> قد كانت القيود القانونية سلفاً الفكر تحد من الأنشطة التمويلية وهو ما تسبب في ندرة رؤوس الأموال اللازمة لمشروعات الإنتاج الكبير، حيث كان الأفراد يجمعون عن المبادرة بتمويل المشروعات الجديفة خوفاً من المخاطرة المالية التي قد تتجاوز ديون الشركة لتتعداها إلى النعم المالية الخاصة بالشركاء.

<sup>14</sup> بل أن العديد من الباحثين يرجع لتفوق البريطاني للانتشار الواسع لفكر الشركة ذات المسؤولية المحدودة الذي أدى إلى القضاء على الاحتكار الذي ازدهرت في ظله أعمال شركة الهند الشرقية، وهي ذراع بريطانيا العظمى أثناء توسعها الاستعماري.

<sup>15</sup> John Micklethwait and Adrian Wooldridge, *The Company: A short History of a Revolutionary Idea* (London: Weidenfeld & Nicholson, 2003).

ومع تزايد دور الشركة المساهمة ذات المسؤولية المحدودة زادت أهمية اسواق المال مقابل البنوك التي كانت تنفرد بمعظم التمويل، وكان لتطور سوق المال خاصة سوق الأسهم وانتشار الشركات بمفهومها الحديث ارتباط قوي بالنمو الاقتصادي ومعدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي، فقد عمل تطور سوق الأسهم على تحقيق معدلات نمو مرتفعة لأنه عمل على تخفيض السيولة والحد من الصدمات الإنتاجية.<sup>16</sup>

ويعد العرض السابق لنشأة وتطور مفهوم الشركة يأتي التساؤل عن مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركات المساهمة في تأسيسها وتوسعها فيما بعد. وبشكل عام يمكن تقسيم مصادر تمويل الشركات القائم على الملكية الي نمطين للتمويل تبعاً لكونه خارجي أو داخلي وهما: التمويل بالأسهم كمصدر خارجي أو التمويل بالأرباح المحتجزة كمصدر داخلي. وسينصب اهتمام البحث على أساليب التمويل القائمة على الأسهم<sup>17</sup> بنوعها العادية والممتازة، وبعد ذلك يسعى

<sup>16</sup> Duisenberg, Willem F., *The role of financial markets for economic growth, "The Single Financial Market: Two Years into EMU"*, Vienna, on 31 May 2001.

<sup>17</sup> فيما يخرج عن نطاق دراستنا التمويل من خلال الأرباح المحتجزة.

البحث لمقارنة أساليب التمويل القائمة على المشاركة مع تلك الأساليب القائمة على الديون لإيضاح كيف تختار المنشأة هيكلها التمويلي؟ وما هو أثر هذا الهيكل التمويلي على أداء المنشأة. ثم يستعرض البحث أخيراً أسلوب التمويل من خلال رأس المال المخاطر كنمط غير تقليدي.

يندرج التمويل بالأسهم تحت مسمى التمويل بحقوق الملكية ذات المصدر الخارجي.<sup>18</sup> ويستخدم هذا النوع في تمويل الشركات المساهمة، والتي يتكون رأسمالها من عدد من الحصص المتساوية، ويطلق على كل حصة لفظ "سهم"، ويصبح مالكا شريكا في الشركة وله الحق في الاستفادة من الأرباح، كما أن عليه أن يتحمل الخسارة عند تحققها، ويمكن التمييز بين نوعين من الأسهم<sup>19</sup>:

#### ■ الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل، وتعتمد الشركات المساهمة اعتمادا يكاد يكون كلياً على الأسهم العادية في تمويلها الدائم وخصوصاً عند بدء التأسيس. وهي

<sup>18</sup> ويختلف عن التمويل الذاتي أو الداخلي المتمثل في الأرباح التي تقرر المنشأة احتجازها بدلاً من توزيعها على الملاك.  
<sup>19</sup> خطاوي، محمد صالح، الإدارة المالية والتمويل، دار الجمعية، مصر، ٢٠٠٠، ص. ٣٠٧-٣٠٨.

تعتبر صكوك ملكية تعطي حاملها الحق في حضور الجمعية العمومية، وفي حالة تصفية الشركة لا يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية إلا بعد صرف مستحقات حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة<sup>20</sup>، وبالتالي فحملة الأسهم العادية ما هم إلا ملاك للشركة، وصك الملكية هذا له قيمة اسمية وقيمة سوقية وقيمة دفترية.<sup>21</sup>

وتتميز الأسهم العادية بانها لا تلزم المنشأة بتوزيعات أرباح ولا يجوز لحاملها استرداد قيمتها ولكن يمكن بيعها، ولكن يعاب عليها ارتفاع العائد المدفوع من قبل المنشأة للمساهمين بسبب مشاركتهم في تحمل المخاطر<sup>22</sup>، وكذلك لا تحقق التوزيعات للشركة أي

<sup>20</sup> سيأتي تفصيلها لاحقاً.  
<sup>21</sup> القيمة الدفترية = قيمة حقوق الملكية + عدد الأسهم العادية  
القيمة السوقية = القيمة التي يباع بها السهم في السوق  
القيمة الاسمية = القيمة التي أصدر بها السهم وعادة ينص عليها عقد التأسيس للمنشأة  
<sup>22</sup> ويمكن حساب تكلفة إصدار الأسهم العادية الجيدة وفقاً للصيغة التالية.

$$C_p = \frac{R_i}{P_i - D} + g$$

حيث أن:  
R<sub>i</sub>: الأرباح الموزعة في السنة أ.  
P<sub>i</sub>: سعر السهم في السنة أ.  
D: مصروفات الإصدار وتوزيع الأرباح.  
g: نسبة النمو المتوقعة.  
C<sub>p</sub>: تكلفة إصدار السهم العادي.

المزيد لنظر:  
- جوجال، محمد، التمويل المصرفي في النظام الإسلامي والنظام التقليدي (منغل مقارن) بحث مقدم في إطار محاضرات الدراسات العليا بكلية العلوم الاقتصادية والعلوم للتسيير بجامعة سطيف، ٢٠٠٣/٤/٢٠٠٣.

ومن ثم فهو صك ملكية بنفس خصائص الاسهم العادية، ولكنه يشمل بعض خصائص السندات.

وتتميز الأسهم الممتازة أنه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت في الجمعية العمومية لمجلس الإدارة، كما يحق للمنشأة استدعاء بعض أنواع هذه الاسهم أي شراءها في حالة انخفاض اسعار الفائدة عن نسبة التوزيعات المحددة، ولكن يعاب على الأسهم الممتازة أن أصحابها يتعرضون لمخاطر أعلى من المقرضين وذلك ناتج عن احتمالية عدم توزيع الأرباح عليهم ولذلك يطالبون بنسبة مرتفعة محددة من الأرباح. وبشكل عام يمكن للشركة أن تصدر أسهم ممتازة عندما لا تستطيع الحصول على قروض بسبب ارتفاع سعر الفائدة أو زيادة نسبة المنيونية. وهناك أنواع عديدة من الأسهم الممتازة كل نوع يختلف في طريقه الدفع والامتيازات<sup>23</sup>.

• الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح أو التراكمية: أي حصة أرباح مستحقة لا يعلن عنها، وتعتبر تراكمية ويجب دفعها مثل الإعلان عن حصة أرباح السهم العادي.

<sup>23</sup> نيكو، جوزيف بروكو، أدلة الانتاجية، مكتب العمل الدولي، جنيف، ١٩٩٨.

وإن ضريبي لأنها لا تعتبر من التكاليف، حيث لا تخصم من صافي الربح النهائي، ومن ثم لا يعتبر ما تحصل عليه الأسهم العادية تكلفة بل نصيب من صافي الربح كما تقدم. وعلى المنشأة عندما تفكر في إصدار أسهم عادية جديدة أن تأخذ في اعتبارها أن الاسهم العادية الجديدة تتطلب ما يلي:<sup>24</sup>

- العسولة اللازم دفعها للوسطاء لبيع اسهم جديدة.
- تخفيض سعر الأسهم لاجتذاب المشترين.
- وبناء على ذلك تعتبر تكلفة الاسهم العادية الجديدة أعلى من تكلفة الاسهم القديمة نظراً لوجود العناصر السابقة.

#### ■ الاسهم الممتازة:

يتمتع حملة الأسهم الممتازة بنفس المزايا والحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية، إلا أن هناك أوجه امتياز لحملة الاسهم الممتازة، فلهم نسبة محددة من الأرباح تتحدد تبعاً للقيمة الاسمية، بالإضافة لحقهم في الاستحواذ على موجودات الشركة في حالة تصفيتها،

<sup>24</sup> عبد الحكيم، هشام طلعت، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردين)، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة المستنصرية، ٢٠١٠، ص ٦٠.

