

الاستراتيجية التمويلية لشركات رأس المال المخاطر مع الإشارة لتجربة الولايات المتحدة الأمريكية

د.كهينة رشام (1) أ.د أحمد جميل (2)

1- جامعة أكلي محند أولحاج البويرة rechamkahina@gmail.com

2- جامعة أكلي محند أولحاج البويرة djemilahmed@yahoo.fr

تاريخ القبول: 2021/12/26

تاريخ المراجعة: 2021/09/21

تاريخ الإيداع: 2019/07/06

ملخص

يكمن هدف هذه الدراسة في كون شركات رأس المال المخاطر تؤدي دورا كبيرا في توفير المصادر التمويلية الحديثة لمختلف المؤسسات، خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لكونه يأخذ بعين الاعتبار الخصوصيات التمويلية لهذه المؤسسات، وقد تم اعتماد المنهج الوصفي التحليلي الذي يقوم على وصف الظاهرة محل الدراسة وتحليلها من خلال توضيح المفاهيم المتعلقة برأس المال المخاطر ودراسة تجربة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تم التوصل إلى أن تطور هذا الأسلوب التمويلي في الولايات المتحدة تزامن مع تطور إدارة المخاطر وانتهاج أساليب تسييرية حديثة على مستوى شركات رأس المال المخاطر وحوكمتها.

الكلمات المفتاحية: إستراتيجية، تمويل، رأس المال المخاطر، تنمية وتطوير.

The financing strategy of venture capital companies with reference to the experience of the United States of America+

Abstract

The aim of this study is to show that venture capital companies play a major role in providing modern financing sources to various institutions, especially for small and medium-sized enterprises, because it takes into account the financing specifics of these institutions. By clarifying the concepts related to venture capital and studying the experience of venture capital in the United States of America, it was concluded that the development of this financing method in the United States coincided with the development of risk management and the adoption of modern management methods at the level of venture capital companies and their governance.

Keywords: Strategy, Financing, Venture capital, Growth and development.

La stratégie de financement des sociétés de capital-risqué en reference à l'expérience des États-Unis d'Amérique

Résumé

L'objectif de cette étude est de démontrer que les sociétés de capital-risque jouent un rôle majeur dans la fourniture de sources de financement modernes à diverses institutions, en particulier pour les petites et moyennes entreprises, car elle prend en compte les spécificités de financement de ces institutions. Capital-risque et en étudiant l'expérience du capital-risque aux États-Unis d'Amérique, il a été conclu que le développement de ce mode de financement aux États-Unis a coïncidé avec le développement de la gestion des risques et l'adoption de méthodes de gestion modernes au niveau du capital-risque sociétés de capitaux et leur gouvernance.

Mots-clés: Stratégie, financement, capital-risque, développement et progrès.

يعتبر التمويل بجميع أنواعه أحد أهم ركائز الاستثمار لأي اقتصاد، فقد أصبح اليوم من معايير التمايز في العصر الحديث، فقياس التقدم الاقتصادي لأي دولة يعتمد على قياس صناعة التمويل باعتبارها من الخدمات غير الملموسة التي تؤمن حاجات المجتمع والمؤسسات. كما بات هذا الأخير أحد أهم متطلبات التنمية الاقتصادية بمختلف أنواعها، مما أحدث قفزة نوعية خاصة في اقتصاديات العديد من الدول، لذلك فإن تطوير أدوات التمويل أخذ وما زال يأخذ حيزا كبيرا من اهتمام المالىين والمستثمرين على حد سواء هذا من جهة. ومن جهة أخرى تعتبر مشكلة التمويل من أبرز ما يعيق تطور المؤسسات في مرحلة الانطلاق والتوسع إذ أن اعتماد هذه الأخيرة على أموالها الخاصة كمصدر تمويلي داخلي غالبا ما تكون غير كافية لتغطية مختلف احتياجاتها عبر مراحل نشاطها خاصة المتعلقة بالمشاريع الاستثمارية التجديدية والتوسعية، مما يحتم عليها اللجوء إلى التمويل الخارجي المتضمن تمويلا ماليا عن طريق السوق المالية الذي لا يحظى بأية ثقة رغم وجود مؤسساته المتخصصة، أو تمويلا بنكيًا عن طريق الوساطة البنكية الذي لا يزال يشكل المصدر الأكثر أهمية دون أن تتمكن هذه المؤسسات من الحصول عليه بالشروط الملائمة، نظرا لعدة عوامل متداخلة تجعل الاستفادة من التمويل المصرفي تتميز بالمحدودية، منها ما يخص البنوك فيما يتعلق بنقل عنصر الضمانات المطلوبة بمختلف أنواعها وارتفاع تكلفة القروض التي لا تشجع على الاستثمار.

ونتيجة لذلك عكفت الهيئات المشرفة على البحث عن مصادر تمويلية حديثة مكملة لتلك التقليدية، حيث تتميز هذه المصادر الحديثة بكونها أكثر مراعاة للخصوصيات التمويلية للمؤسسات، ومن بين أهمها رأس المال المخاطر، الذي بات يحتل مكانة هامة في الحد من المشاكل التمويلية، وذلك لكون استراتيجيات شركات رأس المال المخاطر لا تأخذ فقط البعد التمويلي بل تتعداه إلى أبعاد أخرى، تساهم بها في تحسين أداء هذه المؤسسات، وتعتبر التجربة الأمريكية في هذا المجال كأحسن التجارب العالمية، وذلك للمكانة التي أصبح يحتلها رأس المال المخاطر كأحد الخيارات المالية الهامة لشريحة كبيرة من المؤسسات الأمريكية.

ومما سبق يمكن عرض إشكالية هذه الدراسة وذلك من خلال السؤال التالي:

- ماهي الاستراتيجيات التمويلية لشركات رأس المال المخاطر؟ وماهي انعكاساتها الإيجابية على المؤسسات في الولايات المتحدة الأمريكية؟

وللإجابة على هذه الإشكالية تم تقسيم هذه الورقة البحثية إلى المحاور التالية :

المحور الاول: رأس المال المخاطر: النشأة، والتعريف، والخصائص والأهمية

المحور الثاني: دور شركات رأس المال المخاطر في التمويل ومزايا واستراتيجيات هذا التمويل

المحور الثالث: دراسة تجربة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.

1- المحور الاول: رأس المال المخاطر: النشأة، والتعريف، والخصائص والأهمية:

بعد أن توارى أسلوب المضاربة الذي أخذته أوروبا عن الحضارة الإسلامية خصوصا في القرن التاسع عشر، أخذ مرة أخرى يظهر في شكل شركات تدعى برأس المال المخاطر، وفيما يلي نتناول هذا النوع من الشركات بشيء من التفصيل كما يلي:

1-1- نشأة رأس المال المخاطر:

تنسب النشأة الحديثة لرأس المال المخاطر إلى الجنرال الفرنسي GIORGE DORIOT الذي التحق بجامعة هارفارد عام 1921م وأصبح أستاذا في المناجمنت الصناعية عام 1926م⁽¹⁾.

قبل اندلاع الحرب العالمية الثانية أدرك الجيش الأمريكي أن الحروب الجديدة ستكون حروب تكنولوجية بالدرجة الأولى، وهذه لا يمكن بلوغها بدون مساهمة حاسمة من أشخاص متخصصين في البحث والتطوير، لذلك قام البنتاغون أثناء الحرب العالمية الثانية بمناداة GIORGE DORIOT وضمه إلى الجيش الأمريكي بعد تجنيسه ومنحه رتبة جنرال وذلك عام 1940م، حيث تولى هذا الأخير إدارة شعبة التخطيط المركزي أين كان يعمل تحت سلطته جمع من علماء الصف الأول⁽²⁾.

