

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'Enseignement Supérieur et de la Recherche Scientifique

Université Ferhat Abbas / Sétif 1
Faculté des Sciences Économiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion
Département : Finance et comptabilité



جامعة فرحات عباس / سطيف 1

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

القسم: علوم المالية والمحاسبة.

أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية

والمحاسبة

التخصص: مالية المؤسسة

العنوان:

دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات
التمويلية للمؤسسات الناشئة-تجارب محلية وأجنبية

المشرف:

خاسف جمال الدين

إعداد الطالبة:

مخناش ياسمين

لجنة المناقشة:

| اللقب والاسم | الرتبة العلمية | المؤسسة الجامعية | الصفة |
|------------------|-----------------|------------------|--------------|
| حططاش عبد السلام | أستاذ محاضر (أ) | جامعة سطيف-1 | رئيسا |
| خاسف جمال الدين | أستاذ محاضر (أ) | جامعة سطيف-1 | مشرفا ومقررا |
| معتوق جمال | أستاذ محاضر (أ) | جامعة قسنطينة-2 | ممتحنا |
| مريمتم عديلة | أستاذ محاضر (أ) | جامعة قالمة | ممتحنا |
| بياس منيرة | أستاذ محاضر (أ) | جامعة سطيف-1 | ممتحنا |
| حركاتي نبيل | أستاذ محاضر (أ) | جامعة سطيف-1 | ممتحنا |

السنة الجامعية: 2023 - 2024

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

" رَبِّ اَوْزِعْنِيْ اَنْ اَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِيْ اَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلٰى
وَالِدَيَّ وَاَنْ اَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَاَصْلِحْ لِيْ فِيْ ذُرِّيَّتِيْ
اِنَّيْ تُبْتُ اِلَيْكَ وَاِنِّيْ مِنَ الْمُسْلِمِيْنَ "

صدق الله العظيم

سورة الاحقاف، الآية: 15.

شكر وتقدير وعرهان:

الحمد لله حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه، ملء السماوات والأرض، أن يسر لي إتمام هذا البحث على الوجه الذي أرجو أن يرضى به عني.

وأقدم بالشكر لأهلي وعائلي كبيرهم وصغيرهم وخاصة أمي الحبيبة التي وفرت لي أجواء وإمكانيات الدراسة والتعلم وإتمام هذا البحث.

ثم أتوجه بالشكر إلى من كان نعم الأستاذ والمعلم والأب الناصح المشرف: الأستاذ الدكتور المحترم: جمال الدين خاسف، الذي له الفضل-بعد الله تعالى- في إخراج هذا البحث، فله مني كل الشكر والتقدير والعرهان.

وأتوجه بالشكر الجزيل إلى جميع أساتذتي الفضلاء في قسم المالية والمحاسبة في كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة فرحات عباس على كل حرف علموني إياه وتوجيهي وتشجيعي فلهم مني كل التقدير والاحترام.

وأقدم بشكري الجزيل في هذا اليوم إلى أساتذتي الموقرين في لجنة المناقشة رئاسة وأعضاء لتفضلهم علي بقبول مناقشة هذه الرسالة، فهم أهل لسد خللها وتقويم عوجها وتهذيب نتواتها والإبانة عن مواطن القصور فيها، سائلة الله الكريم أن يثيهم عني خيرا.

وأشكر كل من ساعدني وأعانني على إنجاز هذا البحث، فلهم في النفس منزلة وإن لم يسعف المقام لذكرهم، فهم أهل للفضل والخير والشكر.

إهداء:

إذا كان الإهداء يعبر ولو بجزء من الوفاء

فهو إلى.....

معلم البشرية ومنبع العلم سيدنا محمد صوات ربي وسلامه عليه

إلى من ركع العطاء أمام قدميها...وأعطتني من دمها وروحها وعمرها حبا وتصميما ودفعا لغد

أجمل...إلى حبيبة روجي التي لا أرى الأمل إلا من عينها... أمي الحنونة "".

إلى أعلى روح أتمنى أن ترقد بسلام في جنات الخلود إلى أول رجل فتحت عيني عليه ولقني

الكثير والكثير، إلى من أفتقد حرارة تصفيقه فرحا بإنجازي في هذه اللحظة ولا تفية الكلمات

والشكر والعرفان بالجميل مثل الأبوة الأعلى، إلى والدي الحبيب "".

إلى رفيق دربي زوجي الكريم

إلى الذين هم ملاذي ورمز فخري واعتزازي فأنا منهم وهم مني إخوتي

إلى مسرات قلبي وروحي أجمل أخوات رزقت بهن.

إلى كل من ساعدني في إنجاز العمل ومهد الطريق أمامي في درب طلب العلم

أهديكم هذا العمل المتواضع.

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الأنواع المختلفة لآليات التمويل الحديثة المتاحة للمؤسسات الناشئة، وتحديد الدور الذي تلعبه في معالجة اختلالاتها التمويلية على طول دورة حياتها، وذلك استنادا إلى التجارب الأجنبية مع الإشارة إلى التجربة الجزائرية. وسعيا لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي والتحليلي في سرد مختلف الآليات الحديثة وتحليل مراحل تدخلها وهو ما أسفر عن تطوير إطار عملي تم استخدامه كدليل إرشادي للتعامل مع مشكلة البحث في جانبها التطبيقي.

وكشفت نتائج الدراسة المتوصل إليها عن الدور التكميلي الذي تلعبه الآليات الحديثة فيما بينها، كما نوهت أن النظم البيئية للمؤسسات الناشئة من شأنها التدخل في تغيير مسارات التمويل وهو ما عززه عرض التجربة الجزائرية التي جسدت تغير دور هذه الآليات من تكميلي إلى تكاملي، كما خلصت إلى أن التكنولوجيا الحديثة أفرزت عن صيغ تمويلية مبتكرة تشارك آليات التمويل الحديثة دورها حاليا ومن المرجح أن تصبح بديلا عنها مستقبلا.

الكلمات المفتاحية: الآليات التمويلية الحديثة؛ الاختلالات التمويلية؛ المؤسسات الناشئة؛ الجزائر.

Abstract:

This study aims to identify the different types of modern financing mechanisms available to Startups, and to determine the role they play in resolving their financing imbalances throughout their life cycle, drawing on foreign experiences with reference to the Algerian experience. In order to achieve the objectives of the study, descriptive and analytical approaches were used to catalog various modern mechanisms and analyze the stages of their intervention, resulting in the development of a practical framework that served as a guidance to address the research problem in its practical aspect.

The results of the study revealed the complementary role that modern mechanisms play among themselves, indicating also that ecosystems of startups could intervene in the evolution of financing pathways, which was reinforced by the presentation of the Algerian experience, which embodied the change in role from complementarity towards integrality. Modern technology has given rise to innovative financing formulas that share the role of

current modern financing mechanisms and are likely to become an alternative to them in the future.

Keywords: Modern financing mechanisms; Financing imbalances; Startups; Algeria.

Résumé:

Cette étude vise à identifier les différents types de mécanismes de financement modernes à la disposition des Startups, et à déterminer le rôle qu'elles jouent dans la résolution de leurs déséquilibres de financement tout au long de leur cycle de vie, en s'appuyant sur les expériences étrangères en référence à l'expérience algérienne. Afin d'atteindre les objectifs de l'étude, les approches descriptives et analytiques ont été utilisées pour répertorier divers mécanismes modernes et analyser les étapes de leur intervention, ce qui a abouti à l'élaboration d'un cadre pratique qui a servi de guide d'orientation pour traiter le problème de la recherche. Dans son aspect pratique.

Les résultats de l'étude ont révélé le rôle complémentaire que jouent entre eux les mécanismes modernes, indiquant également que les écosystèmes des startups pourraient intervenir dans l'évolution des voies de financement, ce qui a été renforcé par la présentation de l'expérience algérienne, qui a incarné le changement de rôle de la complémentarité vers l'intégralité. La technologie moderne a donné naissance à des formules de financement innovantes qui partagent le rôle des mécanismes de financement modernes actuels et sont susceptibles de devenir une alternative à ces derniers à l'avenir.

Mots-clés : mécanismes de financement modernes ; Déséquilibres de financement ; les startups ; Algérie.

| الصفحة | المحتويات |
|--------|--|
| | شكر وتقدير وعرفان. |
| | إهداء |
| | الملخص |
| I | فهرس المحتويات. |
| VI | فهرس الجداول والأشكال |
| IX | قائمة المختصرات |
| أ | المقدمة |
| 2 | الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة |
| 3 | المبحث الأول: ماهية المؤسسات الناشئة |
| 3 | المطلب الأول: مفهوم وخصائص المؤسسات الناشئة |
| 3 | 1. مفهوم المؤسسات الناشئة |
| 8 | 2. خصائص المؤسسات الناشئة |
| 13 | المطلب الثاني: متطلبات إنشاء المؤسسات الناشئة ودورة حياتها |
| 13 | 1. متطلبات إنشاء المؤسسات الناشئة |
| 16 | 2. دورة حياة المؤسسات الناشئة |
| 19 | المطلب الثالث: أنواع المؤسسات الناشئة |
| 19 | 1. المؤسسات الناشئة المرتبطة بنمط الحيا |
| 19 | 2. المؤسسات الناشئة الصغيرة |
| 20 | 3. المؤسسات الناشئة القابلة للتوسع |
| 23 | 4. المؤسسات الناشئة الكبيرة |
| 24 | 5. المؤسسات الناشئة القابلة للشراء |
| 25 | 6. المؤسسات الناشئة الاجتماعية |
| 26 | المبحث الثاني: أهمية وواقع المؤسسات الناشئة في الاقتصاديات المعاصرة. |
| 26 | المطلب الأول: أهمية المؤسسات الناشئة |
| 26 | 1. المؤسسات الناشئة كأداة لخلق الوظائف |
| 27 | 2. تعزيز الابتكار |
| 28 | 3. سد فجوة السوق |
| 28 | المطلب الثاني: أسباب التوجه إلى المؤسسات الناشئة |
| 28 | 1. أسباب توجه رواد الأعمال إلى المؤسسات الناشئة |
| 29 | 2. أسباب توجه الدول إلى المؤسسات الناشئة |
| 31 | المطلب الثالث: عوامل نجاح وفشل المؤسسات الناشئة |
| 31 | 1. العوامل الداخلية |

| الصفحة | المحتويات |
|--------|--|
| 34 | 2. العوامل الخارجية |
| 38 | المبحث الثالث: المنظومة المؤسسية لدعم ومرافقة المؤسسات الناشئة في الجزائر |
| 38 | المطلب الأول: الهيئات الإدارية لدعم وترقية المؤسسات الناشئة |
| 38 | 1. وزارة اقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة والمؤسسات المصغرة |
| 39 | 2. الإدارة المركزية التابعة لوزارة اقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة |
| 40 | 3. مؤسسة ترقية وتسيير هيكل دعم المؤسسات الناشئة |
| 41 | المطلب الثاني: الهيئات المرافقة للمؤسسات الناشئة |
| 41 | 1. حاضنات الأعمال |
| 46 | 2. اللجنة الوطنية لمنع علامة مؤسسة ناشئة ومشروع مبتكر وحاضنة أعمال |
| 50 | المطلب الثالث: صناديق دعم وتمويل المؤسسات الناشئة |
| 50 | 1. الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة |
| 51 | 2. صناديق الاستثمار |
| 55 | الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة |
| 57 | المبحث الأول: الصعوبات التمويلية للمؤسسات الناشئة في ظل التمويل التقليدي وآليات معالجتها |
| 57 | المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول التمويل التقليدي |
| 57 | 1. مفهوم التمويل |
| 58 | 2. مفهوم ومخاطر التمويل التقليدي |
| 62 | المطلب الثاني: صعوبة تمويل المؤسسات الناشئة في ظل التمويل التقليدي |
| 62 | 1. صعوبة تمويلية تتعلق بطبيعة المؤسسات الناشئة والهيئات التمويلية |
| 63 | 2. صعوبات تمويلية تتعلق بالسياسات التنظيمية في الدول |
| 64 | المطلب الثالث: آليات معالجة صعوبات التمويل التقليدي للمؤسسات الناشئة |
| 64 | 1. برامج ضمان الائتمان العامة |
| 65 | 2. الوساطة الائتمانية |
| 66 | 3. القروض الميسرة |
| 66 | 4. التمويل الأصغر |
| 67 | 5. التمويل الإسلامي |
| 69 | المبحث الثاني: الآليات الحديثة التي تمويل المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة |
| 69 | المطلب الأول: دواعي توفير آليات تمويل حديثة |
| 69 | 1. نقص الخبرة في التعامل مع الهيئات المالية |
| 70 | 2. الافتقار للتدفقات النقدية |
| 70 | 3. نقص مستوى الثقة في المؤسسات الناشئة |
| 70 | 4. نقص الضمانات |
| 70 | 5. الاحتياج الدائم للتمويل |

| الصفحة | المحتويات |
|--------|--|
| 71 | المطلب الثاني: الآليات التقليدية لتمويل المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة. |
| 71 | 1. الاستثمار الشخصي |
| 71 | 2. أفراد الأسرة والأصدقاء |
| 72 | 3. المنح والإعانات |
| 73 | المطلب الثالث: التمويل الجماعي ك آلية حديثة لتمويل المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة |
| 73 | 1. ماهية التمويل الجماعي |
| 75 | 2. مزايا التمويل الجماعي |
| 76 | 3. نماذج التمويل الجماعي |
| 79 | 4. آلية عمل التمويل الجماعي |
| 80 | المطلب الرابع: الخطوط الائتمانية |
| 81 | 1. مفهوم خطوط الائتمان |
| 81 | 2. أنواع خطوط الائتمان |
| 84 | 3. آلية منح خطوط الائتمان |
| 87 | المبحث الثالث: الآليات الحديثة لتمويل المؤسسات الناشئة القائمة على الأسهم |
| 87 | المطلب الأول: الاستثمار الملائكي |
| 87 | 1. ماهية الاستثمار الملائكي |
| 90 | 2. أهمية ودوافع الاستثمار الملائكي |
| 92 | 3. آلية عمل الاستثمار الملائكي |
| 95 | المطلب الثاني: رأس المال المخاطر |
| 95 | 1. ماهية رأس المال المخاطر |
| 99 | 2. مزايا وأهمية رأس المال المخاطر |
| 100 | 3. آلية عمل رأس المال المخاطر |
| 104 | المطلب الثالث: تمويل الميزانين Mezzanine |
| 104 | 1. مفهوم تمويل الميزانين |
| 105 | 2. خصائص ومزايا تمويل الميزانين |
| 106 | 3. هيكل تمويل الميزانين |
| 111 | المبحث الرابع: آليات التمويل المرتبطة بالتكنولوجيا الحديثة |
| 112 | المطلب الأول: التوجهات المستقبلية للتمويل في ظل التكنولوجيا المالية والذكاء الاصطناعي |
| 112 | 1. مفهوم التكنولوجيا المالية والذكاء الاصطناعي |
| 113 | 2. دور الذكاء الاصطناعي في دعم التكنولوجيا المالية |
| 113 | 3. علاقة التكنولوجيا المالية والذكاء الاصطناعي بالمؤسسات الناشئة |
| 114 | المطلب الثاني: التمويل اللامركزي (Defi) |
| 114 | 1. مفهوم التمويل اللامركزي |

| الصفحة | المحتويات |
|--------|---|
| 115 | 2. مزايا تمويل اللامركزي |
| 116 | 3. ركائز التمويل اللامركزي |
| 118 | المطلب الثالث: عروض الرموز مصدر جديد لتمويل المؤسسات الناشئة |
| 118 | 1. مفهوم عروض الرموز |
| 120 | 2. مزايا التمويل من خلال عروض الرموز |
| 120 | 3. آلية عمل آلية عمل وعروض الرموز |
| 127 | الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة |
| 129 | المبحث الأول: عرض تجارب رائدة لآليات تمويل المؤسسات الناشئة في المراحل المبكرة |
| 129 | المطلب الأول: دراسة تحليلية لصناعة التمويل الجماعي في الدول الرائدة عالميا |
| 130 | 1. العلاقة بين عدد منصات وحجم التمويل الجماعي |
| 133 | 2. خيارات التمويل المتاحة من خلال منصات التمويل الجماعي |
| 136 | 3. أبرز منصات التمويل الجماعي في الدول الرائدة عالميا |
| 141 | المطلب الثاني: تجربة فرنسا وألمانيا في منح الخطوط الائتمانية. |
| 141 | 1. حجم الخطوط الائتمانية في فرنسا |
| 143 | 2. معايير منح الخطوط الائتمانية |
| 144 | 3. خطوط الائتمان المتاحة للمؤسسات الأكثر استخداما |
| 145 | المبحث الثاني: عرضا لتجارب رائدة في التمويل الحديث القائم على الأسهم |
| 147 | المطلب الأول: تجارب رائدة في تسهيل وصول المؤسسات الناشئة إلى رأس المال الملائكي |
| 147 | 1. شبكة المستثمرين الملائكة الأوروبية EBAN |
| 151 | 2. جمعية المستثمرين الملائكة ACA |
| 155 | المطلب الثاني: عرض تجربة رأس المال المخاطر في الدول الرائدة عالميا |
| 155 | 1. دراسة تحليلية لتمويل المؤسسات الناشئة عن طريق رأس المال المخاطر |
| 158 | 2. التمويل برأس المال المخاطرة وفقا لمراحل نمو المؤسسات الناشئة |
| 162 | المطلب الثالث: عرض التجربة الأوروبية في استخدام تمويل الميزانين |
| 162 | 1. تمويل الميزانين العالمي |
| 164 | 2. تمويل الميزانين في أوروبا |
| 169 | المبحث الثالث: واقع وآفاق تطبيق آلية التمويل الحديثة في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية. |
| 169 | المطلب الأول: نفاذية المؤسسات الناشئة الجزائرية للتمويل الجماعي |
| 169 | 1. شرعية التمويل الجماعي في الجزائر |
| 170 | 2. عرض نموذج منصات التمويل الجماعي في الجزائر |
| 172 | 3. مساهمة NENVESTI في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية |
| 178 | المطلب الثاني: ملامح الاستثمار الملائكي في الجزائر |

| الصفحة | المحتويات |
|--------|--|
| 178 | 1. التعريف بشبكة Casbah Business Angel (CBA) |
| 179 | 2. آلية عمل شبكة CBA |
| 180 | المطلب الثالث: دراسة تحليلية لتمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية عن طريق رأس المال المخاطر |
| 180 | 1. لمحة عامة عن استثمارات رأس المال المخاطر الأجنبي في المؤسسات الناشئة الجزائرية |
| 182 | 2. متعاملي رأس المال المخاطر في الجزائر |
| 185 | 3. عرض مساهمات ASF في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية |
| 189 | المبحث الرابع عروض الرموز- مستقبل تمويل المؤسسات الناشئة- |
| 189 | المطلب الأول لمحة عامة عن سوق العروض الأولية للعمليات |
| 189 | 1. السوق العالمي للعروض الأولية للعمليات |
| 190 | 2. تمركز العروض الأولية للعمليات عالميا |
| 193 | 3. مساهمة العروض الأولية للعمليات في تمويل المؤسسات الناشئة |
| 195 | المطلب الثاني: لمحة عامة عن سوق عروض التبادل الأولية |
| 196 | 1. تمركز عروض التبادل الأولية عالميا |
| 197 | 2. أنجح عروض التبادل الأولية عالميا |
| 202 | المطلب الثالث: لمحة عامة عن سوق عروض رموز الأمان |
| 203 | 1. السوق العالمي لعروض رموز الأمان |
| 204 | 2. اتجاه عروض رموز الأمان قطاعيا |
| 205 | 3. مساهمة عروض رموز الأمان في تمويل المؤسسات الناشئة |
| 209 | الخاتمة. |
| 216 | قائمة المراجع. |

1. قائمة الجداول

| الرقم | عنوان الجدول | الصفحة |
|--------|--|--------|
| (1.1) | خصائص المؤسسات الناشئة | 9 |
| (1.1) | أمثلة عن أنواع المؤسسات الناشئة | 25 |
| (2.1) | شروط منح علامة "مؤسسة ناشئة"، "مشروع مبتكر"، "حاضنة أعمال" | 44 |
| (1.3) | عدد منصات التمويل الجماعي في الدول الرائدة عالميا | 130 |
| (2.3) | حجم التمويل الجماعي في الصين حسب نموذج التمويل | 135 |
| (3.3) | خصائص منصات التمويل الجماعي الأكثر شيوعا في الدول الرائدة عالميا | 137 |
| (4.3) | دور التمويل الجماعي في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة | 139 |
| (5.3) | صافي النسب المئوية لتشديد معايير الانتماء في البنوك | 143 |
| (6.3) | خصائص الخطوط الائتمانية المتاحة للمؤسسات الناشئة | 144 |
| (7.3) | توزيع الاستثمار الملائكي حسب حجم جولة التمويل (%) | 151 |
| (8.3) | تطور متوسط الاستثمار الملائكي للشبكات الأعضاء في جمعية المستثمرين الملائكة | 152 |
| (9.3) | توزيع الصفقات حسب حجم الاستثمار الملائكي ($\times 100000$ \$) لسنة 2021 | 153 |
| (10.3) | حجم الاستثمار في رأس المدى المخاطر في الدول الرائدة عالميا (مليار \$) | 157 |
| (11.3) | توزيع تمويل رأس المال المخاطر حسب مراحل نمو المؤسسات الناشئة (%) | 159 |
| (12.3) | حجم رأس المال المخاطر الموجه لكل مرحلة من مراحل نمو المؤسسات الناشئة في الدول الرائدة عالميا | 160 |
| (13.3) | خصائص منصات التمويل الجماعي الجزائرية | 171 |
| (14.3) | المشاريع المتاحة للتمويل على منصة NENVESTI | 176 |
| (15.3) | المشاريع الممولة عبر منصة NENVESTI | 177 |
| (16.3) | شركات (صناديق) رأس المال الاستثماري في الجزائر | 182 |
| (17.3) | محفظة استثمارات الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة للفترة 2021-2023 | 186 |
| (18.3) | أنجح العروض الأولية للعملات عالميا | 194 |
| (19.3) | مميزات أشهر بورصات التشفير العالمية | 198 |
| (20.3) | أنجح عروض التبادل الأولية عالميا | 200 |
| (21.3) | أمثلة عن عروض رموز الأمان | 205 |

2. قائمة الأشكال

| الرقم | عنوان الشكل | الصفحة |
|--------|--|--------|
| (1.1) | دورة حياة المؤسسة الناشئة | 16 |
| (2.1) | الناشئة القابلة للتوسع | 20 |
| (3.1) | الابتكار التخريبي | 24 |
| (1.2) | نماذج التمويل الجماعي | 77 |
| (2.2) | إطار عمل التمويل الجماعي | 79 |
| (3.2) | تصور للفجوة المالية للمؤسسات الناشئة "وادي الموت" | 92 |
| (4.2) | التسلسل الهرمي لهيكل رأس المال | 106 |
| (5.2) | مراحل التمويل بعروض الرموز | 122 |
| (6.2) | مراحل تدخل آليات تمويل الحديثة لتلبية الاحتياجات أو معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة | 125 |
| (1.3) | حجم تمويل الأعمال التجارية من خلال التمويل الجماعي في الدول الرائدة عالميا | 131 |
| (2.3) | حجم التمويل الجماعي لسنة 2019 حسب نموذج التمويل | 133 |
| (3.3) | حجم التمويل الجماعي لسنة 2020، حسب نموذج التمويل | 134 |
| (4.3) | حجم التمويل الجماعي في الولايات المتحدة الأمريكية، وفقا لعدد الحملات | 136 |
| (5.3) | طلبات الحصول على خطوط ائتمان جديدة، وتعبئة خطوط الائتمان الحالية | 142 |
| (6.3) | الجولات الاستثمارية | 146 |
| (7.3) | حجم الاستثمار الملائكي عبر شبكات المستثمرين، الملائكة (السوق المرئية) في أوروبا لسنة 2021 | 148 |
| (8.3) | توزيع الاستثمارات الملائكية للمستثمرين المنخرطين في شبكة EBAN حسب قطاعات النشاط | 149 |
| (9.3) | توزيع الاستثمار الملائكي حسب جولات التمويل (%) | 154 |
| (10.3) | حجم الاستثمار العالمي في رأس المال المخاطر في المناطق العالمية الكبرى | 156 |
| (11.3) | حجم رأس المال المخاطر العالمي وفقا للجولات الاستثمارية | 158 |
| (12.3) | توزيع رأس المال المخاطرة حسب قطاعات النشاط | 161 |
| (13.3) | تطور تمويل الميزانين العالمي 2019-2022 | 163 |
| (14.3) | حجم تمويل الميزانية المستثمر تبعا لعدد الصفقات | 163 |
| (15.3) | تطور حجم تمويل الميزانين في أوروبا 2017-2022 | 166 |
| (16.3) | تطور حجم رأس المال، المخاطر الأجنبي الموجه للمؤسسات الناشئة الجزائرية | 180 |
| (17.3) | توزيع محفظة ASF حسب الجولات الاستثمارية | 187 |
| (18.3) | حجم العروض الأولية للعملاء وفقا لعددها 2019-2017 | 189 |

| الصفحة | عنوان الشكل | الرقم |
|--------|--|--------|
| 190 | تمركز العروض الأولية للعملات عالميا 2017-2019 | (19.3) |
| 192 | الحجم الإجمالي للمبالغ المكتسبة خلال العروض الأولية للعملات في الدول الرائدة عالميا 2017-2019 | (20.3) |
| 192 | عدد العروض الأولية للعملات في الدول الرائدة 2019-2017 | (21.3) |
| 196 | الحجم الإجمالي للمبالغ المكتسبة من خلال عروض التبادل الأولية في الدول الرائدة عالميا 2019 | (22.3) |
| 203 | حجم عروض رموز الأمان 2018-2019 | (23.3) |
| 204 | توزيع عروض رموز الأمان عبر القطاعات | (24.3) |

| المختصر | المدلول باللغة الأجنبية | المدلول باللغة العربية |
|---------|---|--|
| COO | Chief Operating Officer | رئيس تنفيذي للعمليات |
| CEO | Chief Executive Officer | رئيس تنفيذي |
| GEM | Global Entrepreneurship Monitor | المرصد العالمي لريادة الأعمال |
| MVP | Minimum Viable Product | النموذج الأولي للمنتج |
| NBIA | National Business Incubation Association | الجمعية الأمريكية لحاضنات الأعمال |
| ANDI | L'Agence nationale du développement des investissements | الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار |
| APSI | Agence de Promotion, de Soutien et de Suivi de l'Investissement | وكالة دعم وترقية ومتابعة الاستثمار |
| ANADE | L'Agence Nationale d'Appui et de Développement de l'Entrepreneuriat | الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولاتية |
| ANSEJ | L'Agence Nationale de Soutien à l'Emploi des Jeunes | الوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب |
| ASF | The Algerian Startup Fund | الصندوق الجزائري لدعم المؤسسات الناشئة |
| CNAS | La Caisse Nationale des Assurances Sociales des travailleurs salariés | الصندوق الوطني للتأمينات الاجتماعية للعمال الأجراء |
| Casons | La Caisse Nationale de Sécurité Sociale des non-salariés | الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي لغير الأجراء |
| SPA | Société par Actions | شركة مساهمة |
| SEAFs | The Small Enterprise Assistance Funds | الصندوق العالمي لمساعدة المؤسسات الصغيرة |
| CVNA | National Venture Capital Association | الرابطة الوطنية لرأس المال المخاطر |
| MBO | Management Buy Out | إعادة الشراء أو الاستحواذ الإداري |
| ESOP | Employee Stock Ownership Plan | الأسهم العادية المملوكة من قبل الموظفين |
| IPO | Initial Public Offering | الاكتتاب العام الأولي |
| AI | Artificial Intelligence | الذكاء الاصطناعي |
| P2P | Peer-to-Peer | شبكة نظير إلى نظير |
| SC | Smart Contract | العقود الذكية |
| Fintech | Financial technology | التكنولوجيا المالية |
| Regtech | Regulatory technology | التكنولوجيا الرقابية، التكنولوجيا التنظيمية |
| Defi | Decentralized Finance | التمويل اللامركزي |

قائمة المختصرات

| المدلول باللغة العربية | المدلول باللغة الأجنبية | الاختصار |
|---|---|---------------|
| التطبيقات اللامركزية | <i>Decentralized Applications</i> | D Apps |
| تقنية دفتر الأستاذ الموزع | <i>Distributed ledger technology</i> | DLT |
| منصات التداول اللامركزي | Decentralized Exchanges | Dexs |
| اعرف عميلك | Know Your Customer | KYC |
| مكافحة غسل الأموال | Anti-Money Laundering | AML |
| العروض الأولية للعملات | Initial Coin Offerings | ICOs |
| عروض التبادل الأولية | Initial Exchange Offerings | IEOs |
| عروض رموز الأمان | <i>Security Token Offerings</i> | STOs |
| المفوضية الأوروبية | European Commission | EC |
| شبكة المستثمرين الملائكة الأوروبية | European Business Angel Network | EBAN |
| الجمعية الأوروبية لوكالات التنمية | European Association of Regional Development Agencies | EURADA |
| المؤسسات متوسطة المستوى | Mid-Tier Entreprises | MTEs |
| جمعية المستثمرين الملائكة | Angel Capital Association | ACA |
| - | Casbah Business Angels | CBA |
| قانون أسواق الأصول المشفرة | Markets in Crypto-Assets | MiCA |
| لائحة المرونة التشغيلية الرقمية | Digital Operational Resilience Act | DORA |
| قانون توجيهات الأسواق المالية الأوروبية | Markets in Financial Instruments Directive | MiFID |

المقدمة

يعتبر التمويل أحد العوامل المهمة لنجاح أو فشل أي مشروع ما، وطالما أعتبر أحد تحديات الإدارة المالية في جميع أنواع الشركات سواءً منها العملاقة أو متناهية الصغر، ولعل اقتباس مقولة الباحث الأمريكي رشارد هاروش (Richard Harroch) يمكن أن تلخص الكثير من هذه التحديات حيث كانت المقولة:

“It’s almost always harder to raise capital than you thought it would be, and it always takes longer. So, plan for that.”

تلخص المقولة حقيقة عالمية يختبرها عدد لا يحصى من المؤسسات الناشئة، فمن المسلم به على نطاق واسع أن صعوبات الحصول على التمويل هي واحدة من العقبات الرئيسية التي تواجهها المؤسسات الناشئة طوال فترة تطورها، إذ عادة ما يمنع نقص التمويل والاستثمار في المشاريع المبتكرة تغطيتها لاحتياجاتها وتحقيق إمكاناتها.

ومما لا شك فيه أن أسواق رأس المال ومعاملات التمويل عموماً تتأثر بمشاكل الاختيار السلبي والمخاطر الأخلاقية، التي قد تتفاقم في حالة المشاريع المبتكرة والمؤسسات الناشئة، فعلى عكس نماذج الأعمال التقليدية تقع هذه الأخيرة في صميم عملية الابتكار والتي عادة ما تكون العواقب السلبية للقيود الائتمانية المرتبطة بها شديدة بسبب عدم اليقين الناتج عن التعامل مع السلع غير المادية التي يصعب التنبؤ بعوائدها والمخاطرة العالية نتيجة الافتقار للأصول الملموسة التي تقدم كضمانات.

واستناداً عليه يمكن الجزم أن الصعوبات التمويلية التي تواجهها المؤسسات الناشئة تنبع من جملة الخصوصيات المميزة لها، والتي لا يمكنها التجرد منها كون أنها المحددة لهويتها الأمر الذي يستوجب من الجهات الفاعلة في نظامها البيئي استحداث آليات تمويلية تتكيف وهذه الخصائص.

أدت الحاجة للتمويل والطبيعة المتطورة باستمرار للنظم البيئية لعالم الأعمال إلى ظهور مصادر وآليات تمويلية متنوعة، مما وفر للمؤسسات الناشئة مجموعة من الخيارات تتكيف ونهجهم وتتناسب مع نماذج أعمالهم وديناميكيات الصناعة واستراتيجيات النمو الخاصة بهم. يعكس تنوع خيارات التمويل بدوره القدرة على التكيف والمرونة التي تتطلبها المؤسسات الناشئة في سعيها للحصول على التمويل، إذ يعد فهم سبل التمويل أمراً ضرورياً لرواد الأعمال أثناء تنقلهم في المشهد المعقد للاستراتيجيات المالية لتغذية أفكارهم المبتكرة وتعزيز نمو مؤسساتهم الناشئة.

مشكلة الدراسة:

بما أن هناك مسارا كاملا للتمويل يجب إتقانه جيدا خلال المراحل المختلفة من تطور دورة حياة المؤسسات الناشئة فإن معرفة الاختلافات بين آليات التمويل الحديثة الموجهة لها أمر في غاية الأهمية لاتخاذ قرارات حول نوع رأس المال الذي يمثل الخيار الأفضل لاستيعاب كل مرحلة من مراحل نموها، وعلى ضوء هذه الفكرة فإن كل آلية ستلعب دورا محددًا في تمويل أنشطة معينة، مساهمة بذلك في معالجة الاختلالات التمويلية ذات الصلة، وهو ما يهدف التحليل المقدم في هذه الدراسة إلى تبيانه من خلال الإجابة على التساؤل الرئيسي التالي:

ما هو الدور الذي تلعبه آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة، وما هو واقع وأفاق تبني هذه الآليات في الجزائر؟

للإجابة على التساؤل الرئيسي والإلمام بجوانب الدراسة وضعت ثلاثة أسئلة فرعية في سياقها الموضح أدناه:

- إلى أي مدى ساهمت الإصلاحات التي تبنتها الحكومة الجزائرية في دعم وترقية مؤسساتها الناشئة من الجانب التمويلي؟
- هل توجد بدائل يمكن اعتمادها من قبل المؤسسات الناشئة لأجل التأكد من التوافر السلس للتمويل في الأوقات الحرجة؟
- كيف ساهمت آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة في الدول الأجنبية؟ وهل تظهر الجزائر اتجاهات مماثلة؟

فرضيات الدراسة:

على ضوء إشكالية الدراسة، يمكن صياغة جملة من الفرضيات كما يلي:

- كان توفير آليات الدعم الحكومي وإرساء الأطر التشريعية والتنظيمية المناسبة لتمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية كفيلا لدعم وترقية هذه الأخيرة والارتقاء بأداء بعضها إلى المستويات العالمية.
- تتوفر آليات تمويل متنوعة للمؤسسات الناشئة عبر مختلف مراحل تطورها، حيث تركز بعضها على توفير التمويل في المراحل المبكرة ويتجه بعضها الآخر نحو تمويل المراحل اللاحقة.

- يختلف الدور الذي تلعبه كل آلية من دولة لأخرى، وينعكس بصورة جلية في خدمة المؤسسات الناشئة الناشئة الناشطة في الدول السباقية لتبني أفكار ومفاهيم هذه الآليات، في حين أنّ الجزائر تبقى بعيدة عن مواكبة ما هو مستحدث من آليات التمويل في الدول الأجنبية.

