

فعالية السياسات الحكومية في تنشيط سوق رأس المال المخاطر - مع الإشارة إلى التجربة الكندية -

د. محمد الشريف بن زواي¹

الملخص:

تعرض الورقة البحثية إحدى أهم طرق تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، والمتمثلة في رأس المال المخاطر. إذ تسعى أغلب الحكومات لإنشاء سوق رأس مال المخاطر نظرا لتناسب هذا النمط من التمويل مع طبيعة محيط المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذي يتميز بارتفاع المخاطرة والحاجة الملحة والمتزايدة للتمويل. لذا تناولت الورقة البحثية مختلف السياسات التي يمكن أن تنتهجها الحكومات في دعم هذا النوع من التمويل مع لفت الانتباه لبعض الأخطاء التي يمكن ارتكابها أثناء تطبيق هذه السياسات، فضلا على عرض التجربة الكندية التي استطاعت خلال فترة وجيزة أن تقدم نموذجا رائدا يقترحها في مجال دعم وتنشيط سوق رأس المال المخاطر.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر، سياسات الحكومة، تمويل، مؤسسات صغيرة ومتوسطة

Abstract:

This paper addresses one of the important methods of financing SME'S, so called venture capital. Most governments aim to engineer a venture capital market. Which will plays a major role in the financing of SME'S. Because this technique of finance adapt with the high levels of risk and the huge needs for financing.

This paper discusses the different policies which can apply by governments with a general view of the problems that could be faced. With the study case of the Canadian experience, which consider as one the most successful models in the context of supporting and stimulating the venture capital market.

Key words: venture capital, government policies, financing, SME'S.

¹. د/محمد الشريف بن زواي، جامعة أم البواقي.

مقدمة

تمتلك سوق رأس المال المخاطر قدرة كبيرة على المساعدة في إنشاء الصناعات الجديدة، أو تنشيط الصناعات الناضجة ووضع أسس متينة للاقتصاد، فضلا عن الخبرة الجيدة التي تتمتع بها في مجال المقاولات، إلا أن المحيط غير الأكيد لهذه السوق والحضور الكبير لمشكل الوكالة، استدعى تدخل الحكومات من أجل إنشاء وتطوير هذه السوق.

ويعتبر رأس المال المخاطر استثمار مرافق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة؛ حيث يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق، لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد وتحسيد الأفكار والابتكارات الجديدة وبالتالي العمل على إرساء معالم المغامرة المحسوبة.

وعموما توجد اتجاهات عامة للسياسات الحكومية التي يمكن إتباعها بهدف دعم هذه السوق، تتمثل في العرض المباشر لرأس المال الحكومي على المؤسسات، من خلال تقديم تحفيزات مالية لاستثمارات رأس المال المخاطر وتوسيع الضوابط المفروضة عليها. غير أنه يمكن أن يصحب برامج الحكومات لتنشيط سوق رأس المال المخاطر عدة أخطاء، تؤدي إلى عدم نجاح البرنامج، وقد تنجر هذه الإخفاقات عن أخطاء بتصميم السوق أو عن التوجيه الخاطيء لها.

تسمح ملاحظة أسواق رأس المال المخاطر بإدراك أن أغلبها يحصل على دعم حكومي، إذ أن ظهور هذه الأسواق كان مرتبطا بعدة أشكال من المساعدة، ومن ثم وجب التأكيد على دعم الدول الإسلامية لهذا النوع من التمويل باعتبار أصوله في الاقتصاد الإسلامي وكونه مبنيا على المشاركة في الربح والخسارة.

2-2- إشكالية البحث

بناء على ما سبق، تبرز إشكالية الدراسة في تحديد تركيبة السياسات الحكومية الناجعة والتي تسهم في تنشيط سوق رأس المال المخاطر وتجعلها تقوم بالدور المنتظر منها على أكمل وجه.

2-3- أهمية الدراسة

يمكن تلخيص أهمية هذه الدراسة في جملة من النقاط نوردتها فيما يلي:

- التمويل عن طريق رأس المال المخاطر هو تمويل موافق لتعاليم الشريعة الإسلامية وأحد المفاتيح للنهوض بتمويل الاستثمارات طويلة الأجل في العالم الإسلامي.
- تعرض الدراسة مجموعة من السياسات التي من شأن الحكومة إتباعها لإرساء قواعد سوق رأس مال مخاطر وفق أسس صحيحة تضمن لها النجاح على المدى البعيد.
- تعرض الدراسة التجربة الكندية الناجحة في تصميم وهندسة سوق رأس مال مخاطر حتى يتسنى للدول السير على ضوئها بغية إنشاء سوق رأس مال مخاطر ناجحة.

- تسهم الدراسة في إثراء موضوع رأس المال المخاطر خاصة باللغة العربية.

2-4- منهجية الدراسة

يتم الاعتماد في إنجاز هذه الدراسة على المنهج الاستقرائي من خلال إتباع الأسلوب الوصفي التحليلي لعرض أهمية سوق رأس المال المخاطر بالنسبة للحكومات ومختلف السياسات المتبعة في تنشيطها والمعوقات التي يمكن أن تصادف الحكومة أثناء عملها على إنشاء هذه السوق معتمدين في ذلك على العديد من المراجع، كما يتم الاستعانة بالمنهج الاستقرائي بإتباع أسلوب دراسة الحالة لعرض التجربة الكندية وإبراز مختلف المراحل التي اتبعتها الحكومة الكندية لإرساء سوق رأس مال مخاطر ناجحة.

