

## صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية.. النموذج المثالي

الطالبة/ خليفة وفاء \*

### Abstract:

L'industrie américaine du capital risque a connue depuis son apparition des étapes de croissance parfois et de récession d'autres fois, Cela est dû aux crises économiques et financières qui a affecté l'économie américaine, en particulier la crise dot-com en 2000 et la crise financière mondiale en 2008, mais en dépit de tout ça cette industrie a été en mesure d'évoluer et ceci grâce à la situation économique et institutionnelle fourni par l'état Américaine, en plus de plusieurs facteurs qui ont contribué à la continuité de cette étape comme le marché de NASDAQ qui a joué un grand rôle pour fournir des moyens de sortie pour les financeurs, Silicon Valley qui est la zone d'investissement la plus active dans le monde et les Business Angels.

**Les mots clés:** Capital risque, Start-ups, Industrie, Financement

### ملخص:

شهدت صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية منذ ظهورها مراحل نمو تارة وركود تارة أخرى، وهذا راجع للأزمات الإقتصادية والمالية التي عرفها الإقتصاد الأمريكي وعلى رأسها أزمة الدوت كوم سنة 2000 والأزمة المالية العالمية سنة 2008، ولكن بالرغم من هذا فقد إستطاعت هذه الصناعة أن تتطور وتحتل الصدارة العالمية وهذا بفضل الوضع الإقتصادي والمؤسستي الذي قامت الدولة الأمريكية بتوفيره، بالإضافة إلى عدة عوامل ساعدت على إستمرار نمو وتطور هذه الصناعة ورسم ملامحها من أهمها: سوق NASDAQ الذي لعب الدور الكبير في توفير طرق ملكية لخروج الممولين، وادي السيليكون الذي يعتبر أنشط منطقة إستثمارية في العالم وملائكة الأعمال.

**الكلمات المفتاحية:** رأس المال المخاطر، المؤسسات الناشئة، صناعة، تمويل.

\* طالبة دكتوراه ل.م.د. - جامعة الجزائر 3

## مخطط المقال:

### مقدمة

- 1) تطور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية
- 1-1) مراحل تطور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية
- 2-1) مواجهة رأس المال المخاطر الأمريكي للآزمة المالية 2008
- 2) مهنة رأس المال المخاطر الأمريكية
- 1-2) إهتمام الحكومة الأمريكية بمهنة رأس المال المخاطر
- 2-2) ملامح مهنة رأس المال المخاطر الأمريكية

### خاتمة

## مقدمة:

أدرجت الحكومات على مستوى العالم أهمية رأس المال المخاطر في تنشيط روح المبادرة التجارية خصوصا المؤسسات التي تعتمد على التقنية، فهناك دول كثيرة على رأسها الولايات المتحدة الأمريكية طورت ومازالت تقدم مجموعة واسعة من الدعم لتأسيس وتطوير مؤسسات وصناديق رأس المال المخاطر لديها، حيث تساعد هذه الأخيرة في النمو الاقتصادي من خلال استحداث مؤسسات جديدة يتم تأسيسها في كثير من الأحيان حول الاختراعات والمنتجات والخدمات الجديدة، تؤدي إلى خلق وظائف ذات أجور عالية كما يكون لها تأثيرات اقتصادية مباشرة على المنطقة المضيفة لها.

وتصدر الولايات المتحدة الأمريكية مهنة التمويل برأس المال المخاطر على المستوى العالمي، حيث يرى باحثون أنها مهد التقنية، لكن قبل أن تستطيع الصناعة الأمريكية لرأس المال المخاطر إحتلال الصدارة العالمية، مرت بمراحل عديدة وتحديات مختلفة أدت إلى قيام الحكومة الأمريكية بوضع سياسات عديدة من أجل تهيئة المحيط الملائم الذي يساعد هذه الصناعة على تجاوز مختلف التحديات وبلوغ مستويات التطور التي تعيشها اليوم.

سنحاول من خلال هذه الدراسة عرض تجربة الولايات المتحدة الأمريكية في مجال التمويل برأس المال المخاطر، بطرح إشكالية البحث التالية: فيما تتمثل أهم العوامل التي ساهمت في بلوغ صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية مستويات التطور التي تشهدها اليوم؟

## 1) تطور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية:

مرت صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية منذ ظهورها بمراحل عديدة كانت نتيجة التعديلات المؤسسية، الهيكلية والإقتصادية وكذا مختلف الازمات التي عرفها الإقتصاد الأمريكي، والتي ساهمت في إيصال هذه التقنية لمستوى التطور التي تعرفه حالياً.

### 1-1) مراحل تطور رأس المال المخاطر الأمريكية:

تعود جذور مهنة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية إلى السلوك الإبداعي لعدة مبتكرين بعد الحرب العالمية الثانية أمثال George DRIOT، أين حرصت الحكومة الأمريكية على استمرار تفوقها الإقتصادي والعسكري وطلبت من هذا الأخير إدارة مجموعة من العلماء في مختلف التخصصات لتطوير وإبتكار تقنيات عسكرية حديثة ومنتجات جديدة تتحمل كل الظروف المناخية<sup>1</sup>، وبالفعل قام DORIOT بدعم النشاطات البحثية المرتبطة بالميدان العسكري، كما استمر في نشاطه الأكاديمي ليستطيع بعد تقاعده وبفضل خبرته الواسعة تأسيس أول مؤسسة رأس مال مخاطر في العالم، وهي المؤسسة الأمريكية للبحث والتطوير ARD.