أهمية الدراسة:

في مجال زيادة الأعمال يمثل السعي وراء تأمين رأس المال مهمة محورية ومعقدة في كثير من الأحيان، حيث تؤكد هذه الملاحظة الموجزة التحديات المتأصلة المرتبطة بتأمين الدعم المالي للمؤسسات الناشئة، الذي يعد عاملاً أساسياً لنجاحها ونموها، فإذا كانت ظروف السوق والبيئة التنظيمية والبنية التحتية تحدد الفرص لرواد الأعمال فإن الوصول للتمويل يصبح ضرورة في ظل ارتفاع مستوى المخاطر في هذا النوع من المؤسسات ونقص خبرة مؤسسيها التي تحول دون قدرتهم على اتخاذ القرارات الرشيدة ومواجهة المخاطر، ومن هنا تبرز أهمية دراستنا والتي جمعت بين مصادر التمويل وحددت مراحل تدخلها لتبيان دورها في معالجة الاختلالات التمويلية، وهذا إن دل على شيء إنما يدل أن دراستنا ستكون بمثابة دليل إرشادي يساعد رواد الأعمال على تبني الآلية المناسبة لحل المشاكل التمويلية التي تمر بها مؤسساتهم الناشئة، وما أكسبها أهمية هو الافتقار الواضح في الأبحاث المتعلقة بآليات التمويل الحديثة في الجزائر إلى جانب النقص في المعلومات الملموسة حول مراحل تدخلها ودورها في معالجة الاختلالات التمويلية مما شكل فجوة بحثية والتي ينوي هذا البحث التحقيق فيها أيضاً.

أهداف الدراسة:

بناء على ما تقدم أردنا أن تكون هذه الدراسة محاولة لإدراك الأهداف التالية:

في الجانب النظري:

- المساهمة في الأدبيات المتعلقة بتمويل المؤسسات الناشئة من خلال تعزيز فهم آليات التمويل الحديثة مع إبراز مراحل تدخلها على طول دورة حياة المؤسسات الناشئة، وفي الأدبيات المتعلقة باتخاذ القرارات الريادية من خلال توفير رؤى نوعية في اختيار التمويل المناسب لكل مرحلة من مراحل نمو المؤسسة الناشئة وذلك باستعراض دورها في معالجة الاختلالات التمويلية.
- تمهيد الطريق لاستكشاف أعمق للتعقيدات الكامنة في رحلة تأمين التمويل وضرورة دمج هذه التحديات في التخطيط الاستراتيجي للمؤسسات الناشئة.
- الكشف عن مفهوم التمويل اللامركزي DeFi كفكرة باشرت في تغيير العالم المالي، وأدت إلى استحداث أفكار وصيغ مبتكرة لتمويل المؤسسات الناشئة.

في الجانب التطبيقي:

- استعراض نماذج من تجارب عالمية رائدة فيما يخص كل آلية مما يعطي نظرة ثاقبة لاتجاهاتها التمويلية في المراحل المختلفة لدورة حياة المؤسسات الناشئة، ويساهم في تحديد دورها في معالجة الاختلالات التمويلية.
- تقديم بعض الحلول انطلاقاً من قراءة المؤشرات التي ساهمت في تمركز آليات التمويل في الدول الرائدة التي شهدت حيافة أغلب رؤوس الأموال العالمية الموجهة للمؤسسات الناشئة.
- عرض وتحليل التجربة المحلية مع التركيز على ما إذا كان السوق التمويلي المحلي يظهر ديناميكيات تتوافق والاتجاهات العالمية.
- إعطاء لمحة عامة عن مستقبل تمويل المؤسسات الناشئة في ظل التطور التكنولوجي المشهود.

أسباب اختيار الموضوع:

إن الاهتمام بدراسة هذا الموضوع أفرزته مجموعة من الأسباب، يمكن اختصارها فيما يلي:

- **حدائة الموضوع:** يعتبر موضوع "المؤسسات الناشئة" بشكل عام، وموضوع "آليات التمويل الحديثة للمؤسسات الناشئة" على وجه الخصوص، من الموضوعات الحديثة التي لم تنل نصيبها من الدراسة والبحث سواء من الجانب النظري أو من الجانب التطبيقي، خاصة في الجزائر ويعزى ذلك إلى تأخر وضع الأطر التنظيمية والتشريعية التي حددت مفهوم المؤسسات الناشئة وأعطت شرعية لاستخدام هذه الآليات، ونشير هنا إلى سنة 2020 كنقطة انطلاقاً لضبط مفهوم المؤسسة الناشئة وتشريع بعض آليات التمويل الحديثة في الجزائر مثالها التمويل الجماعي.
- **ندرة البحث باللغة العربية:** أغلبية الدراسات التي تطرقت إلى هذا الموضوع هي عبارة عن دراسات أجنبية، فيما نشهد قلة في الدراسات العربية التي تناولت الموضوع.
- **الاهتمام الشخصي:** ناهيك عن أن الموضوع يتوافق مع طبيعة تخصصي فقد دفعني الفضول وحب التحدي لاستكشاف المؤسسات الناشئة التي شهدت اهتماماً متزايداً في السنوات الأخيرة والتعمق في فهم معالمها. هذا وأتطلع أن أكون أحد الباحثين الرائدة في هذا الموضوع، ومرجعاً مستقبلياً في مجال تمويل المؤسسات الناشئة.

منهج الدراسة:

انقسمت الدراسة إلى جزئين، جزء نظري وجزء تطبيقي، وهو ما تطلب اعتماد المناهج التالية:

- المنهج الوصفي والتحليلي: تم اعتماد هذا المنهج في معظم أطوار الدراسة، خاصة في جزئها النظري، أين تم التركيز على وصف المؤسسات الناشئة وسرد الأفكار المتعلقة بها، بما في ذلك أهميتها وصعوبات تمويلها بالإضافة إلى تحليل دوافع الدول لدعمها وأسباب فشلها، مع تحليل الدور الذي تلعبه آليات التمويل الحديثة في معالجة اختلالاتها التمويلية.
- المنهج المقارن: تم تبني هذا المنهج في الجانب النظري لمقارنة مختلف آليات التمويل الحديثة الموجهة نحو المؤسسات الناشئة خلال مراحل تطورها، أما في الجانب التطبيقي فقد استعمل هذا المنهج في مقارنة النتائج المتحصلة عليها مع الإطار العملي الذي يوضح مراحل تدخل آليات التمويل الحديثة لمعالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة والذي تم إعداده استنادا إلى ما تم وصفه وتحليله في الجزء النظري.
- الأدوات الإحصائية: تم اعتمادها في الجزء التطبيقي من خلال الاستعانة بأدوات لغات البرمجة الإحصائية (برنامج Python) لدراسة وتحليل الإحصائيات الخاصة بتطور سوق التمويل الجماعي العالمية والتعامل مع بيانات قواعد البيانات العالمية المفتوحة المصدر.

حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة فيما يلي:

- الحدود المكانية: تطرقت هذه الدراسة لعرض التجارب العالمية الرائدة لآليات التمويل الحديثة للمؤسسات الناشئة، فمست المناطق العالمية الكبرى "الأمريكيتين، أوروبا وإفريقيا، آسيا وإقيانوسيا"، إلا أن معظمها كان في الولايات المتحدة الأمريكية، وبعض دول أوروبا ممثلة في ألمانيا وفرنسا، والمملكة المتحدة، وبعض دول آسيا ممثلة في الصين، وسنغافورة، ودولة إفريقية واحدة ممثلة في الجزائر.
- الحدود الزمانية: امتدت الدراسة على حدود فترات زمنية مختلفة تتلاءم وطبيعة آلية التمويل المدروسة، ولكن عموما مست الفترة ما بين 2017-2023.

الدراسات السابقة:

يعد التراكم المعرفي خاصية مشتركة بين مختلف العلوم، إذ يبدأ الباحثون من حيث اختتم سابقوهم، وتماشيا مع ما تم ذكره تعتبر الدراسات السابقة ضرورة منهجية وإحدى الركائز الأساسية لعملية البحث، ودراستنا كغيرها من الدراسات تركزت على مجموعة من الدراسات السابقة التي تناولت الموضوع ذاته، أو أحد جوانبه من زوايا مختلفة، نستعرض أهم تلك الدراسات كالتالي:

- دراسة Colin M. Mason and Richard T. Harrison (2000):

“The Size of the Informal Venture Capital Market in the United Kingdom”

قدمت الورقة أول تقدير رسمي لحجم سوق رأس المال الاستثماري غير الرسمي "الاستثمار الملائكي" في المملكة المتحدة، بناء على قياس التوسع الحاصل في القطاع المرئي من هذا السوق والذي تمثله شبكات المستثمرين الملائكة، مطورة بذلك نهجا جديدا لتقدير حجم سوق الاستثمار الملائكي في المملكة المتحدة، والذي تبين من خلال اعتماده أن حجم الاستثمار الملائكي يعادل عموما مقدار رأس المال المخاطر الموجه للمؤسسات في مراحلها المبكرة، على الرغم من أن عدد المؤسسات التي تحصلت على التمويل من المستثمرين الملائكة بلغ ثمانية أضعاف عدد المؤسسات التي تحصلت على التمويل من الصناديق الاستثمارية لرأس المال المخاطر.

- دراسة Laura Giurca Vasilescu (2010):

“Financing Gap for SMEs and the Mezzanine capital”

والتي تم فيها تحليل أدوات تمويل الميزانين العام والخاص، حيث قدمت سمات ومزايا أداة التمويل المختلطة هذه من وجهة نظر الشركات والمستثمرين، ودرست مستوى تطور حجم سوق رأس مال الميزانين في أوروبا، كما أظهرت نتائجها أن رأس مال الميزانين يمثل مصدرا بديلا لتمويل المؤسسات الناشئة وتوسيع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وأن سوق تمويل الميزانين تختلف عبر الدول الأوروبية إذ تمتلك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في بعض الدول الأوروبية خيارات متنوعة للأدوات التمويلية الخاصة بهذه الآلية مما يوفر مصدرا مهما لتغطية الفجوة التمويلية للمؤسسات الأوروبية في هذه الدول، في حين تظهر الدول الأوروبية المتبقية محل الدراسة نقصا واضحا في تبني الآلية المذكورة.

- دراسة Catherine L. Mann and Paroma Sanyal (2010):

“The Financial Structure of Startup Firms: The Role of Assets, Information, and Entrepreneur Characteristics”

بحثت الدراسة في كيفية ارتباط خصائص أصول المؤسسة الناشئة وسمات رائد الأعمال بالهيكل المالي عند مباشرة الأعمال "مرحلة الإنشاء"، وتوصلت إلى نتيجة مفادها أن المؤسسات الناشئة التي تمتلك أصول مادية "ملموسة"، أو تلك يتميز مؤسسها بتجارب سابقة في مجال أعمال مماثلة، تظهر احتمالية لاستخدام الديون الخارجية في الهيكل المالي، كون أن هذه الأصول يمكن أن تقدم كضمانات

مما يعزز قدرة المؤسسة على الحصول على التمويل الخارجي. من ناحية أخرى تنخفض فرص المؤسسات الناشئة ذات الأصول غير الملموسة في استخدام تمويل الديون نظرا لعدم وجود قيمة تصفية قابلة للاستنساخ بنفس الطريقة.

- دراسة (2014) So Young Sohn, Kyong Taek Lim, and Yonghan Ju:

“Optimization Strategy of Credit Line Management for Credit Card Business”

قدمت الورقة البحثية نهجا شاملا وارشاديا لتحديد الحد الائتماني القادر على زيادة الأرباح الصافية لشركات بطاقات الائتمان الذي ينبغي منحه للعملاء، واستخدمت الخوارزمية الجينية للعثور على خطوط ائتمانية معدلة على النحو الأمثل لكل مجموعة من العملاء، حيث توصلت إلى اقتراح إستراتيجية محسنة لتعظيم صافي ربح شركات بطاقات الائتمان عن طريق تعديل خطوط الائتمان الفردية، الأمر الذي يتوقع أن يؤدي تطبيقه إلى زيادة إجمالي صافي الربح هذه الشركات.

- دراسة (2017) Wisdom C. Soreh:

“Awareness and Attitude towards Crowdfunding in Nigeria”

في هذه الورقة تم النظر في واقع التمويل الجماعي في نيجيريا، إذ أشار الباحثون إلى حداثة هذه الآلية في الدولة وإلى أن حملات التمويل الجماعي لأنشطة ريادة الأعمال في نيجيريا وصلت إلى أدنى مستوياتها إذ يتوجه أغلب الممولين بالتبرع للقضايا الاجتماعية، وكشفت نتائج الدراسة الإحصائية المجرات من قبل الباحثين عن انخفاض الوعي بآلية التمويل الجماعي في الدولة، حيث أظهرت أن 24% من المستجيبين لم يستطيعوا تحديد أو تسمية منصات التمويل الجماعي العاملة في نيجيريا، كما كشفت الورقة عن وجود فجوة كبيرة بين الوعي بالتمويل الجماعي والمشاركة الفعلية، إذ شكلت نسبة المشاركين في حملات التمويل الجماعي كداعمين 2,2%، وهو ما أثبت سوق التمويل الجماعي في نيجيريا غير متطور نوعا ما، الأمر الذي يتطلب زيادة الوعي لدى الجمهور والممولين بأهمية هذه الآلية الحديثة في تمويل الأعمال الريادية.

- دراسة (2021) Bibekananda Panda and Sara Joy:

“Intellectual Property Rights-Based Debt Financing to Startups: Need for a Changing Role of Indian Banks”

أشارت الدراسة إلى إمكانية استخدام الأصول غير الملموسة المثلة في حقوق الملكية الفكرية كضمانات للحصول على التمويل الخارجي شريطة سيولتها وانفصالها عن أعمال المؤسسة، كما نوه

باحثها إلى أن استخدام توريق الملكية الفكرية وبالضبط التوريق المدعوم ببراءات الاختراع من شأنه أن يصبح وسيلة شائعة لتمويل ديون المؤسسات الناشئة، وكشفت الورقة البحثية أن المؤسسات الناشئة في الهند تواجه صعوبات في زيادة رأس المال الموجه للنمو، وأن التمويل المدعوم بحقوق الملكية الفكرية يمثل سوقا غير مستغل في الهند، ودعت إلى ضرورة دمج هذا النوع من التمويل ضمن أدوات الدين المتاحة في البنوك الهندية.

- دراسة (2021)BAGHLI Abdallah El Moutawakil and Tabet Aoual Wassila :

“BUSINESS ANGELS AS COMPONENT OF THE ALGERIAN ENTREPRENEURIAL ECOSYTEM, SCOPE OF ISSUES AND REALITIES”

قدمت الورقة البحثية لمحة عن الوضع الاستثمار الملائكي في الجزائر وركزت على عرض تجربة شبكة Casbah Business Angels، وقد توصلت إلى أن العمليات التي يتم تنفيذها في إطار الاستثمار الملائكي سرية بين أصحاب المصلحة ولا يتم الترويج لها أو التوسط العلني فيها، وفسرت التطور الضعيف لشبكات المستثمرين الملائكة بعدم وجود لوائح تشجع هذا النوع من التمويل في الجزائر، كما ثمنت جهود الحكومة في التعامل مع البيروقراطية واتخاذ تدابير لإزالة العقبات التي تواجه إنشاء المؤسسات الناشئة من خلال إنشاء صندوق جديد للمؤسسات الناشئة الموسومة "علامة مؤسسة ناشئة".

- دراسة (2021)Magnus Schückes and Tobias Gutmann :

“Why Do Startups Pursue Initial Coin Offerings (ICOs)? The Role of Economic Drivers and Social Identity on Funding Choice”

تبحث الورقة في العوامل الاقتصادية والسلوكية التي تحفز رواد الأعمال لاختيار آلية تمويل مؤسساتهم الناشئة، وخصت بالذكر عمليات العرض الأولي للعملات، كذلك وجد الباحثين أن الهوية الاجتماعية لرائد الأعمال إلى جانب الآليات التمكينية لتقنية Blockchain تشكل أساس قرار تبني العروض الأولية للعملات كخيار تمويلي. كما نوهوا إلى أن عمليات العرض الأولي للعملات تتطلب تنظيما ونماذج وعمليات حوكمة واضحة لضمان فوائدها على المدى الطويل.

- دراسة (2022)Noelia Romero-Castro, Ada M. Pérez-Pico, and Klaus Ulrich :

“ICOs, IEOs and STOs: Token Sales as Innovative Formulas for Financing Start-Ups”

درس باحثو الورقة إمكانية أن تحل الآليات التمويلية المبتكرة " القائمة على تكنولوجيا" محل آليات التمويل الحديثة الموجودة حالياً، وكيفية تكييفها مع التشريعات القائمة، حيث قام الباحثون بإجراء تحليل مقارنة لآليات تمويل المؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة الجديدة القائمة على Blockchain، مع آليات التمويل الحديثة الحالية. وتوصلت الورقة إلى أن التطورات التكنولوجية والاهتمام المتزايد بهذه الآليات المبتكرة يمكن أن يجعل من عروض الرموز أداة تمويل شاملة ومرنة للمؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، من خلال منحها فرصة الوصول إلى مجموعة غير محدودة من المستثمرين.

الدراسات باللغة العربية:

- هبة عبد المنعم، رامي يوسف عبيد (2019):

"منصات التمويل الجماعي: الآفاق والأطر التنظيمية".

تطرق الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى توصيف الوضع الراهن لمنصات التمويل الجماعي في البلدان العربية من حيث أنواع المنصات المتوافرة في الدول العربية، والأطر التنظيمية والتحديات التي تواجهها، وجهود السلطات الإشرافية للاستفادة من الفرص التي تمنحها مثل هذه التقنيات لتوفير التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة والمتوسطة، استناداً إلى استبانة تم استيفاؤها من قبل البنوك المركزية ومؤسسات النقد العربية خلال الربع الثاني من سنة 2019، بهدف حصر تجارب الدول العربية، في هذا الصدد توصلت الدراسة إلى أن دور منصات التمويل الجماعي في الدول العربية لا يزال محدوداً الأمر الذي يقلل من الواقع حول المخاطر الناجمة عنها في الوقت الحالي إلا أن النمو السريع والمضطرد للتقنيات المالية قد يؤدي إلى ظهور مخاطر محتملة جديدة على الاستقرار المالي، الأمر الذي يستدعي تنبه السلطات الرقابية حول المخاطر التي قد تنجم عن هذه المنصات.

- دراسة زادوركب منير (2019):

"رأس المال المخاطر كآلية من آليات الهندسة المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية-دراسة سوق رأس المال المخاطر في الجزائر".

التزمت الورقة البحثية إبراز أهمية رأس المال المخاطر كآلية من آليات الهندسة المالية المستحدثة في التمويل، عبر تسليط الضوء على الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف SOFINANCE. وقد توصل الباحث إلى أن شركة رأس المال الاستثماري محل الدراسة تلعب دوراً مزدوجاً بالإضافة

إلى قيامها بعمليات التمويل تقدم الاستشارة والمتابعة للمؤسسات الممولة، مشيراً في نهاية ورقته أن "نشاط سوق رأس المال المخاطر في الجزائر حديث الوجود، ولا تتعدى مساهمته في التمويل نسبة ضئيلة جداً".

• دراسة فاطمة الزهراء عراب، خضرة صديقي (2021):

"دور الدولة في دعم المؤسسات الناشئة بالجزائر الجديدة -دراسة في قرار إنشاء صندوق تمويل المؤسسات الناشئة-"

هدفت الورقة إلى دراسة دور الجزائر الجديدة في دعم المؤسسات الناشئة، وذلك بتسليط الضوء على قرار الحكومة في إنشاء صندوق تمويل المؤسسات الناشئة "الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة"، وتوصلت الورقة البحثية إلى أن إنشاء صندوق خاص لتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر أدى إلى رفع العراقيل البيروقراطية عن هذه المؤسسات وسهل إجراءات إنشائها، كما أنه حفز الجالية الجزائرية بالمهجر على الاستثمار في المؤسسات الناشئة الجزائرية، والتي ستكون بمثابة قيمة مضافة ذات نوعية لاسيما وأن معظمهم غالباً ما يتمتعون بخبرات واسعة مما يمكن أن يساهم في دفع نمو هذه المؤسسات.

• دراسة لزهاوي زواويد، نزيهة مرسلي (2022):

"دور منصات التمويل الجماعي في تمويل المشاريع الناشئة بالسعودية والإمارات مع الإشارة لحالة الجزائر"

سلطت الورقة البحثية الضوء على دور منصات التمويل الجماعي في تمويل المشاريع الناشئة، بالتركيز على النماذج الرائدة في كل من السعودية والإمارات، مع الإشارة إلى الحالة في الجزائر، وحصرت الورقة منصات التمويل الجماعي الرائدة في السعودية في ثمان منصات في حين أشارت إلى اختلاف عددها في الإمارات من إمارة لأخرى غير أنها تتمركز بشكل واضح في إمارة دبي، أظهرت الورقة أن منصات التمويل الجماعي في كلتا الدولتين لعبت دوراً بارزاً في تمويل مبادرات مختلفة للمشاريع الناشئة، أما فيما يخص منصات التمويل الجماعي في الجزائر فقد كشف الباحثين أن هناك ثلاث منصات فقط تعمل في هذا المجال، كما أنها لا تزال غير فعّالة وتفتقر إلى التطور بسبب غياب الإطار التشريعي والتنظيمي للتمويل الجماعي في الدولة، إضافة إلى التأخر في تطبيق نظام الدفع الإلكتروني.

الدراسات المماثلة للموضوع:

حسب إطلاعنا في حدود ما توفر لدينا من معلومات فإنّ الدراسات التي تناولت الآليات المختلفة لتمويل المؤسسات الناشئة مجتمعة، سواء الأجنبية أو المحلية كانت عبارة عن كتب جماعية من تأليف جملة من الباحثين، وعليه تضمنت العديد من الأوراق البحثية التي تعددت أهدافها واختلفت نتائجها وهو ما حال دون عرضها كدراسات سابقة، من أهمها:

- **Jr Halt et al., Intellectual Property and Financing Strategies for Technology Startups, 1st ed. 2017 (Cham: Springer International Publishing; Imprint: Springer, 2017). <https://doi.org/10.1007/978-3-319-49217-9>.**
- إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، جامعة جيجل بالتعاون مع فرقة البحث التنوع الاقتصادي كآلية للحد من البطالة في الجزائر في ظل تقلبات أسعار النفط، الجزائر، 2021.
- **Carlos Lassala and Samuel Ribeiro-Navarrete, eds., Financing Startups: Understanding Strategic Risks, Funding Sources, and the Impact of Emerging Technologies, Future of Business and Finance (Cham, Switzerland: Springer, 2022). <https://doi.org/10.1007/978-3-030-94058-4>.**

بماذا تتميز دراستنا عن الدراسات السابقة:

تطرقت الدراسة وبشكل تكميلي لجميع آليات التمويل الحديثة للمؤسسات الناشئة من تمويل جماعي ورأس مال مخاطر إلى تمويل الميزانين وحتى الآليات المبتكرة الجديدة القائمة على التكنولوجيا الحديثة، بخلاف الدراسات السابقة والتي تطرق أغلبها إلى دراسة آلية إلى آليتين على أكثر تقدير، فالدراسة أقرب إلى أن تكون تقرير شامل ومفصل عن مختلف أسواق آليات التمويل الحديثة العالمية، كما أنها لم تهمل سوق التمويل الجزائرية، وتعتبر هذه الدراسة من القلائل هذا إن لم تكن الأولى من نوعها حسب إطلاعنا التي درست معظم آليات التمويل الحديثة الموجهة للمؤسسات الناشئة على المستويين العالمي والمحلي.

صعوبات الدراسة:

انبثقت صعوبات الدراسة من مميزاتها، وتمثلت في الآتي:

- يبرز مصطلح الحدائة في المجال الفكري ليدل على مرحلة التطور والتحول التي شهدتها الدول، وينعكس هذا بشكل جلي على آليات التمويل الموجهة للمؤسسات الناشئة، إذ تختلف هذه الأخيرة في الدول المتقدمة مقارنة بتلك المتوفرة في الدول النامية، ونتيجة لهذا التباين تفاقمت صعوبة حصر الآليات التمويلية على المستويين العالمي والمحلي.
- في عرضنا للتجارب الرائدة عالميا وبالضبط في قسم البيانات واجهنا صعوبات في التعامل معها حيث كان حجم التمويل في بعض منها مقوما بالدولار وفي البعض الآخر باليورو، أما السوق الجزائري فالمعلومات التي تحصلنا عليها كانت بالدينار الجزائري الأمر الذي يصعب من عملية المقارنة والتحليل الدقيقين.
- بالنسبة للجزائر وكغيرها من الدول النامية يصعب رصد وتقييم سوق التمويل الحديث، بسبب السرية المتبعة من قبل المؤسسات وقلة البيانات، كما أن الجزائر لا تتوفر على جهة تقوم برصد ومتابعة التطورات في أي من آليات التمويل المدروسة ونشر التقارير الخاصة بها.

خطة الدراسة:

في حدود إشكالية الدراسة، ومن خلال الأسئلة الفرعية والأهداف الموضوعية سابقا، تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول:

- **الفصل الأول** جاء تحت عنوان: **التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة** وتضمن ثلاثة مباحث، متطرقا في المبحث الأول إلى ماهية المؤسسات الناشئة من خلال عرض مفهومها وتبيان خصائصها، بعدها عمدنا إلى عرض متطلبات إنشائها ودورة حياتها فأنواعها المختلفة، أما المبحث الثاني فخصص لعرض أهميتها وواقعها في الاقتصاديات المعاصرة من التطرق لأسباب توجه كل من رواد الأعمال والدول نحو المؤسسات الناشئة وبالضبط الجزائر، البرازيل والأردن مع إبراز عوامل نجاحها وفشلها، ليخصص المبحث الأخير لعرض المنظومة المؤسسية لدعم ومرافقة هذا النوع من المؤسسات في الجزائر من هيئات إدارية وأخرى مرافقة وصولا إلى صناديق الدعم والتمويل.
- **الفصل الثاني** جاء تحت عنوان: **التمويل صعوباته وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة**، قسم هذا الفصل إلى أربعة مباحث تعرضنا في المبحث الأول إلى الصعوبات التمويلية للمؤسسات الناشئة في ظل التمويل التقليدي وآليات معالجتها، وذلك بعرض مفاهيم أساسية حول التمويل التقليدي، ثم عرض أبرز الصعوبات التي تواجهها المؤسسات الناشئة في ظل هذا النوع من التمويل، والآليات التي يمكنها تبنيها لمعالجة هذه الأخيرة، أما المبحث الثاني فقد تطرقنا فيه إلى الآليات الحديثة لتمويل المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة والتي حصرناها في آيتين هما التمويل الجماعي والخطوط الائتمانية، ولكن قبل عرضهما وكمدخل تناولنا أسباب ودواع توفير

آليات تمويل حديثة للمؤسسات الناشئة، في حين أنّ المبحث الثالث خصص لعرض الآليات الحديثة لتمويل المؤسسات الناشئة القائمة على الأسهم، والمتمثلة في الاستثمار الملائكي ورأس المال المخاطر وتمويل الميزانين، وأخيرا خصص المبحث الرابع لعرض آليات التمويل المرتبطة بالتكنولوجيا الحديثة، عبر إعطاء نظرة عن التوجهات المستقبلية للتمويل في ظل التكنولوجيا المالية والذكاء الاصطناعي، وظهور ما يعرف بالتمويل اللامركزية وما انبثق عنها من مصادر جديدة للتمويل والمتمثلة في عروض الرموز.

- الفصل الثالث جاء تحت عنوان: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات قسم هذا الفصل كذلك إلى أربعة مباحث، حيث أدرجنا في المبحث الأول التجارب الرائدة لآليات تمويل المؤسسات الناشئة في المراحل المبكرة وذلك عن طريق القيام بدراسة تحليلية لصناعة التمويل الجماعي في بعض الدول الرائدة ثم عرضنا تجربة فرنسا وألمانيا في منح الخطوط الائتمانية، أما المبحث الثاني فقد تطرقنا فيه إلى عرض تجارب رائدة في التمويل الحديث القائم على الأسهم من خلال عرض تجارب رائدة في تسهيل الوصول للمؤسسات الناشئة إلى رأس المال الملائكي، ورأس المال المخاطر، مع عرض التجربة الأوروبية في استخدام تمويل الميزانين، كما خصص المبحث الثالث لدراسة واقع وآفاق تطبيق آليات التمويل الحديثة في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية. حيث تطرقنا إلى نفاذية المؤسسات الناشئة الجزائرية للتمويل الجماعي مع عرض ملامح الاستثمار الملائكي في الجزائر، وأخيرا قمنا بدراسة تحليلية لتمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية عن طريق الجزائرية عن طريق رأس المال المخاطر، وأخيرا أختتم الفصل بمبحث تضمن عروض الرموز كمستقبل تمويل المؤسسات الناشئة، من خلال إعطاء لمحة عامة عن أسواق عروض الرموز.

الفصل الأول: التأسيس

النظري للمؤسسات الناشئة

تمهيد:

ساعد ظهور التقنيات والمنتجات المبتكرة بشكل كبير في رفع وتيرة نمو الدول وازدهار اقتصادياتها، حيث ساهمت هذه الابتكارات في زيادة حدة المنافسة بين رواد الأعمال وتسريع التغييرات الهيكلية في اقتصادات الدول، وعليه فقد أصبح دعم الأعمال التجارية القائمة على الابتكار والمستندة إلى التكنولوجيا أمراً ذا أولوية عالمية، وبدأ الاعتراف بدورها الحاسم كمحركات رئيسية للنمو والتنمية خاصة في البلدان النامية، وقد تم التعبير عن هذا النمط الاقتصادي من خلال مصطلح "المؤسسات الناشئة Startups".

وبناء على ما سبق ذكره أصبحت المؤسسات الناشئة مصدراً رئيسياً للثروة وخلق مناصب شغل، ونتيجة للتطورات التي شهدتها عولمة الاقتصاد الجزائري اتجهت الدولة إلى إيلاء اهتمام خاص بهذا النوع من المؤسسات، نظراً لما تكتسبه من أهمية بالغة في اقتصاديات الدول المتقدمة وحتى الناشئة والنامية منها، ولما تتميز به من سرعة النمو والتطور والقدرة على تحويل المعرفة إلى تكنولوجيا وما تخلقه من ابتكارات تساعد على تحقيق التنافسية على الصعيد الدولي.

وإدراكاً للتحديات والإشكاليات المرتبطة بإنشاء وتطوير المؤسسات الناشئة تبذل الدولة الكثير من الجهود لتخفيف القيود الإدارية والمالية حول هذه المؤسسات سواء من ناحية التمويل أو من ناحية المرافقة والدعم، وجدير بالذكر أنه بالرغم من أهمية المؤسسات الناشئة إلا أننا لا نملك سوى معلومات بسيطة حول جوانبها الأساسية: كطبيعتها وكيفية تأسيسها، إضافة إلى العوامل التي قد تُعوق توسعها واستدامتها، وهو ما يهدف التحليل المقدم في هذا الفصل إلى تبيانها من خلال الإجابة على سؤالين محوريين الأول حول: ماهية المؤسسة الناشئة وعن الخصائص التي تميزها عن غيرها من المؤسسات؟، والثاني: عن الحاجة للمؤسسات الناشئة؟ وما هي أبرز الآليات التي تساهم في دعمها وترقيتها؟ ومن أجل قراءة وفهم جيدين للجوانب الأساسية المتعلقة بالمؤسسات الناشئة تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي كالتالي:

المبحث الأول: ماهية المؤسسات الناشئة.

المبحث الثاني: أهمية وواقع المؤسسات الناشئة في الاقتصاديات المعاصرة.

المبحث الثالث: المنظومة المؤسسية لدعم ومرافقة المؤسسات الناشئة في الجزائر.

المبحث الأول: ماهية المؤسسات الناشئة.

يساعد الفهم الجيد لمصطلح المؤسسات الناشئة على إزالة الغموض حول متطلباتها، فإدراك رواد الأعمال لماهية المؤسسة المراد انشاؤها يخولهم لأن يكونوا أكثر معرفة باحتياجاتها خلال مختلف مراحل دورة حياتها كما يعزز الاختيار والمفاضلة بين مختلف أنواعها وفهم كيفية التعامل مع تحديات وفرص كل منها.

المطلب الأول: مفهوم وخصائص المؤسسات الناشئة.

1. مفهوم المؤسسات الناشئة:

تم استخدام كلمة المؤسسات الناشئة لأول مرة سنة 1976 من قبل مجلة Forbes¹ ومنذ ذلك الحين أصبحت واحدة من أشهر الكلمات المتداولة في جميع أنحاء العالم، فماذا نعني بالمؤسسات الناشئة؟ أظهرت الأبحاث التي أجريت من قبل باحثي شركة Impact Mena* أنه لا يوجد تعريف عالمي موحد لمصطلح المؤسسات الناشئة، إنما هي تعريفات عامة فقط متفق عليها من قبل معظم الأكاديميين ورواد الأعمال وصانعي السياسات في الدول والتي تختلف باختلاف البعد المتبنى في التعريف.

1.1. تعريف المؤسسات الناشئة وفقا للبعد المرحلي:

يعتمد البعد المرحلي على ثلاثة معايير رئيسية في تعريفه للمؤسسات الناشئة:²

1.1.1. معيار الحدثة:

تستخدم معظم الدراسات حول المؤسسات الناشئة كلمة "جديدة" كمعيار مميز للمؤسسات الناشئة، وهي تشير إلى مباشرة إنجاز مشروع جديد على شكل مؤسسة، مما يستثني المؤسسات التي لم تكن موجودة سابقا والتي أنشئت بإجراء تغييرات في الاسم، الملكية، أو الموقع أو الوضع القانوني، ومن أبرز التعريفات التي تبنت هذا المعيار:

¹- Everett M. Rogers and Judith K. Larsen, Silicon Valley Fever: Growth of High-Technology Culture (New York: Basic Books, 1984), P65.

* Impact Mena: شركة متخصصة في مجال التنمية الاقتصادية عبر ريادة الأعمال والابتكار.

²- تقرير الوكالة الألمانية للتعاون الدولي Giz، Impact Mena، "اقتصاد الشركات الناشئة في الأردن تقييم المساهمة الاقتصادية وإمكانيات الشركات الناشئة العاملة في مجال التكنولوجيا"، الأردن، 2019، ص19. (orange.jo/startup_ar.pdf)

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

- تعريف قاموس كامبريدج الإنجليزي: المؤسسات الناشئة هي: "مشروع صغير بدأ للتو، أو مجموعة الأنشطة التي يتولد عنها نشاط تجاري جديد"¹.
- تعريف قاموس التراث الأمريكي: "تعرف المؤسسات الناشئة وفقا لهذا الأخير على أنها مُنشأة أعمال أو مشروع تجاري حديث النشأة قابل للنمو والتحول من مؤسسة صغيرة إلى شركة كبيرة"².
- ترى Amy Fontinelle أن المؤسسة الناشئة هي مؤسسة حديثة بدأت للتو في التطور، يتم تأسيسها وتمويلها في بداية ظهورها من قبل فرد أو عدد قليل من الأفراد، تقدم هذه المؤسسة خدمة أو منتج لا يتم تقديمه حاليا في أي سوق آخر، أو يتم تقديمه بطريقة دون المستوى حسب وجهة نظر المؤسسين³.

2.1.1. معيار الاستقلالية:

يعمل هذا المعيار على توضيح الفرق بين المؤسسات الجديدة المستقلة والفرعية، بحكم إمكانية إنشاء مؤسسات جديدة من قبل رواد الأعمال* أو استحداثها من قبل الشركات القائمة، فالتمييز بين المؤسسات الجديدة التي تم تأسيسها كفروع والمؤسسات الجديدة التي أنشأها المؤسسون الأصليون يكمن في طبيعة تأسيسهما ووضعهما القانوني والهدف من إنشائهما. ومن أبرز التعريفات التي ركزت على معيار الاستقلالية في عرضها لمفهوم المؤسسات الناشئة ما يلي:

- تعريف رائد الأعمال Bob Walsh: المؤسسة الناشئة مؤسسة مستقلة لا تمثل فرع من مؤسسة أخرى، تتكون عادة من فرد إلى حوالي ثمانية أفراد معظمهم من المبرمجين الذي يسعون لإنشاء قاعدة بيانات برمجية تهدف لتقديم خدمة عالمية⁴.
- تعريف Luger and Koo: هي وحدة أعمال لم تكن موجودة من قبل، ليست مؤسسة فرعية أو فرع لشركة قائمة بالفعل، توظف عاملا واحدا على الأقل خلال فترة معينة¹.

