

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

العنوان

دور رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة  
دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الأمريكية خلال الفترة (2014-  
2020) شركة -Sequoia Capital- أنموذجا

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إعداد الطلبة:

أميرة سلوبي

جهيدة سلامة

نوقشت علنا أمام اللجنة المكونة من:

رئيسا	جامعة جيجل	أستاذ مساعد أ	الأستاذ عمر بوجميمة
مشرفا ومقرار	جامعة جيجل	أستاذ محاضر أ	الأستاذ صالح حميميدات
مناقشا	جامعة جيجل	أستاذ مساعد ب متربص	الأستاذة غالية بوزنيط

السنة الجامعية: 2021/2020





# شكر وعرفان

ولأن كل آمالنا لا تتحقق إلا بإرادة المولى عز وجل، نشكر الله العلي القدير الذي

وفقنا في مهمتنا العلمية والذي زرع في قلوبنا الرغبة والإرادة للنهل من بحر

العلم، الشكر كذلك موصول لجميع أساتذة قسم علوم التسيير الذين أدوا واجبهم

بإخلاص وعلى أكمل وجه.

شكر خاص للأستاذ " حميدات صالح " على كل ما قدمه لنا من توجيهات من أجل

إتمام هذا العمل.

## إهداء

لألمي أولاً وقبل أن تكتب أنا ملي أي حرفٍ آخر، فمن سواها يجعل مني أحارب من أجل الوصول لما أطمح، لنفسي من كل خيبة استطعت تجاوزها وجعلت مني إنساناً آخر، وإيماني الدائم وثقتي بربي أنني سأكون يوماً ما فخراً لوالديّ ولمن أحبوني جميعاً،

إلى أبي و إخوتي ..

إلى من قاسمتني العناء لاتمام هذا العمل والتي ل طالما تشاركنا أحلامنا وطموحاتنا صديقتي

"سلامة بصيدة"

إلى الأقلية من صديقاتي وعائلتي الذين يحملون وجهاً واحداً،

إلى جميع متابعي صفحتي على الأنستغرام *opti\_misme* ومن كانوا جزء من سعادتي برسائلهم ودعمهم

الدائم وكل من سمحت لي الفرصة أن أتعرف عليهم هناك،

إلى جميع الأساتذة الذين مارسوا مهنتهم بصدق وإخلاص وكانوا مصدر إلهام لطلابهم،

إلى كل طالب يجاهد من أجل تذوق طعم التفوق لكل من لم يستسلم رغم صعوبة الظروف، فالكثير

من الفشل في الحياة يحدث بسبب أشخاص لم يدركوا كم كانوا قريبين من النجاح حين استسلموا،

إلى كل من عرفه جيداً أن خير حمدٍ لله على نعمة العقل هو استخدامها، أمانكم الله ووفقكم ،

لكم مني كل الحب ..

أميرة سلوبي

## إهداء

أهدي هذا العمل إلى مثلي الأعلى في الحياة، من تعلمت منه القوة والصبر والالتزام، من علمني كيف يستطيع الإنسان أن يبدأ من الأشيء، ويصل إلى القمة، إنه إمامي في الحياة "أبي الغالي".

قد تكون هذه المذكرة خير كافية لرد ولو جزء مما قدمته لي، لكنها مجرد بداية، سيكون المستقبل حافلاً بالإنجازات إن شاء الله، سأكون الابنة التي تفتخر بها، أعلم كم هي كبيرة آمالك التي وضعتها علي وبدوري لن أخيبك بإذن الله.

إلى "أمي الحبيبة" ... دورك كان كبيراً في إعداد هذه المذكرة لما وفرت لي من بيئة داعمة، دعواتك لي لم تذمب هباءً، نصائحك الدائمة لي كانت ولا تزال دافعي للنجاح، أطمئنك أن سمرك وتعبك من أجلي الآن يجني ثماره.

إلى نفسي وعائلتي وأصدقائي المقربين، إلى سندي في اللحظات الصعبة "عايدة"، "جميلة"، "إيناس"، إلى زميلتي في العمل وطاقتي الإيجابية "أميرة سلوبي" رغم صعوبة الأمر لكننا فعلناها افتخر بك. إلى كل أساتذتي الذين ساهموا في زيادة رصدي العلمي ولو بمعلومة أو نصيحة لجميع المتخرجين قد تكون مجرد مذكرة بالنسبة للبعض لكنها جني محصول سعي وتعب دام سنوات، افتخروا بإنجازاتكم ولو كانت تبدو صغيرة، تمنياتي لنا ولكم التوفيق والنجاح في المشوار العملي.

جهدية سلامة.

## الملخص:

شهدت الشركات الناشئة انتشارا واسعا مؤخرا مقارنة بالسنوات الماضية لاسيما بعد الأهمية التي أصبحت تكتسبها، حيث لعبت هذه الأخيرة دورا رئيسيا في بناء الاقتصادات وخلق الثروة والحد من مشكل البطالة، لكن رغم الأرباح الضخمة التي أصبحت تحققها بعض المؤسسات الناشئة إلا أنّ مخاطرها العالية تسببت في عزوف وسائل التمويل التقليدية عنها، ما أدى بأصحابها للبحث عن بديل تمويلي يناسب خصائصها، ومن بين هذه البدائل رأس المال المخاطر .

وتهدف هذه الدراسة إلى إبراز دور رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة، وكيف تساعد في مواجهة مختلف الصعوبات لاسيما المشاكل التمويلية، وبما أنّ التجربة الأمريكية تعتبر الأنجح في هذا المجال اعتمدنا في دراستنا على شركات رأس المال المخاطر الأمريكية وشركة "Sequoia capital" أنموذجا .

وقد تمّ الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي في الدراسة النظرية ومنهج دراسة الحالة في الدراسة التطبيقية، حيث تمّ تحليل مجموعة من احصائيات الشركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة 2014-2020 والمأخوذة من موقع "NVCA"، وشركة "Sequoia capital".

وقد توصلت دراستنا إلى وجود علاقة بين شركات رأس المال المخاطر والشركات الناشئة، حيث أنّ رأس المال المخاطر يسهم بشكل كبير في ظهور ونجاح الشركات الناشئة لما يوفره من تمويل لاسيما في المراحل الأولى إضافة إلى الدعم الفني المقدم، كما قدمنا مجموعة من الاقتراحات للنهوض بصندوق تمويل المؤسسات الناشئة.

**الكلمات المفتاحية:** رأس المال المخاطر، الشركات الناشئة، شركات اليونيكورن، شركات رأس المال المخاطر.

## The Abstract :

Start-ups have witnessed a wide spread recently compared to previous years, especially after the importance that they have become, as the latter played a major role in building economies, creating wealth and reducing the problem of unemployment. Despite the huge profits that some Startups have achieved, their high risks caused the reluctance of the traditional financing means of the company, which led its owners to search for a financing alternative that suits its characteristics, and among these alternatives is venture capital.

This study aims to highlight the role of venture capital in financing start-up companies, and how it helps them in facing various difficulties, especially financing problems, and since the American experience is considered the most successful in this field, we relied in our study on American venture capital companies and the "Sequoia capital" company as a model.

In this study, the descriptive analytical method was relied on in the theoretical study and the case study method in the applied study, where a set of statistics of American venture capital companies in the period 2014-2020, taken from the NVCA website and Sequoia capital company, were analyzed.

Our study found that there is a relationship between venture capital companies and emerging companies, as venture capital contributes significantly to the emergence and the success of emerging companies due to the funding it provides, especially in the early stages, in addition to the technical support provided. We also presented a set of suggestions for the advancement of the Institutional Fund emerging.

**Keywords:** venture capital, start-up companies, unicorn companies, venture capital companies.

## فهرس المحتويات

	البسمة
	شكر وعران
	إهداء
	الملخص
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
أ	مقدمة
<b>الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لرأس المال المخاطر والشركات الناشئة</b>	
6	تمهيد
7	<b>المبحث الأول: الأدبيات النظرية للدراسة</b>
7	المطلب الأول: رأس المال المخاطر
23	المطلب الثاني: الشركات الناشئة
33	المطلب الثالث: العلاقة بين رأس المال المخاطر والشركات الناشئة
<b>34</b>	<b>المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية للدراسة</b>
34	المطلب الأول: الدراسات السابقة المتعلقة برأس المال المخاطر
35	المطلب الثاني: الدراسات السابقة المتعلقة بالشركات الناشئة
36	المطلب الثالث: دراسات تناولت العلاقة بين رأس المال المخاطر والشركات الناشئة
38	خلاصة الفصل
<b>الفصل الثاني: دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية، خلال الفترة (2014 - 2020)</b>	
<b>"SEQUOIA CAPITAL" سكوايا كابيتال - أنموذجا</b>	
41	تمهيد



42	المبحث الأول: دراسة نشاط رأس المال المخاطر الأمريكي
42	المطلب الأول: تطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية
43	المطلب الثاني: عوامل نجاح صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية
49	المطلب الثالث: آلية عمل رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية
50	المطلب الرابع: نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية
54	المبحث الثاني: تحليل نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الشركات الناشئة خلال الفترة (2014 - 2020) - شركة "SEQUOIA CAPITAL" سكوايا كابيتال - أنموذجا
54	المطلب الأول: دراسة نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية
57	المطلب الثاني: واقع الشركات الناشئة في الولايات المتحدة الأمريكية
59	المطلب الثالث: نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل الشركات الناشئة
66	المطلب الرابع: نشاط شركة "SEQUOIA CAPITAL" سكوايا كابيتال في تمويل الشركات الناشئة
75	خلاصة الفصل
77	الخاتمة
82	قائمة المراجع

## قائمة الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
(1.1)	بعض عناصر المقارنة بين التمويل البنكي والتمويل عن طريق رأس المال المخاطر.	11
(2.1)	مراحل نمو المشروع ومصادر تمويله	16
(3.1)	الصعوبات التي تواجهها المشروعات	17
(4.1)	جدول يوضح الفرق بين المؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة	31
(1.2)	أفضل خمس ولايات أمريكية حسب حجم الأصول	51
(2.2)	أفضل عشرة شركات ناشئة في الولايات المتحدة سنة 2020	58
(3.2)	بطاقة تعريفية حول شركة "SEQUOIA CAPITAL"	67
(4.2)	أبرز الشركات التي مولتها "سكوايا كابيتال"	69
(5.2)	أكبر عمليات الخروج عن طريق الطرح العام للإكتتاب سنة 2020 لشركة "سكوايا كابيتال"	72

## قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
20	مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر	(1.1)
27	منحنى المؤسسة الناشئة "STARTUP"	(2.1)
30	يمثل نسبة التأثير على فشل أو نجاح الشركة الناشئة	(3.1)
33	علاقة رأس المال المخاطر بالشركات الناشئة	(4.1)
46	توزيع الأصول حسب الولاية	(1.2)
49	آليات عمل رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية	(2.2)
51	حجم الأصول المسيرة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية	(3.2)
52	شركاء الاستثمار في شركات رأس المخاطر	(4.2)
53	حجم الأموال المجمعة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية.	(5.2)
55	كيفية تمويل رأس المال المخاطر للشركات الناشئة	(6.2)
59	عدد شركات اليونيكورن حسب البلد فيفري 2021	(7.2)
60	نسبة مساهمة الولايات المتحدة الأمريكية في نشاط رأس المال المخاطر العالمي	(8.2)
61	حجم التمويل وعدد الشركات الممولة من طرف رأس المال المخاطر	(9.2)
62	عدد الصفقات حسب السنوات	(10.2)
63	توزيع الصفقات حسب المراحل التمويلية للشركات الناشئة	(11.2)
64	نسبة التمويل المقدم حسب المراحل	(12.2)
65	طرق خروج رأس المال المخاطر	(13.2)
69	التوزيع حسب المراحل	(14.2)
71	توزيع التمويل حسب حجم المبالغ المقدمة	(15.2)
72	توزيع التمويل حسب القطاعات	(16.2)
73	نشاط شركة سكوايا حسب عمليات الإستحواذ والإندماج.	(17.2)

# مقدمة

عرف العالم مؤخرًا تطورات لا تعد ولا تحصى مست مختلف المجالات منها المالية، الصحية، والطاقة، وبشكل خاص المجالات التكنولوجية التي كان لها النصيب الأكبر من هذه التطورات، كونها نالت اهتمام الكثير من الناس لاسيما الرياديين ما أدى إلى ظهور العديد من الأفكار المبتكرة التي صعب تطبيقها على أرض الواقع بسبب مجموعة من الصعوبات التي واجهتها ومن أهمها مشكلة التمويل.

تعتبر الأفكار المبتكرة البذرة الأولى لانطلاق ما يعرف بالشركات الناشئة والتي تعرف بأنها شركات مبتكرة تسعى للنمو بسرعة وتحاول إيجاد حلول لمشاكل قائمة و يكون ذلك إما عن طريق خدمات أو منتجات جديدة أي خلق سوق جديدة دون ضمانات لنجاحها وهنا تكمن المخاطرة التي جعلت مهمة الحصول على التمويل صعبة، فبغض النظر عن درجة عدم التأكد المحيطة بهذا النوع من المشاريع ما يزيد الأمر تعقيدًا هو عدم امتلاك أصحابها لضمانات سواء مالية أو عقارية تتناسب مع الخسائر المحتملة، من أجل حصولهم على تمويل لاسيما تلك الضمانات والشروط التي تفرضها وسائل التمويل التقليدية، وهذا ما أدى بأصحاب الشركات الناشئة للبحث عن مصادر تمويل تتناسب مع خصائص مشاريعهم.

قديمًا تم تمويل مجموعة من المشاريع ذات درجات مخاطر مرتفعة من بينها مشروع التصنيع الزراعي الذي قام به طاليس، والرحلات الاستكشافية التي قام بها كريستوف كولومبوس للبحث عن المعادن النفيسة، رغم عدم وجود ضمانات على نجاح هذه المشاريع غامر بعض أصحاب رأس المال بتمويلها، هذه كانت بداية ظهور رأس المال المخاطر كمفهوم، أما نشأته الحديثة كمصطلح ومهنة كانت في الولايات المتحدة الأمريكية على يد "جورج دوربوت" من خلال تأسيسه لأول شركة رأس مال مخاطر تسمى "ARD" "American Research and Development" والتي هدفت لتمويل المشاريع الابتكارية رغم مخاطرها المحتملة، ما أدى إلى زيادة الإهتمام برأس المال المخاطر واتساعه في مختلف أنحاء العالم لاسيما ومساهمته في نمو النشاط الاقتصادي المحلي والعالمي.

### إشكالية الدراسة:

من خلال ما سبق سنحاول دراسة الدور الذي يلعبه رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة ونحاول في بحثنا الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

### ❖ ما هو دور رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة؟

وينبثق عن هذه الإشكالية مجموعة من الأسئلة الفرعية تتمثل في:

- ✓ ما نوع العلاقة التي تجمع شركات رأس المال المخاطر والشركات الناشئة؟
- ✓ هل تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية البلد المسيطر على صناعة رأس المال المخاطر عالميًا؟
- ✓ هل أثرت جائحة كوفيد-19 على شركات رأس المال المخاطر الأمريكية؟

✓ ماهي المراحل التمويلية للشركات الناشئة والتي تتدخل فيها شركات رأس المال المخاطر الأمريكية؟

✓ ماهي القطاعات التي تمويلها شركة "سكوايا كابيتال" "SEQUOIA CAPITAL"؟

#### فرضيات الدراسة:

✓ للإجابة عن التساؤل الرئيسي والتساؤلات الفرعية تم وضع مجموعة من الفرضيات انطلاقاً من الدراسات السابقة وهي كالآتي:

✓ أثرت جائحة كوفيد-19 سلباً على عملية جمع التمويل بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر الأمريكية.

✓ يتدخل رأس المال المخاطر في المراحل الأولى فقط من دورة حياة الشركات الناشئة.

✓ شركة سكوايا كابيتال تمويل مختلف القطاعات لاسيما القطاعات التكنولوجية.

#### أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى تحقيق مجموعة من الأهداف هي:

✓ محاولة الإحاطة بالجانب النظري لرأس المال المخاطر والشركات الناشئة.

✓ التعرف على بعض الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الدراسة.

✓ محاولة تحليل نشاط رأس المال المخاطر الأمريكي وتسلط الضوء على شركة "سكوايا كابيتال" "SEQUOIA CAPITAL".

#### أهمية الدراسة:

تبرز أهمية هذه الدراسة من أهمية متغيري الدراسة كونهما من المواضيع الحديثة جداً، والتي تزايد الاهتمام بها في الوقت الحالي، فالشركات الناشئة عرفت إقبالا كبيرا واهتماما من طرف الرياديين حيث تعتبر فضاء للتعبير عن أفكارهم والدخل الكبير الذي تدره عليهم، بالإضافة إلى اهتمام الدولة بها لما تلعبه من دور كبير في تحريك عجلة الاقتصاد والانتعاش محليا ودوليا، أما أهمية رأس المال المخاطر تبرز في دورها التمويلي المقدم لهذه الأخيرة.

#### أسباب اختيار موضوع الدراسة:

هناك عدة أسباب دفعتنا إلى اختيار هذا الموضوع أهمها:

✓ الرغبة الشخصية في الدخول إلى مجال ريادة الأعمال، دفعنا للدراسة والبحث في مواضيع جديدة ورائجة في وقتنا الحالي لاسيما تلك التي تتعلق بالابتكار مثل الشركات الناشئة.

✓ كون الموضوع جديد ولا توجد دراسات كثيرة تناولته وربطت العلاقة بين متغيري الدراسة.

✓ أملا في زيادة الرصيد المعرفي للمكتبة واعتماده كمرجع مستقبلا بالنسبة للطلبة الراغبين في البحث في الموضوع.

✓ يندرج هذا الموضوع في إطار التخصص فنحن مستهدفون بهذه التساؤلات أكثر من غيرنا مما حفزنا على التطرق لهذا الموضوع.

#### حدود الدراسة:

تتطلب منهجية البحث العلمي وضع حدود للدراسة وذلك بهدف الوصول إلى نتائج منطقية وموضوعية، وعليه تركز حدود هذه الدراسة على:

✓ **حدود موضوعية:** حاولنا من خلال موضوعنا إبراز مساهمة شركات رأس المال المخاطر في التقليل من الصعوبات التمويلية التي تتعرض لها الشركات الناشئة، وذلك من خلال الاعتماد على مجموعة من الإحصائيات.

✓ **حدود زمانية ومكانية:** شملت دراستنا شركات رأس المال المخاطر الأمريكية وعلى وجه الخصوص شركة "سكويابيتال" "SEQUOIA CAPITAL"، في الفترة الزمنية الممتدة من 2014-2020.

#### منهج الدراسة:

اعتمدنا في دراستنا على عدة مناهج وهي كالآتي:

- ✓ **المنهج الوصفي:** وذلك من خلال تطرقنا لمختلف الجوانب النظرية لمتغيرات الدراسة.
- ✓ **المنهج التاريخي:** حيث أشرنا إلى التطور التاريخي لكل من رأس المال المخاطر والشركات الناشئة.
- ✓ **المنهج التحليلي:** تم الاعتماد عليه في تحليل مختلف الإحصائيات المتعلقة بنشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية.
- ✓ **المنهج المقارن:** اعتمدنا عليه في مقارنة نشاط رأس المال المخاطر الأمريكي مقارنة بنشاط رأس المال المخاطر العالمي، إضافة إلى استعماله في مقارنة نشاط شركة "سكويابيتال" خلال الفترة الزمنية للدراسة.

#### صعوبات الدراسة:

لقد واجهنا العديد من الصعوبات والمعوقات خلال فترة الدراسة ولعل أبرزها يتمثل فيما يلي:

- ✓ ندرة المراجع لاسيما العربية وبشكل خاص الكتب.
- ✓ لم نتحقق رغبتنا في دراسة حالة الجزائر وذلك بسبب عدم توفر مؤسسات رأس مال مخاطر فعلية في الجزائر.
- ✓ أجبرنا على تغيير المؤسسة التي تم اختيارها سابقا لدراسة الموضوع، وذلك لعدم توفر المعلومات المطلوبة ما أدى إلى بذل مجهودات مضاعفة في إيجاد بدائل أخرى.

## هيكل الدراسة:

من أجل الإحاطة بجوانب الموضوع وبغية الإجابة على التساؤل الرئيسي والتأكد من صحة الفرضيات، تم تقسيم الموضوع إلى فصلين حيث تناول الفصل الأول الأدبيات النظرية والتطبيقية للدراسة، والتي تم التطرق فيها إلى مختلف المفاهيم المتعلقة بعناصر الدراسة والعلاقة بينهما، كما تضمن الفصل أهم الدراسات التي تناولت متغيرات الدراسة.

أما الفصل الثاني فهو متعلق بالدراسة الميدانية حيث تم اعتماد شركات رأس المال المخاطر الأمريكية كنموذج تطبيقي لموضوعنا، بالاستعانة بمجموعة من الإحصائيات تخدم موضوع الدراسة، تتبعها خاتمة تتضمن أهم النتائج المتوصل إليها ومجموعة من التوصيات.



**الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية  
لرأس المال المخاطر والشركات الناشئة**

- ❖ **المبحث الأول: الأدبيات النظرية للدراسة**
- ❖ **المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية للدراسة**

**تمهيد:**

يواجه كل ريادي يملك فكرة جديدة صعوبات كبيرة في التمويل خاصة وأنها تتمتع بمخاطر عالية لو كانت ذات مردودية أكبر، لهذا فهي تبحث دائما عن مصادر تمويلية بديلة تلبي لها هذه الاحتياجات في إطار قبولها تحمل الخسائر المحتملة، الأمر الذي يتم رفضه من قبل أغلب مؤسسات التمويل التقليدية من جهة وعدم قدرة الريادي التوجه إليها لما تطلبه من ضمانات عينية أو شخصية. هذه البدائل التي يمكن أن تتلاءم مع الطبيعة المالية لمثل هذه المشاريع الناشئة وتمويلها على مراحل، الأمر الذي يستدعي التوجه الى تقنية تمويلية جديدة خصصت لهذا الغرض تعرف برأس المال المخاطر.

ولهذا سنتطرق في هذا الفصل إلى مختلف المفاهيم النظرية المتعلقة برأس المال المخاطر، والشركات الناشئة ومحاولة إيجاد العلاقة بينهما، وذلك بتقسيمه إلى مبحثين كالآتي:

**❖ المبحث الأول: الأدبيات النظرية للدراسة****❖ المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية للدراسة**

## المبحث الأول: الأدبيات النظرية للدراسة

تتميز الشركات الناشئة بمستوى مرتفع من المخاطرة ما أدى بها لمواجهة العديد من المشاكل خاصة التمويلية منها وقد ظهر رأس المال المخاطر كنمط تمويلي إستجابة للاحتياجات التمويلية لمثل هذه الشركات التي تواجه صعوبة في الحصول على التمويل من البنوك وغيرها من الوسائل التقليدية.

### المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول رأس المال المخاطر

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى مختلف المفاهيم المتعلقة برأس المال المخاطر:

#### أولاً: لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر

تسمح معرفة التطور التاريخي لرأس المال المخاطر بفهم مختلف الجوانب الأخرى المرتبطة بسوق رأس المال المخاطر، من متدخلين فيها، مراحل عملية الاستثمار وكيفية الخروج منها.

تعود حرفة رأس المال المخاطر إلى عدة قرون، فقد ظهرت في نشاطات التجار المخاطرين في الشرق الأوسط خلال القرن الخامس عشر، إذ تميز هؤلاء التجار بالنشاط مما سمح لهم بعد مدة ببدء مشاريع تجارية، كما ظهر رأس المخاطر في شبه الجزيرة العربية قبل الإسلام.

عرف المفهوم الحديث لرأس المال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية، من خلال أول مؤسسة رأس مال مخاطر، تم تأسيسها سنة 1946 في بوسطن "boston" من طرف "كارل كومبتن" "Karl compton" و"جورج دوريويت" "George Doriot" و التي تحمل اسم "الشركة الأمريكية للبحث والتطوير" "american reserrch & development corporation" بهدف المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة، ثم تطور رأس المال المخاطر بعد سنة 1950 نتيجة ظهور الصناعات الإلكترونية بمنتجاتها الجديدة، حتى فترة السبعينات كانت أغلب مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن مؤسسات مدرجة في سوق الأوراق المالية، لكن في بداية الثمانينات، أصبحت مؤسسات رأس المال المخاطر تحت الشكل القانوني لشركة ذات مسؤولية محدودة "limited partnership" هي الغالبة بسبب الإمتيازات الجبائية التي قدمت لها. في سنة 2000، عرف رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية دفعا قويا بسبب التطور التكنولوجي والتحكم في التضخم، ليبلغ أقصى مستوياته، إلا أن أزمة سنة 2007 حالت دون بلوغ مستويات سنة 2000 مرة أخرى<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> محمد براق، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2014، ص:

## ثانيا: مفهوم رأس المال المخاطر

## 1. تعريف رأس المال المخاطر:

هناك عدة تعاريف لرأس المال المخاطر، ويرجع هذا 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<sup>1</sup>.

قبل التطرق إلى تعريف رأس المال المخاطر سنتعرف على مصطلحين أساسيين هما:

## ✓ رأس المال:

يعرف رأس المال بأنه ما يدفعه المساهمون من أموال التي يتم استخدامها أساسا في إعداد المشروع لمزاولة نشاطه، ومن هنا فهو يعكس حجم النشاط المتوقع مزاولته فضلا عن تضائل أهميته مقارنة بالموارد المالية الأخرى للمصرف<sup>2</sup>.

## ✓ المخاطرة:

المخاطرة هي عوامل خارجية سلبية محتملة أو أي حدث أو ظروف أو قرارات يتوقع أن تحدث تأخيرا شديدا في تحقيق أغراض المشروع ونواتجه أو أن تحول دون تحقيقها بحيث تكون دائما خارجة بدرجة كبيرة أو تامة عن نطاق وسيطرة المشروع<sup>3</sup>.

ومن بين تعاريف رأس المال المخاطر نذكر ما يلي:

- ✓ حسب "ERIC STEPHANY" (2003) إيريك ستيفاني: "أنه نمط تمويل معاصر يتماشى مع متطلبات نمو المؤسسات الاقتصادية سواء كانت المؤسسة في مرحلة الانطلاق، أو مرحلة التطوير"<sup>4</sup>.
- ✓ يعرف رأس المال المخاطر بأنه: "بديل تمويلي حديث لنظام التمويل الكلاسيكي، وهو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات رأس المال المخاطر، والتي تقوم على أساس المشاركة في الربح

<sup>1</sup> حكيم بوجرب، دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة- دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 11، الجزائر، 2014، ص: 178.

<sup>2</sup> عبد المنعم مبارك، احمد الناقة، النقود والصيرفة والنظرية النقدية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1997، ص: 127.

<sup>3</sup> سمير الشوكي، المعجم الإداري، دار المشرق الثقافي، الأردن، 2006، ص: 2.

<sup>4</sup> سمير سحنون، إشكالية تطوير رأس المال المخاطر في الجزائر، مجلة الاقتصاد والمناجمنت، المجلد 10، العدد 1، الجزائر، ص:

والخسارة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله<sup>1</sup>.

✓ كما عرفته الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر "أنه كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تتطوي في الحال على تيقن بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد المال في التاريخ المحدد وذلك هو مصدر المخاطرة، أملا في الحصول على فائض قيمة كبير في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات"<sup>2</sup>.

✓ "ويعتبر رأس المال المخاطر أسلوبا من أساليب التمويل لكن بتقنية وصيغة خاصة، فهو يجمع بين تقديم النقد وتقديم المساعدة في إدارة الشركة مما يحقق تطورها، ويمثل صورة من صور الوساطة المالية من خلال استثمار رؤوس الأموال الفائضة لدى المؤسسات (بنوك، شركات تأمين، مؤسسات، سلطات عمومية) بمخاطر مرتفعة مع توقع تحقيق عائد"<sup>3</sup>.

✓ ويعرف أيضا بأنه: " طريقة لتمويل انشاء شركة أو ابتكار يستحق عناية خاصة"<sup>4</sup>.

## 2. خصائص رأس المال المخاطر:

من التعاريف السابقة يمكن استنتاج خصائص رأس المال المخاطر وهي كما يلي:<sup>5</sup>

✓ يعتبر نشاط شركات رأس المال المخاطر من الأنشطة طويلة الأجل والتي تتراوح فيها مدة المشاركة من 5-7 سنوات وبصرف النظر عن حجم المشروع الذي يتم تمويله؛

✓ يتميز نشاط شركات رأس المال المخاطر بوجود فترة زمنية في المشروع إذ أن الدخول في المشروع هدفه النهائي الخروج وليس البقاء؛

✓ تتدخل شركات رأس المال المخاطر لتمويل شركات صغيرة ومتوسطة أو تمويل شركات قائمة أو لإعادة هيكلة شركات قائمة أو لتمويل الشركات المتعثرة والتي تكون ذات مخاطر مرتفعة ولكن العائد المتوقع لها يكون كبيرا؛

<sup>1</sup> لياس تقية، متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعامة للتنمية الاقتصادية-دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، العدد 24، الجزائر، 2017، ص ص 152، 153.

<sup>2</sup> مختار بودالي، إشكالية تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسات الناشئة في الجزائر، مجلة اقتصاد المال والأعمال، العدد 05، الجزائر، 2020، ص: 293.

<sup>3</sup> عبد الله بلعدي، رأس المال المخاطر نمط تمويلي بديل ومعاصر للمؤسسة " تجربة الجزائر نموذجا"، مجلة الأصل للبحوث الاقتصادية والإدارية، العدد 01، الجزائر، 2020، ص: 80.

<sup>4</sup> Eric Stéphane, *La relation capital-risque /PME*, de boeck, 1<sup>er</sup> édition, bruxelles, Belgique, 2003, p: 07.