### ⚡ مرحلة الإقلاع 1960-1970:

إن عملية إقلاع رأس المال المخاطر الأمريكي كانت في نهاية الخمسينيات من القرن الماضي نتيجة لرغبة الحكومة الأمريكية في الرد على التحديات العلمية للإتحاد السوفياتي إبان الحرب الباردة، أين اهتمت بمجال تطوير التقنيات الحديثة واستمرت في زيادة الميزانيات المخصصة لتمويل الأبحاث وإنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ذات التوجهات التكنولوجية.

كما أقر الكونغرس الأمريكي سنة 1953 قانون هام ساهم في تطور ونمو رأس المال المخاطر، والمتمثل في قانون المؤسسات الصغيرة SBA\* الذي نص على أن تقوم الحكومة الأمريكية بتقديم المساعدة، النصح والحماية للمؤسسات الصغيرة. وقد أدى هذا القانون سنة 1958 إلى تبني مرسوم مؤسسات الإستثمار في المؤسسات الصغيرة SBIC\*\* الذي ساهم بدوره في تكوين قاعدة صلبة لصناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، حيث تمثل مبدأه في دعم

\* The Small Business Act.

\*\* Small Business Investment Corporation.

مساهمات رأس المال المحققة لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ومنحها شهادة SBIC التي تمكنها من الإقتراض من السلطات الفدرالية بمعدل أقل من معدل السوق. بالإضافة إلى هذا شهدت سنوات الستينيات أحداث هامة، كإزدهار السوق المالي ما ساعد في تحقيق مؤسسات رأس المال المخاطر لعوائد مرتفعة ناتجة عن عمليات الخروج الملكي.

#### ✦ مرحلة التوسع 1970-1990:

تميزت هذه الفترة من تاريخ صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية بأحداث عديدة كان لها الأثر الكبير في تحديد مستقبل هذه الصناعة، من أهمها التعديلات المؤسسية التي عرفها الإقتصاد الأمريكي والمتمثلة في صدور مرسوم فدرالي يتضمن إنشاء سوق جديد للأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات الناشئة ذات التوجه التكنولوجي تحت اسم NASDAQ سنة 1971، وهو سوق أسس خصيصا للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي لا تستطيع الانضمام إلى البورصات الكبرى لعدم إستيفائها كافة الشروط، الأمر الذي أدى لتقديم فرص جديدة للممولين برأس المال المخاطر حيث عرفت المبالغ المستثمرة إرتفاعا معتبرا، فبعدها بلغت 83 مليون دولار سنة 1970 إرتفعت لتبلغ 201 مليون دولار سنة 1973. لكن عجلة نمو رأس المال المخاطر الأمريكي اصطدمت إبتداءا من سنة 1973 بعدة عوامل أدت إلى كبحها، على غرار الإنهيار الكبير لسوق الأوراق المالية سنتي 1973 و1974، والذي يعتبر من أسوء حالات ركود سوق الأوراق المالية في التاريخ الحديث وصدمة النفط الأولى عام 1973، عندما قامت منظمة أوبك بإعلان حظر نفطي على الولايات المتحدة الأمريكية، حيث توقفت الإلة الصناعية الأمريكية وجميع وسائل النقل، الأمر الذي أدى إلى تراجع حجم إستثمارات رأس المال المخاطر من 201 مليون دولار سنة 1973 إلى 92 مليون دولار سنة 1975.<sup>2</sup> لكن مع نهاية سبعينيات القرن الماضي إستعاد رأس المال المخاطر الأمريكي نشاطه وبدأت إستثماراته تحقق توسعات كبيرة بفضل عدة عوامل أهمها:

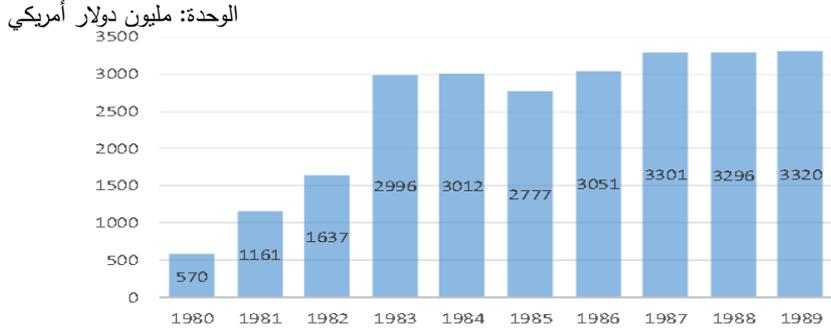
- خفض الضرائب على القيمة المضافة سنة 1978، الأمر الذي ساعد على إنشاء صناديق رأس مال مخاطر جديدة<sup>3</sup>؛
- إنتعاش السوق المالي بفعل إدراج عدة مؤسسات كبرى مثل Federal Express سنة 1978 بمبلغ إستثمار قدر بـ 23 مليون دولار<sup>4</sup>.
- إدخال تعديلات جديدة على قانون "أمن عائد تقاعد الموظف"<sup>\*</sup> سنة 1975، بالسماح لصناديق التقاعد من والإستفادة من شرط الرجل الحذر<sup>\*\*</sup>، أين قرر الكونغرس الأمريكي إستثمار جزء من أموال المعاشات في مؤسسات رأس المال المخاطر<sup>5</sup>.

