

دور رأس المال رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية

أ. بوحرب حكيم

جامعة خميس مليانة

hakimbouharb@yahoo.fr

الملخص:

تلعب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دورا هاما في تحقيق التنمية الاقتصادية، حيث أنها تعزز الازدهار الاقتصادي، وتولد مناصب جديدة، وتحافظ على الاستقرار الاجتماعي، كما أنها تعمل على استغلال الأفكار التكنولوجية التجارية و مختلف الابتكارات الجديدة، لكن وبالرغم من المكانة الهامة التي تحتلها، أجمع العديد من المفكرين الاقتصاديين ومختلف الهيئات المهتمة بموضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، على أن هذه الأخيرة تعاني من العديد من المشاكل التي تقف عائقا في وجه بقائها و تقدمها، ومن بين أهم المشاكل التي ركزت عليها مختلف الدراسات الاقتصادية مشكلة التمويل، حيث أصبح عامل عدم كفاية مصادر التمويل يمثل أكبر عائق يقيد تطور هذه المؤسسات، والتي يرجعها الكثير من الباحثين في مجملها الى عدم مواءمة بيئة التمويل الخارجي مع الخصوصيات المالية لهذه المؤسسات، و نتيجة لذلك عكفت الهيئات المشرفة على هذا النوع من المؤسسات على البحث عن مصادر تمويلية حديثة مكتملة لتلك التقليدية، حيث تتميز هذه المصادر الحديثة بكونها أكثر مراعاة للخصوصيات التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن بين أهمها رأس المال المخاطر، الذي بات يحتل مكانة هامة في الحد من المشاكل التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك لكون أن استراتيجيات شركات رأس المال المخاطر لا تأخذ فقط البعد التمويلي بل تتعداه الى أبعاد أخرى، تساهم من خلالها 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 الصغيرة والمتوسطة الأمريكية.

تمهيد:

تعتبر الأوضاع الجديدة التي عرفت اقتصاديات الدول المتقدمة والمتخلفة على حد سواء بمثابة بيئة مثلى لظهور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذلك نظرا للمرونة التي تتميزها والتي تمكنها من الاستجابة السريعة للتغيرات الاقتصادية، وإيماننا منها بأهميتها قامت مختلف الدول والهيئات الاقتصادية بدعم وتنمية هذه المؤسسات، وذلك بإعداد العديد من البرامج التنموية الخاصة بذلك وتقديم التحفيزات الكافية لضمان استمراريتها ونموها، ولكن وبالرغم من كل الجهود المبذولة في سبيل النهوض بقطاع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مازال هذا الأخير يتصف بالهشاشة، وذلك بسبب تعرضه للعديد من العراقيل والمشاكل، والتي أهمها المشكلة التمويلية، والتي أصبحت تحد شريحة كبيرة من هذه المؤسسات، حيث أنها أصبحت تلاقى صعوبات كثيرة في التعامل مع الوساطة المالية في صورتها التقليدية، وذلك بسبب ارتفاع مخاطرها، وعقد قنوات الاتصال بينها وبين مختلف المؤسسات المالية، ومن هنا اقتنعت الجهات القائمة على هذا النوع من المؤسسات بضرورة البحث عن مصادر تمويلية حديثة، تكون مكتملة للتقليدية، و يأتي على رأس هذه المصادر رأس المال المخاطر، الذي أصبح يحتل مكانة هامة في تقديم الكثير من صور الدعم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الابتكارية، وذلك للمساهمة في الرفع من قيمتها .

هناك اختلاف في حجم و نجاعة أسواق رأس المال المخاطر عبر العالم، وهذا الاختلاف يعزى للعديد من الأسباب، وتعتبر التجربة الأمريكية في هذا المجال كإحدى أهم التجارب الدولية الناجحة، وذلك بالنظر للمساهمات المقدمة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تطوير الابتكار على مستوى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

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

ما مدى مساهمة رأس مال المخاطر في الحد من المشاكل التمويلية التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة في الولايات المتحدة الأمريكية؟

أولا: الفجوة التمويلية للإبتكار على مستوى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة :

إن الابتكار يبدأ من فكرة جديدة يتم تحويلها الى منتج أو إلى خدمة لإدخاله/إدخالها إلى السوق للمرة الأولى، والفكرة الجيدة هي تلك التي بإمكانها أن تتجسد في شكل منتجات أو خدمات لها خواص يمكن تسويقها بحيث تلبي حاجيات السوق، ويكون لدى الناس الاستعداد لدفع قيمة هذا المنتج الجديد، و للإبتكار الناجح قدرة كامنة على التطور ويمكن الاستفادة منه لفترة طويلة من الزمن⁽⁰¹⁾. لكن وفي نفس الوقت فإن نجاحه الابتكار يتطلب توفر مناخ اقتصادي ومالي و اجتماعي ملائم في إطار ثقافة الحرية الاقتصادية والفكرية⁽⁰²⁾.

تسعى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الإبتكارية لاستغلال كل ما هو مستجد من أفكار تجارية وتكنولوجيا جديدة، أو غيرها من الابتكارات في مجال العلمي والمعرفي والتسويقي، وذلك من خلال تقديم منتجات أو خدمات جديدة، إنشاء أو دخول أسواق جديدة، أو تطبيق أساليب أكثر كفاءة للإنتاج، وعلى هذا النحو فإنها تعمل كمحركات للابتداع و المساهمة في التنمية الاقتصادية، كما أنها قد تمثل أيضا مصدرا للحدثة و سوقا للمعارف الجديدة، حيث أنها تعمل على نقل المعارف من قطاع الى آخر⁽⁰³⁾. لكن وبالرغم من مكانتها الاقتصادية إلا أن هذه المؤسسات ما زالت تعاني من الكثير من المشاكل التمويلية ، حيث أن فرص حصولها على التمويل لا تتلاءم مع الدور الاقتصادي الذي تلعبه، كما أن هذه الحظوظ أقل بكثير من حظوظ نظيراتها من المؤسسات الكبيرة في الحصول على التمويل اللازم.