¹- Cambridge dictionary, <https://dictionary.cambridge.org/fr/dictionnaire/anglais/start-up> visited 12/02/2020 at 10 am

²-American Heritage dictionary, <https://ahdictionary.com/word/search.html/q/startup/> visited 12/02/2020 at 11 am

*رائد الأعمال : الفرد القادر على تنظيم وإدارة الأعمال بمرونة مع تحمل المخاطر، يدفعه شغفه وإحاحه الشديد للإسهام في تحسين المجتمع.

³- Mårício Alessandro de Iazzari, "Sustainability-Inspired Business Startups (SiBS): An Exploratory Study of Early-Stage UK Companies from the Creative Industry" (thesis submitted for degree of Doctor of Philosophy, Angleterre, university of SURREY, 2017), P16.

⁴-Bob Walsh, "The Web Startup Success Guide", (Berkeley, CALifornia: Apress, 2009), P8.

يرتبط معيار الأداء في المؤسسة الناشئة بقدرتها على تحويل أفكارها إلى قيمة يمكن تسويقها للعملاء، وتحقيق معدلات نمو مرتفعة لضمان إنشاء مكانة في السوقين المحلي والدولي، وتندرج ضمن هذا المعيار التعاريف الآتية:

- تعريف Dun and Bradstreet: "المؤسسة الناشئة هي مؤسسة نشطة تم افتتاحها حديثاً".
- تعريف Skawińska and Zalewski: "المؤسسة الناشئة هي المؤسسة القادرة على التجسيد الفعلي للأفكار المبتكرة، والتحقق من استجابة شرائح العملاء المحتملة وقياس الجودة لاستخلاص النتائج، وتبسيط المنتج للانتقال إلى المرحلة الموالية من دورة حياتها"².
- وفقاً لكل من Blank and Dorf: تعتبر المؤسسة الناشئة "مؤسسة مؤقتة تبحث عن نموذج مربح للأعمال، قابل للتكرار والتوسع"³، فالباحثان اعتمدا في تعريفهما للمؤسسة الناشئة على تبيان خصائص نموذج الأعمال الذي تسعى للبحث عنه والمتمثلة في:
 - مريح: المقصود هنا ليس ربحية المؤسسة وإنما قدرة الطرق والآليات التي تنتهجها هذه الأخيرة لتقديم خدماتها ومنتجاتها للسوق على تحقيق الأرباح، بمعنى أن أي إجراء تتخذه أو تطبقه لا ينتج عنه خسارة⁴.
 - قابل للتكرار: أي يمكن للمؤسسة الناشئة تطبيقه على المنتجات والأسواق الجديدة مرارا وتكرارا لتحقيق نمو مستدام، غير أن هذا التكرار لا يجب أن يكون ميكانيكياً بحثنا فنحن نتحدث عن جوهر الأعمال التي تتطلب حكماً مستمراً، وبالتالي يمكن تعديل المفهوم السابق على النحو الآتي هو تكرار نجاحات نموذج الأعمال والتكيف مع الظروف الجديدة في الوقت عينه⁵.

¹ - Mohamed Alrokayan, "Understanding How Cloud Computing Enables Business Model Innovation in Start-up Companies," (thesis submitted for degree of Doctor of Philosophy, Melbourne School of Engineering, 2017), P47.

² - Eulalia Skawińska and Romuald I. Zalewski, "Success Factors of Startups in the EU—A Comparative Study," Sustainability 12, no. 19 (2020): P18.

³ - Steven G Blank and Bob Dorf, The Startup Owner's Manual: The Step-by-Step Guide for Building a Great Company (Pescadero, Calif.: K & S Ranch, 2012), P19., <http://amzn.com/B009UMTMKS>.

⁴ - Ibidem.

⁵ - Chris Zook and James Allen, Repeatability: Build Enduring Businesses for a World of Constant Change (Boston, Massachusetts: Harvard Business Review Press, 2012), P20.

- قابل للتطوير أو التوسع: قدرة نموذج الأعمال على توفير عوائد متزايدة بشكل كبير من خلال الموارد الإضافية المطبقة¹، بمعنى تخفيض التكاليف التشغيلية الوحودية مع توسيع قاعدة العملاء وبالتالي زيادة عوائد الاستثمار الاضافي، هذا ما يجعل المؤسسة ذات نموذج الأعمال القابل للتطوير مستقطبة للاستثمار، فالاستثمارات الأولية يمكن أن تحقق ربحا كبيرا وذلك بمجرد أن يثبت نموذج الأعمال قابليته للتطوير.

• تعريف Paul Graham: هي مؤسسة مصممة لتنمو بسرعة²، وحسب Paul فإن معدل النمو الذي يخول المؤسسة لحمل اسم "مؤسسة ناشئة" يتراوح بين 5-6% أسبوعيا في الحالات العادية، ويمكن أن يصل إلى 10% في حالات استثنائية.

2.1. تعريف المؤسسات الناشئة وفقا للبعد القطاعي:

يعتمد تعريف المؤسسات الناشئة وفقا للبعد القطاعي على معيار التكنولوجيا، وتجنبيا للخلط بين مفهومي المؤسسات الناشئة والشركات التكنولوجية سنعرف بداية هذه الأخيرة ثم نتطرق بعد ذلك لتعريفات المؤسسة الناشئة المبنية على معيار التكنولوجيا.

1.2.1. شركات التكنولوجيا الفائقة Hight Technology Companies : هي كيانات حديثة تخصص بشكل أساسي في تطوير وتصنيع المنتجات التكنولوجية أو توفير التكنولوجيا كخدمة، تتميز هذه المؤسسات بالاهتمام الكبير بالبحث والتطوير، حيث يتم إنفاق ما يقارب أو يفوق 8% من قيمة المبيعات السنوية على عمليات البحث والتطوير³، وبفضل التركيز الكبير على البحث والتطوير واستخدام التكنولوجيا المتقدمة، تكون هذه الشركات عادة في طليعة الابتكار والتقدم التكنولوجي؛ وللإشارة فإن الابتكار يتضمن عادة الملكية الفكرية التي تسهم في تحقيق ميزة تنافسية قوية في السوق وتعمل كأساس لتحقيق المؤسسات لمعدلات النمو المرتفعة.

2.2.1. مفهوم المؤسسات الناشئة اعتمادا على معيار التكنولوجيا:

¹- Morten Lund and Christian Nielsen, "The Concept of Business Model Scalability," Journal of Business Models vol.6, No.1 (2018): P4.

² - Paul Graham, "startup= Growth", 2012, <http://www.paulgraham.com/growth.html> visited 27/02/2020 at 18:19

³- مخناش ياسمينه وآخرون، "مفهوم المؤسسات الناشئة في الجزائر بين التنبؤ والواقع"، مجلة البحوث الادارية والاقتصادية، المجلد4، العدد1، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، 2020، ص27.

الفصل الأول: التأسيس النظري للمؤسسات الناشئة

- يعرف مركز تطوير الأعمال الصغيرة في كاليفورنيا المؤسسة الناشئة بأنها عمل تجاري يؤدي فيه البحث والتطوير إلى إنتاج منتج أو عملية أو خدمة مبتكرة¹.
- يرى Patrick Fridenson: أن المؤسسة الناشئة هي كل مؤسسة توفر فيها ما يلي:²
 - استخدام التكنولوجيا الحديثة.
 - تحقيق معدلات نمو مرتفعة.
 - الحاجة إلى تمويل ضخم، والحصول على مختلف أشكال المساهمة.
 - أن تكون متأكدة أن السوق جديد، حيث يصعب تقييم المخاطر.
- وفقاً ل Eric Reis: هي "مؤسسة بشرية مصممة لإنشاء منتج أو خدمة جديدة في ظل ظروف من عدم اليقين الشديد"³.
- عرفت Adora Cheung الرئيس التنفيذي لمؤسسة Homejoy: المؤسسة الناشئة على أنها "حالة ذهنية" تحدث عندما ينضم مجموعة من الأفراد إلى مؤسستك متخذين قراراً بالتخلي عن الاستقرار مقابل الوعد بتحقيق نمو هائل والحماس لإحداث تأثير فوري⁴.

3.1 تعريف المؤسسات الناشئة وفقاً للبعد النطاقي:

1.3.1 مفهوم المؤسسات الناشئة محلياً - الجزائر:-

وفقاً لوزارة المؤسسات الصغيرة والناشئة واقتصاد المعرفة الجزائرية تعتبر المؤسسة الناشئة كل مؤسسة تجارية متحصلة على علامة المؤسسة الناشئة، والتي يستدعي الحصول عليها استيفاء جملة من الشروط:⁵

- ألا يكون قد مر على تأسيسها أكثر من ثماني سنوات.
- ألا يتجاوز مجموع أصولها ورقم أعمالها السنوي سقفاً يضبط من قبل اللجنة الوطنية.

¹-تقرير الوكالة الألمانية للتعاون الدولي GIZ، مرجع سبق ذكره، ص 21.

²-بروال هشام، خلوط جهاد، "التعليم المقاولاتي وحمية الابتكار في المؤسسات الناشئة"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، المجلد 3، العدد 3، الجزائر، 2017، ص 20.

³- Eric Ries, The Lean Startup: How Today's Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses, 1st ed (New York: Crown Business, 2011), P37.

⁴- Mårício Alessandro de Iazzari, Op.Cit, P15.

⁵- المرسوم التنفيذي رقم: 254/20 المؤرخ في 20/09/2020، المتضمن إحداث اللجنة الوطنية لمنح علامة "مؤسسة ناشئة"، الجريدة الرسمية، العدد: 55 بتاريخ: 2020/09/21

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

- أن يكون رأس مالها مملوكا بنسبة 50% على الأقل من قبل أشخاص طبيعيين أو صناديق استثمار، أو من طرف مؤسسات أخرى حاصلة على علامة "مؤسسة ناشئة".
- أن تحقق نسبة نمو مرتفعة شرط ألا يتجاوز عدد عمالها 250 عاملا.

2.3.1. مفهوم المؤسسات الناشئة دوليا – الهند، الاتحاد الأوروبي:-

- وفقا لوزارة التجارة والصناعة الهندية فإن المؤسسة الناشئة هي كل مؤسسة:¹
 - مستقلة، لم يمر على تأسيسها أكثر من ثماني سنوات.
 - لم يتجاوز حجم مبيعاتها لأي من السنوات المالية الثمان 25كروور*؛
 - تعمل على الابتكار والتطوير، نشر أو تسويق منتجات جديدة بالإضافة إلى العمليات والخدمات المدفوعة بالتكنولوجيا أو الملكية الفكرية.
- وفقا للمراقب الأوروبي للشركات الناشئة هي كل مؤسسة:²
 - لم يمر على تأسيسها 10 سنوات.
 - تتميز بتكنولوجيا عالية ونماذج أعمال مبتكرة.
 - تحقق نسبة نمو مرتفعة وتشهد زيادة في عدد العمال.

2. خصائص المؤسسات الناشئة:

تشارك تعاريف المؤسسات الناشئة السابقة الذكر في جملة من النقاط المميزة والتي يمكن عرضها من خلال الجدول الموالي:

¹ -Constituent Assembly of India, The Gazette of India Extraordinary, 2018, N113, P3

*كروور Crore هي وحدة في نظام التقييم في جنوب آسيا حيث 1 كروور يعادل ما يقرب 10 ملايين دينار جزائري.

²-تحريشي جمانة، صادق زهرة، " دور شركات رأس مال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر،" مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد7، العدد1، الجزائر، 2023، ص161.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

الجدول رقم (1.1): خصائص المؤسسات الناشئة:

| الخاصية المصدر | حديثة/مؤقتة | الاستقلالية | التكنولوجيا | النمو | الابتكار | نموذج أعمال | المخاطرة | العمر | عدد العمال |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------|----------|-------------|----------|-------|------------|
| Cambridge Dictionary,2020 | ✓ | | | | | | | | |
| American Heritage dictionary,2020 | ✓ | | | ✓ | | | | | |
| Amy Fontinelle ,2016 | ✓ | | | | ✓ | | | | |
| Bob and Walsh,2009 | | ✓ | ✓ | | | | | | |
| Luger and Koo ,2020 | ✓ | ✓ | | | | | | | |
| Dun and Bradstreet | ✓ | | | ✓ | | | | | |
| Blanc and Drof,2012 | ✓ | | | | ✓ | ✓ | | | |
| Skawinsk and Zaleneski,2020 | ✓ | | | | ✓ | | | | |
| Paul Graham ,2012 | | | | ✓ | | | | | |
| Patrick Fridenson ,2015 | | | ✓ | ✓ | ✓ | | ✓ | | |
| Eric Reis, 2011 | | | | ✓ | ✓ | | ✓ | | |
| Adora Cheung | | | | ✓ | | | ✓ | | |
| الجزائر، 2020 | | | | ✓ | | | | ≤8 | ≤250 |
| الهند، 2018 | | ✓ | | ✓ | ✓ | | | ≤8 | |
| الاتحاد الأوروبي، 2015 | | | | ✓ | ✓ | ✓ | | ≤10 | |

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على التعاريف التي تم عرضها في الفرع الأول من المطلب.

يوضح الجدول رقم (1.1) إجماع كل من القواميس اللغوية والقطاعية ورواد الأعمال على أن المؤسسات الناشئة: تمثل مشروع أو عمل تجاري حديث النشأة، من جهة أخرى يبين أن وجهة النظر التي تبناها كل من Luger and Koo مماثلة لتلك التي تبناها Ries فهي تجعل من أي شخص يقوم بخلق منتج جديد في حالة من عدم التأكد رائد أعمال بغض النظر عن كون هذا المنتج مربحا أم لا، في حين أن and Blank Drof يريان أن كون المؤسسة ناشئة مرتبط بامتلاكها لنموذج أعمال، أما Patrick Fridenson فنوه إلى ضرورة استخدام التكنولوجيا في هذا النوع من المؤسسات، حيث أنّ هناك إجماع من قبل رواد الأعمال على كون المؤسسة الناشئة مؤسسة مصممة بهدف تقديم منتج أو خدمة جديدة ومبتكرة، وهو ما يميزها عن غيرها من المؤسسات التقليدية، إذ لم تختلف خصائص المؤسسات الناشئة من وجهة نظر المستثمرين عن خصائصها وفقا لوجهة نظر رواد الأعمال فقد أشارت Amy Fontinelle إلى أن المؤسسة الناشئة تسعى لتقديم منتج أو خدمة جديدة، كما نجد أنّ Paul Graham نوه إلى خاصية جديدة للمؤسسات الناشئة وهي النمو والذي اعتبره المسعى الأساسي للمؤسسة الناشئة، ولقد تضمن تعريف Bob Walsh جزئية لم تذكر في التعريف السابقة وهي عدد مؤسسي المؤسسة الناشئة والتي يمكن أن تساعد بدرجة ما في تحديد تصور واضح لمفهوم هذا النوع من المؤسسات، رغم أنها لا تمثل خاصية أساسية، في حين تطرقت تعاريف الهيئات الحكومية لخاصيتين جديدتين تعلقتا برأس المال وعدد العمال. وفقا لما تم عرضه في الجدول رقم (1.1) يمكن إيجاز خصائص المؤسسات الناشئة فيما يلي:

1.2. حديثة العهد: ونعني بها كل مؤسسة تم إنشاؤها حديثا بالنسبة لفترة زمنية معينة باستثناء تلك التي تم إنشاؤها بسبب التغييرات في الاسم أو الملكية أو الوضع القانوني (غير مستقلة)، ويتطلب اكتساب خاصية "الحداثة" بالضرورة معرفة تاريخ التأسيس والذي يتمثل عادة في تاريخ تسجيل المؤسسة ككيان قانوني، هذا النهج شائع لأن سجلات التسجيل يمكن الوصول إليها بسهولة¹، وأن تكون المؤسسة الناشئة حديثة ليس هدفا فهي لن تكتسب هذه الصفة طوال فترة حياتها، وبالتالي يمكن القول أن المؤسسة الناشئة هي مؤسسة حديثة مؤقتا.

2.2. الابتكار: الغرض الأساسي من الابتكار هو إنتاج معرفة جديدة لمواجهة الظروف الناشئة التي تتحدى رواد الأعمال باستمرار، والتي عادة ما تكون مضمنة في منتج أو في مجموعة من التعليمات وفق بروتوكول معين وتساعد على إنتاج حلول جديدة للمشاكل المتكررة، ويقع أصحاب المؤسسات الناشئة في صميم عملية الابتكار حيث أن هذا النوع من المؤسسات يسعى إلى إيجاد حلول جديدة للمشاكل القديمة وفقا لأنماط مبتكرة لا يمكن التنبؤ بها².

¹- Michael I. Luger and Jun Koo, "Defining and Tracking Business Start-Ups," Small Business Economics 24, Netherlands, 2005, P18.

²- Ignacio De Leon et al, Innovation, Startups and Intellectual Property Management (Springer, 2017), P2.

3.2. المخاطرة: تتميز المنتجات الابتكارية باحتمالية عالية للخطأ أو الفشل، ويمكن التمييز بين نوعين من المخاطر المرتبطة بها:

- المخاطر الآمنة هي تلك التي تنطوي على انخفاض مستوى عدم اليقين مع وجود التزامات محدودة بمعنى وجود قدر من التأكد والتنبؤ بالنتائج، مع احتمالية منخفضة للفشل وتكبد خسائر كبيرة.
- المخاطر العالية التي تشمل التحديات التي تترافق مع درجة عالية من عدم اليقين ومخاطر التكلفة الكبيرة، ومثال ذلك هو إطلاق منتج جديد ذو طابع ابتكاري حيث قد تكون هناك الكثير من المتغيرات والعوامل غير معروفة التي تؤثر على نجاح المنتج¹.

وحرري بنا هنا أنّ نوره إلى أن التصنيع الرشيق* Lean Manufacturing يشير هو الآخر إلى مفهوم "وقت الدورة الأساسية" Fundamental Cycle time الذي يعرف على أنه الوقت المنقضي بين استلام الطلب من العميل وتسليم منتج عالي الجودة بسعر مناسب له، وبالنسبة للمؤسسات الناشئة يتم تحديد وقت الدورة الأساسية من خلال المدة الزمنية بين وجود فكرة والتحقق من صحتها وملاءمتها للسوق²، هنا تظهر العلاقة العكسية بين وقت الدورة الأساسية ودرجة المخاطرة حيث كلما تم تقليل وقت الدورة الأساسية (أي زيادة سرعة تحويل الفكرة إلى منتج وتقديمه للعملاء المحتملين)، انخفضت درجة المخاطرة وعدم التأكد.

4.2. النمو: ينظر إلى النمو على أنه نتيجة تنظيمية مستمدة من الجمع الفعال بين الموارد والقدرات، يتأثر نمو المؤسسات الناشئة بمفهوم الأعمال الذي تتبناه المؤسسة ومواردها وقدراتها والقرارات الاستراتيجية التي تتخذها، في حين يشير معدل نموها إلى امكانياتها في التوسع والتطور وتحقيق مزايا تنافسية، إذ تعتمد قوة نمو المؤسسة الناشئة بشكل عام على سمات رائد الأعمال وروحه الريادية، كدافعه واهتمامه بالنمو وكفاءاته وخلفيته التي تؤثر على الطريقة التي يتحقق بها نمو المؤسسة وتطورها، بالإضافة إلى أنّ نمو المؤسسات الناشئة يعكس قابليتها للتكيف مع المتغيرات السوقية وقدرتها على تلبية احتياجات العملاء بطرق جديدة ومبتكرة³.

5.2. البحث عن نموذج أعمال: تبدأ المؤسسة الناشئة كفكرة لدى المؤسس يرغب في تحويلها لعمل تجاري وذلك اعتماداً على مخطط محدد يمكنه من تجسيد الفكرة على أرض الواقع وتثمينها عبر ما يسمى

¹ -Gabriel Linton, "Innovativeness, Risk-Taking, and Proactiveness in Startups: A Case Study and Conceptual Development," Journal of Global Entrepreneurship Research, vol 9, no. 1, 2019, P4.

*التصنيع الرشيق: هو وسيلة منهجية للتقليل من النفايات التي يمكنها أن تسبب مشاكل داخل نظام التصنيع دون التضحية بالإنتاجية.

² -Eric Ries, The Startup Way: How Modern Companies Use Entrepreneurial Management to Transform Culture and Drive Long-Term Growth, First Edition (New York: Currency, 2017), p157.

³ - Anastasia Griva et al., "What Do Growing Early-Stage Digital Start-Ups Look like? A Mixed-Methods Approach," International Journal of Information Management 69, 2023, P2.

<https://doi.org/10.1016/j.ijinfomgt.2021.102427>.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

بنموذج الأعمال، حيث أنه لا يوجد نهج موحد لنموذج أعمال يتناسب وجميع المؤسسات الناشئة، ومع ذلك هناك بعض المكونات الرئيسية التي تعتبر ضرورية لأي نموذج أعمال مبدئي والتي يجب أن تغطي المجالات الأربعة للأعمال (العملاء، العرض، البنية التحتية والجدوى المالية)¹، واستناد إلى ما سبق نستطيع القول أن نموذج الأعمال أداة تستخدم لضمان سيورة عملية خلق القيمة أكثر من كونها خاصية مميزة للمؤسسات الناشئة.

6.2. التكنولوجيا: توفر هذه الخاصية للمؤسسات الناشئة إمكانية تكافؤ فرصها السوقية مع

- الشركات الكبرى، حيث تسمح لها بزيادة الفعالية من حيث التكلفة والكفاءة وذلك من خلال:²
- ضمان التوسع السريع من خلال توفير الوصول إلى الموارد التكنولوجية مثل الحوسبة السحابية* والذكاء الاصطناعي، إذ يمكن أن تساعد هذه الأدوات المؤسسات الناشئة على تحليل البيانات بسرعة ودقة لاتخاذ قرارات أفضل حول مكان تركيز جهودها والأسواق التي يجب استهدافها؛ يمكن أن يساعد الوصول إلى هذه الأدوات أيضا في توفير منصة لرواد الأعمال لوضع نماذج أولية لأفكارهم واختبار استراتيجيات مختلفة وتوسيع نطاق عملياتهم.
- توفير منصة لجذب المستثمرين حيث يبحث العديد منهم عن مؤسسات ناشئة مبتكرة لديها أساس تكنولوجي قوي، يتضمن ذلك امتلاك موقع ويب متطور أو تطبيق جوال أو أي تواجد آخر عبر الإنترنت يمكنه إظهار قدراتها وتتبع مقاييس مشاركة العملاء.
- وجود أساس تكنولوجي فعال يخول المؤسسات الناشئة إلى إظهار التزامها بالابتكار وقدرتها على خلق قيمة لأصحاب المصلحة.

بالأخذ في الاعتبار أنّ المعايير الأساسية لكل بعد من الأبعاد الثلاث "المرحلي، القطاعي، النطاقي" المستعملة في تعريف المؤسسة الناشئة في الفرع الأول من المطلب والخصائص المبينة في الفرع الثاني تمكنا من وضع تعريف شامل للمؤسسات الناشئة وذلك من خلال جمع النقاط المشتركة بين مختلف التعاريف والخصائص وسد جوانب القصور فيها إذ يمكن القول أن:

¹ -Allan Afuah, Business Model Innovation: Concepts, Analysis, and Cases (New York, NY: Routledge, 2014), P24.

² -"The Importance of Technology Development in Startups," Faster Capital, Online Incubator and Accelerator visited 17/01/2023 at 10:57, <https://fastercapital.com/content/The-importance-of-technology-development-in-startups.html>

*الحوسبة السحابية Cloud Computing: تقدم الخدمات والموارد والأنظمة الحاسوبية عن طريق الأنترنت، مثلها "Google Cloud".

المؤسسة الناشئة: مؤسسة مستقلة، عادة ما تكون في مرحلتها المبكرة من التشغيل، لا يتجاوز عمرها 10 سنوات، تسعى لتقديم منتج أو خدمة جديدة ومبتكرة تتسم بالمخاطرة، مستهدفة بها سوقا كبيرا قصد تحقيق معدلات نمو عالية.

المطلب الثاني: متطلبات إنشاء المؤسسة الناشئة ودورة حياتها.

1. متطلبات إنشاء المؤسسة الناشئة:

يتطلب خلق المؤسسة الناشئة مجموعة من الخطوات نذكرها تباعا:¹

1.1 تحديد نوع وهدف المؤسسة الناشئة: هو أهم خطوة في مرحلة إنشاء المؤسسة الناشئة والذي

يتطلب المفاضلة بين الأشكال والأنماط المختلفة للمؤسسات الناشئة المتاحة انطلاقا من الهدف الرئيسي للمؤسسة أو المشروع المراد تنفيذه، هذا الإجراء يساهم بشكل كبير في توجيه اختيار المؤسسين وتحديد توجه المؤسسة الناشئة بوضوح من البداية، الأمر الذي من شأنه ضمان التركيز على الأولويات والاستراتيجيات الصحيحة لتحقيق النجاح، وعليه ينبغي أن يكون الهدف قابل للتحقيق على أرض الواقع، ويتميز بالتميز والاختلاف عن أهداف وأفكار المنافسين في السوق.

2.1 تقييم فكرة وهدف المؤسسة الناشئة: في الخطوة الثانية تأتي عملية البحث والتقييم، تتضمن

تقييم أهداف وأفكار المؤسسة الناشئة بطريقة موضوعية ودقيقة أين يتم اختبارها وتحديد مدى قابليتها للتنفيذ على أرض الواقع ومدى تفردتها مقارنة بالشركات المنافسة في نفس المجال أو الصناعة، وذلك قبل الشروع في تنفيذ أي شيء تفاديا للخسائر، تسمى هذه العملية "دراسة السوق Market Research"، وهي جمع وتفسير وتحليل منهجي للبيانات والمعلومات المتعلقة بالسوق المستهدفة وتحديد احتياجاتها والمنافسين الموجودين بها، إلى جانب البيانات المتعلقة بالمستهلكين الفعليين أو المحتملين وسلوكياتهم وموقعهم الجغرافي، كل ذلك باستخدام الأساليب

¹ بالاعتماد على:

-إسماعيل نبو، جرادة لخضر، "المؤسسات الناشئة ودورها في نمو التكنولوجيا المالية"، المؤتمر الدولي العلمي استخدام التكنولوجيا في المؤسسات المالية والمؤسسات الناشئة، المركز الديمقراطي العربي -برلين-، جامعة آب -اليمن-، مخبر القانون والمجتمع جامعة أحمد دراية -ادرار-، جامعة الشهيد حمه لخضر -الوادي-، 2022، ص ص 73-75.

-مختار درويش، "ماهي خطوات تأسيس شركة ناشئة"، مدونة مستقل، 2020، <https://blog.mostaql.com/establish-a-startup>

تاريخ الاطلاع : 2022/07/31

-The Really Useful Information Company (TRUiC) team, "How to Start a Startup in 10 Steps (2023 Guide)," 2023, <https://startupsavant.com/how-to-start-a-startup#establish> Visited 26/07/2023

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

والمناهج التحليلية¹، هذه العملية تزود صانعي القرار برؤى حول ملائمة وجدوى أفكار وأهداف المؤسسة الناشئة، إذ يمكن أن تخلص الدراسة إلى تعديل الفكرة لتحقيق أهداف أكثر نجاحاً أو التأكيد على نجاعتها والانتقال إلى الخطوات التالية لتنفيذها.

3.1. وضع خطة العمل: هي هيكل أو مخطط يتم إعداده بناء على نتائج دراسة السوق المتحصل عليهما من الخطوة السابقة والذي يحدد سيرورة عمل المؤسسة الناشئة، تتضمن خطة العمل الناجحة والفعالة دراسة جدوى فنية واقتصادية وتشغيلية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة، يسعى كافة العاملين في المؤسسة الناشئة إلى تنفيذها في الآجال المحددة، وتعد خطة العمل الجيدة للمؤسسة الناشئة أداة أساسية للوصول إلى الأهداف بشكل أسرع وأكثر فعالية، كما تساهم في جذب استثمارات رأس المال اللازمة لتحقيق أهداف التطوير والنمو والتوسع، الأمر الذي من شأنه ضمان تحقيق نجاح مستدام والتميز في السوق والقدرة على منافسة الشركات في نفس الصناعة، لذلك لا بد من الاستثمار الجيد في هذه الخطوة من خلال بذل الوقت والمجهود اللازمين لوضع خطة عمل مناسبة وجيدة لمؤسسة ناشئة قبل إطلاقها في السوق والدخول في منافسة مع الشركات الأخرى.

4.1. الاستقرار على مصادر التمويل: التمويل أمر حاسم لنجاح أي مشروع بغض النظر عن طبيعته أو نوعه، يمثل تأمين رأس المال اللازم للمؤسسة الناشئة أحد أهم الخطوات التي يجب مراعاتها قبل الشروع في تنفيذ أي خطة عمل، فنقص التمويل المطلوب أو عدم توفر مصادر ثابتة للتمويل قد يؤدي إلى فشل المؤسسات الناشئة؛ هناك العديد من الطرق التي يمكن من خلالها الحصول على مصادر تمويل للمؤسسة الناشئة منها التواصل مع المستثمرين وعرض خطة العمل من أجل إقناعهم بتمويل المشروع، كما يمكن استخدام التمويل الجماعي لجذب المستثمرين من جمهور واسع وجمع الأموال المطلوبة، إضافة إلى ذلك يمكن لمؤسسي المشروع الاقتراض من الأصدقاء والعائلة للحصول على التمويل الأولي اللازم لبدء العملية التشغيلية كما يمكن اللجوء إلى القروض المصرفية أو البرامج التمويلية التي تقدمها الجهات الحكومية أو المؤسسات المالية لدعم المشاريع الناشئة.

5.1. تسجيل المؤسسة قانونياً: خطوة ضرورية وأساسية لنجاح أي مؤسسة ناشئة تهدف إلى التواجد بشكل رسمي في سوق العمل، يشمل هذا الإجراء استكمال جميع الأوراق والإجراءات القانونية اللازمة لإنشاء المؤسسة وتأسيسها بشكل قانوني. يتطلب تقنين الأوضاع القانونية والأوراق الرسمية اللجوء إلى أهل الخبرة والمختصين في الشؤون القانونية المتعلقة بإنشاء المؤسسات الناشئة للقيام بمراجعة ومراقبة الإجراءات والوثائق لضمان توافرها مع القوانين والتشريعات المحلية، والتحقق من الشهادات والتراخيص

¹- Daniel McFadden, "The Choice Theory Approach to Market Research," Marketing Science, vol 5, no. 4, 1986, P275.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

اللازمة وتسجيل المؤسسة الناشئة لدى الجهات المختصة، بالإضافة إلى إعداد العقود والاتفاقيات القانونية وتحديد توزيع الأسهم بين المؤسسين، ويساهم التسجيل القانوني للمؤسسة في تجنب المشاكل والنزاعات المحتملة ويسهل عملية توزيع الأدوار والمسؤوليات بين المؤسسين.

6.1. تحديد مقر ومكان المؤسسة الناشئة: يعد المقر واجهة المؤسسة والمكان الذي يتم منه تسيير الأعمال ووضع الخطط التنفيذية واتخاذ القرارات، لا يشترط فيه أن يكون كبيراً وضخماً خلال المراحل الأولى، يمكن البدء بمقر صغير ومناسب يتسع للفريق الأساسي ويتيح تنظيم العمل بشكل فعال، قد تكون مساحات العمل المشتركة ومكاتب حاضنات الأعمال الخيار الأفضل في بداية المشروع لتوفير تكاليف إيجار منخفضة والاستفادة من البيئة الريادية والتفاعل مع رواد الأعمال الآخرين، بمرور الوقت ونمو المؤسسة الناشئة وتوسعها، يمكن النظر في اختيار مقر أكبر يتناسب مع حجم الفريق واحتياجات الأعمال المتزايدة سواء عن طريق تأجير أو امتلاك مكتب أو مساحة سكنية، ينصح بالتحلي بالحذر ودراسة جميع الخيارات المتاحة قبل اتخاذ قرار الاستثمار في مقر عمل دائم، وذلك لتجنب العبء المالي الزائد في المراحل الأولى والتأكد من أن الاختيار يتماشى مع استراتيجية نمو المؤسسة.

أما بالنسبة للموقع فيستحسن أن يكون محل إقامة المؤسسين هو المكان الذي ينشؤون فيه مؤسساتهم الناشئة، فمباشرة عمل تجاري في منطقة بعيدة عن محل إقامتهم قد يكون أكثر تعقيداً بالنسبة لكل من الأوراق الرسمية والمتطلبات الضريبية، لذلك من الأفضل البدء في المنطقة التي يتواجدون فيها بالفعل إن كان ذلك ممكناً؛ قد يلجأ المؤسسون إلى إقامة مؤسساتهم الناشئة في منطقة أخرى أكثر ملاءمة للأعمال من غيرها وذلك بناء على سياساتها الضريبية والتشريعات الداعمة للأعمال الريادية، ومع ذلك قبل اتخاذ قرار القيام بأعمال تجارية في منطقة أخرى من المهم التشاور مع أهل الخبرة والمختصين في الشؤون القانونية لفهم جميع الجوانب القانونية والضريبية للعمل في تلك المنطقة، فالاختلافات بين السياسات في المناطق قد تكون كبيرة مما يؤثر على سيرورة الأعمال ومكاسب المالية.

7.1. اختيار فريق العمل للمؤسسة: مع كل المهام التي يتوجب على مؤسس المؤسسة الناشئة أداءها يحتاج في مرحلة ما إلى تفويض أشخاص لقيام بمهام معينة، تحمل هذه الخطوة مخاطر متعددة فبناء فريق عمل متحمس لما تسعى المؤسسة الناشئة لتحقيقه قادر على تنفيذ خططها بدقة وكفاءة، وجدير بالثقة كفيل بضمان نجاحها مستقبلاً، وبالتالي يجب منح هذه الخطوة اهتماماً كبيراً ودراسة دقيقة. كبدية تحتاج المؤسسة الناشئة عادة إلى ملء الأدوار التالية: رئيس تنفيذي CEO، رئيس تنفيذي للعمليات COO، مدير تسويق، مطور منتج أو مهندس، رئيس قسم المبيعات، ممثل خدمة العملاء، وحتى تتمكن المؤسسة الناشئة من التوظيف لهذه الأدوار الأساسية، تحتاج إلى ترسيخ بيان المهمة Mission Statement الخاص بها لوصف هدف المؤسسة

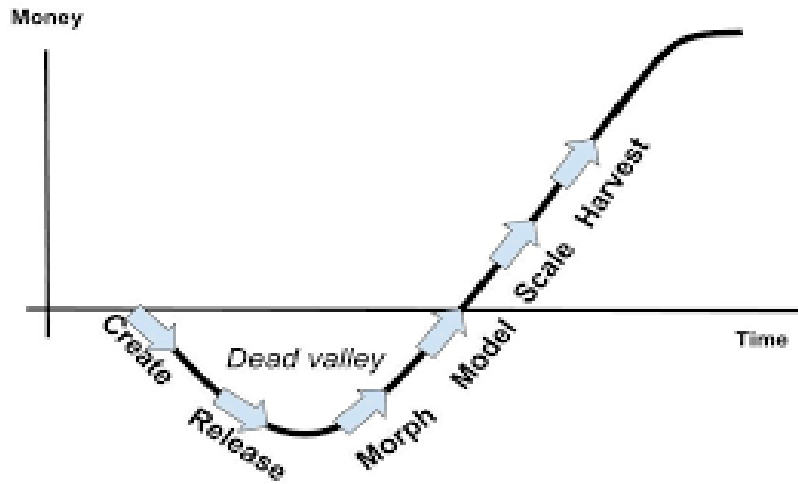
الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

وقيمة بدقة، بالإضافة إلى صياغة وصف وظيفي شامل يساعد في جذب المرشحين المناسبين من خلال تزويدهم بمعلومات دقيقة حول الوظيفة والمؤسسة، قد تلجأ المؤسسة الناشئة إلى تقديم حوافز أثناء عملية انتقاء أعضاء الفريق مثلها خيارات الأسهم* الأمر الذي من شأنه بناء الولاء للعلامة التجارية وتزويد الفريق بحافز إضافي للعمل على تحقيق أهداف المؤسسة الناشئة.