بعد أن وضعت الحرب العالمية الثانية أوزارها عاد GIORGE DORIOT إلى جامعة هارفارد وقام بناءً على الخبرة التي اكتسبها طيلة فترة تواجده بوزارة الدفاع الأمريكية بتفعيل فكرة تمويل البحث والتطوير، حيث دعا إلى ضرورة خلق شركات تحقق فتوحات علمية، وتكنولوجية وتنظيمية تؤسس على فرق ذات طبيعة مختلفة عن رجال الاعمال التقليديين.

في عام 1946م تم تأسيس أول شركة رأس المال المخاطر في ولاية بوسطن الأمريكية من طرف KARL COMPTON مدير معهد MASSACHUSETTS للتكنولوجيا GIORGE DORIOT والتي تحمل اسم الأمريكية للبحث والتطوير ARD بهدف المساهمة في رأسمال المؤسسات ذات المخاطر العالية والتكنولوجية المتقدمة وقد حققت ARD نجاحات كثيرة في استثماراتها التي انتقلت من 70 ألف دولار إلى 335 مليون دولار في ظرف 26 سنة⁽³⁾. وإلى فترة الستينيات إلى السبعينيات كانت أغلب المؤسسات عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن مؤسسات مدرجة في سوق رأس المال، لكن في بداية الثمانينات، وبسبب التعديلات التنظيمية المتعلقة بقواعد الاستثمار المؤسسي، أصبحت مؤسسات رأس المال المخاطر تحت الشكل القانوني لشركة ذات مسؤولية محدودة هي السائدة.

وإدراكا لكون عمل رأس المال المخاطر يمثل حافزا حيويا في تنمية العديد من الصناعات الجديدة ومن ثم فهو يشكل عاملا هاما في نمو الاقتصاد وتحقيق الثروة، بدأت العديد من الدول الأوروبية في بداية السبعينيات في خلق مناخ للصناعات الناجحة لرأس المال المخاطر، حيث تطور أولا بإنجلترا ثم فرنسا وهولندا، ثم بعد مدة ألمانيا ولاحقا في باقي دول العالم.

1-2- تعريف رأس المال المخاطر:

هناك عدة تعاريف لرأس المال المخاطر، ويرجع الاختلاف في مفاهيم رأس المال المخاطر إلى الاختلاف في الجهات التي تناولت هذه المفاهيم، واختلاف الغرض من تحديدها، وكذلك اختلاف البيئة ومستوى التطور الاقتصادي بين مختلف الدول.

حسب منظمة OCDE (1996)، فإن رأس المال المخاطر هو: "رأس المال الذي تقدمه شركات تستثمر وترافق مسيري المؤسسات الشابة غير المدرجة في بورصة الأوراق المالية، الهدف من وراء ذلك تحسين كفاءة الاستثمار وزيادة عائده. ويتم اقتسام القيمة التي تنشأ المؤسسة الشابة مع شركة رأس المال المخاطر ومع خبرائها الهنيين"⁽⁴⁾.

كما عرف: "بأنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن الحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد وذلك هو مصدر المخاطر أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات"⁽⁵⁾.

وحسب الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال AFIC هو: "استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال بواسطة الأموال الخاصة وشبه الخاصة في منشآت شابة أو في طور الإنشاء، تتضمن محتوى تكنولوجيا كبيرا".

وانطلاقا مما سبق، يعرف رأس المال المخاطر بأنه أداء تمويلية تهدف إلى الربح وتمد المشاريع بالأموال وتضيف قيمة لها، وهي تتسم بفرض نسبة مخاطرة عالية في مقابل عائد أعلى، وهو يعتمد على أسلوب الجدوى الاقتصادية للمشروع وربحيته وكفاءة إدارة المشروع، بحيث تبدأ دورة رأس المال المخاطر من مرحلة توفير التمويل وتنتهي بمرحلة الخروج من النشاط. وهو ما يعتبر بديلا تمويليا للمصادر التقليدية كالقروض المصرفية والأسهم والسندات نشأ كرد على إجماع البنوك عن تقديم التمويل للمشروعات الصغيرة والمشروعات ذات المخاطر العالية والأفكار غير التقليدية، خاصة مع انخفاض أسعار النفط فقد توجهت إلى فرض شروط أكثر صرامة على الإقراض، وهذا حتى لا تتعرض تلك البنوك للمخاطر الناشئة عن تلك المشروعات.

1-3- خصائص رأس المال المخاطر:

يتبين من استعراضنا لمفهوم رأس المال المخاطر أنه يتميز بالخصائص التالية⁽⁶⁾:

- يعد نشاط رأس المال المخاطر من الأنشطة طويلة الأجل والتي تتراوح فيها مدة مشاركة رأس المال المخاطر من 5 إلى 7 سنوات، وذلك بصرف النظر عن حجم المشروع الذي يتم تمويله.
- يتميز نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدما للتمويل بصرف النظر عن العمر الاقتصادي أو الفني للمشروع موضوع التمويل حيث لا يدخل رأس المال المخاطر لتمويل المشروع ويبقى مستمرا ولكن ليخرج بعد فترة تتراوح من 5 إلى 7 سنوات. وأثناء هذه الفترة لا يطلب المستثمر مقدم رأس المال المخاطر استرداد رأس المال وعائده، وإنما يتم هذا الاسترداد من خلال بيع حصص رأس المال المخاطر وذلك عندما يبدأ المشروع في توليد التدفقات النقدية أو تحقيق عوائد مالية.
- يتم اتخاذ القرار الاستثماري من جانب المستثمر المقدم رأس المال المخاطر، بناءً على النتائج المتوقعة للمشروع الذي يتم تمويله، وفي تاريخ مستقبلي وتتمثل النتائج في العائد خلال فترة التمويل.
- يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل إقامة المشروعات صغيرة ومتوسطة أو تميل للتوسع في مشروعات قائمة أو لإعادة هيكلة شركات قائمة أو لتمويل عمليات التعثر المالي، غالبا ما تكون ذات مخاطر مرتفعة، ولكن العائد المتوقع لها يكون كبيرا.
- يتم تحقيق العائد على رأس المال المخاطر في نهاية مدة بقاء رأس المال المخاطر بالمشروع موضوع التمويل ولا تشكل الأرباح التي يتم توزيعها خلال هذه المدة إلا جزءا قليلا من هذا العائد. وبعبارة أخرى، يتم تحصيل العائد عند خروج رأس المال المخاطر، وعندئذ يحصل المستثمر في مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال بالإضافة إلى العائد الرأسمالي المتوقع وهو العائد الأساسي المستهدف من الاستثمار.

- غالبا ما يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل مشروعات لها أسواق واعدة من ناحية التنمية الاقتصادية، كما أنها غالبا ما تكون مشروعات وضع أفكار وأبحاث علمية أو تكنولوجية موضع التنفيذ على أرض الواقع والتي لا تتوافر لأصحابها الأموال اللازمة لمثل هذا التنفيذ.

1-4- أهمية رأس المال المخاطر:

من خلال خصائص رأس المال المخاطر يمكن استنتاج أهداف رأس المال المخاطر المتمثلة في مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري والتغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة وتوفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها وهذه الاستثمارات هي لأجل طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد عالية نسبيا⁽⁷⁾.