<sup>5</sup> سامي محمد خرباشة، شركات رأس المال المخاطر كأداة قانونية لتحفيز الاستثمار "دراسة قانونية في ضوء قانون الشركات الأردني المعدل لسنة 2017"، بحث مقدم ضمن مؤتمر القانون في عالم متغير، الأردن، 2018، ص ص 07، 08.

- ✓ تكون أغلبية المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر في البداية عبارة عن فكرة تكنولوجية أو بحث علمي، ولكن لم تكفي الموارد المالية لأصحابها من أجل تجسيدها على أرض الواقع، كما تكون لها أسواق واعدة من ناحية التنمية الاقتصادية<sup>1</sup>؛
- ✓ تمويل بدون ضمانات: إن التمويل برأس المال المخاطر يتحقق بدون ضمانات كونه يقوم على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر، وهذا ما يجعله بديلا هاما للتمويل الكلاسيكي الذي يركز على الضمانات<sup>2</sup>؛
- ✓ 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 جزء قليل 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<sup>3</sup>؛
- ✓ وساطة مالية: فالخدمات التي تقوم بها تمثل في مجملها وساطة مالية لحساب المستثمرين<sup>4</sup>.

### 3. دواعي اللجوء للتمويل بواسطة رأسمال المخاطر:

كثيرا ما تضطر المؤسسات إلى الاستعانة بمصادر تمويل خارجية لتوفير احتياجاتها من رؤوس الأموال بسبب ضعف قدرتها على التمويل الذاتي، إذ تكاد البنوك أن تكون الملجأ الوحيد حيث تمثل تكلفة القروض إلى جانب التكاليف المرتبطة بإنشاء المشروع من مصاريف التسجيل وأعباء الدراسات من أكبر العوائق أمام هذه المؤسسات، وبالتالي محددًا حاسمًا لقرار الاستثمار لديها، حيث تبين الإحصائيات أن أغلب هذه المشروعات الاستثمارية يكون مآلها الفشل نتيجة عجزها عن تسديد أصل الدين بالإضافة إلى الفوائد المتراكمة عنها، ومن هنا يجب البحث عن آليات تمويلية لا يتوقف دورها عند حد تقديم التمويل بل تتجاوزها لأن يكون الممول فيها بمثابة شريك حقيقي في المشروع، كما أن أعباء التمويل وأخطار الاستثمار تكون موزعة بينهما حسب نسبة متفق عليها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> سيف الإسلام النوى بلعابد، عبد المجيد قدي، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (1980-2015)، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 47، الجزائر، 2017، ص: 269.

<sup>2</sup> رامي حريد، سارة سلامة، صناعة رأس المال المخاطر مصدر تمويلي بديل للمؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة شركة SOFINANCE-، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 09، العدد 02، الجزائر، 2020، ص: 101.

<sup>3</sup> سامي عبد الباقي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، مصر، 2010، ص: 13.

<sup>4</sup> عبد الكريم بوحادرة، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، العدد 03، الجزائر، 2021، ص: 21.

<sup>5</sup> منير زادوركب، رأس المال المخاطر كآلية من آليات الهندسة المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية -دراسة سوق رأس المال المخاطر في الجزائر-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 03، الجزائر، 2019، ص: 134.

يقوم رأس المال المخاطر بتمويل مشروعات ذات مخاطر مرتفعة لا يقبل على تمويلها عادة البنوك والمؤسسات المالية المختلفة، وذلك لغياب الأصول التي تشكل الوعاء الرئيسي للضمانات التي تتطلبها عادة هذه البنوك كشرط لتقديم التمويل اللازم، وبعبارة أخرى يقبل أصحاب رأس المال المخاطر، على عكس هذه البنوك، على التمويل بدون ضمانات وفي بعض الأحيان التمويل على المكشوف، أي دون وجود رأس مملوك من قبل أصحاب فكرة المشروع<sup>1</sup>.

يوضح الجدول أدناه مختلف الفروقات بين التمويل البنكي والتمويل عن طريق رأس المال المخاطر.

#### جدول رقم (1.1): بعض عناصر المقارنة بين التمويل البنكي والتمويل عن طريق رأس المال المخاطر

التمويل عن طريق رأس المال المخاطر	التمويل البنكي	
مشاريع ابتكارية في العموم في قطاعات تكنولوجيا عالية ذات آفاق نمو مرتفعة بالمقابل درجة عدم تأكد كبيرة أصحاب هذه المشاريع مؤسسات جديدة أين يكون درجة المجازفة كبيرة	مشاريع قليلة المخاطرة ذات الأنشطة التقليدية أو التكنولوجيات مؤكدة توفر ضمانات مادية وتم تطبيقها من الشركات ذات مصداقية متبينة لاستراتيجية تخفيض المخاطر	المشاريع الممولة
نشطة من خلال (الرقابة) المتابعة، الإشارة الضرورية	لا تتدخل	التدخل في الأنشطة التسييرية (إشراك المؤسسة الممولة في إدارة المؤسسة)
عن طريق التعويض محدد مسبقا عن طريق القيم المضافة المحققة من عملية الخروج من رأس مال	أقساط ثابتة بمعدل فائدة	طريقة السداد

المصدر: هبة بوعبد الله، حسين رحيم، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق رأس المال المخاطر تجربة الولايات المتحدة الأمريكية ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا ص: 157.

#### 4. أهداف رأس المال المخاطر:

تتجلى أهداف رأس المال المخاطر فيما يلي:<sup>2</sup>

- ✓ مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل المخاطر؛
- ✓ التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة؛

<sup>1</sup> نبيلة قدور، حمزة العرابي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم (الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس، الجزائر)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 07، الجزائر، 2017، ص: 888.

<sup>2</sup> نصيرة عابد، عبد القادر بريش، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد 19، الجزائر، 2018، ص: 212.

✓ توفير 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.  
بالإضافة إلى خصائص أخرى تتمثل في:<sup>1</sup>

✓ توفير المعونة الفنية والإدارية لأصحاب المشاريع، ويضمن لهم المرافقة الحسنة لمشاريعهم، خاصة المقاولين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في مجال الاستثمار؛  
أيضا 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 لضمانات كافية.

#### 5. أهمية رأس المال المخاطر:

أصبحت مؤسسات رأس المال المخاطر مكونا رئيسيا من مكونات سوق رأس المال ومهنة ضرورية لدعم النمو الاقتصادي كما تسمح مؤسسات رأس المال المخاطر بتدعيم المشروعات الحديثة والمتنوعة، حيث تمول نشأتها وأفاق نموها، كما أنها تعتبر محفزا خاصة للإصلاح الاقتصادي حيث تتجلى أهميتها في:<sup>2</sup>

✓ تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي: نجد أن الدول التي تطبق برامج الإصلاح الاقتصادي والتي تعتمد على خوصصة القطاع العام تحتاج إلى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة تقدمها مؤسسات رأس المال المخاطر المستعدة لتحمل المخاطر، وتقديم الدعم لمؤسسات القطاع العام المخصصة والتي تحتاج إلى هيكلية مالية وفنية، وتؤدي هذه المؤسسات دورا حيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة لهذا القطاع<sup>3</sup>؛

وتساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في أدائها هذه الوظيفة في التقليل من الآثار التضخمية، حيث توفر التمويل اللازم لمشروعات اقتصادية دون الإفراط في خلق النقود أو منح الائتمان المصرفي<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> عمر ولد عابد، آخرون، حوكمة التمويل برأس المال المخاطر -دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشئة في الجزائر-، مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، العدد 08، الجزائر، 2018، ص: 105.

<sup>2</sup> أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008، ص: 127.

<sup>3</sup> نبيلة قدور، حمزة العربي، مرجع سبق ذكره، ص: 888.

<sup>4</sup> أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص: 127.



✓ دعم تمويل المؤسسات الابتكارية: يمثل دعم المؤسسات الابتكارية المجال المفضل لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر، حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وحتى الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة<sup>1</sup>، خلال أطوار حياتها الأولى بدون أن تطلب ضمانات أخرى بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفاعلية أشخاصه<sup>2</sup>.

بالإضافة إلى<sup>3</sup>:

✓ استثمار المدخرات المحلية الصغيرة: عملية خلق مصادر تمويلية جديدة كرأس المال المخاطر من شأنه أيضا تشجيع المقاولين في إنشاء مؤسساتهم الخاصة وبالتالي استثمار المدخرات العائلية وإسهامها في الدورة الاقتصادية؛

✓ المساهمة في تخفيض الواردات: عملية تدعيم المشاريع الناشئة من شأنها أيضا خلق إنتاج محلي وبالتالي التخفيض من نسبة الواردات وحتى المساهمة في رفع قيمة الصادرات؛

✓ التخفيض من نسبة البطالة: نظرا لما تحتاجه المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر من مناصب شغل، على اعتبار أنها مؤسسات حديثة النشأة؛

✓ زيادة الطاقة الإنتاجية للاقتصاد: من خلال توجيه الأموال المقدمة لنشاطات أكثر إنتاجية، فضلا عن المتابعة المستمرة للنتائج التي يحققها المشروع الممول<sup>4</sup>.

### ثالثا: الأطراف المتدخلة في رأس المال المخاطر

إن التمويل برأس المال المخاطر يتطلب توفر ثلاثة أطراف أساسية تتمثل في شركات رأس المال المخاطر التي تلعب دور الوساطة، المستثمرون (أصحاب الفائض المالي)، وأخيرا المستفيدون (أصحاب العجز المالي). بالإضافة إلى طرف رابع يبرز دوره بعد انتهاء العملية التمويلية من خلال قيامه بشراء الحصص المكتتب فيها من قبل شركات رأس المال المخاطر لدى المؤسسات الممولة، وفيما يلي سنتطرق لكل طرف على حدى<sup>5</sup>:

#### 1. المستثمرون:

يتدخل هؤلاء المستثمرون من خلال الموارد المالية طويلة الأجل الذين يكونون على استعداد للمخاطرة بها، حيث أنها تمنح دون ضمانات وليس من حق المستثمرين المطالبة بتسديدات آنية، بل يجب عليهم

<sup>1</sup> نبيلة قدور، حمزة العربي، مرجع سبق ذكره، ص: 888.

<sup>2</sup> أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

<sup>3</sup> نصيرة عابد، عبد القادر بربيش، مرجع سبق ذكره، ص: 214.

<sup>4</sup> تغريد الآغا، محمد حشماوي، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة (دراسة حالة الجزائر)، مجلة المدبر، العدد 03، الجزائر، سنة 2016، ص: 12.

<sup>5</sup> المرجع السابق، ص: 10.

الانتظار لغاية تحقيق نجاح المشروع الممول، ويتمثل هؤلاء المستثمرون في صناديق التقاعد، شركات التأمين، البنوك، الأفراد.

## 2. شركات رأس المال المخاطر:

هي عبارة عن شركات ذات أسهم، تعمل على توظيف أموالها الخاصة بالإضافة إلى الأموال المحصلة من قبل المستثمرون الذين يرغبون باستثمارها في مشاريع واعدة ذات مخاطر مرتفعة لكن بالمقابل تتوافر لديها آفاق للنمو والتطور بشكل كبير، من خلال أخذ مساهمات في رأس مالها والمشاركة في الأرباح والخسائر المحققة، وبذلك تعتبر هذه الشركات صورة من صور الوساطة المالية، ولا بد من الإشارة إلى أن الدعم المالي المقدم يكون مرفقا بدعم فني كذلك، أين تقوم شركات رأس المال المخاطر بمرافقة المؤسسات الممولة في التسيير والإدارة بما يحقق نموها وتطورها.

## 3. المستفيدون:

عبارة عن المشاريع الناشئة أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذين يعانون من نقص في التمويل الذاتي، وصعوبة حصولهم على القروض من مؤسسات أخرى نظرا لعدم توفرهم على الضمانات الكافية، فيلجؤون إلى شركات رأس المال المخاطر قصد حصولهم على الدعم المالي والفني من خلال الاعتماد على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر.

## 4. المستأنفون:

يبرز دور هؤلاء المستثمرون عند انتهاء العملية التمويلية بنجاح (أي مرحلة الخروج)، أين تقوم شركات رأس المال المخاطر ببيع حصصها المكتتب فيها عند بداية العملية لتعيد استثمار الأموال الناتجة في مؤسسات أخرى، وعادة ما يكون المستأنفون عبارة عن المسيرين الأساسيين في المؤسسة الممولة قصد استعادة الملكية الكلية، أو عبارة عن مؤسسات رأس المال الاستثماري التي تقوم بشراء الحصص بهدف استكمال تمويل المؤسسة في أطوار أخرى.

## رابعاً: مراحل التمويل برأس المال المخاطر

عمليات رأسمال المخاطر تختلف حسب المرحلة الموجودة فيها المؤسسة وهي أربعة مراحل:<sup>1</sup>

### 1. رأس مال الإنشاء Capital-création:

يتولى رأس مال الإنشاء تمويل مؤسسات ناشئة مبتكرة تحيط بها العديد من المخاطر ولديها أمل كبير في النمو والتطور، وتنقسم هذه المرحلة إلى مرحلتين:

### ✓ رأس مال ما قبل الإنشاء أو قرب الانطلاق Capital d'amorçage:

<sup>1</sup> السعيد بريش، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-دراسة حالة شركة SOFINANCE، مجلة الباحث، عدد 05، الجزائر، 2007، ص: 09.

يخصص لتغطية نفقات البحث والتجارب وتطوير النماذج المعملية والنماذج التجارية للسلعة الجديدة. وكذلك تجريب السلعة في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليها<sup>1</sup>.

### ✓ رأس مال الإنشاء أو الانطلاق:

يتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل مرحلتي الإنشاء (la création) والنمو الأولى (la post création)، حيث يوفر في المرحلة الأولى الأموال اللازمة لاستكمال تطوير المنتجات التي لاتزال في طور الاختبار أو الإنتاج التجريبي، أما في مرحلة النمو الأولى (السنتين الأولى والثانية من حياة المؤسسة) تكون المؤسسة قد انتهت من تطوير منتجاتها ودخلت في مرحلة البدء في التصنيع وتحويل الابتكار الى نشاط تجاري، كل ذلك يتطلب رؤوس أموال كبيرة<sup>2</sup>.

وتعتبر هذه المرحلة أخطر مرحلة من الناحية التمويلية لأنها تتطوي على مخاطر كبيرة جدا فهي تحوي ما يسمى بخليط الموت (cocktail mort) وواقعا يعد رأس المال المخاطر مصدر التمويل الوحيد لهذه المرحلة<sup>3</sup>.

### 2. رأس مال التنمية:

عند بلوغ المشروع مرحلة الإنتاجية وتوليد الإيرادات تأتي هذه المرحلة التمويلية لتقابل ضغوطا مالية ترجع إلى اتساع وعمق حاجات المشروع المالية لتمويل النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه بين 5%-10% سنويا<sup>4</sup>. هذا النمو إما أن يكون داخليا (كزيادة القدرات الإنتاجية، أو زيادة القدرات التسويقية ... إلخ) أو خارجيا (كاكتساب مشروع جديد، أو فرع مملوك لمشاريع أخرى، أو تنويع الأسواق، أو تصريف المنتجات... إلخ)<sup>5</sup>.

وتنقسم هذه المرحلة إلى قسمين:

### ✓ مرحلة التوسع:

في هذه المرحلة نجد المشروع لا يزال عاجزا عن توفير التمويل ذاتيا، رغم أن المخاطر هنا تتميز بأنها ذات مستوى أقل، فتموه سريع، وهو في حاجة إلى أموال للاستثمار والتدوير الذي يمكنه من الوصول

<sup>1</sup> العيد بريش، المرجع السابق، ص 09.

<sup>2</sup> رامي حريد، سارة سلامة، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

<sup>3</sup> رابع خوني، رقية حساني، أساليب التمويل بالمشاركة: بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص: 188.

<sup>4</sup> عبد الله بلعدي، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر-باتنة-، الجزائر، 2007-2008، ص: 96.

<sup>5</sup> السعيد بريش، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

إلى نقطة الاستغلال الكامل، وهنا تبقى مؤسسات رأس المال المخاطر أكثر استجابة وأقل صعوبة من طرق التمويل التقليدية<sup>1</sup>.

### ✓ مرحلة التطور والنضج:

المخاطر في تناقص مستمر بصورة واضحة والتمويل الذاتي يلعب دورا ملموسا ويكتسب المشروع قدرة على الاستدانة مما يجعل دور مؤسسات رأس المال المخاطر ينحصر لصالح وسائل التمويل التقليدية<sup>2</sup>، وهذا يحدث للمشروعات التي لديها معدل إيراد مرتفع وتطور متوقع مأمول، أما بالنسبة للمشروعات التي تتطلب متابعتها تكلفة إدارية مرتفعة جدا وذات مخاطر مرتفعة نسبيا، فيبقى تمويلها مقرونا دائما بمؤسسات رأس المال المخاطر.

الجدول التالي يوضح وضعية رأس المال المخاطر بين مصادر التمويل المختلفة خلال مراحل النمو المتعاقبة للمشروع<sup>3</sup>.

جدول رقم(2.1): مراحل نمو المشروع ومصادر تمويله

النضج	التطور	التوسع	الإنشاء	التمويل الذاتي
كافي	نسبي	غير كافي		رأس المال المخاطر
	هام	جوهري	قاصرة عليه بمفردها	القروض
ممكنة بدرجة أكبر	ممكنة	صعبة	مستحيلة	درجة المخاطرة
أقل قوة	قوية	مرتفعة	مرتفعة جدا	متابعة المشروعات
هامية لبيع المساهمات	ضعيفة	متواضعة نسبيا	موجودة بدرجة أكبر	

المصدر: السعيد بريش، مرجع سبق ذكره ص: 09.

### 3. رأس مال تحويل الملكية:

يتمثل هذا التمويل في عملية تغيير الأغلبية المالكة لرأس المال المشروع، مثل شراء المشروع من طرف الأجراء أو وارث واحد أو فريق جديد من الملاك كالشراء بواسطة مشروع آخر... إلى غيره، وما يلفت عادة الانتباه اصطدام رغبة تحويل الملكية لأي سبب من الأسباب السابقة ينقص الإمكانية المالية، وفي هذه المرحلة، تتدخل مؤسسات رأس المال المخاطر، ويتم عن طريق تكوين شركة مالية قابضة تتولى الإشراف،

<sup>1</sup> عبد الله بلعدي، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

<sup>2</sup> خوني راج، رقية حساني، مرجع سبق ذكره، ص: 189.

<sup>3</sup> عبد الله بلعدي، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

ومنح هذه الشركة قروض للشركاء، وبعد سداد الالتزامات المالية المتفق عليها تنتقل الملكية إلى الشركاء المستثمرين في الشركة المتفرغة<sup>1</sup>.

#### 4. رأس مال التقويم:

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 فعلا ولكنها تمر بصعوبات خاصة<sup>2</sup>، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى إنهاض مالي فتأخذ مؤسسة رأس المال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح<sup>3</sup>.

الجدول التالي يوضح الأسباب الرئيسية التي قد تطرأ على الشركات القائمة.

#### جدول رقم (3.1): الصعوبات التي تواجهها المشروعات

نوع الصعوبات	درجة أهميتها (%)
نقص النشاط	33.10%
مشاكل إدارية	23.10%
مشاكل خزائنة	18.60%
نقص الإرادية	17.50%
مشاكل تتعلق بظروف الطلب	7.50%
<b>المجموع</b>	<b>100%</b>

المصدر: عبد الله بلعدي، مرجع سبق ذكره، ص: 98.

❖ تشير في الأخير إلى أن هدف رأس المال المخاطر ليس البقاء في المؤسسة بصورة دائمة، لكن هدفه هو الحصول على أكبر عائد (فائض قيمة) ممكن والذي ستنسحب مباشرة بعد تحقيقه من المؤسسة بإحدى طرق الخرج المعروفة، وبالإضافة إلى كون التمويل المخاطر مرحلي يحرص المخاطرون أيضا على محدودية المبالغ التي تمنح في كل مرحلة للحد من المخاطر<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 98.

<sup>2</sup> لياس تقيّة، مرجع سبق ذكره، ص: 155.

<sup>3</sup> نبيلة قدور، حمزة العربي، مرجع سبق ذكره، ص: 890.

<sup>4</sup> رابح خوني، رقية حساني، مرجع سبق ذكره، ص: 98.

## خامسا: عملية الخروج من الاستثمار

تختص مؤسسات رأس المال المخاطر في تمويل وتوجيه المؤسسات الجديدة، وتعد أحد المستثمرين القلائل الذين يمنحون التمويل طويل الأجل، وبالتركيز على مؤسسات رأس المال المخاطر، يلاحظ أنها تمنح أهمية كبيرة لفترة الاستثمار، فمؤسسات رأس المال المخاطر لا تهتم بامتلاك المؤسسات الناشئة لمدة طويلة، ولكنها تهتم بتمويل هذه المؤسسات حتى تصل إلى مستويات معينة من النمو، ثم تقوم بالخروج منها فاتحة المجال أمام مستثمرين آخرين<sup>1</sup>.

ويتم الخروج من الشركات المستثمر فيها يتم من خلال إحدى الاستراتيجيات التالية:<sup>2</sup>

## ✓ الطرح الأولي للجمهور:

وهذه الاستراتيجية أفضل الطرق التي تسعى لها شركات رأس المال المغامر حيث تطرح مساهمتها وحصصها في الشركة المستثمر فيها للجمهور لتجني من عملية البيع العوائد والأرباح المتوقعة؛

## ✓ تملك الشركة المستثمر فيها:

وتتمثل بقيام إحدى الشركات بتملك الشركة المستثمر فيها تملكا كلياً أو جزئياً لتحصل بذلك شركة رأس المال المغامر على العوائد والأرباح المتوقعة؛

## ✓ شراء إدارة الشركة المستثمر فيها لخصص شركة رأس المال المغامر:

حيث تقوم إدارة الشركة المستثمر فيها بشراء أسهم وخصص شركة رأس المال المغامر؛

## ✓ تملك الموظفين لخصص وأسهم شركة رأس المال المغامر في الشركة المستثمر فيها:

وهنا يقوم الموظفون بالتملك أولاً بأول ليفرضوا سيطرتهم على الشركة المستثمر فيها؛

## ✓ الخروج عن طريق التصفية:

فإذا فشلت الشركة المستثمر فيها ولم تعد قادرة على الاستمرار رغم مساعدة شركة رأس المال المغامر لها فإن الملاذ الأخير هو اللجوء إلى التصفية التي يتم من خلالها بيع أصول الشركة المستثمر فيها وسداد ديونها وتوزيع فائض التصفية في حال وجوده، ليتم بعد ذلك الخروج النهائي من الشركة المستثمر فيها بمغامرة فاشلة، وهي بلا شك مرحلة لا تتمناها شركة رأس المال المغامر ولا الشركة المستثمر فيها.

<sup>1</sup> نبيلة قدور، حمزة العربي، مرجع سبق ذكره، ص: 891.

<sup>2</sup> سامي محمد خرياشة، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

## سادسا: مؤسسات رأس المال المخاطر

وتسمى أيضا تنظيمات رأس المال المخاطر OCR، أو شركات الاستثمار ذات رأس المال المخاطر SICAR، وتلعب مؤسسات رأس المال المخاطر في الحالة العامة دور الوساطة المالية بين المستثمرين والمنشآت المستفيدة من التمويل<sup>1</sup>.

تقوم هذه الشركات بعدة أنشطة استثمارية تتسم بارتفاع درجة المخاطر والعوائد المتوقعة منها، وترتكز فكرة هذه الشركات على قيامها بالمشاركة في تأسيس مشروعات، أو مشروعات قائمة ومتعثرة لا تحقق العائد المستهدف إما لنقص التمويل أو لقصور في الإدارة أو تدني في الأساليب التقنية الحديثة أو غيرها من الأسباب فتقوم شركة رأس المال المخاطر بتقديم المساندات المالية أو الفنية أو الإدارية لتحسين فعالية تلك المشروعات ورفع عوائدها الاستثمارية، الأمر الذي يسهل معه أن تصدر أوراقاً مالية لزيادة رأسمالها أو للاقتراض.

يمكن تقسيم مؤسسات رأس المال المخاطر إلى صنفين مرتبطة أو مقيدة captive لأنها تابعة لمؤسسات مالية وغير مرتبطة independent لأنها مستقلة، وقد سمحت قابلية تبني المسؤولية المحدودة كشكل قانونين بنمو الصنف غير المرتبط لرأس المال المخاطر.

يؤدي صاحب رأس المخاطر دور شريك عام، يتخذ كافة القرارات المتعلقة بالاستثمار ويجري كافة الاتفاقيات مع المؤسسات المستثمر فيها، في حين يعتبر المستثمرون المؤسساتيون شركاء ذوي مسؤولية محدودة، يقومون بإيداع الأموال في مؤسسة رأس المال المخاطر، وعند بيع الاستثمارات توزع الإيرادات عليهم ويسمح لهم الشكل القانوني للشركة ذات المسؤولية المحدودة بالاستفادة من مزايا جبائية.

في المقابل يحصل الشريك العام على عمولات مقابل قيامه بالتسيير، فضلا عن الحق في المساهمة في الأرباح التي تحققها المؤسسة الممولة.

يطبق رأس المال المخاطر المرتبط من طرف فروع لمؤسسات مالية، غالبا ما تكون بنوكا أو شركات تأمين. تعد العديد من المؤسسات المالية مؤسسات رأس مال مخاطر مرتبط، وهذا النوع عادة ما يكون غير محدود التمويل، لأنه يلجأ الى المؤسسة الأم عند الحاجة الى الأموال. بين رأس المال المخاطر المرتبط وغير المرتبط توجد العديد من الأصناف الهجينة لمؤسسات رأس المال المخاطر التي تحصل على الأموال من المؤسسة الأم ومن مصادر أخرى.

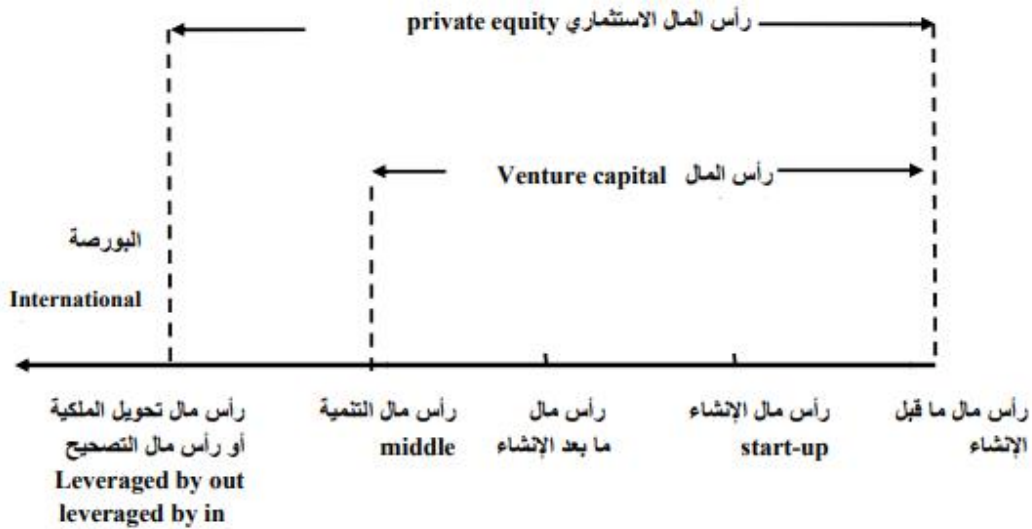
تستثمر بعض رؤوس الأموال المخاطرة في مؤسسات من كافة الأحجام والقطاعات، لكن أغلب مؤسسات رأس المال المخاطر تستثمر فقط في مؤسسات ضمن مراحل وقطاعات خاصة. وعليه، يمكن

<sup>1</sup> محمد السبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، رسالة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2008-2009، ص: 75.

تصنيف مؤسسات رأس المال المخاطر حسب مراحل حياة المؤسسة التي تستهدفها كما هو موضح في الشكل رقم (1.1).

فيأتي أولاً رأس مال ما قبل الإنشاء seed capital لتغطية نفقات البحث وتطوير المنتج وإجراء التجارب عليه، فهو يهتم بالمؤسسات الجديدة التي تنشط في مجال البحث والتطوير، يليه رأس المال الإنشاء start-up ثم رأس المال بعد الإنشاء early stage financing، وهو الأكثر انتشاراً، ويشمل تشكيلة واسعة من رأس المال المخاطر المرتبط، غير المرتبط والهجين، ويشير عادة إلى رؤوس الأموال المخاطرة التي تنشط بالقطاع الخاص لوحده، وأخيراً رأس المال التنمية middle stage financing الذي يهتم بتمويل المؤسسات التي تملك منتجات في السوق، وتعرف مرحلة نمو سريع، هنا الخطر يصبح تجارياً وحجم المبالغ المستثمرة يصبح أكبر<sup>1</sup>.

الشكل رقم (1.1): مراحل التمويل عن طريق رأس المال المخاطر



المصدر: محمد براق، المرجع السابق، ص: 19.

### سابعاً: أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر

هناك نوعين رئيسيين من أنواع مؤسسات رأس المال المخاطر وهي<sup>2</sup>:

#### 1. شركات رأس المال المخاطر

تمثل مجال تخصصها في تمويل الأنشطة الاستثمارية الواعدة الخطرة، أي التي تتميز بارتفاع عنصر المخاطرة ولكن آفاق نموها المحتملة كبيرة، بحيث يتوقع أن يحقق الاستثمار فيها فائض قيمة، ناتج

<sup>1</sup> محمد براق، مرجع سبق ذكره، ص ص 17، 18.

<sup>2</sup> عبد الله بلعبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 99.