2. دورة حياة المؤسسة الناشئة:

يشير الباحثون في الفكر التنظيمي على أن دورة حياة المؤسسة هي مجموعة المراحل التي تمر بها المؤسسة بداية من نشأتها وصولاً إلى تدهورها وفنائها¹. وفقاً لنموذج Howard Love، تمر الأعمال الريادية بما في ذلك المؤسسات الناشئة أي كان نوعها أو حجمها بستة مراحل أساسية ممثلة في الشكل التالي:

الشكل رقم (1.1): دورة حياة المؤسسة الناشئة



Source :Howard Love, The Start-up J Curve: The Six Steps to Entrepreneurial Success, First edition (Austin, Texas: Greenleaf Book Group Press, 2016), P24.

من خلال الشكل رقم (1.1) يمكن حصر دورة حياة المؤسسات الناشئة في ستة مراحل أساسية، والتي يمكن تلخيصها على النحو التالي:²

* خيارات الأسهم : هي نوع من التعويضات التي تمنحها المؤسسات لموظفيها كخيار بديل عن الأسهم المباشرة، وتكون على شكل عقود شراء مؤجلة تمنح الموظف الحق في شراء أسهم المؤسسة بسعر محدد لفترة زمنية محددة.

¹ - هودة سلطان، محمد بن سعيد، "دورة حياة المؤسسة الاقتصادية وأثرها على استخدام نظام التكاليف على أساس الأنشطة-ABC"، مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 5، العدد 1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2014، ص 56.

² - Howard Love, The Start-up J Curve: The Six Steps to Entrepreneurial Success, P.26-30.

1.2. مرحلة الإنشاء: تبنى هذه المرحلة على مجموعة من الخطوات يمكن تلخيصها ضمن ركيزتين أساسيتين¹:

- التفكير: في هذه الخطوة يقوم مؤسس أو (مؤسسو) المؤسسة الناشئة بتطوير وصقل "فكرة المنتج أو الخدمة المحتملة القابلة للتطوير" وذلك بهدف عرضها في "سوق مستهدف" كبير بما فيه الكفاية، ليست هناك حاجة لأي فريق أو موارد في هذه الجزئية من مرحلة الإنشاء حيث يذهب قدر كبير من الوقت إلى أبحاث السوق، وجمع البيانات حول شرائح العملاء الأساسية والثانوية، والنتيجة النهائية لهذه الخطوة هي خطة عمل مبسطة تحدد المتغيرات الرئيسية للفكرة وتحدد احتياجات المؤسسة الناشئة بشكل موجز.
 - الفريق: بعد اقتناع المؤسسين بفكرة المؤسسة الناشئة، يأتي دور البحث عن الفريق الأساسي الذي سيساهم في تحقيق هذه الفكرة. ترغب الكثير من المؤسسات الناشئة (خاصة التقنية منها حيث يكون المؤسسون مبرمجين ومهندسين) في الاحتفاظ بفكرتهم داخل الفريق الأصلي إلى غاية حصولهم على تمويل استثماري، إلا أن ذلك يمكن أن يؤدي إلى تأخير المشروع وتعثره، حيث ينتهي بهم الأمر بالقيام بالكثير من المهام غير المتخصصة بأنفسهم.
- في مرحلة الانشاء يجب على المؤسسين أن يبدأوا في إنشاء خطة عمل فعلية للمؤسسة، ويجب أن تشمل هذه الخطة البيانات المالية المقدرة للميزانيات والإيرادات المحتملة ومعالم الشركة الرئيسية للسنوات القادمة (السنة الثانية والثالثة).

2.2. مرحلة التحقق: في هذه المرحلة يتم طرح النموذج الأولي للمنتج أو الخدمة في السوق، لتقييمه وكذا البحث عن آليات الدعم مثل مسرعات وحاضنات الأعمال، ومراكز تطوير المشروعات الريادية، وجهات الاستثمار؛ تجدر الإشارة إلى فشل العديد من المؤسسات الناشئة في هذه المرحلة نظرا لعدم قدرتها على استقطاب المستثمرين من جهة وعدم العثور على آليات الدعم من جهة أخرى.

3.2. مرحلة التحول: هي مرحلة جد مهمة تقاس فيها مدى مرونة رائد الأعمال لتجاوز الفكرة الأصلية إما من خلال التحسين فيها أو استخدامها كنقطة انطلاق إلى شيء مرتبط، ولكن مختلف قد يكون هذا صعبا حيث يميل رواد الأعمال إلى التمسك بأفكارهم الأصلية، وفي هذه المرحلة قد يحتاجون إلى تغييرها أو التخلي عنها إلى حد كبير

¹- Gonxhe Tali, "Start-up and Open Innovation," (thesis submitted for degree of Doctor of Philosophy, New Jersey Institute of Technology, 2018), P 42-43.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

وذلك بناء على ردود أفعال العملاء بعد طرح النموذج الأولي للمنتج أو الخدمة، بالتالي فإن مفاتيح الانتقال بفاعلية خلال هذه المرحلة هي أخذ كل تعليقات وردود أفعال العملاء تجاه النموذج الأولي للمنتج أو الخدمة بعين الاعتبار، وإحداث تغييرات أساسية إن لزم الأمر للرفع من احتمال العثور على منتج مثير لإعجاب العملاء ومستقطب للمستثمرين في الوقت عينه.

4.2. مرحلة خلق النموذج: وهي مرحلة بينية يمكن أن تضم في المرحلة السابقة لها أو اللاحقة، وفي هذه المرحلة يتوجب أن تثبت المؤسسة الناشئة قدرتها على توليد تدفقات نقدية في مرحلة معينة، وذلك من خلال هيكله التكاليف، تحديد شرائح العملاء، تحديد المداخل الرئيسية وما إلى ذلك، ويجب أن يحقق نموذج الأعمال أرباحاً وإلا لن تكون هنالك مؤسسة ناشئة بعد هذه المرحلة.

5.2. مرحلة النمو السريع: في هذه المرحلة إذا ما تم تحقيق معدلات النمو المطلوبة بعد طرح المنتج بشكله النهائي في السوق، تقوم المؤسسة الناشئة بتجميع الأشخاص والعمليات والأموال اللازمة للتحويل من مؤسسة ناشئة إلى شركة، أما في حالة إخفاها سواء بتحقيقها لمعدل أعلى أو أقل من معدل النمو المطلوب تكون المؤسسة الناشئة أمام حالتين:¹

- النمو بسرعة كبيرة ونفاذ مصادر التمويل، بالإضافة إلى عدم قدرة رائد الأعمال على تفويض مهامه بشكل فعال بما فيه الكفاية، يمكن للمؤسسة اجتياز هذه الحالة من خلال استبدال رائد الأعمال إما طوعاً أو غصبا من قبل مستثمري المؤسسة أو دائئها، لتتدارك فشلها وتستمر كشركة ناجحة وواسعة في حالة توازن.

- النمو المنخفض يرجعها إلى المرحلة القبلية، فإما أن تحسن في نموذج أعمالها لتعاود بعد ذلك النمو مجدداً، أو تتراجع إلى المراحل الأولى لمواجهة بذلك خطر زوالها.

6.2. مرحلة النضج: تعرف كذلك بمرحلة الحصاد Harvest إن أكبر مخاوف المؤسسات الناشئة التي تدخل في هذه المرحلة هي تعزيز المكاسب المالية والسيطرة عليها، بالإضافة إلى الاحتفاظ بمزايا الحجم الصغير من مرونة الاستجابة وروح المبادرة، حيث يجب على المؤسسة توسيع قوة الإدارة بسرعة كافية للقضاء على أوجه القصور التي يمكن أن ينتجها النمو وإضفاء الطابع المهني باستخدام أدوات مثالها: الميزانيات، التخطيط الاستراتيجي، الإدارة بالأهداف وأنظمة التكلفة القياسية.²

¹-Neil C, Virginia Lb

²-Idem, P9.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

في هذه المرحلة تكون المؤسسة قد حققت هدفها النهائي فهي الآن تمتلك مزايا الحجم الصغير والموارد المالية الكافية والإدارة الكفاء فإذا تمكنت من الاحتفاظ بروحها الريادية ستكون قوة هائلة في السوق وغير ذلك يدخلها في مرحلة التجر أو الجمود والتي تميل إلى تجنب المخاطر والقرارات الإبداعية، لكن لا يجدر بنا أن ننوه أن لجوؤها إلى التمويل عن طريق الاستثمار قد ولد علاقة طويلة المدى بين مؤسسها والمستثمرين بطريقة تحدد التدفق النقدي وحقوق السيطرة، طبيعة هذه العلاقة تخلق نوع من الالتزام بين الطرفين، إذ يتم إنشاء عقود تسمح بحقوق التحكم في قرارات التخارج التي قد تنطوي على الاكتتاب العام الأولي IPO أو الاستحواذ أو الاندماج¹.

المطلب الثالث: أنواع المؤسسات الناشئة.

يمكن العثور على العديد من التصنيفات للمؤسسات الناشئة في الأدبيات ذات الصلة بموضوعها، سنخص بالذكر تصنيف Steven Blank الذي قسم فيه المؤسسات الناشئة إلى ستة أنواع وهي كالآتي:²

1. المؤسسات الناشئة المرتبطة بنمط الحياة: ولد هذا النوع من المؤسسات الناشئة من اجتماع الشغف والرغبة في الاستقلال المالي لدى رائد الأعمال، حيث يضع طاقته ويقضي وقته في إنشاء عمل تجاري مبني على هوايته أو نشاطه المفضل، في هذه الحالة يمكن القول أنه لا يعمل من أجل أحد سوى نفسه ساعياً وراء شغفه الشخصي، وما يعادله في Silicon Valley هو المبرمج الماهر أو مصمم الويب الذي يحب التكنولوجيا ويقرر ممارسة وظائف الترميز لأنه شغوف بها، بعبارة أخرى "تحقيق الريح عن طريق ممارسة الهواية"؛ هذا النوع من المؤسسات هو بالضبط ما يتبادر إلى الذهن عند سماع عبارة "Follow your passion, and success will follow you"

2. المؤسسات الناشئة الصغيرة: لا يزال العدد الهائل من رواد الأعمال والمؤسسات الناشئة في الولايات المتحدة الأمريكية اليوم مؤسسات صغيرة (هناك 5.7 مليون مؤسسة صغيرة في الولايات المتحدة الأمريكية تشكل 99.7% من إجمالي المؤسسات وتوظف 50% من جميع العاملين غير الحكوميين) تتكون هذه الفئة من محلات بقالة، استشاريين، وكلاء سفر، وغيرهم ممن يديرون أعمالهم الخاصة، يعمل رواد الأعمال بجد مثل أي شخص في Silicon Valley غير أن مؤسساتهم ليست مصممة لغرض التوسع وإنما يرغب هؤلاء في امتلاك أعمالهم لكسب قوتهم اليومي ونادراً ما يطمحون إلى الاستحواذ

¹ Douglas Cumming and Sofia A. Johan, Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective (Amsterdam, Boston: Academic Press, 2009), p409.

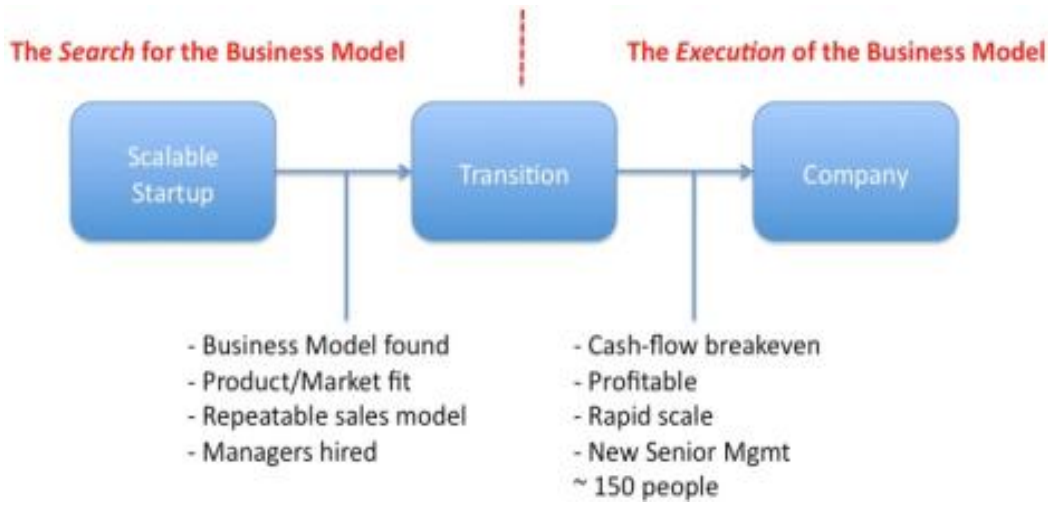
² - Steven G Blank and Bob Dorf, Op.Cit, P34-38.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

على صناعة أو بناء عمل يفوق 100 مليون دولار؛ تم بناء هذا النوع من المؤسسات الناشئة لتوفير رأس مال كاف للاستقرار المالي من خلال تلبية احتياجات السوق المستهدفة الصغيرة، وخلق وظائف محلية، رأس المال الوحيد المتاح لهم هو مدخراتهم الخاصة، إضافة إلى ما يمكنهم اقتراضه من العائلة والبنوك لن يصبح رواد الأعمال الصغيرة من أصحاب المليارات ولا يحظون بالتغطية الإعلامية كغيرهم من الأنواع الأخرى للمؤسسات الناشئة لكن من حيث العدد فإنهم الأكثر تمثيلاً لريادة الأعمال من رواد الأعمال في الفئات الأخرى.

3. المؤسسات الناشئة القابلة للتوسع: ولدت لتكون شركات كبرى وهي ما يطمح رواد الأعمال في Silicon Valley والمستثمرين في مشاريعهم إلى بنائه، عادة ما ينشط هذا النوع من المؤسسات في مجال التكنولوجيا، ويعمل على تحقيق إيرادات ضخمة في وقت قصير، يتطلب بحثاً شاملاً عن السوق لتحديد فرص السوق القابلة للاستغلال، اثنان من أكثر الأمثلة ذات الصلة للمؤسسات الناشئة القابلة للتوسع هما Google و Facebook وغالباً ما تتجمع هذه المؤسسات في مراكز التكنولوجيا مثل Silicon Valley وشنغهاي، نيويورك وبنغالور، وتشكل نسبة صغيرة من رواد الأعمال لكن إمكانيات عوائدهم الضخمة تجذب تقريباً كل رأس المال المخاطر.

الشكل رقم (2.1): المؤسسة الناشئة القابلة للتوسع.



Source: Idem, p32.

وفقاً للشكل رقم (2.1) يمكن القول أن الأيام الأولى للمؤسسات الناشئة القابلة للتوسع تتمحور حول البحث عن نموذج أعمال مربح قابل للتطوير والتكرار، إيجاد وتنفيذ هذا الأخير يساعدها في التوسع السريع والتحول لشركة كبرى في مجال صناعتها، والرجوع إلى هذه المعطيات يبقى التساؤل المطروح عن كيفية مساعدة نموذج الأعمال المؤسسات الناشئة القابلة للتوسع على التحول لشركات كبرى، وهو ما أجاب عنه الباحث ومطور نموذج الأعمال السويسري Alexander Osterwalder، حيث استعرض كل

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

مكون من المكونات التسعة لنموذج الأعمال وبين دور كل منها في خلق القيمة وتحقيق أهداف المؤسسة على النحو التالي:¹

- **شرائح العملاء Customer Segments:** يحدد عنصر شرائح العملاء المجموعات المختلفة من الأشخاص أو المؤسسات التي تهدف المؤسسة الناشئة إلى الوصول إليها وخدمتها، إذ يجب على هذه الأخيرة أن تتخذا قرارا صائبا بشأن الفئة أو الشريحة التي تستخدمها، الأمر الذي سيمكنها من تصميم نموذج الأعمال بعناية فيما يخص الفهم المحدد والجيد لاحتياجات العملاء.
- **القيمة المقترحة Value propositions:** هي العنصر الذي يتم على أساسه المفاضلة بين المؤسسات من قبل العملاء، تحتوي القيمة المقترحة على مجموعة مختارة من المنتجات أو الخدمات التي تلي متطلبات شريحة محددة من العملاء، بالتالي فهي عبارة عن جملة الفوائد التي تقدمها المؤسسة للعملاء.
- **القنوات Channels:** تمثل حلقة الوصل بين شرائح العملاء والقيمة المقترحة، فهي عبارة عن نقاط اتصال، توزيع، ومبيعات ممثلة في شكل متاجر، مواقع وتطبيقات إلكترونية؛ يمكن للمؤسسة الناشئة المفاضلة بين عدة أنواع من القنوات لإيصال القيمة المقترحة (عرض القيمة) لعملائها، وذلك من خلال قنواتها الخاصة أو الشريكة، أو من خلال مزيج من كليهما، كما أنها يمكن أن تستخدم في ذلك القنوات المملوكة المباشرة مثل قوة المبيعات ومبيعات الانترنت وغير المباشرة مثل المتاجر الخاصة وتجارة الجملة.
- **إدارة علاقات العملاء Customer Relationships:** يقصد بعلاقات العملاء الروابط التي تنشأ بين المؤسسة وشرائح العملاء، حيث أنه يجب على المؤسسة الناشئة أن توضح نوع العلاقة التي تربطها بكل شريحة، أما المقصود بإدارة علاقات العملاء فهو إدارة المشاكل وخدمات ما بعد البيع، الإنشاء المشترك^{*}، الخدمات الآلية²، وتهدف المؤسسة من خلال إدارة علاقات العملاء إلى الاحتفاظ بالعملاء الحاليين وكسب عملاء جدد قصد زيادة المبيعات.

¹ -Alexander Osterwalder, Yves Pigneur, and Tim Clark, Business Model Generation: A Handbook for Visionaries, Game Changers and Challengers (Hoboken, NJ: Wiley, 2010), P20-27.

*الإنشاء المشترك **Co- Creation**: إشراك العملاء للمساعدة في تصميم منتجات جديدة ومبتكرة.

² - Younès Rharbaoui and Annabelle Bignon, "Le livre de la jungle : les secrets des meilleures startups pour prendre en main ta carrière ", (Malakoff: Dunod, 2019), P26.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

- مصادر الدخل (الإيرادات) Revenue Streams: يعتبر تحديد مصادر إيرادات المؤسسة الناشئة جزءاً هاماً من تحليل نموذج الأعمال الخاص بها، يمكن أن تتحصل هذه الأخيرة على أرباحها بطريقة مباشرة من خلال بيع المنتجات أو غير مباشرة وذلك من خلال خدمات ما بعد البيع، على سبيل المثال قد تتحصل شركة تصنيع معدات تحريك التربة على مبالغ كبيرة من العائدات من بيع منتجاتها، ولكنها تحقق أرباح أكبر بكثير من خدمات ما بعد البيع وقطع الغيارات الأمر الذي قد يوجه الشركة إلى بيع الآلات بهامش ربح ضئيل والاعتماد على خدمة ما بعد البيع لتحقيق عوائد أكبر¹، ومنه يمكن القول أن الفهم الصحيح لمصادر الدخل يسمح للمؤسسة باتخاذ قرارات إستراتيجية.
- الموارد الرئيسية Key Resources: ويقصد بها الأصول الضرورية لتفعيل نموذج الأعمال، وهي كل الموارد البشرية والمادية التي تساهم في خلق وعرض القيمة المقترحة وتقديمها لشرائح العملاء، تختلف هذه الموارد باختلاف نموذج الأعمال يمكن أن تكون بشرية، مادية، مالية، تكنولوجية أو فكرية.
- الأنشطة الرئيسية Key Activities: هي مجموعة العمليات التي تقوم بها المؤسسة لتفعيل نموذج أعمالها، تختلف باختلاف نوع نموذج الأعمال، وتصنف إلى ثلاثة أنواع رئيسية:²
 - الإنتاج: تتعلق أنشطة الإنتاج بتصميم وصنع وتقديم منتج بكميات كبيرة وذات جودة عالية، ويهيمن هذا النوع من الأنشطة على نماذج الأعمال للشركات الصناعية.
 - حل المشكلات: تتعلق الأنشطة الرئيسية من هذا النوع بالوصول إلى حلول مبتكرة لمشاكل العملاء الفردية، كما تستدعي طبيعة المؤسسات الخدمية والاستشارية هيمنة هذا النوع من الأنشطة على نماذج أعمالها.
 - المنصة/ الشبكة: يهيمن هذا النوع من الأنشطة الرئيسية على نماذج الأعمال المصممة باستخدام المنصة كمورد رئيسي، يمكن أن تعمل الشبكات والبرامج وحتى العلامات التجارية كمنصة، وتعلق الأنشطة الرئيسية في هذه الفئة بإدارة وتعزيز المنصة، وتوفير الخدمات، مثال ذلك ما يتطلبه نموذج عمل مؤسسة Ebay من أنشطة تتعلق بتطوير وتحسين خدمات منصتها والمتمثلة في موقعها الإلكتروني Ebay.com.

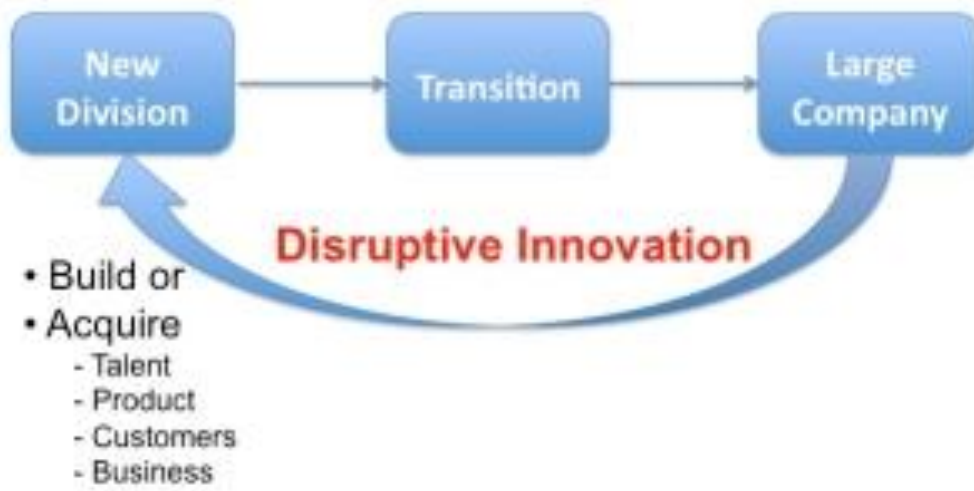
¹ -Allan Afuah and Christopher L. Tucci, "Internet Business Models and Strategies: Text and Cases", 2nd ed (Boston: McGraw-Hill, 2003), P62.

² - Osterwalder, Pigneur, and Clark, Op.Cit, P37.

- الشراكات الرئيسية Key Partnerships: تتمثل في علاقة المؤسسة بالموردين والشركاء المهمين للتحقق من تقديم القيمة المقترحة الخاصة بها؛ تلجأ المؤسسة الناشئة لهذه الشراكة بغية تحسين جودة منتجاته أو زيادة إنتاجيتها، أو حتى تخفيض تكاليف الإنتاج والتسويق.
 - هيكل التكاليف Cost Structure: يعبر هيكل التكاليف عن العلاقة بين الإيرادات والتكاليف الأساسية لتوليدها، بغض النظر عما إذا كانت المؤسسة تتبع استراتيجية منخفضة التكلفة أو التمايز فهي في سعي دائم لإبقاء التكاليف التي تتحملها عن كل وحدة منخفضة جداً¹، ويندرج كل من تقديم القيمة المقترحة للعملاء، أداء أنشطة القيمة المضافة، ومتابعة مصادر الدخل أو استراتيجيات التسعير المختلفة، وبناء قدرات المؤسسة، وكذا تنفيذ نماذج الأعمال ضمن مجموعة التكاليف التي تتحملها المؤسسة.
4. المؤسسات الناشئة الكبيرة: إنّ تحول المؤسسات الناشئة القابلة للتوسع إلى شركات كبرى في مجال صناعتها اعتماداً على النموذج الأعمال يضعها أمام تحديات جديدة أبرزها الاستمرارية في النمو والتعامل مع تغيرات البيئة الخارجية، فمع تغير اتجاهات التكنولوجيا واهتمامات العملاء وحاجة الأسواق، تحتاج الشركات الناشئة الكبيرة إلى تكييف نماذج أعمالها من أجل البقاء وذلك سواء عن طريق تقديم منتجات جديدة مرتبطة بمنتجاتها الرئيسية (نهج يعرف باسم الابتكار المستدام)، أو عن طريق إطلاق مؤسسة ناشئة قابلة للتوسع داخل الشركة الناشئة الكبيرة لتتحول بدورها مستقبلاً لشركة ناشئة كبيرة جديدة (نهج يعرف باسم الابتكار التخريبي)، في محاولة لإدخال منتجات جديدة في أسواق جديدة مع عملاء جدد، ومن المفارقات أن حجم الشركات الناشئة الكبيرة وثقافتها يجعلان من الابتكار التخريبي أمراً صعب التنفيذ للغاية.

¹ -Afuah and Tucci, Op.Cit, P 72-73.

الشكل رقم (3.1): الابتكار التخريبي



Source: Steven G Blank and Bob Dorf, Op.Cit, P36.

يوضح الشكل رقم (3.1) ضرورة تبني المؤسسة الناشئة الكبيرة لنهج الابتكار التخريبي تباديا لدخولها في مرحلة التحجر أو الجمود، كما يبين مخرجات الابتكار التخريبي والممثلة في استقطاب المهارات وتطوير التقنيات وخلق منتجات جديدة تتجاوز ما هو موجود في السوق في الوقت الحاضر لتحل محله مستقبلا.

5. المؤسسات الناشئة القابلة للشراء: هي نوع جديد من المؤسسات الناشئة ظهر نتيجة انخفاض تكلفة تطوير مواقع الويب وتطبيقات الهواتف المحمولة، الأمر الذي أتاح للمؤسسات الناشئة تمويل نفسها فعليا بالاعتماد على بطاقات ائتمان المؤسسين وجمع مبالغ صغيرة من رأس المال المخاطر وعادة ما تكون أقل من مليون دولار، يساعد هذا النوع من المؤسسات الناشئة ومستثمريها أن يتم الاستحواذ عليها مقابل 5 إلى 50 مليون دولار، يتم شراؤها من قبل الشركات الكبرى في كثير من الأحيان لاكتساب المواهب بقدر الأعمال التجارية نفسها، فبالرغم من أنها ولدت ولديها الطموح في تحقيق أرباح كبيرة كمثيالاتها من المؤسسات الناشئة، ولكن خلال مسار نموها ينتهي الأمر ببيعها لعمالقة التكنولوجيا، مثالها الانستغرام الذي تم شراؤه من قبل شركة الفاسبوك مقابل مليار دولار سنة 2012؛ يختار العديد من رواد الأعمال إدارة الأعمال بهذه الطريقة لأنهم يجدون أن سعر تطوير المنتجات والتسويق لها قد انخفض بشكل كبير خلال العقود الماضية مع توفر الاتصال بالإنترنت والهواتف الذكية والحوسبة الأمر الذي يمكّن الجميع من ابتكار شيء ما.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

6. المؤسسات الناشئة الاجتماعية: هي مؤسسات ذات طابع اجتماعي يتم إنشاؤها بغرض إحداث فرق في المجتمع المحلي والدولي، توفر هذه المشاريع الريادية حلولاً مبتكرة لمجموعة متنوعة من المشاكل في مجالات مثل الزراعة والرعاية الصحية والبيئة بدلاً من الأرباح، فعلى العكس من الأنواع الأخرى للمؤسسات الناشئة هدفها هو تحسين جودة الحياة وليس الحصول على حصة سوقية أو خلق ثروة للمؤسسين، مثالها code.org وهي مؤسسة غير ربحية تشجع طلاب المدارس في الولايات المتحدة الأمريكية على اكتساب المهارات الالكترونية، وتوفر تنمية العملاء¹* لهذا النوع من المؤسسات بطاقة أداء لتقييم قابلية التوسع والعائد من التبرعات أو الاستثمار ومقاييس النمو، فبالرغم من أنهم لا يسعون بشكل أساسي لتحقيق أرباح مالية إلا أن ذلك لا ينفى حقيقة حصولهم على بعض منها ولكن ضمن مستويات معينة، فكل نوع من أنواع المؤسسات الناشئة لديه روح المبادرة والابتكار ويحسن كل منها فرصه في إيجاد الطريق الصحيح للنجاح من خلال استخدام نموذج الأعمال الذي يدر أرباحاً متناسباً وأهداف المؤسسة المسطرة.

جدول رقم (2.1): أمثلة عن أنواع المؤسسات الناشئة

| المؤسسة الناشئة | في أسلوب الحياة | الصغيرة العاملة من أجل كسب قوت العيش | القابلة للتوسع والتطوير | القابلة للشراء | الاجتماعية | الكبيرة |
|-----------------|---|---|---|---|---|---|
| مثالها | Tim Ferris | BuzzSumo | Facebook | Divshot | Arborea | Sidewalk labs |
| |  |  |  |  |  |  |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على معطيات محرك البحث Google.

هناك ما لا يقل عن ستة أنواع من المؤسسات الناشئة والتي تم عرض مميزات وأوجه الاختلاف بينها، فبالرغم من كون جميعها توفر فرصاً للنمو إلى أن الأمر يبقى متروكاً لرائد الأعمال للمفاضلة بينها وتبني ما يتناسب وأهدافه.

* تنمية العملاء: إطار عمل يهدف إلى اكتشاف السوق المناسب للمنتج والتحقق من حجمه ثم بناء المواصفات المناسبة للمنتج لتلبية احتياجات حقيقية لدى العميل.

المبحث الثاني: أهمية وواقع المؤسسات الناشئة في الاقتصاديات المعاصرة.

جذبت الوعود بالوظائف والابتكار وخلق الثروة من خلال المؤسسات الناشئة انتباه صانعي السياسات وأصحاب المصالح، مما أدى إلى ارتفاع مشهد المؤسسات الناشئة كل سنة عن سابقتها، فهذا الاتجاه يعكس الرغبة المتزايدة من قبل الدول في دعم هذه المؤسسات سعياً لتعزيز فرص النمو الاقتصادي، ومع ذلك يبقى ارتفاع معدلات الفشل بها رغماً عن الأهمية التي تكتسبها أمراً يستوجب الاهتمام لفهم هذا الاختلال بهدف ضمان استدامتها.

المطلب الأول: أهمية المؤسسات الناشئة في الاقتصاديات المعاصرة.

1. المؤسسات الناشئة كأداة لخلق الوظائف:

لا تشكل المؤسسات الناشئة سوى جزء صغير من إجمالي عدد الشركات، علاوة على ذلك فإن إجمالي العمالة بسبب المؤسسات الناشئة صغير أيضاً أقل من 5% من العمالة، ومع ذلك فإن مساهمتها في نمو العمالة الكلي كبير: الشركات الناشئة وحدها مسؤولة عن أكثر من 21% و52% من إجمالي فرص العمل في كل من هولندا والسويد على التوالي¹، نتيجة لذلك غالباً ما يشار إلى المؤسسات الناشئة باسم محرك النمو الاقتصادي.

تظهر الأبحاث أن الشركات الناشئة هي المحرك الأساسي لخلق الوظائف في الاقتصاد الأمريكي حيث مثلت تقريباً جميع الوظائف الجديدة الصافية سنة 2010، وفقاً لباحثي مؤسسة Dan Kauffman وLiten Robert وStangler، لكون هناك نمو صافي للوظائف في الاقتصاد الأمريكي بدون التدفق المستمر من المؤسسات الناشئة²، حيث تخلق هذه الأخيرة ما يعادل 3 مليون وظيفة جديدة سنوياً، في حين أن جميع المؤسسات الأخرى سواء حديثة النشأة أو القائمة هي مدمرات صافية للوظائف حيث تفقد ما يقارب مليون وظيفة سنوياً؛ كما هو الحال في أي شركة أخرى يمكن أن تؤدي المؤسسات الناشئة إلى تدمير الوظائف أيضاً في حالة الفشل، خاصة وأنها معرضة لخطر أكبر من الشركات التقليدية بسبب عدم اليقين والمخاطرة، ومع ذلك فإن صافي الوظائف التي أنشأتها المؤسسات الناشئة قادر على تعويض تدمير الوظائف الناتج عن بعضها، وتعتبر أنماط نمو الوظائف في المؤسسات الناشئة والشركات القائمة

¹- Ufuk Akcigit and William R. Kerr, "Growth through Heterogeneous Innovations," Journal of Political Economy, vol126, no. 4, 2018. <https://doi.org/10.1086/697901>.

²- Dane Stangler and Paul Kedrosky, "Neutralism and Entrepreneurship: The Structural Dynamics of Startups, Young Firms, and Job Creation," SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY, 2010), P9, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1657167>.

مسايرة للتقلبات الدورية على الرغم من أن الشركات القائمة لديها تباين دوري أكبر بكثير¹، ونستنتج مما سبق إirاده أن المؤسسات الناشئة تتيح وظائف أكثر من مثيلاتها من الشركات الكبرى في نفس القطاع.

2. تعزيز الابتكار:

بالنظر إلى الإحصاءات التي تُظهر أن هناك أكثر من 100 مليون مؤسسة ناشئة يتم تأسيسها سنويا؛ وتحتاج المؤسسات الناشئة إلى الابتكار من أجل البقاء على قيد الحياة في ظل المنافسة الهائلة التي تواجهها، فالابتكار هو "القوة الدافعة الرئيسية وراء التنمية الاقتصادية وزيادة الإنتاجية في مجتمع قائم على المعرفة" وتعتبر المؤسسات الناشئة النوع الأنسب لتنفيذ الابتكار فعلى الرغم من أن الشركات القائمة لها مزايا هيكلية وإدارية على المؤسسات الناشئة ، إلا أن هذه المزايا نفسها قد تصبح عيوباً عندما يتعلق الأمر بالابتكار فعادة ما تتنافى الابتكارات مع الهياكل التنظيمية والعمليات الإدارية الخاصة بها، ينبع هذا من عمليات اتخاذ القرار التي تتعامل مع الخيارات بشكل أكثر إيجابية عندما تتناسب مع الإطار الزمني وملفات تعريف المخاطر التي تميز الأعمال الجارية².

هذه العوامل تبطئ عملية الابتكار في الشركات القائمة، كما تفتح نافذة في الوقت المناسب لرواد الأعمال لبدء وتنمية شركات جديدة، ويتمثل التحدي الذي يواجهونه في المضي قدماً بسرعة كافية لتحقيق كفاءات الحجم والتشغيل التي ستجعل المؤسسة الناشئة قابلة للاستمرار وقادرة على المنافسة عند إغلاق هذه النافذة الزمنية³.