• الأسهم غير التراكمية: على عكس النوع السابق فإن أصحاب الأسهم الممتازة غير التراكمية يخسرون حصص أرباحهم عن أي فترة لا يعلن أعضاء مجلس الإدارة خلالها عن حصة أرباح.

• أسهم المشاركة أو المتقاسمة للأرباح: وهنا يتم دفع حصة أرباح إضافية فوق حصة الأرباح المذكورة إذا تجاوزت حصة أرباح الأسهم العادية المبلغ المذكور.

• الأسهم القابلة للاستبدال أو للتحويل: يمكن استبدال هذه الأسهم (تحويلها) إلى عدد معين من الأسهم العادية بسعر محدد.<sup>٢٠</sup>

• السهم الممتاز القابل للمناداة أو الأسهم القابلة للاستهلاك: أي استهلاكها ورد قيمتها إلى الشركة وهي أسهم تحتفظ الشركة لنفسها بالحق في استعادتها، بمعنى شرائها

مرة أخرى بسعر ما " سعر الإصدار".

وبالنسبة لتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة، فيلاحظ أن الأسهم الممتازة تتشابه مع القروض لأن أصحابها يحصلون على عائد ثابت يدفع بصفة دورية ويتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم غير أنه يختلف عن القرض في أن عدم دفع هذا العائد بصفة دورية لا يؤدي إلى إفلاس الشركة كما هو الحال عند عدم سداد القروض وأقساطها. وعلى الرغم من أن هذا العائد لا يعتبر التزام ثابت يعكس الحال بالنسبة لفائدة القرض إلا أن الشركة لا تفضل إصدار هذا النوع من الأسهم إلا في حالة ما إذا كانت لديها القدرة على دفع الفوائد.<sup>٢١</sup>

ومجمل القول إن التمويل بالأسهم يتميز بعدم وجود تكلفة ثابتة فالشركة ليست ملزمة بتوزيع أرباح مالم تحقق

<sup>٢١</sup> وكذلك يمكن حساب تكلفة السهم الممتاز كما يلي:

$$K_p = D/I_0$$

حيث  $K_p$ : تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة.  
 $D$ : حصة الأسهم الممتازة من الأرباح.  
 $I_0$ : القيمة الاسمية للسهم الممتاز.

وتعتبر هذه التكلفة بعد الضريبة لأن توزيعها لا تعتبر نفقات ويتم خصمها للأغراض الضريبية كما هو الحال بالنسبة لمنفوعات فوائد القروض.

للمزيد أنظر: عبد الحكيم، هشام طلعت، تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردان)، مرسى سلق، ص ٦٠.

ومن ثم لا تشكل مدفوعات الأسهم عبءاً مماثل لمنفوعات القروض والسندات. كما أنه في أغلب الحالات يشوب ظروف السوق عدم تأكيد بشأن الإيرادات المستقبلية وهو ما يجعل التمويل بالأسهم أكثر ملائمة. كما لا يتطلب إصدار الأسهم ضمانات أو رهونات وخلافه، وتعتبر الأسهم من أشكال التمويل الدائم التي لا ترتبط بأجل معين.

### (ج) كيفية اختيار الهيكل التمويلي؟

بعد استعراض نظامي التمويل بكل من الدين والمشاركة، يلاحظ نظرياً أن التحيز أو تفضيل هيكل تمويلي معين بين أسلوبَي التمويل القائمين على المديونية والمشاركة سيعتمد على الجانب الذي سيتم النظر منه للمفاضلة بين الأسلوبين، فحقيقة وجود تضارب في المصالح بين ملاك الشركة وإدارة الشركة تجعل عملية المفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية (رأس المال) والخارجية (المديونية) تختلف باختلاف المستفيد هل هو إدارة الشركة أم المساهمين كما يلي:

■ **فبالنسبة لإدارة الشركة:** تفضل إدارة الشركة التمويل الخارجي القائم على الدين أو الاقتراض باعتباره أقل تكلفة ويتمتع بمزايا

ضريبية تعمل على زيادة صافي الأرباح، وهذا يعمل على زيادة قيمتها السوقية<sup>٢٢</sup>، كما أن إجراءات الحصول على التمويل الخارجي أسهل وأسرع من إجراءات الحصول على التمويل بالملكية، ولكن يؤخذ على التمويل الخارجي كما تقدم زيادته لمخاطر الشركة نتيجة لزيادة احتمالية عدم القدرة على السداد الناتج عن التوسع في الالتزامات الثابتة، الأمر الذي قد يؤدي إلى انخفاض في القيمة السوقية للشركة نتيجة لزيادة مخاطرها خاصة إذا لم يواكب ذلك زيادة في أرباح الشركة<sup>٢٣</sup>. وبشكل عام تتجه الشركات المقبلة على تنفيذ استثمارات ذات مخاطرة عالية للتوسع عن طريق إصدار الأسهم خوفاً من عدم القدرة على السداد في حالة عدم تحقق الأرباح المستهدفة.

■ **وبالنسبة للمساهمين القدامى:** فإن الحصول على التمويل من خلال إصدارات الأسهم العادية يمنع مرونة عالية في الاستثمار كما أنه

<sup>٢٢</sup> حنفي، عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، ٢٠٠٧، ص ٣٧٥ - ٤٠١.  
<sup>٢٣</sup> حنفي، عبد الغفار وقرقيص، رسية، مخزن مطبوع في الإدارة المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، ٢٠٠٢، ص ١٨٥ - ١٨٩.

يجنب المنشأة القيود التي قد تفرض عليها من الجهة المقرضة وكذلك يجنبها مخاطر الإفلاس التي قد تحدث نتيجة الاقتراض الخارجي. إلا أن إصدار الأسهم قد يتم معارضته في بعض الحالات من قبل حملة الأسهم العادية القدامى لاعتقادهم بأن زيادة رأس المال قد تؤدي إلى تخفيض عائد السهم بسبب زيادة عدد المساهمين<sup>29</sup> وكذلك تخوفهم من أن تضعف درجة تحكمهم وسيطرتهم، لذلك فإن المساهمين في كثير من الأوقات يقومون بتفضيل الزيادة في نسبة المديونية الخارجية.

ويعد الاستعراض النظري للمفاضلة بين أساليب اختيار الهيكل التمويلي ووجهات النظر المتعارضة، يأتي التساؤل عن الواقع وما توضحه الدراسات التجريبية وأي الهياكل التمويلية كان الأكثر نجاحاً؟ وما هو المعايير الذي تتخذ كمؤشر للحكم على نجاح المنشأة، هل هي العوائد المتوقعة أم قيمة المنشأة أو القدرة التنافسية أم

عوامل أخرى؟ وما هي علاقة هذه العوامل بهيكل التمويل؟

وقد اتصفت العديد من الدراسات العملية بتباين كبير في نتائجها فيما يخص العوامل الخاصة بالأداء ومدى ارتباطها بقرار اختيار هيكل التمويل، فقد اعتبرت بعض الدراسات أن الربحية من الأمور التي يجب على إدارة الشركة الاهتمام بها وذلك لضمان البقاء والاستمرارية، ولكن تعظيم الربحية ليس الهدف الذي تفضله إدارة الشركة في بعض الحالات وذلك لعدة أسباب منها: اختلاف التوقيت الزمني للعوائد والربح المحاسبي ليس بالضرورة أن ينتج عنه تدفقات نقدية موجبة، كما أن الربحية تتجاهل درجة المخاطرة التي تحدد عائد السهم المتمثل بثروة الملاك<sup>30</sup>. وإن كان أغلب الدراسات والأبحاث التجريبية قد أثبتت أن هناك علاقة طردية بين المخاطر والعوائد المتوقعة، ولكن اعتماد الشركة على مصادر التمويل الخارجية (المديونية) كغالبية زيادة التزامات الشركة وبالتالي زيادة مخاطر عدم السداد، والذي قد يعرض الشركة إلى خطر الإفلاس وبالرغم من

<sup>29</sup> التهتموني، فاروق، "أثر محددات هيكل رأس المال على عائد وقيمة الشركات - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية والخميرية المدرجة في بورصة عمان، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، ٢٠٠٥.

<sup>29</sup> Du, J. and Dai, Y. "Ultimate Corporate Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from East Asian Economies". Blackwell publishing limited, 2005, Vol. 13, No.1, pp 60-71.

أن نسب المديونية المرتفعة تعمل على زيادة مخاطر الاستثمار، إلا أنها قد تعمل على تحقيق وفر ضريبي للشركة وبالتالي زيادة أرباح وعوائد الشركة والمستثمرين<sup>31</sup>. كما ستوضح بعض الدراسات أدناه.