عن إعادة بيع الحصص محل اعتبار، وعلى ذلك، ينصب اهتمام شركات رأس المال المخاطر على نوعين من المشروعات:

- ✓ المشروعات الجديدة ذات المخاطر المرتفعة؛
  - ✓ المشروعات القائمة المتعثرة التي لا تحقق العائد المطلوب منها، إما لنقص التمويل أو لقصور في الإدارة أو في الأساليب الفنية الإنتاجية أو غيرها من الأسباب.
- وتقوم شركات رأس المال المخاطر، من خلال المشاركة في المشروعات الخطرة، بتقديم العون اللازم لتحسين فعاليتها، سواء تمثل ذلك العون في تقديم المساندة المالية أو الفنية، حتى إذا ما أُنعت وأصبحت تحقق عوائد عالية تقوم بإعادة بيع أنصبتها في هذه المشروعات محققة فائض قيمة مرتفع يتناسب مع درجة المخاطر المبدئية التي تعرضت لها.

ومما يندرج تحت نشاط رأس المال المخاطر ما يلي:<sup>1</sup>

تمويل نشاط الشركات والمشروعات أو المشاركة في رأس مالها أو دعمها فنيا وإداريا أو المشاركة في تميمتها بقصد تحويلها إلى شركات مساهمة أو توصية بالأسهم، متى كانت هذه المشروعات وتلك الشركات عالية المخاطر، أو تعاني قصورا في التمويل وما يتبعه من طول دورة الاستثمار؛

✓ تدبير التمويل اللازم للفرص الاستثمارية الجديدة، ويطلق على هذا النوع من التمويل "تمويل بذرة رأس المال"؛

✓ تدبير التمويل اللازم للمشروعات القائمة المتعثرة وكذا العون الفني لتصويب مسارها وزيادة قيمتها؛

✓ ونشير في النهاية، إلى أنه يجب ألا يقل مصدر رأس المال لهذه النوعية من الشركات عن واحد ونصف مليون دولار تدفع بالكامل عند التأسيس.

## 2. صناديق الاستثمار المباشر

صندوق الاستثمار هو وعاء مالي يجمع المال من عدة مستثمرين بغية إنشاء صندوق استثماري كبير وبكفاءة الجهاز الإداري، تستثمر هذه الأموال في مشاريع مختلفة، وبينما ينمو المال بمرور الوقت، ستنمو بالمثل قيمة الاستثمارات، ويستطيع أي صندوق استثمار، أن يستثمر في العديد من مختلف الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، فعندما يقوم المستثمر بشراء أسهم في الصندوق، يصبح أحد ملاك تلك الاستثمارات.

ولصناديق الاستثمار أهداف رئيسية نوجزها في النقاط التالية:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> عبد الله بلعبيدي، المرجع السابق، ص: 99.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص 100.

- ✓ تدوير محافظ الأوراق المالية للبنوك بهدف تحقيق ربحية عالية للبنك الذي يؤسسها وكذلك زيادة فاعلية محفظة الأوراق المالية التي يمتلكها البنك حيث أن تحويل المحفظة سيؤدي إلى بيع أسهم وشراء غيرها؛
- ✓ إنشاء صناديق الاستثمار يؤدي إلى فتح المجال حتى أمام صغار المدخرين للتعامل مع أسواق المال وهؤلاء حرموا لسنوات طويلة من التعامل مع سوق الأوراق المالية الذي كان حكرا على كبار المدخرين؛
- ✓ زيادة الربحية والعوائد لجميع الأطراف المتعاملين مع صناديق الاستثمار؛
- ✓ تحقيق مرونة الانتقال بين الأدوات الاستثمارية المختلفة من صندوق لآخر وفقا لما يتوافق وأوضاع المستثمر؛
- ✓ تنشيط بورصة الأوراق المالية لأنه من خلال سوق مالي قوي ونشط يمكن تحقيق أهداف الإصلاح الاقتصادي وخاصة فيما يتعلق بعملية الخصخصة التي لن يتحقق لها النجاح إذا لم يكن هناك سوق مال قوي ونشط ومؤهل، يسهل عملية توسع قاعدة الملكية ومشاركة المواطنين في الممارسات الاقتصادية للدولة؛
- تجميع أموال المدخرين وتوجيهها لمختلف مجالات الاستثمار، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى زيادة نشاط وفاعلية سوق الأوراق المالية وكذلك حماية مدخرات الأفراد وذلك بإتاحة وسائل استثمار مرتفعة العائد؛
- ✓ مراعاة اعتبارات الأمان حيث أن منهج وأسلوب عمل صندوق الاستثمار يهدف تماما إلى تقليل وتوزيع مخاطر الاستثمار من خلال تعدد منافذ الاستثمار وقيام المستثمر باختيار المدى الزمني المناسب له إذا كان طويل الأجل أو قصير الأجل وفقا لاحتياجاته إذ أن رغبات المستثمر تحدد الأوراق المالية التي سيتعامل معها من خلال صندوق الاستثمار؛
- ✓ التحول نحو العالمية من خلال تدويل البورصة مستقبلا، فتنشيط البورصة وتقويتها ما هو إلا خطوة مبدئية نحو هدف أكبر وهو تدويل البورصة.
- وتنقسم صناديق الاستثمار ومحافظها من حيث الهيكل التمويلي لها، إلى قسمين رئيسيين وهما:<sup>1</sup>

## 1.2. صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة:

هي الصناديق التي تكون حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور محددا، بمعنى أن هذه الصناديق تصدر عددا ثابتا من الوثائق المالية "الوحدات" يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته وطبقا لنظام هذه الصناديق لا يجوز لمالكي هذه الوثائق استرداد قيمتها من الصندوق المصدر لها، وإذا رغب أحد ما لكي هذه الوثائق التخلص منه، فالطريق الوحيد المتاح له هو أن يبيعها في السوق المالية المنظمة (البورصة) التي يتم فيها تداول هذه الوثائق أو في السوق غير المنظمة (السوق غير الرسمية) وذلك من خلال التجار وبيوت السمسرة ولذلك يطلق البعض على هذه الصناديق "الصناديق ذات التداول العام" ومن هنا تنتشر بعض الصناديق القيمة السوقية لوثائقها في صحف المال يوميا، وتنتشر قيمة

<sup>1</sup> عبد الله بلعدي، المرجع السابق، ص: 101.

الأصل الصافية في الصحف أسبوعيا، وتقوم إدارة هذه الصناديق بتوزيع عوائد استثماراتها إضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي تحققها على حملة وثائقها وفقا للشروط المبينة في نشرة الإصدار.

## 2.2. صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:

هي الصناديق التي لا تحدد حجم الموارد المالية المستثمرة في وثائقها من قبل الجمهور، ولا تحدد عدد الوثائق المالية المصدرة منها، إذ يجوز لها إصدار وبيع المزيد من هذه الوثائق تلبية لحاجات المستثمرين وإدارة هذه الصناديق مستعدة لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد مالكي هذه الوثائق في التخلص منها جزئيا أو كليا ولذلك فهي تحرص دائما على توفير نسبة ملائمة من السيولة تمكنها من دفع قيمة الوثائق المطلوب باستردادها في أي لحظة يطلب منها المستثمر ذلك، هذه الميزة جعلت صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة أكثر جاذبية لدى الجمهور بالمقارنة بالوثائق غير القابلة للاسترداد كما هو الحال في صناديق ذات النهاية المغلقة، ومن هنا فإن وثائق الصناديق ذات النهاية المفتوحة لا تتداول في الأسواق المالية، وليست لها قيمة سوقية، ويمكن للمستثمر فيها أن يحصل على الدخل والعوائد الناتجة عن استثمارات الصندوق على دفعات شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية، حسب الشروط التي تبينها نشرة الإصدار في هذه الصناديق، كما يحق للمستثمرين إعادة استثمار ذلك الدخل أو العائد إذا أراد ذلك.

وكلا النوعين سواء كانت صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة أم صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة، تباشر نشاطها الاستثماري المتمثل في تكوين واقتناء محفظة متنوعة من الأوراق المالية المتداولة، إما في أسواق رأس المال أو في أسواق النقد، ويتسم رأس مال الصندوق بثقل مالي نسبي، حيث ينبغي ألا يقل رأس مال الصندوق عن مليون ونصف المليون دولار تدفع بالكامل، ولا يجوز طرح أسهم الصندوق أو تلقي المستثمرين عن طريق الاكتتاب العام، ويتم توزيع الأرباح بين مالكي أسهم الشركة وحاملي وثائق الاستثمار وفقا للقواعد التي تضعها الهيئة، كما يجب أن يتضمن النظام الأساسي للصندوق أوجه نشاطه.

## المطلب الثاني: الشركات الناشئة

تعتبر المؤسسات الناشئة مشاريع فنية ذات إمكانيات نمو عالية لذلك هي تختلف عن المؤسسات التقليدية بسبب طبيعتها الإبداعية، إضافة إلى كونها نتيجة للجمع بين النسيج الاقتصادي وروح الصرامة وثقافة المخاطرة<sup>1</sup>.

سيتم التطرق في هذا المبحث إلى: تعريف، أهمية ومميزات الشركات الناشئة، بالإضافة إلى مراحل حياتها وخطوات إنشائها، مع الإشارة إلى عوامل فشلها، والتطرق إلى بعض المفاهيم الخاطئة حولها.

<sup>1</sup> علاء الدين بوضياف، محمد زبير، دور حاضرات الأعمال التكنولوجية في دعم المؤسسات الناشئة في الجزائر، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 01، الجزائر، 2020، ص: 90.

## أولاً: تعريف المؤسسات الناشئة

- ✓ يعرفها الباحث "Ercie Reis" بأنها "تلك المؤسسات التي تهدف إلى تطوير وتوزيع منتج جديد في ظل درجة عالية من حالة التأكد"<sup>1</sup>.
- ✓ تعرف المؤسسة الناشئة "startup" اصطلاحاً إلى القاموس الإنكليزي على أنها مشروع صغير بدأ للتو، وتتكون الكلمة من جزئين، "start" وتشير إلى فكرة الانطلاق، أما "up" فتعبر عن فكرة النمو القوي. وبدأ استخدام مصطلح "startup" بعد الحرب العالمية الثانية مع بداية ظهور شركات رأس المال المخاطر "Capital-risk" ثم بدأ في الانتشار بعد ذلك<sup>2</sup>.
- ✓ وفي غياب إجماع حول تعريف موحد حول "start-up"، فإن هذا المفهوم وفقاً لمعجم "Larousse" يشير إلى أنها "تلك المؤسسات الفتية المبدعة في مجال تكنولوجيا الإعلام والاتصال ومهمتها خلق وتسويق تكنولوجيات جديدة"<sup>3</sup>.
- ✓ وتعرف كذلك على أنها "مؤسسة تسعى لتسويق وطرح منتج جديد أو خدمة مبتكرة تستهدف بها سوق كبير، بغض النظر عن حجم الشركة، أو قطاع أو مجال نشاطها، كما تتميز بارتفاع عدم التأكد ومخاطرة عالية في مقابل تحقيقها لنمو قوي وسريع مع احتمال حصولها على عوائد ضخمة في حالة نجاحها"<sup>4</sup>.
- ✓ كما عرفها "Paul Graham" في مقاله حول النمو growth على أنها "شركة صممت للنمو بسرعة"، أي (growth = start-up). ولكونها تأسست حديثاً لا يجعل منها شركة ناشئة (Startup company) في حد ذاتها<sup>5</sup>.

كما يمكن تعريفها أيضاً كما يلي:

<sup>1</sup> فاطمة عيساوي، محمد الهزام، مدى مساهمة حاضنات الأعمال في دعم المؤسسات الناشئة في الجزائر، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، العدد 03، جامعة طاهري محمد بشار الجزائر، الجزائر، 2021، ص: 52.

<sup>2</sup> عادل مختاري، امحمد بن البار، آليات دعم المؤسسات الناشئة startup كأحد الحلول لمحاربة البطالة: دراسة حالة الجزائر، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، العدد 03، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2021، ص: 376.

<sup>3</sup> علاء الدين بوضياف، مرجع سبق ذكره، ص: 387.

<sup>4</sup> نفيسة بامحمد، آخرون، حاضنات الأعمال كآلية مستحدثة لدعم ومرافقة المؤسسات الناشئة في الجزائر-الواقع والتحديات-، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، العدد 03، 2021، ص ص 236، 237.

<sup>5</sup> علي محبوب، علي سنوسي، التسويق الإلكتروني ودور المؤسسات الناشئة في تلبية احتياجات العملاء في الجزائر - دراسة لشركة جوميا الجزائر Algérie Jumia -، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: دور المؤسسات الناشئة startups في تحقيق الإقلاع الاقتصادي الجزائري المنشود، الجزائر، 18 جويلية 2020، ص: 04.

- ✓ "شركة نشطة قائمة على المعرفة ومستقلة قانونياً، لا يزيد عمرها عن عشر سنوات من تاريخ التسجيل الرسمي، وتعمل في واحد أو أكثر من قطاعات سلع أو خدمات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات"<sup>1</sup>.
- ✓ تعتبر الشركات الناشئة شركات حديثة النشأة، تنطلق من فكرة ريادية أمام احتمالات كبيرة للنمو بسرعة، وعادة ما تكون مرتبطة، ولكن ليس بالضرورة، بمشروعات عالية التقنية التي منتجاتها في الغالب عبارة عن برمجيات يمكن إنتاجها وإعادة إنتاجها بسهولة. بالإضافة إلى ذلك، فإن المشاريع الموجهة نحو التكنولوجيا، بطبيعتها لديها أكبر إمكانية للنمو<sup>2</sup>.
- ✓ هي شركات شابة مكرسة لتحقيق نمو قوي وتم انشاؤها بشكل عام على أساس مشروع ابتكاري، هذا الابتكار قد يكون ذو طبيعة تقنية، تجارية، مالية، أو اجتماعية<sup>3</sup>.

### ثانياً: أهمية المؤسسات الناشئة

تتمثل أهمية الشركات الناشئة في:<sup>4</sup>

- ✓ لعبت المؤسسات الناشئة دوراً رئيسياً في بناء الاقتصادات وخلق الثروة في جميع أنحاء العالم، وذلك من خلال تطوير منتجات وخدمات مبتكرة، وخلق فرص عمل جديدة، وزيادة الإنتاجية، وتخفيف حدة الفقر، كما تعمل على تقديم حلول أرخص وأكثر ملائمة لاحتياجات السكان، واستبدال الأسواق التقليدية بأسواق مبتكرة تؤدي إلى تحقيق مكانة تنافسية وأرباح عالية في عصر السرعة والاضطراب؛
  - ✓ إضافة إلى ذلك، تساعد بعض الخصائص الفردية، بما في ذلك الاستجابة السريعة، والاستراتيجية الموجهة نحو النمو، وخفة الحركة، المؤسسات الناشئة للتغلب على الأزمة المالية بشكل أفضل من المؤسسات الكبرى ذات الاستجابة الأبطأ، هذا ما جعلها تجذب اهتمام كل من العالم الأكاديمي وقطاع الأعمال، وخاصة الحكومات وصانعي السياسات في جميع أنحاء العالم؛
- بالإضافة إلى:

<sup>1</sup> فرحان الكلادة، آخرون، اقتصاد الشركات الناشئة في الأردن تقييم المساهمة الاقتصادية وإمكانية الشركات الناشئة العاملة في مجال التكنولوجيا، الوكالة الألمانية للتعاون الدولي GIZ، عمان، 2019، ص: 23.

<sup>2</sup> أسماء بللعم، التمويل الجماعي آلية مبتكرة لزيادة فرص تمويل الشركات الناشئة - إشارة إلى منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا- مجلة الدراسات المعاصرة، العدد 02، الجزائر 2020، ص: 06.

<sup>3</sup> Harvéazoulay et autre , de l'entreprise traditionnelle à la start-up , éditions d'organisation, PARIS 2001, p45.

<sup>4</sup> وسيلة بن فاضل، زهير طاهر، تداعيات أزمة كوفيد-19 على السوق التمويلي لقطاع المؤسسات الناشئة "startups"، مجلة اقتصاد المال والأعمال، العدد 03، الجزائر، 2020، ص: 202.

✓ كما تبرز أيضا أهم المكاسب الاستراتيجية المتولدة من اعتماد المؤسسات الناشئة في فتح المجال للتطور التكنولوجي وتؤثر على خلق الاقتصاد الحديث وتوفر التقنيات المبتكرة للمجتمع وتوسيع نطاق المنتجات والخدمات الرائدة، وتحسين وضع الدولة في مختلف التصنيفات<sup>1</sup>؛

✓ وعلى الصعيد الفردي يؤمن المشروع الريادي الدخل الكافي، والرضا الشخصي، وتحقيق الذات بالنسبة للشخص الريادي وعائلته<sup>2</sup>.

### ثالثا: مميزات الشركات الناشئة Startups

تتميز الشركات الناشئة بما يلي<sup>3</sup>:

#### ✓ شركات حديثة العهد:

تتميز الشركات الناشئة بكونها شركات شابة يافعة وأمامها خياران: إما التطور والتحول إلى شركات ناجحة، أو إغلاق أبوابها والخسارة؛

#### ✓ شركات أمامها فرصة للنمو التدريجي والامتزاج:

من إحدى السمات التي تحدد معنى الشركة الناشئة Startup هي إمكانية نموها السريع وتوليد إيرادات أسرع بكثير من التكاليف التي تتطلبها للعمل؛ أو بمعنى آخر، فإن الشركة الناشئة هي الشركة التي تتمتع بإمكانية الارتقاء بعملها التجاري بسرعة، أي زيادة الانتاج والمبيعات بدون زيادة التكاليف، كنتيجة على ذلك، ينمو هامش الأرباح لديها بشكل يبعث على الدهشة. وهذا يعني أن الشركات الناشئة لا تقتصر بالضرورة على أرباح أقل لأنها صغيرة، بل على العكس، هي شركات قادرة على توليد أرباح كبيرة جدا.

#### ✓ شركات تتعلق بالتكنولوجيا وتعتمد بشكل رئيسي عليها:

تتميز الـ "Startup" بأنها شركة تقوم أعمالها التجارية على أفكار رائدة "Innovative"، وإشباع حاجات السوق بطريقة ذكية وعصرية. يعتمد مؤسسو الشركات الناشئة "startups" على التكنولوجيا للنمو والتقدم، والسعي في العثور على التمويل من خلال المنصات على الأنترنت أو من خلال الفوز بمساعدة ودعم من قبل حاضنات الأعمال.

#### ✓ شركات تتطلب تكاليف منخفضة:

يشمل معنى الشركة الناشئة "Startup" على أنها شركة تتطلب تكاليف صغيرة جدا بالمقارنة مع الأرباح التي تحصل عليها، وعادة ما تأتي هذه الأرباح بشكل سريع وفجائي بعض الشيء.

<sup>1</sup> سارة بوعدلة، هديات خديجة بن طيب، قدرات وتحديات المؤسسات الناشئة ومتطلبات نجاحها مع الإشارة لحالة الجزائر، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، العدد 03، الجزائر، 2021، ص: 67.

<sup>2</sup> فايز جمعة صالح النجار، عبد الستار محمد العلي، الريادة وإدارة الأعمال الصغيرة، ط01، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص: 5.

<sup>3</sup> إبراهيم حسن علي، التسويق الرقمي للمؤسسات الناشئة، ط01، دار الأمل للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2020، ص: 05.

## ✓ تعتبر مهمة وليست عملا:

تعتمد الشركة الناشئة أو الستارت أب "start up" على مفهوم العمل كمهمة، لذلك قد تجد العاملين بالشركة الناشئة بمن فيهم أصحابها يعملون طوال الوقت، ولا يلتزمون بعدد ساعات عمل معينة، لأن الهدف الأساسي هو الإنجاز وتحقيق نتائج ونمو سريع<sup>1</sup>.

## رابعا: مراحل نمو الشركات الناشئة

من خلال التعريف المقدم أعلاه قد يخيل إلينا أن ما يميز المؤسسات الناشئة "startup" هو النمو المستمر، إلا أن الواقع غير ذلك، فهذه المؤسسات كثيرا ما تتعثر وتتمر بمراحل صعبة وتذبذب شديد قبل أن تعرف طريقها نحو القمة، ويمكن ابراز ذلك من خلال المنحنى التالي والمصمم من قبل " PAUL GRAHAM"<sup>2</sup>:

## الشكل رقم (2.1): منحنى المؤسسة الناشئة "STARTUP"



المصدر: الشريفة بو الشعور، دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة startups -دراسة حالة الجزائر-، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 02، الجزائر، 2018، ص421.

من خلال الشكل تتمثل مراحل نمو الشركة الناشئة في:<sup>3</sup>

## 1. مرحلة قبل الانطلاق:

طرح نموذج أولي لفكرة ابداعية أو جديدة أو حتى مجنونة، من طرف شخص ما، أو مجموعة من الأفراد وخلال هاته المرحلة يتم التعمق في البحث، ودراسة الفكرة جيدا ودراسة السوق والسلوك وأذواق المستهلك المستهدف للتأكد من امكانية تنفيذها على أرض الواقع وتطويرها واستمرارها في المستقبل،

<sup>1</sup> سليم بوقنة، آخرون، حاضنات الأعمال كأداة لترقية المؤسسات الناشئة في الجزائر، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، عدد 03، الجزائر، 2021، ص: 221.

<sup>2</sup> الشريفة بو الشعور، مرجع سبق ذكره، ص: 421.

<sup>3</sup> علي محبوب، علي سنوسي، مرجع سبق ذكره، ص ص 5، 6.



والبحث عن التمويل، وعادة ما يكون التمويل في المراحل الأولى ذاتي، مع إمكانية الحصول على بعض المساعدات سواء من طرف الحكومة أو من طرف الأفراد.

## 2. مرحلة الانطلاق:

في هذه المرحلة يتم إطلاق الجيل الأول من المنتج أو الخدمة، حيث تكون غير معروفة، وربما أصعب شيء يمكن أن يواجهه صاحب الفكرة في هاته المرحلة هو أن تجد من يتبنى الفكرة على أرض الواقع ويمولها ماديا، فغالبا ما يكون الأصدقاء والعائلة هم المصدر الأول الذي يلجأ إليهم المقاول للحصول على التمويل، أو يمكن الحصول على تمويل من قبل الأشخاص المستعدين للمغامرة بأموالهم عند البداية حيث تكون درجة المخاطرة عالية. في هذه المرحلة يكون المنتج بحاجة إلى الكثير من الترويج كما يكون مرتفع السعر، ويبدأ الاعلام بالدعاية للمنتج.

## 3. مرحلة الحماس:

يبلغ فيها المنتج الذروة ويكون هناك حماس مرتفع، ثم ينتشر العرض ويبلغ المنتج الذروة في هاته المرحلة يمكن أن يتوسع النشاط إلى خارج مبتكريه الأوائل، فيبدأ الضغط السلبي حيث يتزايد عدد المعارضين للمنتج ويبدأ الفشل، أو ظهور عوائق أخرى ممكن أن تدفع المنحنى نحو التراجع.

## 4. مرحلة الانزلاق التدريجي والتسلق:

بالرغم من استمرار الممولين المغامرين برأس المال المغامر بتمويل المشروع إلا أنه يستمر في التراجع حتى يصل إلى مرحلة يمكن تسميتها مرحلة التحور من المستقبل للمشروع، وهو ما يؤدي إلى خروج المشروع من السوق في حالة عدم التدارك خاصة وأن معدلات النمو في هذه المرحلة تكون جد منخفضة. أو يستمر رائد الأعمال في هذه المرحلة بإدخال تعديلات على منتج وإطلاق إصدارات محسنة، لتبدأ الشركة الناشئة بالنهوض من جديد بفضل الاستراتيجيات المطبقة واكتساب الخبرة لفريق العمل، ويتم إطلاق الجيل الثاني من المنتج وضبط سعره، وتسويقه على نطاق أوسع.

## 5. مرحلة النمو والصعود:

في هاته المرحلة يتم تطوير المنتج بشكل نهائي ويخرج من مرحلة التجربة والاختبار، وطرحه في السوق المناسبة، وتبدأ الشركة الناشئة في النمو المستمر ويأخذ المنحنى بالارتفاع، حيث يحتمل أن 20 إلى 30% من الجمهور المستهدف قد اعتمد الابتكار الجديد، لتبدأ مرحلة اقتصاديات الحجم وتحقيق الأرباح الضخمة.

## خامسا: خطوات اقامة شركة ناشئة "STARTUP"

لإقامة شركة ناشئة يجب تتبع النقاط التالية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> أنفال عائشة ديناوي، فاطمة الزهراء زرواط، المؤسسات الناشئة قاطرة الجزائر الجديدة للنهوض بالاقتصاد الوطني "التحديات وآليات الدعم"، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، العدد 03، الجزائر، 2021، ص ص 330، 331.



**1. فكر في مشكلات الناس وحاجاتهم needs:**

تسعى الشركات الناشئة بطبيعتها إلى تقديم حلول وطرح الخدمات الرائدة في السوق. إذا ضربنا المثال بشركة "UBER" نرى أنها بدأت بالعمل انطلاقاً من تركيزها على حاجة الناس لطلب تاكسي في مدينة فرانسيكو الأمريكية.

**2. فكر في طرق تساعد على الارتقاء بالعمل والمبيعات:**

كرائد أعمال، أنت بحاجة إلى اختيار حلول تتمتع بإمكانية للنمو وتكون قادرة على زيادة الأرباح والدخل دون الحاجة إلى بذل التكاليف الضخمة على البنى التحتية وغيرها.

**3. يجب أن تستند على التكنولوجيا:**

إن التكنولوجيا موجودة لتسهيل حياتنا، لهذا السبب يجب استخدام الموارد التقنية المتاحة لتقديم أفضل الخدمات والمنتجات للعملاء الذين تستهدفهم.

**4. حدد أهداف وقرر فترات زمنية لتنفيذ هذه الأهداف:**

كما هو الحال في أي عمل تجاري، يجب على الشركة الناشئة "startup" أن تحدد أهدافها بشكل جيد جداً، على الأمد القصير، المتوسط والبعيد.

**5. البحث عن موارد تمويل جماعي:**

إذا لم تكن لديك ميزانية كافية لرعاية وتنفيذ فكرة الأعمال التجارية لديك، ابحث عن مصدر تمويل جماعي.

**6. شكل فريق عمل موحد:**

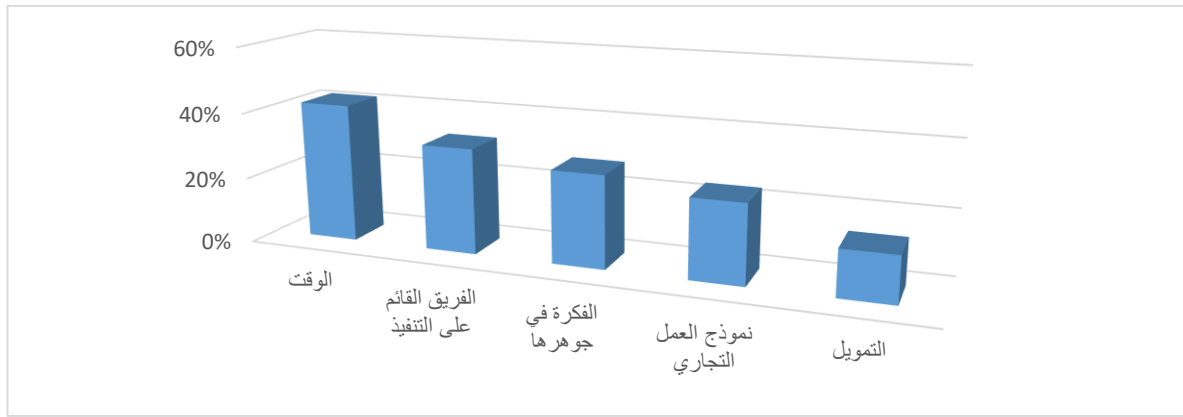
تحقق من أن يكون لديك فريق عمل جاهز ومستعد لإقامة شركتك الناشئة. لا داع لأن يكون مجموعة كبيرة، بل الأهم أن يساهم كل عضو بشيء هام من أجل المشروع.

**سادساً: عوامل فشل الشركات الناشئة**

قام السيد "بيسل غروس" "bill gross" الخبير في مجال الشركات الناشئة والذي احتضن العديد منها، بإجراء دراسة واسعة ومعقدة على الكثير من الشركات الناشئة "startups" محاولاً أن يفهم العوامل التي تكمن وراء نجاح الشركات الناشئة أو فشلها. قام بمتابعة مئات الشركات وتوصل إلى حقيقة مفادها أن هناك بعض الأمور التي تتحكم بذلك، مرتباً إياها تبعاً للأهمية؛ عامل الوقت أو العامل الزمني 42%، الفريق القائم على التنفيذ 32%، الفكرة في جوهرها 28%، نموذج العمل التجاري 24%، التمويل 14%<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> أنفال عائشة ديناوي، فاطمة الزهراء زرواط، المرجع السابق، ص: 332.

الشكل رقم (3.1): يمثل نسبة التأثير على فشل أو نجاح الشركة الناشئة



المصدر: أنفال عائشة ديناوي، المرجع السابق، ص: 333.

مما سبق، يمكنك الاستنتاج أن عامل التوقيت في تنفيذ الأعمال والمشاريع هو من أخطر العوامل وأهميتها في تقرير مدى نجاح الشركة الناشئة أم فشلها<sup>1</sup>.

سابعا: مفاهيم خاطئة حول الشركات الناشئة

من بين المفاهيم الخاطئة حول الشركات الناشئة ما يلي:

1. الشركات الصغيرة هي شركات صغيرة ومتوسطة:

ارتكب الكثير من الناس الأخطاء في تصنيف المؤسسات الصغيرة واعتبارها على أنها مؤسسات ناشئة، حيث اعتقد البعض أن المؤسسة الناشئة هي مؤسسة صغيرة أو متوسطة في بداية إنشائها، وهذا نظرا للانتشار الواسع في مجال الأعمال، كما يعتقد أصحاب الأفكار والأعمال التجارية أن مشروعاتهم التجارية يمكن أن تصنف مع المشروعات الناشئة وأنها تملك صفة الريادية وتنتمي لمجال ريادة الأعمال في حين أنها من الممكن أن تكون مشروعا تجاريا صغيرا. لكن هناك عدة فروق بين المؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة نوجزها حسب ما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> أنفال عائشة ديناوي، المرجع السابق، ص: 333.