كما يصاحب هذا التحول تعقيد العمليات الهيكلية والتجارية، الأمر الذي يستدعي استبدال رائد الأعمال بمديرين أكثر خبرة، فرائد الأعمال القادر على إدارة شركة لديها عشرون موظفاً غير قادر على إدارة تلك الشركة عندما يكون لديها ألفي موظف، فكلما نمت الشركة بشكل أسرع من عشرين إلى ألفي زاد احتمال تعاقب القيادة.

¹- Tim J. Kane, "The Importance of Startups in Job Creation and Job Destruction," SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY: Social Science Research Network, July 1, 2010),P6, <https://doi.org/10.2139/ssrn.1646934>.

²- Melisa Uka, "Startups through the Lens of Marketing: The Importance of Branding for Startups and Brand Awareness" (thesis submitted for degree of Doctor of Philosophy, New York, NY, Rochester Institute of Technology, 2020), P8.

³- John Freeman and Jerome S. Engel, "Models of Innovation: Startups and Mature Corporations," California Management Review, vol 50, no. 1, 2007A, P 94-119.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

وفي الأخير تتضمن عمليات النمو هذه انتقالا في الشركة نفسها، فنجاح هذه المؤسسات يحولها تلقائيا إلى شركات كبرى، وهو ما يسلب المؤسسة الناشئة الخصائص التي سمحت لها بالابتكار واغتنام الفرص الناتجة عنه.

3. سد فجوة السوق:

يخلق كل من عدم اليقين وعدم التوازن في السوق مساحة لرواد الأعمال ومؤسساتهم الناشئة، ذلك كونهم قادرين على سد هذه الفجوات من خلال حلولهم المبتكرة فهم يرون في عدم التوازن فرصة لهم، ومع ذلك يجب أن تتمتع هذه المؤسسات بمستوى معين من المعرفة بالسوق من أجل تحديد الفجوة وموارد كافية متاحة لسدها؛ كما يمكن أن يواجهوا مشاكل من حيث عدم كفاية الطاقة الإنتاجية أو القوى العاملة، أو عدم كفاية الموارد المالية لتلبية الطلب وسد هذه الفجوة¹، كما تجدر الإشارة أن الشركات القائمة في هذه الحالة تفضل الاستثمار في المشاريع الصغيرة ذات النطاقات المحدودة لسهولة التحكم في المخاطر المرتبطة بها، والتنبيؤ بعوائدها، فعالبا ما يكون لهذه الشركات ميزانية محدودة توجه للإنفاق على الابتكار والتكنولوجيا²، مقابل هذا تصنف المؤسسات الناشئة ضمن المؤسسات الأعلى مخاطرة وعرضة للإفلاس وبالتالي ابتعادهم عن الاستثمار في هذا النوع من المؤسسات ذات التقنيات المتقدمة المحفوفة بالمخاطر يؤدي إلى زيادة احتمال فشلها في حين أن الاستثمار بها قد يؤدي إلى اكتساحها السوق.

المطلب الثاني: أسباب التوجه إلى المؤسسات الناشئة.

1. أسباب توجه رواد الأعمال إلى المؤسسات الناشئة:

هناك العديد من العوامل التي دفعت برواد الأعمال للتوجه إلى المؤسسات الناشئة³:

- الإبداع والابتكار: تعتبر المؤسسات الناشئة بيئة مثالية للأفراد الذين يتمتعون بروح الابتكار والإبداع، حيث يمكن للأفكار الجديدة والحلول المبتكرة أن تجد في هذه المؤسسات فرصة لتطوير والتنفيذ.

¹- Liyis Gómez, "The Process and Problems of Business Start-Ups," Pensamiento & Gestión, no. 22 (2007), P253.

²- Peter Cohan, "Why Start-Ups Matter," Forbes, 2011,

<https://www.forbes.com/sites/petercohan/2011/06/27/why-start-ups-matter/> Visited 21/05/2022 at 22:24

³- ChatGPT, Web access, <http://chat.openai.com> , Visited 03 /05/2023 at 8:23 am

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

- الحرية والمرونة: في المؤسسات الناشئة يكون للمؤسسين حرية كبيرة في اتخاذ القرارات وتشكيل المؤسسة وفقا لرؤيتهم الشخصية، كما يمكنهم التكيف بسرعة مع التغيرات والتحولت في السوق واتخاذ الإجراءات المناسبة بدون الحاجة لموافقة طبقات إدارية متعددة.
- فرص النمو والعائد المالي: على الرغم من أن المؤسسات الناشئة تتحمل أخطار عالية إلا أنها توفر فرص كبيرة للنمو والعائد المالي، فنجاح هذا النوع من المؤسسات في تطوير منتج أو خدمة فريدة تلبى احتياجات السوق يوفر لها إمكانية كبيرة لتحقيق أرباح هائلة.
- العمل في بيئة ملهمة: ينجذب الكثير من الأشخاص للعمل في المؤسسات الناشئة بسبب البيئة الملهمة والديناميكية التي تتميز بها، فيكون هناك تفاعل وتعاون وثيق بين أفراد الفريق وهذا ما يمكنهم من تعلم مهارات جديدة وتوسيع شبكاتهم الاجتماعية والمهنية.

2. أسباب توجه الدول إلى المؤسسات الناشئة:

تختلف أسباب توجه الدول إلى المؤسسات الناشئة من دولة إلى أخرى وذلك حسب الاحتياجات والأهداف الوطنية لكل دولة، سنحاول من خلال هذا الجزء التعرف على أسباب توجه مجموعة من الدول إلى المؤسسات الناشئة وهي:(الجزائر، الأردن، البرازيل).

1.2. أسباب توجه الجزائر إلى المؤسسات الناشئة:

يعد موضوع المؤسسات الناشئة من أكثر المواضيع التي تم التركيز على أهميتها في بيئة الأعمال الجزائرية مؤخرًا، خاصة وأن الجزائر تأخرت قليلا في إطلاق هذا النوع من المشاريع نتاج التأخر التكنولوجي الذي يمس مختلف القطاعات بها، بالإضافة إلى ضعف الإنفاق الحكومي المخصص للبحث العلمي والتطوير الذي لم يتجاوز 7% من إجمالي الناتج المحلي سنة 2015؛ وبالنسبة للجزائر وبالرغم من وجود بعض المبادرات المحدودة في إنشاء المؤسسات الناشئة لأنه ولحد الآن لا توجد تجربة رائدة، إذ أنّ معظم المؤسسات الناشئة بالدولة تنشط في مجال التسويق الإلكتروني، كما أنها مجرد محاكاة لتجارب سابقة في العالم مثالها شركة واد كنيس موقع إلكتروني مخصص للإعلانات تم إطلاقه سنة 2006 عبارة عن استنساخ لفكرة تم تطبيقها في فرنسا مسبقا (Leboncoin)¹.

حيث سعت الحكومة الجزائرية إلى تشجيع التوجه نحو اقتصاد معرفة وإنشاء المؤسسات الناشئة في الجزائر من خلال اتخاذ العديد من الإجراءات لدعم وتشجيع إنشاء المؤسسات الناشئة مثالها صندوق

¹ - فاطمة عيساوي، محمد الهزام، "مدى مساهمة حاضنات الاعمال في دعم المؤسسات الناشئة في الجزائر"، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد 7، العدد 3، الجزائر، 2021، ص 58-59.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

الاستثمار المخصص لتمويل ودعم المؤسسات الناشئة، ويعكس لجوء الحكومة الجزائرية إلى إطلاق هذا الأخير رغبتها في تأسيس نظام اقتصادي مبني على المعرفة مولد للثروة وفرص العمل حيث يتجاوز "اقتصاد الريع" المرتبط بالنفط، الذي أوصل البلاد إلى حافة الانهيار، إضافة لسعيها إلى تمكين الشباب أصحاب المشاريع من تفادي التمويل البنكي وما ينجم عنه من ثقل بيروقراطي وعراقيل إدارية، كما شدد رئيس البلاد على ضرورة دعم المؤسسات الناشئة بكل الإمكانيات المادية والبشرية لتكون قاطرة النموذج الاقتصادي المنشود، مضيفاً أن الحكومة ستتكفل بتمويل هذه المؤسسات بغض النظر عن نتائجها إيجابية أو سلبية كانت¹.

2.2. أسباب توجه الأردن إلى المؤسسات الناشئة:

جذبت الوعود بالوظائف والنمو والابتكار من خلال المؤسسات الناشئة العاملة في مجال التكنولوجيا انتباه صانعي السياسات وأصحاب المصلحة في جميع أنحاء العالم، ينطبق هذا أيضاً على الأردن فنجاح المشاريع المحلية مثل مشروع Maktoub سلط الضوء على إمكانية تبني المؤسسات الناشئة العاملة في مجال التكنولوجيا من قبل المملكة خاصة وأنها تسعى لاعتماد خطة إصلاح بهدف تطوير زيادة الأعمال الرقمية وذلك كون أنها مؤمنة بفكرة أن التكنولوجيا يمكن أن تكون مصدراً للابتكار خصوصاً بالنسبة للبلدان النامية التي تمتلك سوق محلي صغيرة مثل الأردن، وفي الوقت عينه مطلعة بشكل جيد على التكنولوجيا الحديثة، كما يمكن أن تكون بمثابة عامل تمكين لزيادة الكفاءة والوصول إلى الأسواق والنمو السريع باستثمارات قليلة نسبياً، الأمر الذي جعل من رعاية المؤسسات الناشئة محلية المنشأ ضرورة لإظهار إمكانياتها، خصوصاً مع فشل النمو الاقتصادي في الأردن في خلق فرص العمل الكافية لأولئك الذين يدخلون سوق العمل².

3.2. أسباب توجه البرازيل إلى المؤسسات الناشئة:

طبقت الشركات الكبيرة والصغيرة ممارسات مختلفة للحفاظ على قدرتها التنافسية في الأسواق أبرزها عملية التجديد من خلال الأنشطة المبتكرة، وهي العملية التي تمكنها من مجابهة مثيلاتها في القطاع بل وحتى التفوق عليها وذلك نتيجة قدرتها على إطلاق منتجات وخدمات جديدة والحصول على تحسينات في كل من الإنتاجية والربح؛ بالنظر إلى أن تطوير المنتجات والعمليات المبتكرة يعد ميزة للمؤسسات الصغيرة

¹-علي يحيى، عربية Independent، "اهتمام جزائري بالمؤسسات الناشئة رغبة في نظام اقتصادي جديد"، 2020،

[/https://www.independentarabia.com](https://www.independentarabia.com) ، تاريخ الاطلاع: 27 / 10 / 2021

²-تقرير الوكالة الألمانية للتعاون الدولي GIZ، مرجع سبق ذكره، ص7.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

فهي تحظى بأولوية إطلاق المنتجات المبتكرة، يمكن أن يكون تعزيز إنشاء وتطوير الشركات القائمة على التكنولوجيا والمؤسسات الناشئة بديلاً للهيكل الإنتاجي الذي يكافح من أجل تطوير الابتكار¹.

في البلدان الناشئة مثل البرازيل طورت الشركات القائمة سنة 2013 حوالي 5.7% منتجاً مبتكراً على المستوى الوطني فقط، وهذا يكون تحفيز إنشاء مؤسسات ناشئة عالية التقنية أحد البدائل الرئيسية لتعزيز التنمية الاجتماعية والاقتصادية في البلاد خاصة في ظل الأزمة الاقتصادية التي تواجهها البرازيل، قد يكون النقاش حول ريادة الأعمال وإنشاء المؤسسات الناشئة بديلاً جيداً للتعامل مع معدلات البطالة المرتفعة خصوصاً في ظل الدور الفعال الذي تلعبه المشاريع الصغيرة ومتناهية الصغر في النمو الاقتصادي، فوفقاً لتقرير GEM (2016)، 55.5% من السكان البرازيليين يفكرون في إنشاء مؤسسة جديدة في منطقة سكنهم، هذه النسبة أعلى عند مقارنتها بالولايات المتحدة والمكسيك، في هذا السياق من المهم تشجيع إنشاء مؤسسات ناشئة، ومناقشة أفضل الممارسات الإدارية للحفاظ على تطورها في البلاد².

من خلال تحليل أسباب توجه كل من رواد الأعمال والدول للمؤسسات الناشئة يتبين لنا أهمية تعزيز إنشاء هذا النوع من المؤسسات، واستخدام المعرفة المتاحة من قبلها بشكل فعال لصياغة وتنفيذ استراتيجيات التنمية في الدول.

المطلب الثالث: عوامل نجاح وفشل المؤسسات الناشئة.

يعتمد نجاح أو فشل المؤسسات الناشئة على مدى قدرتها على الموازنة بين المتغيرات الداخلية والخارجية المؤثرة عليها، والتي تتسم بدرجة كبيرة من التقلب وعدم اليقين في غالبية الأحيان.

كشف التقرير الصادر عن منصة Startup Science أن السبب الرئيسي وراء فشل المؤسسات الناشئة هو تقدم أبعادها الداخلية على أبعادها الخارجية "التوسع المبكر"، كما أشارت إلى أن فشل أو نجاح المؤسسة الناشئة نادراً ما يكون نتيجة تأثير عامل واحد فقط من العوامل التي سنتناولها بالتفصيل فيما يلي:

1. العوامل الداخلية: هي مجموعة العناصر الرئيسية التي تؤثر في سلسلة القيمة* وقدرات المؤسسة الناشئة:

¹ -Clayton M. Christensen, "The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail, (Harvard Business Review Press, 2013), P45.

² -Gustavo Dalmarco et al., "The Use of Knowledge Management Practices by Brazilian Startup Companies," RAI Revista de Administração e Inovação, Vol 14, no 3, 2017, P227.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

1.1. نموذج العمل: كما ذكرنا سابقا فإن نموذج العمل هو تمثيل للطريقة التي تخلق بها المؤسسة قيمة لعملائها، حيث لا ينبغي اعتبار نموذج العمل تمثيلا نهائيا وثابتا للمؤسسة الناشئة فهو نموذج مؤقت يجب تقييمه وتحسينه باستمرار بناء على التعليقات الواردة من السوق وبالتالي نادرا ما يكون نموذج العمل الصحيح واضحا في وقت مبكر في الصناعات الناشئة وهو ما يعرض المؤسسة الناشئة لخطر الفشل في حالات عدة:¹

- عدم ملائمة السوق Product-Market Fit: أي عدم وجود علاقة بين شرائح العملاء والقيمة المقدمة يؤدي إلى حتمية فشل المؤسسة الناشئة.
 - فقدان الرؤية الأصلية: تحدث هذه الحالة عندما يركز مؤسسو المشروع بشكل كبير على المنتج وتطويره التقني وتحسينه، فينتهي بهم الأمر بفقدان رؤيتهم الأولية وتوجههم نحو شريحة جديدة من العملاء، عادة ما يتم إدراك هذا الانحراف تزامنا مع اقتراحهم من الفشل.
 - عدم القدرة على تنمية العملاء: يشكل العملاء قلب أي نموذج عمل، وتتميز كل شريحة من العملاء باحتياجات محددة بناء عليه من المهم تحديد الشرائح المختلفة بعناية واتخاذ قرار واع بشأن تلك التي يجب خدمتها، فوجود خدمة أو منتج جيد موجه للشريحة الخطأ من شأنه أن يؤدي إلى فشل المؤسسة الناشئة.
 - التسويق السيئ: تشير هذه الحالة إلى الحملات التسويقية التي لم يتم تصورها أو تنفيذها بشكل صحيح.
 - الجذب التجاري: يقصد به تطور نشاط المؤسسة الناشئة والحركة التي تكتسبها بنمو أعمالها، عدم وجود قوة جذب كافية يعني أن المؤسسة الناشئة غير قادرة تحقيق معدلات النمو المطلوبة، وبالتالي تفقد كل من الميزة التنافسية واهتمام المستثمرين وأصحاب المصلحة.
- 2.1. التوقيت: خلصت دراسة Bill Gross التي أجراها على حوالي 200 مؤسسة ناشئة، إلا أن أهم عامل لنجاح أو فشل المؤسسات الناشئة هو التوقيت، حيث استحوذ على نسبة 42% وذلك مقارنة بكل من الفكرة، فريق ونموذج العمل والتمويل، ويتعلق عامل التوقيت باللحظة التي تقرر فيها المؤسسة الناشئة دخول السوق والتي عادة ما تكون وفق الترتيب الآتي:²

*سلسلة القيمة: عمليات أو أنشطة داخلية ترتبط بتصميم، إنتاج وتسويق وتوصيل المنتج (M. Prter).

1- Vidya V. Sharma, "A Study on Strategic Factors That Contribute to the Failure of Startups," Sustainable Management, Vol 10, No 7, 2018, P6.

2- Bill Gross, "The Single Biggest Reason Why Start-Ups Succeed", TED Talk, 2015, accessed 22/06/2022, https://www.ted.com/talks/bill_gross_the_single_biggest_reason_why_start_ups_succeed.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

- قبل الميعاد: الفكرة جاءت قبل ميعادها والسوق ليس متهيئا لها بعد أي ليس هناك طلب على الخدمة أو المنتج في الوقت الراهن.
 - مبكرة: تكون الخدمة أو المنتج في هذه الحالة متفردان مع جاهزية العميل لاستهلاك المنتج أو الاستفادة من الخدمة، كل ما يتبقى على عاتق المؤسسة هو تعريف السوق عليهما.
 - متأخرة: هناك تشبع في السوق ولا يوجد مجال للمنافسة.
- إن الانتظار لفترة طويلة لإطلاق المؤسسة الناشئة في السوق ليس في مصلحة رائد الأعمال بصرف ذلك القفز إلى دوامة ريادة الأعمال في التوقيت غير المناسب من شأنه قتل الحماس وتدمير الأعمال، وعليه فتحديد توقيت دخول السوق جد مهم بالنسبة للمؤسسات الناشئة فعلى الرغم من أن رواد الأعمال الأوائل يمكن أن يكون لهم مزايا في السوق إلا أن ما يأتي بعدهم من مؤسسات يمكنه الاستفادة من أخطائهم وأبرز مثال عن ذلك شركة Youtube التي تعلمت من أخطاء شركة Z.Com فتوقيت دخول هذه الأخيرة للسوق سنة 1999 لم يكن ملائما حيث أنه وفي هذه الفترة كان من الصعب مشاهدة فيديو عبر الأنترنت وذلك بسبب تعقيد عملية الترميز على المتصفح مما نجم عنه فشلها سنة 2003 كون أنها شركة ترفيهية تعنى بمشاركة مقاطع فيديوهات عبر الأنترنت، بعد عامين من ذلك حلت مشكلة الترميز من قبل Adobe Flash Player مما سهل عملية مشاهدة محتوى الفيديو عبر الأنترنت لتقرر اليوتيوب حينها دخول السوق برغم عدم امتلاكها لنموذج عمل أو الاستثمار الكافي إلا أنها استطاعت اختراق السوق وتحقيق نجاحات هائلة¹.

3.1. الفريق: يشار إليه غالبا باسم فريق ريادة الأعمال، ويعرف على أنه "مجموعة رواد الأعمال المسؤولين بشكل رئيسي عن اتخاذ القرارات الاستراتيجية والعمليات الجارية للمشروع"، من الناحية المثالية يجب على جميع أعضاء الفريق المساهمة في تطوير المؤسسة الناشئة وتنفيذ العمليات، على وجه التحديد يتولى أعضاء الفريق مهمة وضع المبادئ التوجيهية والاستراتيجية لنموذج العمل ويسعون لتحقيق رؤية المؤسسة الناشئة وجذب الاستثمار، وعليه يشترط امتلاكها لرأس مال بشري ذو مهارات فردية، ويشمل مصطلح المهارات السمات والمعرفة والخبرات والقدرات السابقة المرتبطة بالاستراتيجية والأداء².

¹- Christoph Kotsch, " Which Factors Determine the Success or Failure of Startup Companies? A Startup Ecosystem Analysis of Hungary Germany and the US," Druck, Herstellung Anchor Academic Publishing, Germany,2017, P20.

² -Anna K. Lopez Hernandez, Anabel Fernandez-Mesa, and Monica Edwards-Schachter, "Team Collaboration Capabilities as a Factor in Startup Success," Journal of Technology Management & Innovation, Vol13, no 4,2018, P18.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

عادة ما يعتمد التمييز بين الفريق الناجح وغير الناجح على مؤشر "الأداء"، فمن المفترض أن تعمل الفرق الناجحة من حيث الأداء بطريقة إيجابية ومع ذلك فإن الفريق الناجح ليس بالضرورة فريقا جيدا من جميع النواحي يمكن أن يشوب النجاح الموضوعي تعاون فاشل يؤدي إلى فشل الفرق وذلك بسبب التأثيرات الخارجية أو الأخطاء المهنية؛ يكمن الأداء الجيد للفريق في التفاعل والتكامل بين أعضائه الأمر الذي يسمح بالمزج بين مختلف المهارات ويساعد في التكيف مع التغيرات والمرونة التنظيمية. يعمل أعضاء الفرق الناجحة على تحقيق الأهداف المشتركة ويتواصلون بدقة مع بعضهم البعض لتحديد الأدوار ومسارات المعلومات ويتبعون القواعد المحددة ويخلقون مناخا ملائما للفريق من خلال الدعم المتبادل والتحفيزي، يحدد قائد الفريق اتجاه الأعضاء ولكنه يوفر الحرية الفردية في الوقت عينه، في النهاية يتم إنشاء نموذج عقلي مشترك أثناء العمل الجماعي يحتوي على معرفة مشتركة حول المؤسسة الناشئة، أهدافها، وتوقع الوضع المستقبلي لها¹.

2. العوامل الخارجية: هي الجوانب التي تؤثر على عمل المؤسسات الناشئة من خلال البيئة الخارجية التي لا تملك هذه الأخيرة سيطرة مباشرة عليها، وهي كالاتي:

1.2. النظام البيئي للمؤسسات الناشئة: هو مجموعة الموارد التي تحتاجها هذه المؤسسات في عملية زيادة الأعمال، موزعة على نطاق واسع بين الوكلاء داخل نظامهم البيئي، حيث يعد التفاعل بينهم ضروري للوصول إلى الموارد المالية والتكنولوجية والبشرية التي من شأنها التخفيف من العقبات التي تواجه المؤسسات الناشئة بصورة مباشرة أو غير مباشرة، يعد النظام البيئي للمؤسسات الناشئة نظام معقد بسبب طبيعته غير المتجانسة، وديناميكي متكيف بناء على تغير وتطور الأفراد والمؤسسات المكونة له² والمتمثلة فيما يلي:³

• التكنولوجيا Technology: توفر التكنولوجيا طرقا مبتكرة وحلولا سريعة للمؤسسات الناشئة التي تهتم بتطوير منتجاتها ومجاهاة تحديات السوق، تتأثر التكنولوجيا بمجموعة من العوامل المحيطة وهي:

¹ -Claas Triebel et al., "Failure in Startup Companies: Why Failure Is a Part of Founding," in Strategies in Failure Management: Scientific Insights, Case Studies and Tools, ed. Sebastian Kunert, Management for Professionals, Cham: Springer International Publishing, 2018, PP 69-76. https://doi.org/10.1007/978-3-319-72757-8_9.

² -Daniel Cukier and Fabio Kon, "A Maturity Model for Software Startup Ecosystems," Journal of Innovation and Entrepreneurship, Vol 7, no. 1, 2018, P30. <https://doi.org/10.1186/s13731-018-0091-6>.

³ - ياسمينه مخناش، جمال الدين خاسف، "النظم البيئية المبتكرة للمؤسسات الناشئة: تسليط الضوء على مساعي الجزائر لبناء نظام بيئي خاص بالمؤسسات الناشئة (2003-2020)", مجلة اقتصاديات الاعمال والتجارة، المجلد6، العدد2، الجزائر، 2021، ص ص 33-35.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

- المنطقة الجغرافية: بناء على التكنولوجيا المستخدمة بشكل متكرر في المنطقة يتم تطوير أفكار المنتجات الخاصة بالمؤسسات الناشئة مما يكسبها ميزة تنافسية، حيث ترتبط التكنولوجيا بالمنطقة الجغرافية التي تتواجد فيها هذه المؤسسات مثال ذلك منطقة إسطنبول التي يفضل قاطنوها استخدام الدفع الإلكتروني الأمر الذي جعل من قطاع التجارة الإلكترونية قطاعا استراتيجيا بها.
- الشركات الكبرى: تؤثر الشركات الكبرى على تنظيم ونمو المؤسسات الناشئة في مراحلها الأولى، بالإضافة إلى اهتمامها بالاستثمار فيها، على سبيل المثال تقدم شركة التكنولوجيا الكبرى IBM أدوات الدعم والحلول للمؤسسات الناشئة في أرمينيا بهدف تسهيل وتوضيح أساليب عملها، وضمان نجاحها.
- الأسواق: يعتمد نمو المؤسسات الناشئة على عدد المستخدمين الحاليين والمحتملين لمنتجاتها، في حين تعتمد استمراريتهما على فهم وتلبية احتياجات السوق المستهدفة سواء محلية أو عالمية كانت وتحدد المؤسسة الناشئة نوع السوق المستهدفة استنادا إلى عوامل متعددة أبرزها حجم السوق المحلية.
- الجامعات: تلعب الجامعات ذات الجودة العالية في جميع أنحاء العالم دورا حاسما في تطوير النظم البيئية للمؤسسات الناشئة في محيطها، على سبيل المثال مساهمة جامعة Stanford في تطوير النظام البيئي Silicon Valley، وبالمثل تعمل جامعة جنوب المحيط الهادي في Sao paulo كمحور لكثير من أنشطة زيادة الأعمال ولديها العديد من المبادرات في الحرم الجامعي منها الدورات التدريبية، الحاضنات، المجموعات الطلابية لريادة الأعمال.
- رأس المال البشري: يمثل رأس المال البشري مجموعة المهارات والخبرات التي تخلق القدرة على أداء المهام بطريقة مبتكرة واتخاذ القرارات الرشيدة ومواجهة المخاطر، الأمر الذي جعل منه محركا رئيسيا لنجاح المؤسسات الناشئة تبعا لذلك انتهجت الدول سياسات تنموية تهدف لبناء رأس مال بشري يساهم في تعزيز اقتصاداتها بصفة عامة وتوسيع نطاق المؤسسات الناشئة بها بصفة خاصة.
- العوامل الداعمة: تتكون من مجموعة من المنظمات والمؤسسات التي توفر الدعم اللازم لرواد الأعمال لإدارة أعمالهم وزيادة احتمالية نجاحها، تشمل ما يلي:
- حاضنات الأعمال Incubators: تعمل كمؤسسات حاضنة للأعمال التجارية الجديدة وتهدف إلى دعم إنشائها ونموها من خلال توفير موارد ملموسة مثل المعدات والمساحات المشتركة والخدمات الإدارية، وغير ملموسة مثل المعرفة والولوج إلى شبكات الاتصال.
- مساحات العمل المشتركة Co-working spaces: مكان مصمم لاستضافة مجموعة متنوعة من الأفراد ذوي خلفيات غير متجانسة وينتمون إلى نفس بيئة العمل (رواد الأعمال، المستثمرين، المؤسسات والحاضنات) توفر هذه المساحات بيئة مناسبة لتبادل الأفكار ونقل الخبرات بين المشاركين.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

- الحكومة Government: تحتل النظم البيئية للمؤسسات الناشئة المدعومة من قبل الحكومة المراتب الأولى في قائمة الأنظمة البيئية الأكثر نجاعة في العالم، حيث تساهم الحكومات في تفعيل أدوار الجهات الرئيسية في النظام البيئي للمؤسسات الناشئة من خلال إتاحة الوصول المتكافئ للمعلومات، وتطوير ثقافة ريادة الأعمال وبناء المؤسسات الناشئة في المنطقة من خلال إزالة مخاطر وتحديات ريادة الأعمال وذلك بتوفير مخططات تمويل متنوعة وتخفيض الضرائب وتوفير البنية التحتية اللازمة لإنشاء المؤسسات الناشئة.
- الإطار القانوني Legal framework: يتألف من أربع عناصر أساسية: قانون العمل، قانون الضرائب، حقوق ملكية ومستوى البيروقراطية في المنطقة، بشكل عام يمكن للإطار القانوني أن يساهم في نجاح المؤسسات الناشئة من خلال منح الحوافز الضريبية، وتبني سياسات ملائمة لتطوير البنية التحتية الأساسية، وحماية حقوق الملكية، وتبسيط الإجراءات الإدارية والتنظيمية.
- الديمغرافيا Demography: علم يهتم بدراسة خصائص السكان الكمية (الكثافة والتوزيع السكاني، النمو، الحجم وهيكل السكان)، والتنوع (التنمية، التعليم، الثروة والتغذية)، تشكل هذه الخصائص جزء كبيراً من النظام البيئي للمؤسسات الناشئة حيث أن التركيبة السكانية تؤثر على وتيرة النمو الاقتصادي، فوصول الأفراد إلى سن النشاط الاقتصادي يوسع من الإمكانيات الإنتاجية ويرفع الفرص الاستثمارية ويزيد من إمكانية خلق وتنمية المؤسسات الناشئة بالدول.
- التمويل Finance: يعتبر التمويل عامل أساسياً لنجاح ونمو المؤسسات الناشئة، فإذا كانت ظروف السوق والبيئة التنظيمية والبنية التحتية تحدد الفرص لرواد الأعمال فإن الوصول للتمويل يصبح ضرورة في ظل ارتفاع مستوى المخاطر في هذا النوع من المؤسسات، عادة ما تحتاج المؤسسات الناشئة إلى تمويل ضخم مما يدفع بها إلى تفضيل تقسيم المخاطر مع المستثمرين بدلاً من تحمل فوائد القروض، وهذا يعني الاعتماد على الاستثمار بدل الاقتراض من البنوك خاصة وأنها تفتقر إلى التدفق النقدي في المدى القصير.

2.2. المنافسة: تظهر المنافسة في السوق عندما تعرض مؤسستان أو أكثر خدمات ومنتجات متشابهة أو متماثلة، وفقاً لـ Kotler and Armstrong نجاح أي مؤسسة متوقف على مدى قدرتها على توفير القيمة والرضا للعملاء مقارنة بمنافسها¹.

إن المنافسة ليست عادة ما يقتل المؤسسات الناشئة خاصة الناشطة في مجال البرمجيات، فوفقاً للدراسة التي أجرتها منصة CB Insights احتلت المنافسة المرتبة الرابعة بنسبة 19% كمسبب لفشل المؤسسات الناشئة، ليمثل عدم حاجة السوق للمنتج أو الخدمة السبب الأكثر شيوعاً لفشل المؤسسات

¹- Gary Armstrong et al., Principles of Marketing (Pearson Australia, 2014), P549.

* الأصول التكميلية: الأصول اللازمة لدعم طرح وتسويق الابتكارات التقنية (الخبرة والمعرفة، القدرات التصنيعية، القنوات التوزيعية، الاستشارات).

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

الناشئة بنسبة 42% وعليه فإن المؤسسات الناشئة تفشل بسبب التدمير الذاتي بمعنى عدم قدرتها على تقييم البيئة التنافسية حيث يتعين عليها التنافس مع مؤسسات قائمة بالفعل تعمل على نفس الفكرة بشكل أكثر فعالية بسبب قدرتها للوصول إلى قنوات التوزيع، الموارد والأصول التكميلية*، وما يزيد الأمر حدة بالنسبة للمؤسسات الناشئة في مجال البرمجيات أنها تواجه ضغطا زمنيا شديدا من السوق بسبب المنافسة الشديدة كون أنها تعمل في سياق سريع التطور وغير مؤكد لذلك من المهم إجراء أبحاث عالية المستوى حول السوق والمنافسة ومعرفة العملاء من أجل بناء استراتيجية عمل تنافسية تناسب مع حجم المؤسسة الناشئة وموقعها الصناعي مقارنة بمنافسيها؛ من بين أبرز طرق تطوير الميزة التنافسية إجراء أبحاث السوق أي إجراء تحليل بناء على المعطيات التي تم جمعها حول المستهلكين والمنافسين وتطورات السوق¹.

تقع معظم المؤسسات الناشئة بين نقيضين الأول ممثل في عدم احتياج السوق والذي يكون مصاحبا لإطلاق منتج مبتكر وفريد، أما الثاني فيتمثل في حدة المنافسة في حال كان المنتج غير أصلي، وعليه وجب عليها القيام بأبحاث تخص السوق والمنافسين عالية المستوى قبل إطلاق المنتج في الأسواق تفاديا لكلتا المشكلتين.

¹- Oscar Lind and Charlotte Flodin, "Strategic Management: Which Factors Affect the Growth Journey of Software Startups?", Linköping University, Department of Management and Engineering, 2020, P 19-20.

المبحث الثالث: المنظومة المؤسسية لدعم ومرافقة المؤسسات الناشئة في الجزائر.

نظرا لأهمية المؤسسات الناشئة في الاقتصاديات المعاصرة، بدأت الكثير من المنظمات الحكومية مؤخرا في إيلاء اهتمام خاص للترابط بين النمو الاقتصادي والمؤسسات الناشئة، وقد تم تحديد نجاح المشاريع المبتكرة كأحد المحركات الرئيسية للازدهار الاقتصادي، وبالتالي يعتبر وسيلة معقولة لمساعدة الاقتصادات الناشئة على النمو والتغلب على التحديات الرئيسية التي يفرضها الفقر في البلدان النامية، في هذا السياق ظهرت مؤخرا بعض الممارسات الناجحة التي تعكس النهج الدولي للنهوض بزيادة الأعمال خاصة في الجزائر وخير مثال على ذلك استحداث وزارة تعنى باقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة والمؤسسات المصغرة، وتسخير جملة من الهياكل المخصصة التابعة لها للسهل على دعم وترقية المؤسسات الناشئة، والتي سنتعرف عليها من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: الهيئات الادارية لدعم وترقية المؤسسات الناشئة.

1. وزارة اقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة والمؤسسات المصغرة:

قامت الحكومة الجزائرية سنة 2020 باستحداث وزارتين منتدبتين لدى الوزير الأول أيمن بن عبد الرحمن، تمثلتا في الوزارة المنتدبة المكلفة بالمؤسسات المصغرة والوزارة المنتدبة المكلفة باقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة، عملت الوزارتين المنتدبتين في العامين الماضيين (2020، 2021) على إزالة العراقيل والإشكاليات التي من شأنها أن تعترض أصحاب المؤسسات الناشئة عن طريق محاربة البيروقراطية وحل إشكالية التجارة الإلكترونية، وحاولتا أن تربطا بين أصحاب المشاريع والجهات الفاعلة في ذات المجال عن طريق تنظيم لقاءات ومؤتمرات بغية تنمية شبكة العلاقات لدعم ريادة الأعمال بالمنطقة، ليتم دمجها نهاية سنة 2022 في وزارة واحدة كاملة الصلاحيات، حيث أعلن الناطق الرسمي باسم رئاسة الجمهورية في بيان بثه التلفزيون العمومي يوم 2022/09/08 عن تعديل وزاري جاء فيه تعيين الوزير المنتدب السابق المكلف باقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة وزيرا لاقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة والمؤسسات المصغرة¹.

¹ -مرم علواش، "وزارة للمؤسسات الناشئة والمتوسطة.. وصل للبيئة المقاولاتية"، جريدة المستثمر، 2022، <https://almostathmir.dz> / ، تاريخ الاطلاع: 12/12/2022

• مهام وزارة اقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة:

- حددت المادة الثانية والثالثة من المرسوم التنفيذي رقم 20-54 المؤرخ في 25/02/2020 المهام التي تتولى وزارة اقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة القيام بها كالتالي:¹
- تنفيذ سياسة الدولة والاستراتيجية الوطنية لترقية وتطوير المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الناشئة والحاضنات واقتصاد المعرفة، لاسيما الاقتصاد الرقمي.
 - تطوير البيئة التشريعية والتنظيمية اللازمة لمرافقة وتطوير المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الناشئة.
 - إعداد سياسة دعم الابتكار والبحث والتطوير في المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الناشئة بالتشاور مع القطاعات المعنية.
 - ترقية نقل التكنولوجيا واثمين منتجات البحث.
 - وضع هياكل الدعم تتكفل بحاملي المشاريع خاصة التكنولوجية.
 - توفير آليات التمويل الملائمة للمؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة لاسيما في مرحلة الانطلاق وتسهيل الوصول إليها.
 - خلق بيئة مشجعة للمؤسسات الصغيرة والمؤسسات الناشئة وتمكينها من المشاركة الفاعلة في تنمية الاقتصاد الوطني.