وبشكل عام فقد صنفت أغلب الدراسات العوامل الحاكمة عند اختيار هيكل رأس المال إلى:

(١) الربحية: اهتمت بعض الدراسات بالربحية كمعيار للحكم على أداء المنشأة، وفيما يلي بعض نتائج الدراسات لعلاقة الربحية بالهيكل التمويلي مثل:

• دراسة<sup>32</sup> (Fame and French) ودراسة<sup>33</sup> (Wald) خلصتا إلى أن الربحية من العوامل ذات الأهمية الكبيرة في قرار تمويل الشركة، وأن هناك علاقة عكسية وذات معنوية إحصائية بين الربحية ونسبة

<sup>31</sup> Gangadhar, v.&Ramesh babu, G, "Investment Management", Anamol Publication Pvt. 2006

<sup>32</sup> Fama, E.F. & French, K.R. "Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt", the Review of Financial Studies, 2002. 15, pp1-33.

<sup>33</sup> Wald, J.K.. "How Firm Characteristics Affect Capital Structure: An International Companies", Journal Financial Research, 1999, 22, pp 161:187.

المديونية بمعنى أنه كلما زادت مديونية الشركة انخفض مستوى ربحيتها، وكذلك فإن دراسة<sup>34</sup>

(Titman and Wessels) ودراسة<sup>35</sup> (Barton et al.)

خلصت إلى أن الشركات التي لديها نسب ربحية مرتفعة، مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة، عادة ما يكون لديها نسبة مديونية منخفضة بسبب قدرة هذه الشركات على التمويل الذاتي، وفي دراسة

(Nikolaos, P., Zoe, F. and ) (Zoe V.

والتي تناولت العلاقة بين هامش الربح ونسبة الدين، مع الأخذ بعين الاعتبار متغيرات أخرى مثل مستوى الاستثمار، توصل الباحثون إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الدين وهامش الربحية.

• وإذا عكسنا اتجاه العلاقة، بمعنى دراسة أثر الربحية على نسبة

<sup>34</sup> Titman S. & R. Wessels, "The Determinants of Capital Structure Choice", Journal of Finance, 1988, 43, 1-19.

<sup>35</sup> Barton, S.N., Ned, C.H. & Sundaram. "An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital", Financial Management, 18 (1), 1989, 36-44.

<sup>36</sup> Nikolaos, P., Zoe, F. and Zoe, "Profit margin and Capital Structure: An Empirical Relationship", The Journal of Applied Business Research, 2002, Vol. 18, No.2.

وهو ما يضع عبئاً إضافياً على المشروعات الصغيرة والناشئة.

• في دراسة أخرى لـ Kaifeng<sup>42</sup> أتضح وجود علاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة وذلك للشركات قليلة النمو، أما الشركات التي تحقق معدلات نمو مرتفعة فلم تتوصل الدراسة إلى أية علاقة بينهما.

ويمكن استنتاج أن الشركات قليلة النمو تتأثر بقدر كبير بنسب المديونية وهو ما يدل على مدى كون تلك القروض عبئاً يشكل عائقاً للنمو.

• دراسة Jan Mahrt-Smith<sup>43</sup> والتي اعتمدت على بناء نموذج لدراسة طبيعة العلاقة بين هيكل رأس المال وحقوق المساهمين، توصلت إلى أنه يجب زيادة حقوق المساهمين عندما يكون هناك نسبة عالية من المديونية، كما أنه يجب أن يكون هناك تخفيض لحقوق المساهمين عندما تكون الاستثمارات

<sup>42</sup> Kaifeng, C., "The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities", Paper from EFMA Annual Meeting, 2002

<sup>43</sup> Mahrt-Smith, J., "The interaction of capital structure and ownership structure", Journal of Business, Vol. 78, No. 3, 2005, pp. 787-815.

سعر الفائدة ثابت على القروض بغض النظر عن نسبته.

وبالطبع هي فروض لا يمكن تحقيقها واقياً ففي ظل عدم تحقق السوق المالي الكفاء الذي يتيح المعلومات للجميع وبكلفة منخفضة ستتأثر قيمة المنشآت الصغيرة بالسلب لعدم قدرتها الحصول على الأموال اللازمة لتسيير النشاط، كما أن تغيرات أسعار الفائدة التي تنشأ نتيجة عقد القروض بأسعار الفائدة المعومة ستشكل عبئاً قد يهدد العديد من المنشآت ويسبب تدهور مركزها المالي وإفلاسها.

• في دراسة أخرى لـ Miller Modigliani<sup>41</sup> أتضح أن قيمة الشركة تزداد كلما اعتمدت على الدين نتيجة لانخفاض الضرائب على الدخل وبالتالي سوف يزداد الدخل، وهذا يعني زيادة قيمة الشركة.

وبالطبع تتجاهل تلك الدراسة السياسات الضريبية المتبعة في أغلب الدول النامية حيث تقتض الدراسة انخفاض الضرائب على الدخل وهذا لا يحدث بالضرورة في العديد من الحالات

<sup>41</sup> Modigliani & Miller "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction", American Economic Review, Vol. 53, 1963, pp. 433-443.

علاقة الربحية بهيكل رأس المال تسير في اتجاهين على النحو التالي:

■ الشركات التي تستطيع توفير تمويل ذاتي كبير تستطيع تحقيق معدلات ربحية أعلى من نظيرتها التي تعتمد على التمويل الخارجي بالاقتراض.

■ الشركات التي تحقق مستويات أرباح أعلى تستطيع الحصول على أحجام أكبر من القروض لما يقابل ذلك من متطلبات خدمة القروض والضمانات المطلوبة منها.

٢) قيمة المنشأة: قد يتخذ البعض قيمة المنشأة كمؤشر للحكم على أدائها:

• تري إحدى الدراسات لـ Miller Modigliani<sup>44</sup> التي قامت بدراسة العلاقة بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة أن قيمة الشركة لا تتأثر بهيكل رأس مال الشركة، بشرط توفر سوق مالي يتمتع بالكفاءة بالإضافة لتوافر المعلومات للجميع وأيضا عدم وجود ضرائب من أي نوع واقتراض أن

<sup>44</sup> Modigliani & Miller "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment", Economic Review, Vol. XL VIII, 1985, pp. 261-297.

المديونية، فإن دراسة (Solberg and Zorn)<sup>37</sup> قد توصلت إلى أن زيادة الربحية تعطي الشركة قدرة أكبر لزيادة نسبة المديونية (والتي سبق تعريفها)، ولذلك فإن هناك علاقة طردية بين الربحية ونسبة المديونية، وكذلك في دراسة (Ooi)<sup>38</sup> حيث خلصت إلى أن الشركات التي يكون لديها نسبة ربحية مرتفعة عادة ما يكون لديها نسبة مديونية مرتفعة أيضاً، بسبب زيادة قدرتها على خدمة الدين، وانخفاض مخاطر عدم القدرة على السداد أو الإفلاس. وكذلك دراسة (Scherr)<sup>39</sup> فقد توصلت إلى أن الشركات حديثة التأسيس ذات نسبة الربحية المرتفعة لديها نسبة مديونية مرتفعة أيضاً.

وبناءً على نتائج أغلب تلك الدراسات يمكن للباحث استنتاج أن

<sup>37</sup> Jensen, Gerald J., Donald P. Solberg & Thomas S. Zon, "Simultaneous Determination of Insider ownership, Debt and Dividend Policies", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1992, 27, 247-261.

<sup>38</sup> Ooi, J., "The Determinant of Capital Structure: Evident on Uk. Property Companies", Journal of Property Investment and Finance 1999, 17 (5): 46-80.

<sup>39</sup> Scherr, F.C., Sugrue, T.F. & Ward, "Financing the Small Firm Start-up: Determinant of Debt Use", The Journal of Small Business Finance, 1993, 1(1), 17-22.



بالإضافة إلى عوامل أخرى يجب على الشركة دراستها بالاقتناع على وضع السوق والمنافسين الآخرين فالشركات التي تعتمد بدرجة كبيرة في التمويل على حقوق المساهمين تستطيع تكريس طاقها الاستثمارية للتوسع وزيادة حصصها السوقية بشكل أكبر من قرينتها التي تروم نفسها بسداد القروض وسفوفات فائتها.

في استعراضنا لنشأة وتطور رأس المال المخاطر في نشاط رأس المال المخاطر في ثلاثينيات القرن الماضي عززت المساهمة الكبيرة في تاريخ رأس رأيتك المخاطر عام 1941 من خلال إنشاء شركة Research and Development Corporation وهي أول مؤسسة لرأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية<sup>46</sup>، وقد تخصصت في تمويل الشركات العاملة في مجال الصناعات الإلكترونية الناشئة وتمويلها (الكر الراقدة<sup>47</sup>).