3- مباحث الدراسة

المبحث الأول: أهمية سوق رأس المال المخاطر بالنسبة للحكومة

قبل الخوض في خمار هذا المبحث من المهم التعريف ولو بإيجاز برأس المال المخاطر فهو يعتبر "مصدر تمويل المشاريع الاستثمارية لكل من المؤسسات الصغيرة والحديثة، في مرحلة ما بعد الإنشاء، من خلال المساهمة برأس المال، وتقديم الخبرة والمشورة لتسيير هذه المؤسسات"¹ وليس نوع المؤسسات التي توظف فيها الأموال هو ما يميز استثمارات رأس المال المخاطر عن بقية أشكال الاستثمارات التقليدية، لكن ما يميزه هو الرقابة المفروضة وتسيير الاستثمارات بعد إنجازها. وللتخصيص أكثر، يتميز رأس المال المخاطر بثلاث خصائص² تتمثل في المساهمة برأس المال، متابعة الاستثمارات لمدة طويلة والتدخل النشط والمستمر في تسيير المؤسسة. وعلى العموم تكمن جاذبية سوق رأس المال المخاطر في قدرتها الكبيرة على المساعدة في تمويل وإنشاء الصناعات الجديدة، وأيضاً قدرتها على تنشيط الصناعات الناضجة ووضع أسس للاقتصاد.³ فضلاً عن قدرة رؤوس الأموال المخاطرة على انتقاء وتبني مشاريع جديدة تتميز بالإبداع والاستثنائية، إضافة إلى التطبيق المشترك للمخاطرة المرتفعة، القدرة العالية على التسيير والخبرة الكبيرة بالمقاولات، وغيرها من القدرات، التي دفعت بالحكومات نحو السعي إلى إنشاء أسواق رأس المال المخاطر.

يعد عدم تماثل المعلومات السبب الأساسي لتدخل الحكومة في سوق رأس المال المخاطر،⁴ إذ أن عدم تماثل المعلومات قد يكون السبب الرئيسي في فشل السوق، فعدم تماثل المعلومات يقود إلى إخفاء معلومات أو أفعال، والتي ترتبط بمشكل الوكالة.⁵ كما يعود ظهور وبقاء أسواق رأس المال المخاطر في بعض الدول إلى امتلاك (أو اكتساب) أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة ميزة القدرة على التعامل مع حالات عدم تماثل المعلومات، كنتيجة للجهد المبذول من طرف مؤسسات رأس المال المخاطر في الحصول على المعلومات والتكنولوجيات، فضلاً عن الخبرة الكبيرة التي تمتلكها هذه المؤسسات، إلا أن إمكانية فشل أسواق رأس المال المخاطر في دول أخرى تكون كبيرة بشكل يستدعي تدخل الحكومة.

يعود السبب الثاني لتدخل الحكومة في سوق رأس المال المخاطر إلى الأثر الإيجابي لسوق رأس المال المخاطر على الإبداع وكذا البحث والتطوير، فرأس المال المخاطر ينشط الإبداع، ووفقاً لذلك، فإن دعم سوق رأس المال المخاطر من شأنه أن ينشطها، إضافة إلى الرفع من الإبداع نحو مستويات كفاءة، في حين يرتبط فشل السوق بالإبداع الغير كافي.⁶

يعد ضعف أسواق رأس المال سبباً مهماً لتدخل الحكومة في سوق رأس المال المخاطر، لأن المؤسسات القائمة على إبداع تعاني في أغلب الأحيان من القيود المفروضة على الاقتراض، لعدم امتلاكها للضمانات المطلوبة، كما أن تمويل المؤسسات بدون ضمانات يحتاج إلى مراقبة مستمرة، غير أن هذا النوع من التمويل مكلف نتيجة للرقابة المفروضة. عند التوازن، تدفع المؤسسات ذات الضمانات المنخفضة علاوة على الأموال التي تقتربها، كما أن المؤسسات التي ضماناتها تحت العتبة المطلوبة لمنح القروض، لا يمكنها الحصول على التمويل، لأنها لا تستطيع تسديد خدمة الدين المترتبة عن القروض الضخمة التي هي بحاجة إليها، وهذا ما يترتب عنه ارتفاع نسبة عرض الأموال، مما يؤدي بدوره إلى انخفاض معدل الفائدة على القروض، وبهذا تصبح المؤسسات ذات الضمانات المنخفضة قادرة على الحصول على التمويل اللازم، ومن جهة أخرى ارتفاع العائد المتوقع للاستثمار (الخطر المتوقع، صافي الضرائب) يجعل من تمويل المؤسسات ذات الضمانات العالية مقبول بالنسبة للمؤسسات الممولة ومن دون رقابة، وهذا ما يبقّي التمويل عن طريق رأس المال المخاطر كحل أمام المؤسسات ذات الضمانات المنخفضة، وفي كلتا الحالتين ترتفع نسبة الإبداع. لذا، فنتيجة للضمانات المفروضة على الاقتراض، يلاحظ أن الاستثمار في المؤسسات ذات الضمانات المنخفضة ونسبة الإبداع تعكسان تأثير السياسات الحكومية على عرض الأموال والعائد المتوقع للاستثمارات.⁷

المبحث الثاني: السياسات الحكومية المنتهجة لتنشيط سوق رأس المال المخاطر

من الملاحظ أن أغلب أسواق رأس المال المخاطر تحضى بدعم حكومي، إذ أنه من غير الممكن أن تظهر هذه الأسواق دون تلقيها العناية اللازمة لذلك، ويبقى الهدف الأساسي للحكومات هو معرفة حاجات هذه السوق حتى يتسنى لها تقديم الدعم المناسب من أجل تطويرها.