هذا الاختلاف في فرص التمويل بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات الكبيرة أدى إلى ظهور ما أطلق عليه الاقتصاديون بالفجوة التمويلية **“financial gap”** . والفجوة المالية تصف الحالة التي تكون فيها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة قد وصلت الى مرحلة في تطورها، أين تكون قد استخدمت كل المصادر التمويلية قصيرة الأجل، ولكنها لم تصل الى الحد الذي يسمح لها بالحصول على التمويل طويل الأجل، سواء من قبل المؤسسات المالية أو عن طريق الوصول الى السوق المالي⁽⁰⁴⁾. هذه الفجوة تظهر في عنصرين أساسيين:

- الفجوة المعرفية الناجمة عن الاستخدام المحدود لمختلف مصادر التمويل هي نتيجة مباشرة لعدم الامام بمزاياها و عيوبها وتكاليفها الضمنية.
 - الفجوة في عرض رؤوس الأموال التي كثيرا منها ليست متاحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وحتى في حالة توفرها فكثير منها تكلفتها اعلى بكثير من تلك المعروضة للمؤسسات الكبيرة.
- حسب(Berryman (1982) فان الصعوبات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكمن فيما يلي:
- محدودية فرص الحصول على الموارد المالية ؛
 - الاعتماد الكبير على المدير المالك وعدم قدرة الكثير من هذه المؤسسات على انشاء هيكل تنظيمي رسمي؛
 - قوة سوقية محدودة، ويرجع ذلك أساسا لكون أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تحاول اختراق مجالات تتميز بالعقبات التي تعرقل دخولها والتي على راسها شدة المنافسة؛
 - ارتفاع المخاطر التجارية التي تتفاعل مع مخاطر السيولة والمنافسة وهشاشة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة،
 - عدم كفاءة المدراء المالكين للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذين وفي أغلب الاحيان لا يملكون المهارات اللازمة لادارة المؤسسات التي يمتلكونها إدارة؛

- نقص واضح لعمليات إعادة تقييم الدوري للأداء المالي وغياب التخطيط المالي ذو الطابع الرسمي في العديد من مؤسسات القطاع⁽⁰⁵⁾؛

ثانيا : رأس المال المخاطر كحقل للبحث

ازداد اهتمام الباحثين والحكومات ومختلف الهيئات الدولية بموضوع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك إدراكا منها بأهميتها في تحقيق التنمية الاقتصادية في مختلف الاقتصاديات الدولية المتقدمة والمتخلفة منها على حد سواء، لكن وعلى الرغم من الإجماع على أهمية هذا الأسلوب إلا أنه هناك اختلافات كبيرة في حجم ونجاعة أسواق رأس المال المخاطر حول العالم، وتعزى هذه الاختلافات الى الاختلافات في قوانين حماية المساهمين وحوكمة شركات رأس المال المخاطر، وسياسات الحوكمة الأخرى، وقوانين الإفلاس و الضرائب والمداحيل، بالإضافة الى اختلاف قوة الأسواق المالية ومدى كفاءتها بين الدول⁽⁰⁶⁾.

1- مفهوم رأس المال المخاطر: هناك عدة تعاريف لرأس المال المخاطر، ويرجع الاختلاف في

مفاهيم رأس المال المخاطر الى الاختلاف في الجهات التي تناولت هذه المفاهيم، واختلاف الغرض من تحديدها، وكذلك إختلاف البيئة و مستوى التطور الاقتصادي بين مختلف الدول⁽⁰⁷⁾.

حسب منظمة (OCDE) (1996) فان رأس المال المخاطر هو⁽⁰⁸⁾: " رأس المال الذي تقدمه شركات تستثمر وترافق مسيري المؤسسات الشابة غير المدرجة في بورصة الأوراق المالية، الهدف من وراء ذلك تحسن كفاءة الاستثمار وزيادة عائدته، القيمة التي تنشئها المؤسسة الشابة يتم اقتسامها مع شركة رأس المال المخاطر ومع خبراءها الهنيين "

و قد عرفه (Baygan et Freudenberg) (2000) على أنه : " نوع خاص من التمويل الذي يستهدف أساسا المؤسسات الشابة والمؤسسات المبتكرة (الريادية) التي تحتاج لرأس المال لتمويل تطوير منتجاتها ونموها الذي يتوقف على حسب طبيعتها ونشاطها ، ويتم الحصول على رأس المال هذا الى حد كبير في شكل أسهم "

وقد انتقدت هذه التعاريف لكونها عامة جدا، فهي تظهر فقط التمويل الذي يأخذ شكل أسهم، وتطوير المؤسسات في مرحلتها الأولية، لكنها لا تسمح بتسليط الضوء على خصائص رأس المال المخاطر باعتباره أسلوب تمويلي خاص، وعلى العموم هناك بعض التعاريف الأخرى التي تقدم مقاربات فكرية برز من خلاله بعض المزايا الاستثمارية والتمويلية لرأس المال المخاطر، ومن بينها التعريف الذي قدمته الرابطة الفرنسية لمستثمري رأس المال المخاطر (AFIC) والذي يتمثل في كون أن: " رأس المال المخاطر هو استثمار رأس المال الحقيقي ، بمعنى أنهم يتعرضون لمخاطر المؤسسة، بدون ضمان لا من صاحب المؤسسة ولا من الشركة (شركة رأس المال المخاطر) يأخذ شكل المبادرة بالمشاركة في رأس المال، الأكثر أقلية في كثير من الأحيان، لفترة محدودة متفق عليها وكافية لنجاح المشروع ، والتي سوف توفر امكانيات قوية للنمو والربحية"

من خلال ما سبق يتضح لنا أن تعريف الرابطة الفرنسية لمستثمري رأس المال قد ركز على المشاركة المبادرة في رأس المال، والمخاطر التي يتحملها أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة في تحمل التبعات السلبية التي قد تنجم عن الاستثمار في بعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة .
وعلى العموم فإن مفهوم رأس المال المخاطر يجب أن يرتبط بتمويل المراحل الأولى من تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة(مراحل دراسة الجدوى، الانشاء، النمو)، فهو أسلوب للوساطة المالية الخاصة و التي تستند على المعايير التالية:

- يستهدف بشكل خاص المؤسسات الصغيرة والمتوسطة غير المدرجة في البورصة واتلي لديها امكانيات عالية للنمو؛
- مدة المشاركة في رأس مال المؤسسة عادة تكون محددة، حيث أن هذا الأسلوب التمويلي عادة ما يحتاج الى مدة تتراوح بين 03 الى 07 سنوات لإنجاح المشروع الممول وتحقيق معدلات نمو مرضية، لكن وفي نفس الوقت فان تاريخ الخروج من رأس المال المؤسسة لا يمكن معرفته ؛
- متابعة نشاط المشاركة والابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- التحكم والسيطرة على المؤسسة والتي تقوم على أساس عقد ضمني وصريح ؛
- تحقيق عوائد للمستثمر وانعاش وضعيته المالية و التي تتحقق أساس ببيع قيمة مشاركته. وهذه النقطة الأخيرة أساسية حيث أنها تعتبر في الحقيقة الدافع الأول لمعظم أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة في خوض مغامرة المساهمة في رأس مال مؤسسات صغيرة و متوسطة ابتكارية وعالية المخاطر.