كما يقوم بتوفير المعونة الفنية والإدارية لأصحاب المشاريع ويضمن لهم المرافقة الحسنة لمشاريعهم خاصة المقاولين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في مجال الاستثمار وأيضا فإن إنشاء وتدعيم شركات رأس المال المخاطر له أهداف أخرى، وهي أهداف تساعد القطاع المصرفي وتتمثل في:

- مساعدة البنوك على توظيف السيولة الزائدة التي تملكها، ولا تستطيع في بعض الأحيان توظيفها بسبب ارتفاع المخاطر والقيود التي يفرضها عليها النظام المصرفي؛

- تمويل الابتكارات الجديدة وصناعة البرمجيات والتي لا تستطيع البنوك تمويلها، لدرجة مخاطرها العالية وكذلك عدم امتلاكها للضمانات الكافية.

2- المحور الثاني: دور شركات رأس المال المخاطر في التمويل ومزايا واستراتيجيات هذا التمويل:

سيتم التطرق من خلال هذا المحور إلى كل من الدور الذي تؤديه شركات رأس المال المخاطر عند تمويل المؤسسات بالإضافة إلى المزايا التي يوفرها هذا النوع من التمويل، وصولا إلى الاستراتيجيات التمويلية المطبقة من قبل شركات رأس المال المخاطر أثناء عملها كالتالي:

2-1- دور شركات رأس المال المخاطر في التمويل:

إن الأفكار لا تساوي شيئا مهما كانت أهميتها وقيمتها الاستثمارية والاقتصادية ما لم يتم تجسيدها ومن ثم تطويرها، وهو أمر ليس بالهين ويحتاج إلى مهارات فنية وقدرات خاصة للتغلب على المشاكل التي تعترض عملية ترقية الفكرة من مجرد فكرة إنتاج على الورق إلى واقع ملموس " وتبرز هذه الميزة بسبب روح المغامرة لدى أصحاب المشروعات الصغيرة فهم إما يتبعون أساليب جديدة للإنتاج على نطاق واسع وإما يتبعون ابتكارهم لشركة أكبر". إن الحصول على براءة الاختراع أمر مهم جدا لتحويل هذه الفكرة إلى سلعة مفيدة لكنه ليس مجرد آلية تبين أصالة الفكرة وأحقية احتكارها ما يجعل الأمر أكثر تعقيدا وقد يكون سببا في تنفير المستثمرين عنها لاعتقادهم أن السلعة الجديدة والاستثمار فيها ينطوي على مخاطرة كبيرة.

كما أن المبتكر يواجه إشكالية تسويق فكرته فعقود التراخيص في المراحل الأولية من عمر التطوير للفكرة حسب إحصائيات الدول المتقدمة لا تتعدى نسبتها اثنين في الألف بالنسبة للمخترعين الأفراد ولكنها تكثر فيما بين الشركات والمؤسسات الناشئة بعد فترة التطوير للأفكار الجديدة التي قد يكون مصدر بعضها مخترعين أفرادا ليأتي

بعدها ضرورة الحصول على المال لتجسيد هذه الفكرة عمليا ، الشيء الذي يتطلب تدرجا في تمويل هذا المشروع فالمخاطرة ستلازمه في كل المراحل ويكون وفق السلم التالي:

2-1-1- رأس المال المطور(المبتكر): بحيث يتعين على صاحب الفكرة بدل جزء من رأس ماله إلى تطوير الفكرة وهو ما يسمى بـ "seeding money" ويستخدم في تطوير النماذج العملية والنماذج التجريبية ثم النماذج التجارية لسلعة الجديدة وكذلك لتجريب السلعة في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليها ويساعد في تكوين البنية القانونية للمؤسسة الجديدة مثل إجراءات التسجيل والمقر والعلامات التجارية لبدء تشييد السلعة الجديدة والحفاظ على الأسرار التجارية المصاحبة لتطوير الفكرة كذلك تحديد المعرفة الكيفية المتركمة "know how" واستصدار حقوق التأليف للبرامج والأدلة المصاحبة للتطوير وإذا كان قادرا ماليا وفنيا فإن التطوير يكون سهلا جدا ولكنه في مراحل متقدمة يحتاج لممولين كبار لتدور عجلة التطوير حيث ستكون الحاجة كبيرة لرأس مال قد لا يكون متوفرا لدى المطور وقد لا يكون مناسباً أن يزج بجميع مدخراته وأصوله لتطوير فكرة واحدة معينة ويتعين عليه تقبل الخسارة في حالة رغبته تسييل بعض الأصول لتحويله لرأس مال يصلح لتطوير الفكرة فيكون من المناسب في المراحل المتطورة أن يبيع بعض الحصص لزيادة رأس المال الذي يصبح أمراً ضروريا لبقاء المؤسسة أو خروجها من السوق وتعطي الحاضنات بمختلف أنواعها لهذه المرحلة أهمية كبرى حيث تدفع مجانا لقيظنها ما يسمى برأس المال البادئ أو رأس المال البذور .

2-1-2- رأس المال الموالي أو الملائكي: "Angle investors" ويتكون من رأس المال الأقرباء مثل الزوجة والإخوان والأصدقاء وفي بعض الحالات يشمل بعض الصناديق الاستثمارية التي تنشئها بعض المؤسسات التعليمية والمعاهد البحثية والمجمعات البلدية لبعض المناطق الحضرية والغرف التجارية التي تنظر إلى العوامل الإنسانية كحاجة لتواجد الوظائف الجديدة ،حيث ترصد بعض الأموال بشروط قاسية تقاسم التطوير مع صاحب الفكرة أملا في زيادة قيمة صندوقها بشراء حصص رأس مالية من الشركات الجديدة والتي في العادة تتسحب بمجرد وصول الشركة لمرحلة الاستثمار بأموال ضخمة وكبيرة وذلك بعد ضمان انطلاقة الشركة الجديدة لترصد الأموال مرة أخرى لتطوير مؤسسة ناشئة جديدة .

2-2- مزيا رأس المال المخاطر: يمكننا القول بأن شركات رأس المال المخاطر هي طوق النجاة للكثير من المؤسسات الجديدة والناشئة وحتى المتعثرة والتي تعاني موازنتها من خلل مالي، فقد انتشرت هذه الشركات بهدف تحقيق عدة مزايا للمشروعات التي تساهم فيها، تتمثل فيما يلي (8):

2-2-1 المشاركة: تتم زيادة الموارد المالية للمشروع بسبب مشاركة المخاطرين بحصة من رأس المال، حيث إن شركة رأس المال المخاطر تكون شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح مقابل المصاريف الإدارية سنويا، كما تتحمل جزءا من الخسارة في حالة حصولها، كما أن الدعم العملي الذي يقدمه الممول مفيد للمؤسسة ويساعد على نجاحها، وهي تفتح المجال للمشاركة الطويلة الأجل حيث لا تباع الحصة إلا بعد أن تستوي المؤسسة وتصبح قادرة على الإنتاج والنمو وهذا لا يتوفر في الديون قصيرة الأجل.

2-2-2- الانتقاء: أمام الممول فرصة لاختيار المشروع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر وكذلك ذات أرباح متوقعة عالية، وقادرة على رفع قيمة أصولها بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن المؤسسات المليئة أي القادرة على السداد، وبالتالي هي تمنح القروض للمؤسسات الكبيرة التي تمتلك طاقات ابتكار.

2-2-3- المرحلة: من خصائص التمويل برأس المال المخاطر أنه يتم على مراحل وليس دفعة واحدة، فبعد انتهاء أي مرحلة يلجأ المستفيد من جديد إلى الممول وفي هذا ضمان لصدق الاستثمار في عرض نتائج الأعمال المنجزة وهذا من شأنه إعطاء فرص جديدة حين فشل المشروع وقبل تراكم الخسائر.