\* Employee Retirement Income Security Act.

\*\* Prudent man.

وبهذا تحسنت الأوضاع وازداد الطلب على المشاريع التكنولوجية، وبدأ رأس المال المخاطر الأمريكي في رحلة نمو جديدة أين ارتفعت المبالغ المستثمرة في هذا المجال إلى 457 مليون دولار سنة 1979، وتواصل هذا النمو بفضل الإصلاحات الداعمة للإبتكار بوتيرة متضاعفة سنوات الثمانينات أين وصل لمستويات لم يسبق له أن بلغها، كما يوضحه المنحنى التالي:

**الشكل 01: تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1980-1989**



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

Marianne Lagrange, op cit., p. 35

يترجم الشكل أعلاه مستويات النمو الكبيرة التي عرفتتها فترة الثمانينات، حيث إنتقل حجم إستثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي من 570 مليون دولار سنة 1980 إلى 3.32 مليار دولار سنة 1989، وهذا بفضل إهتمام المؤسسات الكبرى بمجال التمويل الإبتكاري حيث بدأت بإنشاء صناديق إستثمارية جديدة ساهمت في الرفع من معروضات المهنة.

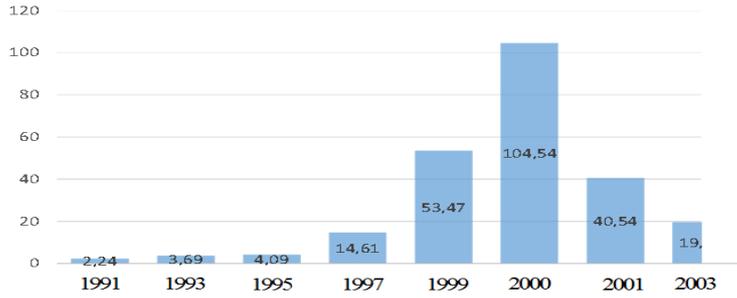
**✦ مرحلة الدوت كوم 1991-2001:**

ترجع هذه التسمية للتطور الرهيب لوسائل الإعلام والإتصال خاصة خدمات الشبكة العنكبوتية التي أثارت فضول العديد من الشباب في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد بلغت إستثمارات رأس المال المخاطر مستويات قياسية بفضل إتساع مجال الإبتكار والمخاطرة في المشاريع الناشئة، ما أدى إلى إنشاء أكبر الصناديق الإستثمارية التي عملت على تمويل قطاع الإعلام والإتصال.

وقد تهاقت العديد من الشباب الأمريكي على تطوير نماذج التواصل والمبيعات عبر الأنترنت، ظلنا منهم أن تطوير مثل هذه النماذج يكون غير معقد ومنخفض التكلفة ما يمكنهم من تحقيق عوائد معتبرة إلا أن الحقيقة عكس ذلك. في نفس الوقت ورغم بوادر فشل عدد هائل من الشباب فيما يمكن أن تقدمه الأنترنت من فرص استثمارية، عرفت أسعار أسهم المؤسسات المماثلة في السوق المالي إرتفاعا غير مسبوق ما أدى إلى إندفاع الممولين برأس المال والمخاطر للإستثمار في هذا النوع من المؤسسات بشكل سريع غابت فيه قواعد الحذر والحيطه، وبفعل حماسة المستثمرين بلغت المبالغ مستويات مرتفعة<sup>6</sup> كما هو مبين في الشكل:

**الشكل 02: تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1991-2003**

الوحدة: مليار دولار أمريكي



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

National Venture Capital Association, «Yearbook 2008» Price Water House  
Coopers, Money Tree<sup>TM</sup> Report, based on data from Thomson financial.

عرفت إستثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي إرتفاعا ملحوظا منذ بداية التسعينيات، حيث بعدما حققت 2.24 مليار دولار سنة 1991 إرتفعت لتبلغ مستوى خيالي سنة 2000 قدر بـ 104.54 مليار دولار (أكثر من نصفها في مؤسسات الأنترنت)، وهو مستوى لم يسبق لأي إقتصاد في العالم أن حققه، لكن الأمر الهام الذي نستطيع ملاحظته من الشكل أعلاه هو الإنخفاض الشديد للإستثمارات في السنة الموالية حيث بلغت حوالي 40 مليار دولار أي بنسبة إنخفاض قاربت 62%، وهذا راجع لدخول عدد كبير من مؤسسات الأنترنت الناشئة عديمة الفعالية والتي عرفت بمؤسسات الدوت كوم للسوق المالي NASDAQ، الأمر الذي أدى إلى خلق فقاعة إفتراضية في السوق المالي أين إرتفعت القيمة السوقية لأسهم هذه المؤسسات إرتفاعا كبيرا في حين أن عدد قليل من هذه المؤسسات قامت بتحقيق أرباح حقيقية، مما أدى إلى إنخفاض أسعار الأسهم بشكل كبير.