1- الاتجاهات الأساسية للسياسات الحكومية

ذكر تقرير منظمة التعاون وتطوير الاقتصاديات (OCDE: Organisation De Coopération Et De Développement Economiques) لسنة 2000 ثلاثة اتجاهات عامة للسياسات التي يمكن اتباعها من قبل الحكومة عند التدخل في سوق رأس المال المخاطر، الاتجاه الأول يتمثل في العرض المباشر لرأس المال الحكومي على المؤسسات. أما الاتجاه الثاني، فيتمثل في تقديم تحفيزات مالية لاستثمارات رأس المال المخاطر. والاتجاه الثالث، يكون عن طريق توسيع ضوابط استثمارات رأس المال المخاطر.

لكن هذه السياسات لا يكون لها أثر كبير على سوق رأس المال المخاطر. باعتبار أن تأثيرها يكون فقط على جانب العرض، لكنها لا تضمن جانب الطلب.

يضاف إلى هذه الاتجاهات الثلاثة، تنشيط استثمارات رأس المال المخاطر الخاص من خلال جملة من السياسات والشروط التي تتضمنها الضوابط المفروضة على نوع المستثمرين في سوق رأس المال المخاطر. كما يمكن أن تستهدف سياسة تقديم التمويل المباشر للمؤسسات، المؤسسات التي تجاوزت مرحلة الإنشاء أين تكون المخاطرة مرتفعة وبالتالي لا تكون هذه المؤسسات مفضلة بالنسبة لرأس المال المخاطر الخاص.

وقد وجه التقرير عدة انتقادات للسياسات الحكومية في سوق رأس المال المخاطر، من بينها أن السياسات الحكومية تعيق تطور رأس المال المخاطر الخاص، كما أكد التقرير أيضا على أنه يمكن للحكومات أن تؤدي دور مهم في تطوير سوق رأس المال المخاطر.

2- طرق التدخل الحكومي لتنشيط سوق رأس المال المخاطر

تستهدف الحكومات في الغالب مرحلة ما بعد الإنشاء، من أجل التدخل لتقديم الدعم، وذلك حتى لا تعيق تطور رأس المال المخاطر الخاص، لأن في مرحلة ما بعد الإنشاء تكون المخاطرة مرتفعة والحاجة إلى الأموال كبيرة، وبالتالي لا تكون هذه المرحلة مفضلة لرأس المال المخاطر الخاص. يبقى فقط تحديد شكل التدخل الذي سيكون أكثر فاعلية في تنشيط السوق. ويمكن تقسيم تدخلات الحكومة إلى شكلين أساسيين، التدخل المباشر والتدخل غير المباشر، بالإضافة إلى النموذج الهجين الذي يكون في حالة تدخل الحومة ومستثمري القطاع الخاص في نفس الوقت.

2-1- التدخل الحكومي المباشر

يمكن أن تسعى الحكومة للتنفيذ المباشر لبرامج رأس المال المخاطر، أي الاشتراك مباشرة في نشاط رأس المال المخاطر، عن طريق قيامها بدور وسيط مالي في السوق، من خلال إنجازها لعملية الاستثمار بدءاً من فحص الصفقات من أجل عملية التمويل حتى الرقابة على الاستثمارات، مستعملة في ذلك المال العام، وقيامها في الوقت نفسه بدور الشريك العام والشركاء محدودي المسؤولية.⁸

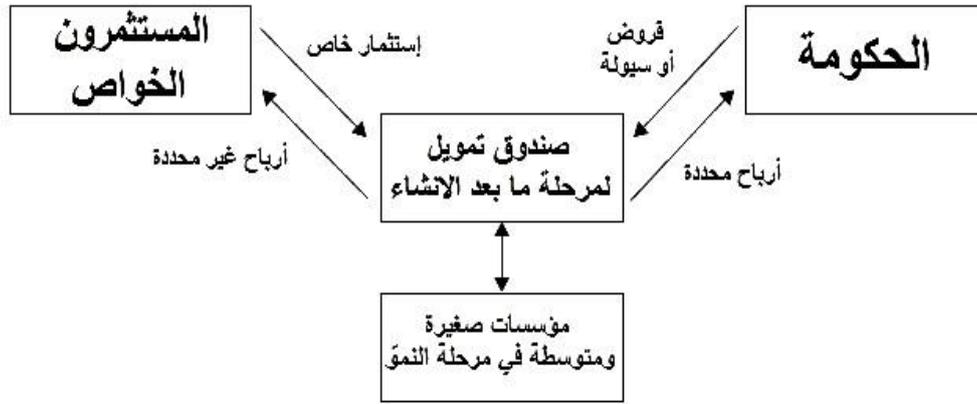
2-2- التدخل الحكومي غير المباشر

يمكن أيضا للحكومة أن توكل مجموعة من المهام إلى مسيري مؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة، وذلك باعتبار أن هذه المؤسسات الخاصة تملك الخبرة والمهارة التي تتطلبها حرفة رأس المال المخاطر. وقد أصبح التدخل غير المباشر للحكومة هو النمط المهيمن بسبب الخبرة الكبيرة لمؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة.⁹ وتستعمل الحكومة عدة محفزات لتشجيع تدخل مؤسسات رأس المال المخاطر الخاصة في السوق كالحوافز المتعلقة بالسياسة الضريبية، الشروط التنظيمية التي تحكم عمل مؤسسات رأس المال المخاطر، توفير السيولة اللازمة وغيرها.¹⁰