2- أنواع شركات رأس المال المخاطر:

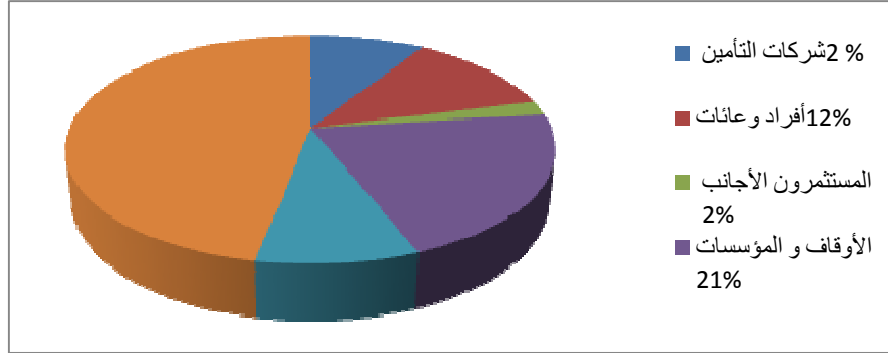
شركة رأس المال المخاطر أو منظمة رأس المال المخاطر عادة لا تقوم بزيادة رأسمالها بصفة مستمرة ولكن من خلال رؤوس أموال دورية. شركات رأس المال المخاطر لديها علاقات مع العديد من المستثمرين الذين يوفرولها التمويل اللازم.

يمكن لشركات رأس المال المخاطر أن تكون مستقلة “independent”، والتي يتم إدارتها من طرف فريق من الأفراد الخواص، أو يمكن أن تكون أسيرة “captive”، وهي شركة تابعة لمؤسسة مالية أخرى، مثل البنوك أو شركات التأمين أو غيرها من كيانات الشركات التي تستثمر نيابة عن المجموعة الأم، وعملائها، وكذلك المستثمرين من خارج المؤسسة⁽⁹⁾.

شركات رأس المال المخاطر المستقلة تقوم برفع رأسمالها من مصادر خارجية مختلفة(عادة ما تكون مصادر مؤسساتية) على أساس تنافسي، ونتيجة لذلك تكون التدفقات المالية تعتمد أكثر على نجاحها، مما يزيد من حاجة شركات رأس المال المخاطر للحصول على عوائد استثمارية عالية للدلالة على تنافسيتها، وهذا الوضع

أيضا يمكن أن يؤثر في استراتيجيتها الاستثمارية، ما يجعلها أكثر عرضة للاستثمار في مراحل متقدمة من مراحل تطور المؤسسات الممولة من أجل تجنب الوقوع في الكثير من الاستثمارات التكنولوجية ذات المخاطر العالية ولتحقق تنوع مخاطر مقبول، يمكن توضيح مختلف الجهات المساهمة في تكوين صناديق رأس المال المخاطر في الشكل الموالي :

شكل رقم 01: مصادر أموال صناديق رأس المال المخاطر



Source : OCDE, VENTURE CAPITAL AND INNOVATION, OCDE/GD(96)168,1996, p42

يتضح لنا من خلال الشكل السابق يتضح لنا أن أكبر ممولي شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية هي صناديق التقاعد، وذلك باعتبار أن هذه الصناديق تتوفر على سيولة كبيرة تسعى لاستثمارها، ويتعزز هذا التوجه بزيادة تدخل هذه الصناديق في الأسواق المالية الأمريكية، بالإضافة إلى الأنواع السابقة الذكر هناك أيضا نوع خاص من شركات رأس المال المخاطر هي الشركات التابعة للسلطات الحكومية، السلطات المحلية أو الشركات المملوكة لدول أخرى التي لديها مهمة لتعزيز سياسات معينة، مثل الابتكار، والتنمية الإقليمية، والعمالة وما إلى ذلك⁽¹⁰⁾.

3. علاقة شركات رأس المال المخاطر بأصحاب ومسيرى المؤسسات الصغيرة

والمتوسطة أو ملاكها:

استند العديد من المفكرين الماليين في رؤيتهم لرأس المال المخاطر وعلاقته بمختلف الأطراف المتدخلة على أنه يشبه جمعية لمقاولين و رأسماليين يريدون تقاسم المخاطر و تقاسم الأرباح. وعليه فإنه من المهم معرفة طبيعة العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمأنحين لرؤوس الأموال (المستثمرون) من جهة، و الجهات المستفيدة من هذا الأسلوب التمويلي (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة) من جهة أخرى ، تمكن من الوصول إلى الفهم الجيد لنشاط رأس المال المخاطر.

- العلاقة رأس مال مخاطر- مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:دراسة العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر ومسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تظهر العديد من الخصائص بالنظر الى التقلبات و المخاطر، وكذلك المنطق التنظيمي للتمويل بالمساهمة في شركات التمويل.إنشاء علاقة بين متدخلين اثنين هو عنصر مميز للتمويل عن طريق رأس مال المخاطر، وذلك نظرا لمستوى المخاطر التي تتحملها شركات رأس مال المخاطر، وهي كذلك شرط أساسي لنجاح المشروع الممول ونموه . هذه العلاقة تفرض على شركات رأس المال المخاطر اتباع نموذج تسيير خاص يختلف عن النماذج المتبعة في غيرها من شركات الوساطة المالية، وخاصة في ما يخص باختيار الاستثمارات .

تحليل العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر و مسيري المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تم تطويره ضمن الاطار النظري للوكالة، حيث ان كل طرف يسعى لتحقيق مصالحه. وهنا أكد Fried et Hisrich (1994) على أن المستثمرين في رأس المال المخاطر يحددون ثلاث فئات من المعايير في اختيار المؤسسات الممولة⁽¹¹⁾:

- الفئة الأولى: المشروع التطويري للمؤسسة، آفاقها التمويلية والنتائج المتوقعة

- الفئة الثانية: القدرات الإدارية ومدى تأهيل المسيرين وخبرتهم .