2-2-4- التنوع: يمكن للممول أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر بحيث ما يمكن أن يخسره مع مشروع تريحه مع آخر، إضافة إلى المشاركة في الخسائر فذلك يقلل منها فضلاً على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع الدخول في مغامرات غير مأمونة العواقب.

2-2-5- التنمية والتطوير: إن هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا المخاطرون القادرون، ويعوض هذا الخطر بالمكاسب والعائد المرتفع. وقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة مثل Apple Microsoft وغيرها، كانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل الكلاسيكية. كما تقوم الشركات بمتابعة المشروعات وتقديم إرشادات ونصائح لها في مختلف المجالات وكذلك توفير المعونة الفنية والإدارية للمشروعات.

2-2-6- توسيع قاعدة الملكية: تستمر الشراكة إلى أن تستوي المؤسسة، فتجذب العديد من المستثمرين ما حققته، ويمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة. إضافة إلى دورها الكبير في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث في مرحلة الإنشاء لا تملك هذه المؤسسات القدر الكافي من الأموال اللازمة، كما أن البنوك تمتنع عن تقديم قروض لها دون ضمانات، لكن شركات رأس المال المخاطر تقدم ما يلزم لهذه المؤسسات رغم ارتفاع المخاطر خلال مرحلة الإنشاء.

2-3- استراتيجيات شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات: من استراتيجيات شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات نجد:

2-3-1- الاستراتيجيات التمويلية: تختلف طريقة التمويل بواسطة مؤسسات رأس المال المخاطر عن غيرها من المؤسسات الأخرى، إذ تطلب هذه الأخيرة من المشروعات الاطلاع على ميزانيات نشاطها الماضية، بعكس الأولى، إذ تنشأ علاقة من نوع آخر بينها وبين هذه المؤسسات، إذ لها قواعد وأهداف ومنطق وسلوكيات تختلف عن تلك الموجودة في التمويل، فالميزة التي تتمتع بها مؤسسات رأس المال المخاطر النظر إلى المستقبل، فهي تطلب من المشروع المراد تمويله خطة تطوير مبين فيها بالتفصيل كافة مكوناتها الصناعية والتجارية والمالية وسياسات المشروع وأهدافه واستراتيجيته لتحقيق السياسة المحددة، وإذا كان المشروع قائماً من قبل فتحبذ أن يرفق بذلك خياراته وأهدافه وطموحاته وبطاقات تقنية وإحصائية حول ممارساته الماضية، ويمكن تلخيص خطة التطوير ضمن العناصر التالية⁽⁹⁾:

- معرفة الهدف النهائي للمشروع؛ هل خلق الشراء، أم خلق منتج أو خدمة، أم التصنيع أم البيع، أم شغل حصص سوقية كافية للتمويل الذاتي في المستقبل... إلى آخره.

- معرفة السياسة العامة للمشروع؛ هل هي التخصص في منتج معين أم التخصص في إقليم معين أم تنويع المنتجات، أم تنويع الأسواق، وهو ما يستلزم وضع السياسة الملائمة لذلك سواء في البحث والتطوير أو في العمالة أو في مواجهة المساهمين.

- معرفة الأهداف الرقمية للمشروع؛ هل الوصول بحجم رقم الأعمال إلى مرحلة تحقيق إيرادات أم الوصول به لمرحلة أعلى من تحقيق إيرادية الاستثمارات.

- معرفة استراتيجيات نجاح المشروع (الخيارات الصناعية والتجارية) وطرقها (النمو الداخلي والنمو الخارجي) ووسائلها المختارة (الوسائل المالية والبشرية).

- معرفة الإيرادات المالية المتوقعة للاستثمارات. هنا يتدخل خبراء ومتخصصون من مؤسسات رأس المال المخاطر ليقوموا طبيعة القطاع المراد الاستثمار فيه ومدى استخدام التكنولوجيا المعروفة في سوق الصناعة وكيف يمكن للمشروع أن يتبوأ مكانة في الصناعة والسوق... إلى آخره، ومن ثمة استظهار نقاط الضعف والقوة في المشروع. وبذلك تؤدي الاستراتيجية التمويلية لمؤسسات رأس المال المخاطر دورا معتبرا في توفير الغطاء التمويلي للمشروعات المقبولة، ففي دراسة أجرتها الشركة الفرنسية للمستثمرين عام 1997 في رأس المال عبر مؤسسات رأس AFIC اتضح أن نحو 1200 شركة تقريبا يجري تمويلها سنويا عبر شركات رأس المال المخاطر. هذا وتتضمن الاستراتيجية التمويلية برأس المال المخاطر حسب مفهومه الواسع التدخل عبر كافة مراحل دورة حياة المؤسسة والتي تتطوي عادة على مخاطرة عالية، ويمكن تقسيم هذه المراحل إلى:

2-1-1- المرحلة التمهيديّة وخطة العمل أو المشروع:

يتدخل في معظم الأحوال رأس المال المخاطر للتمويل المبدئي للمشروعات خاصة تلك التي تسعى لتنفيذ أفكار مبتكرة كما يلي:

أ- تمويل دراسات الجدوى المبدئية والنهائية للمشروع: يتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل الدراسات والأبحاث التي تدور حول الفكرة الأساسية للمشروع. وقد تنتهي هذه المرحلة بأحد السيناريوهين، يتمثل الأول في فشل فكرة المشروع ويثبت عدم قابليتها للتنفيذ إما من الناحية التقنية أو من الناحية التسويقية، وعندئذ يتم صرف النظر عن مواصلة تنفيذ المشروع والبحث عن فكرة أخرى أو البدء في تمويل بديل، أما الثاني فيتمثل في نجاح الفكرة وقابليتها للتنفيذ، وعندئذ يواصل رأس المال المخاطر بقاءه في المشروع حتى يبدأ المشروع في العمل وعندئذ يبدأ رأس المال المخاطر في التمويل وهو ما يشكل المراحل التالية من مراحل تدخل هذا الأخير⁽¹⁰⁾.

ب- رأس مال الإنشاء: يتم في هذه المرحلة تمويل مشاريع جديدة ناشئة ومبتكرة تحيط بها العديد من المخاطر ولديها أمل كبير في النمو والتطور، وحيث لا يتوافر لدى المستثمر الموارد المالية الكافية لانطلاق المشروع، كما لا ينحصر التمويل هنا على الانطلاق فحسب، بل يشمل أيضا ما قبل الانطلاق، وهذا لتغطية تكاليف بحوث التنمية والتطوير للمشروعات الجديدة أو تقنيات جديدة قبل بدء النشاط الإنتاجي على نطاق تجاري، وبالتالي تنقسم هذه المرحلة إلى مرحلتين هما⁽¹¹⁾:

- رأس مال ما قبل الانطلاق: تتولى شركة رأس المال المخاطر في هذه المرحلة البذرية تغطية تمويل نفقات البحث وإعداد تصاميم المنتج، وكذا إجراء التجارب للمنتج الجديد، بالإضافة إلى تجريبها في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليها من خلال دراسات الجدوى، وهو تمويل صعب نظرا لخطورة احتمال الفشل لدى مؤسسة ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة.