2-3- النموذج الهجين للتدخل الحكومي

يقصد بالنموذج الهجين النموذج الذي تعمل فيه مؤسسة رأس المال المخاطر الخاص أو الشريك العام كوكيل لمجموعة من الرؤساء (الشركاء محدودي المسؤولية)، وأحد هؤلاء الرؤساء هي الحكومة.¹¹ وقد تم استعمال هذا النموذج من طرف عدة دول كالولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا، أستراليا وألمانيا، والشكل رقم (01) يوضح التدخل المشترك لكل من الحكومة والمستثمرين الخواص.

الشكل رقم (01): النموذج الهجين لتدخل الحكومة في سوق رأس المال المخاطر



المصدر.: Hans Landström, Op-cit, 2007, p:130.

تؤدي الحكومة في النموذج الهجين دور شريك محدود المسؤولية ذو طبيعة خاصة، باعتبارها لا تتدخل في القرارات التجارية والتنفيذية لمسيرى الصندوق، وذلك بمجرد بدء الاستثمار. ويتم استخدام طريقة أو أكثر من طرق التحفيز التالية:¹²

- تحديد عائدات الحكومة: تستثمر السلطات العامة كشريك محدود المسؤولية وفق معدل عائد محدد، عموماً يقارب معدل تكلفة رأس المال. وعند حصول صندوق رأس المال المخاطر على أي عائدات مقابل بيع مساهمته في إحدى المؤسسات الممولة، تحصل السلطات العامة على النسبة المتفق عليها مسبقاً فقط، وباقي العائدات تقسم على بقية الشركاء محدودي المسؤولية والشريك العام.

- التأمين المضمون لخسائر الشركاء محدودي المسؤولية الناجمة عن الاستثمار: قد ترغب الحكومة في التأثير على قرار الاستثمار من خلال تحمل كل أو جزء من خسائر المحافظ الاستثمارية للمستثمرين الخواص، وعادة ما تكون نسبة من الاستثمارات مضمونة بنسبة تتراوح بين 50% و 75% من تكاليف المستثمرين. كما أن الضمان قد يكون على الصندوق بكامله أو على المحفظة الاستثمارية لكل مستثمر. تبقى الإشارة إلى أن هذه الضمانات

لا تحسن إيرادات الصندوق ولكن تقلص من خسائر المستثمرين في حالة فشل البرنامج، ويتم تطبيق هذا الحافز إلى جانب حوافز أخرى من أجل الرفع من عائدات الصندوق.

- خيار إعادة الشراء: يتيح خيار إعادة الشراء للمستثمرين الخواص فرصة إعادة شراء مجموع مساهمات الحكومة في البرنامج، وذلك في وقت محدد ووفق شروط محددة مسبقاً قبل بدء البرنامج. ويعد خيار إعادة الشراء حافزاً واضحاً وفرصة لخروج الحكومة مبكراً من الاستثمار.

المبحث الثالث: معوقات السياسات الحكومية في تنشيط سوق رأس المال المخاطر

يمكن أن يصحب البرامج الحكومية لتنشيط سوق رأس المال المخاطر عدة أخطاء، قد تؤدي إلى عدم نجاح البرنامج حتى قبل البدء فيه. وتنقسم هذه الإخفاقات إلى إخفاقات في تصميم السوق وإخفاقات ناجمة عن التوجيه الخاطئ للسوق.

وفيما يلي سيتم عرض بعض الأخطاء التي يمكن ارتكابها عند وضع هذه البرامج.

1-1- عدم فهم متطلبات السوق

حتى تعمل البرامج الحكومية على إيجاد محيط يسمح بنجاح المقاولين الجدد، يجب أولاً فهم مميزات السوق والتمويل المرفق بمخاطرة عالية. يمكن إلقاء الضوء على ثلاث عوامل تؤدي إلى تعارض جهود الحكومة مع عمل سوق رأس المال المخاطر، تتمثل في الفترة الزمنية للبرنامج، حجمه ومرونته.

1-1- الفترة الزمنية للبرنامج

أحد الأخطاء الشائعة عند وضع برامج التمويل الحكومية مرتبط بالمدّة الزمنية للمشروع، والتي غالباً ما تكون محدودة بالدورة الانتخابية (في الدول الديمقراطية)، والتي تدفع المسؤولين إلى توجيه البرامج ومحاولة تثبيتها في فترة قصيرة. لكن بناء سوق رأس مال جريء يتطلب استثمارات طويلة الأجل، تستغرق عدة سنوات حتى تظهر نتائجها¹³.