<sup>2</sup> علي بخيتي، سليمة بوعويمة، المؤسسات الناشئة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر واقع وتحديات، مجلة دراسات وأبحاث المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 04، الجزائر، 2020، ص: 541.

جدول رقم(4.1): جدول يوضح الفرق بين المؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة

الفرق	الشركات الناشئة	الشركات الصغيرة والمتوسطة
الأفكار	✓ أفكار ريادية يكون صاحب المشروع أول من يحاول تجسيدها	✓ في غالب الأحيان يبحث صاحب المؤسسة عن فكرة ناجحة ويحاول تقليدها
الهدف	✓ على المدى القصير: النمو المباشر والسريع لتصبح شركة رائدة ✓ على المدى البعيد: تسعى لتحقيق الربحية	✓ على المدى القصير: تحقيق الربحية ✓ على المدى البعيد: النمو لتصبح شركة متوسطة ثم كبيرة.
دورة الحياة	✓ تمر بسلسلة من التراجع والتقدم الغير قابل للتنبؤ في المرحلة ما بين الانطلاق والنمو، وبمجرد ما تصل إلى مرحلة النضج ستستمر في الارتفاع والنمو. ✓ بعض الاحصائيات تقول إن 90 بالمئة من الشركات الناشئة تموت خلال السنوات الثلاث الأولى.	✓ تمر بمرحلة: انطلاق، نمو، ثم نضج وبعدها تبدأ في التراجع. ✓ تقول بعض الاحصائيات أن 30 بالمئة من المشاريع الصغيرة تموت خلال السنوات الثلاث الأولى.
معدل النمو	✓ مصممة لتنمو بشكل (سريع) (معدل مرتفع جدا).	✓ متوسط.
درجة المخاطرة وعدم التأكد	✓ مرتفعة	✓ منخفضة
الحصول على تمويل ومصادره	✓ صعب جدا نظرا لحدائث الأفكار، وإحجام البنوك على تمويل هذا النوع من المشاريع عالية المخاطر، وتحصل على التمويل من: - رأس المال المخاطر. - ملائكة الاستثمار. - التمويل التشاركي.	✓ متوسط الصعوبة، وتحصل عليه من: - القروض البنكية. - المنح الحكومية.
التكنولوجيا	✓ تكنولوجيا متطورة، وتعتبر سبب سرعتها الفائقة في النمو والتوسع.	✓ لا تستعمل التكنولوجيا بكثافة.
السوق	✓ كبير جدا.	✓ سوق محلي وضيق.

المصدر: من اعداد الطالبتين

## 2. الشركة الناشئة هي شركة تستثمر في قطاع التكنولوجيا الحديثة:

إن امتداد هذا الفكر الذي يربط المؤسسات الناشئة بالقطاع التكنولوجي إلى يومنا هذا مرده أمرين  
إثنين:

- ✓ كون أن النموذج الأول للمؤسسات الناشئة الذي ظهر بعد الحرب العالمية الثانية في وادي السيليكون ارتبط بشكل مباشر بالقطاع التكنولوجي.
- ✓ أيضا يعد النموذج الأكثر نجاحا والأكثر شيوعا في أوساط المؤسسات الناشئة هو ذلك الذي لديه ارتباط بالتكنولوجيا الحديثة وبالأخص تكنولوجيا المعلومات والاتصال<sup>1</sup>.
- على الرغم من أن الكثير من الشركات الناشئة الموجودة حاليا ذات طبيعة تكنولوجية، إلا أن المفهوم ليس فريدا بالنسبة لهم، جوهر الشركات الناشئة تبحث عن أفكار مبتكرة تصل بشكل كبير إلى عدد كبير من الناس<sup>2</sup>.

❖ مثال عن شركة ناشئة غير تكنولوجية: نذكر شركة "Impossible foods" التي استطاعت أن تبتكر وصفة لصنع اللحوم والأجبان انطلاقا من مستخلصات نباتية طبيعية، وبطريقة استثنائية تحصل من خلالها على نفس مذاق اللحوم والأجبان الحيوانية، وقد حققت بذلك نموا كبيرا، إذ قدر مجموع قيم دوراتها التمويلية بما يقارب 1.3 مليار دولار، وبما يقارب 500 مليون دولار في آخر دورة تمويلية لها<sup>3</sup>.

✓ الشركات حديثة النشأة هي شركات ناشئة:

في الكثير من الأحيان يخصص هذا المفهوم لرجال الأعمال الذين كانوا في السوق لمدة تقل عن 3 سنوات، ومع ذلك، هذا ليس صحيحا أي شركة يمكن أن تكون لديك 7 سنوات ولا تزال ناشئة، كونك شركة ناشئة، فهذا لا يعتمد فقط على عمرك، بل مجموعة من الميزات<sup>4</sup>.

وفقا لـ "patrick fridenson" مؤرخ الأعمال، فإن كونك شركة ناشئة لا يتعلق بالعمر أو الحجم أو الصناعة، يجب استيفاء الشروط الأربعة التالية: إمكانات نمو قوية، استخدام تكنولوجيا جديدة، تحتاج إلى تمويل ضخم، جماعي التبرعات المشهورين، التواجد في سوق جديد حيث يصعب تقييم المخاطرة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> نوري محمد الأمين، محمد دهان، نحو تنظير أدق لمفهوم المؤسسات الناشئة وخصائصها: دراسة منهجية مفصلة، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 04، العدد 03، الجزائر، 2020، ص: 05.

<sup>2</sup> فادي الجوايرة، الشركات الناشئة-التعريف والخصائص وأنواعها، <http://www.fadi-ja.com/2021/07/porters-five-forces-html>

تم الإطلاع عليه يوم 29-05-2021.

<sup>3</sup> نوري محمد امين، دهان محمد، مرجع سبق ذكره، ص: 05.

<sup>4</sup> فادي الجوايرة، مرجع سبق ذكره.

<sup>5</sup> الشريفة بو الشعور، مرجع سبق ذكره، ص: 420.

### المطلب الثالث: العلاقة بين الشركات الناشئة ورأس المال المخاطر

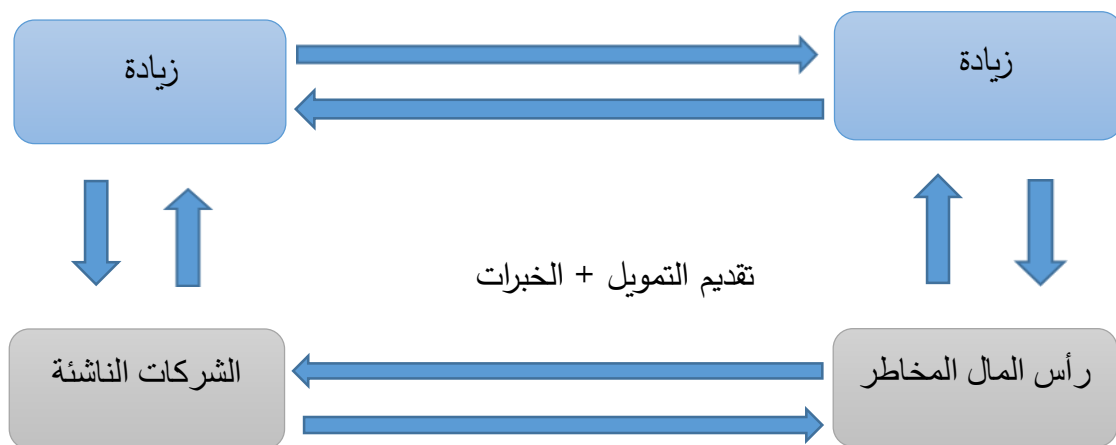
المؤسسات الناشئة هي مؤسسات حديثة العهد صممت للنمو بسرعة، تتميز هذه المؤسسات بارتفاع عدم التأكد ومخاطر عالية وذلك نتيجة للأفكار الريادية والمبتكرة التي تتبناها، لكن تتوافر لديها إمكانيات نمو وعوائد مرتفعة في حال نجاحها، المخاطر المرتفعة جعلت الحصول على تمويل من الوسائل التقليدية أمراً صعباً، بالإضافة إلى الضمانات التي تفرضها هذه الأخيرة، والتي لا تتوافر بطبيعة الحال عند المؤسسات الناشئة، مما أدى بها إلى العزوف عن الوسائل التقليدية واللجوء إلى تقنيات تمويلية حديثة وأبرزها رأس المال المخاطر الذي يقدم التمويل الأنسب والأكثر استجابة لخصائصها واحتياجاتها، والذي يعتبر تقنية تهدف لتوفير الأموال للمؤسسات ذات مخاطر مرتفعة واحتمالات نمو كبيرة.

ما يجب الإشارة إليه أن دور رأس المال المخاطر لا يقتصر على تقديم الأموال فقط بل يتعداه إلى المشاركة في تسيير المشروع من خلال المتابعة وتقديم خبرات ونصائح.

مصطلح الشركات الناشئة بدأ استخدامه بعد ظهور شركات رأس المال المخاطر، حيث وفر هذا النوع من التمويل بيئة داعمة لتطبيق أفكار ريادية، وتشجيع الرياديين في إنشاء مؤسساتهم، وهذا ما أدى إلى ظهور العديد من الشركات الناشئة في مختلف المجالات لاسيما التكنولوجية منها.

مما سبق توصلنا إلى وجود تأثير متبادل بين رأس المال المخاطر والمؤسسات الناشئة، فمع زيادة شركات رأس المال المخاطر تزيد المؤسسات الناشئة، وزيادة المؤسسات الناشئة تحفز شركات رأس المال المخاطر على الزيادة.

شكل رقم (4.1): علاقة رأس المال المخاطر بالشركات الناشئة



تقديم الأرباح في حال نجاحها

المصدر: من إعداد الطالبتين.

## المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية للدراسة

سندرج في هذا الجزء من الفصل بعض الدراسات التي تناولت موضوع رأس المال المخاطر والشركات الناشئة التي لها صلة بموضوع دراستنا، والاستفادة منها وكذا النتائج المتوصل إليها. قسمت هذه الدراسات إلى ثلاث فئات دراسات متعلقة برأس المال المخاطر ودراسات متعلقة بالشركات الناشئة ودراسات تجمع بينهما، وفيما يلي هذه الدراسات.

## المطلب الأول: الدراسات السابقة المتعلقة برأس المال المخاطر

سنعرض فيما يلي بعض الدراسات السابقة المتعلقة برأس المال المخاطر وهي كالتالي:

### 1. دراسة محمد سبتي، (2008-2009) بعنوان: فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة "finale"

تهدف هذه الدراسة الى التعريف بالنمط التمويلي المسمى "رأس المال المخاطر"، وإبراز أهميته لدفع عجلة الاستثمار والتنمية، عن طريق توفير التمويلات اللازمة للمشاريع الناشئة.

حيث تم التطرق الى التعريف بهذه التقنية التمويلية وإبراز مختلف الأطراف المتدخلة في هذه العملية، مع عرض تجربتي دولتين رائدتين في هذا المجال ألا وهما فرنسا والولايات المتحدة الأمريكية والتي حققت نتائج إيجابية، مشيراً الى نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر من خلال دراسة حالة شركة "finale" حيث توصل الى أن صناعة رأس المال المخاطر الجزائرية مازالت في بدايتها وتعاني نقائص كثيرة يجب العمل على تحسينها، وأهم أسباب ذلك أن الاقتصاد الجزائري اقتصاد استدانة وغياب ثقافة المقاولاتية والمغامرة والمخاطرة ويوجد الكثير مما يجب عمله من أجل النهوض بهذه الصناعة الواعدة حتى تتمكن من لعب الدور المنتظر منها في الاقتصاد الوطني.

ثم ختم دراسته بتقديم بعض التوصيات التي توصل إليها أهم العوامل التي يجب أخذها بعين الاعتبار لاستكمال متغيرات معادلة نجاح صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر، والتي أثبتت في مختلف البلدان أنها ركن وعنصر أساسي في نموذج التنمية المستدامة والتطور، مشيراً أن للمناخ الاستثماري في الجزائر أثر سلبي أي أنه من العقبات التي تجعل العمل على تحسينه حتى يتسنى تهيئة أرضية ملائمة لنمو صناعة رأس المال المخاطر بصفة خاصة والعملية الاستثمارية بصفة عامة.

## 2. دراسة عبيدش سامية، (2013-2014) بعنوان: شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة

تهدف هذه الدراسة للتطرق الى النمط الجديد في التمويل كبديل للتمويل التقليدي وكأسلوب جديد في خصوصية مؤسسات القطاع العام، وإعادة هيكلتها حيث تم تبيان جذور وأصول هذه الشركات وأهم المفاهيم الأساسية لها وأثرها على المنشآت التي تمولها واستنباط الجوانب الإيجابية والسلبية للقانون المنظم لها في الجزائر.

حيث توصل الباحث إلى أن لشركات رأس المال المخاطر دور في تغطية الاحتياجات الفعلية للمشاريع الناشئة التي بدورها لها انعكاسات إيجابية ملموسة على الاقتصاد القومي رغم المخاطر التي تتعرض لها والتي تغطيها شركات رأس المال المخاطر بقبولها تلك المخاطر أملا في التعويض المستقبلي، بالإضافة لمساهمتها في خلق المشاريع وتعتبر التمويل الأنسب لها والأكثر استجابة لخصائصها واحتياجاتها. وقدّم بعض التوصيات التي قد تمكن نشاط رأس المال المخاطر في الجزائر من تجاوز مختلف العقبات التي تواجهها في مثل هذا الأسلوب التمويلي إذ أنها نموذج لتحقيق التنمية المستدامة والتطور في عدد من دول العالم.

### المطلب الثاني: الدراسات السابقة المتعلقة بالشركات الناشئة

سننظر في هذا المطلب الى الدراسات السابقة المتعلقة بالشركات الناشئة:

## 1. دراسة بن فاضل وسيلة، طاهر زهير، (2020) بعنوان: تداعيات أزمة كوفيد-19 على السوق التمويلي لقطاع المؤسسات الناشئة "startups"

هدفت هذه الدراسة للإحاطة بمختلف التحديات المالية التي واجهتها المؤسسات الناشئة في ظل أزمة كوفيد-19 ولعل أصعب هذه التحديات تقلص التمويل، الناتج عن هذه الأزمة على أسواق تمويل هذه المؤسسات، مثال عن ذلك سوق رأس المال المخاطر الذي شهد انخفاضا ملحوظا في قطاع المؤسسات الناشئة، ونفس الانخفاض شهدته أسواق التمويل التشاركي، وأسواق الأسهم.

هذه التحديات دفعت بالدول والجهات الفاعلة لتقديم مجموعة من التدابير والسياسات المالية والتي تم جمعها ببحث شمل 20 دولة، لكن لوحظ أن أكثر التدابير المعمول بها ركزت بشكل كبير على تمويل المؤسسات الناشئة التي من شأنها تقديم حلول ابتكارية تساعد في مكافحة تفشي الوباء، ما جعل مؤسسات ناشئة أخرى خاصة التي تكون في المرحلة المبكرة، لا تستفيد من هذه السياسات، لذا توصي الدراسة إلى دعوة الحكومات إلى القيام بإجراءات للنهوض بقطاع المؤسسات الناشئة خصوصا التي تحتضن أفكار من

شأنها التخفيف من تداعيات الأزمة لكن دون إهمال باقي مؤسسات القطاع ، وتدعو الشركات الناشئة إلى إعادة ضبط استراتيجياتها بما يناسب الشح الذي ستشهده خلال المواسم القادمة.

2. دراسة فرحان الكلالدة، وآخرون، (2019) بعنوان: تقييم المساهمة الاقتصادية وإمكانية الشركات

### الناشئة العاملة في مجال التكنولوجيا

تهدف هذه الدراسة الى تقييم كمي لمساهمة الشركات الناشئة العاملة في مجال التكنولوجيا باستخدام البيانات على مستوى الشركات حيث ركزت على التعريفات ذات الصلة بالمفاهيم الأساسية ودراسة الحالة في الأردن، وتقييم التأثير الاقتصادي الكلي لهذه الشركات ثم تقديم اقتراحات.

حيث توصلت الدراسة الى تقديم بعض التعريفات للشركات الناشئة ودورة حياتها وبعض عوائق نموها، من بين التعاريف المقترحة للشركات الناشئة: "شركة نشطة مستقلة قانونيا لا يتجاوز عمرها عشر سنوات من تاريخ التسجيل الرسمي وتعمل في واحد أو أكثر من القطاعات ذات الإمكانيات المرتفعة النمو المرتفع"، وأهم عوائق نموها تتمثل في الضرائب، البيئة التنظيمية والضمان الاجتماعي. وتم التوصل الى بعض الاستنتاجات منها:

- ✓ الشركات الناشئة العاملة في مجال التكنولوجيا تساعد على دفع عجلة النمو الاقتصادي والاندماج.
- ✓ تتطلب الإدارة الفعالة الترويج للشركات الناشئة لغة مشتركة ومراجعة لمصادر البيانات ذات الصلة.

### المطلب الثالث: دراسات سابقة تناولت العلاقة بين رأس المال المخاطر والشركات الناشئة

يتناول هذا المطلب دراسات جمعت بين رأس المال والشركات الناشئة:

1. دراسة كلثوم فرحات، مفيد عبد اللاوي، (2020) بعنوان: رأس المال المغامر البديل الأمثل لتمويل

### المؤسسات الناشئة في الجزائر "SOFIANANCE" نموذجاً

هدفت هذه الدراسة إلى تبيان دور رأس المال المغامر في تمويل المؤسسات الناشئة، وذلك باعتماد المنهج الوصفي التحليلي، إذ تتميز المؤسسات الناشئة بارتفاع عدم التأكد ومخاطرها العالية بسبب الأفكار الريادية المبتكرة التي تتبناها لكن بالمقابل تتوافر لديها إمكانيات نمو، وعوائد مرتفعة في حال نجاحها. وفي ظل الاحتياجات المتزايدة لهذا النوع مع المؤسسات والشروط التي تفرضها وسائل التمويل التقليدية، لجأت هذه الأخيرة إلى التمويل عن طريق رأس المال المغامر الذي يعتبر تقنية تهدف لتوفير الأموال للمؤسسات ذات المخاطر العالية، وقد تم اعتماد شركة "SOFIANANCE" مثالا عن مؤسسات رأس المال المخاطر. ومن أهم ما توصلت إليه نتائج هذه الدراسة أن رأس المال المغامر يعتبر من بين أهم البدائل المستحدثة لمواجهة مشكل التمويل بالنسبة للمؤسسات الناشئة، كما يعتبر التمويل برأس المال المخاطر البديل الأمثل الذي يتماشى مع خصوصيات الشركات الناشئة.



## 2. دراسة ضياف عليّة، حمّانة كمال، (2016) بعنوان: رأس المال المخاطر اتجاه عالمي حديث لتمويل المؤسسات الناشئة - حالة الجزائر -

تهدف هذه الدراسة الى التعريف بتقنية رأس المال المخاطر كاتجاه عالمي حديث لتمويل المشاريع الناشئة، حيث تم التطرق الى مختلف الجوانب النظرية لمثل هذا النوع من أنواع التمويل مع تسليط الضوء الى فعالية الشركات الناشئة في الجزائر ودورها في التمويل مع الإشارة لشركة "SOFINANCE".

وقد تم التوصل الى:

✓ التمويل عن طريق رأس المال المخاطر هو البديل التمويلي الأمثل والملائم للشركات الناشئة فهو الحل لمشاكلها التمويلية؛

✓ صناعة رأس المال المخاطر تعتبر حديثة في الجزائر ويجب عمل الكثير من أجل النهوض بهذه الصناعة الواعدة لتمكين من لعب الدور المنتظر في الاقتصاد الوطني بدل الاعتماد على الجباية البترولية خاصة بعد انهيار أسعار البترول.

ومن أجل تحسين والنهوض بهذه الصناعة في الجزائر يجب العمل على تحسين الإطار القانوني والتشريعي الخاص به، والعمل على انشاء صناديق عمومية يتم توظيف أموالها في نشاط رأس المال المخاطر تكون موجهة لتمويل المراحل المبكرة جدا للمؤسسات الناشئة التي لا تحظى باهتمام كبير لدى الخواص، والتركيز على تكوين الموارد البشرية المتخصصة لتدعيم هذه الصناعة.

### ✓ التعليق على الدراسات السابقة:

تلقتي الدراسات الحالية مع الدراسات السابقة في كونها تعالج أهم وأحدث المواضيع في وقتنا الحالي لدورها في انعاش الاقتصاد وهي الشركات الناشئة والنمط التمويلي رأس المال المخاطر والعلاقة بينهما حيث تعتبر النقطة المشتركة مع معظم الدراسات المدرجة بالرغم من قلتها خاصة تلك التي تجمع رأس المال المخاطر بالشركات الناشئة.

أما جوانب الاختلاف فيمكن تلخيصها في النقطة التالية:

- بالرغم من أن الدراسات السابقة اعتمدت على نفس المنهج المتبع لعرض الجوانب النظرية للموضوع إلا أن الاختلاف يكمن في أن الدراسة الحالية تمت بالاعتماد على بيانات شركة أمريكية عكس معظم الدراسات السابقة التي كان إطار دراستها في الجزائر.

## خلاصة الفصل:

تناولنا في هذا الفصل مختلف المفاهيم النظرية حول رأس المال المخاطر والشركات الناشئة، حيث اتضح لنا من خلال المبحث الأول أنه لا يوجد مفهوم موحد لرأس المال المخاطر وذلك بسبب مجموعة من العوامل أهمها اختلاف مستوى التطور الاقتصادي لمختلف الدول، ويتم اللجوء اليه عادة لتغطية الاحتياجات التمويلية التي تعجز وسائل التمويل التقليدية عن تلبيتها وذلك لغياب الأصول التي تشكل الوعاء الرئيسي للضمانات التي تطلبها هذه الأخيرة، خاصة لتلك الشركات التي تتميز بمستوى مرتفع من المخاطر.

ويتطلب هذا التمويل توفر ثلاثة أطراف أساسية متمثلة في شركات رأس المال المخاطر، المستثمرون، المستفيدين لنجاح هذه العملية التي تسهم بدورها في تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي والتقليل من الآثار التضخمية، بالإضافة الى دعم الشركات الناشئة التي تعتبر شركات شابة تتميز بمخاطر مرتفعة لأنها تتبنى أفكار جديدة وابتكارية أملا في تحقيق نمو قوي وأرباح ضخمة وذلك من خلال تقديم حلول أكثر ملائمة لاحتياجات الأفراد. وتلعب هذه الشركات دورا كبيرا في خلق الثروة من خلال توفير فرص جديدة وزيادة الإنتاجية وتخفيف حدة الفقر.

أما المبحث الثاني فقد شمل بعض الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع الدراسة الحالية، التي تشابهت مع دراستنا كونها تطرقت لنفس متغيرات الدراسة مع اختلاف في الحدود الزمنية والمكانية.

وسنحاول إسقاط ما تم دراسته في هذا الفصل على نشاط رأس المال المخاطر الأمريكي في الفصل الثاني وذلك بالإعتماد على بيانات موقع "NVCA" والموقع الرسمي لشركة "Sequoia Capital".

**الفصل الثاني: دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية،  
خلال الفترة (2014-2020)، سكوايا كابيتال -  
Sequoia Capital - أنموذجا**

❖ **المبحث الأول: دراسة نشاط رأس المال المخاطر الأمريكي**  
❖ **المبحث الثاني: تحليل نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية  
في الشركات الناشئة – شركة Sequoia Capital سكوايا كابيتال-  
أنموذجا خلال الفترة (2014-2020)**

**تمهيد:**

بعد التطرق لأهم المفاهيم حول رأس المال المخاطر والشركات الناشئة، والاطلاع على الأدبيات التطبيقية للدراسة لأجل الاستفادة من النتائج المستوحاة منها، ودراسة العلاقة بين متغيرات الدراسة سنحاول في هذا الفصل التأكد من العلاقة الموجودة بينهما وتأثيرهما على بعضهما البعض، وذلك بما توفر لدينا من معطيات وإحصائيات ومعلومات مالية مستخرجة من تقارير "NVCA" والموقع الرسمي لشركة " Sequoia Capital" الأمريكية، خلال الفترة 2014-2020.

ولهذا سنتطرق في هذا الفصل إلى التجربة الأمريكية في صناعة رأس المال المخاطر، ودورها في تمويل الشركات الناشئة مع إسقاط الدراسة على شركة " Sequoia Capital"، ومحاولة تحليل مختلف البيانات المتعلقة بها، لنختم بخلاصة تضم أبرز ما توصلنا إليه من نتائج، وذلك بتقسيمه الى مبحثين:

❖ **المبحث الأول: دراسة نشاط رأس المال المخاطر الأمريكي**❖ **المبحث الثاني: تحليل نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الشركات****الناشئة خلال الفترة (2014-2020) -شركة "SEQUOIA CAPITAL"****سكوايا كابيتال - أنموذجا**

## المبحث الأول: دراسة نشاط رأس المال المخاطر الأمريكية

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية صاحبة أقوى اقتصاد عالمي، ولإدراكها مدى تأثير ومساهمة رأس المال المخاطر في النمو والازدهار الاقتصادي أولت أهمية كبيرة لهذه الصناعة من خلال توفير مجموعة من العوامل التي أسهمت في نجاحه أهمها تدخل الدولة والتسهيلات التي قامت بها. والتي سنتطرق إليها في هذا المبحث إضافة إلى آلية عمل هذا المصدر التمويلي.

### المطلب الأول: تطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

لقد تطور رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية، ففي سنة 1945 ظهر مفهوم "Capital Venture" ودخل حيز التطبيق لأول مرة على يد الجنرال الأمريكي دوريو "دوريو" ذو الأصول الفرنسية حيث قام بتأسيس أول شركة رأسمال مخاطر للبحث والتطوير "ARD"، وكان ذلك في مدينة بوسطن والتي كانت تحصل على مواردها المالية من مختلف المستثمرين كشركات التأمين، صناديق التقاعد والبنوك... الخ، وقد وضع "دوريو" مبتكر التمويل المخاطر بمفهومه الحديث ثلاث مبادئ أساسية يجب احترامها في عمليات رأس المال المخاطر وهي:<sup>1</sup>

✓ التحضير للانتظار لوقت طويل والتضحية بموارد مهمة في تسيير المحفظة المالية؛

✓ الاستثمار بكثير من الحذر ومع ذلك لا يجب توقع إلا القليل من النجاح؛

✓ معرفة كيفية إخراج شركات رأس المال المخاطر من المحفظة عندما تنتهي فترة مساهمتها في رأسمال المؤسسة للاستثمار في مشاريع أخرى.

ففي الخمس سنوات الأولى من إنشاء "ARD" كان 66% من استثماراتها في ميدان الكيمياء والتجهيزات الصناعية، لكن بعد ذلك انخفضت هذه النسبة لأن الربح أصبح أكبر عند الاستثمار في المشاريع الإلكترونية.

وقد تم تطوير الشركات الصغيرة المبتكرة في الصناعة الإلكترونية في بداية الخمسينات حيث اجتاحت العالم بمنتجاتها الجديدة، فتم وضع قانون المنشآت الصغيرة في 1958 الذي يحث على ضرورة دعم هذه المنشآت من طرف الدولة بإنشاء وكالة فدرالية مكلفة بدعم المنشآت الصغيرة تتمثل في "إدارة المنشآت الصغيرة" وقد أثبتت فعاليتها، حيث أخذت صناعة رأس المال المخاطر بالانطلاق في الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة ما بين 1955 و1969 وتم إحصاء عدة مجموعات نشطة بين الخواص والدولة.

<sup>1</sup> سامية عبديش، شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة، رسالة ماجستير، تخصص القانون العام، كلية الحقوق، جامعة قسنطينة 1، 2013-2014، ص ص 15، 16.

إلا أن حجم الاستثمارات شهد عدم الاستقرار في الفترة الممتدة ما بين 1969 و1979 حيث ارتفع تارة وانخفض تارة أخرى، ليعود للانتشار بعد ذلك نتيجة لاتخاذ جملة من الإجراءات أهمها :

✓ اتخاذ إجراءات لتخفيض الضرائب على القيمة المضافة المحققة سنة 1978 وهذا ما أدى إلى دفع حقيقي لتطوير رأس المال المخاطر.

وحسب الإحصائيات التي أجريت في بداية التسعينات إلى غاية 2006 فإن الولايات المتحدة الأمريكية تحتل المرتبة الأولى عالميا في نشاط شركات رأس المال المخاطر، حيث عرف هذا النشاط انتعاشا كبيرا وتطورا ملحوظا لم يكن وليد الصدفة، بل نتيجة لجهود الدولة الأمريكية في وضع بيئة تنظيمية وتشريعية ودعم حكومي في شكل سياسات داعمة للابتكار ولقوانين الضرائب المرتبطة بها.

ويترجم هذا الدعم بوضع عدة برامج حكومية لدعم المشاريع الناشئة كبرنامج مؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة، بالإضافة إلى عدة برامج تكميلية أخرى.

وقد لعبت "هضبة السيلكون" دورا هاما في انتشار هذا النشاط، إضافة إلى دور "الجمعية الوطنية لرأس المال المخاطر NVCA" التي ساهمت في نشر الوعي لدى الناس والمجتمعات وزرع ثقافة رأس المال المخاطر حيث دعمت ما يزيد عن 480 مؤسسة حقوق ملكية خاصة، كما ساهمت في بناء قطاع متنوع وتوزيع مناخ الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية.

كما أسهم في دعم هذه الشركات إنشاء سوق ناسداك "NASDAQ" سنة 1971 كبديل عن بورصة نيويورك الذي خصص للمشاريع الناشئة، وأصبح أول سوق الكتروني في العالم<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: عوامل نجاح صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

شهدت صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية منذ ظهورها تطورا مستمرا، لتحقيق نجاحا باهر يفوق بامتياز كل ما تم تحقيقه في أي مكان آخر من العالم، ولعل أهم أسباب هذا النجاح هي<sup>2</sup>:

#### 1. تدخل الدولة:

لعبت السلطات العمومية الأمريكية دورا فاعلا في تطوير صناعة رأس المال المخاطر الوطنية بأشكال عديدة، لعل أبرزها يتمثل في البرامج الحكومية المختلفة، التي تهدف إلى خلق إطار ملائم للإبداع و/أو تمويله.