- رأس مال الانطلاق: تتولى شركة رأس المال المخاطر في هذه المرحلة تجسيد تطبيق المشروع على أرض الواقع، حيث تتولى تمويل التهيئة، وشراء المعدات وحتى القيام بعمليات الدعاية وتسويق المنتج، وهو بهذا يغطي نفقات البداية التجارية، وتجمع هذه المرحلة كل المخاطر التي يعاني منها مشروع جديد، حيث إن شركات رأس المال المخاطر هي الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة.

وتتبع أهمية هذه المرحلة الأولى مما يمكن أن تتيحه من رأس مال للمؤسسات الناشئة من دعم مالي ومرافقة تقنية وتتضاعف هذه الأهمية بالنسبة لاقتصادياتنا التي تعرف حالياً إعادة تشكيل وتأهيل تتمثل في التحول الى اقتصاد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بعد الانهيار الذي آلت اليه المؤسسات العمومية، بما فيها المؤسسات ذات الحجم الكبير.

وعليه، فإنه من المتوخى أن تحقق شركات رأس المال المخاطر أثراً إيجابياً في هذا المجال، ليس فحسب من خلال توفير التمويل، ولكن أيضاً من خلال توفير الدعم والمرافقة طوال مرحلة الانطلاق.

2-3-1-2- مرحلة التركيب المالي:

في هذه المرحلة يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل المشروعات قصد تحقيق أهداف معينة، ويمكن تقسيم مراحل التمويل هنا كما يلي (12):

- **رأس مال التنمية والتطوير:** يهدف رأس المال المخاطر في هذه المرحلة إلى تمويل تطوير منتجات جديدة أو تقنية جديدة في مجال العمليات أو فتح خط إنتاج جديد أو تجديد منتجات قائمة، بهدف مساعدة المؤسسة غير المسجلة في البورصة على النمو أو البحث عن أسواق جديدة بهدف التنوع أو تصريف منتجاتها، وفي أغلب هذه الحالات تكون المؤسسة مضطرة للقيام بنشاط بحث وتطوير، وكل ذلك يحتاج الى مبالغ معتبرة، كما يتدخل رأس المال المخاطر لتمويل الاستحواذ واكتساب مشروع أو فرع مملوك لمشاريع أخرى عن طريق الإحلال محل بعض الشركاء في رأس مال الشركات الرباحة والذين يرغبون في الخروج.

كما يغطي رأس المال المخاطر مرحلتي التطور والنضج، حيث خلال هاتين المرحلتين تتجه المخاطر إلى التناقص بطريقة واضحة، والتمويل الذاتي يؤدي دوراً ملموساً. وتكتسب المشروعات قدرة على الاستدانة، حيث تضمن إمكانياتها الذاتية سداد القروض، فيبدأ معها دور شركات رأس المال المخاطر في التواري تدريجياً تاركا الساحة شيئاً فشيئاً لوسائل التمويل الكلاسيكية.

ب- **رأس مال تعاقب أو تحويل الملكية:** يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأس مال المشروع، أو تحويل مشروع قائم فعلاً إلى شركة قابضة مالية ترمي إلى شراء عدة مشاريع قائمة وبالتالي خلال هذه المرحلة تهتم شركات رأس المال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية والمالية في المشروع إلى مجموعة جديدة من الملاك.

ج- **رأس مال التصحيح أو إعادة النهوض:** تتدخل شركات رأس المال المخاطر في هذه المرحلة الخاصة والحرجة من حياة المشروع من أجل تمويل إعادة بعثه، بحيث يخصص رأس مال التصحيح للمشروعات القائمة فعلاً ولكنها تمر بصعوبات خاصة وأداء ضعيف وبذلك تتجه نحو التدهور، وبالمقابل تتوفر لديها فرص واضحة للتحسن والإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، والمطلوب هنا هو إعادة النهوض بهذه المؤسسة، فتأخذ شركة رأس المال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها، وإعادة توازنها من جديد في السوق ويستقر جهازها الإنتاجي، والمالي والإداري وتصبح قادرة على تحقيق أرباح، فالأمر يحتاج في الحقيقة إلى عملية تجديد شاملة.

2-3-1-3- التركيب القانوني ومتابعة الشركة:

تتمثل الميكانيزمات القانونية في (13):

- **عقد المساهمة:** يعتبر عقد المساهمة الوثيقة الأساسية التي تحدد نوعية وطبيعة التمويل بين شركة رأس المال المخاطرة والمؤسسة الممولة، يوضح طرق تدخل رأس المال المخاطر، ونوعية الأوراق المالية (أسهم، أوراق مالية

قابلة للتحويل... الخ)، كما يمكن أن يحدد تاريخ الخروج، ويمثل عقد المساهمة شرطا قريبا للتمويل من طرق شركة رأس المال المخاطر.

- **مجلس الإدارة:** يعتبر مجلس الإدارة كميكانيزم لحوكمة العلاقة بين المسير وشركة رأس المال المخاطر، فهي عبارة عن مفتاح للرقابة يقلل من التصرفات الانتهازية للمسير، ومن جهة أخرى تحسن تسيير المؤسسة وذلك بالمساهمة في اتخاذ القرارات الفعالة التي تساهم في تحسين أداء المؤسسة الممولة.

ج- اتفاقية الاستثمار: تحدد نوع المساهمة في المؤسسات الجديدة النشأة وتتمثل في الإمضاء على بوتوكول الاتفاق بين شركة رأس المال المخاطر وصاحب الشركة المقترحة للتمويل حول علاقتهما من بداية التمويل إلى نهاية العلاقة، كما تحدد اتفاقية الاستثمار نوعية الأوراق المالية المستعملة من طرف شركة رأس المال المخاطر التي لها الحرية بالتدخل بالأسهم العادية، أو أسهم ممتازة أو أوراق مالية قابلة للتحويل.

2-3-2- الاستراتيجيات غير التمويلية: إن المشروعات في مجملها تنقصها المعرفة والخبرة اللازمة للتوسع في أسواق التصدير، والتنوع التجاري والصناعي والخبرة التقنية والعلم بالتكنولوجيا السائدة في الأسواق... إلى آخره لتذليل مثل هذه الصعوبات والنقائص، لا بد من لجوئها إلى شركات رأس المال المخاطر فهي شريك نشط، يراقب ويتابع ويوجه هذه المشروعات التي يشارك فيها، ويتم ذلك في ثلاثة مجالات رئيسية هي:

- **المتابعة المالية:** إن تزويد المشروع لمؤسسات رأس المال المخاطر بالمعلومات المالية يدفعها حتما إلى إنشاء رقابة إدارية ومالية ملائمة، ومن الممكن أن تساهم هذه الأخيرة في إعداد الموازنات المتوقعة واستيفاء البيانات والشروط المالية المطلوبة حال اقتراب دخول المشروعات في سوق البورصة، كما تتخذ المتابعة المالية البحث عن أفضل طرق التمويل المتاحة في تحسين وضع المشروع وإظهاره في صورة أفضل، خاصة حينما يقع في المشكلات، فرأس المال المخاطر يواجه في هذه الحالة الوضع بمفرده، فهو يحرص على إجراء ترتيب جيد للمشروع من وجهة نظر المظهر المالي، حيث تقود الهياكل المالية للمشروعات طبقا لهندسة مالية متطورة تعالج مشكلاته المالية الطارئة من أموالها الخاصة، وبكل ما يقتضيه معالجة الطرف القائم من متطلبات لازمة لإظهار المشروع مرة أخرى في أحسن صورة ممكنة.