1-2- حجم البرنامج

الخطأ الثاني مرتبط بحجم البرنامج، فكون البرنامج صغير جداً أو كبير جداً يمكن أن يشكل صعوبات كبيرة، فالمشكلة مع البرنامج الصغير أنه لا يحدث فرقا كبيرا، فمن غير الممكن أن يحدث برنامج صغير تأثيرا كبيرا على اقتصاد كبير ومتنوع، فضلا عن وصول معلومات قليلة عن البرنامج لعدد قليل من المستثمرين ومؤسسات رأس المال المخاطر. كما أن المؤسسات التي حصلت على التمويل لا يمكنها الحصول على رأس مال إضافي من أجل الوصول إلى مستويات أعلى. من جهة أخرى، كون البرنامج كبير جداً، يمكن أن يثبط التمويل الخاص، فبإمكان التمويل الحكومي التوسع إلى أن يعمل على كبح رغبة مؤسسات رأس المال المخاطر من أن تستثمر في سوق ما، بسبب استغلال مؤسسات التمويل الحكومية كافة الفرص المتاحة في السوق.¹⁴

1-3- مرونة البرنامج

النقطة الثالثة التي يجب على الحكومة التركيز عليها هي مرونة البرنامج، فرؤوس الأموال المخاطرة تقوم بالاستثمار في مؤسسات صغيرة تعمل في محيط غير أكيد، معتمدة في ذلك على حقوق الرقابة التي تمتلكها على هذه المؤسسات بعد تمويلها وهذا من أجل توجيهها. ويعد تغيير الاستراتيجية المتبعة وفريق التسيير جزء مكمل لعملية الاستثمار، لكن أحيانا الإدارة في المؤسسات العمومية تنظر إلى هذه التحولات كتطورات غير طبيعية وانحراف عن المخطط الذي تم وضعه مسبقا، وينتج عن عدم المرونة تحمل المؤسسة ضريبة إضافية مقابل نجاحها، وعليه لا يجب إرفاق برامج تنشيط سوق رأس المال المخاطر بضوابط مفرطة¹⁵.

2- التطبيق السيئ للبرنامج الحكومي

حتى إذا تم وضع نموذج لتنشيط سوق رأس المال المخاطر بشكل جيد، تبقى إمكانية فشله واردة عند بدئه. فتطبيق هذه البرامج تلزمه مجموعة من القرارات، وقد يرفق تطبيقه مجموعة من الأخطاء، والتي يجب تجنبها. كعدم الاهتمام بتحفيز المقاولين والمسيرين أو عدم تقييم ما يحدث مع البرنامج.

2-1-2- مشكل التحفيز

ينفق المستثمرون ذوي الخبرة في المؤسسات المقاوله مبالغ كبيرة بغرض تحفيز المقاولين، وهذا من أجل التأكد من أن المقاولين يعملون على تعظيم قيمة المؤسسة أكثر من خدمة مصالحهم الخاصة. ولأنه من غير الممكن على مؤسسات رأس المال المخاطر معرفة كل الأفعال التي يقوم بها المقاول، يبقى التحفيز هو الحل الوحيد الذي يربط مصالح المقاول بمصلحة المؤسسة.

لا تنظر الحكومات دائما إلى التحفيز بالعناية اللازمة قبل المبادرة في تأسيس سوق رأس مال جريء. وفي أغلب الأحيان، يتم تصميم البرامج التي تضعها هذه الحكومات لكي يعمل المساهمون من القطاع الخاص بشكل جيد، سواء قدم المشروع عوائد جيدة أم لا، لكن بدل ذلك، يتم ربط الاستثمارات بعوائد مالية، متجاهلين بذلك الأهداف الأساسية التي تم التحفيز من أجلها (كتقديم عمولات ثابتة سنويا سواء قام الصندوق بالاستثمار أم لا)¹⁶.

2-2- الحاجة إلى تقييم البرنامج

يجب أن يتم تقييم المشاركين من القطاع الخاص وفق معيار أساسي، يتمثل في الأداء، ويكون ذلك من خلال التركيز على جملة من الخصائص التي تكون مرتبطة مع مقدرة المشاركين في البرنامج على تحقيق الأهداف المسطرة، ويمكن أن تتضمن هذه الخصائص خبرة هذه المؤسسات، وجود استراتيجية واضحة على مستوى المؤسسات الممولة، وتسمح هذه الخصائص للمسؤولين الحكوميين بالتمييز بين المؤسسات ذات الأداء العالي وتلك التي لم تتمكن من الوصول إلى الأهداف المرجوة.¹⁷

ويعد حصول المقاولين ومؤسسات رأس المال المخاطر على منح من عدة مصادر حكومية أحد المؤشرات المرتبطة بتقصير المقاولين ومؤسسات رأس المال المخاطر، لأن عدم تحقيق نتائج ملموسة يمكن إرجاعه بسهولة إلى

طبيعة استثمارات رأس المال المخاطر المرتبطة بمخاطرة عالية. وهذا ما يسمح للعديد من المؤسسات بالتهرب من المسؤولية. وعليه، من شأن التقييم الصارم ضمان جذب البرنامج للمقاولين ومؤسسات رأس المال المخاطر المناسبين فقط.¹⁸