- الفئة الثالثة: جدوى المشروع وطبيعته الابتكارية.

وفي دراسة لـ (2000) Heltman.T, et Purim التي تناولت 149 مؤسسة صغيرة و متوسطة حديثة النشأة، أظهر من خلالها وجود رابط بين استراتيجيات المؤسسة و الميل للحصول على تمويل عن طريق رأس مال مخاطر.

وقد أكد العديد من الكتاب الاقتصاديون على أن المحدد الرئيسي للعلاقة بين المستثمرين في رأس المال المخاطر و المؤسسات الصغيرة والمتوسطة هي المعلومات المقدمة من طرف هذه الأخيرة، وفي هذا السياق أظهر (1998) M.Wright and Robbie.K أن تعلق أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة بنوعية المعلومات المعطاة من طرف المؤسسة تفيدهم في التواصل مع المؤسسة من جهة و أيضا من جهة أخرى تعطي صورة تماسك الوضع في ضوء المشروع التطويري

- علاقة شركات رأس المال المخاطر بالمستثمرين: (1989) Sahlman كان أول كاتب حاول تفسير العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر وامستثمرين أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة، ثم جاءت بعد ذلك العديد من الدراسات التي تناولت هذه العلاقة ومن بينها دراسة (1994) Bowden R التي تمثلت في دراسة تجريبية تمحورت حول علاقة شركات رأس المال المخاطر بالمستثمرين، ودراسة Gompers et Learner اللذان أوضحا أن شركات رأس المخاطر و المؤسسات الصغيرة المتوسطة تتأثر بعلاقة

المستثمرين بشركات رأس المال المخاطر¹. و المستثمر الأساسي هو مندوب شركة رأس المال المخاطر في إدارة المؤسسة، وله الحق في تسيير العمليات التي يرى أنه متيقن من نجاحها، مما يعكس حالة الانفصال بين الملكية والسيطرة. لكن وفي هذا السياق يلاحظ أن معظم العقود بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة يتضمن معاني غير مكتملة، إذ لا يمكن توقع جميع حالات الصراع بين طرفي العقد، وهذا قد يؤدي الى ظهور السلوك الانتهازي .

رابعا : مكانة رأس المال المخاطر في دعم الابتكار على مستوى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الولايات المتحدة الأمريكية :

الازدهار الاقتصادي الذي عرفته الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية اعتمد جزء كبير منه على قدرتها على الاستفادة من الابتكارات الرائدة في المجال العلمي والتكنولوجي⁽¹²⁾، وقد ساعد على ذلك التأهيل الذي تتصف به نسبة كبيرة من اليد العاملة في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تمكنت من تجسيد وتطوير العديد من الابتكارات .

1- علاقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية بالابتكار :

سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة محدود نسبيا و المعرفة الشخصية يجعل من الممكن التعرف على شخصياتهم و احتياجاتهم التفصيلية، و الاستجابة بسرعة لأي تغيير في هذه الاحتياجات و الرغبات و استمرار هذا التواصل و هذه المعرفة تضمن لهذه البيانات التحديث المستمر⁽¹³⁾.

لقد نتج التطور الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية بشكل كبير عن جهود المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، إذ أن أكثر من 99 % من جميع الشركات الأمريكية الصغيرة أو المتوسطة⁽¹⁴⁾، وقد أكدت الدراسات على أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحديثة النشأة مسؤولة عن الابتكارات في 362 صناعة مختلفة و عن 55% من الابتكارات الجذرية⁽¹⁵⁾. كما أن معظم الشركات الكبرى و متاجر السلسلة و شركات البيع بالبريد، أصلها مؤسسات صغيرة كانت و أفرادا يحملون أفكارا ابتكارية و ريادية، كان "سويفت" جزارا و "فورد" ميكانيكيا صنع أول سيارته في ورشة حدادة، و "كرايبر" في مصنع السكك الحديدية وأصبح في ما بعد مهندس محركات، و "كار نجبي" قطب الصناعات الفولاذية كان يقتصد من رواتبه وهو عامل إرسال لاسلكي وعامل في السكك الحديدية، و "جيلمان" وأسس شركة الأطلسي و الباسفيك للشاي كان يبيع الشاي إلى جانب وظيفة في محل مصنوع من جلود الحيوانات، و "دونلاد دوغلاس" انطلق في عمل الطائرات في غرفة استأجرها خلف دكان حلاقة بألف دولار ومن بين المنظمين الآخرين هناك "سيرز" الذي كان يبيع الساعات بواسطة البريد خلال أوقات فراغه، وهو يعمل وكيل محطة في بلدة صغيرة وإلى آخرهذه القائمة من

¹ Eric Stephany, La Roation capital risque/PME : Fondement et pratiques, de book, 1^{er} édition, Bruscelles, Belgique, 2003, p37

هؤلاء الأشخاص¹⁶). وقد قامت مجموعة بوسطن الاستشارية في الولايات المتحدة الأمريكية بتطوير نموذج للابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، و الشكل الموالي يوضح هذا النموذج يتضح من خلال الشكل السابق أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة و من خلال اعتمادها للابتكار كإستراتيجية استثمارية بإمكانها أن تحقق العديد من النقاط التي تخدم مصلحتها ، فهي تعمل على تطوير منتجات ذات جودة عالية تمكنها من اقتحام الأسواق وبالتالي تحسن وضعيتها التنافسية و آدائها التشغيلي والمالي .

2- صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية :

حسب التعريف الأمريكي لرأس المال المخاطر فهو⁽¹⁷⁾ : "راس المال المغامر هو نشاط مخصص لتمويل المؤسسات حديثة النشأة والتي تمتلك امكانيات عالية للنمو "

أ- الخلفية التاريخية لرأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية :

إن مفهوم رأس المال المخاطر ليس بجديد، إذ يعود الى القرن الخامس عشر و بالضبط لواقعة تمويل ملكة اسبانيا الملكة ايزابيل للرحلة الاستكشافية للبرتغالي الشهير كريستوفر كولومبس، الذي قام بمخالفة أصول التجارة الدولية آنذاك، وذلك بسفره الى الغرب بدلا من الشرق.

بدأ نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينات من القرن الماضي استجابة للاحتياجات المالية المتزايدة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وللتورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي .

أسس أول كيان لرأس المال المخاطر من قبل كارل كومبتون Karl Compton، رئيس معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا و جورج دوريو George Doriot أستاذ بجامعة هارفرد وغيرهما من الشخصيات من ولاية ماساتشوستس . هؤلاء المستثمرون قرروا الاستثمار في الشركات التي لديها مخاطر عالية والتقنيات المتقدمة من الحرب العالمية الثانية، ARD، عرفت نجاحا كبيرا في استثماراتهم التي كانت قيمتها 70000 دولار حتى وصلت 335 مليون دولار في ظرف 26 سنة . ARD التي كانت صيغتها في شكل صندوق استثماري للتبادل والبيع اساسا للأفراد بسبب المقابلة المؤسسية للاستثمارات عالية المخاطر⁽¹⁸⁾.

في عام 1958 تأسست أول شركة لرأس المال المخاطر شركة درابر Gaither، Draper و Anderson نظماها وفقا للشكل القانوني للشراكة المحدودة (Lp) ومع ذلك، لم يتم استخدام بصفة أكبر صيغة للشراكة المحدودة (Lp) خلال الستينات والسبعينات، والواقع ان الصناديق النقدية المتداولة، وكذلك الاستثمار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، الشركات الصغيرة والمتوسطة في مجال صناعة السيارات كانت الاكثر شيوعا خلال عقدي الستينات والسبعينات، اقتصر المبالغ المخصصة لرأس المال المخاطر فقط على مئات املايين من الدولارات. و في وقت لاحق، في بداية الثمانينات، التغيرات في التشريعات

القانونية والتنظيمية المرتبطة بالاستثمار في المؤسسات (صناديق التقاعد ،شركات التأمين) الى زيادة التدفقات المالية لصالح رأس المال المخاطر ، وبصفة تدريجية،أصبح شكل الشراكة المحدودة الشكل القانوني السائد والمستخدم في جميع أنواع الاموال المستثمرة في رأس المال المخاطر، وقد اثنى العديد من المتخصصين على هذا الشكل من الشراكة لأنه يفرز مزايا ضريبية (الشفافية الضريبية... الخ) التي جذبت المستثمرين المؤسسين، هذا وقد كانت للتغيرات التنظيمية الاثر الكبير على تنمية وتطوير صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، وهكذا فانه ومنذ الثمانينات كان هناك قوة دفع اضافية أدت زيادة في الاموال المخصصة لرأس المال المخاطر في المساهمة في المشاركة في المؤسسات الأمريكية ، الا أن الانطلاقة الحقيقية لرأس المال المخاطر بدأت في منتصف التسعينيات⁽¹⁹⁾.

ب- واقع رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية :

على الرغم من الحجم الصغير نسبيا لالتزامات شركات رأس المال المخاطر، إلا أنه قد شارك في العديد من المشاريع و الاستثمارات ذات الأهمية الكبيرة في التركيبة الاقتصادية للولايات المتحدة الأمريكية، والتي من بينها تمويل جنرال موتورز عن طريق شركة DuPont لرأس المال المخاطر، و دعم شركة جنرال إلكتريك عن طريق RCA، وتجربة زيروكس Xerox التي مولت شركة كارلسون Carlson، بالإضافة الى العديد من التجارب الخاصة بتمويل شركات مخاطر أمريكية لاستثمارات وشركات أجنبية خاصة في مجال الصناعة والاتصالات، كل هذه النجاحات تثبت مدى مقدرة شركات رأس المال المخاطر على إيجاد الحلول المالية و الادارية لبناء استراتيجيات استثمارية ناجحة⁽²⁰⁾، والجدول المالي يوضح بعض التجارب الأخرى الناجحة لشركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية :

جدول رقم:01: بعض التجارب الناجحة لشركات رأس المال المخاطر

المجال	الشركات الممولة
شبه الاتصالات	Advanced Micro Devices, Intersil, Mostek
الاعلام الآلي	Amdahl, Apple, Cray, Wang Liaboratoties
الاتصالات	Danray, M,A-Com, MCI, Valtec
بيانات الاتصالات	Computer Communications, Paradyne, Tran
الأجهزة الملحقة	Centronics, Datapoint, Four-Phase, Qume
الخدمات	MDSI, Quotrom, Telenet
الاجهزة الطبية	Bentley, Coherent, Cordis, Metpath
الهندسة الوراثية	Biogen, Cetus, Genentech, Genex, Hybritech
البحث	Nicolet, Waters Associates, Orion Research
مجالات مختلفة	Envirotech, Geosource, Radiation Dynamics

Source : KENNETH W. RIND, The Role of Venture Capital in
, *Stategic Management Journal*, Vol. 2, Development Corporate
169-180 (1981), p 171

ج- أداء شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية:

تعتبر التجربة الأمريكية في مجال التمويل برأس المال الخاطر كأهم تجربة، ويتضح ذلك من خلال حجم وأداء شركات رأس المال المخاطر في هذا البلد، وما يميزها أيضا هو التنوع الذي تتسم به، حيث أنها لم تكنف بالقطاعات الصناعية، بل اقتحمت كل مجالات الاقتصاد الأمريكي، وفيما يلي نستعرض معدل العائد لشركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية.

من خلال الجدول السابق يتضح لنا الأداء المالي الجيد لشركات رأس المال المخاطر، وهذا يعكس الخبرة التي تتميز بها شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في استثمار أموالها، فبالرغم من دخولها في استثمارات وصف الكثير منها بأنه عالي المخاطر، إلا أنها تمتلك استراتيجيات فعالة في إدارة المخاطر و تعظيم قيمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الممولة، ويرجع ذلك للكفاءة التي تتمتع بها ادارات شركات رأس المال المخاطر وحسن إدارتها لمختلف المخاطر، وهو ما يعزز من ثقة المستثمرين في هذه الشركات المالية.

3- أهمية شركات رأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الابتكارية

الولايات المتحدة الأمريكية:

الكثير من الأدبيات الرسمية و غير الرسمية ناقشت فوائد وتكاليف رأس المال المخاطر، وقد أكدت هذه الدراسات على الفوائد التي تقدمها شركات رأس المال المخاطر الى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الابتكارية والتي لا تقتصر فقط على التمويل بل تتعداها الى أبعاد توجيهية و إدارية و استراتيجية.