2. الإدارة المركزية التابعة لوزارة اقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة والمؤسسات الصغيرة:

الإدارة المركزية هي هيئة مساعدة تابعة لوزارة اقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة، تعمل تحت إشراف الوزارة المعنية وتهدف إلى تعزيز وتطوير المؤسسات الناشئة من خلال تخصيص مديرية موجهة مباشرة لهذا النوع من المؤسسات تسمى بمديرية المؤسسات الناشئة والتي تعنى بإعداد واقتراح تدابير دعم الابتكار والبحث والتطوير في ميدان المؤسسات الناشئة، وتسعى للتعريف بها واقتراح كل تدبير أو إجراء محفز على انشائها، وتحسين مكانتها في السوق لضمان ديمومتها²، تضم الهيئة مديرتين فرعيتين:³

¹ - المرسوم التنفيذي رقم: 20/54 المؤرخ في 25/02/2020، "المتضمن صلاحيات المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الناشئة واقتصاد المعرفة"، الجريدة الرسمية، العدد: 12 بتاريخ: 26/02/2020، ص 06-07.

² - المرجع نفسه، المادة 2، ص 9.

³ - محاضرة آمنة، "المؤسسات الناشئة في الجزائر - الإطار المفاهيمي والقانوني"، مجلة صوت القانون، المجلد 8، العدد 1، الجزائر، 2021، ص 786-787.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

- المديرية الفرعية لتطوير المؤسسات الناشئة: تسعى إلى دعم المؤسسات الناشئة من خلال توفير الدعم المالي والفني وتنفيذ استراتيجيات الترقية والتطوير الخاصة بها ومتابعتها بشكل فعال، كما تعمل على تسهيل عملية إنشاء وتعزيز روح الابتكار والريادة في الاقتصاد الجزائري من خلال اقتراح كل إجراء وتدبير يشجع على إنشاء المؤسسات الناشئة من جهة، وكل هيكل دعم يساعد حاملها على النجاح من جهة أخرى، إضافة لذلك تتكفل المديرية باقتراح آليات تمويل تتكيف وخصائص المؤسسات الناشئة وتضمن تسهيل الاستفادة منها.
 - المديرية الفرعية للنظام البيئي للمؤسسات الناشئة: تسعى إلى توفير الدعم للمؤسسات الناشئة من خلال خلق المناخ البيئي الضروري لنموها وتطورها، وتقديم اقتراحات وبرامج لتطوير النظم البيئية للمؤسسات الناشئة، كما تعمل على تعزيز التعاون بين مختلف الجهات الفاعلة في النظام البيئي بغية زيادة نجاعته، ليس هذا فقط، بل وتسعى لتوفير آليات التمويل الملائمة لتطوير هذه النظم البيئية لضمان وجود مناخ بيئي ملائم يدعم نجاح وازدهار المؤسسات الناشئة في البلاد.
3. مؤسسة ترقية وتسيير هياكل دعم المؤسسات الناشئة:

هي مؤسسة عمومية ذات طابع صناعي وتجاري تحمل تسمية Algeria Venture اختصارا، وتعتبر أول مسرع أعمال* عام في الجزائر تخضع في علاقاتها مع الدولة للقواعد المطبقة على الإدارة، أما في علاقاتها مع الغير فتعد تاجرا، تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي، مقرها الجزائر العاصمة، يتولى رئاستها الوزير المكلف بالمؤسسات الناشئة¹.

- مهام مؤسسة ترقية وتسيير هياكل دعم المؤسسات الناشئة: تمثل المؤسسة أداة السلطات العمومية لتنفيذ السياسة الوطنية لترقية وتسهيل هياكل دعم المؤسسات الناشئة لاسيما الحاضنات والمسرعات وتطوير الابتكار وتتولى بهذه الصفة المهام الآتية:²

*مسرّع الأعمال : كيان قانوني يستهدف تطوير المؤسسات الناشئة التي تحوز على منتج أو خدمة شبه جاهزة MVP وبحاجة إلى الدعم المالي، الإداري والاستشاري لتسريع نموها وتعزيز قدرتها التنافسية في السوق.

¹ -المرسوم التنفيذي رقم: 256/20 المؤرخ في 2020/11/30، المتضمن إنشاء مؤسسة ترقية وتسيير هياكل دعم المؤسسات الناشئة وتحديد مهامها وتنظيمها وسيرها"، الجريدة الرسمية، العدد: 73 بتاريخ: 2020/11/06، ص 10-11.

²-المرجع نفسه.

* اليقظة التكنولوجية : نشاط تراقب من خلاله المؤسسة البيئة العلمية والتكنولوجية المرتبطة بها وذلك بتتبع المعلومات، جمعها وتنظيمها وتحليلها ثم نشرها لمراكز اتخاذ القرار هدفها الأساسي رصد كل جديد في المجال التكنولوجي الذي يهم المؤسسة.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

- المشاركة في تنفيذ الاستراتيجية الوطنية لترقية وتسهيل هياكل دعم المؤسسات الناشئة القائمة وإنشاء هياكل دعم جديدة لتعزيز القدرات الوطنية في مجال مرافقة الابتكار بهدف تشجيع إنشاء المؤسسات الناشئة والمساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- إعداد وتنفيذ برامج سنوية ومتعددة السنوات لتطوير حاضنات ومسرعات المؤسسات الناشئة بالتعاون مع جميع الأطراف المعنية، وضمان متابعتها وتقييمها.
- إعداد وتنفيذ مناهج التسريع التي تضمن متابعة المؤسسات الحاملة لعلامة المؤسسة الناشئة والمشاريع المبتكرة الحاملة لعلامة المشروع المبتكر، وتلبية احتياجاتهما والمصادقة عليهما.
- المساهمة في اليقظة التكنولوجية* وضمان نشر وتوزيع المعلومات ذات الصلة بالابتكار التكنولوجي والمقاولاتي عبر مختلف الوسائط.
- التعاقد مع الخبراء أو الهيئات الوطنية للحصول على الإرشاد والمتابعة اللازمة للمؤسسات الناشئة.

بناء على ما تم عرضه من مهام تختص بها مؤسسة ترقية وتسيير هياكل دعم المؤسسات الناشئة نستطيع الجزم بالدور الفعال الذي تلعبه في توفير الدعم الشامل الذي تحتاجه هذه المؤسسات لتأسيسها، نموها واستمراريتها، حيث تكلف مؤسسة ترقية وتسيير هياكل دعم المؤسسات الناشئة بتنفيذ سياسة الحكومة بشكل صارم بغية ترقية وتطوير المؤسسات الناشئة، وتساهم في إنشاء الهياكل والهيئات الداعمة لها وتوفير الدعم في جوانب متعددة مثل الابتكار، توفير المعلومات، التمويل والتأطير.

المطلب الثاني: الهيئات المرافقة للمؤسسات الناشئة.

1. حاضنات الأعمال:

1.1 مفهوم حاضنات الأعمال:

تمثل حاضنات الأعمال نمطا جديدا من البنى الداعمة للمؤسسات الناشئة التي تفتقر للإمكانيات الضرورية لتطوير أبحاثها وتقنياتها المبتكرة وتسويقها¹، يرجع تاريخها إلى بداية عقد الثمانينات، حيث ظهرت الحاجة إلى خلق آليات جديدة قادرة على دعم ورعاية الاختراعات، والإبداعات التكنولوجية وتحويلها إلى شركات ورفع فرص نجاحها، وفكرة الحاضنات في الأصل مستوحاة من حاضنات الأطفال

¹-المكتب الاقليمي للدول العربية، تقرير التنمية الإنسانية العربية 2003، "نحو إقامة مجتمع المعرفة"، الصندوق العربي للإئماء الاقتصادي والاجتماعي، الأردن، 2003، ص101. <https://ddl.ae/book/3170719>

الصحية المستعملة في المستشفيات، بهدف مساعدة حديثي الولادة على تخطي الظروف الصحية فور ولادتهم¹.

تعرف الجمعية الأمريكية لحاضنات الأعمال NBIA حاضنات الأعمال على أنها هيئات تهدف إلى مساعدة المؤسسات الناشئة ورواد الأعمال الجدد، عن طريق توفير وسائل الدعم اللازمة لتخطي أعباء مرحلتين الانطلاق والتأسيس، كما تقوم بعمليات تسويق ونشر منتجات هذه المؤسسات²، أما المشرع الجزائري فقد أخذ بالتعريف الفرنسي وضمن مفهوم الحاضنات في المشاتل وعرفها وفقا للمرسوم التنفيذي رقم 03-78 المؤرخ في 2003/02/25 الذي يتضمن القانون الأساسي لمشاتل المؤسسات على أنها "مؤسسات عمومية ذات طابع صناعي وتجاري تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية"³.

قسم المشرع الجزائري المشاتل حسب نوع القطاع الذي تنتمي إليه المشاريع الريادية: ورشات تتكفل بدعم أصحاب الصناعات الصغيرة والمهن الحرة، نزل مؤسسات تتكفل بالمؤسسات العاملة في ميدان البحث، وحاضنات تتكفل بالمؤسسات العاملة في قطاع الخدمات⁴، يختلف هذا المفهوم عن المفاهيم المعمول بها دوليا حيث نجد أن تسمية الحاضنات لا تقتصر فقط على الهياكل المرافقة للمؤسسات الناشطة ضمن قطاع الخدمات، بل تشمل جميع أنواع القطاعات وتختص أكثر بقطاع البحث والتكنولوجيا.

2.1. دور حاضنات الأعمال في دعم وترقية المؤسسات الناشئة:

يتمثل الدور الرئيسي لحاضنات الأعمال في معالجة مشكل الفشل الذي تواجهه المؤسسات الناشئة من خلال توفير خدمات وموارد الدعم اللازمين لاستمراريتها، إذ وصلت نسبة نجاح المؤسسات المحتضنة إلى 80% مقارنة بالمؤسسات غير المحتضنة التي عادة ما يتوقف نشاطها خلال سنتين أو ثلاث، كما أن هناك نسبة كبيرة من المؤسسات المحتضنة التي طورت نشاطها وتحولت إلى مؤسسات عملاقة

¹ - أحمد بوريش، سلمى شيهب، "دور تجربة حاضنات الأعمال في دعم المشاريع الإبداعية والابتكارية لمنظمات الأعمال وانعكاساتها على التنمية المستدامة (تجارب ومقاربات)"، مجلة اقتصاد المال و الأعمال، المجلد 0، العدد الصفرى، 2019، ص 104.

<https://www.asjp.cerist.dz/en/article/93037>

² - عمارة سلمى، بارك نعيمة، "حاضنات الأعمال... مطلب أساسي لدعم الإبداع والابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - تجربة حاضنات الجزائر وحاضنة أوستن التكنولوجية بالولايات المتحدة نموذجا -"، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، المجلد 3، العدد 2019، ص 114.

<https://www.asjp.cerist.dz/en/article/95457>

³ - المرسوم التنفيذي رقم: 78/03 المؤرخ في 2003/02/25، المتضمن القانون الأساسي لمشاتل المؤسسات، الجريدة الرسمية، العدد: 13 بتاريخ: 2003/02/26، ص 14.

⁴ - المرجع نفسه.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

بفضل الدعم المقدم من حاضنات الأعمال¹، وفيما يلي سنحاول عرض أبرز الخدمات التي تقدمها هذه الأخيرة للمؤسسات الناشئة وذلك وفق المراحل الثلاث الرئيسية لتدخلها:²

- **مرحلة ما قبل الاحتضان:** مرحلة أساسية لبناء المشروع وفق قاعدة صلبة تضمن استمراريته؛ ونظرا لضعف الخبرة التسييرية لغالبية رواد الأعمال عند بداية تأسيسهم لمشاريعهم الريادية ومحدودية قدرتهم للوصول للمعلومات فالحاضنة في هذه المرحلة تعمل على توفير الخدمات التالية:
 - إعداد دراسات جدوى متكاملة لاكتشاف نقاط القوة والضعف في المشروع.
 - تقديم استشارات إدارية تساعد رائد الأعمال على تصميم هيكل تنظيمي يتناسب مع طبيعة عمل المؤسسة واستراتيجياتها.
 - إعداد خطة عمل شاملة ومتكاملة لتحديد الأنشطة الأساسية وتجنب التعارض الزمني بينها.
- **مرحلة الاحتضان:** تهدف حاضنات الأعمال خلال فترة الاحتضان التي تتراوح عادة بين شهرين إلى ستة أشهر كأقصى حد إلى توفير حزمة شاملة من الخدمات التي تلبى احتياجات المؤسسة المحتضنة وتطلعاتها المستقبلية؛ تشمل هذه الخدمات:
 - تدريب رائد الأعمال بغية تنمية قدراته من خلال تنظيم دورات تدريبية، حلقات دراسية، مؤتمرات وندوات، والتي تختلف مدتها ومضمونها وفقا لاحتياجاته.
 - توفير الخدمات المالية الضرورية، والتي تأخذ أشكالا عدة:
 - ✓ التمويل المباشر عن طريق المساهمة في رأسمال المؤسسة بنسبة معينة أو تقديم هبات ومنح نقدية.
 - ✓ التأجير التشغيلي للمعدات والمباني بمبالغ رمزية وفق شروط ميسرة وعقود مرنة.
 - ✓ إبرام اتفاقيات تعاون مع الوكالات الوطنية والإقليمية ومؤسسات التأجير التمويلي، وشركات رأس المال المخاطر بهدف تيسير شروط التمويل.
 - ✓ تذليل عقبات الاقتراض بتقديم الضمانات بصفة شخصية كاستغلال شهرة الحاضنة أو ممتلكاتها كضمان.
 - ✓ تقديم استشارات مالية حول كيفية التعامل مع المؤسسات المالية والمفاضلة بين مصادر التمويل المتاحة لانتقاء أقلها تكلفة مع ضمان الاستغلال الأمثل لها لتحقيق أكبر عوائد ممكنة.
- توفير الدعم التسويقي للمشاريع المحتضنة من خلال إعداد بحوث تسويق، والاهتمام بعناصر المزيج التسويقي.

¹ - بربيش السعيد، طيب سارة، "دور حاضنات الأعمال في تطوير ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة تحليلية تقييمية"، الملتقى الوطني حول: استراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013، ص 9.

² - مخناش ياسمين، "دور حاضنات الأعمال الجامعية في تحفيز ودعم ريادة الأعمال الأكاديمية - حاضنة أعمال جامعة المسيلة نموذجا -"، الملتقى الدولي الافتراضي حول: المؤسسات الناشئة والتنمية الاقتصادية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، الجزائر، 2021، ص 10-11.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

- تشكيل شبكة عمل واحدة تربط المؤسسات المحتضنة مع بعضها البعض (التشبيك).
- توفير خدمات مساندة ومكملة للنشاط الرئيسي للمؤسسات الناشئة مثل الخدمات القانونية وخدمات الأمن والصيانة.
- **مرحلة ما بعد الاحتضان:** تتميز فترة ما بعد الاحتضان بتحضير المؤسسة لمواجهة التحديات الاقتصادية، وتعزيز قدرتها على التماسك والتوسع في السوق وضمان استمراريتها؛ في هذه المرحلة تتدخل الحاضنة لمساعدة المؤسسات المتخرجة لتذليل العقبات التي تواجهها في مرحلتها الانتقالية عن طريق:
 - إنشاء جسر تمويلي بين مرحلة الاحتضان ومرحلة التخارج، بتقديم الدعم المالي الممثل في المساعدات والهبات المالية، والعمل على تسويق الإصدارات الجديدة للمؤسسة المتخرجة من الأسهم والسندات المتعلقة بعملية الطرح الخاص والتي تتصف بعدم استيفائها لشروط الدخول إلى البورصة.
 - تقديم المشورة والتوجيه للمؤسسة المتخرجة وذلك فيما يخص تغيير شكلها القانوني (من شركات فردية إلى شركات مساهمة) بهدف فتح رأسمالها والدخول إلى البورصة.
 - متابعة أداء المؤسسات المتخرجة للتأكد من سيرورة عملها وفق خطة العمل المحددة مسبقا وتفادي تعرضها لمشاكل تعيق نموها.
 - تقييم أداء المؤسسات المتخرجة من خلال تحليل النتائج النهائية في الجوانب الإدارية، والمالية والإنتاجية والتسويقية ومقارنة مدى توافقها مع الأهداف المسطرة.
 - المساعدة في المفاضلة بين الخيارات الاستراتيجية المتاحة أمام المؤسسة المتخرجة للتوسع سواء عن طريق التوسع بقدراتها الذاتية أو التوسع عن طريق إعادة هيكلتها من خلال الاندماج والتحالفات الاستراتيجية، مع حمايتها من عمليات الاستحواذ التعسفية.

3.1 نماذج حاضنات الأعمال في الجزائر:

● الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار ANDI:

تم إنشاء الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار بموجب الأمر الرئاسي 03-01 المؤرخ في 20/08/2001 المتعلق بتطوير الاستثمار والمعدل والمتمم بالأمر رقم 08-06 المؤرخ في 15/07/2006 كبديل لوكالة دعم وترقية ومتابعة الاستثمار APSI، وهي مؤسسة عمومية ذات طابع إداري تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

المالي مقرها مدينة الجزائر ولها هياكل لا مركزية على مستوى كل ولاية¹، تساعد في تحقيق الدور المنوط بها والممثل في الآتي:²

- تقديم المساعدة والمرافقة للمستثمرين من خلال الهياكل المركزية والإقليمية التابعة للوكالة.
- تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بإقامة المشاريع الاستثمارية، من خلال إنشاء شبكات وحيد لامركزي يجمع بين الأجهزة الإدارية المرتبطة بالوكالة في جهاز واحد.
- متابعة حسن سير انجاز المشاريع من خلال:
 - ✓ جمع ومعالجة ونشر المعلومة المرتبطة بالمؤسسة والاستثمار لفائدة المستثمرين.
 - ✓ تسجيل الاستثمارات ومتابعة تقدم المشاريع وإعداد إحصائيات الإنجاز وتحليلها.
- تعزيز الفرص الجزائرية للاستثمار سواء عبر الإقليم الوطني أو الدولي.

• الوكالة الوطنية لتعزيز نتائج البحث والتطوير التكنولوجي ANVREDET:

مؤسسة صناعية وتجارية ذات شخصية اعتبارية واستقلال مالي، تخضع لإشراف وزارة التعليم العالي والبحث العلمي تم إنشاؤها بموجب المرسوم التنفيذي رقم 98-137 المؤرخ في 03/05/1998³، وحددت المهام التي تتولى الوكالة القيام بها في المادة الرابعة من المرسوم نفسه على الشكل التالي:⁴

- ترقية وتعزيز التعاون والشراكة بين قطاع البحث العلمي والقطاعات الاقتصادية عن طريق تنظيم منتديات جامعية تهدف إلى تسهيل إبرام الاتفاقيات بين الجامعات والمؤسسات الاقتصادية.
- دعم حملة المشاريع المبتكرة والمخترعين ومرافقتهم عبر مراحل إخراج مشاريعهم من دائرة المخبر إلى دائرة السوق من خلال مساعدتهم في دراسة السوق وربطهم بالشركاء المناسبين.
- تنظيم ملتقيات وأحداث علمية تهدف إلى تعزيز التحويل التكنولوجي لصالح الجامعات والقطاع الاقتصادي.
- تقديم المساعدة للطلاب وأصحاب الشهادات العليا الفرنسية خلال عملية إنشائهم لمؤسساتهم المبتكرة في منطقة الجنوب المتوسط.
- تحديد واختيار نتائج البحث قصد تقييمها وتعزيزها.

¹ - زينات أسماء، "مكانة الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار في تشجيع الاستثمار في الجزائر باستخدام التحفيز الجبائية"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 20، العدد 1، الجزائر، 2016، ص 119.

² - المرسوم التنفيذي رقم: 100/17 المؤرخ في 05/03/2017، المتضمن صلاحيات الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار وتنظيمها وسيرها، الجريدة الرسمية، العدد: 16 بتاريخ: 08/03/2017، ص 3.

³ - المرسوم التنفيذي رقم: 396/20 المؤرخ في 22/09/2020، المتضمن إنشاء الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب وتحديد قانونها الأساسي وتغيير تسميتها، الجريدة الرسمية، العدد: 70 بتاريخ: 25/11/2020، ص 9.

⁴ - دبي علي، "دور الوكالة الوطنية لثمين نتائج البحث والتنمية التكنولوجية في تشجيع المؤسسات الاقتصادية على الإبداع"، المجلة الجزائرية للمالية العامة، المجلد 5، العدد 1، 2015، ص 93.

- إدارة الإجراءات الإدارية والفنية المتعلقة بالملكية الفكرية.
- دعم الابتكار التكنولوجي والاختراع وتنظيم الشبكات الخاصة بالنشر التكنولوجي.

• الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولات ANADE:

تم إنشاء الوكالة الوطنية لدعم المقاولات بموجب المرسوم التنفيذي رقم 20-329 المؤرخ في 2020/11/22 ، وما هي إلا امتداد مع تعديل للوكالة الوطنية لدعم وتشغيل الشباب ANSE التي أنشئت بموجب المرسوم التنفيذي رقم 96-296 المؤرخ في 1996/9/8 وهي هيئة عمومية ذات طابع خاص تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي¹، إنَّ التعديلات التي طرأت على هذه الوكالة غيرت من توجهها الاجتماعي الذي كان معمولا به تحت التسمية السابقة إلى توجه اقتصادي يهدف إلى مرافقة حاملي أفكار مشاريع لإنشاء وتوسيع مؤسسات مصغرة في مجال إنتاج السلع والخدمات²، وعليه تم إدراج مهام جديدة تتلاءم وهذه المقاربة الاقتصادية³:

- مرافقة الشباب حاملي الأفكار ومساعدتهم لتجسيد مشاريعهم على أرض الواقع من خلال تطوير مهاراتهم التقنية ومنحهم التدريب اللازم الذي يخولهم لتسيير مؤسساتهم المصغرة، إضافة إلى توفير المرافقة والمتابعة الدورية لضمان استمراريتهم.
- توفير الدعم المالي وفق العديد من الصيغ التمويلية مع منح الامتيازات الجبائية خلال كل مراحل المرافقة.
- تسيير وتطوير مناطق النشاطات المصغرة المتخصصة وتجهيزها لصالح المؤسسات المصغرة.
- تشجيع إنشاء وتطوير النظم البيئية بناء على فرص الاستثمار المتاحة من مختلف القطاعات التي تلبى احتياجات السوق المحلية أو الوطنية.
- التركيز على تحديث وتوحيد معايير إنشاء المؤسسات المصغرة ومرافقتها ومتابعتها.
- تشجيع تبادل الخبرات من خلال برامج المنظمات والهيئات الدولية والشراكات مع الوكالات الأجنبية المتخصصة في دعم ريادة الأعمال وتطوير المؤسسات المصغرة.

2. اللجنة الوطنية لمنح علامة مؤسسة ناشئة ومشروع مبتكر وحاضنة أعمال:

¹- المرسوم التنفيذي رقم: 396/20 ، مرجع سبق ذكره، ص9.

²- فتيحة زايدي، "دور الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولات في إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لإدماج البطالين دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات المصغرة المنشأة في إطار الوكالة الوطنية لدعم و تنمية المقاولات"، مجلة الدراسات والبحوث الاجتماعية، المجلد 10، العدد3، ورقة، الجزائر، 2022، ص222.

³- المرسوم التنفيذي رقم: 396/20، المتضمن إنشاء الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب وتحديد قانونها الأساسي وتغيير تسميتها، مرجع سبق ذكره.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

هي لجنة وطنية استحدثها المشرع الجزائري بموجب المرسوم التنفيذي رقم 20-254 المؤرخ في 15/09/2020، تتكفل بمنح علامة "مؤسسة ناشئة" "حاضنة أعمال"، "مشروع مبتكر"¹ كدور أساسي متبوع بدور رقابي لاحق.

1.2. دور اللجنة في منح علامة "مؤسسة ناشئة" و"مشروع مبتكر" و"حاضنة أعمال"

إن المهمة الأساسية المسندة للجنة بموجب المرسوم التنفيذي رقم 20-254 سالف الذكر هي منح علامة مؤسسة ناشئة أو مشروع مبتكر أو حاضنة أعمال، وتجديدها وذلك بموجب قرار يصدر منها وينشر في البوابة الالكترونية الوطنية للمؤسسات الناشئة² في حال استيفاء المؤسسة أو المشروع أو الحاضنة للشروط الموضحة في الجدول الموالي.

الجدول رقم (3.1): شروط منح علامة "مؤسسة ناشئة"، "مشروع مبتكر"، "حاضنة أعمال"

| العلامة | شروط الحصول عليها |
|---------------|---|
| | <p>الشروط التي يجب توفرها في صاحب الطلب</p> <p>الوثائق الازم تقديمها من قبل صاحب الطلب</p> |
| "مؤسسة ناشئة" | <ul style="list-style-type: none"> - ألا يتجاوز عمر المؤسسة 8سنوات، ولا يتجاوز عدد عمالها 250 عاملا - أن يعتمد نموذج أعمال المؤسسة على فكرة مبتكرة أو منتجات وخدمات جديدة - أن يكون رأس مال المؤسسة مملوكا بنسبة 50% على الأقل من قبل أشخاص طبيعيين أو صناديق استثمار معتمدة |
| "مشروع" | <ul style="list-style-type: none"> - عرض حول المشروع مع إبراز أوجه الابتكار به - إثبات قابلية المشروع للنمو الاقتصادي |

¹ -المرسوم التنفيذي رقم:20/254 المؤرخ في 15/09/2020، المتضمن إنشاء لجنة وطنية لمنح علامة مؤسسة ناشئة ومشروع مبتكر وحاضنة أعمال، وتحديد مهامها وتشكيلتها وسيرها، الجريدة الرسمية، العدد: 55 بتاريخ:2020/09/21، ص10.

² - المرجع نفسه، المادة15، ص12.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

| شروط الحصول عليها | | العلامة |
|---|---|--|
| الوثائق الازم تقديمها من قبل صاحب الطلب | | الشروط التي يجب توفرها في صاحب الطلب |
| <ul style="list-style-type: none"> - وثائق ثبوتية المؤهلات العلمية والتقنية للفريق المكلف بالمشروع - وثيقة ملكية فكرية وأي جائزة أو مكافأة متحصل عليها | | مبتكر" أو مجموعة من الأشخاص الطبيعيين |
| حاضنة خاصة | حاضنة حكومية | "حاضنة الأعمال" |
| شروط الحصول على علامة حاضنة الأعمال "الحكومية" مضافا إليها: | <ul style="list-style-type: none"> - مخطط تهيئة مفصل لحاضنة الأعمال - قائمة المعدات والخدمات التي توفرها للمؤسسات المحتضنة - برامج التكوين والتأطير التي تقترحها حاضنة الأعمال - السيرة الذاتية للقائمين على الحاضنة - قائمة المؤسسات الناشئة التي تم احتضانها إن وجدت | <ul style="list-style-type: none"> - أن تكون تابعة للقطاع العام أو الخاص أو القطاعين معا - يجب أن تقدم الدعم اللازم للمؤسسات الناشئة وأصحاب المشاريع المبتكرة فيما يخص الإيواء، التدريب، توفير الحوافز والتمويل. |
| <ul style="list-style-type: none"> - نسخة من السجل التجاري وبطاقة التعريف الجبائي والاحصائي - نسخة من القانون الأساسي للحاضنة، مع نسخة من الكشوفات المالية للسنة الجارية - شهادة الانخراط في CNAS مرفقة بقائمة إسمية للأجراء - شهادة الانخراط في Casons | | "حاضنة أعمال" |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: المرسوم التنفيذي رقم:20/254 المؤرخ في 15/09/2020، المتضمن إنشاء لجنة وطنية لمنح علامة مؤسسة ناشئة ومشروع مبتكر وحاضنة أعمال، وتحديد مهامها وتشكيلتها وسيرها، مرجع سبق ذكره، المواد 11، 22، 17، ص 11-12.

بعد تقديم المؤسسة أو الحاضنة أو صاحب المشروع المبتكر الطلب الإلكتروني عبر البوابة الإلكترونية الوطنية للمؤسسات الناشئة ورفاقه بنسخة من الوثائق الإلكترونية المذكورة أعلاه، تقوم اللجنة بدراسة الملف والرد على الطلب في غضون ثلاثين يوما ابتداء من تاريخ إيداعه، يتوقف احتساب هذه المدة في حال وجود نقص في الملف على أن تقوم الجهة المتقدمة للطلب باستكمال الملف في غضون خمسة عشر يوما عشر يوما ابتداء من تاريخ تلقي الإشعار من اللجنة، أما في حال رفضها للطلب فيتعين عليها إرسال تبرير لصاحب الطلب في شكل اشعار الكتروني؛ ويمكن للجنة إعادة النظر في الطلب المرفوض إذا تم تفنيده أسباب الرفض من قبل صاحب الطلب، ليتم اشعاره بالقرار النهائي في غضون ثلاثين يوما من تاريخ استلام تبرير أسباب الرفض، في حال ما تم قبول الطلب من قبل اللجنة تمنح علامة "مؤسسة ناشئة" لطلبيها لمدة أربع سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة، وعلامة "مشروع مبتكر" لمدة سنتين قابلة للتجديد مرتين، وعلامة "حاضنة" لمدة خمس سنوات قابلة للتجديد وفقا لنفس القطاع (حكومي-حكومي أو خاص-خاص) ويتم نشر القرار في البوابة الإلكترونية الوطنية للمؤسسات الناشئة¹.

2.2. الدور الرقابي للجنة الوطنية لمنح علامة مؤسسة ناشئة ومشروع مبتكر وحاضنة أعمال:

خص المشرع الجزائري الهياكل المتحصلة على علامة "حاضنة أعمال" دون غيرها من المؤسسات الناشئة والمشاريع المبتكرة بدور الرقابة البعدية الذي تمارسه اللجنة، توضح هذه الرقابة الدور المحوري للحاضنات في مرافقة المؤسسات الناشئة والمشاريع المبتكرة، وتشدد على ضرورة وجود رقابة بعدية لمتابعة نموها وقياس مدى تحقيقها لمخطط أعمالها، وعلى الرغم من أن المشرع لم يجعل حصيلة النتائج التي تحققها هذه الحاضنات شرطا جوهريا لطلب تجديد العلامة، إلا أنه شدد على ضرورة اتباع نفس إجراءات الطلب ورفاقها بنفس الوثائق والتي تحتوي ضمنا على حصيلة النتائج. حمل المؤسسة علامة حاضنة أعمال يخولها للحصول على دعم من الدولة والحق في تدابير مساعدة وفي الوقت عينه يشدد من التدابير الرقابية التي تفرضها المنظمة عليها للتحقق من مدى تنفيذ التزاماتها (توطين المؤسسات الناشئة، مرافقة أصحاب المشاريع المبتكرة أثناء مرحلة إنشاء المؤسسة، مساعدة المؤسسات الناشئة في إنجاز

¹ - سويقي حورية، "المؤسسات الناشئة وحاضنات الأعمال وفقا لأحكام المرسوم التنفيذي 20-254"، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم السياسية، المجلد 6، العدد 2، 2021، ص 75-79.

نموذج الأعمال، ضمان تكوين نوعي للمؤسسات الناشئة، توفير وسائل الدعم اللوجستي وتسهيل الوصول لمصادر التمويل¹ وأي إخلال بالالتزامات قد يعرضها إلى تجميد أو سحب العلامة من قبل اللجنة².

المطلب الثالث: صناديق دعم وتمويل المؤسسات الناشئة.

1. الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة:

تم إنشاء الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة ASF بموجب المادة 131 من قانون المالية لسنة 2020 لغرض مساعدة المؤسسات الناشئة للحصول على القروض التي تحتاجها من البنوك والمؤسسات المالية³، أما الدخول الفعلي لعمل الصندوق فكان في أكتوبر 2020 خلال الطبعة الأولى من الندوة الوطنية للمؤسسات الناشئة Algeria Disrupt 2020؛ هو عبارة عن شركة رأس مال استثماري شكله القانوني شركة مساهمة SPA، وللإشارة تعرف شركات رأس المال الاستثماري حسب القانون 06-11 المؤرخ في 24/06/2006 أنها "الشركات التي تهدف إلى المشاركة في رأس المال الاجتماعي للشركات الطالبة للتمويل، أو كل عملية تنتهي بتقديم حصص من الأموال خاصة أو شبه الخاصة لمؤسسات في طور التأسيس، النمو أو التحويل، أو الخصوصة"⁴، يتكفل صندوق دعم المؤسسات الناشئة القيام بمهمة رئيسية تتمثل في دعم المؤسسات الناشئة في مراحلها الأولى وربطها بالمحيط الاقتصادي وتندرج ضمنها المهام الفرعية التالية:⁵

¹ -شونوف بدر، نعرورة محمد، "الضوابط القانونية لمنح علامة حاضنة أعمال في ظل المرسوم التنفيذي 20-254"، الملتقى الوطني الثاني عشر حول: المؤسسات الناشئة والحاضنات، جامعة الشهيد حمه لخضر، الوادي، الجزائر، 2021، ص 163-165.

² -سويقي حورية، مرجع سبق ذكره، ص 82-83.

³ -عائشة زروق، "تمويل المؤسسات الناشئة في القانون الجزائري، صندوق دعم وتطوير المنظومة الاقتصادية للمؤسسات الناشئة نموذجاً"، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم السياسية، المجلد 7، العدد 1، جامعة أحمد بن يحيى الونشريسي، تيسمسيلت، الجزائر، 2022، ص 982.

⁴ -فاطمة الزهراء عراب، حضرة صديقي، "دور الدولة في دعم المؤسسات الناشئة بالجزائر الجديدة -دراسة في قرار انشاء صندوق تمويل المؤسسات الناشئة- " -حواليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد 8، العدد 1، الجزائر، 2021، ص 43-44.

⁵ -زروق، "تمويل المؤسسات الناشئة في القانون الجزائري، صندوق دعم وتطوير المنظومة الاقتصادية للمؤسسات الناشئة نموذجاً"، مرجع سبق ذكره ص 984-985.

*مراكز النمذجة : هياكل متخصصة في تصميم نماذج ثلاثية الأبعاد لأي شيء يمكن تصويره في العالم الحقيقي باستخدام البرمجيات الحاسوبية وأدوات التصميم المختلفة.