<sup>1</sup> سامية عبديش، مرجع سبق ذكره، ص ص 15، 16.

<sup>2</sup> محمد سبتي، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

ونذكر فيما يلي أهم هذه البرامج:<sup>1</sup>

### ✓ برنامج مؤسسات الإستثمار في المنشآت الصغيرة "SBIC" :

إن إطلاق الاتحاد السوفياتي للقمر الصناعي "Sputnik" سنة 1957 خلق مخاوف حول تجاوز السوفيات للأمريكيين في القطاع التكنولوجي، لذا أطلق هذا البرنامج سنة 1958 من طرف الكونغرس الأمريكي من أجل تشجيع الاستثمار في المنشآت الصغيرة، البرنامج عبارة عن مؤسسات استثمار بالأموال الخاصة والقروض، تقوم أيضا بتقديم النصائح للمشاريع الصغيرة الناشئة. تعمل هذه المؤسسات تحت وصاية إدارة المنشآت الصغيرة "SBA" التي توفر لها تنظيمها القانوني. والتي أسست سنة 1953 لتقديم المساعدة المالية، التقنية والتسييرية للأمريكيين حتى يتمكنوا من إطلاق وتطوير منشآتهم .

يقوم تمويل "SBIC" على أثر الرفع المالي وعلى شراكة بين القطاعين العام والخاص، حيث تقدم إدارة المنشآت الصغيرة 2 مليون دولار في حين تقدم شركة الاستثمار الخاصة "SBIC" المرخصة من طرف إدارة المنشآت الصغيرة مليون دولار (بهدف ربحي) للمشاريع الناشئة، جزء من التمويل يأخذ شكل قروض بنكية وسندات. كما يعطي قانون إدارة المنشآت الصغيرة الحق لمؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة في الحصول على قروض من الدولة بمعدلات مخفضة.

تنظيم مؤسسات الاستثمار في المنشآت الصغيرة تقني ومعقد جدا، وتتمثل القواعد الأساسية وقيود نشاط هذه المؤسسات في:

✓ الاستثمار لا يمكن أن يتعدى 20% من رأس مال المؤسسة الاستثمارية؛

✓ وحدها المنشآت الصغيرة يمكنها الحصول على تمويل "SBIC"، وهي تلك التي تقل ذمتها المالية الصافية عن 6 مليون دولار ونتيجتها الصافية عن 2 مليون دولار؛

✓ المساهمات يجب أن تكون ذات أقلية؛

✓ سقف الهامش بين معدل قروض المحافظ المالية والمعدل المخفض للقروض الفدرالية محدد ب 6 أو 7% حسب الحالة .

إن وزن هذا البرنامج في صناعة رأس المال المخاطر من حيث مبالغ الأموال المقدمة كان يمثل 75%، لكنه تراجع ليستقر في حدود 20% سنة 2000، وأصبح يتوجه لطور الانطلاق الذي لا يجتذب الكثير من المستثمرين.

### ✓ برنامج أبحاث ابتكار المنشآت الصغيرة "Research Innovation Business Small":

<sup>1</sup> محمد سبتي، المرجع السابق، ص ص 102، 103.

أطلق سنة 1982 بهدف دعم الابتكار في المنشآت الصغيرة بواسطة المساعدات المقدمة من طرف وكالات البحث الفدرالية الكبيرة (الدفاع، الصحة، الطاقة...)، حيث أن كل وكالة تعنى بتخصيص جزء من ميزانيتها لهذه المنشآت (حوالي 5.2% فقط من إجمالي ميزانيتها) من أجل تمويل مشاريع تحددتها الوكالة. تعود حقوق ملكية التكنولوجيا المطورة في إطار دعم برنامج "SBIR" للمنشأة، في حين تحتفظ الوكالة بحق الاستغلال المجاني لهذه التكنولوجيا.

يعتبر برنامج أبحاث ابتكار المنشآت الصغيرة ثاني أهم برنامج يستهدف المشاريع الصغيرة وبالتالي يخدم بطريقة غير مباشرة مصلحة سوق رأس المال المخاطر الأمريكي، حيث أنفق أكثر من 7 ملايين دولار بين سنتي 1993 و1997. كما أن المنشآت المستفيدة منه تحقق نتائج أحسن في التشغيل والمبيعات، وتزداد فرصتها في الحصول على تمويل رأس المال المخاطر مستقبلاً<sup>1</sup>.

#### ✓ برامج أخرى:

يعتبر الكثير من الباحثين البرنامجين المذكورين أهم البرامج الحكومية الأمريكية التي أسهمت بشكل أو بآخر في تطوير صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية. كما توجد هناك برامج أخرى نوجز ذكر أهمها فيما يلي:

- قانون "BAYH-DOLE" الذي تبناه الكونغرس سنة 1980 بعد اقتراح من السيناتورين "BIRCH" و"ROBERT DOLE". يعطي هذا القانون للجامعات الأمريكية والمنشآت الصغيرة، حق التصرف والاستغلال التجاري لحقوق الملكية الفكرية لابتكاراتها، ويعتبر هذا القانون بمثابة المشجع للجامعات على المساهمة في نشاطات نقل التكنولوجيا؛
- برنامج تحويل تكنولوجيا المنشآت الصغيرة: أطلق سنة 1992، وهدفه الرئيسي توجيه البحث والتطوير الذي يمارس في الجامعات والمختبرات الحكومية نحو التسويق؛
- برنامج شراكة التكنولوجيا الصناعية؛
- اتفاقيات البحث والتطوير المشترك؛
- برنامج التصنيع والتوسيع؛
- قانون تحويل التكنولوجيا الفدرالية.

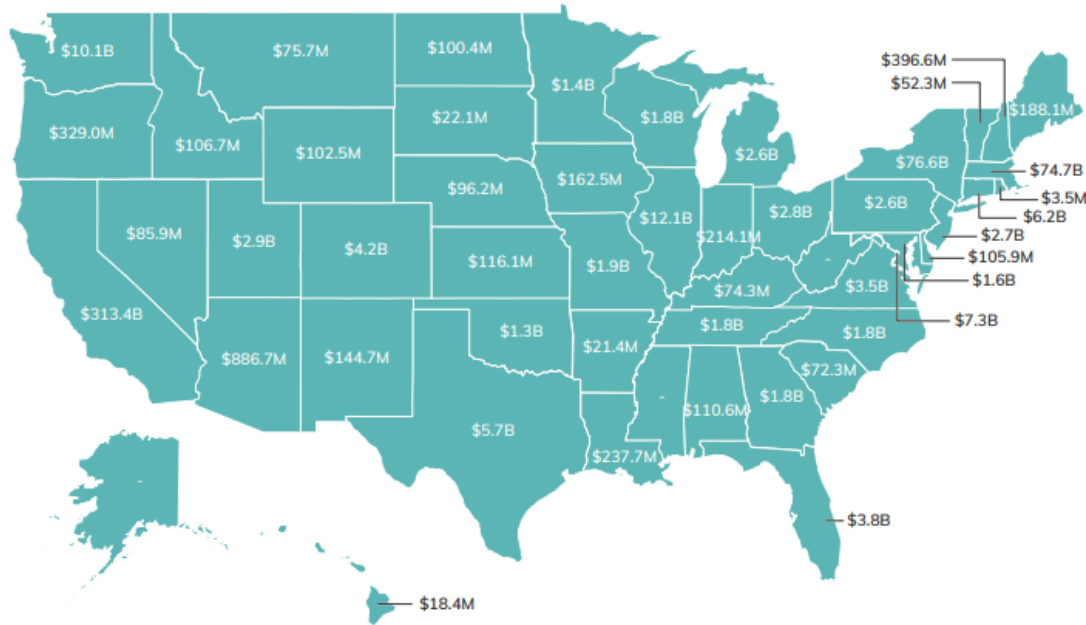
<sup>1</sup> محمد سبتي، المرجع السابق، ص ص 103، 104.



يبدو جليا أن الدولة الأمريكية لعبت دورا محوريا في تطوير صناعة رأس المال المخاطر، بتهيئة الإطار القانوني الذي يخدم هذه الصناعة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة<sup>1</sup>.

2. دور "هضبة السيلكون": تعتبر هضبة السيلكون أبرز معالم صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية، وأكثر العوامل التي ساهمت في نجاحها. حيث أنها المنطقة التي تحقق أكبر المبالغ الاستثمارية، كما يبدو في الشكل رقم (1.2). إن وصف الهضبة يبين تمركز عدة أطراف تلعب دورا مفتاحيا في عملية الإبداع والصناعة التكنولوجية في نطاق جغرافي ضيق بولاية كاليفورنيا ضمن رواق يقل عن 50 كيلومتر.

### شكل رقم(1.2): توزيع الأصول حسب الولاية



Source: National Venture Capital Association (NVCA), **nvca yearbook 2021**, Data provided by Pitchbook, P :19, [https://nvca.org/wp-content/uploads/2021/03/NVCA-2021-Yearbook.pdf?fbclid=IwAR3ZO\\_PnVUhh3flimT69aTTLjpG35bUaknPrzdt7Hjcci8De4-CQKFANTss](https://nvca.org/wp-content/uploads/2021/03/NVCA-2021-Yearbook.pdf?fbclid=IwAR3ZO_PnVUhh3flimT69aTTLjpG35bUaknPrzdt7Hjcci8De4-CQKFANTss), consulté le 29/05/2021.

أما بالنسبة لتاريخ الهضبة فهو يعود إلى 1955، وهي سنة إنشاء مختبر "Schockley" الذي كان وراء ظهور منشأة "FAIRCHILD SEMI-CONDUCTOR" التي انبثقت عنها عدة منشآت عرف بعضها نموا إستثنائيا، وأشهرها "Intel". لكن هناك من يظن أنها أقدم من ذلك، ويعود تاريخها إلى 1938 سنة إنشاء "HEWLETT PACKARD"، حيث ينسب تجمع الصناعة الإلكترونية في هضبة السيلكون للجامعي "FREDERICK TERMAN"، الذي أنشأ بعد الحرب العالمية الأولى الحديقة التكنولوجية لستانفورد، أين قام العديد من المهندسين بتطوير ابتكارات عديدة لسد احتياجات الدفاع (خاصة في مجال الاتصال) خلال الحرب العالمية الثانية والحرب الباردة.

<sup>1</sup> محمد سبتي، المرجع السابق ص ص 104، 105.

تضم هضبة السيلكون ثلاثة عناصر أساسية ساهمت في تطور رأس المال المخاطر: <sup>1</sup>

#### ✓ العنصر الأول:

يتمثل في الجامعات ومراكز البحث التابعة للتنظيمات العمومية والمؤسسات الكبيرة، يشكل هذا العنصر خزاناً للمبادرين المستقبليين.

#### ✓ العنصر الثاني:

يتمثل في مؤسسات رأس المال المخاطر التي ينشئها مهندسون ومسيريون وليس ماليين كما هو سائد في مناطق أخرى، حيث احتضنت الهضبة إنشاء أول مؤسسات رأس المال المخاطر، ولحد اليوم مازالت تحتل الصدارة بل وتمثل نسبة هامة من حيث عدد مؤسسات رأس المال المخاطر الأمريكية.

#### ✓ العنصر الثالث:

ورغم أهميته فإن الكثيرين يجهلونه، ويتمثل في الوسطاء المتخصصين الذين يساندون إنشاء ونمو المشاريع الناشئة، كالمحامين، المستشارين ... حيث وزيادة على الخدمات التي يقدمونها، نجدهم يصلون بين المنشآت ومؤسسات رأس المال المخاطر ما يسهل إنشاءها.

لعل أحد أهم أسباب نجاح صناعة رأس المال المخاطر في هضبة السيلكون هو القرب الجغرافي والتنظيم في إطار شبكة، يتم من خلالها انتقال المعلومة في كل الاتجاهات. حيث نجد المخاطر برأس المال يشارك في ملتقيات جامعية، آخر يستجد بخبرة عالم، أو مقال يطلب من باحث التدقيق في النموذج الأولي لمشروعه... الأمر الذي يعد مختلف عن السيناريو التقليدي أين تسود السرية والتكتم على الإبداع إلى غاية إطلاقه، التبادل في هضبة السيلكون غير سوقي لكنه في نفس الوقت غير مجاني بل يقوم على مبدأ "أخذ/مقابل".

للتنظيم ضمن شبكة مزايا عديدة، وتعتبر "ANNALEE SAXENIAN" أول من تناولت الموضوع سنة 1991، واعتبرت أن ما يشجع المقال على التخصص في تكنولوجيا حديثة هو إمكانية حصوله على موارد ومهارات هي في الأصل حكر على المؤسسات الكبيرة، كما يشجع تقاسم التكاليف والمخاطر بين مختلف الأطراف على التوسع في نفقات البحث والتطوير.

إن تنظيم هضبة السيلكون، كما يصفه البعض بالنظام الإيكولوجي ecosystem، كون المحيط الملائم لتطور صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية.

### 3. دور "سوق ناسداك" "NASDAQ":

<sup>1</sup> محمد السبتي، المرجع السابق، ص: 106.

لا يمكن الحديث عن الدور الذي لعبته العوامل السابقة الذكر في تطوير صناعة رأس المال المخاطر دون الحديث عن الدور المحوري الذي لعبه "سوق ناسداك المالي". بما أن السوق المالي يعتبر المستأنف المفضل للمخاطرين برأس المال، ولعدم إمكانية إدراج المشاريع الصغيرة الشابة ببورصة نيويورك "NYSE"، أنشئ "سوق ناسداك" كبديل لهذه الأخيرة سنة 1971، وهو موجه خصيصاً للمشاريع الناشئة متوسطة القيمة. بعد أن اجتاز بورصة نيويورك سنة 1990 من حيث عدد الشركات المدرجة به، أصبح ناسداك أكبر سوق مالي متخصص في الإلكترونيات، حيث بلغ عدد الشركات المدرجة به 3200 مقابل 2764 ببورصة نيويورك نهاية سنة 2006.

عاملين أساسيين شجعاً تخصص سوق ناسداك:<sup>1</sup>

✓ تشريع أقل تشدد مكن من إدراج المنشآت التي تملك ماضي مالي متواضع؛

✓ النجاحات غير المتوقعة التي حققتها منشآت هضبة السيلكون التي أدرجت به.

لعل الدور الأساسي الذي يلعبه سوق ناسداك هو توفيره إمكانية خروج المخاطر برأس المال، واسترجاع الأموال المستثمرة وتحقيق القيمة المضافة المأمولة، ما يضمن سيولة العملية. إضافة إلى باقي الأدوار التي يلعبها أي سوق مالي كمحرك للنشاط الاقتصادي.

#### 4. عوامل أخرى:

إضافة إلى العوامل السابقة الذكر، توجد عدة عوامل أخرى ساهمت في تطوير أو نجاح صناعة رأس المال المخاطر الأمريكية بشكل أو بآخر، نذكر من بينها:<sup>2</sup>

✓ صناديق التقاعد:

تبرز صناديق التقاعد كعامل أساسي باستمرار وبشكل متزايد، بفضل المبالغ المعتبرة التي تقدمها كل سنة لنشاط رأس المال المخاطر؛

✓ ملائكة الأعمال:

يلعبون دوراً بارزاً، وهم في الولايات المتحدة أكثر عدداً ونشاطاً من أي مكان آخر في العالم، ويقدمون الأموال لمشاريع ناشئة في قطاعات يعرفونها بشكل جيد؛

✓ ديناميكية السوق التكنولوجي:

<sup>1</sup> محمد السبتي، المرجع السابق، ص: 107.

<sup>2</sup> المرجع السابق، ص: 108.

يمثل السوق التكنولوجي الأمريكي 50% من السوق العالمي، ويتميز بتسابق حاد من أجل الاستجابة للتعطش الكبير للمنتجات التكنولوجية.

وحتى تتمكن المؤسسات الكبيرة من الحفاظ على حصصها السوقية ووضعيتها الريادة، فإنها تقوم بتطوير منتجات فائقة التكنولوجيا لدى المشاريع الناشئة؛

### ✓ التقدم التكنولوجي:

التقدم التكنولوجي المستمر في مجال البحث، الابتكار، التصنيع والذي يقدر بسنتين مقارنة بأوروبا.

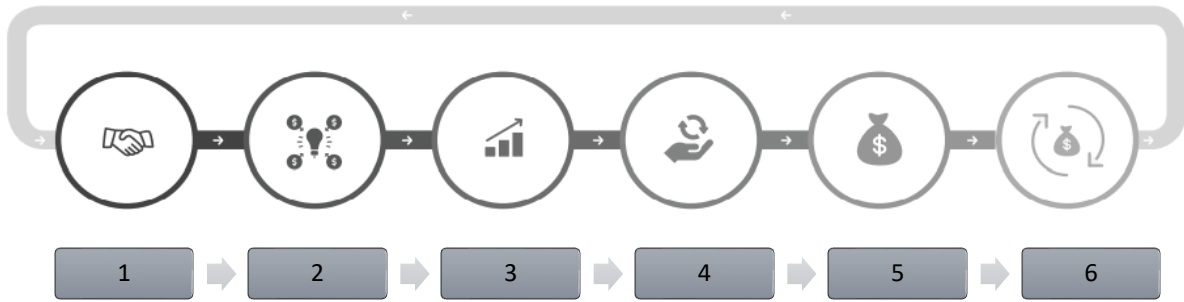
يبدو أن كون الولايات المتحدة الأمريكية الرائد العالمي في صناعة رأس المال المخاطر بلا منازع لم يكن محض الصدفة، بل هو نتاج عمل متكامل ساهمت فيه أطراف وعوامل عدة.

### المطلب الثالث: آلية عمل رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

سننتقل إلى الكيفية التي يعمل بها رأس المال المخاطر في أمريكا على شكل خطوات موضحة في

الشكل الآتي:

### الشكل رقم (2.2): آليات عمل رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية



Source: **nvca**, Op. cit, p: 11.

ومن خلال الشكل نجد ان آليات عمل رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية تتمثل

في:<sup>1</sup>

### 1. جمع التمويل:

تقوم شركات رأس المال المخاطر بجمع الأموال من طرف شركائها المحدودين (LPS)، ذوي السيولة.

### 2. الاستثمار:

<sup>1</sup> Idem.

عادة تستثمر شركات رأس المال المخاطر في شركات شابة ويافعة ذات احتمالات نمو عالية، والتي تحتاج إلى رأس المال على نطاق واسع.

### 3. نمو الشركة:

تقدم شركات رأس المال المخاطر إدارة نشطة، كما تعمل كمستشارين موجهين، مع أخذها لمقاعد في الإدارة، كما توفر النصائح الاستراتيجية وتقدم التسهيلات.

### 4. الخروج:

بعد 5-10 سنوات من انشاء شركة عالية النمو، يخرج رأس المال المخاطر إما عن طريق الاستحواذ أو الطرح العام للاكتتاب، ويعتبر الطرح العام للاكتتاب أفضل لما يوفره من مميزات مثل: رأس المال أكبر، عوائد أكثر، بالإضافة لخلق وظائف محلية.

### 5. العوائد:

بالإضافة الى الشركات المستفيدة من الحصول على تمويل من طرف شركات رأس المال المخاطر، حققت هذه الأخيرة والشركاء المحدودين، عوائد على استثماراتهم بالإضافة إلى ذلك، خلق وظائف جديدة، توفير رأس مال أكبر للباحثين الجامعيين، والمتقاعدين، وتوفير المزيد من الموارد المالية لعمل شركات رأس المال المخاطر.

### 6. إعادة الاستثمار:

بعد نهاية الاستثمار وتوزيع الأرباح على الشركاء المحدودين (LPS) يقومون بإعادة استثمار هذه الأموال في مشاريع جديدة.

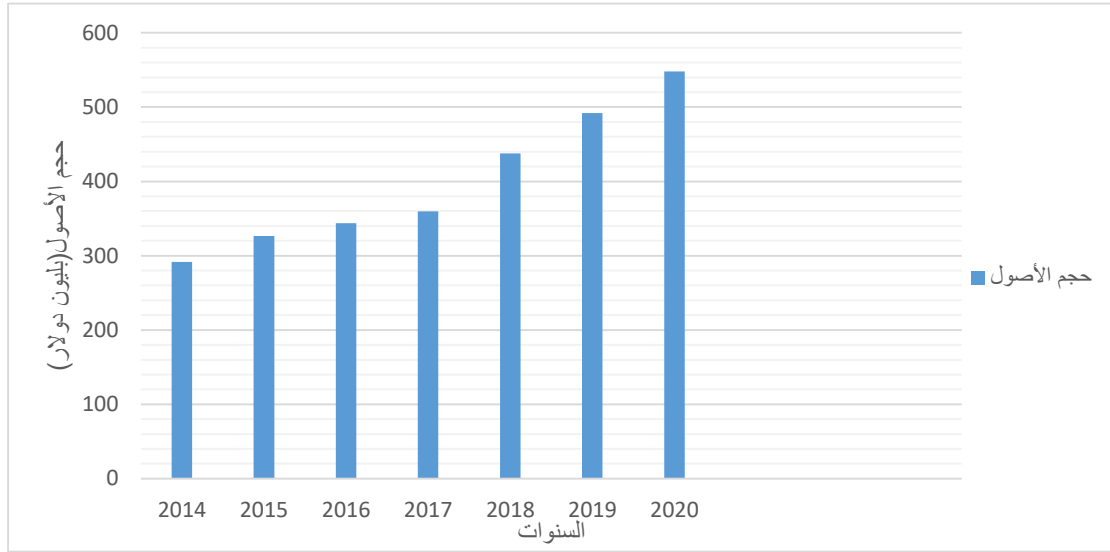
### المطلب الرابع: نشاط رأس مال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

سوف نتطرق في هذا المبحث الى نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية حسب مجموعة من المعايير وهي كالاتي:

#### أولاً: حجم الأصول

سنقوم بتحليل حجم أصول شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الفترة الزمنية من 2014-2020 كما هو موضح في الشكل الآتي:

## شكل رقم (3.2): حجم الأصول المسيرة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية



Source: Ibid, p: 13.

نلاحظ أن قيمة الأصول المسيرة في ارتفاع مستمر منذ 2014 الى غاية 2020، وبالرغم من التحديات الهائلة لعام 2020 استمرت هذه الأصول في النمو وحافظت الولايات المتحدة الأمريكية على قدرتها التنافسية، وقد شكلت ثلاث ولايات مجتمعة 85% من اجمالي الأصول الرأسمالية في الولايات المتحدة عام 2020 تتمثل في " كاليفورنيا"، " ماساتشوستس " و "نيويورك" وتظهر قيمتها في الجدول التالي:

## جدول رقم (1.2): أفضل خمس ولايات أمريكية حسب حجم الأصول 2020

الوحدة: بليون دولار

الولاية	حجم الأصول
كاليفورنيا	313.4
نيويورك	76.6
ماساتشوستس	74.7
إلينوي	12.1
واشنطن	10.1
المجموع	486.9

Source: Ibid, p: 19.

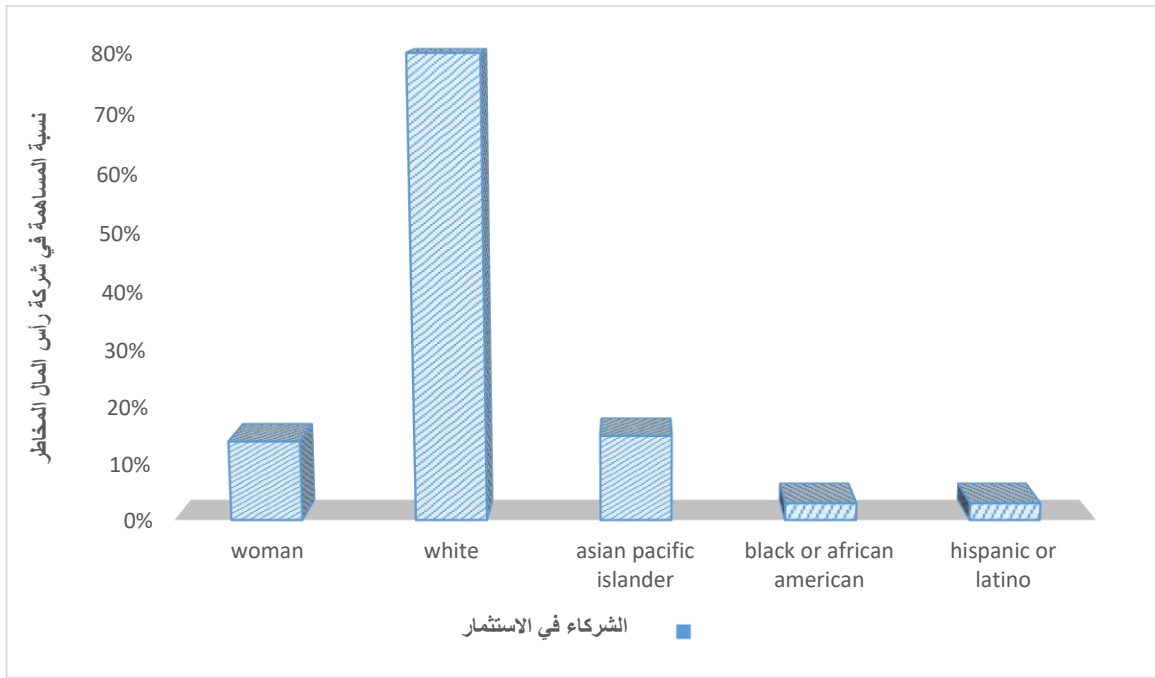
نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن حجم الأصول لأفضل خمس ولايات في أمريكا يبلغ 486.9 بليون دولار، ويتضح من خلاله أن كاليفورنيا تحتل المرتبة الأولى بقيمة 313.4 بليون دولار وهذا ما يعادل 64% من حجم الأصول الإجمالي، وهذا الحجم كبير جدا مقارنة بالولايات الأخرى وتليها نيويورك بـ 76,6

بليون دولار، ثم ماساتشوستس بقيمة 74.7 بليون دولار تليها إلينوي بـ 12.1، وأخيرا واشنطن 10.1 بليون دولار.

### ثانيا: المستثمرين حسب عرقهم

عرفت شركات رأس المال المخاطر الأمريكية إقبالا من مختلف المستثمرين مع اختلاف جنسهم أو أصلهم وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم(4.2): شركاء الاستثمار في شركات رأس المخاطر



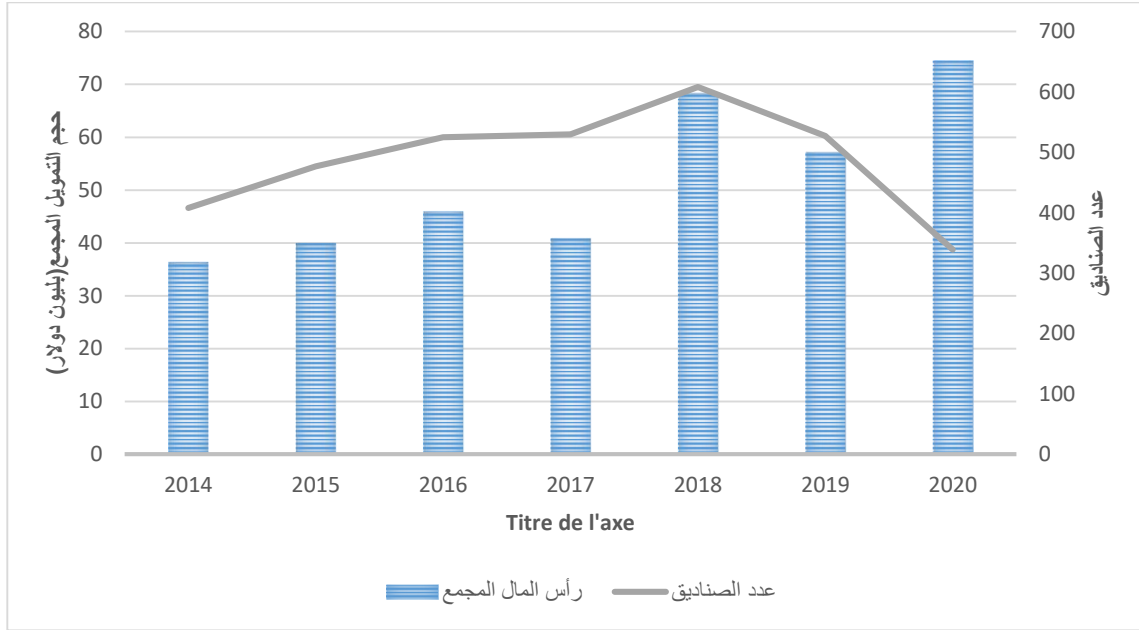
Source: <https://nvca.org/research/nvca-yearbook/>, consulté le 05/06/2021.

يوضح الشكل أعلاه شركاء الاستثمار في شركات رأس المال المخاطر، حيث نلاحظ أن أغلبية المساهمين في تمويلها هم البيض بنسبة حوالي 80%.

### ثالثا: حجم التمويل المجمع

حتى تستطيع شركات رأس المال المخاطر القيام بمهمتها التمويلية لابد من تجميع أموال تتلاءم واحتياجات الشركات ويوضح الشكل الموالي حجم التمويل المجمع حسب السنوات:

## الشكل رقم(5.2): حجم الأموال المجمعة من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية.



Source: nvca, Op.cit, p: 22.

نلاحظ من خلال الشكل الموضح وجود ارتفاع طفيف في الفترة 2014-2016 من حيث حجم الأموال المجمعة، ثم انخفاض سنة 2017 بحوالي 50 بليون دولار، ليرتفع مجددا في السنة الموالية حيث بلغ 68.4 بليون دولار، ليعود للانخفاض مجددا سنة 2019 بحوالي 57 دولار، وفي سنة 2020 بلغ أقصى قيمة له حيث تم جمع 74.5 بليون دولار، وهذا راجع إلى السياسة المتبعة من طرف الدولة من خلال تقديمها الدعم اللازم من أجل تخطي أزمة كورونا، بالإضافة إلى أطراف أخرى أسهمت في ذلك. وذلك من أجل ضمان استمرارية نشاط الشركات لاسيما الناشئة التي تؤثر بدرجات كبيرة على الاقتصاد والتي في حال فشلها ستؤدي لانتهياره.