وتذكر أرقام نشاط NASDAQ تشكل فقاعة حيث وصل مؤشر السوق المالي للمؤسسات الإبتكارية في مارس 2000 إلى 51320.49 نقطة قبل إنفجار الفقاعة، لينخفض بعدها إلى نصف قيمته بعد عام من إنفجار الفقاعة أين وصلت التسعيرة إلى 1108.4 نهاية 2002.<sup>7</sup>

## 1-2) مواجهة رأس المال المخاطر الأمريكي للأزمة المالية 2008:

قام المستثمرون في مجال رأس المال المخاطر بأخذ العبرة من التجربة السيئة التي عاشها القطاع سنة 2000، حيث أصبح هؤلاء يهتمون بالمشاريع ذات النوعية أكثر بعد فشل الآلاف من المؤسسات الصغيرة الإبتكارية، وبهذا استطاع رأس المال المخاطر الأمريكي رغم الأزمات والمشاكل التي واجهها من الصمود في مجال تمويل الإبتكارات.

### ✦ تعافي رأس المال المخاطر الأمريكي من أزمة الدوت كوم:

بعد التجربة السيئة التي مر بها رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2000، وضعت مؤسسات المعاشات والتقاعد الأمريكية بإعتبارها أكبر المساهمين المؤسسين لإمتلاكها أكثر من 40% من حجم الأموال المعروضة للتمويل بحقوق الملكية، وضعت مبادئ إحترازية مع زياتنها تتمثل في<sup>8</sup>:

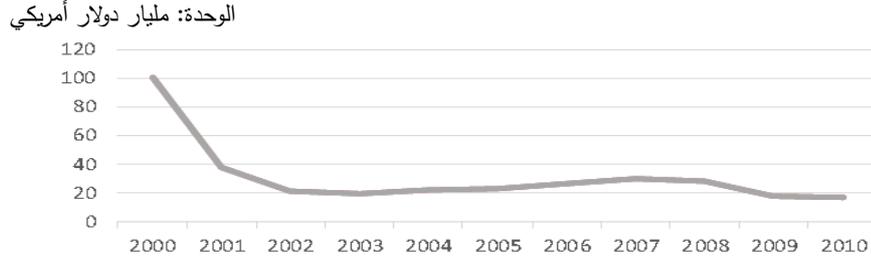
- مبدأ الإحتراز والحيطه في العمل؛
- مبدأ المصداقية وصحة المعلومات بين المتعاملين؛
- ومبدأ تسيير المخاطر بالتنوع.

ويعرر مهنة رأس المال المخاطر بإعادة هيكلة عميقة تم إنشاء صناديق ذات قدرات تمويلية هائلة اتجهت لتمويل المؤسسات ذات المستقبل الواعد، على غرار Intel Capital أشهر تجارب صناديق التمويل التي هدفت للإستحواذ على التكنولوجيات التي تمس نشاطها، ويعتبر صندوق Intel للتمويل من أكبر الكيانات في العالم منذ سنة 1991 إلى سنة 2004 إستثمر ما يفوق 8 مليار دولار في مؤسسات ناشئة، 60% منها خارج الولايات المتحدة الأمريكية. ونتيجة لإتباع الولايات المتحدة الأمريكية لإستراتيجية مدروسة في تسيير عملية التمويل برأس المال المخاطر، تصدرت هذه الأخيرة الترتيب العالمي لحجم إستثمارات هذه المهنة رفقة كندا بنسبة 63% تتبعتها الدول الأوروبية بنسبة 25% من الإجمالي العالمي، كما بلغت سنة 2004 القيم الإجمالية المضافة الأمريكية 1.6 ترليون دولار، أين تم توفير 10 ملايين منصب شغل<sup>9</sup>.

### ✦ واقع رأس المال المخاطر الأمريكي عقب الأزمة العالمية 2008:

عقب الأزمة المالية سنة 2008 شهد نشاط رأس المال المخاطر إنخفاضاً كبيراً في الولايات المتحدة الأمريكية، ليس فقط من حيث حجم الأموال المستثمرة ولكن أيضاً من حيث عدد المشاريع الممولة، ففي حين بلغ حجم الإستثمارات سنة 2007 مقدار 30 مليار دولار إنخفض سنة 2009 لـ 18.4 مليار دولار أي بإنخفاض قدره 38.6%، والمنحنى الآتي يوضح هذا.

#### الشكل 03: تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2010-2000



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

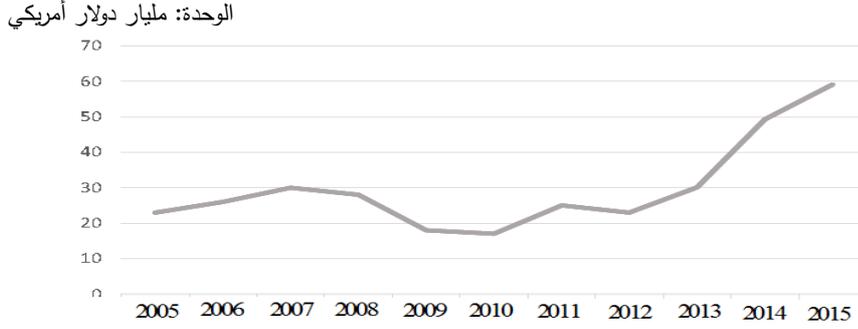
National Venture Capital Association, «Report Q3 2010», Price Water House Coopers, Money Tree™ Report, based on data from Thomson financial.