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

- تمويل دراسات الجدوى عن طريق تغطية تكاليف البحث والتطوير المتعلقة بانطلاق المشروع وتصميم المنتج، ومصاريف إعداد النماذج الأولية.
- تمويل تطوير نموذج الأعمال عن طريق تغطية المصاريف المتعلقة بتطوير الأهداف والاستراتيجيات المستقبلية للمشروع وتحديد النتائج المتوقعة، وهو ما يساهم في تحديد نسبة نجاح المشروع وزيادة استقطابه للمستثمرين.
- تمويل المساعدات التقنية عن طريق تغطية تكاليف استخدام مراكز النمذجة* وقواعد البيانات والتقنيات الأخرى اللازمة لتطوير المشروع وتحسين أدائه التقني.
- تمويل التكاليف المتعلقة بإنشاء نموذج العمل الأولي عن طريق تغطية كل من تكاليف إنجاز النماذج الأولية واختبارها، وتكاليف شراء المواد الأولية والتجهيزات وبرامج المعلوماتية.
- تمويل التكوين عن طريق تغطية تكاليف تدريب مؤسسي المؤسسات الناشئة.
- احتضان المؤسسة الناشئة من خلال توفير المرافق والبرامج اللازمة لإطلاقها ودعمها، وقد يتم ذلك عن طريق الشراكة مع المتعاملين الاقتصاديين الآخرين "مسرعات وحاضنات الأعمال مثالا".
- السعي لخلق نظام بيئي ملائم يسهل اقتحام المؤسسة الناشئة للأسواق، ويتم ذلك من خلال المساعدة في تبسيط الإجراءات وتحمل تكاليف الخبراء اللازمة لمنح علامة المؤسسة الناشئة أو علامة مشروع مبتكر، وتكاليف إيداع براءات الاختراع، بالإضافة إلى التكاليف المتعلقة بتوفير قاعدة البيانات لبراءات الاختراع والملكية الفكرية.

تجدر الإشارة أن الاستفادة من مزايا صندوق دعم المؤسسات الناشئة الآنفة الذكر يكون وفق آليتين إما بطلب من المؤسسة الناشئة، أو بطلب من الصندوق بهدف دعم المؤسسات الناشئة الناشطة في القطاعات المراد تنميتها وطنياً¹.

2. صناديق الاستثمار:

تعرف صناديق الاستثمار على أنها مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من عدد كبير من المستثمرين عن طريق بيع حصص ملكية في الصندوق، ليتم توظيفها لاحقاً في شراء أسهم وسندات شركات مختلفة، وعادة ما تكون هذه الشركات شركات ناجحة أو متميزة².

¹ - أحمد حفطاري، المدير العام لصندوق دعم المؤسسات الناشئة، "المؤسسات الناشئة ورقة رابحة للتحوّل الاقتصادي في الجزائر"، El Bilad TV Officiel، 2021، تاريخ الاطلاع: 2022/07/19، <https://www.youtube.com/watch?v=4TMbmWoOn3A>

² - عصيران جلال عصيران، "تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية: مدخل مقارنة"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2010، ص 43.

• دور صناديق الاستثمار في دعم المؤسسات الناشئة:

تم الاستدلال على دور صناديق الاستثمار في دعم المؤسسات الناشئة من خلال تحليل مختلف النصوص القانونية المتعلقة بتنظيم المؤسسات الناشئة، فعلى الرغم من عدم وجود نص صريح يشير إلى دور صناديق الاستثمار في دعم المؤسسات الناشئة، إلا أنه يمكن استنتاج ذلك من بعض دلائل النصوص التنظيمية المتضمنة آليات تنظيم هذه المؤسسات والتي تشير إلى لصناديق الاستثمار في الوقت عينه.

تمثل صناديق الاستثمار بديلا عن البنوك والمؤسسات المالية في تمويل المؤسسات الناشئة، حيث أنها تتبنى آلية تمويل جديدة تسمى التمويل ب "رأسمال المخاطر" تتحمل من خلالها مخاطر السوق نيابة عن المؤسسات الناشئة؛ من خلال دعمها المادي تساهم صناديق الاستثمار بشكل فعال في تمكين المؤسسات الناشئة من تجاوز العقبات الناجمة عن التمويل التقليدي وتوفير السيولة التي تحتاجها هذه المؤسسات لممارسة أنشطتها وتطوير منتجاتها وخدماتها¹.

من الناحية العملية ظهر دور صناديق الاستثمار في دعم المؤسسات الناشئة بشكل جلي بعد إبرام صندوق دعم المؤسسات الناشئة اتفاقية لاستغلال الصناديق الاستثمار الولائية بتاريخ 2022/08/23 بقيمة 58 مليار دينار جزائري، والتي وضعت تحت تصرف صندوق دعم المؤسسات الناشئة بتمويل قد يصل إلى 150 مليون دينار جزائري للمشروع، وجاء ذلك تجسيدا لمخطط عمل الحكومة لدعم المؤسسات الناشئة، حيث تم إبرام الاتفاقية مع المديرية العامة للخزينة والتسيير المحاسبي للعمليات المالية للدولة، من أجل استغلال الصناديق الولائية الاستثمارية لصالح المقاولين الشباب في كل ربوع الوطن².

في خطوة مواتية تم إبرام اتفاقية جديدة بين مؤسسة ترقية وتسيير هياكل دعم المؤسسات الناشئة "Algeria Venture" والصندوق العالمي لمساعدة المؤسسات المصغرة SEAFs*، تتضمن إنشاء صندوق استثمار تحت تسمية "الصندوق الجزائري للابتكار" بقيمة 80 مليون دولار، خصص منها 60 مليون دولار لتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر، في حين وجهت 20 مليون دولار المتبقية لتمويل توسع

¹ - إرزيل الكاهنة، "هيئات دعم المؤسسات الناشئة في القانون الجزائري"، الملتقى الوطني الثاني عشر حول: المؤسسات الناشئة والحاضنات، جامعة الشهيد حمدة لخضر، الوادي، الجزائر، 2021، ص50.

² - وكالة الأنباء الجزائرية، الصندوق الجزائري لتمويل المؤسسات الناشئة: اتفاقية لاستغلال الصناديق الولائية الاستثمارية، 2022، تاريخ الاطلاع:

<https://www.aps.dz/ar/economie>، 2022/08/25

الفصل الأول: التأصيل النظري للمؤسسات الناشئة

هذه المؤسسات عالميا، وكان الهدف من الاتفاقية الاستفادة من شبكة SEAFs للحصول على الدعم والمرافقة من الخبراء العالميين¹.

وفي تدخله على هامش توقيع هذه الاتفاقية، أكد الوزير المكلف بالمؤسسات الناشئة واقتصاد المعرفة أن الصندوق العالمي لمساعدة المؤسسات المصغرة يعتبر من بين أهم صناديق الاستثمار في العالم الذي يهتم على وجه أخص بالاقتصادات الناشئة، مذكرا أن هدف دائرته الوزارية و Algeria-Venture يكمن في جلب رأس المال الأجنبي لتمويل المؤسسات الناشئة لاسيما التي لها امكانية نمو قوية عالميا؛ وقد أشار الوزير إلى أن الصندوق العالمي لمساعدة المؤسسات المصغرة يمثل أحد أهم صناديق الاستثمار في العالم التي تصب اهتمامها على دعم الاقتصادات الناشئة، منوه إلى أن هذه الاتفاقية تصبو إلى تشجيع الاستثمار الأجنبي في المؤسسات الناشئة بالجزائر، والمساهمة في تعزيز دور المؤسسات الناشئة في التنمية الاقتصادية الوطنية².

*SEAFs من أكبر مديري صناديق الاستثمار في العالم، متواجد في أكثر من 30 بلدا حول العالم بحيرة تفوق 32 سنة في هذا المجال.

¹ - ياسين وليد، الوزير المكلف باقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة والمؤسسات المصغرة، منشور في الصفحة الرسمية الخاصة به عبر الفيسبوك، تاريخ الاطلاع:

<https://www.facebook.com/yacineoualidofficial> 2023/02/19

² - المرجع نفسه.

خلاصة الفصل الأول

تعددت تعاريف المؤسسات الناشئة غير أن تلك المقبولة محليا هي الأكثر قدرة على تحديد العلاقة بين الجهات الفاعلة في نظامها البيئي، وتبيان أصنافها وتحديد احتياجاتها والتدابير اللازمة لتطويرها، وعلى هذا النحو تمثل المؤسسة الناشئة مشروعا تجاريا حديث العهد يسعى لتقديم خدمة أو منتج مبتكر، يتسم بإمكانيات عالية للنمو السريع مع تحمل درجة مخاطرة عالية، يتطلب إنشائها سلسلة من الخطوات التي يجب اتباعها بعناية، تليها مراحل متعاقبة تشكل دورة حياتها وتعزز قيمتها في السوق، أهمها مرحلة خلق نموذج أعمال قابل للتطوير يهدف إلى تلبية احتياجات العملاء وضمان استمراريته، والذي يتطلب التحسين المستمر من خلال الحلول المبتكرة (الابتكار المستدام أو الابتكار التخريبي).

أظهرت العديد من الدراسات المساهمة الكبيرة التي تقدمها المؤسسات الناشئة في دعم النمو الاقتصادي وعمليات الابتكار والتحول الرقمي، وخلق فرص العمل، وبهذا يمكن القول أن المؤسسة الناشئة تتلاءم بشكل أفضل مع الاقتصادات النامية التي يتمثل هدفها الرئيسي في تقليص مستويات الفقر وتوليد ثروة مستدامة من خلال اعتماد حلول مبتكرة قادرة على مواجهة تحديات التنمية الوطنية بفعالية، وبناء عليه يتم إطلاق العديد من المبادرات والتدابير لدعمها على المستوى المحلي بدءا من تحديث الأطر التنظيمية وصولا إلى الاحتضان والتمويل، إن إنشاء مثل هذه الإدارات المركزية والهيئات المؤسسية والصناديق التمويلية والاستثمارية يشكل دعم قويا ومضاعفا للمؤسسات الناشئة التي تجد نفسها محاطة بضمانات وإشراف مباشر من الدولة، الأمر الذي يجعل هذه الأخيرة تمارس نشاطها براحة أكثر، من ناحية أخرى وجود هذه المؤسسات في حد ذاته هو ضمان للدولة فهو مطلوب في قاموس النشاط الاقتصادي من باب تدخل الدولة لضمان المؤسسات التي تعود بالفائدة على الاقتصاد الوطني.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

تمهيد:

لطالما شكل موضوع تمويل المؤسسات الناشئة مسألة نقاش داخل دائرة الاقتصاديين والباحثين، نظرا لما تواجهه من قيود على الوصول إلى التمويل والتي تتفاقم حداثتها في المراحل المبكرة من دورة حياتها، تتأتى هذه الصعوبات من خلفيات متعددة تتعلق أساسا بطبيعة المؤسسات الناشئة المحفوفة بالمخاطر التي تجعل من التمويل التقليدي خيارا صعبا، وميزة النمو التي تؤدي إلى حدوث اختلالات تمويلية نتيجة انخفاض تدفقاتها النقدية مقابل حاجتها إلى رأس مال ضخم يغطي تطورها السريع، من هنا تظهر التحديات الحقيقية إذ تصطدم المؤسسات الناشئة بصعوبة الحصول على تمويل يتناسب وخصائصها، وهو ما يدفع بالجهات الفاعلة في نظامها البيئي لاستحداث آليات تمويلية تتناسب وطبيعة هذا النوع من المؤسسات.

يُعد تأمين التمويل أمرا مهما في كل مرحلة من مراحل تطور المؤسسة الناشئة بداية من الفكرة وصولا إلى التخارج، يمكن أن يأتي التمويل من مجموعة متنوعة من المصادر، تختلف باختلاف المرحلة المراد تمويلها، فمعرفة الاختلافات بين مصادر التمويل أمر في غاية الأهمية بالنسبة للمؤسسات الناشئة لاتخاذ قرارات حول نوع رأس المال الذي يمثل الخيار الأفضل لاستيعاب كل مرحلة من مراحل نموها، وهو ما يهدف التحليل المقدم في هذا الفصل إلى تبيانها من خلال الإجابة على سؤال محوري يتمثل في: ماهي البدائل الممكنة اعتمادها من قبل المؤسسات الناشئة من أجل التأكد من التوافر السلس للتمويل في الأوقات الحرجة؟

من أجل قراءة وفهم الجوانب الأساسية المتعلقة بالآليات الحديثة المستعملة لتمويل المؤسسات الناشئة، تم تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث:

المبحث الأول: الصعوبات التمويلية للمؤسسات الناشئة في ظل التمويل التقليدي وآليات معالجتها.

المبحث الثاني: الآليات الحديثة لتمويل المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة.

المبحث الثالث: الآليات الحديثة لتمويل المؤسسات الناشئة القائمة على الأسهم.

المبحث الرابع: آليات التمويل المرتبطة بالتكنولوجيا الحديثة.

المبحث الأول: الصعوبات التمويلية للمؤسسات الناشئة في ظل التمويل التقليدي وآليات معالجتها.

من المسلم به على نطاق واسع أن صعوبات الحصول على التمويل هي واحدة من العقبات الرئيسية لمباشرة وتنمية الأعمال التجارية الجديدة خاصة تلك القائمة على الابتكار والنمو "المؤسسات الناشئة"، حيث أن ارتفاع المخاطر المرتبطة بها يجعلها أقل جاذبية لمقدمي التمويل التقليدي الذين يفضلون التعامل مع مشاريع أكثر استقراراً، وهو الأمر الذي يحول دون قدرتها على تغطية احتياجاتها وتحسين إنتاجها وتمويل نموها لتلبية متطلبات السوق، وفي ظل هذه التداعيات تتضافر جهود الجهات الفاعلة في نظامها البيئي لإيجاد حلول للحد من هذه الصعوبات التمويلية.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول التمويل التقليدي.

1. مفهوم التمويل:

تعددت مفاهيم التمويل بتعدد الجهات التي تبنت تعريفه، وسنقوم من خلال هذه الجزئية بتقديم مجموعة من التعريفات الرئيسية المقترحة كمفهوم للتمويل، بدءاً من تلك التي تركز على عملية توفير الأموال، وصولاً إلى تلك التي توضح آليات الحصول عليها وكيفية استخدامها لتحقيق استراتيجيات المؤسسة.

- الإمداد بالأموال وقت الحاجة¹.
- توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية قصد إنتاج السلع والخدمات².
- إدارة الأموال عن طريق مزاولة جملة من الأنشطة مثالها: الاستثمار، الاقتراض والإقراض، إعداد الموازنة، الادخار والتنبؤ³.

¹- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص21.

²- هالم سليمة، "هياكل الدعم والتمويل ودورها في تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (دراسة تقييمية للفترة 2004-2014)، أطروحة دكتوراه تخصص اقتصاديات إدارة أعمال، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016، ص66.

³- Tim Vipond, "Finance Definition," Corporate Finance Institute, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/wealth-management/what-is-finance-definition/>, visited 8/09/ 2022 at 18:27.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

- مختلف العمليات التي تمكن المؤسسة من الحصول على الأموال اللازمة لتمويل نشاطها، سواء باستخدام مصادرها الداخلية "التمويل الذاتي" أو باستخدام مصادر خارجية "الاقتراض"¹.
- عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بتأمين الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة لتغطية هذه الاستثمارات².

وعليه يمكن إيجاز خصائص التمويل في النقاط التالية:

- مورد مالي (المبالغ النقدية لا العينية والمعنوية).
- قيمته وتاريخ استحقاقه معلومان مسبقا (يقدم وفق الحاجة ووقت الحاجة).
- غرضه تطوير المشاريع الاستثمارية (الخاصة أو العامة).

بناء على التعاريف السابقة الذكر يمكن وضع تعريف شامل للتمويل وذلك من خلال جمع النقاط المشتركة بين مختلف التعاريف وخصائص التمويل المنبثقة عنها، إذ يمكن القول أن:

التمويل: هو عملية توفير وإدارة الموارد المالية بمختلف مصادرها (المملوكة والمقترضة)، بهدف توظيفها في تمويل المشاريع الاستثمارية أو عمليات الاستغلال بغية ضمان استمرار نشاط المؤسسة.

2. التمويل التقليدي:

تصنف السوق المالية إلى تمويل تقليدي، وتمويل سلوكي* تم تطويره مؤخرا في وقت سابق من السوق المالية كان التركيز على نظريات التمويل التقليدية لفرضية السوق الفعالة ونموذج Harry Markowitz القائم على عقلانية المستثمرين.

تعتمد النظرية التقليدية على مفهوم أن المستثمرين يتصرفون بعقلانية إذ هدفهم هو تعظيم الربح وعادة ما يكرهون المخاطرة³، قسم كينز عناصر النظام النقدي إلى تداول صناعي يعتمد على الإنتاج وتداول مالي يعتمد على المعاملات المالية، وفقا لذلك تظهر العلاقة بين التداول الصناعي والتداول المالي بطريقتين: الأولى هو أن رائد الأعمال (المستثمر) الذي يملك رأس مال ويريد الاستثمار أو توسيع وضعه الحالي يمكنه الوصول إلى المزيد من رأس المال الإجمالي عن طريق طلب القروض، والثاني هو أن الأموال

¹-عدنان هاشم، رحيم السامرائي، الإدارة المالية، الجامعة المفتوحة، عمان، الأردن، 1997، ص 23.

²- حمزة الشبيخي، ابراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1998، ص 20.

*التمويل السلوكي Behavioral finance: تمويل يعنى بدراسة المتغيرات النفسية التي تؤثر في صنع القرارات الاستثمارية.

³- Assia Kamoune and Nafii Ibenrissoul, "Traditional versus Behavioral Finance Theory," International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics, Vol 3, no.2-1, 2022, P284.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

الفائضة تتجه إلى التداول المالي من خلال وسيط مالي مباشر¹ وعلى هذا الأساس يأتي التمويل التقليدي في شكله المباشر والذي يعرف باللاوساطة المالية حيث تلجأ وحدات العجز إلى إصدار أوراق مالية والحصول على التمويل مباشرة ، وغير المباشر عن طريق الوساطة المالية أي بتدخل المؤسسات المالية(البنوك) وهو ما نقصده بالتمويل التقليدي في مبحثنا هذا.

1.2. مفهوم التمويل التقليدي:

تعددت تعاريف التمويل التقليدي (التمويل البنكي) أهمها على سبيل الذكر لا الحصر ما يلي:²

- **التعريف الأول:** تمويل غير مباشر يتم عبر الوساطة المالية، حيث تقوم البنوك بجمع المدخرات والودائع من الجمهور وتوجهها للأفراد والمؤسسات الطالبة للتمويل، وذلك مقابل دفع فوائد محددة³.
- **التعريف الثاني:** هو عملية تسهيل مالي يقدمه البنك لطالب التمويل عند الحاجة، بمقابل يتضمن فائدة أو عمولة محددة، يهدف هذا التسهيل إما لتغطية العجز في السيولة وبالتالي المساعدة على استمرارية النشاط المعتاد للعميل، أو الإقراض لأغراض استثمارية.
- **التعريف الثالث:** هو الثقة التي يمنحها البنك لشخص ما سواء كان طبيعياً أو اعتبارياً، بمنحه مبلغاً مالياً لاستخدامه في غرض محدد، خلال فترة زمنية متفق عليها، وفق شروط معينة لقاء عائد مالي متفق عليه وبضمانات تمكن البنك من استرداد مبلغ القرض المقدم في حال تعذر على العميل سداؤه.
- **التعريف الرابع:** توفير الأموال الضرورية للأفراد والمؤسسات والمنشآت في المجتمع، بشرط تعهدهم بسدادها كاملة مضافاً إليها الفوائد والعمولات المستحقة عليها والمصاريف المرتبطة بها، سواء على دفعة واحدة أو في شكل أقساط تستحق في تواريخ معينة تقوى هذه العلاقة بتقديم مجموعة من الضمانات التي تكفل للبنك استرداد أمواله في حالة تعثر العميل وعدم قدرته على السداد، تجنباً لأي خسارة مالية.

بناء على التعاريف السابقة الذكر يمكن وضع تعريف شامل للتمويل التقليدي وذلك من خلال جمع النقاط المشتركة بين مختلف التعاريف لسد جوانب القصور فيها، إذ يمكن القول أن:"

¹- Ibrahim Yasar Gok, ed., Handbook of Research on Global Aspects of Sustainable Finance in Times of Crises (Hershey, PA: Business Science Reference, 2022), P357.

²-سميرة مناصرة، "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين التمويل التقليدي والتمويل المستحدث دراسة حالة-ولاية أم البواقي-"، أطروحة دكتوراه تخصص مالية وبنوك، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016، ص 107.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

التمويل التقليدي: هو عملية تزويد الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين بالأموال اللازمة لمباشرة أعمالهم التجارية أو الاستثمارية، مقابل التعهد بدفع قيمة التمويل مضافا إليها فوائده في مواعيد محددة مع توفير ضمانات تكفل استرداد البنك لأمواله في حالة التعثر المالي لطالب التمويل.

2.2. مخاطر التمويل التقليدي:

يصاحب التمويل التقليدي جملة من المخاطر التي تمس كل من طالب التمويل والبنك يمكن إيجازها فيما يلي:¹

1.2.2. مخاطر مرتبطة بالإقراض:

- **المخاطر التشغيلية:** يترتب هذا النوع من المخاطر عن العمليات اليومية للبنوك، ويرتبط بمدى توفر اليد العاملة الكفاء، فالتداخل والتعقيد الذي أصبحت تتسم به الخدمات البنكية، جنبا إلى جنب مع تطور التقنيات المستخدمة في تقديم هذه الخدمات، مضافا إليه عدم قدرة بعض العاملين في تلك البنوك على فهم واستيعاب والاستفادة من هذه التطورات، أدى إلى ظهور هذه المخاطر واحتلالها حيزا كبيرا من الوقت والجهد والتفكير من قبل إدارات البنوك التجارية للتعامل معها، من أمثلتها: المخاطر المهنية، الاحتيال المالي، التزوير، تزيف العملات، السرقة، الجرائم الإلكترونية.
- **مخاطر السيولة:** يقع البنك في هذا النوع من المخاطر في حال عدم التوافق الزمني لكل من آجال استحقاق القروض الممنوحة، وآجال استحقاق الودائع وكذلك عدم قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته قصيرة الأجل تعرضه لحدوث العجز المالي الذي يقود إلى إفلاسه، أو تضرر سمعته "مخاطر السمعة".
- **مخاطر السمعة:** وتنشأ هذه المخاطر نتيجة الفشل في التشغيل السليم للبنك بما لا يتماشى مع الأنظمة والقوانين الخاصة بذلك، والسمعة عامل مهم للبنك، حيث إن طبيعة الأنشطة التي تؤديها البنوك تعتمد على السمعة الحسنة لدى المودعين والعملاء.
- **مخاطر عدم التسديد أو عدم التحصيل:** أي خطر فقدان جزء أو كل القرض، بسبب عدم تمكن المقترض من الوفاء بالتزاماته عند تاريخ الاستحقاق.

¹- بالاعتماد على:

- عبلة لمسلم، "الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفي-دراسة مقارنة"، أطروحة ماجستير تخصص علوم اقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006، ص 33-27.

- بلعجوز حسين، غزي محمد العربي، "دراسة مقارنة لمخاطر التمويل المصرفي بين النظام الكلاسيكي والقيمي"، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006، ص 5.

- سميرة مناصرة، مرجع سبق ذكره، ص 143-146.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

- مخاطر عدم الملاءة: تعرف الملاءة المالية بالرصيد الصافي للبنك بمعنى الفرق بين قيمتي استعملاته والتزاماته، ويتمثل خطر عدم الملاءة في الحالة التي يسجل فيها البنك عجزاً في أمواله الخاصة وذمته المالية إلى درجة يستحيل فيها تغطية المخاطر والخسائر المحتملة الوقوع بحيث لا يتوفر على سيولة ولا على أصول أخرى يواجه بها خصومه، ويظهر خطر عدم الملاءة المالية كنتيجة لمختلف المخاطر التي يتعرض لها البنك بما في ذلك مخاطر عدم التحصيل ومخاطر السيولة التي تؤثر على رأس مال البنك واحتياطياته.
- مخاطر السحب على المكشوف: تنشأ نتيجة سحب العميل أموال من البنك دون توافر الأموال المستحقة في حسابه، وذلك بفضل الثقة القائمة بين العميل والبنك.
- مخاطر سعر الفائدة: ينشأ هذا النوع من المخاطر نتيجة لتقلبات أسعار الفائدة في السوق المالية، وما ينجم عنها من خسائر ملموسة للبنك في حالة عدم اتساق آجال تسعير كل من الالتزامات والأصول، ومخاطر أسعار الفائدة تعني تراجع الإيرادات نتيجة لتقلبات أسعار الفائدة، فبالنسبة للمقترضين ارتفاع أسعار الفائدة يحملهم تكاليف أكبر، أما بالنسبة للبنوك فإن انخفاض أسعار الفائدة هو ما يسبب لهم الخسائر، من أمثلتها: مخاطرة إعادة التسعير والتي تنشأ من الاختلافات الزمنية في فترة الاستحقاق (للأسعار الثابتة) وأسعار أصول البنك (العائمة)، ويتوقف مقدار مخاطر أسعار الفائدة على مدى اختلاف أسعار الفائدة عن التوقعات التي بنيت عليها الفجوة بين آجال تسعير الالتزامات والأصول ومدى تمكن البنك من تصحيح وضعه في الوقت المناسب.

2.2.2. المخاطر الاقتصادية: وتتمثل فيما يلي:

- مخاطر مرتبطة بطبيعة النشاط الممول: وما قد يطرأ عليه من تغيرات في نشاط الاستغلال أو الإنتاج (مثل تقلبات الأسعار الدولية أو الداخلية، نقص التمويل، وجود سلع منافسة).
- مخاطر عملية التمويل: ترتبط هذه المخاطر بشروط العملية محل التمويل، ووضعية العميل، حيث كلما كانت هذه الوضعية والشروط مواتية لتنفيذ العملية، كلما قلت المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها البنوك.
- مخاطر تقلبات أسعار الصرف: مخاطر ناتجة عن تدهور قيمة أرصدة البنوك أو القروض بالعملة الأجنبية، مما يؤثر سلباً على القيمة الحقيقية للقرض عند حلول أجله.
- مخاطر التضخم: وهي المخاطر الناتجة عن ارتفاع المستوى العام للأسعار ومن ثم انخفاض القوة الشرائية للعملة، إن عدم استقرار معدلات التضخم يشكل خطراً كبيراً بالنسبة للبنك قد يؤدي إلى تحميله خسائر فادحة.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

3.2.2. مخاطر أخرى: تتعلق بالأوضاع العامة والمحيط الاقتصادي، الاجتماعي السياسي، وما ينجم من أزمات وأخطار يصعب عادة التنبؤ بها، وبالتالي يصعب التحكم فيها، من أمثلتها:

- المخاطر القانونية: ينتج هذا النوع من المخاطر نتيجة احتمال مخالفة البنوك تطبيق القوانين الرقابية والقواعد التشريعية المؤثرة عليها بشكل سلبي، وتشير هذه المخاطر إلى التأثيرات الذي تخلقها تشريعات الدول التي تعمل فيها البنوك والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند تقييم المخاطر، وتتضمن هذه التشريعات السياسات المرتبطة بالتعريفات الجمركية وحصص الاستيراد والضرائب والإعلانات وأي أمور أخرى تمس بالاستثمارات، لذا يتعين على إدارة البنك أن تكون على دراية بكافة تشريعات الدول التي تعمل بها، وبالأخص تلك المتعلقة بالعملاء.

المطلب الثاني: صعوبات تمويل المؤسسات الناشئة في ظل التمويل التقليدي.

تتأثر الأسواق المالية ومعاملات التمويل عموماً بصعوبات الاختيار السلبي* والمخاطر الأخلاقية*، التي قد تتفاقم في حالة الأعمال التجارية المبتكرة والمؤسسات الناشئة، وفيما يلي عرض لأبرز هذه الصعوبات.

1. صعوبات تمويلية تتعلق بطبيعة المؤسسة الناشئة والهيئات التمويلية:¹

- عدم اليقين والمخاطرة: يشارك رواد الأعمال في عمليات الابتكار التي تكون نتائجها غير مؤكدة فهم يتعاملون مع سلع غير مادية مثالها المعرفة، والتي يصعب التنبؤ بعوائدها، بالإضافة إلى ذلك تواجه المؤسسات الناشئة افتقاراً هيكلية للأصول الملموسة، حيث تنحصر أصولها في المراحل الأولى من حياتها في الأصول غير الملموسة مثل براءات الاختراع، والتي يصعب تقييمها من جهة، وتحديد مخاطرها من جهة أخرى بسبب تفضيل رواد الأعمال عدم الكشف عن معلومات حول ابتكاراتهم للمستثمرين في مراحل مبكرة خوفاً من مخاطر التقليد، الأمر الذي يحول دون حصولهم على التمويل في الوقت المناسب.²

*الاختيار السلبي Adverse Selection: يشير الاختيار السلبي في المعاملات المالية إلى الحالة التي يكون فيها العملاء ذوي المخاطر العالية الأكثر طلباً للقروض والخدمات مالية مقارنة بالعملاء ذوي المخاطر المنخفضة.

* المخاطر الأخلاقية Moral hazard: تشير إلى سلوكيات الأفراد أو الكيانات الذين يتحملون مخاطر عالية لإدراكهم أنهم محميون من عواقبها.

¹ - أبو الريحان فاروق وآخرون، "دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر حالة الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة"، بوزرب خير الدين، عريس عمار، إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، جامعة جيجل بالتعاون مع فرقة البحث التنوع الاقتصادي كآلية للحد من البطالة في الجزائر في ظل تقلبات أسعار النفط، الجزائر، 2021، ص 330-331.

² - Calvino, F., C. Criscuolo and C. Menon, "No Country for Young Firms?: Start-up Dynamics and National Policies", OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 29, OECD Publishing, Paris, 2016, PP 9-10. <http://dx.doi.org/10.1787/5jm22p40c8mw-en>.

- نقص مستوى الثقة في المؤسسات الناشئة: غياب الممارسات المالية والنشاطات التجارية السابقة في المؤسسات الناشئة يحول دون القدرة على معرفة جدارتها الائتمانية، كما يقفا عائقا أمام حصولها على التمويل بسبب عدم توافر القوائم المالية والمعطيات المتعلقة بمستوى السيولة ونسب الاستقلالية، الأمر الذي يدفع بالهيئات المالية المانحة للتمويل والموردين وغيرهم من أصحاب المصلحة إلى التحفظ في تعاملاتهم مع هذا النوع من المؤسسات.
- نقص الضمانات: إلى جانب الافتقار إلى التاريخ الائتماني، عادة ما تعاني المؤسسات الناشئة من نقص الضمانات اللازمة للحصول على التمويل وذلك بسبب انخفاض حجم أصولها الرأسمالية (المباني والآلات والعقارات وما إلى ذلك) التي تقدم كضمان للهيئات المالية المانحة للتمويل¹، وللإضافة غالبا ما تتجاوز احتياجات التمويل التشغيلي للمؤسسات الناشئة مستوى الضمانات التي تستطيع توفيرها وعليه يعتبر مشكل نقص الضمانات من أهم الصعوبات التي تعاني منها هذه المؤسسات وتسبب لها محدودية كبيرة في الحصول التمويل.
- نقص الخبرة في التعامل مع الهيئات المالية: يؤدي كل من عدم توفر المؤسسة الناشئة على الخبرة الكافية في مجال المعاملات المالية، وضعف الخبرة الإدارية والتنظيمية للمؤسسين إلى نقص في موثوقية السجلات المالية الخاصة بها، الأمر الذي يصعب عليها التعامل مع الهيئات المالية المانحة للتمويل ويحتم عليها الاستعانة بالخبرات من خارج المؤسسة.
- الاحتياج الدائم إلى التمويل: تحتاج المؤسسات الناشئة إلى التمويل بداية من مرحلة الانشاء وصولا إلى مرحلة النضج، حتى وبعد هذه المرحلة "التخارج" تستمر حاجة المؤسسة الناشئة للتمويل، وفي هذه المرحلة عادة ما تواجه المؤسسات الناشئة صعوبات تتعلق بقوانين الهيئات المالية المانحة للتمويل التي تحدد فترات معينة للتمويل عادة ما تقتصر على المراحل المبكرة في دورة حياة المؤسسة الناشئة.

2. صعوبات تمويلية تتعلق بالسياسات التنظيمية في الدول:²

يرتبط الوصول إلى التمويل في البداية ارتباطا جوهريا بخصائص أصول المؤسسة الناشئة والهيئات المالية، ليتوسع بعد ذلك ويمس النموذج الاقتصادي للدول، ويدعم هذا عدد من الدراسات التجريبية، على سبيل المثال جادل كل من Bottazzi, Secchi and Tamagni بأن القيود المالية التي تفرضها الدول تمنع

¹ -Idem, P10.

²- Ibidem.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

المؤسسات سريعة النمو وخاصة المؤسسات الناشئة من الاستفادة من فرص النمو¹، كما يؤكد البعض الآخر منها على أن الصناعات الأكثر اعتمادا على التمويل الخارجي تنمو بشكل أسرع نسبيا في البلدان ذات الأسواق المالية الأكثر تطورا، الأمر الذي يعزز الدور الذي تلعبه التنمية المالية في الدول، والجدير بالذكر أن مجموعة من المساهمات النظرية تشير إلى أن معظم النظم المالية المتقدمة تخفف من قيود التمويل الخارجي خاصة بالنسبة للمؤسسات الناشئة والصغيرة مما يعزز النمو الاقتصادي لهذه الدول في نهاية المطاف.

المطلب الثالث: آليات معالجة صعوبات التمويل التقليدي للمؤسسات الناشئة.

نظرا لتوافق الآراء بشأن إخفاقات السوق المالية في تمويل المؤسسات الناشئة والصغيرة، وضعت الحكومات عددا من السياسات وبرامج الدعم المالي للحد من صعوبات حصول هذا النوع من المؤسسات على التمويل، مثالها:

1. برامج ضمان الائتمان العامة: هي برامج تسهل حصول المنشآت بالقطاع الخاص عموما على الائتمان من المؤسسات المالية والمصرفية، عن طريق تقديم الضمانات اللازمة لتغطية مخاطر القروض الممنوحة من قبل هذه الأخيرة، حيث تهدف هذه البرامج إلى المساعدة في التغلب على إخفاقات السوق المالية والافتقار إلى الضمانات التي قد تواجهها بعض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عند محاولة الحصول على التمويل²، إذ ينظر أحيانا إلى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم والشرائح المميزة منها، مثل تلك التي تتمتع بإمكانات نمو عالية "المؤسسات الناشئة" على أنها مؤسسات تتلقى تمويلا أقل من حاجتها، يمكن أن يحدث هذا الوضع في سياق المؤسسات الكبيرة والصغيرة على حد سواء، ولكن من المرجح أن تكون مشاكل الاختيار السلبي أكثر حدة في حالة المؤسسات الصغيرة والناشئة وهذا ما يعكسه عدم التناسب بين تكلفة تقييم الجدارة الائتمانية للمؤسسة الناشئة والعائد المالي المحتمل، فبما أن تكاليف تقييم الجدارة الائتمانية لا ترتفع بنسبة خطية مع حجم المؤسسة التي تبحث عن التمويل، فإن المؤسسات الناشئة والصغيرة تتحمل تكاليف أكبر من ناحية التقييم الائتماني مقارنة بالمؤسسات المتوسطة والكبيرة³.

¹ - Giulio Bottazzi, Angelo Secchi, and Federico Tamagni, "Financial Constraints and Firm Dynamics," Small Business Economics, Vol 42, no. 1, 2014, P113., <https://doi.org/10.1007/s11187-012-9465-5>.

² - أسامة نجار، "دور مؤسسات ضمان الائتمان في تعزيز قاعدة الائتمان المصرفي للمشاريع الصغيرة والمتوسطة في فلسطين (2006-2008)"، دراسة حالة، جامعة بيرزيت، فلسطين، 2008، ص 6.