<sup>46</sup> Ganpers, P. and Lerner, J. "The Venture Capital Revolution", Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, pp 145-168.  
<sup>47</sup> في سنة مئتين الأمريكية وقد تم تأسيسها على يد المهندس الأمريكي Ralph Flanders الذي لاحظ عدم توفر التمويل الكافي للشروعات المقروءة على المخاطر قام بإقناع بعض البنوك وشركات التأمين وبعض المؤسسات المالية والأفراد ب توفير التمويل وبمض للمؤسسات المالية والأفراد بالتمويل وذلك بمساعدة الفكر الجوزال الرئيسي الأصل Doriot Georges الذي ساعده في إنشاء هذه الشركة المزويد الفكر:

[http://en.wikipedia.org/wiki/Georges\\_Doriot](http://en.wikipedia.org/wiki/Georges_Doriot)

طويلة الأجل أكثر أهمية من قصيرة الأجل.

ومن ثم يلاحظ أن الآراء حول المزيج الأمثل لتراكيب رأس المال وتأثيره على قيمة الشركة في أغلب الدراسات التجريبية استندت إلى فروض لا يمكن تحقيقها وأعباء ومن ثم لا يمكن القول إن الشركات ذات نسب المدفونية الأعلى قيمتها تفوق نظيرتها الأقل مدفونية، خاصة لوجود العديد من العوامل التي يخرج أغلبها عن نطاق سيطرة المنشأة وتؤثر بشكل كبير في قيمة الشركة.

ومما سبق يمكن القول، إن الربحية وقيمة المنشأة وسلوكها التقني عوامل تعتمد بدرجة أو باخرى على كيفية اختيار الهيكل التمويلي وتميل كل تلك العوامل للتراجع بدرجة أكبر تجاه التمويل بالمشاركة مقارنة بالتمويل بالمدفونية.

٢- التمويل من خلال رأس المال المخاطر

بعد الاستعراض السابق للأساليب التمويلية القائمة على المدفونية والأساليب التمويلية القائمة على المشاركة التقليدية، نأتي الآن لنناول نمط تمويلي غير تقليدي انتشر بشكل كبير في الدول المتقدمة، ويعرف برأس المال المخاطر "Venture capital" ولها

<sup>48</sup> ترجمه لغة Venture Capital وكنه Venture "تتميز ب"شروع نو مخاطر".

<sup>44</sup> Zhang, J., "Capital structure and competitive behaviour: The effect of equity financing and earning pressure", Academy of Management Best Conference, France, Posters/Abstracts, 2005.

تمويل وإنشاء الصناعات الجديدة كما أنه يتيح إنشاء صناعات مغنية للصناعات القائمة وهو ما يدعم الاقتصاد ويساعد على نموه.<sup>29</sup> وذاك من خلال إدخال منتجات وعمليات جديدة للسوق، وتطوير القدرة على تقدم المعرفة وتحسينها من خلال مؤسسات البحث والتطوير والابتكار.<sup>30</sup> ويعتبر احتمال فشل المشروعات العمولة برأس المال المخاطر ضعيف مقارنة بغيرها. وتل العديد من الأمثلة على نجاح ضخم للعديد من الشركات التي تم تمويلها للعديد من الشركات المخاطر.

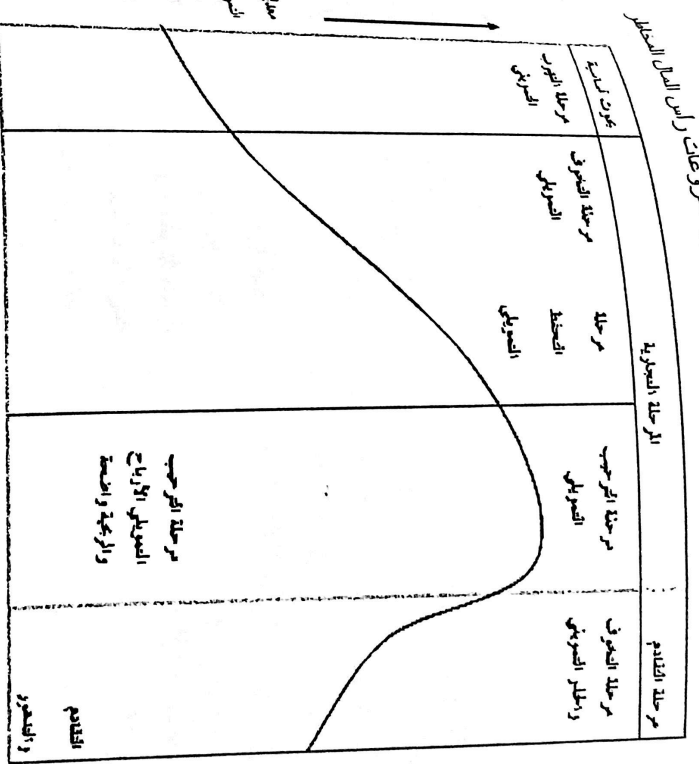
ففي الولايات المتحدة الأمريكية، هناك عدة شركات أمريكية كبرى في مجال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات مثل Microsoft و Apple و Intel و Compaq و Google، كان وراء نموها وتوسعها وبayer، كان وراء نموها وتوسعها ورأس المال المخاطر الأمريكي.<sup>31</sup> وقد

يعتبر رأس المال المخاطر لسرب تمويل الشركات التي لا تستطيع الحصول على الأموال من إصدارات الأسهم أو أسواق القروض التقليدية بسبب المخاطر المرتفعة المصاحبة لانشطتها أو بسبب ضعف ملائمتها المالية، ومن ثم يؤدي رأس المال المخاطر دوراً غاية في الأهمية في

وتتميز رأس المال المخاطر على أنه "تمويل المشاريع يعرف على كل من المؤسسات الاستثمارية والحيتية، في مرحلة الإنشاء الصغيرة والأغشاء، من خلال المساهمة وما بعد الإنشاء، وتقديم الخبرة والمشورة برأس هذه المؤسسات".<sup>32</sup> كما أنه يعتبر أنه على كل رأس مال مستثمر يعرف على أنه كل رأس مالي في شركات أو من شركات وسط متميزة ذات طلاقة نمو في مشروعات متميزة ذات التعريفات كاملة عالية.<sup>33</sup> ويلاحظ من التعريفات السابقة أنها ترتبط بمؤسسات ذات تكاليفها مرتفعة وتتطوي على إعانات كبيرة للنمو وأيضا مخاطر مرتفعة، وهو ما يقضي تحقيق معدلات ربح مرتفعة نسبياً.

<sup>29</sup> Durani Mansoor & Boocock Grahame, Venture Capital, Islamic Finance and SMEs, Palgrave Macmillan, Great Britain, 2006, p.47.  
<sup>30</sup> Astrid Romain & Bruno Potteisbergh, "The Economic Impact of Venture Capital", Discussion Paper, Series I: Studies of the Economic Research Centre No 18/2004, Deutsche Bundesbank, Germany, 2004, p. 14.  
<sup>31</sup> في الولايات المتحدة الأمريكية تم تقدير إجمالي رأس المال المخاطر من 3 مليار دولار في سنة 1982 إلى 2000 مليار دولار في سنة 1990، ليصل في سنة 2000 إلى نحو 90 مليار دولار. وحصل إحدى الدراسات على استثمارات الشركات الأمريكية العاملة في المجال، ما بين 1970-

شكل رقم (١): مدى ترحيب المصارف التقليدية بتمويل مشروعات رأس المال المخاطر



المصدر: الهولندي، سيد، الموسوعة العلمية والمالية للبنوك الإسلامية: الاستقلال، الجزء السادس، الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، ص 1982، ص 214

ويعتبر رأس المال المخاطر<sup>34</sup> أحد أساليب التمويل غير التقليدية القائمة على المشاركة في الربح والخسارة، وهو نمط غير تقليدي ظهر كرد فعل لرفض البنوك التقليدية تمويل المشروعات الصغيرة والمشروعات ذات المخاطر العالية والأفكار غير التقليدية<sup>35</sup>، وذلك بسبب القيود التي

وقد أصبح رأس المال المخاطر يحتل نسبة كبيرة من إجمالي التمويل على مستوى العالم في الحقب الأخيرة،

Joseph Jim, Anthony Saunders, "Initial Public Offerings: The Role of Venture Capitalists", The Research Foundation of the Institute for Chartered Financial Analysts, USA, 1990, p.14.  
<sup>31</sup> (EVCA) European Private Equity and Venture Capital Association, Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe, 2002

١٩٩٦ والذي اصناف صناديق الاستثمار الى مجال نشاط رأس المال المخاطر، وتضمنت اللائحة التنفيذية لقانون سوق المال ٩٥ لسنة ١٩٩٢ تعريفاً لنشاط رأس المال المخاطر بأنه "نشاط الشركات التي تصدر اوراقاً مالية أو دعماً أو تقدم الخدمات الفنية والإدارية أو المشاركة اليه في المشروعات وعلاوة على ذلك وتميتها بقصد تحويلها الى شركات مساهمة أو توصية بالأشهر متى كانت هذه الشركات عالية المخاطر أو تعاني قصوراً في التمويل وما يستتبعه من طول دورة الاستثمار"، وقد ارجح قانون ضمانات وحوافز الاستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ نشاط هذه الشركات من ضمن الأنشطة التي تتمتع بالضمانات والحوافز المنصوص عليها في هذا القانون ومنها الإعفاء الضريبي لمدة خمس سنوات.