من المنحنى نلاحظ أنه بعد تعافي صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية من أزمة الدوت كوم، بدأت تعرف مستويات معينة من النمو إلى أن إصطدمت بالأزمة المالية لسنة 2008 أين انخفضت مستويات النمو بشكل ملحوظ تجاوز 38%، كما عرفت المؤسسات المتخصصة صعوبات كثيرة في إنشاء صناديق إستثمارية في هذا المجال، ففي سنة 2009 استطاعت 127 مؤسسة فقط من إنشاء صناديق بمقدار 15.4 مليار دولار. والأمر الهام هنا هو أنه يوجد عدد محدد من الفاعلين المهيمنين على سوق رأس المال المخاطر الأمريكي، ففي سنة 2009 استطاعت 7 مؤسسات الكبرى فقط في هذا المجال من تحقيق 50% من إجمالي المبالغ المحققة، ومن العوامل التي تؤدي إلى هذا التركيز في الإستثمارات هو إنخفاض فرص إعادة بيع الأسهم المملوكة من طرف مؤسسات رأس المال المخاطر في المؤسسات الممولة.

### ✦ واقع رأس المال المخاطر الأمريكي في العقد الأخير:

تمكن رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية من إقلاع العديد من الإستثمارات شديدة الخطورة التي تنتمي لفروع تجديدية ومؤسسات تستخدم تكنولوجيا عالية، وإبتداءا من 2010 استطاعت هذه التقنية الرجوع لدرج النمو الإيجابي كما هو موضح في المنحنى التالي:

#### الشكل 04: تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر الأمريكي خلال الفترة 2005-2015



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

National Venture Capital Association, «Report Q3 2010».

من المنحنى نلاحظ أن رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية إستطاع تجاوز الأزمة المالية لسنة 2008 وعاد لتسجيل إستثمارات لا بأس بها، حيث بعدما سجل 17 مليار دولار سنة 2010 تمكن من الوصول إلى 59.1 مليار دولار سنة 2015 أي بنسبة نمو فاقت 200%، وهذا راجع لإتباع مؤسسات رأس المال المخاطر لإستراتيجيات جديدة في إستثماراتها كما سبق الإشارة إليه، كما تطور عدد مؤسسات رأس المال المخاطر بتطور حجم المبالغ المستثمرة حيث بعدما بلغ عددها 2662 مؤسسة، إرتفع سنة 2015 ليبلغ 3709 مؤسسة أي بنسبة تطور قاربت 40%، وتركزت معظم هذه المؤسسات في ولاية كاليفورنيا أين بلغ عددها 1498 وهذا راجع لما توفره منطقة Silicon Valey من مميزات لهاته المهنة. ولقد مول رأس المال المخاطر الأمريكي العديد من الإستثمارات في مجالات كثيرة أهمها: تكنولوجيا المعلومات، البرمجيات والتكنولوجيا الحيوية.

## 2) مهنة رأس المال المخاطر الأمريكية:

إن هذا التطور المستمر والنجاح اللذين عرفتهما صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية تكمن وراءهما عدة عوامل كان لها الدور الرئيسي في تحقيقهما، وتتمثل في عوامل نأتي لشرحها.

### 1-2) إهتمام الحكومة الأمريكية بمهنة رأس المال المخاطر:

بدأ إهتمام الحكومة الأمريكية بمهنة رأس المال المخاطر مبكرا، حيث عملت الحكومات المتعاقبة على دعم وتطوير التقنيات الحديثة، ضمن برامج عديدة.

### ⚡ برنامج مؤسسات الإستثمار في المشاريع الصغيرة SBIC:

أسس هذا البرنامج سنة 1958 بالأموال الفدرالية كجزء من خطة الحكومة لدعم تمويل أصحاب المشاريع الصغيرة من خلال نماذج مالية جديدة، وهو عبارة عن مؤسسات إستثمار بالأموال الخاصة والقروض تعمل تحت وصاية إدارة المشاريع الصغيرة SBA التي أنشأت سنة 1953 لتقديم الدعم للمشاريع الصغيرة، وفي سنة 2000 إستطاعت مؤسسات SBIC أن تخدم 90000 من المشاريع الصغيرة والمتوسطة بإستثمار يقدر بـ 27 مليار دولار منذ ظهورها<sup>10</sup>. ويقوم تمويل SBIC على أثر الرفع المالي وعلى شراكة بين القطاعين العام والخاص، حيث تقدم إدارة المؤسسات الصغيرة 2 مليون دولار في حين تقدم مؤسسة SBIC مليون دولار بهدف ربحي للمشاريع الناشئة وجزء من التمويل يأخذ شكل قروض بنكية وسندات، كما لهذه المؤسسات الحق في الحصول على قروض من الدولة بمعدلات منخفضة<sup>11</sup>، ويخضع تنظيم SBIC لقيود معينة تتمثل في<sup>12</sup>:

- لا يمكن أن يتعدى الإستثمار 20% من رأس مال المؤسسات الإستثمارية؛
- فقط المشاريع الصغيرة التي تقل ذمتها المالية الصافية عن 6 مليون دولار ونتيجتها الصافية عن 2 مليون دولار، يمكنها الحصول على تمويل SBIC؛
- والمساهمات يجب أن تكون ذات أقلية.