إن حجم الأموال المجمعة في شركات رأس المال المخاطر معتبرة وذلك يعود لاهتمام الولايات المتحدة الأمريكية بصناعة رأس المال المخاطر بشكل كبير.



## المبحث الثاني: تحليل نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في الشركات الناشئة

### -شركة "Sequoia Capital" سكوايا كابيتال-أنموذجا خلال الفترة (2014-2020)

تعتبر الشركات الناشئة الوجهة المفضلة لشركات رأس المال المخاطر الأمريكية لاسيما والعوائد الضخمة التي تحققها، وسنحاول في هذا المبحث تحليل نشاط شركات رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة مع اعتماد شركة "Sequoia Capital" نموذجا.

#### المطلب الأول: دراسة نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية

سننتظر هنا الى تعريف الشركة الناشئة وكيفية تدخل رأس المال المخاطر الأمريكي في تمويلها بالإضافة إلى ذكر أهم الشركات الناشئة في الولايات المتحدة الأمريكية، مع تحليل نشاط رأس المال المخاطر في تمويل هذه الشركات، وذلك بالاعتماد على مجموعة من المعايير منها حجم التمويل المقدم، عدد الصفقات المبرمة، عدد الصفقات حسب المراحل، نسبة التمويل المقدم حسب المراحل، طرق الخروج.

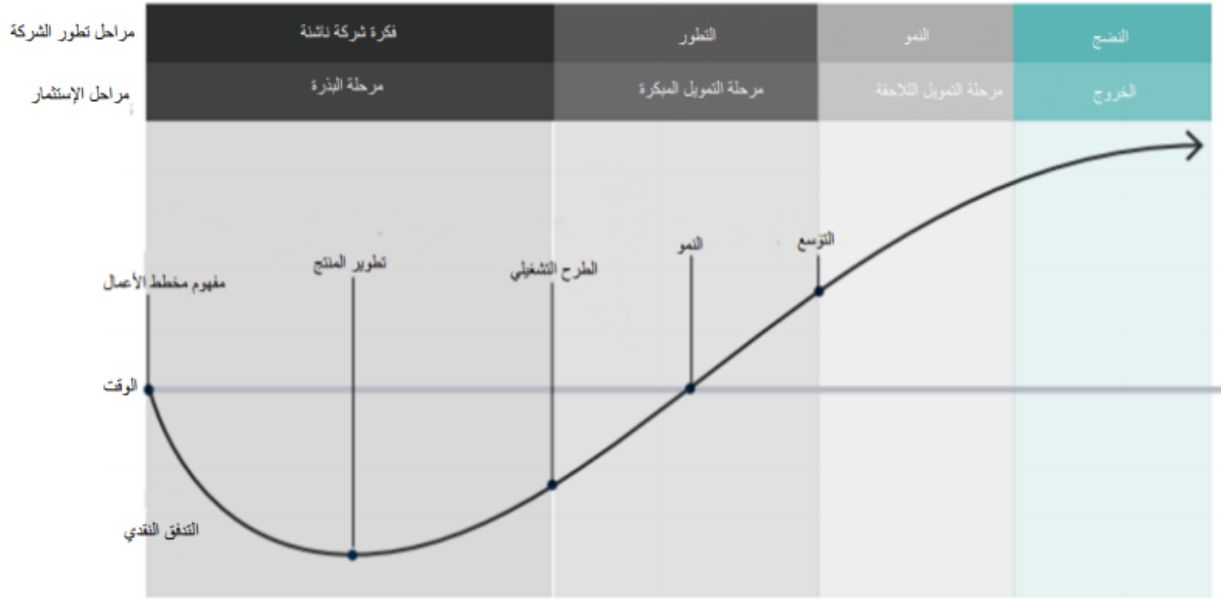
#### 1. تعريف الشركة الناشئة

يمكن تعريف الشركات الناشئة بأنها: كيانات اقتصادية حديثة الولادة تكافح من أجل الوجود، تركز على إنشاء منتجات عالية التقنية ومبتكرة، وتهدف إلى تنمية أعمالها بقوة في أسواق قابلة للتوسع وفي الوقت ذاته تواجه الشركات الناشئة المخاطر في الغالب بل وأيضا عدم اليقين، مما يعني عدم القدرة على التعرف على جميع المتغيرات ذات الصلة والأداء والتعبير عنها.<sup>1</sup>

من أهم مصادر تمويل الشركات الناشئة رأس المال المخاطر والشكل الموالي يمثل الدور الذي يلعبه رأس المال المخاطر في تمويل هذه الشركات حسب الولايات المتحدة الأمريكية.

<sup>1</sup> سارة بوعدلة، هديات خديجة بن الطيب، مرجع سبق ذكره، ص: 67.

## الشكل رقم(6.2): كيفية تمويل رأس المال المخاطر للشركات الناشئة.



Source: nvca, Op.cit, p: 09.

يمول رأس المال المخاطر الأمريكي الشركات الناشئة في مختلف مراحل نموها، من مرحلة البذرة، مرحلة التمويل المبكرة، مرحلة التمويل اللاحقة، ليتم مهمته بالخروج من هذه الشركات.

## 2. جولات تمويل الشركات الناشئة

تتمثل في مايلي:<sup>1</sup>

✓ البذرة SEED:

هي أول قيمة تمويل تحتاجها كل شركة ناشئة ولا يمكنها الاستمرار دونها، حيث تحتاجها للانتقال للخطوة الثانية وتحولها من مجرد فكرة إلى مرحلة تطوير منتج أو القيام بأبحاث السوق، غالبا ما يتم تجميعها من طرف العائلة أو الأصدقاء أو المستثمرين الملاك وأيضا شركات رأس المال المخاطر، لكن أبرز من يقوم بتمويلها المستثمرين الملاك، في حال عدم حصول الشركات الناشئة على تمويل البذرة تختفي. عادة ما يتراوح حجم التمويل المقدم في هذه المرحلة بين 500000 دولار و 2 مليون دولار.

✓ السلسلة A:

عند وصول الشركة الناشئة إلى مرحلة التأسيس تكون بحاجة إلى تمويل أكبر عادة من أجل تطوير نموذج عملها، في هذه المرحلة تكون لديها نقاط قوة تسمح لها بجذب المستثمرين قد تكون نقطة القوة إيرادات أو عملاء وغيرها. غالبا ما يتم تمويل السلسلة A من طرف شركات رأس المال المخاطر رغم مشاركة

<sup>1</sup> Emma McGowan, Series A,B,C,D, and E Funding : How it Works, <https://www.startups.com/library/expert-advice/series-funding-a-b-c-d-e> , consulté le 22/06/2021.

المستثمرين الملاك أحيانا ولكن بنسبة قليلة، نظرا لكون الاحتياجات الاستثمارية في هذه المرحلة أكبر من المرحلة السابقة. يتراوح حجم التمويل المقدم بين 2 مليون دولار و15 مليون دولار.

#### ✓ السلسلة B:

الشركة الناشئة التي وصلت إلى مرحلة حيث تكون قادرة على رفع جولة من السلسلة B قد وجدت بالفعل أن منتجها أو سوقها مناسب وتحتاج لمساعدة من أجل التوسع، لا يقتصر التوسع على اكتساب المزيد من العملاء فقط، بل يتعداه إلى تنمية فريق العمل ليتمكن من خدمة قاعدة العملاء المتزايدة، تساهم الأموال المتحصل عليها من السلسلة B في توفير النفقات التمويلية المتعلقة بتوظيف الكفاءات الوظيفية من أجل تحقيق ميزة تنافسية. عادة ما يأتي تمويل السلسلة B من شركات رأس المال المخاطر وغالبا ما تكون نفس الشركة الممولة للجولة السابقة من أجل ضمان بقاء نصيبها من الأرباح كبيرا. يبلغ حجم التمويل بهذه السلسلة من 7 مليون دولار حتى 10 مليون دولار.

#### ✓ السلسلة C:

الشركات التي وصلت إلى مرحلة التمويل عن طريق السلسلة C، تتميز بعملها الجيد واستعدادها للتوسع في أسواق جديدة أو الاستحواذ على شركات أخرى أو تطوير منتجات جديدة، بصفة عامة الرغبة في التوسع على نطاق عالمي، غالبا ما تكون السلسلة C الجولة الأخيرة التي ترفع من خلالها الشركة رأس مالها، لكن هناك شركات أخرى تلجأ لسلاسل من نوع E و D. ومع ذلك فمن الشائع أن تكون السلسلة C بمثابة الدفعة الأخيرة لإعداد الشركة للاكتتاب العام أو الاستحواذ. مصدر أموال السلسلة C عادة هو شركات رأس المال المخاطر التي تستثمر في الشركات الناشئة في المراحل الأخيرة، شركات الأسهم الخاصة، والبنوك وحتى صناديق التحوط. يتراوح حجم التمويل المقدم في هذه السلسلة 26 مليون دولار في المتوسط.

#### ✓ سلسلة D:

تعتبر جولة التمويل من السلسلة D أكثر تعقيدا من الجولات السابقة، كما ذكرنا سابقا، تنتهي العديد من الشركات من جمع الأموال خلال السلسلة C ومع ذلك هناك بعض الأسباب التي تدفع الشركة لاختيار رفع رأس المال من نوع سلسلة D حيث تنقسم إلى:

#### • أسباب إيجابية

وتتمثل في:

- عندما تكتشف الشركات فرصة جديدة للتوسع قبل الطرح العام للاكتتاب.
- رغبة في زيادة قيمتها قبل الطرح العام للاكتتاب.
- رغبة في الحفاظ على شكل الشركة كشركة خاصة لمدة أطول.

## • أسباب سلبية

وتتمثل في:

- عدم تحقيق الشركة للأهداف الموضوعة عند الرفع باستعمال السلسلة C.

يتم تمويل جولات السلسلة D من طرف شركات راس المال المخاطر، لكن لا يوجد مبلغ محدد وهذا راجع إلى عدد الشركات القليل الذي يرفع رأس ماله بالاعتماد عليها.

## ✓ السلسلة E:

إذا نجح القليل من الشركات في الوصول إلى السلسلة D، فإن عدد أقل منها يصل إلى هذه المرحلة وذلك راجع لنفس أسباب اللجوء إلى السلسلة D، كفشلمهم في تلبية التوقعات، أو الحاجة لرفع قيمتها قبل طرحها للاكتتاب العام.

**المطلب الثاني: واقع الشركات الناشئة في الولايات المتحدة الأمريكية**

توجد العديد من الشركات الناشئة في الولايات المتحدة الأمريكية وتعتبر الأكثر نجاحا وشهرة، ويعود ذلك لمجموعة من الأسباب التي تطرقنا إليها سابقا لعل أبرزها الدعم المقدم من طرف الدولة واهتمامها بهذا القطاع، إضافة إلى وادي السيليكون الذي يعتبر مقر أشهر الشركات الناشئة مثل فيسبوك، جوجل...، إذ يوفر بيئة لأصحاب الأفكار الناشئة.

**1. أفضل الشركات الناشئة في الولايات المتحدة الأمريكية**

يختلف نشاط ومردودية هذه الشركات الناشئة كل سنة ما يؤدي إلى بروز شركة على حساب شركة أخرى، وفيما يلي أفضل 10 شركات الناشئة في أمريكا لسنة 2020:

## جدول رقم(2.2): أفضل عشرة شركات ناشئة في الولايات المتحدة سنة 2020.

الوحدة: بليون دولار

الشركة	قطاعها	اجمالي التمويل
The we company	العقارات	22.5
Juul	الالكترونيات الاستهلاكية	15.1
Airbnb	تطبيقات	4.4
Argo AI	النقل	3.6
SpaceX	العلوم والهندسة	3.2
Rivian	النقل	3.1
Magic Leap	معدات	2.6
Kabbage	الخدمات المالية	2.5
SoFi	الخدمات المالية	2.5
Faraday Future	النقل	2.3

Source: Top 30 best-funded us start-ups 2020, <https://disfold.com/top-us-startups/> / consulté le 20/06/2021.

شهدت سنة 2020 اهتمام كبير بقطاع العقارات، حيث بلغ حجم تمويله 22.5 بليون دولار، يليه قطاع الالكترونيات الاستهلاكية ب 15.1 بليون دولار.

## 2. شركات اليونيكون وأمريكا

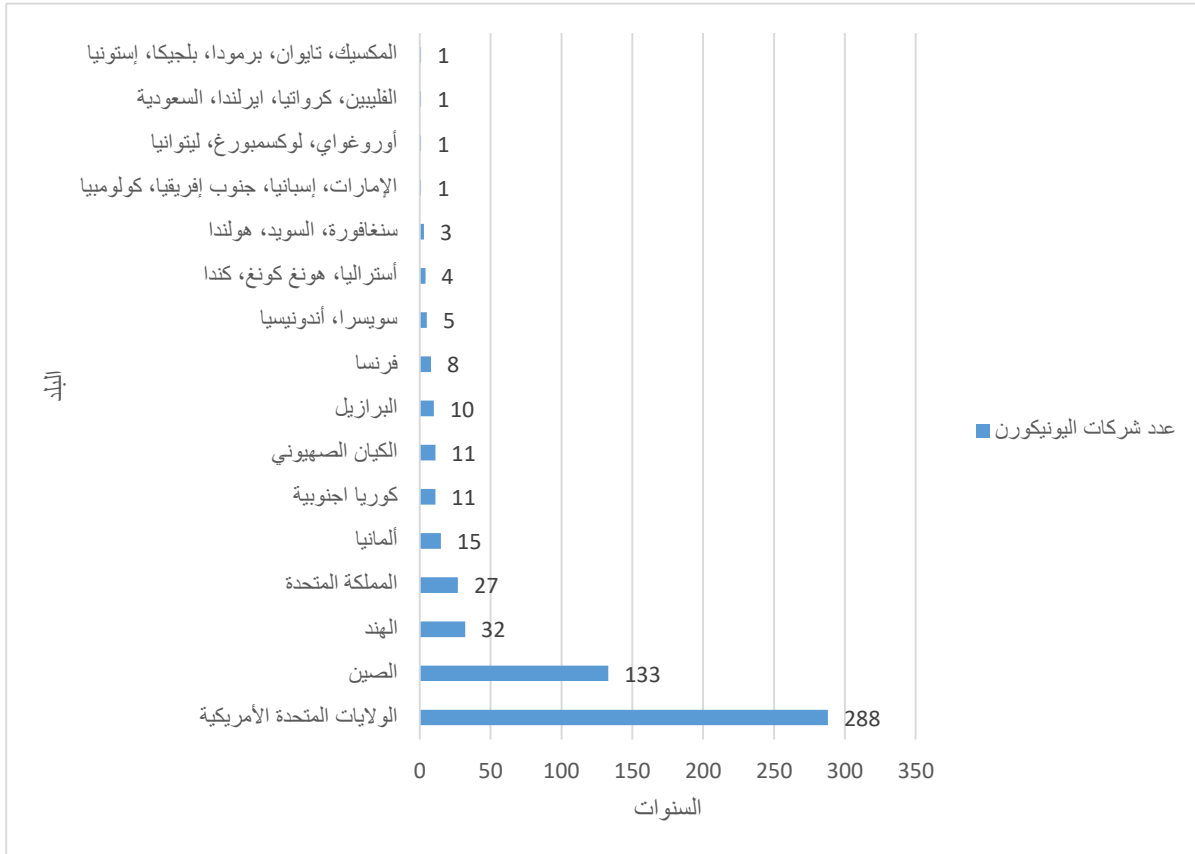
اليونيكون هو مصطلح يطلق على الشركات الناشئة التي تتجاوز قيمتها المليار دولار، ولم يكن مصطلح اليونيكون بالرائج خلال الأعوام السابقة لكن مؤخرا أصبح يستعمل بكثرة حيث اتسعت القائمة التي تضم الشركات الناشئة التي أصبحت بين ليلة وضحاها مليارية القيمة، وتحقق مستويات غير مسبوقة من حيث العوائد وسرعة الانتشار بالإضافة إلى عدد العملاء.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> عيبر أبو شمالة، 6 حقائق مهمة حول شركات اليونيكون، <https://www.alkhaleej.ae/2020-01-06/6->، تم النصفح يوم 20-06-2021.

وتعتبر الولايات المتحدة الأمريكية مقر أغلبية شركات اليونيكورن بـ 228 شركة سنة 2020، تتبعها الصين بـ 122 شركة يونيكورن في نفس السنة، حيث تعتبر منافسة شديدة بين البلدين رغم الفرق الكبير بينهما لاتزال الصين تسعى لإزاحة أمريكا عن عرش شركات اليونيكورن.

ويوضح الشكل التالي عدد شركات اليونيكورن حسب البلد:

شكل رقم (7.2): عدد شركات اليونيكورن حسب البلد فيفري 2021



Source: Jennifer Rudden, **Number of unicorns worldwide as of April 2021, by country**, <https://www.statista.com/statistics/1096928/number-of-global-unicorns-by-country/>, consulté le 22-06-2021.

حيث نلاحظ من الشكل أن الولايات المتحدة الأمريكية لازالت المسيطرة بـ 288 شركة، تليها الصين بـ 133 شركة، أما المرتبة الثالثة والرابعة والخامسة كانت من نصيب الهند بـ 32 شركة، المملكة المتحدة بـ 27 شركة، ألمانيا بـ 15 شركة، تتبعها مجموعة من الدول مثل كوريا البرازيل فرنسا كندا بعدد شركات يونيكورن يتراوح بين 1 إلى 11 شركة.

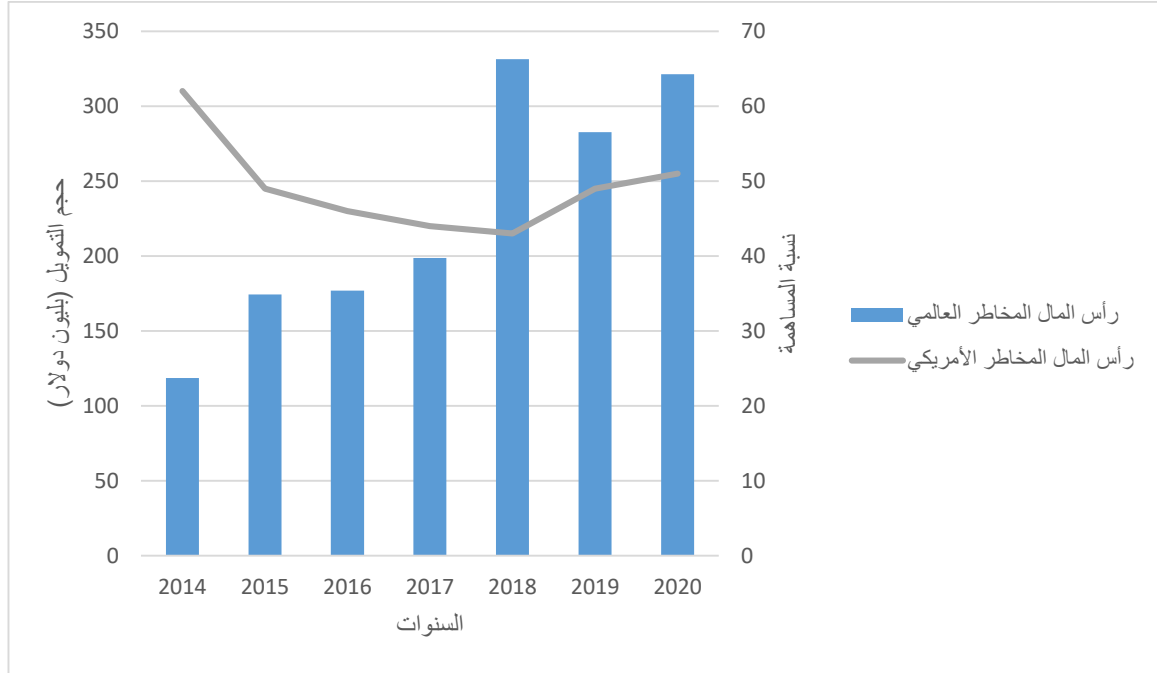
### المطلب الثالث: نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل الشركات الناشئة

تعتبر الشركات الناشئة الجهة المفضلة للاستثمار بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر خصوصا الشركات الأمريكية وسنتطرق فيما يلي إلى إحصائيات حول نشاط شركات رأس المال المخاطر الأمريكية في تمويل الشركات الناشئة في الفترة ما بين 2014-2020، وذلك حسب مجموعة من المعايير تتمثل في:

## أولاً: من حيث نسبة مساهمته في رأس المال المخاطر العالمي

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية رائدة في صناعة رأس المال المخاطر، ويمثل الشكل التالي نسبة مساهمتها في هذا النشاط:

شكل رقم (8.2): نسبة مساهمة الولايات المتحدة الأمريكية في نشاط رأس المال المخاطر العالمي.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات **nvca yearbook 2021**

نلاحظ من الشكل أن حجم رأس المال المخاطر العالمي في تزايد مستمر طول فترة الدراسة ما عدا سنة 2019 التي شهدت انخفاض بقيمة 51 بليون دولار، وعاودت الارتفاع لتبلغ الذروة بقيمة 321 بليون دولار سنة 2020.

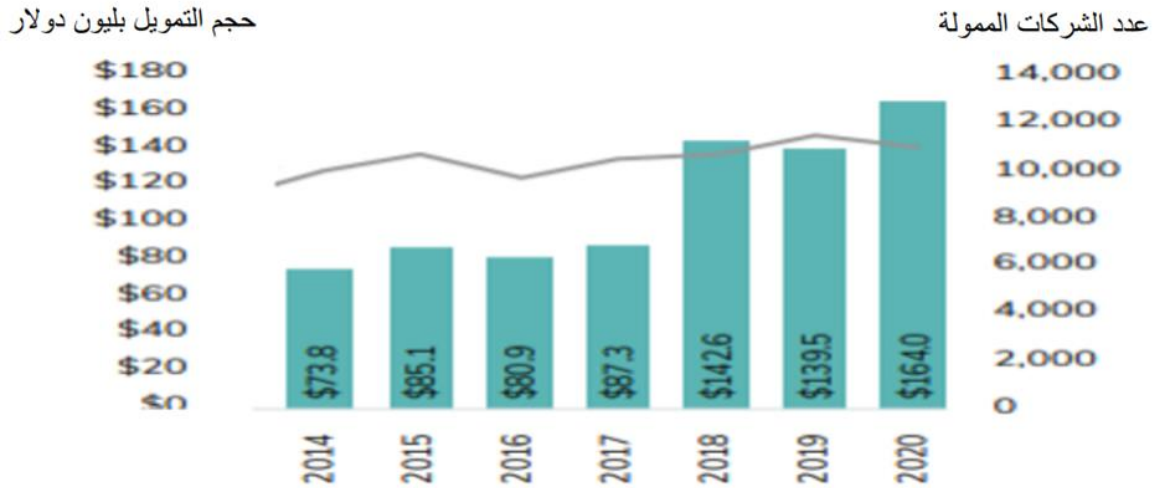
كما نلاحظ أن الولايات المتحدة تشكل نسبة كبيرة من حجم رأس المال المخاطر العالمي حيث بلغت 63% ثم بدأت بالانخفاض بشكل مستمر إلى غاية 2018 وشهدت ارتفاع طفيف سنة 2019، لتعاود الانخفاض مجددا سنة 2020 بنسبة 51%، هذه النسب تدل على المساهمة الكبيرة لشركات رأس المال المخاطر الأمريكية في نشاط رأس المال المخاطر العالمي لاسيما سنة 2014، وهذا يعود إلى الاهتمام الكبير الذي تبديه الولايات المتحدة الأمريكية بهذه الصناعة لإدراكها مدى أهميتها في ظهور ونجاح الشركات لاسيما الشركات الناشئة والتي بدورها تؤثر بالإيجاب على الاقتصاد.

رغم النسب التي تبدو مرتفعة جدا خلال فترة الدراسة إلا أن مقارنتها بالنسب السابقة خاصة 2004 التي بلغت 84% تدل على تراجع دور أمريكا في صناعة رأس المال المخاطر إلا أن ذلك لا ينفى أنها لا تزال في الصدارة.

## ثانياً: حسب حجم التمويل وعدد الشركات الممولة

تحرص شركات رأس المال المخاطر الأمريكية على دعم الشركات الناشئة وذلك من خلال تقديم التمويل اللازم من أجل نموها وتطورها، مأسهم في زيادة عدد الشركات الناشئة و الشكل الموالي يوضح عدد الشركات الناشئة الممولة من طرف رأس المال المخاطر بالإضافة إلى حجم التمويل المقدم لها.

## شكل رقم (9.2): حجم التمويل وعدد الشركات الممولة من طرف رأس المال المخاطر الأمريكي



Source: Ibid, p: 27.

يوضح الشكل أعلاه عدد الشركات الناشئة وحجم التمويل الذي تحصلت عليه من طرف رأس المال المخاطر الأمريكي، وذلك في الفترة الممتدة من 2014-2020، من خلال القراءة الأولية للمعطيات نلاحظ أن حجم التمويل في ارتفاع مستمر ماعدا سنة 2016 و 2019، وقد عرفت سنة 2014 أدنى قيمة تمويل مقدرة بـ 73.8 بليون دولار، و شهدت ارتفاعا في السنة الموالية إذ بلغت 85.1 بليون دولار، أما سنة 2016 عرفت انخفاض مقداره 4,2 بليون دولار مقارنة بالسنة السابقة وكان سبب ذلك فشل العديد من الشركات الناشئة في تلك السنة، إضافة إلى حالة عدم التأكد في تلك الفترة الناتجة عن الانتخابات الرئاسية الأمريكية وما ستؤول إليه الأوضاع بعدها، ما أدى إلى تراجع حجم التمويل كون هذه الظروف أثارت الخوف لدى المستثمرين المخاطرين.

بالنسبة لسنة 2020 فقد كان لها النصيب الأكبر من قيمة التمويل حيث بلغ الذروة بقيمة 164 بليون دولار موزعة على 10862 شركة مقارنة بـ 10430 شركة في السنة السابقة، كما نلاحظ أن عدد الشركات الممولة يتناسب طرديا مع حجم التمويل المقدم فكلما ارتفع حجم التمويل ارتفع عدد الشركات الممولة، والعكس صحيح، ماعدا سنة 2018، 2020 حيث كانت الشركات الممولة معاكسة لاتجاه حجم التمويل، يعود سبب انخفاض عدد الشركات الممولة سنة 2020 إلى أزمة كوفيد-19، التي شهدت توقف نشاط العديد من الشركات وإعلان إفلاسها، إضافة إلى تجنب أصحاب رأس المال المخاطر الاستثمار في الشركات الناشئة لا سيما حديثة التأسيس في ظل الظروف الحرجة وعدم وجود فترة محددة لزوال هذه الأزمة،

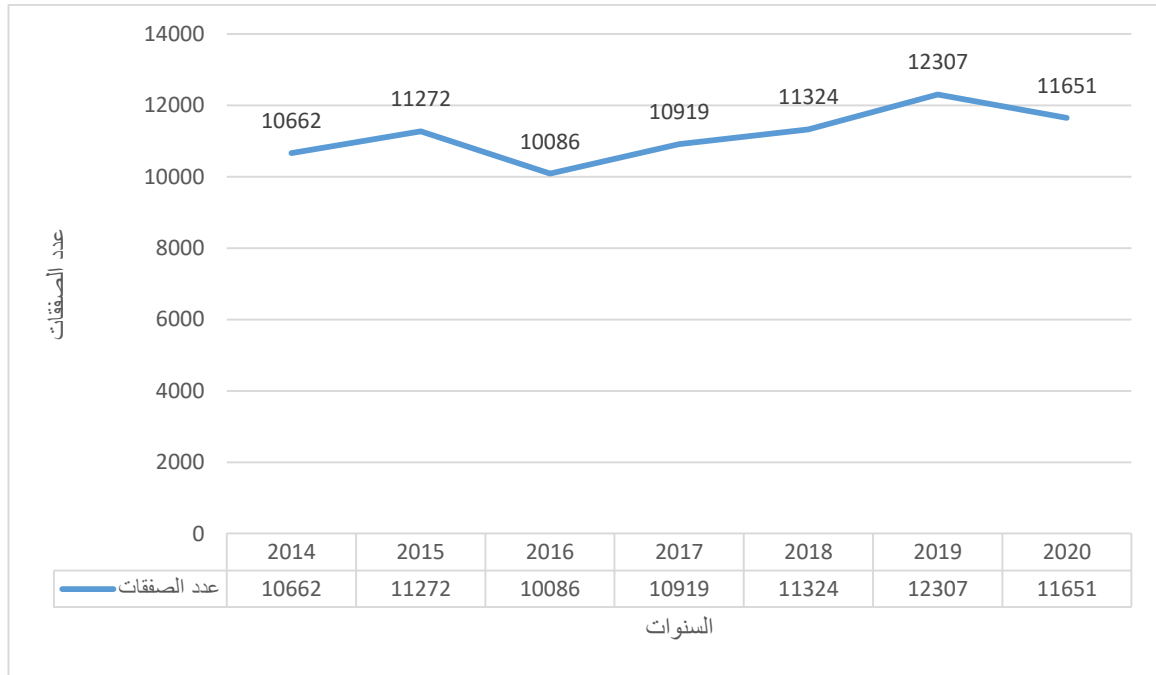


مع تفضيل المقاولين الاحتفاظ بأموالهم التي جمعوها واستهلاك جزء منها بدلا من استثمارها خاصة في الظروف الاقتصادية السائدة التي تعتبر الأسوأ منذ أزمة الكساد العظيم، إضافة لإدراكهم أن فرص التمويل لفكرة مبتكرة في أزمة صحية أثرت على جميع المجالات الأخرى أقل ما يمكن وصفها به أنها فكرة جنونية.