(ب) مراحل وآلية التمويل برأس المال المخاطر

بعد العرض السابق لنمو حجم رأس المال المخاطر في العديد من الدول قد يؤثر تساؤل عن الأسباب التي دفعت لنمو رأس المال المخاطر بهذا الشكل الكبير، وما هي المزايا التي يوفرها رأس المال المخاطر للمنشآت ذات التقنية والمخاطر المرتفعة. والإجابة

٨٠٠ اشتراكاً في استراليا ١٩٩٠ في مونغ كونغ نحو ١٠٠ مليون دولار. وفي تايوان وحدها تشط ١٠٠ مليار دولار. وفي مال مخاطر ببلغ ١٢١ مؤسسة رأس مال دولار أمريكي قدره ٤.٩ مليار دولار قدرها ٤٨٤ مليون دولار موجهة في معظمها نحو التكنولوجيا العالية.

كما ظهر التمويل برأس المال المخاطر في الدول النامية حيث ساهم البنك الدولي ومؤسسة التمويل الدولية International Finance Corporation في تأسيس مؤسسات في كينيا والبرازيل والفلبين، وبلغ مجموع أصول هذه المؤسسات في ١٩٨٨ نحو ٣٥٠ مليون دولار، وفي أمريكا اللاتينية، شرق أوروبا، والدول النامية في آسيا. بلغ مجموع أصول هذه المشروعات قريباً من ٧٠٠ مليون دولار.

وفي مصر بدأ نشاط رأس المال المخاطر بصور قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والذي يعد أول تشريع ينظم مجال نشاط الشركات العاملة في هذا المجال وفي عام ١٩٩٦ صدر القرار الوزاري رقم ٩٣٥ لسنة

57 Brygrave, W. and J. Timmon, Venture Capital at the Grass Roots, Business School Press, 1992

المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية يوجد في الولايات المتحدة التكنولوجية مثل كاليفورنيا. كما أن النسبة التي يوزعها راسمال المخاطر تصل الى ١٥% من المشاريع مرتفعة المخاطر. وكان نمو رأس المال المخاطر بهذا الشكل استجابة لاحتياجات تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وللثورة التكنولوجية في مجال التقدم التكنولوجي خاصة صناعة الكمبيوتر والإلكترونيات وتكنولوجيا المعلومات.

وبالنسبة لأوروبا الغربية فقد زاد حجم التمويل برأس المال المخاطر خلال فترة التسعينيات من ٩ مليار الى ٢٩ مليار دولار، أي بكثر من ثلاثة أضعاف، وعلى الرغم من ذلك يمثل هذا النوع من الاستثمارات في أوروبا توترباً نصف ما يتم استثماره في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي اليابان زاد خلال نفس الفترة من ٣ الى ١٠ مليار، ويعتقد في كندا ١.٣ مليار، وفي كوريا وصل من ٤٥٠ مليون الى أكثر من ٩٨٠ مليون دولار. كما بلغ حجم

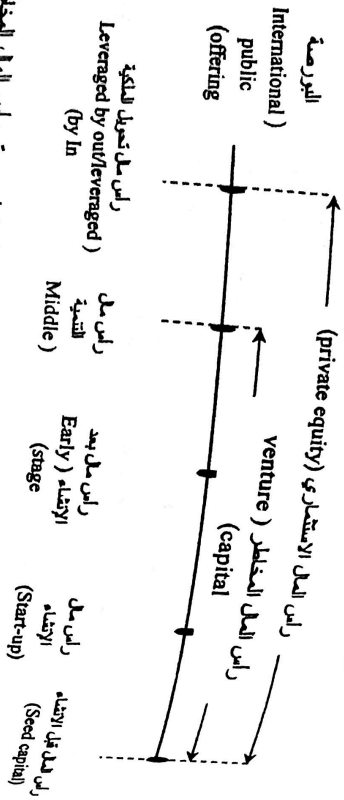
ارتبط نمو رأس المال المخاطر، كنشاط في التمويل بزيادة الاهتمام بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات الطابع التكنولوجي، عالي المخاطر، وسعت الكثير من الدول إلى دعم الممولين المخاطرين كاسلوب لتحديث وإنشاء المؤسسات أو إعادة النهوض بالمؤسسات المتفجرة.

وبمقارنة حجم المنتجات الممولة برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة (حوالي ٣٥ مليار دولار) بحجم التمويل المقدم من جميع المصارف الأمريكية من خلال القروض التجارية طويلة الأجل الذي يبلغ ٥١ مليار دولار يتضح كبر حجم التمويل من خلال رأس المال المخاطر حيث شكل حوالي ٦٠% من إجمالي الاستثمار طويل الأجل خلال فترة التسعينيات، كما أن ٣٠% من الشركات الأمريكية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة هي شركات حصلت على دعم من شركات رأس المال المخاطر، وترتفع هذه النسبة إلى ٦٠% بالنسبة للشركات ذات التكنولوجيا المرتفعة. وحوالي ٨٠% من رأس

Disertation, Washington University, St. Louis, Missouri, 1995  
٥٥ السيد وينغ راس المال المخاطر بين مستثمري التمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في اليابان دراسة حالة شركة SOFINANCE مجلة الهيئة عدد ١٤٣٠٠٥ ١٩٩٧

٥٦ ٢٠٠٢ نحو ٣٤٠ مليار دولار، سقطت منها ٢١٥٠ مؤسسة تقنية، وقد أدى ذلك إلى إنشاء وتطوير مؤسسات توظف ١٠٠١ مليون عمل، أي ٩٤% من مجموع الأجرأء  
55 Al-Surwalem, S., Does Venture Capital Financing Make a Difference? Doctoral

ويوضح الشكل رقم (٢) المراحل السابقة:  
شكل رقم (٢): مراحل تدخل رأس المال المخاطر



المصدر: براك محمد، بن زواي محمد الشريف، الهيكل المراقبة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر

التمويل) entrepreneur، حيث تتولى شركة رأس المال المخاطر إدارة الأمور.  
وفيما يلي شكل (٣) يوضح آلية عمل نظام رأس المال المخاطر.

وتتم آلية التمويل برأس المال المخاطر من خلال شركة رأس المال المخاطر venture capitalist firms صاحب التي تقوم بعمل الوسيط بين صاحب رأس المال المخاطر Venture capitalist وبين المنظم (طالب



اصحاب رأس المال المخاطر  
Venture capitalist

المسور: من إعداد الهيئت  
ويمكن توضيح ذلك بشيء من التفصيل:

الاهتمام يتمويل المؤسسات التي تملك منتجات في السوق. ثم مرحلة تمويل في السوق. ثم تحويل الأسهم (out/leveraged) : يتم نقل الملكية لملاك جديد ب طريق طرح الأسهم في البورصة

على هذه التسهيلات يمكن القول ان رأس المال المخاطر يتميز في مراحل تدخله بقرته على المساهمة برأس المال كدائية للنشاط او لمساعدته في تجاوز العقبات والظروف السوقية غير المواتية. وكذلك متابعة الاستثمارات لمدة طويلة حتى تحقق اهدافها، والتدخل الفعال والمستمر في تسيير المؤسسة ومساعدتها على تخطي العوقات التي تواجهها.

ويمكن توضيح المراحل التي يتدخل فيها رأس المال المخاطر في تمويل المشروعات والمراحل التي تمر بها تلك المشروعات كما يلي:

- مرحلة قبل الإنشاء ( seed capital ) ويستهدف في تلك المرحلة تغطية نفقات البحث والتطوير وإجراء التجارب علي المنتج، حيث يكون الاهتمام بالمؤسسات الجديدة.
- مرحلة الإنشاء (start-up): وفيها يتم البدء فعليا في ممارسة النشاط.
- مرحلة بعد الإنشاء ( early stage financing): وتكون المشروعات أكثر احتياجا لها لتبتيب أقدامها في السوق.
- مرحلة التوسع والنمو ( middle stage financing): حيث يكون

براك محمد، بن زواي محمد الشريف، الهيئت المسورة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بطهران، ٢٠١٢، ص: ٤٠

يرغب في استثمار أمواله في الأجل المتوسط أو الطويل، والحصول على عوائد مرتفعة نسبياً، وتشمل هذه الفئة المخبرين الأفراد ومؤسسات الانخار، بالإضافة لصناديق المعاشات وشركات التأمين ويتميز هذا النوع من الاستثمار بالاستعداد للانتظار لفترات طويلة نسبياً مقابل الحصول على عوائد مرتفعة نسبياً مقابل ذلك.