### ✦ برنامج أبحاث المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية SBIR:

يقوم برنامج SBIR\* بتفويض من الكونغرس بتخصيص نحو 4% من ميزانية البحث المخصصة للمؤسسات الكبرى لتمويل المؤسسات الصغيرة ذات الأفكار الجديدة المبتكرة<sup>13</sup>، ويعد هذا البرنامج الشكل الرئيس للمساعدة الاتحادية المقدمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث رفع من متوسط أدائها الذي بلغ نسبة 12% مقارنة بـ 4 و6% في المؤسسات الأخرى. وخصصت الحكومة نحو 2.4 بليون دولار سنويا لهذا البرنامج لدعم البحث والتطوير في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصناعية ذات إمكانات النمو، أين رصد المجلس الوطني الأمريكي للبحوث الأكاديمية إستلام نحو 14800 مؤسسة منح من برنامج SBIR خلال الفترة 1992-2004، كما وجدت الدراسة أيضا زيادة كبيرة في براءات الإختراع للمؤسسات الممولة من البرنامج مقارنة بغيرها من المؤسسات<sup>14</sup>.

### ✦ قانون أمن عائد تقاعد الموظف ERISA:

في سنة 1975، حدث إنقلاب حقيقي عندما أدخل الكونغرس الأمريكي تعديلات على قانون ERISA\*\* تمثلت في السماح لصناديق التقاعد بالإستثمار في مؤسسات رأس المال المخاطر، وباعتبار أن مؤسسات التقاعد والمعاشات الأمريكية أصبحت من أكبر المساهمين المؤسساتيين في هذا المجال بإمتلاكها أكثر من 40% من حجم الأموال المعروضة للتمويل بحقوق الملكية، فإن هذا التعديل ساهم في زيادة معروضات هذه المهنة. وهكذا تأسس نموذج جديد لرأس المال المخاطر يقدم تحولا عن المصادر التقليدية للتمويل مثل الأفراد والعائلات الغنية، وقد نص قانون الكونغرس الأمريكي على مبادئ النموذج الذي أتبعته تغييرات تشريعية وتنظيمية.

### ✦ وقانون Bayh Dole:

تبنى الكونغرس الأمريكي هذا القانون سنة 1980 بعد إقتراح كل من السيناتورين Robert Dole و Birch Bayh، ويعطي هذا القانون للجامعات الأمريكية والمؤسسات الصغيرة حق التصرف والإستغلال التجاري لحقوق الملكية الفكرية لإبتكاراتها، ويعتبر هذا القانون بمثابة المشجع للجامعات على المساهمة في نشاطات نقل التكنولوجيا<sup>15</sup>.

\* The US Small Business Industrial Research Program.

\*\* Employee Retirement Income Security Act

وفي دراسة بجامعة كولومبيا البريطانية لأداء 21842 مؤسسة في 24 بلد حول العالم من بينها الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 2000-2008 حول دور التمويل الحكومي على أداء مشروعات رأس المال المخاطر، توصلت الدراسة إلى أن المؤسسات التي تلقت نسبة تمويل مخاطر من الحكومة كانت ذات أداء أفضل من تلك التي لم تتلق التمويل.

## 2-2) ملامح مهنة رأس المال المخاطر الأمريكية:

تميزت مهنة رأس المال المخاطر الأمريكية بعدة عوامل ساعدت على رسم وتحديد ملامحها الحالية، حيث كان لهذه الأخيرة الدور الكبير في نمو وتطور هذه المهنة ووصولها للريادة العالمية.

### ✦ دور سوق NASDAQ:

إن نشأة السوق الجديد NASDAQ سنة 1971 يعتبر تحول حاسم في تاريخ تطور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، فنشاط هذا السوق يقدم فرص جديدة ومعتبرة للممولين برأس المال كما يقدم قناة جديدة ومريحة نسبيا للصناديق الإستثمارية، حيث يتيح لمؤسسات رأس المال المخاطر المشاركة في خلق وتأسيس مؤسسات جديدة بصورة أكثر فعالية بإعتبار أن إنسحاب الممولين من المؤسسات الممولة عن طريق تقييدها في السوق المالي من أهم وأفضل طرق الخروج الناجحة (الطريق الملكي). ويعتبر سوق NASDAQ بورصة إلكترونية متخصصة في أسهم المؤسسات التكنولوجية ذات الحجم الصغير أو المتوسط التي لا تستوفي شروط الدخول للبورصات الكبرى، ويقدر عدد المؤسسات المدرجة فيه بـ 3200 مؤسسة وهو أكثر من عدد المؤسسات المدرجة ببورصة نيويورك، كما أن متوسط عدد الأسهم المباعة بها يوميا أعلى من أي بورصة أخرى ما يجعلها المؤشر الرئيسي للسوق التكنولوجي الأمريكي.