- **المتابعة الاستراتيجية:** بما أن تحقيق الربح الذي يعتبر الهدف النهائي لشركة رأس المال المخاطر مشروط بتطوير المشروعات، فإن خياراتها الاستراتيجية لا يمكن أن تتركها المؤسسات لمطلق رغبة المشروعات التي تساهم بها فهي تتدخل في تحديد الاستراتيجية اللازمة لدفع المشروعات إلى مزيد من التطور والانطلاق كوضع خطة التنمية، وإنشاء نظام للرقابة على التكاليف، ورسم سياسات النمو الداخلي كتطوير منتج جديد أو مرحلة إنتاجية ورسم كذلك سياسات النمو الخارجي كتطوير الأسواق ومدى ملاءمة المنتج لسوق معين، والمساعدة في القضاء على مشاكل تسويق المنتجات وقد يتم إنشاء إدارة للبحث والتطوير تتولى الحكم على المنتجات الجديدة أثناء استمرار متابعة النمو الداخلي، أما بالنسبة لمتابعة النمو الخارجي، فإنها تشتد في حالة المشروعات التي ليست لديها رؤية واضحة وتصور عميق عن حالة الأسواق، خاصة الأسواق الأجنبية، وهناك حالات عديدة فعلا تم فيها تعديل المنتج ليتلاءم مع حالة السوق الذي سيطرح فيه، بفضل توجيهات شركات رأس المال المخاطر.

- **متابعة علاقات المشروع:** تكمن أهمية المتابعة التي تجريها مؤسسات رأس المال المخاطر في هذا المجال فيما تتضمنه من نصائح عديدة مفيدة للمشروع ومن أمثلتها: نصح المشروع ومساعدته على ترتيب وتنظيم مواعيد مع

العديد من الشركاء المحتملين في الخارج، من أجل توسيع القدرة التمويلية ودخولها في إطار دولي وما يجب أن يوضع على مائدة المفاوضات في المرحلة التمهيديّة للاتفاق، وما هي أفضل شروط نموذجية للعقد... إلى آخره.

3- المحور الثالث: دراسة تجربة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية:

سيتم دراسة تجربة الولايات المتحدة الأمريكية باعتبارها من أكثر أسواق رأس المال المخاطر نشاطا في العالم من خلال تناول النقاط التالية:

3-1- نظرة عامة على تجربة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية: يعتبر رأس المال المخاطر من أعرق الآليات التمويلية التي أدت دورا فاعلا في نهضة القطاعات الصناعية الحديثة منذ مطلع القرن العشرين خصوصا في قطاع التقنية المعلوماتية بالولايات المتحدة الأمريكية، ففي سنة 2000 كانت استثمارات رأس المال المخاطر تقدر بـ 105 مليار دولار أمريكي، علما أن المؤسسات العالمية العملاقة من حيث القيمة السوقية اليوم لم تبدأ مسيرتها الاقتصادية بالطريقة التقليدية كشركات مساهمة عامة، وإنما بدأت من مؤسسات صغيرة ثم تطورت بفضل تمويلات رأس المال المخاطر إلى ما نشهده اليوم واستطاعت هذه المؤسسات أن تحدث أرضية تكنولوجية وتنموية كبيرة، كما يبينه الجدول أدناه:

الجدول رقم (01): أكبر خمس شركات عالمية من حيث القيمة السوقية

الترتيب	الشركة	الدعم من طرف رأس المال المخاطر	الرسملة السوقية (مليار دولار)	عدد العمال
1	Apple	نعم	646	93000
2	Google	نعم	449	54000
3	Berkshire Hathaway	-	356	316000
4	Microsoft	نعم	351	128000
5	Exxon Mobil	-	314	75000

Source : National Venture Capital Association, Yearbook 2016, Thomson Reuters, P 06, www.nvca.org/research/stats/-studies, vu le 26/02/2019.

وقد وضعت تلك التجارب الرائدة في الولايات المتحدة الأمريكية للبنات الأولى للكيفية التي يمكن أن يساهم بها رأس المال المخاطر في دعم الموهبة والأفكار الابتكارية التي لا تملك مدخلا مناسباً للحصول على التمويل الكلاسيكي، هذا بالرغم من أن الموهبة والأفكار الابتكارية هي التي تفتح آفاقا جديدة للتطور الصناعي وتعد بأرباح هائلة فيما إذا أحسن توجيهها. ولذلك ارتبط مفهوم رأس المال المخاطر كمنط في التمويل، بتمويل الشركات المبتدئة وبتنامي الاهتمام والدور المنوط بالمؤسسات الصغيرة إلى المتوسطة لاسيما منها ذات الطابع التكنولوجي . وفي هذا الإطار عمدت كثير من الدول إلى دعم الممولين المخاطرين كأسلوب لترقية عمليات إنشاء المؤسسات أو إعادة النهوض بالمؤسسات المتأزمة⁽¹⁴⁾.

3-2- متطلبات وعوامل نجاح رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية: من بين متطلبات وعوامل

نموذج رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية نجد:

3-2-1- الظروف الاقتصادية المحيطة برأس المال المخاطر: بما أن رأس المال المخاطر يعد من الأدوات الاستثمارية التي تستثمر في أعمال ذات مخاطرة عالية في مقابل العائد المرتفع. ووفقا لذلك، فإن لعدم استقرار الاقتصاد تأثيرا مباشرا على إمكانية تحقيق العائد المرتفع ويزيد من عامل المخاطرة والذي يؤثر بدوره على تأسيس نموذج لرأس المال المخاطر. هذا بالإضافة إلى أن عدم استقرار الاقتصاد يؤثر سلبا على الاستثمارات الأجنبية

المباشرة والتي تعد من المصادر الأساسية لتأسيس شركات رأس المال المخاطر، وعليه، إن الاقتصاد المستقر أمر حتمي لتنفيذ وتوسيع هذا النشاط. وقد أثبت نشاط رأس المال المخاطر حلولاً لعلاج هذه الحقيقة، حيث يسهل الكشف عن الأسواق النشطة لرأس المال المخاطر في حضور الاقتصاديات المستقرة والفعالة، مثلما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية، أكبر سوق نشطة في العالم لرأس المال المخاطر، حيث ارتفع عدد الشركات العاملة في مجال رأس المال المخاطر من 3045 شركة سنة 2010 إلى 3709 شركة سنة 2015 (2016 National Venture Capital Association) (15).

3-2-2- مساندة الحكومة لعمل رأس المال المخاطر: يعد الدعم الحكومي لنشاط رأس المال المخاطر من العناصر الأساسية التي تؤدي إلى نجاح هذا النشاط، بحيث يتخذ هذا الدعم العديد من الصور، قد يتضمن الدعم المالي، كأن تقوم الحكومات بتسهيل إنشاء شركات رأس المال المخاطر أو تشارك في إنشائها، ومن الصور الأخرى للدعم الحكومي إنشاء سوق صحي تحكمه تشريعات واضحة ويسوده نظام قانون مرن. هذا ونجد أنه في أكبر أسواق رأس المال المخاطر، تعرض الولايات المتحدة الأمريكية أعلى مستوى من الدعم الحكومي، حيث قامت الحكومة بتأسيس وكالات فيدرالية مختلفة لرأس المال المخاطر.

وتعد إدارة المشاريع الصغيرة (SBA) هي وكالة فيدرالية أمريكية تأسست عام 1953 لتزويد المشاريع الصغيرة بالنصح والإرشاد والمساعدات المالية. وفي هذا الصدد، تستطيع تقديم قروض مباشرة أو غير مباشرة للمشاريع، فالقروض المباشر هو القرض الذي تقدمه إدارة المشاريع الصغيرة بنفسها، أما القرض غير المباشر فهو قرض يتم تقديمه من خلال مؤسسة قروض أخرى، ولكنه يكون مضموناً بنسبة تزيد على 90% من جانب إدارة المشاريع الصغيرة. وكلا النوعين يتمتعان بمعدلات فائدة أقل، ومدة سداد أطول من القروض العادية (16).