ويحكم العلاقة بين صاحب رأس المال المخاطر وشركة رأس المال المخاطر عدد من الضوابط أهمها أن صاحب رأس المال المخاطر يعتبر شريك في الأرباح أو الخسائر، ولا يتحمل في حالة الخسارة أكثر من حصته في رأس المال (مسؤوليته محدودة). ولا يحق له سحب أمواله قبل انقضاء أجل معين يتفق عليه (عادة 10 سنوات) أو حتى ينقضي عمر الاستثمارات التي يتم توظيف الأموال بها، مع مراعاة أنه لا يشارك في الإدارة الفعلية للأموال، وإن كان يحق له التصويت على بعض المسائل الجوهرية، مثل تعديل اتفاقية الاستثمار، تغيير عمر المشروعات، أو تغيير إدارة شركة رأس المال المخاطر. ويحصل صاحب رأس المال على نصيبه من الأرباح سنوياً، إلا أنه في بعض الحالات

قد يخضع قرار توزيع الأرباح لمرور شركة رأس المال المخاطر.

- وقد تتخذ ملكية صاحب رأس المال المخاطر الأشكال التالية:
- أسهم عادية لشركات غير مسجلة بالبورصة.
- أسهم عادية لشركات مسجلة بالبورصة.
- أسهم ممتازة قابلة للتحويل لأسهم شركات مسجلة بالبورصة.

والمكاسب الأساسية لصاحب رأس المال المخاطر في تلك الحالة تتحقق من خلال الأرباح الرأسمالية المحققة من الفرق بين قيمة المشروع في البداية وعند بيعه. ٥٩ بالإضافة لتوزيعات لأرباح المحققة بشكل دوري.

ب- شركة رأس المال المخاطر *venture capitalist firm* وهي عبارة عن شركة تقوم بتوجيه الأموال واستثمارها في الشركات ذات المشروعات الأكثر جدوى والأعلى عائداً.

ويتخذ الهيكل التنظيمي لشركة رأس المال المخاطر عدة أشكال تنظيمية محتملة منها:

<sup>٥٩</sup> Bascha, A. (2000), Why do venture capitalists hold different types of equity securities?, Research Document, EFA 0356, January, 27 pages, available at: www.ssrn.com.  
<sup>٦٠</sup> Megginson, William L., Towards a Global Model of Venture Capital?.

الشكل الأول: شركات استثمار في المشروعات الصغيرة *Small Business Investment Companies (SBICs)* وهي شركات مساهمة كانت تنشأ معتمدة على التمويل من وزارة الخزانة الأمريكية ثم تطور القانون عام ١٩٩٢ وسمح لها أن تحصل على التمويل من الأسهم.

الشكل الثاني: صناديق رأس المال المخاطر المالية *Financial Venture Capital Funds* وهي شركات رأس مال مخاطر تابعة (منشأة بواسطة) لمؤسسات مالية خاصة البنوك التجارية وهي تطبق نظرية المحفظة *Portfolio Theory* لتخفيض المخاطرة من خلال التنوع *Diversification* للأنشطة والشركات التي يتم تمويلها.

الشكل الثالث: صناديق رأس المال المخاطر المالية (المؤسسية) *Corporate Venture Capital Funds* وهي شركات رأس مال مخاطر تابعة (منشأة بواسطة)

الشكل الرابع: رأس المال المخاطر المسنولة *Venture Capital Limited Partnership* وهي شركات أو صناديق يتم إنشائها بواسطة شركات متخصصة في رأس المال المخاطر وتلعب دور الشريك المتضامن الذي يقوم بالتنظيم والاستثمار والإدارة والتخارج.

ويعتبر الشكل الرابع أو الهيكل القائم على الشركات محدودة المسنولة هو الأقوى والمسيطر على النسبة الأكبر من سوق رأس المال المخاطر لأن الشكل الأول اعتمد تاريخياً على الديون بالإضافة لهيمنة القيود الحكومية عليه بينما يتأثر كل من الشكلين الثاني والثالث بولائهما للبنوك أو للشركة الصناعية الأم أكثر وذلك بدرجة أكبر من مصالح المنظمين.

ويلاحظ وجود اختلافات كبيرة بين الدول فيما يتعلق بالهيكل التنظيمي لشركات رأس المال المخاطر، فشركات رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية وإنجلترا تعتمد بدرجة كبيرة

Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 16, No 1, Winter 2004.  
Available at: <http://ssrn.com/abstract=321962>  
SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.321962>

على شركات التضامن مسؤولة  
المسئولية Limited Partnership  
بينما تعتمد في فرنسا والمقيا بدرجة  
كبيرة على ليتوك، وفي كثير من النول  
الأوربية قد يحدث أن تأتي أكثر من  
٨٠% من الأموال من مصدر واحد  
للأموال. وفي اليابان والمقيا لا  
تشرك شركات رأس المال المخاطر  
بص الترتج في إدارة المشروعات كما  
يحدث في الولايات المتحدة الأمريكية.<sup>٢٢</sup>

وفي هذا الإطار يري الباحث أن  
المصارف الشفلة يمكن أن يكون لها  
دورا نشطا في مجال التمويل من خلال  
رأس المال المخاطر باعتبارها أكثر  
قوة على متابعة هذا النشاط من خلال  
شبكة فروعها وقدرتها على التمويل في  
مجلس الإدارة خاصة في ظل كون  
المصارف التجارية قد تتجنب تمويل  
مثل هذه الأنشطة المخاطرة بسبب  
طبيعة مواردها قصيرة الأجل كما تقدم،  
أو بسبب مخاوف عدم استعادة القروض  
في حالة التعثر أو تغير ظروف السوق.

<sup>٢٢</sup> ينظر فيما يلي للمقالة: "الأسواق الحسنة"  
"Cognitive Funds"

<sup>٢٣</sup> Jeng, Leslie A. and Welis, Philippe C.,  
the Determinants of Venture Capital  
Funding: Evidence across Countries (July  
1998).

Available at  
SSRN: <http://ssrn.com/abstract=103948>  
or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.103948>

-٢٦٦-

وعندما تتخذ شركات رأس المال  
المخاطر شكل مصروف أصل  
مصارف شفلة فإنه يمكن للمصرف أن  
يتلقى السيود المصروفية ويضطر  
مخاطر التمويل من خلال عدة وسائل  
مثل إنشاء صناديق مغلقة لهذا الغرض،  
أو إنشاء شركات ذات مسؤولية محدودة  
ذات أعراض خاصة (SPV) لغرض  
تقليل المخاطر، أو وضع شروط خاصة  
لأسهم الملكية.

ويشكل عام يتولى إدارة شركة  
رأس المال المخاطر أصل الضرة  
الإدارية والمالية والتفنية، وتشترك هذه  
الشركة بنسبة لا تقل عن ١% من رأس  
المال المستثمر وبالتالي تتصل الشركة  
في حالة الضارة أكثر من حصتها (ومن  
ثم تعتبر مسؤوليتها غير محدودة  
liability unlimited). وفي مقبل  
ذلك يستحق للشركة مصاريف إدارية  
سنوية تعادل ٢.٥% من إجمالي رأس  
المال المستثمر، كما تمتدح من ١٥ إلى  
٣٠% من إجمالي الأرباح المحققة.

كيف تعمل شركات رأس المال  
المخاطر؟

تعمل شركات رأس المال

المخاطر على النحو الآتي:<sup>٢٤</sup>

<sup>٢٤</sup> لشخصي برونه التمويل بالمشاركة - الآليات  
المالية لتطويره، الدورة الثالثة للمصارف أبو الواس

تقوم شركات رأس المال المخاطر  
بالمصارف الاستثمار من بين الشركات  
التي تأتي الامتياز فيها بعد دراسة  
عده من المشروعات المتقدمة لطلب  
التمويل، ويتم ذلك بناء على نشاط  
الشركة وفرص النمو والنجاح  
المتوقعة في السوق وذلك لارتباط  
عقد شركات رأس المال المخاطر  
بنتائج الشركات التي يتم تمويلها في  
المستقبل.

يتم تقديم التمويل للمشروعات التي  
يتم اختيارها من خلال عقد مشاركة،  
بحيث تؤسس شركة مغلقة بين  
شركة رأس المال المخاطر ومالك  
المشروع، ويكون لشركة رأس  
المال المخاطر نسبة من المقاعد في  
مجلس إدارة الشركة، وفي العادة لا  
تتجاوز نسبة ملكية شركة رأس  
المال المخاطر ٢٥% من تلك  
الشركة، مع أن مالك المشروع أو  
الفكرة قد لا يكون له مساهمة نقدية  
في رأس مال تلك الشركة، وإنما يتم  
تقييم فكرته بما يعادل ملكيته في  
الشركة.