### ثالثا: حسب عدد الصفقات

تبرم شركات رأس المال المخاطر الأمريكية العديد من الصفقات مع الشركات الناشئة لما تتميز به هذه الأخير من احتمالات نمو وتحقيق ربح كبيرة مقارنة بغيرها من الشركات، كما تحرص شركات رأس المال المخاطر على تنويع محفظتها من أجل التقليل من المخاطرة والبحث عن تحقيق ربح أكبر والشكل الموالم يوضح عدد الصفقات التي قامت بها خلال فترة الدراسة 2014-2020.

### شكل رقم (10.2): عدد الصفقات حسب السنوات



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات nvca yearbook 2021

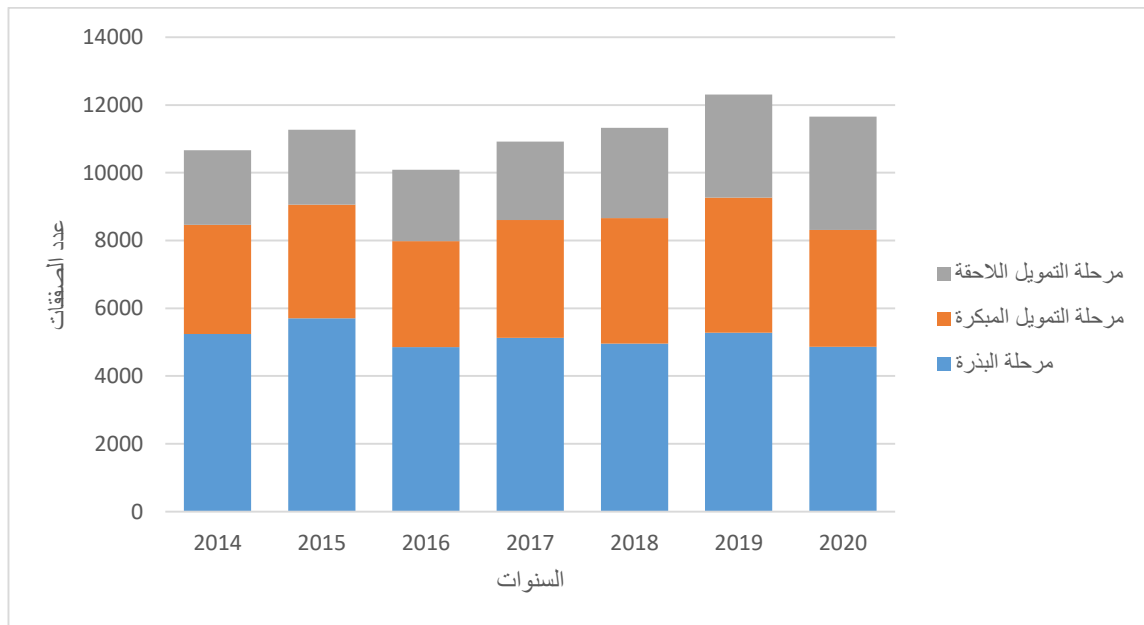
يوضح الشكل أعلاه عدد الصفقات المبرمة خلال المدة 2014-2020 من طرف شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، اذ يتضح لنا أن عدد الصفقات عرف تزايد مستمر خلال فترة الدراسة، ماعدا انخفاض في سنة 2016، لكن تلى ذلك الانخفاض ارتفاع مرة أخرى حيث بلغ ذروة بقيمة 12307 صفقة سنة 2019، أما سنة 2020 فقد شهدت انخفاض في عدد الصفقات مقارنة بالسنة السابقة رغم أن حجم التمويل سنة 2020 أكبر من حجم تمويل سنة 2019، يمكن تفسير ذلك بتأثير أزمة كوفيد-19، الذي أدى بأصحاب رأس المال المخاطر لإبرام صفقات مع شركات ذات قوة وفرص نجاح أكبر في ظل هذه الأزمة، على حساب شركات احتمالات استمرارها ضعيفة، إضافة إلى وجود صفقات بمبالغ ضخمة جدا وهي تخص القطاعات التي استفادت من الأوضاع السائدة كشركات ناشئة ناشطة في مجال التجارة الإلكترونية، التي

عرفت إقبالا كبيرا من الناس لاسيما والحجر الصحي المفروض عليهم كشركة أمازون ، بالإضافة إلى شركات أخرى تقدم خدمات العرض المستمر على الأنترنت، حيث شهدت هذه الأخيرة إقبالا منقطع النظير أيضا مثال على ذلك شركة نيتليكس.

#### رابعا: حسب المراحل التمويلية

بعدما تطرقنا سابقا إلى عدد الصفقات المبرمة خلال فترة الدراسة، سنتكلم الآن عن تقسيم هذه الصفقات حسب المراحل التمويلية للشركات الناشئة، بمعنى آخر أي مرحلة تم فيها إبرام أكبر عدد من الصفقات.

#### شكل رقم(11.2): توزيع الصفقات حسب المراحل التمويلية للشركات الناشئة



المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على بيانات nvca yearbook 2021

من خلال الاحصائيات الموضحة في الشكل السابق نلاحظ أن مرحلة البذرة شكلت النسبة الأكبر من مجموع الصفقات وذلك بالنسبة لجميع سنوات فترة الدراسة، ثم تليها مرحلة التمويل المبكرة، وأخيرا مرحلة التمويل اللاحقة.

نلاحظ التذبذب في عدد الصفقات لمختلف المراحل، فمرحلة التمويل اللاحقة كانت بأعداد منخفضة فيما مضى حيث تراوح عددها ما بين 2197-2667 خلال الفترة 2014-2018، أما سنة 2019 ارتفعت إلى 3040 صفقة، لتبلغ ذروتها بقيمة 3342 صفقة سنة 2020، وتفسر هذه الزيادة الكبيرة بتركيز أصحاب رأس المال المخاطر على تمويل شركات لها فرص واحتماليات نمو أكبر من غيرها في ظل أزمة كوفيد-19 لاسيما تلك التي تحتاج إلى تمويل في مراحل متأخرة حيث تقل مخاطرتها، أي دعم المراحل اللاحقة على حساب مراحل البذرة التي عرفت انخفاض قدره 418 صفقة، مقابل زيادة صفقات المرحلة اللاحقة ب 302

صفقة. أما بخصوص سنة 2016 فقد عرفت انخفاض في عدد الصفقات في جميع المراحل ويعود ذلك لحجم التمويل المقدم في نفس السنة الذي كان العامل الرئيسي لهذا الانخفاض.

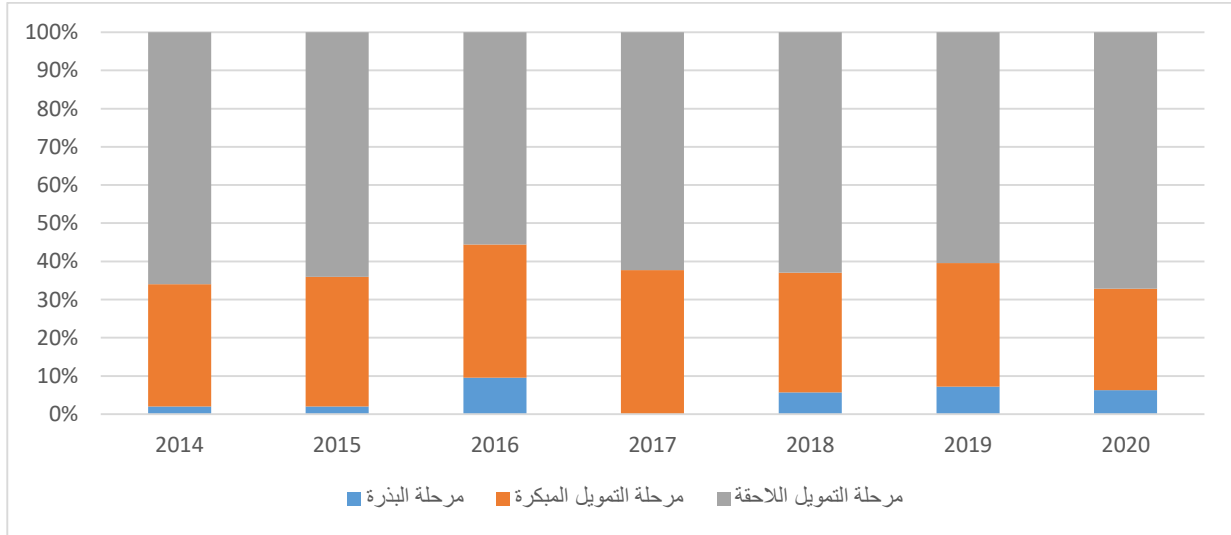
عدد الصفقات الكبير في مراحل البذرة على طول مدة الدراسة لا يعني أن لها النصيب الأكبر من حجم الأموال المستثمرة فعلا، فغالبا هذه المراحل لا تتطلب أموال كبيرة فعليا، يعود ذلك إلى خصائص هذه المرحلة مثل محدودية احتياجاتها التمويلية والتي تكاد تنحصر في تكاليف دراسات الجدوى والبحوث وتطوير منتجات جديدة. كما أن هذه الأخيرة تنطوي على مخاطرة كبيرة، وهي السبب في تجنب الكثيرين للاستثمار فيها، ما عدى رأس المال المخاطر وهذا سبب كثرة صفقاته في مرحلة البذرة، لكن نجد أن مرحلة التمويل المبكرة تحصل على تمويل أكبر من مرحلة البذرة.

أما مرحلة التمويل اللاحقة تعتبر المستفيد الأكبر من رأس المال المخاطر، حيث يتم استثمار مبالغ ضخمة في هذه المرحلة نتيجة لي تراجع المخاطر نسبيا مقارنة بالمراحل السابقة ورغبة في تحقيق أرباح كبيرة مع احتمالات نمو مرتفعة.

#### خامسا: توزيع التمويل حسب المراحل

تتباين الاحتياجات المالية للشركات الناشئة حسب مراحل نموها، وفيما يلي التمويل المقدم حسب كل مرحلة:

الشكل رقم(12.2): نسبة التمويل المقدم حسب المراحل



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات **nvca yearbook 2021**

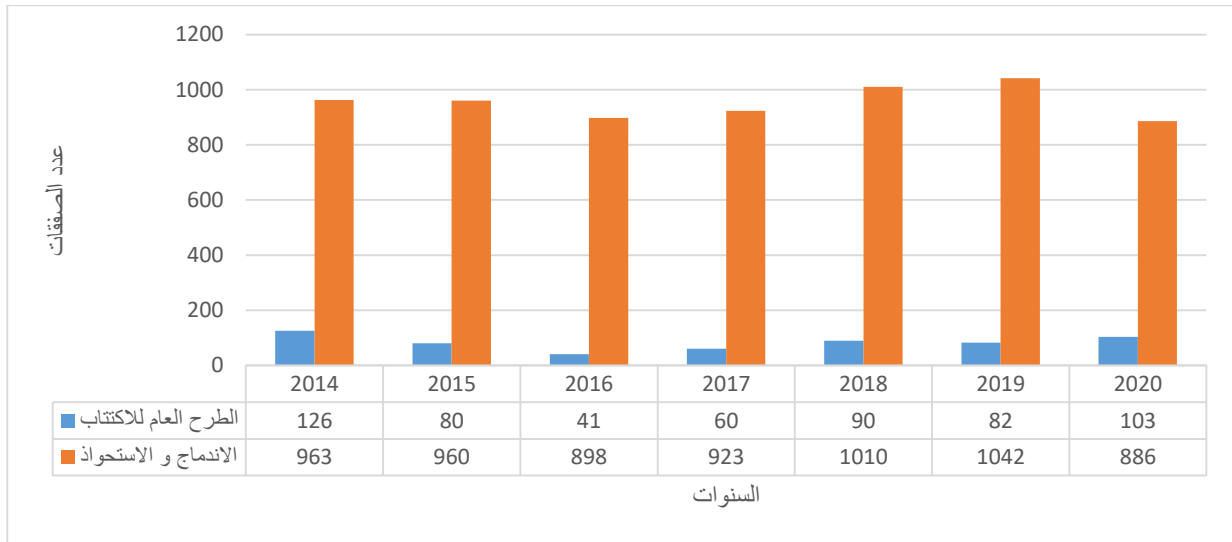
نلاحظ من الشكل السابق أن نسبة التمويل الأكبر تكون دائما من نصيب مرحلة التمويل اللاحقة، تليها مرحلة التمويل المبكرة وأخيرا مرحلة البذرة بقيم متذبذبة ولكن متقاربة نوعا ما، كما يبين الشكل أن نسبة التمويل المقدم سنة 2016 في مرحلة البذرة يساوي 9.56%، أما مرحلة التمويل المبكرة يساوي 34.89%

في حين مرحلة التمويل اللاحقة يساوي %55.55، بينما الشكل السابق وضح لنا عدد الصفقات المبرمة في مرحلة البذرة بـ 4852 صفقة، ومرحلة التمويل المبكرة بـ 3128 صفقة، ومرحلة التمويل اللاحقة بـ 2106 صفقة، ولهذا نلاحظ أنه يوجد تناقض بين نسبة التمويل الممنوحة وعدد الصفقات، وهذا سبب أن مرحلة البذرة لا تحتاج الكثير في دراسة الجدوى أو تطوير منتج. وفي سنة 2020 بلغ حجم التمويل المقدم خلال مرحلة التمويل اللاحقة ما قيمته 110.3 بليون دولار مقابل 10.4 بليون دولار لمرحلة تمويل البذرة. تعتبر 110.3 بليون دولار أعلى قيمة تمويل مقدمة خلال مرحلة التمويل اللاحقة طول فترة الدراسة وهذا يعود لتركيز أصحاب رأس المال المخاطر في هذه على دعم محافظ الشركات القوية القادرة على الخروج من الأزمة على حساب أفكار مبتكرة في ظل أوضاع غير مستقرة.

### سادسا: حسب طرق الخروج

يعتبر هدف رأس المال المخاطر هو الدخول لتمويل شركات ذات احتمالات نمو كبيرة مقابل تحمل مخاطر مرتفعة أملا في أرباح ضخمة، لكن دور هذا الأخير ينتهي عند مرحلة معينة فغاياته منذ البداية ليس البقاء مع الشركة إلى الأبد، وإنما الخروج لاسيما بعد تحولها إلى شركات كبيرة لينتقل إلى شركة أخرى ناشئة في بدايتها، ومن أشهر طرق الخروج المتبعة نجد الطرح العام للاكتتاب وطريقة الاستحواذ والاندماج وسنحاول معرفة أيهما أكثر اعتمادا من طرف شركات رأس المال المخاطر.

### الشكل رقم(13.2): طرق خروج رأس المال المخاطر



المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات nvca yearbook2021

يمثل الشكل أعلاه طرق خروج شركات رأس المال المخاطر من الشركات الناشئة حسب عدد الصفقات خلال فترة الدراسة 2014-2020، حيث نلاحظ الاعتماد الكبير على طريقة الاستحواذ والاندماج على حساب الطرح العام للاكتتاب، وذلك في جميع سنوات الدراسة بفرق كبير جدا، حيث بلغ عدد صفقات الطرح العام للاكتتاب سنة 2014 الذروة بـ 126 صفقة، في حين نلاحظ انخفاض شديد سنة 2016 والذي

بلغ 41 صفقة فقط وهي أدنى قيمة طول فترة الدراسة بينما شهدت ارتفاعا سنة 2020 وهو راجع بالأساس لطرح العديد من الشركات التكنولوجية للاكتتاب العام، مقابل صفقات استحواذ قدرت بـ 886 صفقة التي انخفضت بقيمة 156 صفقة نظرا لتجنب الشركات المغامرة بأموال ضخمة في الحصول على شركات ناشئة وفضلت دعم محافظتها المالية. وبلغ عدد صفقات الاستحواذ والاندماج الذروة وذلك سنة 2019 بـ 1042 صفقة ومن بين هذه الصفقات توجد أبرز صفقة استحواذ واندماج في تاريخ الولايات المتحدة الأمريكية حيث استحوذت شركة "Bristol-myers squibb company" على الشركة الناشئة المختصة في مجال (biopharma) بمبلغ قدره 74 بليون دولار أمريكي، حسب موقع الاحصائيات statista.

### المطلب الرابع: شركة "Sequoia Capital" سكوايا كابيتال في تمويل الشركات الناشئة

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية من أكثر الدول اهتماما بصناعة رأس المال المخاطر، أسهم هذا الاهتمام في توفير بيئة ملائمة ومحفزة لهذا النشاط، مآدى إلى ظهور العديد من شركات راس المال المخاطر فيها وتعتبر من أنجح الشركات في العالم على غرار شركة "Kleiner Perkins"، وشركة "Khosla Ventures"، بالإضافة إلى "Sequoia Capital" والتي هي موضوع دراستنا.

#### 1. تعريف شركة "Sequoia Capital"

تعرف شركة "Sequoia Capital" بأنها شركة رأس مال مخاطر أمريكية، تم إنشائها سنة 1972 من طرف "Donald Valentine" مقرها "ميلون بارك" بكاليفورنيا، تساعد هذه الأخيرة المؤسسين المبتكرين في تحويل أفكارهم الريادية ذات احتمالات نجاح كبيرة إلى شركات قائمة وبارزة في مجال عملها وذلك من خلال منحها التمويل في مراحل مختلفة من دورة حياتها، مع الأخذ بعين الاعتبار مخاطر عدم التأكد. حيث تقوم بتقديم التمويل لمختلف القطاعات وتركز بشكل خاص على القطاعات المالية، التكنولوجية، الرعاية الصحية، والطاقة<sup>1</sup>.

ومن أبرز الشركات الناشئة التي قامت بتمويلها نذكر: Apple، Google، YouTube، Airbnb، و WhatsApp... إلخ. والتي تعتبر شركات ضخمة في وقتنا الحالي تتجاوز قيمتها مليار دولار.

شركة "Sequoia Capital" هي شركة عريقة مر على تأسيسها ما يقارب خمسة عقود وتعتبر من أنجح شركات راس المخاطر منذ القدم وإلى يومنا هذا، وسيتم التطرق إلى أهم المعلومات حول هذه الشركة في الجدول الآتي:

<sup>1</sup> [https://golden.com/wiki/Sequoia\\_Capital-GERV6Z](https://golden.com/wiki/Sequoia_Capital-GERV6Z), consulté le 14/06/2021.

## جدول رقم (3.2): بطاقة تعريفية حول شركة SEQUOIA CAPITAL

اسم الشركة	Sequoia Capital	التصنيف القانوني	شركة ذات مسؤولية محدودة
قطاعها	الاستثمار	فروعها	Sequoia Capital China Sequoia Capital India
المؤسس	Donald Valentine	شركات استثمرت فيها	YouTube، Apple، Google
تاريخ التأسيس	1972	أشخاص رئيسيين	Roelof Botha Michael Mortiz
الموقع	MELON PARK. CALIFORNIA	الموقع الإلكتروني	<a href="http://www.SequoiaCup.com">www.SequoiaCup.com</a>
نوعها	شركة رأس مال مخاطر	حالة المؤسسة	نشطة

المصدر: من اعداد الطالبتين

## 2. فروع شركة "Sequoia Capital"

تتمثل فروع هذه الشركة في:

✓ الولايات المتحدة الأمريكية:

يقوم فرع "Sequoia Capital" في الولايات المتحدة الأمريكية باستثمارات بشكل أساسي في البرمجيات، والإنترنت، والهاتف المحمول، والمؤسسات، وتكنولوجيا المعلومات، والتجارة الإلكترونية، وقد جمعوا ما يقارب 15,3 مليار من التمويل المحتفظ به في 22 (اعتبارا من يوليو 2019) من الصناديق المختلفة منذ تأسيسهم في عام 1972<sup>1</sup>.

✓ فرع الصين:

تأسس فرع شركة "Sequoia Capital" الصين في سبتمبر 2005، وشريكها الإداري هو Neil "shen"، لديها 31 صندوقا مختلفا برأس مال إجمالي قدره 3 مليار دولار، تستثمر الشركة في صناعات مختلفة مثل الطائرات بدون طيار، التكنولوجيا الحيوية، والقيادة الذاتية. كما أنها تستثمر على مستوى العالم في ثماني دول خارج الصين، "Sequoia Capital" الصين لديها مكاتب في شنغهاي وبكين وهونغ كونغ ومدن أخرى في جميع أنحاء الصين<sup>2</sup>.

✓ فرع الهند:

<sup>1</sup> Ibid.<sup>2</sup> Ibid.

"Sequoia Capital" الهند هي شركة رأس مال مغامر مقرها في "بنغالور" "bengaluru" بالهند ولها مكاتب إضافية في دلهي ومومباي وسنغافورة. يعمل فريق الشركة عن كثب مع مؤسسي الشركات الناشئة وذلك في مختلف مراحل حياتها ابتداء من المراحل المبكرة للإنشاء وحتى النمو. تقوم الشركة باستثمارات في مجموعة من الدول من بينها الهند وسنغافورة، إندونيسيا، والفيتنام ... إلخ. وتسعى الشركة للاستثمار في مجال التكنولوجيا والمستهلكين والرعاية الصحية<sup>1</sup>.

### ✓ فرع الكيان الصهيوني:

تأسس فرع شركة "Sequoia Capital" عام 2001، وهي شركة استثمار برأس المال المخاطر، تفضل الاستثمار في قطاعات الخدمات المالية، والإنترنت والهاتف المحمول والتكنولوجيا والرعاية الصحية والأجهزة الطبية<sup>2</sup>.

### 3. أسباب نجاح شركة "Sequoia Capital" "سكوايا كابيتال"

تعتبر شركة "Sequoia Capital" من أنجح شركات رأس المال المخاطر وأقدمها رغم ظهور العديد من شركات رأس المال المخاطر لا يزال اسم "Sequoia Capital" لامعا في هذه الصناعة هذا ما يدفعنا للتساؤل ما سبب هذا النجاح ولعل من أبرز ما توصلنا إليه أن:<sup>3</sup>

✓ شركة "Sequoia Capital" تهتم بتمويل المراحل الأولى من الشركات الناشئة وتستمر معهم حتى الطرح العام للاكتتاب؛

✓ سياسية التوزيع المتبعة ألا وهي الانتظار على الأقل لمدة 3 سنوات حتى تقوم بتوزيع أرباح الأسهم؛

✓ تركز سكوايا على خدمة العملاء بشكل جيد وتجنبها المقارنة مع باقي شركات رأس المال المخاطر أي تركز كل طاقتها على تحسين نفسها.

✓ معظم الشركات التي مولتها هذه الشركة حققت نجاحا باهرا واستطاعت توفير أموال جديدة لها مكنتها من الاستثمار في عدد أكبر من الشركات الناشئة، ومن أبرز هذه الشركات الناجحة:

<sup>1</sup> <https://pitchbook.com/profiles/investor/167489-20#investments>, consulté le 15/06/2021.

<sup>2</sup> <https://pitchbook.com/profiles/investor/93383-56#overview>, consulté le 15/06/2021.

<sup>3</sup> <https://news.crunchbase.com/news/sequoia-capital-exits-returns-roelof-botha-interview/>, consulté le 14 /06/2021.

## جدول رقم (4.2): أبرز الشركات التي مولتها شركة "sequoia capital"

قطاع الشركات	أمثلة عنها
شركات التكنولوجيا	Yahoo, Electronic Arts
المنصات	YouTube, Stripe
شركات البرمجيات	Dropbox, Medallia
تطبيقات الهاتف	WhatsApp, Uber
الرعاية الصحية	Natera, Telcare
تطبيقات سوفت وير	Oracle, App Annie

Source : <https://craft.co/sequoia-capital>, consulté le 16/06/2021.

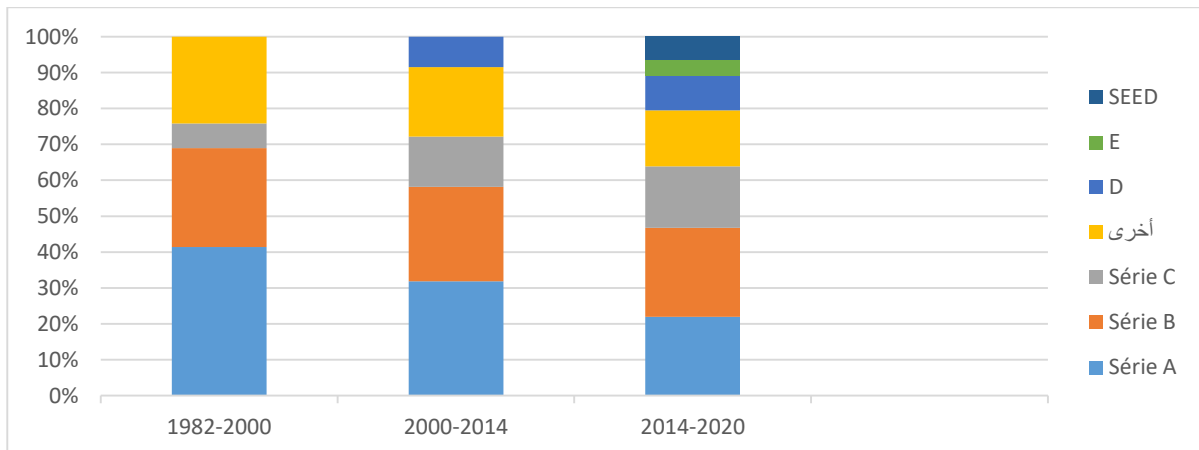
## 4. دراسة نشاط شركة "Sequoia capital"

شركة "Sequoia capital" من أنجح شركات رأس المال المخاطر الأمريكية، تقوم بتمويل العديد الشركات الناشئة لعل أشهرها "فيسبوك"، من مبادئ عمل "Sequoia Capital" تمويلها للشركات منذ مراحلها الأولى حتى طرحها العام للاكتتاب، كما تقوم بتمويل شركات في مختلف القطاعات من أجل تنويع محفظتها، وسنحاول فيما يلي تحليل نشاطها حسب مجموعة من المعايير وهي:

## أولاً: توزيع التمويل حسب المراحل

تهتم شركة سكوايا كابيتال بتمويل الشركات الناشئة لاسيما في مراحلها الأولى من خلال تقديم مجموعة من السلاسل التمويلية وذلك حسب الشكل التالي:

## شكل رقم(14.2): التوزيع حسب المراحل



Source : Ibid.



يوضح الشكل أعلاه نسبة التمويل المقدم حسب كل مرحلة من مراحل التمويل خلال فترات مختلفة من حياة شركة "Sequoia Capital"، حيث كانت تقدم تمويل من نوع سلسلة A في الفترة 1982-2000 بنسبة كبيرة تمثل 41.38% و 27.59% بالنسبة للسلسلة B، و أقل نسبة هي 6.9% التي كانت من نصيب السلسلة C أما 24.14% كانت من نصيب سلاسل أخرى.

شهدت الفترة 2000-2014 انخفاض بنسبة 10% بالنسبة لحجم السلسلة A، وذلك راجع للزيادة الحاصلة في حجم السلسلة C إذ بلغت 14.03%، بالإضافة إلى ظهور سلسلة جديدة D التي تخصص لتمويل مراحل لاحقة، وقد استمر ظهور سلاسل أخرى كالسلسلة E والبذرة خلال الفترة 2014-2020.

يمكن تفسير ذلك بأن شركة "Sequoia capital" كانت تمنح التمويل لشركات ناشئة في المرحلة المبكرة التي تحتاج إلى التمويل من نوع سلسلة A و B، والتي تستعمل في عمليات تطوير نموذج عمل الشركة وتمويل بداية التوسع نظراً لأن الشركات الناشئة كانت حديثة الظهور أي أغلبها كانت في تلك المرحلة.

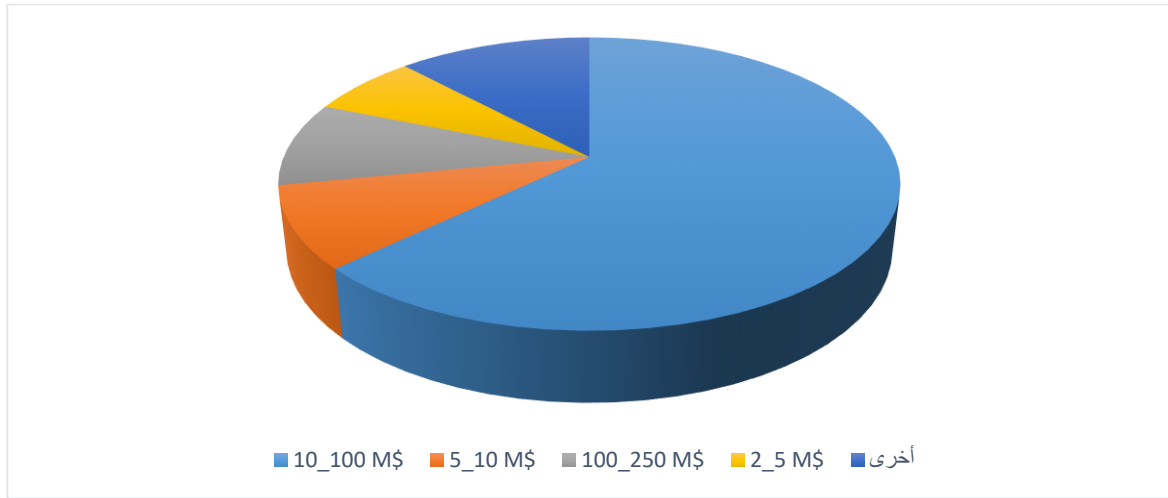
إضافة إلى ذلك فمبدأ عمل هذه الشركة والذي يعتبر من أهم عوامل نجاحها اهتمامها بتمويل المراحل المبكرة من حياة الشركات الناشئة بشكل كبير مقارنة بمراحلها اللاحقة.