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، و شبه الموصلات والكمبيوتر و التكنولوجيا 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 اهم مركبات النسيج الصناعي والتكنولوجي في الولايات المتحدة الأمريكية اليوم مثل شركة مايكروسوفت، و آبل، و شركة صن مايكروسيستمز وإنتل، وإيباي، وأمزون، و جنيتيك، وغيرها من المؤسسات الأخرى التي اعتبرت بمثابة كيانات اقتصادية أحدثت ثورة صناعية وتكنولوجية جديدة، والتي باتت اليوم تمثل أهم أعمدة الاقتصاد الأمريكي⁽²²⁾. ولقد عملت الحكومة الأمريكية على منح العديد من صور الدعم لصناعة رأس المال المخاطر لتسهيل مهمتها في دعم الابتكار على مستوى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ومن أمثلة ذلك برنامج استثمار الشركات الأمريكية الصغيرة (SBIC)، وبرنامج بحوث وابتكرات الأعمال الصغيرة (SBIR)،

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⁽²³⁾.

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 (1995) Fenn, Liang, and Prowse فإن أصحاب رؤوس الاموال المغامرة الأمريكيين هم مستثمرون بدوام كامل لشركائهم الماليين، وحسب نفس الكاتبين فإن أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة يميلون الى المتابعة الدقيقة للتطورات التكنولوجية والسوقية و مجال خبرتهم من اجل ضمان استمرار نجاح أنشطتهم الاستثمارية و اتخاذ 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 الاستثمارية، ففي دراسة لـ Thomas Hellmann و Manju Puri التي تناولت التفاعل بين اسواق 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 الى أن ملاءمة المصدر التمويلي تعتمد على الأهداف الاستراتيجية للمؤسسة، كما أن اختيار المؤسسات الصغيرة والمتوسطة للتمويل يؤثر على قدرتها على تأمين وضمان موضعها في القطاع الذي تنشط فيه، كما أكدت نفس الدراسة على أن التمويل برأس المال المخاطر له أثر واضح على مسار النمو في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حديثة النشأة، وبصفة خاصة على الوضعية السوقية لمنتجاتها⁽²⁴⁾.

ونشير هنا بصفة خاصة الى الشركات المبتدئة، والتي يشار إليها بالحديثة النشأة start-up ، وعادة ما تكون هناك مراحل عدة حيث تقابل كل درجة مستوى معين من المخاطر وكل واحدة منها يحتاج الى نوع معين من التمويل :

– **مرحلة البحث والتطوير** بالنسبة للمؤسسات حديثة النشأة تكون مرتبطة بمخبر بحوث أو مجمع كبير، مادام انه وفي أغلب الاحيان لم يتم انشاء المؤسسة بعد⁽²⁵⁾ :

مرحلة الانشاء : التي يجب ان تمول النفقات غير الملموسة (أجور الباحثين ، تكاليف الاعلان ..)، وكذلك تطوير وتصنيع أولى المنتجات، الأمر الذي قد يتطلب سنوات عديدة في مجالات التكنولوجيا ، وبدء العمليات⁽²⁶⁾ . وفي هذه المرحلة ينهار العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الابتكارية الواعدة، ليس بسبب نقص جاذبيتها لدى السوق المستهدف وإنما بسبب نقص الموارد امالية أو بسبب تعثر المفاوضات التي يفرضها نظام رأس المال المخاطر والتي يمكن أن تمتد لفترة زمنية طويلة. فمن بين كل المؤسسات الناشئة، لا ينجح أكثر من 10% إلى 15 % في تأمين رأس المال المخاطر في هذه المرحلة المبكرة .

دور رأس المال رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

مرحلة التوسع و النمو: بعد أن تؤسس المؤسسة قاعدة العمل الأساسية، سواء بتحقيق ربح أم لا، تحتاج المؤسسة الى رأس مال من أجل زيادة نموها وتوسعها لتأمين استدامتها في السوق، وعادة ما تتطلب المؤسسة في هذه المرحلة عدة جرعات من رأس المال قبل أن تتخطى النقاط المفصلية المحددة من خطة المشروع⁽²⁷⁾.

وهنا نشير الى نجاح العديد من التجارب لتمويل رأس المخاطر لمؤسسات صغيرة ومتوسطة أمريكية تسعى لتحقيق و تجسيد أبتكارات جيدة، والجدول الموالي يوضح أهمية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات لصغيرة والمتوسطة الابتكارية في الولايات المتحدة الأمريكية مقارنة مع بعض الأساليب التمويلية الأخرى، و الجدول الموالي يوضح المصادر الرئيسية لتمويل عمليات الابتكار في الولايات المتحدة الأمريكية.

جدول رقم: 05 : المصادر الرئيسية لتمويل الابتكار في الولايات المتحدة الأمريكية (بمليارات الدولارات

(

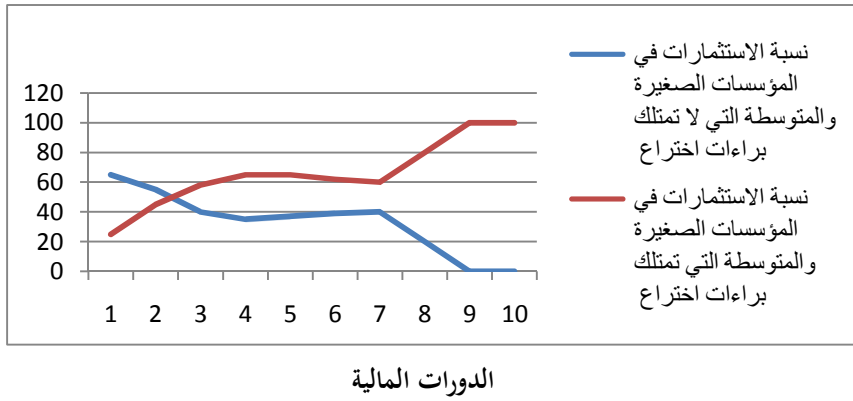
نوع المستثمر	المبلغ المستثمر	التطور
المستثمرين الملائكة	17.9 (2009)	8.3- % بالنسبة لتقرير 2008
رأس المال المخاطر	18.4 (2009)	35 - % بالنسبة لتقرير 2008
برنامج رأس المال المخاطر في حالات مختلفة	-	2.2 مليار دولار (2006)
البرنامج الفيدرالي (SBIR/STTR)	2.4 مليار دولار (2010)	20 + % بالنسبة لتقرير 2008
صناديق الاستثمار للمؤسسات	1.3 (2009)	40 - % بالنسبة لتقرير 2008

:

Sources : « Center for Venture Research » de l'Université du New Hampshire, National Venture Capital Association & PWC MoneyTree Report

وقد أصبحت شركات رأس المال المخاطر تولي أهمية خاصة في العقدين الأخيرين بالمؤسسات ذات التكنولوجيا العالية التي تمتلك قدرة كبيرة لتحقيق النمو، والتي تتميز بنهج الابتكار وذلك بامتلاكها لبراءة الاختراع وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم 03: نسبة الاستثمارات للمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الأمريكية التي تملك براءة الاختراع ولتي لا تملكها



Source : www.britishcouncil.org/greece-society-developin..