يكون للشركة الممولة حق مراقبة  
أداء الشركة التي تحصل على

الإسلامي "التمويل بالمشاركة - الآليات العملية  
لتطويره، لي للفترة ٢٠١٩ - يناير ٢٠١١

-٢٦٧-

التمويل، بل والتدخل في إدارتها  
وسيرها، وفي كثير من الأحيان  
تكون أسهم الشركة الممولة من  
الأسهم المعقزة التي يكون لمالكها  
الأولوية عند التصفية.

قد تختار شركة رأس المال المخاطر  
في مرحلة ما التخرج من الشركة  
حيث تضع خطة زمنية لبقائها في  
الشركة الجديدة تتراوح ما بين ثلاث  
إلى عشر سنوات، ثم يتم التخرج  
إما ببيع حصتها إلى الشريك أو  
ببيعها إلى طرف ثالث من خلال  
طرحها للاكتتاب في سوق الأوراق  
المالية، أو قد يحدث العكس ويقرر  
المالك الأصلي بيع حصته للشركة،  
وعندما تسعى شركة رأس المال  
المخاطر لبيع حصتها في الشركة  
أو طرح أسهم الشركة للاكتتاب  
العام فقد تحقق أرباحا مجزية  
لصاحب رأس المال المخاطر  
والمنظم ويتم توزيع الأرباح على  
المستثمرين في الصندوق.

ويلاحظ أنه من أهم المزايا التي  
تقدمها شركات رأس المال المخاطر  
للمشروعات التي تساهم في تمويلها  
مقارنة بالانظم التقليدية للتمويل أن  
شركات رأس المال المخاطر تقدم:

المخاطر<sup>٦٥</sup> من خلال مساندة العملاء المتعثرين للمصارف بتوفير موارد مالية إضافية لهم حيث لا تستطيع البنوك الإقراض أو المساهمة في المشروعات نتيجة للقيود التي تفرضها عليها نظم العمل المصرفي كما سبق القول. كما تعمل شركات رأس المال المخاطر على توفير مالا تستطيع المصارف التجارية توفيره لعملائها وهو الخبرة الفنية والإدارية اللازمة لإعادة هيكلة الشركات المتعثرة التي تعجز عن سداد التزاماتها للمصارف.

### الخلاصة والتوصيات

تلجأ المشروعات للتمويل التقليدي القائم على القروض في ظروف عديدة يسودها حالة من التأكد بشأن ثبات العوائد المستقبلية المحققة بالشكل الذي يسمح بسداد الالتزامات الثابتة، وفي ظل ما يشهده الواقع من قدر كبير من عدم التأكد يكون التمويل القائم على المشاركة بالأسهم أكثر استقراراً ويعمل على تقهيط المخاطرة بدرجة أكبر، ومن ثم يزيد من فرص الربحية وقيمة المنشأة ومقدرتها التنافسية.

وفي ظل صعوبة الحصول على التمويل خاصة للمشروعات الصغيرة

<sup>65</sup> Available at: [www.idbe-egypt.com/doc/nshat.doc](http://www.idbe-egypt.com/doc/nshat.doc)

بمشروعاته<sup>٦٦</sup> ومن أشهر هؤلاء المنظمين Bill Gates مؤسس شركة Microsoft والذي كان يعمل مبرمجاً للكمبيوتر في شركة استثمار مالية ولا حظ خلال التسعينات النمو الشديد في استخدام الإنترنت بمعدل ٢٣٠٠% و توقع أهمية ذلك فأسس شركته في مجال التجارة الإلكترونية والتي أصبحت الآن من أكبر الشركات العملاقة في هذا المجال.

ويحصل المنظم على الأموال من شركة رأس المال المخاطر التي تشاركه في الربح والخسارة ولا يتحمل المنظم الخسائر بمفرده إلا إذا ثبت تعديسه وتصيره في استخدام الأموال. وبالطبع يمكن تدارك هذا وتدنية الخسارة من خلال جعل التمويل يتم على مراحل كما تقدم بحيث يحصل في المرحلة الأولى على ما يكفي لإنجاز المرحلة الأولى من المشروع، ثم يتم التفاوض على تمويل المرحلة التالية وهكذا حتى إنجاز المشروع بأكمله.

ويمكن للجهاز المصرفي أن يستفيد بشكل عام من إنشاء شركات رأس المال

<sup>66</sup> Timmons Jeffrey A., New Venture Creation: Entrepreneurship in the 21st Century, February 6, 1995

باعتبارها مالكة لجزء من رأس المال الشركة (١% على الأقل و٢٥% على الأكثر).

### ج- المنظم Entrepreneur

مالك المنشأة الصغيرة ومؤسسها وكلمة entrepreneur تعني في الأصل من يتعهد القيام بعمل ما، وتعني من يؤسس أو يبدأ مشروعاً أو منشأة، تكون صغيرة في القلب، ويتولى إدارتها ويتحمل مخاطرها بنفسه، والكلمة توحي بمن يملك روح المبادرة والإقدام لاستغلال فرص إنتاجية أو تجارية جديدة وعادة ما يملك المنظم اختراع أو ابتكار رائد، لكن ينقصه الخبرة الإدارية والمالية، كما ينقصه رأس المال اللازم.

وأوضحت العديد من الدراسات أن معظم المنظمين المبدعين يبدأون أنشطتهم في سن الثلاثينات وهناك ٢١% يبدأون بعد سن الأربعين و٢٥% يبدأون أقل من ٢٥ عام ولكن هناك استثناءات فمثلاً الكولونيل Sanders مؤسس كنتاكي KFC بدأ وهو في الستين كما أن Stanley Rich كان أكبر من ٦٠ عاماً حين أسس

الدعم العملي: حيث تقوم شركة رأس المال المخاطر بالمشاركة بتقديم الدعم الذي يفيد الشركة ويساعدها على النجاح من خلال المشاركة الطويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تصبح الشركة قادرة على الإنتاج والنمو.

الانتقاء: وذلك باختيار المشروعات الواعدة التي تحقق عوائد مرتفعة ومن ثم تتميز بمستويات مرتفعة من المخاطر.

المرحلية: حيث يتم التمويل على مراحل وليس دفعة واحدة وفي هذا ضمان لسير الاستثمار وفقاً لما هو متفق عليه.

التنوع: يمكن لشركات رأس المال المخاطر أن توزع التمويل على عدة مشروعات مختلفة المخاطر ما بين شركات خدمية وتقنية وطبية وتعليمية وصناعية وغير ذلك لتحقيق التنوع في المحفظة، بحيث ما يمكن أن تخسره مع مشروع تربحه مع آخر.

ويرغم المزايا السابقة يعاب على شركات رأس المال المخاطر أنها قد تمثل عبئاً على المشروع بسبب تدخلها في الإدارة وفي اتخاذ القرار، والتدخل في توجيه المشروع من قبل مؤسسات رأس المال المخاطر يعد حقاً لها،

والمتوسطة لضعف ملائمتها المالية وتعذر تقديم الضمانات اللازمة، بالإضافة لصعوبة تداول إصدارات الأسهم الخاصة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، يعتبر التمويل من خلال رأس المال المخاطر أكثر ملائمة في ظل تلك الظروف، حيث يتجه نحو تمويل المشروعات الصغيرة الرائدة خاصة في مراحلها الحرجة، وهو ما يؤدي للمساهمة بقوة في التنمية الاقتصادية الحقيقية وكذلك عدالة توزيع ثروات المجتمع، كما أن أصحاب رأس المال المخاطر سواء كانوا أفراد أو شركات أو صناديق فإنهم يشاركون بقدر ما في الإدارة والعمل حرصاً منهم علي مراقبة الشركاء وهو ما يحد من المخاطر الأخلاقية Moral Hazard أو الاختيارات الخاطئة Adverse Selection بمعنى إساءة الشركاء استخدام الأموال لصالحهم كما يفعل المديرون في النظم التقليدية نتيجة انفصال الملكية عن الإدارة وما يسببه من مشكلة الوكالة Agency Problem.

وفي هذا الصدد يري الباحث أن إمكانية مساهمة الشركات الكبيرة ورجال الأعمال تتخطى قدرة البنوك على التمويل فيما يخص نشاط الصناعات الصغيرة وذلك بسبب حاجة

أغلب الشركات الكبيرة لمستلزمات إنتاجية من صناعات أصغر حجماً، وهو ما يمكن هذه الشركات من تقييم ونقد التمويل لتقييم مستوى المخاطر والتي ستحدد نسب المشاركة تبعاً لها، كما سيرفع معايير الجودة والقدرة التنافسية والربحية.

وبناء على ما تقدم يقترح الباحث على المستوى المحلي إنشاء شركات مساهمة على مستوى المحافظات لتزوي

■ إصدار أسهم متساوية القيمة يتم طرحها للاكتتاب.  
■ يقوم بشراء هذه الاسهم صناديق استثمار تمول من رجال الأعمال والشركات الكبرى العاملة بالمحافظات وكذلك صغار المدخرين.