ويعود سبب ظهور سلاسل تمويلية جديدة مثل C، D، E، SEED، تناسبا مع الاحتياجات التمويلية للشركات الناشئة في مختلف مراحل حياتها، حيث أصبحت شركة سكويا تهتم بتمويل مرحلة البذرة كمرحلة مستقلة عن المراحل المبكرة حيث خصصت سلسلة خاصة بها، أما السلاسل C، D، E فقد ظهرت نتيجة نجاح الشركات الممولة ورغبتها في التوسع على المستوى العالمي، أما البعض من الشركات الأخرى لجأت لهذه السلاسل لدعم قيمتها السوقية قبل الطرح العام للاكتتاب.

### ثانياً: حسب حجم التمويل المقدم

تختلف احتياجات الشركات الناشئة، ولهذا تسعى شركة سكويا كابيتال لتقديم حجم أموال يتلاءم مع هذه الاحتياجات، إما بفئات صغيرة أو كبيرة.

## الشكل رقم(15.2): توزيع التمويل حسب حجم المبالغ المقدمة.



Source: Ibid.

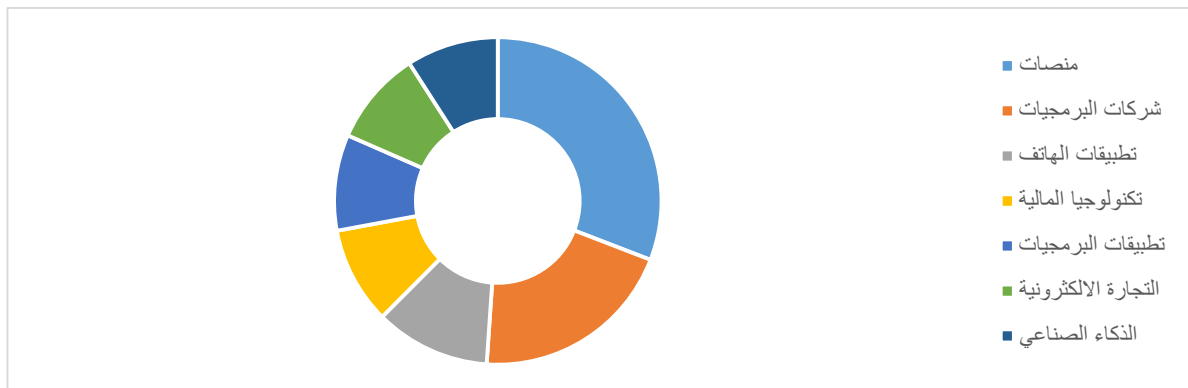
من خلال الشكل السابق نلاحظ أن حجم التمويل المقدم المحصور قيمته بين 10-100 مليون دولار شكل النسبة الأكبر من حجم التمويل المقدم بنسبة 63%، بينما شكلت الفئات الأخرى ما قيمته 9.27% بالنسبة للتمويل الذي قيمته محصورة بين 100-250 مليون دولار و 9.02% بالنسبة للتمويل المحصور بين 5-10 مليون دولار وحوالي 7% لفئة 2-5 مليون دولار.

يفسر هذا التباين في التوزيع إلى اختلاف الاحتياجات التمويلية لكل شركة، واختلاف المراحل التي تتواجد فيها، حجم التمويل المقدم وبمبالغ ضخمة أسهم في ظهور العديد من الشركات الناشئة واستمرارها حتى مراحل لاحقة ومساعدتها على مواجهة الصعوبات التمويلية.

## ثالثا: حسب القطاعات

تمول شركة سكوايا كابيتال كغيرها من شركات رأس المال المخاطر مختلف القطاعات وأهمها ما يوضحه الشكل الآتي :

## شكل رقم(16.2): توزيع التمويل حسب القطاعات.



Source: Ibid.

مما تطرقنا اليه حول شركة "Sequoia Capital" أنها تركز على تقديم التمويل لشركات نشطة في مختلف المجالات كالطاقة والصحة قطاع التكنولوجيا لكن حسب الشكل أعلاه الذي يمثل نسبة التوزيع المقدم للشركات حسب قطاع نشاطها في الفترة من 2014 الى 2020 نلاحظ خلال هذه المدة أن النصيب الأكبر كان لصالح المجال التكنولوجي وخاصة المنصات وذلك بنسبة 31% بالتقريب.

لم يقتصر دور "Sequoia Capital" على تمويل القطاعات التكنولوجية فقط فقد مولت قطاعات مختلفة قديماً مثل قطاع الاتصالات.

#### رابعاً: حسب طرق الخروج

من أهم طرق الخروج التي تعتمد عليها شركة "Sequoia Capital" نجد:

#### 1. الطرح العام للاكتتاب

تقدم شركة "سكوايا كابييتال" "Sequoia Capital" التمويل للشركات الناشئة في مراحل مختلفة من حياتها وترتكز بشكل خاص على المراحل المبكرة للتمويل، وتساعد في التحول من مجرد فكرة إلى شركة ناجحة تطرح للاكتتاب العام، والجدول الموالي يوضح أهم الشركات التي طرحت للاكتتاب العام سنة 2020:

جدول رقم(5.2): أكبر عمليات الخروج عن طريق الطرح العام للاكتتاب سنة 2020 لشركة

#### "SEQUOIA CAPITAL"

الشركة	أول استثمار SEQUOIA CAPITAL	قيمتها في IPO	ملكية سكوايا من الاكتتاب
Airbnb	مرحلة البذرة-2009	47 بليون دولار	16.6 بالمئة
Unity Technologies	سلسلة A-2009	14 بليون دولار	26.2 بالمئة
DoorDash	سلسلة A-2014	39 بليون دولار	16.2 بالمئة
Snowflake	سلسلة E-2018	33 بليون دولار	8.6 بالمئة

Source: Géne Teare , Exclusive : Taking Stock of Sequoia capital's Standout Year With Roelof Botha, <https://news.crunchbase.com/news/sequoia-capital-exits-returns-roelof-botha-interview/>, consulté le 19/06/2021.

توجد شركات أخرى طرحت للاكتتاب سنة 2020 مثل "critical"، حيث بلغ عدد المؤسسات المطروحة للاكتتاب 7 شركات وهو أكبر عدد عرفته شركة سكوايا منذ نشأتها.

لكن شركة سكوايا كابيتال لا ترمي بشركة إلى الطرح العام للاكتتاب لمجرد ضرب المثل بها كشركة عامة، إنها تهتم فعلا بدراسة جميع التفاصيل حيث تبدأ بالاستعداد قبل سنة بالضبط، يتم خلال هذه السنة ترتيب حساباتها والتحضير للضوابط الداخلية التي تحتاجها، وتوظيف الفريق المالي والقانوني المناسب.

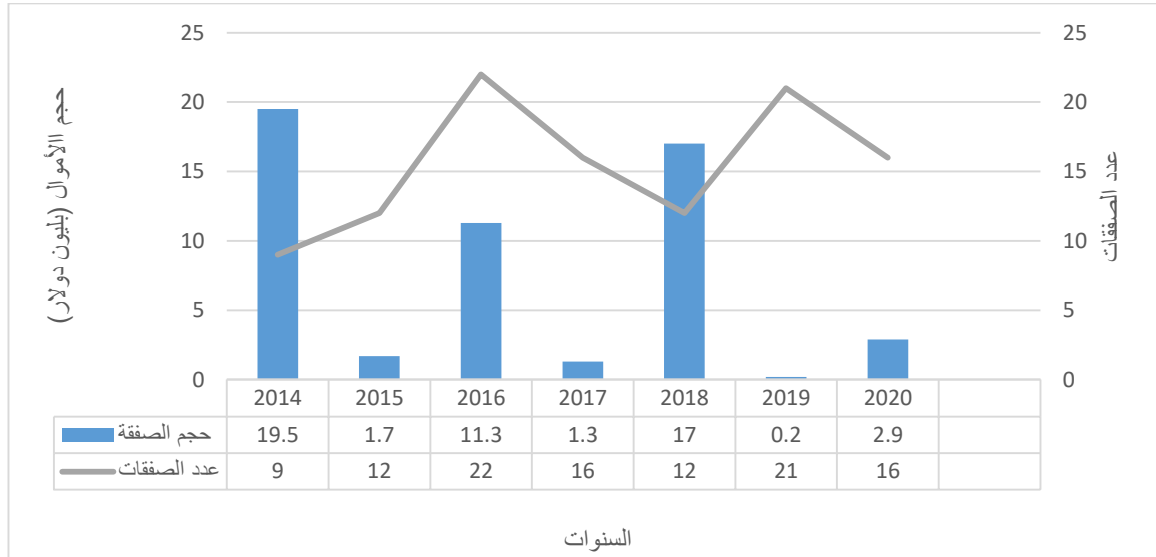
الطرح العام للاكتتاب لا يعني نهاية العلاقة بين شركة سكوايا والشركات الناشئة، فغالبا ما يظل شركاء سكوايا في مجلس الإدارة للشركات المعنية مثلما فعل "Botha"، حيث بقي كعضو في مجلس الإدارة لكل من "square" و "Natera".

بفضل شركات مثل "Airbnb"، "DoorDash"، تمثل الشركات التي مولتها سكوايا ما نسبته 25% من سوق ناسداك<sup>1</sup>.

## 2. الاندماج والاستحواذ

لا يعتبر الخروج عن طريق الطرح العام للاكتتاب الطريقة الوحيدة التي تعتمد عليها هذه الشركة فهي تلجأ أيضا إلى عمليات الاستحواذ والاندماج حسب ما يوضحه الشكل:

شكل رقم (17.2): نشاط شركة سكوايا حسب عمليات الاستحواذ والاندماج



Source: Ibid.

يمثل الشكل أعلاه عدد صفقات الاستحواذ والاندماج وقيمتها التي قامت بها شركة سكوايا في فترة 2014-2020، حيث نلاحظ من القراءة الأولية أن سنوات 2015، 2017، 2019 كانت قيمة الخروج المتحصل عليها صغيرة جدا مقارنة بسنوات 2016، 2018، أما سنة 2014 كان لها النصيب الأكبر من

<sup>1</sup> Ibid.

العوائد بالرغم من عدد الصفقات المقدر بـ 9 صفقات، عكس سنة 2019 التي قدرت بـ 21 صفقة مقابل عائد 0.2 بليون دولار فقط.

شهدت سنة 2018 عائد يقدر بـ 17 بليون دولار مقابل 12 صفقة، وسنة 2016 تحصلت شركة سكويا على 11.3 بليون دولار مقابل 22 صفقة، لكن كما ذكرنا سابقا أن العائد الأكبر كان سنة 2014 ويعود سببه على وجه الخصوص إلى الاستحواذ الضخم الذي قامت به شركة "فيسبوك" على شركة "واتس آب".

وقد كانت الصفقة الربحية بالنسبة لشركة "سكويا كابيتال" كونها ممولة لكل من "فيس بوك"، كما تعتبر الممول الوحيد لشركة "واتس آب".

كما نلاحظ أن عدد الصفقات لا يتناسب طرديا مع حجم العوائد حيث حققت سكويا كابيتال عوائد ضخمة مثل 19 بليون دولار، و17 بليون دولار مقابل 9 و12 صفقة سنة 2014، و2018 على التوالي، بينما حققت 1.7 بليون دولار و0,2 بليون دولار مقابل 12 و21 صفقة. وهذا يعود إلى قيمة الشركة التي تم الاستحواذ عليها.

## خلاصة الفصل:

كان الهدف من هذه الدراسة إيجاد العلاقة بين رأس المال المخاطر والشركات الناشئة والدور الذي يلعبه في تمويلها كوسيلة مستحدثة.

وقد تمكنا من ملامسة هذا الدور الكبير من خلال التحليل لمختلف بيانات شركات رأس المال المخاطر الأمريكية التي اطلعنا عليها من موقع NVCA الذي يضم بيانات لنشاط رأس المال ال

مخاطر الأمريكي ومدى مساهمتها في تمويل وتقديم الدعم للشركات الناشئة في العالم في مختلف مراحل نموها، وكذا طرق الخروج التي تتبعها بعد انتهاء الدور الذي وجدت من أجله، لنتأكد من وجود علاقة بين المتغيرين والدور الفعال الذي يلعبه رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة.

**الخاتمة**

لعب رأس المال المخاطر دورا هاما في ظهور وانتشار الشركات الناشئة وذلك من خلال الدعم الذي قدمه لها سواء المالي أو الفني بالإضافة إلى توفير البيئة الملائمة لتجسيد أفكار الرياديين الفريدة من نوعها، فكما هو معروف شركات رأس المال المخاطر تدخل كشريك مع الشركة الناشئة تتقاسم الأرباح والخسائر معها عكس وسائل التمويل التقليدية الأخرى، ما جعل منها البديل الأمثل في ظل الصعوبات التي تعاني منها الشركات الناشئة لا سيما في مراحلها الأولى.

شركات رأس المال المخاطر تمول الشركات الناشئة في مراحل مختلفة من حياتها لاسيما مرحلة البذرة التي تكون محاطة ب درجات عدم تأكد مرتفعة، لتتبعها مرحلة التمويل المبكرة ثم مرحلة التمويل اللاحقة، ليليهما خروج شركات رأس المال المخاطر من الشركات الممولة بطرق مختلفة من أشهرها طريقة الطرح العام للاكتتاب وطريقة الاستحواذ والاندماج، حيث تتحصل على الربح الحقيقي الذي خاطرت من أجله في مرحلة خروجها.

من المتعارف عليه أن شركات رأس المال المخاطر تمول الشركات التكنولوجية بشكل كبير و ذلك لأن أغلب الشركات الناشئة الناجحة منذ القدم وحتى الآن هي شركات تكنولوجية، لكن هذا لا ينفي تمويلها لمختلف القطاعات منها الصحية والطاقة، وقد لاقت صناعة رأس المال المخاطر اهتمام كبير من أغلب دول العالم حتى دول العالم الثالث، ومن أكثر الدول اهتماما برأس المال المخاطر الولايات المتحدة الأمريكية التي سخرت أموال كبيرة في تمويل هذه الصناعة، حيث تشكل مساهمتها في هذه الصناعة نصف مساهمة العالم ككل، ولا يبدو هذا غريبا فأمريكا تعرف باقتصادها القوي ودعم الشركات التي من شأنها التأثير إيجابا عليه، ومن أبرز مظاهر نجاح رأس المخاطر في أمريكا "هضبة السليكون" التي تضم العديد من الشركات الناشئة وأكثرها نجاحا في الوقت الحالي لاسيما تلك التي تعدت قيمتها المليار دولار أي شركات "يونيكورن".

لا يقتصر دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة فقط، إذ تقدم تمويل لشركات صغيرة ومتوسطة وأخرى كبيرة لكن نظرا لمبدأ وطبيعة عملها المتمثل في تمويل أفكار مبتكرة ذات درجات مخاطرة عالية، ورغبة في أرباح ضخمة تعتبر الشركات الناشئة هي الوجهة الأولى لمثل هذه الشركات.

#### نتائج الدراسة:

بعد دراستنا لهذا النمط التمويلي ودوره في تمويل الشركات الناشئة توصلنا لمجموعة من النتائج يمكن حصرها في النقاط الآتية:



- ✓ ظهر رأس المال المخاطر لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتشر في باقي دول العالم.
- ✓ رأس المال المخاطر آلية مستحدثة في التمويل خاصة في الشركات المبتكرة والتي لها مستقبل واعد بالرغم من المخاطر التي تواجهها.
- ✓ لا تتوقف مهمة شركات رأس المال المخاطر في تقديم الأموال فقط بل تقدم الخبرة والدعم الفني والمتابعة الإدارية، وذلك في مراحل نمو مختلفة من حياة الشركات الناشئة ابتداء من مرحلة البذرة إلى غاية مراحل لاحقة.
- ✓ تهدف شركات رأس المال المخاطر إلى الخروج من الشركات الممولة من طرفها في مرحلة معينة، حيث تقوم باستخدام العائد المحقق من هذه العملية في تمويل مؤسسات أخرى ناشئة في مراحلها الأولى.
- ✓ تلجأ الشركات الناشئة والشركات التي لا تملك القدرة على تقديم ضمانات للبنوك والمؤسسات المالية لمثل هذا النوع التمويلي لأن سياسته قائمة على تحمل المخاطر واقتسام الربح والخسارة وعدم فرض ضمانات مادية.
- ✓ رغم الاختلاف الكبير بين الشركات الناشئة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا يزال البعض يخطئ بينهما، لعل أهم فرق بينهما هو أن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تقوم بتقليد نموذج عمل أو فكرة موجودة مسبقاً، عكس الشركات الناشئة التي تخلق سوق جديدة بالاعتماد على فكرة مبتكرة.
- ✓ يعرف مجال الشركات الناشئة منافسة شرسة بين مختلف الدول أهمها الولايات المتحدة والصين ولكن لا تزال الولايات المتحدة الرائدة في هذا المجال بامتلاكها أكبر عدد شركات ناشئة لاسيما تلك التي تعدت قيمتها مليار دولار.
- ✓ الشركات الناشئة لا تقتصر على المجالات التكنولوجية كما هو رائج بل تتواجد في مجالات كثيرة سواء صحية، طاقة، نقل.
- ✓ تعرف الشركات الناشئة بمخاطرها العالية لكن الأرباح المحققة في حال نجاحها كبيرة، هذه الأموال تساهم في تنمية الاقتصاد بشكل كبير وهذا ما زاد الاهتمام بها لاسيما وأنها وسيلة للخروج من الأزمات المالية لاستجابتها السريعة هذا ما جعلها تجذب اهتمام كل من العالم الأكاديمي وقطاع الأعمال، وخاصة الحكومات وصانعي السياسات في جميع أنحاء العالم.

- ✓ تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية أول من اهتمت رأس المال المخاطر منذ القدم، حيث كانت ومازالت مسيطرة على هذه الصناعة بنسبة مساهمة تفوق 50% وتعتبر مصدر مهم لتمويل الشركات الناشئة عالميا، وتحتل كاليفورنيا المرتبة الأولى من حيث حجم الأصول المسيرة.
- ✓ رغم أزمة كوفيد-19 التي أثرت سلبا على الاقتصاد إلا أن حجم الأموال المجمع من طرف شركات رأس المال المخاطر عرف زيادة معتبرة وهذا راجع إلى دعم الدولة وأطراف أخرى في سبيل الحفاظ على نشاط الشركات الناشئة.
- ✓ تعتمد شركات رأس المال المخاطر الأمريكية على عدة آليات خروج أهمها عمليات الاندماج والاستحواذ.
- ✓ تعتبر شركة "سكويابيثال" من أنجح شركات رأس المال المخاطر، وقد ساهمت في ظهور العديد من الشركات الناشئة البارزة حاليا من أهما "فيسبوك" و "واتس آب".

#### اقتراحات الدراسة:

- مما سبق وحتى تتجج هذه الصناعة في الجزائر قمنا باقتراح بعض النقاط التي نأمل أن تكون بداية تغيير واهتمام أكثر بهذه الصناعة:
- ✓ لا بد أن يهتم مختصون بهذه الصناعة لدعم الأفكار الابتكارية لاسيما ذات المنفعة العامة، والتي تلاقي تهميش كبير في الجزائر؛
- ✓ من الضروري التدخل الحكومي من أجل نجاح هذه الصناعة وذلك من خلال تقديم تسهيلات اللازمة مثل زيادة الانفاق الحكومي على البحث والتطوير لهذه الآلية من آليات التمويل، خاصة لدعم إنشاء شركات ناشئة لدورها الكبير في تحريك عجلة الاقتصاد؛
- ✓ منح الفرص لأصحاب الأفكار الإبداعية وذلك من خلال خلق بيئة اقتصادية ملائمة تحفز على الاستثمار وتشجيع الابتكار وتوفير الإمكانيات اللازمة.
- ✓ دعم صندوق تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر من جميع الجهات المعنية؛
- ✓ يستحسن أن يدعم صندوق تمويل المؤسسات الناشئة الجزائري الشركات الناشئة في جميع المراحل وخاصة المراحل الأولى وذلك من خلال تقديم التمويل والدعم الفني.

#### آفاق الدراسة:

ان هذه الدراسة تفتح آفاق لدراسات مستقبلية مثل:

❖ دور الشركات الناشئة في تحقيق التنمية المستدامة.

❖ دور التمويل الملائكي في تمويل الشركات الناشئة.

## قائمة المراجع

I. المراجع باللغة العربية:

أ. الكتب:

1. براق محمد، محمد الشريف بن زاوي، رأس المال المخاطر تجارب ونماذج عالمية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2014.
2. بوراس أحمد، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر، 2008.
3. حسن علي إبراهيم، التسويق الرقمي للمؤسسات الناشئة، ط01، دار الأمل للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2020.
4. خوني رابح، حساني رقية، أساليب التمويل بالمشاركة: بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دار الولاية للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
5. الشوكي سمير، المعجم الإداري، دار المشرق الثقافي، الأردن، 2006.
6. صالح النجار فايز جمعة، عبد الستار محمد العلي، الريادة وإدارة الأعمال الصغيرة، ط01، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
7. عبد الباقي سامي، دليل المستثمر لمفهوم ونشاط رأس المال المخاطر، مصر، 2010.
8. الكلالدة فرحان، آخرون، اقتصاد الشركات الناشئة في الأردن تقييم المساهمة الاقتصادية وإمكانية الشركات الناشئة العاملة في مجال التكنولوجيا، الوكالة الألمانية للتعاون الدولي GIZ، عمان، 2019.
9. مبارك عبد المنعم، الناقة أحمد، النقود والصيرفة والنظرية النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1997.

ب. المقالات:

1. الآغا تغريد، حشماوي محمد، أهمية التمويل برأس المال المخاطر في دعم المؤسسات الناشئة (دراسة حالة الجزائر)، مجلة المدبر، العدد 03، الجزائر، سنة 2016.
2. بامحمد نفيسة، آخرون، حاضرات الأعمال كآلية مستحدثة لدعم ومرافقة المؤسسات الناشئة في الجزائر-الواقع والتحديات-، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، العدد 03، 2021.
3. بخيتي علي، بوعويبة سليمة، المؤسسات الناشئة الصغيرة والمتوسطة في الجزائر واقع وتحديات، مجلة دراسات وأبحاث المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 04، الجزائر، 2020.
4. بريش السعيد، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر-دراسة حالة شركة SOFINANCE، مجلة الباحث، عدد 05، الجزائر، 2007.
5. بلعابد سيف الإسلام النوى، قدي عبد المجيد، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة الولايات المتحدة الأمريكية في الفترة (1980-2015)، مجلة العلوم الإنسانية، عدد 47، الجزائر، 2017.

6. بلعدي عبد الله، رأس المال المخاطر نمط تمويلي بديل ومعاصر للمؤسسة " تجربة الجزائر نموذجاً"، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، العدد 01، الجزائر، 2020.
7. بلعما أسماء، التمويل الجماعي آلية مبتكرة لزيادة فرص تمويل الشركات الناشئة - إشارة الى منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا- مجلة الدراسات المعاصرة، العدد 02، الجزائر 2020.
8. بن فاضل وسيلة، طاهر زهير، تداعيات أزمة كوفيد-19 على السوق التمويلي لقطاع المؤسسات الناشئة "startups"، مجلة اقتصاد المال والأعمال، العدد 03، الجزائر، 2020.
9. بو الشعور الشريفة، دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة startups - دراسة حالة الجزائر-، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد 02، الجزائر، 2018.
10. بوحادة عبد الكريم، مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، العدد 03، الجزائر، 2021.
11. بوحرب حكيم، دور رأس المال المخاطر في التقليل من حدة المشاكل التمويلية في تمويل الابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الاقتصاد الجديد، العدد 11، الجزائر، 2014.
12. بودالي مختار، إشكالية تمويل رأس المال المخاطر للمؤسسات الناشئة في الجزائر، مجلة اقتصاد المال والأعمال، العدد 05، الجزائر، 2020.
13. بوضياف علاء الدين، زبير محمد، دور حاضنات الأعمال التكنولوجية في دعم المؤسسات الناشئة في الجزائر، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 01، الجزائر، 2020.
14. بوعدلة سارة، بن طيب هديات خديجة، قدرات وتحديات المؤسسات الناشئة ومتطلبات نجاحها مع الإشارة لحالة الجزائر، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، العدد 03، الجزائر، 2021.
15. بوقنة سليم، آخرون، حاضنات الأعمال كأداة لترقية المؤسسات الناشئة في الجزائر، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، عدد 03، الجزائر، 2021.
16. تقية لياس، متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعامة للتنمية الاقتصادية-دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، العدد 24، الجزائر، 2017.
17. حريد رامي، سلامة سارة، صناعة رأس المال المخاطر مصدر تمويلي بديل للمؤسسات الصناعية الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة شركة SOFINANCE-، مجلة الاقتصاديات المالية البنكية وإدارة الأعمال، المجلد 09، العدد 02، الجزائر، 2020.

18. ديناوي أنفال عائشة، زرواط فاطمة الزهراء، المؤسسات الناشئة قاطرة الجزائر الجديدة للنهوض بالاقتصاد الوطني "التحديات وآليات الدعم"، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، العدد 03، الجزائر، 2021.
19. زادوركب منير، رأس المال المخاطر كآلية من آليات الهندسة المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية -دراسة سوق رأس المال المخاطر في الجزائر-، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، العدد 03، الجزائر، 2019.
20. سحنون سمير، إشكالية تطوير رأس المال المخاطر في الجزائر، مجلة الاقتصاد والمناجمنت، المجلد 10، العدد 01، الجزائر.
21. عابد نصيرة، بريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل استراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 19، الجزائر، 2018.
22. عيساوي فاطمة، الهزام محمد، مدى مساهمة حاضنات الأعمال في دعم المؤسسات الناشئة في الجزائر، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، العدد 03، الجزائر، 2021.
23. قدور نبيلة، العرابي حمزة، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم (الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس، الجزائر)، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 07، الجزائر، 2017.
24. مختاري عادل، بن البار امحمد، آليات دعم المؤسسات الناشئة startup كأحد الحلول لمحاربة البطالة: دراسة حالة الجزائر، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، العدد 03، جامعة محمد بوضياف المسيلة، الجزائر، 2021.
25. نوري محمد الأمين، دهان محمد، نحو تنظيم أدق لمفهوم المؤسسات الناشئة وخصائصها: دراسة منهجية مفصلة، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 04، العدد 03، الجزائر، 2020.
26. ولد عابد عمر، آخرون، حوكمة التمويل برأس المال المخاطر-دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشئة في الجزائر-، مجلة الدراسات الاقتصادية المعقدة، العدد 08، الجزائر، 2018.
- ت. الرسائل الجامعية:
1. بلعيدي عبد الله، التمويل برأس المال المخاطر دراسة مقارنة مع التمويل بنظام المشاركة، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد إسلامي، كلية العلوم الاجتماعية والعلوم الإسلامية، جامعة الحاج لخضر-باتنة-، الجزائر، 2007-2008.
2. السبتي محمد، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة، رسالة ماجستير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2008-2009.

3. عبديش سامية، شركات رأس المال المخاطر و دورها في خلق و تمويل المشاريع الناشئة، رسالة ماجستير، تخصص القانون العام، كلية الحقوق، جامعة قسنطينة1، 2013-2014.
- ث. الملتقيات والندوات والدورات
1. خرباشة سامي محمد، شركات رأس المال المغامر كأداة قانونية لتحفيز الاستثمار "دراسة قانونية في ضوء قانون الشركات الأردني المعدل لسنة 2017"، بحث مقدم ضمن مؤتمر القانون في عالم متغير، الأردن، 2018.
2. محبوب علي، سنوسي علي، التسويق الإلكتروني ودور المؤسسات الناشئة في تلبية احتياجات العملاء في الجزائر - دراسة لشركة جوميا الجزائر Algérie Jumia -، مداخلة ضمن الملتقى الدولي حول: دور المؤسسات الناشئة startups في تحقيق الإقلاع الاقتصادي الجزائري المنشود، الجزائر، 18 جويلية 2020.
- ج. المواقع الإلكترونية:
1. أبو شمالة عبير، 6 حقائق مهمة حول شركات اليونيكون، -<https://www.alkhaleej.ae/2020-01-06/6->
2. الجوابرة فادي، الشركات الناشئة-التعريف والخصائص وأنواعها،-<http://www.fadi-ja.com/2021/07/porters-five-forces-html>

## II المراجع باللغة الأجنبية:

### A. Les livres :

1. Eric Stéphane, La relation capital-risque /PME, de boeck, 1er édition, bruxelles, Belgique, 2003.
2. Harvéazoulay et autre , de l'entreprise traditionnelle à la start-up ,editions d'organisation, PARIS 2001.

### B. Les rapports :

National Venture Capital Association (NVCA), **NVCA YEARBOOK 2021**, Data provided by Pitchbook, [https://nvca.org/wp-content/uploads/2021/03/NVCA-2021-Yearbook.pdf?fbclid=IwAR3ZO\\_PnVUhh3flimT69aTTLjpG35bUaknPrzdt7Hjcci8De4-CQKFANTss](https://nvca.org/wp-content/uploads/2021/03/NVCA-2021-Yearbook.pdf?fbclid=IwAR3ZO_PnVUhh3flimT69aTTLjpG35bUaknPrzdt7Hjcci8De4-CQKFANTss)

### C. Les sites électroniques :

1. Emma McGowan, **Series A,B,C,D, and E Funding : How it Works**, <https://www.startups.com/library/expert-advice/series-funding-a-b-c-d-e>.
2. Géne Teare , Exclusive : Taking Stock of Sequoia capital's Standout Year With Roelof Botha, <https://news.crunchbase.com/news/sequoia-capital-exits-returns-roelof-botha-interview/>
3. <https://craft.co/sequoia-capital>
4. [https://golden.com/wiki/Sequoia\\_Capital-GERV6Z](https://golden.com/wiki/Sequoia_Capital-GERV6Z)
5. <https://news.crunchbase.com/news/sequoia-capital-exits-returns-roelof-botha-interview/>
6. <https://nvca.org/research/nvca-yearbook/>
7. <https://pitchbook.com/profiles/investor/167489-20#investments>.
8. <https://pitchbook.com/profiles/investor/93383-56#overview>,
9. <https://www.crunchbase.com/organization/sequoia-capital>
10. <https://www.startups.com/library/expert-advice/series-funding-a-b-c-d-e>