يتضح لنا من خلال الشكل السابق أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تمتلك براءة الاختراع لديها امكانية أكبر من تلك التي لا تمتلك براءة اختراع في زيادة حجم استثماراتها، و هو ما يعكس قدرة المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي تمتلك براءة اختراع على تحقيق معدلات نمو تفوق تلك المحققة على مستوى نظيراتها من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تفتقر لبراءة الاختراع.

4. عوامل نجاح رأس المال المخاطر في تقلب الفجوة التمويلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة الابتكارية في الولايات المتحدة الأمريكية:

صناعة رأس المال المخاطر بدأت في الولايات المتحدة الأمريكية وانتشرت ببطء في باقي أنحاء العالم، وقد أجمع العديد من المفكرين الاقتصاديون على أن التجربة الأمريكية في هذا المجال تعتبر تجربة رائدة، ويعود نجاحها للعديد من الأسباب و العوامل التي ساعدت على انتشار ونجاح شركات رأس المال المخاطر:

أ. **الدعم الحكومي المقدمة لصناعة رأس المال المخاطر** : منذ ظهور صناعة رأس المال المخاطر سعت الولايات المتحدة الأمريكية الى تقديم الدعم الى هذه الصناعة وذلك بعدة طرق، وأحد أهم هذه الطرق تقديم دعم مالي مباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حديثة النشأة، فعلى سبيل المثال قامت بتصميم برنامج مؤسسات الاستثمار الخاصة الخارجية (OPIC) The Overseas Private Investment ، والذي بموجبه يتم تقديم ضمانات للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وقروض ، وسياسات تأمين من المخاطر لصالح الشركات الأمريكية لتنفيذ المشاريع في الخارج .

أ. **الحوافز الضريبية**: يقينا منها بالعراقيل التي يمكن أن تمثلها الأعباء الضريبية، سعت الحكومة الأمريكية لتقديم حوافز ضريبية لنجاح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وشركات رأس المال المخاطر، وقد أعطى Lerner (2001) و(Neuchterline 2000) مثالا جيدا عن أثر التخفيضات الضريبية، حيث أظهر أن تمويل رأس المال المخاطر ساهم بشكل ملحوظ في زيادة تسجيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة في الولايات المتحدة الأمريكية بعد انخفاض معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية من 49% الى 28% في 1978 و إلى 20% في 1981، وعلى النقيض من الولايات المتحدة الأمريكية معظم الدول الأوروبية طبقت معدل 60% أو أكثر كمعدل

ضريبة على الأرباح الرأسمالية في تلك الفترة مما عرقل تطور صناعة رأس المال المخاطر في هذه الدول. بالإضافة الى ذلك هناك طريقة أخرى للدعم الحكومي الأمريكي يتعلق بالضريبة على معاملات الاكتتاب بالأسهم، وفي هذا الجانب أكد (2001) Compers and Lerner على أن السياسة الضريبية الأمريكية يجعل الاكتتاب بالأسهم أكثر جاذبية مما هو عليه في أوروبا خاصة في أسواق الخيارات.

ب. البنية التحتية الملائمة : توفر الولايات المتحدة الأمريكية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بنية تحتية متطورة، تتمثل في وسائل نقل موثوقة وفعالة، المرافق، نظام اتصالات حديث، بالإضافة الى أسواق مالية حديثة ومستقرة تسمح لأصحاب رؤوس الاموال المغامرة من الخروج باستثماراتهم، وكذلك توفير أنظمة براءات الاختراع وحقوق الطبع والنشر السريعة وفعالة و كافية لتطبيق حقوق الملكية الفكرية، وهنا نجد تكاليف براءات الاختراع خفضت الى 20000 دولار مقارنة بـ 150000 دولار المطبقة في بعض الدول الأوروبية .

ت. قوانين الافلاس : لم تكتفي الولايات المتحدة الأمريكية فقط بوضع القوانين التي تضمن خروجها لانقاس من الاستثمارات لرأس المال المخاطر، ولكن أيضا قامت بتوفير استراتيجيات فعالة في حالة تصفية الاستثمارات التي لم يتم تنفيذها بالشكل الذي خطط له.

ث. الدعم المحلي: الى جانب الدور الذي تلعبه الحكومة الفيدرالية في تعزيز تنمية المشاريع، لعب الدعم على المستوى المحلي هو أيضا دورا حاسما. والدعم المحلي في الولايات المتحدة الأمريكية عانة أكثر تطورا مما هو عليه في أوروبا و الدول الأخرى، فإدارة المشاريع الصغيرة الأمريكية على سبيل المثال تدير مركز برنامج تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي تكون أكثر من 1100 مكتب محلي، والتي بدورها تقدم لأصحاب المؤسسات الحالية والمستقبلية المساعدات اللازمة خاصة في المجال الإداري.

وبالرغم من كل الجهود المبذولة في ما يخص دعم صناعة رأس المال المخاطر فان هذه الأخيرة ما زالت تعاني من بعض الصعوبات في الولايات المتحدة الأمريكية، وهنا نذكر مثلا ارتفاع خطر التقاضي و التعويضات على الأضرار والتسويات، وارتفاع الأجور، وارتفاع تكاليف الصحية .

الخاتمة

نقص التمويل يمثل أكبر عنق الزجاجة الذي يعقد تطور المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الابتكارية، وتعزى الصعوبات التمويلية بسبب عوامل خارجية مثل السياسات الحكومية والبيئتين المالية والاجتماعية، وعقبات داخلية تتعلق بالوضعية التي تعيشها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة نفسها، و بينما أوجزنا مختلف الطرق التي اتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية لتطوير رأس المال المخاطر بالشكل الذي يصب في مصلحة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة الابتكارية منها والتي تمتلك براءة إختراع، والذي ايضا خدم مصلحة الاقتصاد الأمريكي ككل وهو ما تجلّى من خلال دراستنا لمساهمة صناعة رأس المال المخاطر في المؤشرات الكلية، من المهم بما كان التذكير بأن تطبيق هذه البرامج و المبادرات التحفيزية ليس بالأمر الذي يسهل تنفيذه، فتغيير معدل الضريبة وقوانين الافلاس على سبيل المثال تتطلب وقتا للتفعيل وجهدا كبيرا بالنسبة لصعوبة التنفيذ.