■ ليس ما يمنع أن تشارك الشركات الأجنبية متعددة الجنسيات لتستفيد تلك الصناديق من خبرتها الإدارية وخبرتها في مجال البحث والتطوير.  
■ تكون تلك الصناديق قائمة على المشاركة في الربح والخسارة.

■ تستخدم حصيلة الأموال في تمويل صغار المستثمرين بعد تقييم مشروعاتهم من خلال لجان فنية ومالية متخصصة في دراسة جدوى

المشروعات، وتتكون اللجان من خبراء اقتصاديين ماليين من الأكاديميين بالإضافة لأهل الخبرة بحيث يكونوا قادرين على فرز وتصنيف المشروعات وفقاً لمستوي مخاطرها ووفقاً لربحيته المتوقعة وبناء عليه تتحدد نسب المشاركة في التمويل، على أن يتوزع الربح كل ٣ شهور أو ٦ شهور أو ١٢ شهراً تبعاً لنوع التوظيف الذي سيتم للأموال.

### المراجع

#### أولاً: المراجع باللغة العربية

١. براق محمد، بن زواي الشريف، "الهياكل المراقبة والمساعدة في سوق رأس المال المخاطر بالجزائر"، ٢٠١٢.
٢. بوجلال، محمد، "التمويل المصرفي في النظام الإسلامي والنظام التقليدي (مختل مقارن)"، بحث مقدم في إطار محاضرات الدراسات العليا بكلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة سطيف، ٢٠٠٣/٢٠٠٤.
٣. التهنوني، فاروق، "اثر محندات هيكل رأس المال على عائد وقيمة الشركات - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان"،

٤. اطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن، ٢٠٠٥.
٤. حداد، فايز، "الإدارة المالية"، الطبعة الأولى، مطابع الدستور التجارية، عمان، الأردن، ٢٠٠٧.
٥. الحناوي، محمد صالح، "الإدارة المالية والتمويل"، الدار الجامعية، مصر، ٢٠٠٠.
٦. حنفي، عبد الغفار وقرياقص، رسمية، "مختل معاصر في الإدارة المالية"، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، ٢٠٠٢.
٧. حنفي، عبد الغفار، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، مصر، ٢٠٠٧.
٨. السعيد، بريش، "رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر: دراسة حالة شركة SOFINANCE"، مجلة الباحث، عدد ٥: ٧-١٤-٢٠٠٧.
٩. السويلم، سامي، "التمويل بالمشاركة دروس من التجربة الأمريكية"، مركز بحوث شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، مايو ١٩٩٧.
١٠. الشيبلي، يوسف، "التمويل بالمشاركة - الآليات العملية لتطويره، الندوة الثالثة لمصرف أبو ظبي الإسلامي "التمويل



16. John Micklethwait and Adrian Wooldridge, "The Company: A short History of a Revolutionary Idea", (London: Weidenfeld & Nicholson, 2003).

17. Joseph Lim, Anthony Saunders, "Initial Public Offerings: The Role of Venture Capitalists", The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, USA, 1990.

18. Kaifeng, C., "The Influence of Capital Structure on Company Value with Different Growth Opportunities", Paper from EFMA Annual Meeting, 2002.

19. Mahrt-Smith, J., "The interaction of capital structure and ownership structure", Journal of Business, Vol. 78, No. 3, 2005.

20. Modigliani & Miller "The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment", Economic Review, Vol. XL VIII, 1985.

21. Modigliani & Miller "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A correction", American Economic Preview, Vol. 53, 1963.

22. Nikolaos, P., Zoe, F. and Zoe, "Profit margin and Capital Structure: An Empirical Relationship", The Journal of Applied Business Research, Vol. 18, No. 2, 2002.

9. Durrani Mansoor & Bronck Grahame, "Venture Capital: Islamic Finance and Shari'ah", Palgrave Macmillan, Great Britain, 2006.

10. Fama, E.F. & French, K.R. "Testing Tradeoff and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt", the Review of Financial Studies, 2002.

11. Frielinghaus, A., Moster, B. & Firer, "Capital structure and the firms life stage", South Africa Journal of Business Management, Vol. 34, No. 4, 2014.

12. Gangadhar, v., Ramesh babu, G., "Investment Management", Anamol Publication Pvt. 2006

13. Ganpers, P. and Lerner, J. "The Venture Capital Revolution", Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, 2001.

14. Hovakimian, A., "Are Observed Capital Structure Determined by Equity Market Timing", Journal of financial and quantitative analysis, Vol. 41, No. 1., 2006

15. Jensen, Gerald J., Donald P. Solberg & Thomas S. Zorn, "Simultaneous Determination of Insider ownership, Debt and Dividend Policies", Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27, 1992.

3. Astrid Romain & Bruno van Pottelsberghe, "The Economic Impact of Venture Series 1: Discussion of the Economic Studies Centre No 18/2004, Research Centre Bundesbank, Deutsche Germany, 2004.

4. Bancel, F. and Mitto, U., "Cross-Country Choice: A Survey of European Firms", Financial association, winter 2004.

5. Barton, S.N., Ned, C.H. & Sundaram. "An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital", Financial Management, 18 (1), 1989.

6. Bygrave, W. and J. Timmon, "Venture Capital at the Gross Roads", Harvard, Business School Press. 1992

7. Du, J. and Dai, Y. "Ultimate Corporate Ownership Structure and Capital Structure: Evidence from East Asian Economies", Blackwell publishing limited, Vol. 13, No. 1., 2005

8. Duisenberg, Willem F., The role of financial markets for economic growth, "The Single Financial Market: Two Years into EMU", Vienna, on 31 May 2001.

11. عبد الحكيم، هشام طلعت، "تطويره"، ٢٠١٩ - يناير ٢٠١١.

12. كول، برايان، "هيكل رأس مال الشركات، دار الفاروق للنشر والتوزيع"، القاهرة، ترجمة قسم الترجمة بدار الفاروق، ٢٠٠٦.

13. محفوظ جبار، "البورصة وموقفها من أسواق الصلبيات المالية"، الجزء الأول، دار هومة، الطبعة الأولى، ٢٠٠٢.

14. نيكو، جوزيف بروكو، الإدارة الانتاجية، مكتب العمل الدولي، جنيف ١٩٩٨.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

1. European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), "Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe", 2002

2. Al-Suwailem, S., "Does Venture Capital Financing Make a Difference?", Doctoral, Dissertation, Washington University, St. Louis, Missouri. 1995

France,  
Conference,  
Fontainebleau, 2005.

ثالثاً: المراجع من شبكة الإنترنت  
1. بنك التنمية الصناعية والعمال  
المصري

Available at: [www.idbe-egypt.com/doc/nshat.doc](http://www.idbe-egypt.com/doc/nshat.doc)

2. Georges Frederic Doriot,  
available at:

[http://en.wikipedia.org/wiki/Georges  
Doriot](http://en.wikipedia.org/wiki/Georges_Doriot)

3. Jeng, Leslie A. and Wells,  
Philippe C., the Determinants of  
Venture Capital Funding:  
Evidence across Countries (May  
1998)., available at SSRN:

<http://ssrn.com/abstract=103948> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.103948>

4. Megginson, William L., Towards  
a Global Model of Venture  
Capital?. Journal of Applied  
Corporate Finance, Vol. 16, No  
1, Winter 2004, available at  
SSRN:

<http://ssrn.com/abstract=321962> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.321962>

5. Jeng, Leslie A. and Wells,  
Philippe C., the Determinants of  
Venture Capital Funding:  
Evidence across Countries (May  
1998), Available at SSRN:

<http://ssrn.com/abstract=103948> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.103948>

6-Bascha, A., Why do venture  
capitalists hold different types  
of equity securities?, Research  
Document, EFA 0356, January,  
(2000), available  
at: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

23. Nonprofit Finance Fund

"*Capital Structure Counts*",  
New York – 10018, 2002.

24. Ooi, J., "*The Determinant of  
Capital Structure: Evident on  
Uk. Property Companies*",  
Journal of Property Investment  
and Finance 1999.

25. Rajan, R. & Luigi, Z., "*What do  
we Know about Capital  
Structure? Some Evidence  
from International Data*",  
Journal of Financial Economics,  
1995.

26. Scherr, F.C., Sugrue, T.F. &  
Ward, "*Financing the Small  
Firm Start-up: Determinant of  
Debt Use*", The Journal of  
Small Business Finance, 1993.

27. Timmons Jeffrey A., "*New  
Venture Creation:  
Entrepreneurship in the 21st  
Century*", February 6, 1995

28. Titman S. & R. Wessels., "*The  
Determinants of Capital  
Structure Choice*", Journal of  
Finance, 1988.

29. Wald, J.K.. "*How Firm  
Characteristics Affect Capital  
Structure: An International  
Companies*", Journal Financial  
Research, 1999.

30. Zhang, J., "*Capital structure  
and competitive behaviour:  
The effect of equity financing  
and earning pressure*",  
Academy of Management Best