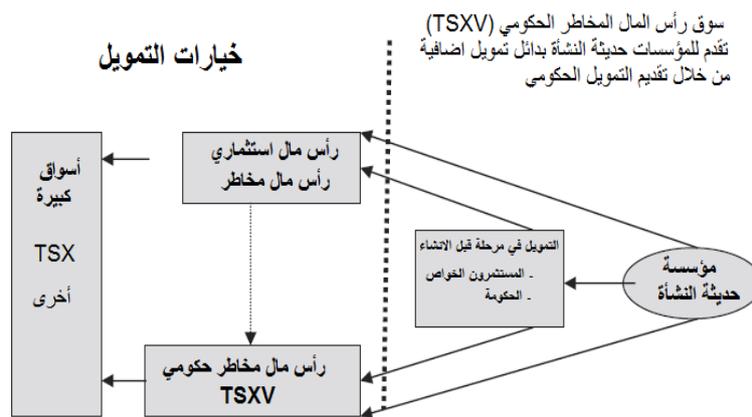
المبحث الرابع: التجربة الكندية في مجال تنشيط سوق رأس مال مخاطر

تقدم التجربة الكندية فرصة فريدة لتحليل دور الحكومة في دعم سوق رأس المال المخاطر حتى تسمح بظهور صناعات ناجحة، وفي نفس الوقت تعمل على التقليل من نتائج عدم التناظر الكبير للمعلومات الذي يسود هذا النوع من التمويل.

1- تنظيم سوق الأوراق المالية وسوق رأس المال المخاطر في كندا

تتيح السوق الكندية للمؤسسات التي تدخل مرحلة الإنشاء الخيار بين طريقتين للحصول على التمويل اللازم، كما هو موضح في الشكل رقم (2)، الخيار الأول يتمثل في سوق رأس المال المخاطر التقليدية، والتي تعد ثالث أكبر سوق في العالم من حيث توفر الأموال. الطريقة الثانية هي السوق الحكومية لرأس المال المخاطر (TSXV: Toronto Stock Exchange Venture)، وتتشابه كلتا السوقين من حيث طريقة الدخول إليهما، دورات التمويل والخروج من مراحل التمويل المختلفة، وتقدم السوق الحكومية لرأس المال المخاطر مجموعة من طرق التمويل مثلها مثل السوق التقليدية، بالإضافة إلى تقديم تسهيلات كبيرة للمؤسسات حديثة النشأة من أجل الدخول إليها، غير أن هدف السوق الحكومية لرأس المال المخاطر هو الخروج من الاستثمارات عن طريق سوق الأوراق المالية (Toronto Stock Exchange) TSX، في حين تبقى أفضل طريقة للخروج من السوق التقليدية عن طريق العرض العام على الجمهور.

الشكل رقم (2): السوق الكندية لتمويل المؤسسات الناشئة



Source: Cécile Carpentier & Jean-Marc Suret, "The Canadian Public Venture Capital Market", available at wileyonlinelibrary.com, 2010, p : 305,

هناك 1578 مُصدر مُدرج في بورصة تورنتو (TSX) و 2261 مُصدر مُدرج في سوق رأس المال المخاطر الحكومية بكندا (TSXV) في نوفمبر 2008. وتقوم سوق رأس المال المخاطر الحكومية بتسيير المؤسسات العمومية حديثة النشأة، بهدف تهيئتها لدخول بورصة تورنتو (TSX)، حيث تستفيد من تسهيلات كبيرة فيما يخص متطلبات الإدراج.

2- السياسات الحكومية الكندية الرامية إلى تنشيط سوق رأس المال المخاطر

بالإمكان حصر السياسات الحكومية الكندية اتجاه رأس المال المخاطر في شكلين أساسيين، الأول يتمثل في الاستثمار الحكومي المباشر. أما الثاني فيتمثل في الإطار القانوني، ويمكن أن يضم الإطار القانوني، الإطار الضريبي وقوانين أخرى متعلقة بتمويل المقاولات، ويقدم الجدول رقم (01) تشكيلة واسعة من السياسات الحكومية الكندية، التي تندرج تحت هذين الشكلين.

الجدول رقم (01): مختلف السياسات الحكومية الكندية لدعم سوق رأس المال المخاطر

المميزات المحتملة	الفوائد المحتملة	الوصف	الميزة	
خروج أنواع أخرى للصناديق التمويل من السوق، تخفيض العائدات في السوق.	الحصول على تمويل كبير (على الأقل لنوع واحد من صناديق رأس المال المخاطر).	تقدم الحكومة تخفيضات ضريبية للأفراد الذين يستثمرون في نوع واحد من صناديق رأس المال المخاطر	إعانات ضريبية لنوع واحد من صناديق التمويل عن طريق رأس المال المخاطر	الجزء (أ): البرامج الحكومية المباشرة لدعم رأس المال المخاطر وتحفيزات أخرى
مكلفة، لا توجد سياسة واضحة عند اختيار مسيري الصندوق، عدم توفر الحرية التامة عند اختيار المؤسسات المقاولات التي سيتم تمويلها.	الرفع من فرص التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.	ربط الاستثمارات الحكومية بمستثمرين خوص	مساهمات الحكومة في صناديق رأس المال المخاطر كشريك محدود المسؤولية	
مكلفة، مشاريع غير كفاءة.	تمويل مؤسسات ليس باستطاعتها الحصول على التمويل، كالمؤسسات المحلية المعزولة.	الحكومة هي التي تسيير وتمول صناديق رأس المال المخاطر.	صناديق رأس المال المخاطر التابعة للحكومة بنسبة 100%.	
تغيير حوافز المستثمرين سلبيا.	ضريبة على المؤسسات منخفضة بالنسبة للضريبة على الدخل تؤدي إلى ارتفاع عدد المؤسسات المنشأة.	اختلاف نسبي بين الضريبة على المؤسسات والضريبة على الدخل.	نسبة الضريبة على المؤسسات مقابل نسبة الضريبة على الدخل.	الجزء (ب): النظام الضريبي
الغش.	التكلفة المنخفضة لجعل المؤسسات عمومية تسهل من رفع رأس مال المؤسسات الصغيرة.	تكلفة جعل المؤسسات عمومية.	فترات العرض العام للسندات على الجمهور والمتطلبات الخاصة بما.	الجزء (ج): القوانين المتعلقة بالسندات المالية

Source: Douglas Cumming & Sofia Johan, "Phasing Out an Inefficient Venture Capital Tax Credit" *Journal of Industry, Competition and Trade*, working paper, 2010, pp : 33-35.