في ضوء الاطار النظري و تحليل البيانات يمكن الخروج بالنتائج التالية :

- نواجه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مشاكل مالية في سبيل النجاح وتوجهات وأنشطتها الابتكارية؛
- توفر العديد من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الأمريكية على برامج ابتكارية يعزى الى وجود الروح الريادية و ثقافة الابتكار و الابداع لدى شريحة كبيرة من مؤسسي و أصحاب هذه المؤسسات؛
- المشاريع الابتكارية تحتاج الى الكثير من الدعم الذي توفره مختلف حاضنات الأعمال، التي تساعد على ربط نشاط هذه المؤسسات بالجامعات و مخابر البحث؛
- إعداد برامج دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يتطلب توفير قاعدة بيانات دقيقة، وتخضع للتحديث المستمر؛
- حداثة النظام المالي الأمريكي وفرت العديد من البدائل التمويلية و التي من بينها رأس المال المخاطر، التي خففت من حجم الفجوة المالية التي تعاني منها المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ؛
- نجاح التجربة الأمريكية في مجال تمويل رأس المال المخاطر تعزز بالتعدلات المستمرة للمنظومة التشريعية و الجبائية، و ذلك بما يتماشى مع التطورات التي تحصل على مستوى الأنظمة المالية ؛
- تطور هذا الأسلوب التمويلي في الولايات المتحدة تزامن مع تطور إدارة المخاطر و انتهاج أساليب تسييرية حديثة على مستوى شركات رأس المال المخاطر وحوكمتها .

قائمة الهوامش :

- (01) اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا)الموارد المالية، ورأس المال المخاطر، وزيادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات، الأمم المتحدة ، نيويورك، 2007 .
- (02) Les Racines de l'innovation, e journal USA, DÉPARTEMENT D'ÉTAT DES ÉTATS-UNIS / NOVEMBRE 2009
VOLUME 14 / NUMÉRO 11, p 4
- (03) United Nations Economic Commission for Europe, policy options and instruments for financing innovation : A Practical guide to Early stage financing , United Nations, New York and Geneva, 2009, p1
- (04)ST-PIERRE Josée, La gestion financière des PME Théories et pratiques, PUQ, Québec, 1999, p220
- (05)José pier, op cit, p220
- (06)Douglas Coming, Venture capital investment strategies :Structurs and policies, Jhon willey an sons, new jersy, 2010, p 75
- (07)TO HUY Vu, 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 ,Janvier 2010 , p 23
- (08)TO HUY Vu, 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 ,Janvier 2010 , p 23

(09) European Investment Bank, Financing innovative firms through venture capital, EIB SECTOR PAPERS February 2001,p 09

(10)European Investment Bank, Financing innovative firms through venture capital, EIB SECTOR PAPERS February 2001,p 09

(11)Fried.V et Hisrich.R(1994), Toward a model of venture capital in investment decision making, Financial Management, VOL23,n 3,automne, pp 28-37

(12) Mansfield, Edwin (1990), "Academic Research and Industrial Innovation," *Research Policy* 20, p 11

(13)توفيق عبد الرحيم يوسف حسن ، إدارة الأعمال التجارية الصغيرة ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان الأردن ، 2002، ط 1 ص 26

(14)Patrick D. Gallagher, "The Role of Small Businesses in Strengthening Cybersecurity Efforts in the United States", National Institute of Standards and Technology U.S. Department of Commerce, July 25, 2011,p02

(15) نجم عبود نجم، ادارة الابتكار، مفاهيم والخصائص والتجارب الحديثة، الطبعة الأولى، دار وائل عمان 2003، ص:66

(16)عبد الغفار عبد السلام وآخرون، إدارة المشروعات الصغيرة ، دار الصفاء للنشر و التوزيع عمان 2001، ص ص 15-16

(17)A. Mynard & D. Boucard-Planel

La nouvelle donne du capital risque aux EtatsUnis : entre changement de modèle et crise économique structurelle, Rapport de Ambassade de France Aux Etas-Unis ; Mission pour la science et la technologie , Novembre 2010, p 6

(18)Jérôme Glachant , et autres Private equity et capitalisme française , Rapport présenté lors de la séance planière du Conseil d'analuse économique (CAE)du 31 janvier 2008K paris , p29

(19)Jérôme Glachant , Jean –Hervé Lorenzi , Philippe trainer , Private equity et capitalisme française , Rapport présenté lors de la séance plénière du Conseil d'analyses économique (CAE)du 31 janvier 2008K paris , p 29

(20)KENNETH W. RIND, The Role of Venture Capital in Corporate Development , *Stategic Management Journal, Vol. 2, 169-180 (1981), p 171*

(21) Thomas Hellmann, Manju Puri, The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital , *The Review of Financial Studies* Winter 2000 Vol. 13,No. 4 , , p960

(22)FRANCIS C. C. KOH , MARKETS AND INDUSTRY VENTURE CAPITAL AND ECONOMIC GROWTH: AN INDUSTRY OVERVIEW AND SINGAPORE'S EXPERIENCE, The Singapore Economic Review, Vol. 47, No. 2 (2002), p 244

(23)Bronwyn H. Hall, The Financing of Innovation, p 20

(24) Thomas Hellmann, Manju Puri, The Interaction Between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital , *The Review of Financial Studies* Winter 2000 Vol. 13,No. 4 , , p981

(25)Grégoire Chertok , Pierre–Alain de Maaleray , Philippe Pouletty ,Le financemene des PME , conseil d'analyse Economique , paris , 2009 , p 24

(26) Grégoire Chertok , Pierre–Alain de Maaleray , Philippe Pouletty ,Le financemene des PME , conseil d'analyse Economique , paris , 2009 , p 25

(27) اللجنة الاقتصادية والاجتماعية لغربي آسيا (الإسكوا) الموارد المالية، ورأس المال المخاطر، وريادة الأعمال في تكنولوجيا المعلومات و الاتصالات، الأمم المتحدة ، نيويورك، 2007، ص 11