وكنموذج آخر على الدعم الحكومي في الولايات المتحدة الأمريكية فإن تأسيس مؤسسة الاستثمار الخاص لما وراء البحار (OPIC) عام 1969، مثالا جيد المنهج الولايات المتحدة الأمريكية في استخدام رأس المال المخاطر والذي لا يقتصر فقط على داخل الولايات المتحدة ولكنه يشجع أيضا على الاستثمار فيما وراء البحار، هي اليوم تقدم الدعم لأكثر من 4000 مشروع في 160 دولة، باستثمار يقدر بـ 200 مليار دولار (17).

3-3- مصادر أموال رأس المال المخاطر: تمثل المؤسسات المالية المحلية من بنوك وشركات التأمين والمستثمرون الأجانب، ووكالات التنمية متعددة الأطراف، والقطاع العام والخاص والمؤسسات المالية الدولية والحكومية جميعا يمثلون المستثمرين الرئيسيين الذين يدعمون ويساهمون في إنشاء شركات رأس المال المخاطر. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، فإن من أهم مصادر أموال رأس المال المخاطر كل من المؤسسات المالية والمساهمات الحكومية.

3-3-1- المؤسسات الدولية والصناديق المالية متعددة الأطراف: تكشف دراسة سوق رأس المال المخاطر الدور الهام الذي تؤديه هيئات المعونة، مثل الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية USAID والبنك الأمريكي المحلي للتنمية IADB وصندوق الاستثمار متعدد الأطراف MIF وغيرها. فقد أسهم البنك الأمريكي المحلي للتنمية إلى جانب صندوق الاستثمار متعدد الأطراف في أمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي في العديد من المشاريع التي تستهدف الاستثمار في رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة (18).

3-3-2- المساهمات الحكومية: إن دراسة - الاقتصاد في الدول المتقدمة بعناية، يفيد بأن معظم مبادرات رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية تدعمها وتساندها بل وتمولها أحيانا

الحكومة الأمريكية. إن تجربة الولايات المتحدة الأمريكية تعرض معدلا مرتفعا من النجاح وقد ركزت الدراسة في تحليلها، بصفة أساسية، على المبادرات التي قامت بها إدارة المشاريع الصغيرة (SBA) وشركة استثمار الأعمال الصغيرة SBIC لكونهما الهيئتين الحكوميتين الأساسيتين في الولايات المتحدة الأمريكية بفضل أنشطتهما واسعة الانتشار في مجال رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

3-4- القطاعات التي يتدخل فيها رأس المال المخاطر: تتميز شركات رأس المال المخاطر في أمريكا بالتخصص في مجال الشركات الناشئة وتختار القطاعات التي تمتاز بفرص نمو مرتفعة كقطاع التكنولوجيا، وهذا ما يؤكد تقرير الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر الأمريكية، حيث إن شركات رأس المال المخاطر قد استثمرت في سنة 2015، ما قدره 23,5 مليار دولار أمريكي في مجال البرمجيات أي ما نسبته 40% من مجموع الاستثمارات المقدرة بـ 59,1 مليار دولار أمريكي⁽¹⁹⁾.

3-5- دور شركات رأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الابتكارية للولايات المتحدة الأمريكية: ساهم رأس المال المخاطر في تحقيق النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث أنه دعم الكثير من الابتكارات في هذا البلد، خاصة في مجالات التكنولوجيا العالية، وشبه المواصلات والكمبيوتر والتكنولوجيا الحيوية، وقد تجلت الأهمية الاقتصادية لرأس المال المخاطر في مساعدة الكثير من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على تحقيق معدلات نمو ليصبح العديد منها اليوم كبيرة وبل من أهم مركبات النسيج الصناعي والتكنولوجي في الولايات المتحدة الأمريكية اليوم مثل شركة مايكروسوفت، وأبل، وشركة صنمايكروسيسستمز وإنتل، وإيباي، وأمزون، وجنيتيك، وغيرها من المؤسسات الأخرى التي اعتبرت بمثابة كيانات اقتصادية أحدثت ثورة صناعية وتكنولوجية جديدة، والتي باتت اليوم تمثل أهم أعمدة الاقتصاد الأمريكي⁽²⁰⁾. ولقد عملت الحكومة الأمريكية على منح العديد من صور الدعم لصناعة رأس المال المخاطر لتسهيل مهمتها في دعم الابتكار كما سبق تناوله حيث تم صرف ما قيمته 2.4 مليار دولار على هذين البرنامجين في سنة 1995، وهو ما يعادل أكثر من 60% حجم المبالغ المستثمرة في شركات رأس المال المخاطر في تلك السنة.

وما ساهم في تحسين أداء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية الدقة في التعامل التي تميز المستثمرين المساهمين في هذه الشركات، فحسب Fenn,Liang,and Prowse (1995) فإن أصحاب رؤوس الأموال المغامرة الأمريكيين هم مستثمرون بدوام كامل لشركائهم الماليين، وحسب نفس الكاتبين فإن أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة يميلون إلى المتابعة الدقيقة للتطورات التكنولوجية والسوقية ومجال خبرتهم من أجل ضمان استمرار نجاح أنشطتهم الاستثمارية واتخاذ قرارات استثمارية سليمة.

وما زاد من نجاح التجربة الأمريكية كذلك هو اعتماد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة على خطط استثمارية مرتكزة على الابتكارات، وقدرة شركات رأس المال المخاطر على التوافق مع هذه الاستراتيجيات التي تناولت التفاعل بين Manju Puri و Thomas Hellmann الاستثمارية، ففي دراسة لأسواق المنتجات والاستراتيجيات التمويلية بالتركيز على رأس المال المخاطر، حيث قاما بدراسة عينة تتكون من 173 مؤسسة صغيرة ومتوسطة حديثة النشأة في ولاية كاليفورنيا بالولايات المتحدة الأمريكية والتي توصلت إلى أن ملائمة المصدر التمويلي تعتمد على الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة، كما أن اختيار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتمويل يؤثر على قدرتها على تأمين وضمان موضع في القطاع الذي تنشط فيه، كما أكدت نفس الدراسة أن التمويل برأس المال

المخاطر له أثر واضح على مسار النمو في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حديثة النشأة وبصفة خاصة على الوضعية السوقية لمنتجاتها⁽²¹⁾.

خاتمة

يعتبر نقص التمويل أكبر عائق أمام تطور المؤسسات الاقتصادية، وتعزى الصعوبات التمويلية بسبب عوامل خارجية مثل السياسات الحكومية والبيئتين المالية والاجتماعية، وعقبات داخلية تتعلق بالوضعية التي تعيشها المؤسسات نفسها، وبينما أوجزنا مختلف الطرق التي اتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية لتطوير رأس المال المخاطر بالشكل الذي يصب في مصلحة المؤسسات وخاصة الابتكارية منها والتي تمتلك براءة اختراع، والذي أيضا خدم مصلحة الاقتصاد الأمريكي ككل، وفي هذا الصدد لا بد من الإشارة إلى أن وضع القوانين وتوفير الإطار المؤسسي الداعم لعمل شركات رأس المال المخاطر ليس بالأمر الذي يسهل تنفيذه، فكل هذا يتطلب وقتا للتفعيل وجهدا كبيرا بالنسبة لصعوبة التنفيذ.