3- قياس أداء سوق رأس المال المخاطر الكندية في تطوير الاستثمارات الجديدة

يمكن قياس أداء سوق رأس المال المخاطر في كندا عبر عدة طرق، الطريقة الأولى تتمثل في تحليل نسبة الإخفاق للمؤسسات المدرجة حديثا (خروج المؤسسات من السوق). أما الطريقة الثانية فتكون عن طريق قياس نسبة نجاح المؤسسات المدرجة عبر مقارنة نسبة المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر والتي تدخل سوق تورنتو للأوراق المالية (TSX) عن طريق العرض العام على الجمهور مع تلك التي تدخل سوق الأوراق المالية عن طريق سوق رأس المال المخاطر الحكومية (TSXV)، والطريقة الثالثة تتمثل في معدل العائد الذي يكسبه المستثمرون¹⁹.

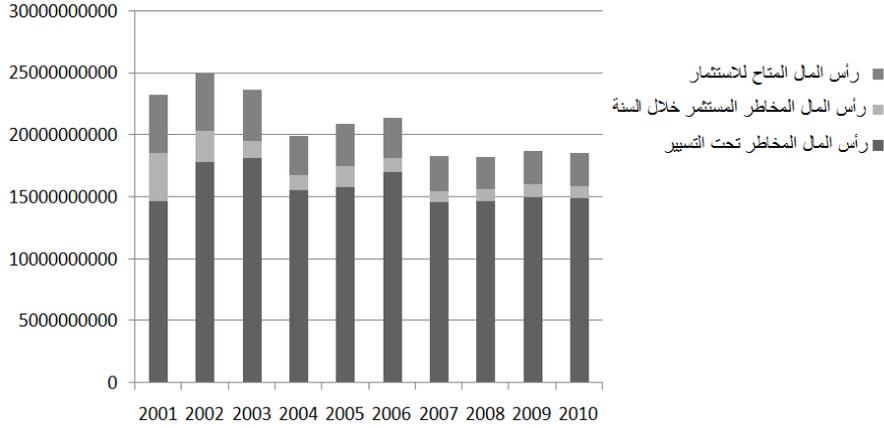
لخصت نتائج الدراسة التي قامت بها سيسيل كاربانتيير وجين مارك سيريت (Cécile Carpentier & Jean-Marc Suret) على المؤسسات الحديثة المدرجة في سوق رأس المال المخاطر الحكومية بكندا (TSXV) خلال الفترة 1986-2006 أداء هذه السوق،²⁰ حيث قام الباحثين بمقارنة نسبة نجاح المؤسسات المدرجة حديثا في (TSXV) مع معطيات سوق رأس المال المخاطر التقليدية بكندا، والتي عادة ما تعتبر عملية العرض العام على الجمهور عبارة عن نجاح للمؤسسة الممولة عن طريق رأس المال المخاطر، وقد تم التوصل إلى أن معدل النجاح في السوق الحكومية يساوي أربع مرات معدل النجاح في السوق التقليدية. وهذا راجع إلى أن السوق الحكومية تستقبل مؤسسات جديدة أكثر مما تستقبله عادة سوق رأس المال المخاطر، بحيث خلال الفترة التي تمت دراستها، كانت نسبة المؤسسات التي تدخل سوق الأوراق المالية انطلاقا من سوق رأس المال المخاطر الحكومية مقارنة مع تلك التي تدخل عن طريق عمليات العرض العام على الجمهور هي سبعة إلى واحد.

في الخمس سنوات الأخيرة، كان معدل الخروج من سوق الأوراق المالية للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر الحكومي في كندا أقل منه في الولايات المتحدة الأمريكية، وأقل بكثير من نسبة الإخفاق الملاحظة في قطاع رأس المال المخاطر الخاص في كندا. كما أشارت الدراسة أيضا إلى أن معدل العائد في سوق رأس المال المخاطر الحكومية كان يفوق معدل العائد في سوق رأس المال المخاطر الخاص.

4- استثمارات سوق رأس المال المخاطر بكندا

تجاوزت المبالغ المقدمة من طرف رأس المال المخاطر الحكومي ورأس المال المخاطر الخاص 39 مليار دولار كندي سنة 2001، وبلغت 10,07 مليار دولار كندي سنة 2010، أي ما يمثل انخفاض بنسبة 24,64% خلال هذه الفترة (كما يوضح ذلك الشكل رقم (3)).