### ✦ دور Silicon Valley:

لطالما لعبت منطقة Silicon Valley دورا هاما ومحوريا في عملية تطور صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، وقد عرفت هذه المنطقة منذ الخمسينيات تحولا غير مسبوق في إستحداث نشاط غير مألوف، حيث تم سنة 1955 إنشاء أول مختبر علمي وهو مختبر Schockley الذي أدى إلى ظهور مؤسسة Fairchild Semi-conductor والتي إنبتقت منها مؤسسة Intel التي تعتبر من أشهر المؤسسات العالمية<sup>16</sup>. وقد أصبحت هذه المنطقة تعرف بمحطة الإبتكار والإبداع في العالم، حيث يأتيها العلماء والمبدعون من كل

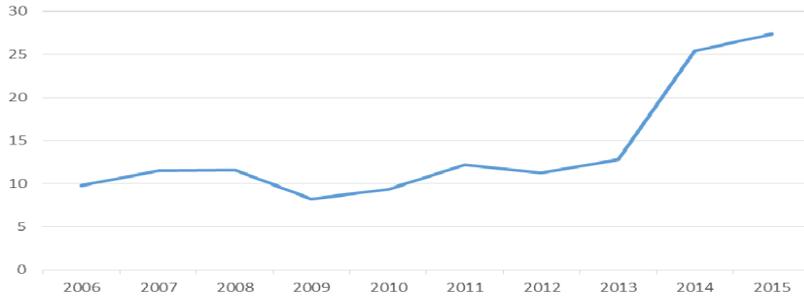
أنحاء العالم لتأسيس مؤسسات صغيرة إبتكارية خاصة في مجال الإعلام والإتصال، ومن أهم هذه المؤسسات التي أصبحت تحتل الصدارة اليوم نجد Microsoft، Appel و Google. ويستفيد وادي السيليكون من نظام إيكولوجي مبنكر تتوفر فيه أهم العناصر التي من شأنها توفير المحيط الملائم لتطور مهنة رأس المال المخاطر، وتتمثل أهم هذه العناصر في:<sup>17</sup>

- توفر المعاهد ومراكز البحث والجامعات سواء منها العمومية أو الخاصة؛
- توفر خبراء متخصصين في عدة مجالات من أهمهم المحامين والمحاسبين والمستشارين، ما يعمل على تقليل تكاليف إطلاق المؤسسات الناشئة من جهة، والوصل بين هذه المؤسسات ومؤسسات رأس المال المخاطر من جهة أخرى؛
- وجود كثافة كبيرة من المستثمرين في مختلف المجالات خاصة التكنولوجية منها؛
- توفر كم هائل من البنى التحتية خاصة وسائل النقل؛
- وإنشاء مؤسسات رأس المال المخاطر من طرف مهندسين ومسيرين وليس من طرف ماليين كما هو سائد في مناطق أخرى.

حسب آخر الإحصائيات حققت منطقة Silicone Valley سنة 2015 أكبر حجم إستثمارات لرأس المال المخاطر الأمريكي بمبلغ قدر بـ 27.42 مليار دولار، أي أنها إستثمرت لوحدها ما يفوق 46% من إجمالي إستثمارات هذه المهنة، كما هو موضح في المنحنى التالي:

**الشكل 06: تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر في منطقة وادي السيليكون خلال الفترة 2006-2015**

الوحدة: مليار دولار أمريكي



المصدر: من إعداد الباحثة بالإعتماد على:

National Venture Capital Association, «Yearbook 2016», op cit.

من المنحنى البياني أعلاه يتضح لنا تطور حجم إستثمارات رأس المال المخاطر بمنطقة Silicone Valley، حيث بعدما بلغ 9.76 مليار دولار سنة 2006 إرتفع ليبلغ أقصى حد له سنة 2015 بمبلغ قدره 27.42 مليار دولار أي بنسبة إرتفاع قاربت 200%.

✦ دور ملائكة الأعمال:

أو كما يعرفون بالمولين غير الرسميين، وهم موظفين متقاعدين شغلوا في الماضي مناصب في مؤسسات كبرى، يقومون بإستثمار أموالهم الشخصية لتمويل المؤسسات الناشئة التي تعمل في المجالات التي يكون لديهم فيها الخبرة والكفاءة. ويختلف نشاط هؤلاء عن نشاط المستثمرين من جانب الأهل والأصدقاء فهم يملكون رؤية واضحة حول المشروع وأبعاده والمخاطر المحتملة، لذا نجدهم يلعبون دورا بارزا في مجال التمويل برأس المال المخاطر ونشاطهم في الولايات المتحدة الأمريكية يعتبر الأوسع في العالم بأسره، حيث يقدمون الأموال للمبدعين والمبتكرين خاصة في القطاعات الصناعية والخدماتية، أين تتركز مساهمتهم على مرحلة الإنطلاق وعادة ما يستثمرون أقل من 1 مليون دولار في المؤسسة الواحدة، ولكن لا توجد إحصائيات مؤكدة متوفرة عن مساهمة هؤلاء في حجم الإستثمار الكلي لرأس المال المخاطر.