وتم التوصل من خلال هذا البحث إلى النتائج التالية:

- تواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مشاكل مالية في سبيل إنجاح توجهاتها وأنشطتها الابتكارية؛
- تحتاج المشاريع الابتكارية إلى الكثير من الدعم الذي توفره مختلف حاضنات الأعمال، التي تساعد على ربط نشاط هذه المؤسسات بالجامعات ومخابر البحث؛
- تعزز نجاح التجربة الأمريكية في مجال تمويل رأس المال المخاطر بالتعديلات المستمرة للمنظومة التشريعية وذلك بما يتماشى مع التطورات التي تحصل على مستوى الأنظمة المالية؛
- تزامن تطور هذا الأسلوب التمويلي في الولايات المتحدة مع تطور إدارة المخاطر وانتهاج أساليب تسييرية حديثة على مستوى شركات رأس المال المخاطر وحوكمتها.
- على ضوء النتائج التوصل إليها نقدم جملة من التوصيات:
- تشجيع الدولة على إنشاء شركات رأس المال المخاطر، ومحاولة تعميم إنشاء مثل هذه الشركات حتى لدى القطاع الخاص في الدول النامية؛
- منح امتيازات وتحفيزات جبائية للمؤسسات المالية التي تقدم خدمات تمويلية مبتكرة كشركات التمويل برأس مال المخاطر؛
- تهيئة المحيط الخارجي والاعتناء أكثر بكل العوامل المساعدة على ترقية هذه الصيغ التمويلية المستحدثة كالجانب التشريعي والتحفيز الجبائي وشبه الجبائي والجمركي المصاحب لها؛
- إنشاء مراكز للبحوث والتدريب لمساعدة المشاريع الناشئة لتقديم الاستشارات ومتابعة نشاطها؛
- الاستفادة من التجارب الدولية الرائدة في مثل هذا النوع من التمويل واستخلاص العبر.

الإحالات والهوامش:

- 1- Kamel Eddine bouatouata (2005), Le Capital Investissement- Capital Risque (USA- EUROPE-TUNISIE- MAROC- ALGERIE), Enjeux Et Perspectives, Edition Grand Alger Livres (G.A.L), Algerie, p 70.
- 2- Idem, p 71.
- 3-Jérôme Glachant, Jean- Hervié, Lorenzi et Philippe Trainar(2008), Private Equity et Capitalisme Français, La Documentation française, Paris, p 29.
- 4- TO HUY Vu (Janvier 2010), Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français ,Thèse présentée en vue de l'obtention du Doctorat en Sciences de Gestion,École Doctorale de Sciences Juridiques, Politiques, Economiques et de Gestion, Université Nancy, France, p 23.

- 5- Jean Lachmann(1999), Capital-risque et Capital-investissement, Edition Economica, Paris, p 14.
- 6- سامي عبد الباقي (إصدار جويلية 2010)، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال ص 12، تاريخ الاطلاع 2019/03/01، متاح على الموقع، www.efsa.gov.eg.
- 7- روبينة عبد السميع وإسماعيل حجازي (يومي 17 و 18 أبريل 2006)، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي : متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -، ص 309.
- 8- روبينة عبد السميع وإسماعيل حجازي، نفس المرجع.
- 9- عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر، بياتنة، الجزائر، ص ص 103، 104.
- 10- سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، إصدار جويلية 2010، ص ص 08، 09.
- 11- عبد الباسط وفاء، (2001)، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، ص 83.
- 12- عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، ص ص 84، 85.
- 13- عمر ولد عابد، نصيرة عابد، حوكمة التمويل برأس المال المخاطر - دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشئة في الجزائر -، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، العدد 08، 2018، ص 110.
- 14- سيف الدين تاج الدين (21 فيفري 2012)، ملتقى رأس المال الجريء الواقع وآفاق المستقبل، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل التابعة لرابطة العالم الإسلامي، الرياض، ص 23.
- 15-National Venture Capital Association, Yearbook 2016, Thomson Reuters, p 49. www.nvca.org/research/stats-studies.
- 16-Site U.S. Small Business Administration sur : www.sba.gov. Consulté 01/03/2019.
- 17-Site: DFC, U. S: International Développements Finance Corporation sur : <https://www.dfc.gov/what-we-offer-our-products/debt-financing>. Consulté 01/03/2019.
- 18- Site De La Banque Interaméricaine Du Développement sur : www.iadb.org/en/sector/private-firms-and-sme-development. Consulté 01/03/2019
- 19- National Venture Capital Association, opcit, p 13.
- 20- Francis C. C. Koh(2002), Markets and industry venture capital and economic growth : an industry overview and singapore's experience, The Singapore Economic Review, Vol. 47, No2, p 244.
- 21- Thomas Hellmann, Manju Puri (winter 2000), The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital, The Review of Financial Studies Vol.13, No. 4, p 981.

قائمة المصادر والمراجع:

أ- الكتب:

- 1- عبد الباسط وفاء، (2001)، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر.

ب- الملتقيات:

- 1- روبينة عبد السميع وحجازي إسماعيل (2006)، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و 18 أبريل 2006، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي - الشلف -.
- 2- تاج الدين سيف الدين (21 فيفري 2012)، ملتقى رأس المال الجريء الواقع وآفاق المستقبل، الهيئة الإسلامية العالمية للاقتصاد والتمويل التابعة لرابطة العالم الإسلامي، الرياض.

ت- الرسائل والمقالات:

- 1- عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، تخصص اقتصاد إسلامي، جامعة الحاج لخضر، بياتنة، الجزائر.

2- عبد الباقي سامي ، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، سلسلة توعية المستثمر المصري في مجال سوق المال، إصدار جويلية 2010 ص 12 ، تاريخ الاطلاع: 2019/03/01، متاح على الموقع، www.efsa.gov.eg.

ث- المراجع بالأجنبية:

Livres :

1- Bouatouata Kamel Eddine (2005), Le Capital Investissement- Capital Risque (USA- EUROPE- TUNISIE- MAROC- ALGERIE), Enjeux Et Perspectives, Edition Grand Alger Livres (G.A.L), Algerie.

2- Glachant Jérôme, Jean- Hervié, Lorenzi et Philippe Trainar(2008), Private Equity et Capitalisme Français, La Documentation française, Paris.

3- Lachmann Jean(1999), Capital-risque et Capital-investissement, Edition Economica, Paris.

Theses et articles :

1- TO HUY Vu (Janvier 2010), Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital-risque français, Thèse présentée en vue de l'obtention du Doctorat en Sciences de Gestion, École Doctorale de Sciences Juridiques, Politiques, Economiques et de Gestion, Université Nancy, France,

2- Francis C. C. Koh(2002), Markets and industry venture capital and economic growth : an industry overview and singapore's experience, The Singapore Economic Review, Vol. 47, No2.

3- Hellmann Thomas, Manju Puri (Winter 2000), The Interaction Between Product Market and Financing Strategy : The Role of Venture Capital, The Review of Financial Studies, Vol 13, No. 4.

ج- موقع الأنترنت:

1- Site U.S. Small Business Administration sur : www.sba.gov. Consulté 01/03/2019.

2- Site: DFC, U. S : International Developments Finance Corporation sur : <https://www.dfc.gov/what-we-offer-our-products/debt-financing>. Consulté 01/03/2019.

3- Site De La Banque Interaméricaine Du Développement sur : www.iadb.org/en/sector/private-firms-and-sme-development. . Consulté 01/03/2019