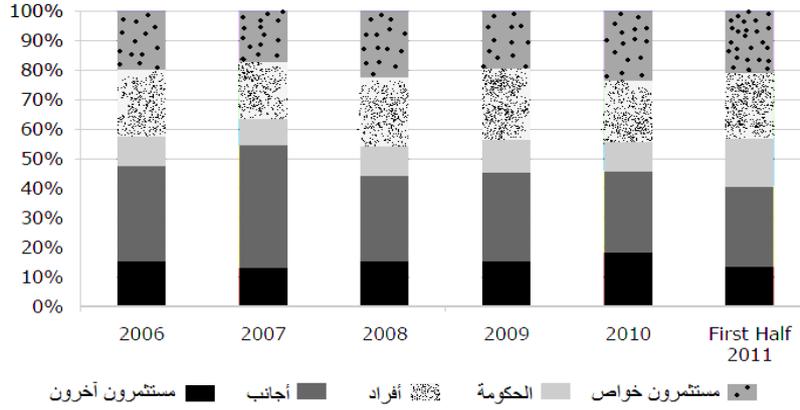
الشكل رقم (3): سيولة رأس المال المخاطر الإجمالية في كندا للفترة 2010-2001



المصدر: تم إنشاء الشكل انطلاقاً من معطيات متوفرة على الموقع: www.cvca.com

يوضح الشكل رقم (4) توزيع الأموال المستثمرة في سوق رأس المال المخاطر بكندا حسب نوع المستثمرين للفترة 2006- النصف الأول من 2011.

الشكل رقم (4): توزيع الأموال المستثمرة في سوق رأس المال المخاطر بكندا حسب نوع المستثمرين للفترة 2006- النصف الأول من 2011



Source: Canada's Venture Capital Market, Prepared by Thomson Reuters for the Canadian Venture Capital & Private Equity Association, 2011, available at : www.cvca.com

خلال الفترة الممتدة بين 2006- والنصف الأول من 2011 ، على الرغم من ارتفاع كل من رأس المال المخاطر الخاص والحكومي، إلا أنه تبقى المبالغ المقدمة من طرف القطاع الخاص دائما أكبر من تلك التي تقدمها الحكومة. وهذا راجع إلى أن المهمة الأساسية للقطاع العام ليست فقط دعم المؤسسات الجديدة، بل العمل على توفير الشروط الضرورية لتحفيز المؤسسات ودعم سوق رأس المال المخاطر. ويظهر أن الحكومة استثمرت في النصف الأول من سنة 2011 بمعدل أكبر مقارنة بالسنوات السابقة أي حوالي 16% من المبالغ المستثمرة في النصف الأول لسنة 2011.

4- الخاتمة

يبقى الهدف الأساسي للحكومات هو معرفة حاجات سوق رأس المال المخاطر حتى يتسنى لها تقديم الدعم المناسب من أجل تطويرها. إذ توجد ثلاثة اتجاهات عامة لتدخل الحكومة في سوق رأس المال المخاطر تتمثل في العرض المباشر لرأس المال الحكومي على المؤسسات، تقديم تحفيزات مالية لاستثمارات رأس المال المخاطر وتوسيع ضوابط استثمارات رأس المال المخاطر. كما أنه على الحكومة الأخذ بعين الاعتبار مختلف الأخطاء التي قد تصحب برامج تنشيط سوق رأس المال المخاطر والتي تكون عادة متعلقة بتصميم السوق أو التوجيه الخاطئ للسوق، والعمل على تجنبها أو تصحيحها في حالة الوقوع فيها.

5- الهوامش وقائمة المراجع حسب تواريخها

¹ - Joseph Lim, Anthony Saunders, "Initial Public Offerings: The Role of Venture Capitalists", The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, 1990, p:14.

² Idem, p: 14.

³ Hans Landström, Handbook of Research on Venture Capital, Edward Elgar Publishing Limited, United Kingdom, 2007, p: 15.

⁴ James A. Brander & Edward J. Egan & Thomas F. Hellmann, "Government sponsored versus private venture capital: Canadian Evidence", National Bureau of Economic Research, Cambridge, USA, 2008, p11.

⁵ George A. Akerlof, "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism", the Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, Oxford University, 1970, p: 500.

⁶ - أنظر:

- Jean Matauk, "Financing Innovation: An historical approach", Journal of Innovation Economics n 06, university of Montpellier 1, France, 2010, pp: 159-161.

- Michel Ferrary, "les capital-risqueurs comme « transisteurs » de l'Innovation dans la Silicon Vally", revue française de gestion n 190, la voisier paris, France, 2009, pp: 186-188.

⁷ Marco Da Rin & Giovanna Nicodano & Alessandro Sembenelli, "Public policy and the creation of active venture capital markets", Journal of Public Economics 90, 2006, p: 1703.

⁸ Hans Landström, Op-cit, 2007, p: 128.

⁹ عبد الباسط وفا، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، من دون سنة نشر، ص: 130.

¹⁰ المرجع نفسه، ص ص: 130-140.

¹¹ Hans Landström, Op-cit, 2007, p:130.

¹² Idem, p: 132.

¹³ Josh Lerner, Boulevard of broken dreams, Princeton University Press, United Kingdom, 2009, p: 112.

¹⁴ Idem, p: 117.

¹⁵ - Ibid, p: 124.

¹⁶ Ibid, pp: 137-142.

¹⁷ Ibid, p: 142.

¹⁸ Ibid, p: 144.

¹⁹ Cécile Carpentier & Jean-Marc Suret, Op-cit, 2010, p : 314.

²⁰ Cécile Carpentier & Jean-Marc Suret, "The Canadian Public Venture Capital Market", 2010, available at wileyonlinelibrary.com.