وفي الأخير، يمكننا القول أن تدخل الحكومة الأمريكية عن طريق القوانين والبرامج المختلفة التي تضعها من جهة، وغنى القطاع المالي والإقتصادي من جهة أخرى، كلها عوامل إيجابية عملت على توفير المحيط الملائم لتطور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية.

### خاتمة:

مما لا شك فيه أن رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية بدأ رحلته خلال سنوات الخمسينيات لتمويل الأبحاث والخدمات المبتكرة، ومع مرور الوقت عرفت هذه التقنية التمويلية قبولا كبيرا وتطورا رهيبا رغم الكبوت والأزمات التي عرفها الإقتصاد الأمريكي، حيث يشير العديد من الباحثين إلى أن الوضع الإقتصادي والمؤسسي في الولايات المتحدة الأمريكية يعتبر مثاليا لتطور هذه الصناعة، كما أن الإقتصاد الأمريكي يتفرد عن باقي إقتصاديات دول العالم الصناعي بإعتبار أن البيئة الأمريكية توفر أكبر نسبة من الإبتكارات السنوية في شتى المجالات.

وإستطعنا من خلال دراستنا هذه التوصل إلى النتائج الآتية:

- تعد التجربة الأمريكية في مجال التمويل برأس المال المخاطر النموذج الأمثل للإحتذاء به كونها أول وأهم التجارب العالمية في هذا المجال؛
- تحتل صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية الصدارة العالمية سواء من حيث حجم الإستثمارات، عدد المؤسسات، عدد الصفقات أو حتى من حيث تأثير هذه التقنية على تطور المؤسسات الناشئة من جهة وتطور الإقتصاد الأمريكي ككل من جهة أخرى؛
- إن تدخل الحكومة الأمريكية عن طريق القوانين والبرامج المختلفة التي تضعها من جهة وغنى القطاع المالي والإقتصادي من جهة أخرى، كلها عوامل إيجابية عملت على توفير المحيط الملائم لتطور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية؛
- وإنتشار ثقافة المغامرة عند الأفراد والمؤسسات الأمريكية، الأمر الذي دفعها للمغامرة في مؤسسات ناشئة شديدة الخطورة.

## الهوامش والمراجع:

- 1 BOUATOUATA Kamal Eddine, «Le capital investissement, Capital risque (USA, Europe, Tunisien, Maroc, Algérie), enjeux et perspectives», Grand livres, Alger 2005, pp. 70-71.
- 2 LAGRANGE Marianne, «Les nouveaux enjeux du capital investissement (Dynamique des marchés)», Broché, Paris, 2002, p. 32.
- 3 LACHMAN Jean, «Le seed capital: Une nouvelle forme de capital-risque», Economica, Paris, 1992, p. 21.
- 4 PAULRE Bernard, op cit., p. 163.
- 5 Idem, p. 163.
- 6 الأمم المتحدة للجنة الاقتصادية والاجتماعية لغرب آسيا، «رأس المال المخاطر، تكنولوجيا الإعلام والاتصال»، 2007 [قلا عن سحنون] سمير، «فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر - دراسة حالة تونس، المغرب والجزائر»، رسالة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة تلمسان، 2013، ص 161].
- 7 سحنون] سمير، مرجع سبق ذكره، ص 162.
- 8 بن ثابت علال & بن جاب الله محمد، «المستثمرون المؤسسيون ببورصة الأوراق المالية ودورهم في التأثير على حوكمة المؤسسات»، الملتقى الدولي حول «سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسة»، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، يومي 21 و22 وفمبر 2006.
- 9 سمير سحنون]، مرجع سبق ذكره، ص 162.
- 10 وزارة المالية المصرية، «تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة»، ملخص تنفيذي، القاهرة، جويلية 2004، ص 27.
- [http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/Small\\_Projects/SR/SR-11-1.pdf](http://www.mof.gov.eg/MOFGallerySource/Arabic/Small_Projects/SR/SR-11-1.pdf)
- 11 سبتي محمد، «فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة: دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة»، رسالة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2009، ص 103.
- 12 BESSIS Joel, «Capital-risque et financement des entreprises», Economica, Paris, 1988, p. 225.
- 13 حسين عبد المطلب الأسرج، «تعزيز تنافسية المشروعات العربية الصغيرة والمتوسطة في ظل اقتصاد المعرفة»، الملتقى الدولي حول «المعرفة في ظل الاقتصاد الرقمي ومساهمتها في تكوين المزايا التنافسية للبلد العربية»، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الشلف، يومي 04 و05 ديسمبر 2007.
- 14 منتدى الرياض الاقتصادي، «تنمية دور المنشآت الصغيرة والمتوسطة في الاقتصاد الوطني»، الدورة السادسة، السعودية، 2013، ص ص 75-76.
- 15 سبتي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 104.
- 16 سبتي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 105.
- 17 MYNARD A. & BOUCARD-PLANEL D., op cit., pp. 22-23.