³ - Sebastian Schich, et al., "Evaluating Publicly Supported Credit Guarantee Programmes for SMEs," OECD, 2017, P 8-9. www.oecd.org/finance/Evaluating-Publicly-Supported-Credit-Guarantee-Programmes-for-SMEs.pdf

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

وعلى غرار أي نوع آخر من آليات التدخل للحد من الصعوبات التي تواجه تمويل المؤسسات الناشئة، يمكن لبرامج ضمان الائتمان العامة توليد فوائد اقتصادية واجتماعية من حيث الحفاظ على فرص العمل أو خلقها، زيادة الاستثمار وتعزيز الإنتاجية، وذلك مقابل تحمل التكاليف التشغيلية وتكاليف الفرصة البديلة للأموال العامة. بالإضافة إلى ذلك يمكن أن يكون لهذه المخططات عواقب غير مقصودة مثلها توجيه التمويل إلى مؤسسات لا تستخدمه بشكل فعال، التقليل من حوافز استحداث وتطوير مصادر تمويل بديلة، خلق انحرافات عن تكافؤ الفرص بين المؤسسات التي تستفيد من ضمانات الائتمان وتلك التي لا تستفيد منها، ولتقييم ما إذا كانت برامج ضمان الائتمان تحقق نطاقها بفعالية، من المهم إجراء تقييمات دورية، لا سيما وأنها يمكن أن تساعد واضعي السياسات على تحسين عناصر تصميم هذه البرامج¹.

2. الوساطة الائتمانية: استحدثت العديد من الدول الوساطة الائتمانية، كآلية جديدة عادة ما تكون مؤقتة لمعالجة مشكلة عدم تناسق المعلومات في عملية تقييم المخاطر والتي كثيرا ما تحد من إمكانية حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم والناشئة على التمويل، وكانت فرنسا أول دولة تضع خطة وساطة ائتمانية سنة 2008، تلتها بلجيكا في سنة 2009 وألمانيا في سنة 2010، وقد أدخلت دول أخرى آليات مماثلة تحت أسماء وعلى مستويات مختلفة، مثلها أيرلندا التي أنشأت مكتبا لمراجعة الائتمان سنة 2010، وإسبانيا التي أطلقت برنامج تسهيل الائتمان في سنة 2011، والمملكة المتحدة التي أنشأت نظام مستقل لمراجعة الائتمان سنة 2012 للإشراف على عملية الطعن في رفض الائتمان في أكبر البنوك البريطانية، وتشترك هذه المخططات في هدف تيسير حصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم والناشئة على التمويل بعد رفض الهيئات المالية طلبها للائتمان كلياً أو جزئياً، وفي جميع المخططات تتمثل الآلية الرئيسية المتبعة لتحقيق هذا الهدف في تضيق فجوة تباين المعلومات بين المؤسسات الطالبة للائتمان والهيئات المالية غير المستعدة للإقراض في ظل الظروف الراهنة، وذلك من خلال إجراء تقييم مستقل، في حال جاء إيجابياً يتم تقديم معلومات إضافية إلى الهيئات المالية، أو الجمع بين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم والناشئة ومؤسسات الائتمان مع تدخل أطراف أخرى ذات خبرة كهيئات دعم لتسوية الاختلافات بينها، أما في حال جاء سلبياً فيتحول دور المخططات إلى آلية لضمان وصول المشاريع الصغيرة والمتوسطة الحجم والناشئة إلى عملية استئناف عادلة وشفافة من خلال تسهيل تبادل المعلومات، وكذلك تعلم وتطوير مهارات الإبلاغ المالي².

كما تعالج آلية الوساطة الائتمانية فشلاً رئيسياً في السوق والناشئ أساساً عن عدم تماثل المعلومات فبسبب عدم توافر المعلومات الكاملة عن المؤسسة الناشئة وتاريخها الائتماني تواجه الهيئات المالية

¹- Idem, P8.

²- Lucia Cusman, "Credit Mediation for SMEs," OECD, 2018, P10. <https://dx.doi.org/10.1787/24072c0d-en>

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

والمثلة عادة في البنوك صعوبات في التمييز بين المخاطر الجيدة والمخاطر السيئة المرتبطة بها "الاختيار السلبي" وفي مراقبة المقترضين بمجرد تقديم الأموال "الخطر الأخلاقي"، ومن الممكن استخدام التغيرات في أسعار الفائدة للتعويض عن هذه المخاطر، ولكن البنوك قد تردد في زيادة أسعار الفائدة، اعتقادا منها بأن هذا قد يؤدي إلى محفظة قروض أكثر خطورة من خلال استبعاد المقترضين ذوي المخاطر الأقل، الأمر الذي يشكل حافزا إضافيا للانخراط في مخططات الوساطة الائتمانية.

3. القروض الميسرة: تشير إلى نوع القروض التي تتمتع بشروط وأحكام أكثر مرونة مقارنة بالقروض التقليدية، فغالبا ما يتم تقديم هذه القروض من قبل الحكومات أو المنظمات التنموية لدعم رواد الأعمال الذين يمتلكون مشاريع تجارية قابلة للتطبيق ويواجهون صعوبة في الحصول على التمويل، وتبنت العديد من دول الاتحاد الأوروبي برامج قروض ميسرة من أمثلتها "قروض الشرف" التي وفرت لأجيال عديدة من أصحاب المشاريع في إيطاليا وفرنسا مزيجا من المنح والقروض بدون فوائد، تسمى قروض الشرف بذلك لأنه يتم الحصول عليها مقابل كلمة شرف المقترض دون الحاجة إلى أي نوع من الضمانات¹.

4. التمويل الأصغر: تهدف الائتمانيات الصغرى إلى معالجة حواجز السوق والحواجز الثقافية في الوقت نفسه، كون أن المصارف التجارية تقرض مقابل تقديم ضمانات وتضع في اعتبارها نوعا من الأعمال التجارية لا يتناسب بالضرورة مع النوع الذي يديره رواد الأعمال، ونظرا إلى حاجة هؤلاء إلى مجموعة متنوعة من الخدمات المالية، تطور مفهوم الائتمانيات الصغرى ليشمل المزيد من الخدمات المالية والغير مالية بعد أن كان مرادفا لمفهوم الإقراض الأصغر الذي يشير إلى المعنى الضيق للتمويل الأصغر حيث يقتصر على تقديم القروض الصغرى فقط²، فإذا اقترن الائتمان البالغ الصغر بالثقيف المالي والمشورة في مجال الأعمال التجارية، فإنه يمكن أن يعالج حواجز المهارات للحصول على التمويل أيضا وهنا يسمى بالتمويل الأصغر. يشير التمويل الأصغر في الاتحاد الأوروبي إلى قروض تقل عن 25000 يورو تمنح للمؤسسات الصغيرة التي توظف أقل من عشرة موظفين، والأفراد العاملين لحسابهم الخاص أو العاطلين عن العمل والأفراد غير النشطين الراغبين في الانتقال إلى العمل الحر ولكن ليس لديهم إمكانية الوصول إلى الخدمات المصرفية التقليدية³، وفيما يتعلق بالخدمات المقدمة تجمع معظم مؤسسات التمويل الأصغر بين الائتمان ودعم الأعمال التجارية والخدمات المالية الأخرى مثل الائتمان

¹ -OECD and European Commission, "Policy brief on access to business start-up finance for inclusive entrepreneurship," EU publications, Luxembourg, 2014, P11. <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/cfb2ed19-96bf-4fef-a503-30af58886097>.

² - برارمة رمة، مهادي سلمى، "التمويل الأصغر كآلية لتحقيق التنمية الاقتصادية في البلدان النامية - تجربة السودان، المغرب، بنغلادش والجزائر"، مجلة الاقتصاد الدولي والعمولة، المجلد3، العدد2، جامعة ميزان عاشور، الجزائر، 2020، ص 62.

³ - OECD and European Commission, Op.cit, P14.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

الاستهلاكي، التأمينات، تضاف إليها في بعض الأحيان خدمات غير مالية كتقديم التدريب والتعليم المالي للمقترضين¹.

يعتمد نموذج أعمال مؤسسات التمويل الأصغر على توفير ما يلي:²

- تقديم قروض صغرى وقصيرة الأجل (غالباً أقل من سنة) بشكل متكرر وعلى دفعات أسبوعية أو شهرية لتمويل رأس المال العامل للمؤسسة، مع تبسيط عملية سداد أقساط هذه القروض من خلال توفير أنماط دفع أسبوعية أو شهرية وحتى يومية في بعض برامج التمويل الأصغر.
- طلب ضمانات سهلة ومستحدثة كنظام ضمان المجموعة وفيه يكفل الأعضاء بعضهم بعضاً بالتبادل لضمان السداد؛ أو أسلوب الادخار الإلزامي الذي يلزم المؤسسات المقترضة بتكوين مدخرات، يتم تحديد مبلغ وتوقيت ومستوى الوصول إليها من خلال سياسات المؤسسة المقرضة³، بدلاً من استخدام الضمانات العينية.
- تقديم خيارات تمويلية متنوعة تتضمن القروض الفردية والقروض الفردية المتدرجة، القروض الجماعية وخدمات التوفير، بالإضافة إلى خدمات متابعة السداد ومتابعة المشروعات والنصح والمشورة المالية، وذلك مقابل ضمانات ميسرة مقارنة بالتمويل البنكي التقليدي.
- تبسيط وتسهيل عملية طلب القروض وإجراءات صرفها، وتصميمها بما يتلاءم مع الأفراد ذوي الدخل المنخفض والخبرة المالية المحدودة.

5. التمويل الإسلامي: برز التمويل الإسلامي في العقود الأخيرة كواحد من أهم أشكال التمويل البديلة في العالم المالي، حيث كان هناك دائماً طلب بين المسلمين على المنتجات والخدمات المالية التي تتوافق والشريعة الإسلامية، مع تطوير بدائل إسلامية قابلة للتطبيق، بدأ المسلمون وغير المسلمين في استخدام حلول متوافقة مع الشريعة الإسلامية لتلبية احتياجاتهم المالية، ويشترك نظام التمويل الإسلامي في وظائف مماثلة للنظام المالي التقليدي مضافاً إليها مبادئ الشريعة الإسلامية، إذ تحظر الخدمات المصرفية الإسلامية الربا والمعاملات التي تنطوي على عنصر الفائدة، الأساس المنطقي الاقتصادي وراء القضاء على الربا (الفائدة) هو إنشاء نظام مالي قائم على قيمة العدالة والمسؤولية الاجتماعية، والمساواة، والاستقرار،

¹ -محمد مصطفى غانم، "واقع التمويل الأصغر الإسلامي وآفاق تطوره في فلسطين -دراسة تطبيقية على غزة"، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، قسم محاسبة وتمويل، فلسطين، 2010 ص10.

² - Thomas W. Dichter, Malcolm Harper, and Practical Action (Organization), eds., What's Wrong with Microfinance? ([Jaipur: Rawat Booksellers], 2007), P 51-57.

³ - José Manuel Sáiz Álvarez, ed., " The Effect of Microfinance on Poverty Reduction in Developing Economies," Handbook of Research on Social Entrepreneurship and Solidarity Economics, A Volume in the Advances in Finance, Accounting, and Economics (AFAE) Book Series (Hershey, PA: Business Science Reference, An Imprint of IGI Global, 2016), P312.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

والنمو، كما يشجع النظام البنكي الإسلامي تقاسم المخاطر والعائد بين المستثمرين ورجال الأعمال لضمان الحصول على عوائد عادلة بناء على نسبة المشاركة في رأس المال والخدمات المقدمة (مبدأ تقاسم الأرباح والخسائر، حيث لا يتقاضى البنك الإسلامي أي فائدة على التمويل المقدم للعملاء، ولكنه يشارك في العائد الناتج عن استخدام الأموال، من ناحية أخرى يحصل المودعون على حصتهم من أرباح البنك بناء على نسبة محددة مسبقاً)، وهو ما يروج لموضوع "الأعمال المصرفية للجميع"¹.

يعالج التمويل الإسلامي إشكالية ارتفاع تكلفة التمويل بالنسبة للمؤسسات الناشئة والتي غالباً ما ترتبط بارتفاع أسعار الفائدة المقترنة بارتفاع المخاطرة في هذا النوع من المؤسسات، غير أن هذه السمة يمكن أن تتعارض وأحد مبادئ التمويل الإسلامي والمتمثلة في حظر الغرر حيث أن النظام المالي الإسلامي لا يشجع المعاملات التي تتميز بالغرر الشديد (عدم اليقين)، وبموجب هذا الحظر ينبغي أن تكون أي معاملة اقتصادية يقوم بها خالية من عدم اليقين والمخاطرة الشديدة، أما من الناحية التجارية يعني الأمر القيام بمشروع أعمى دون معرفة كافية أو إجراء معاملات محفوفة بالمخاطر بشكل مفرط، وللإشارة فإنه يمكن السماح بعدم اليقين البسيط عند الضرورة، أما الحظر فينطبق على الحالة التي لا يكون فيها المقترض في وضع يسمح له بتسليم الخدمة أو المنتج إلى العملاء أو عندما يكون موضوع البيع غير قابل للاقتناء وعلى هذا النحو ينبغي أن يكون لدى الأطراف المتعاقدة معرفة تامة بالخدمة أو المنتجات المقابلة المقرر تبادلها نتيجة لمعاملاتهم².

¹ -Nafis Alam, Lokesh Gupta, and Zamani Abdolhossein, Fintech and Islamic Finance: Digitalization, Development and Disruption (Cham: Palgrave Macmillan, 2019), P64-65. <https://doi.org/10.1007/978-3-030-24666-2>.

² -Idem, P 67-68.

المبحث الثاني: الآليات الحديثة لتمويل المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة.

ساهمت السياسات وبرامج الدعم المالي المنتهجة في ظل التمويل التقليدي في الحد نوعاً ما من الصعوبات التي تواجهها المؤسسات الناشئة في الحصول على التمويل ومع ذلك، وبالنظر إلى القيود الحالية على الميزانيات الحكومية، فإنها حلول سياسية مكلفة، خاصة مع ارتفاع معدل الفشل ومقدار عدم اليقين المحيط بالمؤسسة الناشئة في مراحلها المبكرة، الذي يمكن أن رادعا للتمويل والاستثمار، وعليه تلجأ المؤسسات الناشئة في هذه الحالة إلى البحث عن آليات تمويل جديدة يمكن أن تكمل دور الآليات التقليدية وتتناسب مع مرحلة نموها الحالية.

المطلب الأول: دواعي توفير آليات تمويل حديثة.

جاءت دواعي توفير آليات تمويلية حديثة كحلول للصعوبات التمويلية المرتبطة بخصائص المؤسسات الناشئة.

1. نقص الخبرة في التعامل مع الهيئات المالية: غالباً ما تضطر المؤسسات الناشئة إلى الاستعانة بمصادر تمويل خارجية لتوفير احتياجاتها من رؤوس الأموال، بسبب ضعف قدرتها على التمويل الذاتي، غير أن خياراتها في هذا المجال تظل محدودة، إذ تكاد البنوك أن تكون الخيار المتاح الوحيد، حيث تبين الإحصائيات أن أغلب المؤسسات الناشئة يكون مآلها الفشل نتيجة عجزها عن تسديد القرض بالإضافة إلى الفوائد المتراكمة عنه، زيادة على هذا فإن طول فترة دراسة ملفات طالبي القروض، وكثرة الإجراءات وتعقيدها مع طلب ضمانات على هذه القروض، جعل أصحاب هذه المشاريع في وضعية حرجة، وحتى في حال تمكنهم من الحصول على القروض فسيقعون في مشكل ارتفاع نسب الفوائد، وعدم تمكنهم من تسديدها خاصة المراحل المبكرة لمشاريعهم، ومن هنا وجب البحث عن آليات تمويلية لا يتوقف دورها في التمويل بل يتجاوزه إلى تقديم الدعم والاستشارة للمؤسسات الناشئة¹.

¹ -عبديش سامية، "شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة"، مذكرة ماجستير في القانون العام، فرع التنظيم الاقتصادي، جامعة قسنطينة 1، 2013، ص 10-11.

2. الافتقار للتدفقات النقدية: تميل المؤسسات الناشئة التي غالبا ما تحتاج إلى تمويل كبير إلى تفضيل تقسيم المخاطر مع المستثمرين بدلا من دفع الفائدة على القروض، بمعنى اللجوء إلى الاستثمار بدل الاقتراض من البنوك وذلك كون أنها تفتقر إلى التدفق النقدي في المدى القصير¹، كما تجدر الإشارة إلى أن البنوك من جهتها كذلك تحجم عن تمويل هذا النوع من المؤسسات كما ذكرنا مسبقا نظرا لارتفاع درجة المخاطر بها، في حين يتوجه المستثمرين للاستثمار في هذه الأخيرة سعيا منهم للحصول على العائد الضخم المحتمل في حالة نجاحها.
3. نقص مستوى الثقة في المؤسسات الناشئة: في مراحلها المبكرة، تكون المؤسسات الناشئة فكرة مبتكرة تحتاج إلى تمويل لتتحول إلى مؤسسة ناشئة، وعادة ما يكون التمويل الذاتي من أفراد الأسرة والأصدقاء غير كاف لتغطية التكاليف المرتبطة بمصاريف التسجيل وأعباء الدراسات، فإن حصولها على التمويل الخارجي في هذه المرحلة (غياب الأنشطة التجارية والمالية)، يبدو مستحيلا خاصة في ظل القيود التي تفرضها الجهات الرسمية للحصول على التمويل، وهنا بالتحديد تظهر الحاجة إلى وجود مستثمرين ملمين بمفهوم ريادة الأعمال الذين يملكون معرفة بالسوق تخولهم لرؤية آفاق المشروع ويركزون على فهم شخصية رائد الأعمال وروحه الريادية، وعليه تحركهم رغبتهم في دعم المشاريع الريادية في مجالات معينة ولا مانع لديهم من تحقيق مكاسب مالية مستقبلية من هذا الدعم².
4. نقص الضمانات: غالبا ما تواجه المؤسسات الناشئة صعوبة في توفير الضمانات اللازمة للحصول على التمويل، إذ يعود ذلك إلى نقص الأصول الرأسمالية لديها، مثل: الممتلكات والمعدات والعقارات، التي يمكن استخدامها كضمان للحصول على التمويل، وهو ما يستدعي توفير آليات تمويلية تتيح لها الحصول على التمويل دون الحاجة إلى توفير ضمانات، أو تسمح باستخدام الملكية الفكرية كضمان.
5. الاحتياج الدائم للتمويل: ما يميز المؤسسات الناشئة عن غيرها من المؤسسات هو "النمو"، ونظرا لأنها تعمل عادة في أسواق جديدة تحمل مخاطر عالية وتتضمن منافسة شديدة، فإنها تحتاج إلى تمويل مستدام يغطي كل مرحلة من مراحل نموها، وهو ما يؤكد ضرورة استحداث آليات تتناسب والمتطلبات التمويلية لكل مرحلة من مراحل نموها.

¹ -Randall S. Jones and MyungKyo Kim, "Promoting the Financing of SMEs and Start-Ups in Korea", OECD Economics Department, Vol 58, No 1162, 2014, P9.

²- Sanyal, Paroma, Mann, Catherine L , "The Financial Structure of Startup Firms: The Role of Assets, Information, and Entrepreneur Characteristics," Working Papers, No. 10-17, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, MA, 2010, P3-5.

المطلب الثاني: الآليات التقليدية لتمويل المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة.

تشير مصادر التمويل التقليدية للمراحل المبكرة للمؤسسات الناشئة إلى مصادر التمويل الراسخة التي لها سجل حافل في توفير التمويل، وتمثل فيما يلي:¹

1. الاستثمار الشخصي: هو أحد أقدم مصادر التمويل يشار إليه أيضا باسم التمويل الذاتي، والذي غالبا ما يكون استثمار الأموال الخاصة هو الخيار الأول المتاح لرواد الأعمال لمباشرة أعمالهم التجارية. حيث يستخدم العديد من رواد الأعمال ومؤسسي المؤسسات الناشئة مدخراتهم الشخصية كمصدر لتكوين رأس المال الأولي، كما قد يلجأ بعضهم إلى تصفية أصولهم الشخصية واستخدام الأموال كرأس مال أولي، أو استخدام هذه الأصول كضمان للحصول على القروض، وهو ما يطلق عليه "Bootstrapping" (عملية بناء الأعمال التجارية من الصفر دون جذب الاستثمار أو مع الحد الأدنى من رأس المال الخارجي) هي طريقة لتمويل المؤسسات الناشئة عن طريق تحمل المؤسسين تكاليف الانشاء، دون اللجوء إلى مشاركة الأسهم أو الاقتراض.²

2. أفراد الأسرة والأصدقاء: غالبا ما تحصل المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة على تمويل أولي من قبل أفراد الأسرة والأصدقاء المقربين لمؤسسيها، والذي يكون في شكل هبات أو قروض (الطريقة الأسهل)، ومع ذلك قد يتخذ أفراد الأسرة أو الأصدقاء المقربين قرار الاستثمار في المؤسسة الناشئة بناء على تقييمهم وإيمانهم الشخصي بالمؤسسين وأفكارهم³، ويعتمد مقدار التمويل الذي يمكن الحصول عليه من هذه المصادر بشكل كبير على الموارد المالية المتاحة لدى أفراد الأسرة والأصدقاء، ومدى ثقتهم في المؤسسين، حيث يقوم هؤلاء باستثمار أموالهم ومدخراتهم الشخصية بشروط ميسرة مقارنة بالبنوك أو المستثمرين الخارجيين (فائدة منخفضة أو معدومة)، فدافعهم من التمويل هو تقديم الدعم لرائد الأعمال لا الحصول على عوائد من الاستثمار.⁴

¹ -Jr Halt et al., Intellectual Property and Financing Strategies for Technology Startups, 1st ed. 2017 (Cham: Springer International Publishing: Imprint: Springer, 2017), P12-16., <https://doi.org/10.1007/978-3-319-49217-9>.

² -Carlos Lassala and Samuel Ribeiro-Navarrete, eds., Financing Startups: Strategic Risks, Funding Sources, and the Impact of Emerging Technologies, Future of Business and Finance (Cham, Switzerland: Springer, 2022), P72., <https://doi.org/10.1007/978-3-030-94058-4>.

³ - Christoph Kotsch, Which Factors Determine the Success or Failure of Startup Companies? :A Startup Ecosystem Analysis of Hungary, Germany and the US (Hamburg: Diplomica Verlag, 2017), P28.

⁴ - Robin P.G, Financing High-Tech Startups: Using Productive Signaling to Efficiently Overcome the Liability of Complexity (New York, NY: Springer Berlin Heidelberg, 2018), P17.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

في المقابل قد تشكل إدارة التمويل الأولى المتأتي من هذه المصادر تحدياً، حيث يميل رواد الأعمال ومؤسسو المؤسسات الناشئة إلى معاملة أفراد الأسرة والأصدقاء بشكل مختلف عن معاملة المستثمرين الخارجيين، ومن جهتهم يعتقد العديد من المستثمرين من أفراد الأسرة والأصدقاء أن استثماراتهم تكسبهم معرفة حول إدارة الأعمال، الأمر الذي من شأنه أن يؤدي إلى خلق صراعات وتحديات إضافية للمؤسسة الناشئة، ما يمكن من تجنب العديد من النزاعات المحتملة أو حتى القضاء عليها من خلال التعامل مع القروض والاستثمارات من أفراد الأسرة والأصدقاء بنفس الطريقة التي يتم التعامل بها مع القروض والاستثمارات المتحصل عليها من المستثمرين الخارجيين، وهو ما سيوفر لكلا الطرفين الإفصاح الكامل عن شروط التمويل ويخفف من احتمال حدوث خلافات في المستقبل.

3. **المنح والإعانات:** هي تحويلات رأسمالية يتم من خلالها نقل ملكية الأموال من المانح إلى المستفيد من المنحة دون مقابل مالي، يطلق على هذا النوع من التمويل "الأموال المجانية Free-Money"¹، ويشمل المساهمات المالية التي تقدمها الهيئات العامة أو الخاصة للمؤسسات الناشئة والمثلة في مختلف المنح والإعانات غير القابلة للسداد، جوائز المسابقات، والإعفاءات الضريبية، حيث تقوم السياسات والبرامج المانحة لهذا النوع من التمويل بتحويل المنح والإعانات في ظل ظروف معينة، فعادة ما تتضمن المنح شروطاً حول فترة وكيفية إنفاقها وذلك لمنع إساءة استخدام الموارد العامة²، كما أن التقدم بطلب الحصول على المنح قد يستغرق فترة زمنية طويلة، وبالنسبة للعديد من المؤسسات في مراحلها المبكرة قد لا يستحق السعي للحصول على المنح الجهد المبذول وسيكون في النهاية مضيعة للوقت لأن العملية بطيئة ومملة وغير مثمرة في كثير من الأحيان، ومع ذلك فإن الجهود المرتبطة بالتقدم بطلب الحصول على المنح يمكن أن تكون جديرة بالاهتمام بالنسبة للمؤسسات العاملة في الصناعات المؤهلة مثل المؤسسات الناشئة العاملة في مجال تطوير البرمجيات.
- واستناداً إلى ما سبق ذكره يجب أن تستهدف المؤسسات الناشئة المنح والإعانات التي تتناسب وتتوافق مع أهدافها واحتياجاتها التمويلية. وتختلف هذه المنح بناءً على الجهة المانحة لها لنجد:
- **المنح الحكومية:** المنح الحكومية للمؤسسات الناشئة متاحة على المستويين الإقليمي والمحلي، وعادة ما تتمحور حول مجموعة محددة من الصناعات، فعلى سبيل المثال نجد على المستوى الإقليمي يجب

¹ -George A. Shinkle and Jo-Ann Suchard, "Innovation in Newly Public Firms: The Influence of Government Grants, Venture Capital, and Private Equity," Australian Journal of Management, Vol 44, no. 2, 2019, P251.

² -OECD and European Commission, "Policy brief on access to business start-up finance for inclusive entrepreneurship," Op.Cit, P11.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

أن تكون المنح المقدمة للمؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة نادرة جداً، وتقتصر على بعض قطاعات الأعمال مثل التكنولوجيا المتقدمة أو البحث الطبي أو البحث العلمي والتطوير، في حين أنّ المستوى المحلي تميل فيه الحكومات المحلية إلى تقديم منح للمؤسسات الناشئة إذا كان لأعمالها تأثير إيجابي على المجتمع المحلي، مثل جذب السياحة أو خلق وظائف إضافية في المنطقة، أو تعزيز جوانب معينة من جدول الأعمال العام للحكومة المحلية، والتي غالباً ما تحمل المنح التي ترعاها الحكومة عدداً من متطلبات الأهلية الصارمة، ويخصص أغلبيتها للكيانات غير التجارية، مثل المنظمات غير الربحية أو المعاهد التعليمية التي تسعى لتطوير الصناعات المحلية.

- **المنح الخاصة:** "منح المؤسسات" هناك عدد من المنح الممولة من القطاع الخاص التي توفرها الشركات القائمة والمنظمات الخاصة، والتي عادة ما يكون للمنح الخاصة متطلبات تأهيل محددة حيث تمنح للمؤسسات الناشئة أو المؤسسات الصغيرة التي تتوافق أنشطتها التجارية مع أهداف المؤسسة المانحة أو ما تمثله، فعلى سبيل المثال توجد منح خاصة للمؤسسات الناشئة المملوكة للنساء والمؤسسات الناشئة المملوكة للأقليات.

المطلب الثالث: التمويل الجماعي كآلية حديثة لتمويل المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة.

يشير التمويل الجماعي إلى عملية قيام المؤسسة الناشئة بجمع رأس المال الأولي من العديد من الأفراد خارج نطاق أفراد الأسرة والأصدقاء، حيث أنّ صفاته الخاصة تجعله منه بديلاً مثالياً لطرق التمويل التقليدية التي تحول دون حصول المؤسسات الناشئة على كفايتها من التمويل خاصة في مراحلها المبكرة بسبب طبيعتها المحفوفة بالمخاطر.

1. ماهية التمويل الجماعي:

1.1. قراءة تاريخية للتمويل الجماعي: مر تطور التمويل الجماعي من فكرة إلى آلية تمويل بالمحطات الآتية:¹

إنّ فكرة التمويل الجماعي لست بالحديثة، حيث تم استخدام نهج مماثل لإدارة مخاطر الاستثمار قبل وقت الإنترنت في مجال الشحن، والتي تمثلت في اتفاقيات الضمان بين التجار وشركات الشحن وهي اتفاقيات أساسها تحميل الخسارة للأطراف المتعاقدة في حال فقدان البضائع، أما في حال وصولها سالمة فيتحصل كلا الضامنين على نصيب نسبي من الأرباح، وقد وفر هذا النهج التمويل اللازم لتنفيذ المشاريع عالية المخاطر وفي الوقت عينه مكن من التنوع الناجح للمخاطر المرتبطة بالمشروع بين الأطراف.

وتعود المبادئ الأساسية لأعمال التمويل الجماعي إلى أوائل القرن الثامن عشر في أيرلندا حيث أسس جوناثان سويفت صندوق القروض الأيرلندي الذي تمثل دوره في تقديم قروض بمبالغ صغيرة

¹ -Rotem Shneor et al, Advances in Crowdfunding: Research and Practice (Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2020), P221-224, <https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0>.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

للأسر الريفية المنخفضة الدخل التي لا تمتلك الضمانات الكافية المطلوبة من قبل البنوك للحصول على القروض؛ بحلول القرن التاسع عشر تم تنفيذ أكثر من 300 مخطط في أيرلندا تم فيها إقراض مبالغ صغيرة من قبل مستثمرين من القطاع الخاص للأفراد الذين يحتاجون قروض لفترات قصيرة، حيث نفذت إحدى أولى حملات التمويل الجماعي المعاصر في الولايات المتحدة سنة 1885 عندما واجه مشروع تمثال الحرية في نيويورك صعوبات مالية شديدة، حيث قرر جوزيف بوليتسر إطلاق حملة لجمع التبرعات لتمويل إقامة قاعدة لتمثال الحرية في جريدته الخاصة New York World إذ وعد بنشر جميع أسماء المتبرعين في مجلته، وقد تم التبرع بأكثر من 100000 دولار أمريكي من قبل أكثر من 160000 شخص في غضون خمسة أشهر، وعلى الرغم من أن مشروع تمثال الحرية هو الأكثر شهرة بالحديث عن التمويل الجماعي في القرن الثامن عشر إلا أنه لم يكن أول حملة تمويل جماعي فقد سبقه إلى ذلك كل من الشاعر ألكسندر بوب سنة 1713 والموسيقيار موزارت.

وفي سنة 1976 قام محمد يونس بتطوير فكرة جوناثان سويفت حول التمويل المصغر من خلال تأسيس بنك جرامين وكان الهدف منه هو منح القروض لأصحاب المشاريع غير المؤهلين للحصول على قروض مصرفية تقليدية في بنغلاديش.

أما في سنة 1997 قامت فرقة روك بريطانية بتمويل جولتها في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال جمع التبرعات عبر الانترنت من المعجبين، أعطى هذا المشروع صبغة أخرى للتمويل الجماعي وهو التمويل الجماعي القائم على الإنترنت، والذي أصبح أكثر انتشارا بفضل إمكانية الوصول المتزايدة للإنترنت واستخدامه من قبل الأسر والمؤسسات مما زاد من قابلية الوصول إلى حشد كبير في نفس الوقت بأقل التكاليف¹؛ كانت ArtistShar أول منصة تمويل جماعي مخصصة تم إصدارها في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2003 أتاحت للفنانين فرصة للحصول على التمويل اللازم لتغطية تكاليف تسجيل أغانيهم مقابل حصول الداعمين على هذه الأخيرة بمجرد طرحها، اجتذب نجاح هذه المنصة منصات أخرى للظهور Indiegogo (2008)، kickstarter (2009)، كما أدى إلى استخدام نهج مماثل في أسواق رأس المال لزيادة التمويل الموجه نحو الاستثمار خلال العقد الماضي، حيث بدأ السوق في رؤية منصات تسعى إلى تمكين زيادة رأس المال من خلال الاستفادة من الفرص التي يوفرها الإنترنت لجمع معلومات الاستثمار ومشاركتها بطريقة أسهل وأسرع مع تبسيط العملية الاستثمارية باستخدام التكنولوجيا الحديثة، من أكثر الرواد نجاحا في هذه الصناعة منصة Invesdor، Zopa، Lending club.

¹ -<https://www.fundable.com/crowdfunding101/history-of-crowdfunding> Visited 25/11/2022 at 16:05 .

2.1. مفهوم التمويل الجماعي:

يعرف التمويل الجماعي Crowdfunding اصطلاحاً حسب قاموس كامبريدج الإنجليزي على أنه مجموعة الممارسات التي تسمح بالحصول على مبالغ نقدية صغيرة نسبياً من مجموعة كبيرة نسبياً من الأفراد بغية توفير تمويل لمشروع معين، وعادة ما يتم ذلك عن طريق الإنترنت¹، أما لغويًا فهو كلمة مركبة يعني المصطلح الأول "Crowd" الحشد أو الجمهور أما المصطلح الثاني "funding" فيعني التمويل، بالتالي فهي تعني تمويل مشروع من قبل عدد كبير من الأفراد²، من هنا يتجلى المفهوم الاصطلاحي المذكور سابقاً.

وفقاً للبنك الدولي التمويل الجماعي هو "وسيلة متاحة عبر الإنترنت للشركات أو المنظمات الأخرى لجمع الأموال والتي تتراوح عادة بين ألف إلى مليون دولار أمريكي في شكل تبرعات أو استثمارات من عدة أفراد"³، أما في سياق الشمول المالي فهينئات الشراكة العالمية للشمول المالي ترى أنه "أسلوب تمويلي قائم على السوق حيث يتم جمع الأموال من عدد كبير من الأفراد أو الكيانات القانونية بمبالغ صغيرة متجاوزا الوسطاء الماليين التقليديين"⁴ عن طريق إجراء دعوة مفتوحة للتمويل بشكل أساسي من خلال تقنيات الويب 2.0*. بحيث يمكن للممولين التبرع أو الشراء المسبق للمنتج أو الإقراض أو الاستثمار بناء على إيمانهم بالعرض ووعد رائد الأعمال، أو توقعات عوائد المشاريع والأفكار المبتكرة⁵.

من خلال ما تقدم يمكن القول أن: التمويل الجماعي طريقة تمويل عبر الإنترنت يتم من خلالها تمويل المشاريع بمبالغ نقدية صغيرة يساهم بها حشد كبير ومتفرق من الأفراد خلال إجراء دعوة مفتوحة للجمهور في إطار زمني محدد.

2. مزايا التمويل الجماعي:

تظهر جاذبية التمويل الجماعي كبديل مستحدث للتمويل التقليدي للمؤسسات الناشئة في المراحل المبكرة من خلال ما يلي:⁶

- التخلص من وسطاء التمويل من خلال إنشاء سوق يربط الممولين مباشرة مع أصحاب المشاريع.

¹ -Cambridge Dictionary, <https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/crowdfunding> visited 25/11/2022 at 18 :09.

² -Véronique Bessière and Éric Stéphaney, Le crowdfunding : Fondements et pratiques (De Boeck Supérieur, 2017), P16.

³ -Ivo Jenik, Timothy Lyman, and Alessandro Nava, "Crowdfunding and Financial Inclusion," CGAP (Consultative Group to Assist the Poor) Working Paper, Vol 41, 2017, P3.

⁴ -هبة عبد المنعم، رامي يوسف عبيد، منصات التمويل الجماعي: الآفاق والأطر التنظيمية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2019، ص10.

* الويب 2.0 مصطلح يشير إلى مجموعة من الأدوات والتكنولوجيات الاجتماعية التي تمكن المستخدمين من إنشاء ونشر ومشاركة المحتوى الرقمي مع شبكات اجتماعية جديدة أو موجودة مسبقاً.

⁵ - Wisdom C. Soreh, "Awareness and Attitude towards Crowdfunding in Nigeria," International Journal of African and Asian Studies, Vol 36, 2017, P1.

⁶ -Lassala and Ribeiro-Navarrete, Op.Cit , P 32-33.

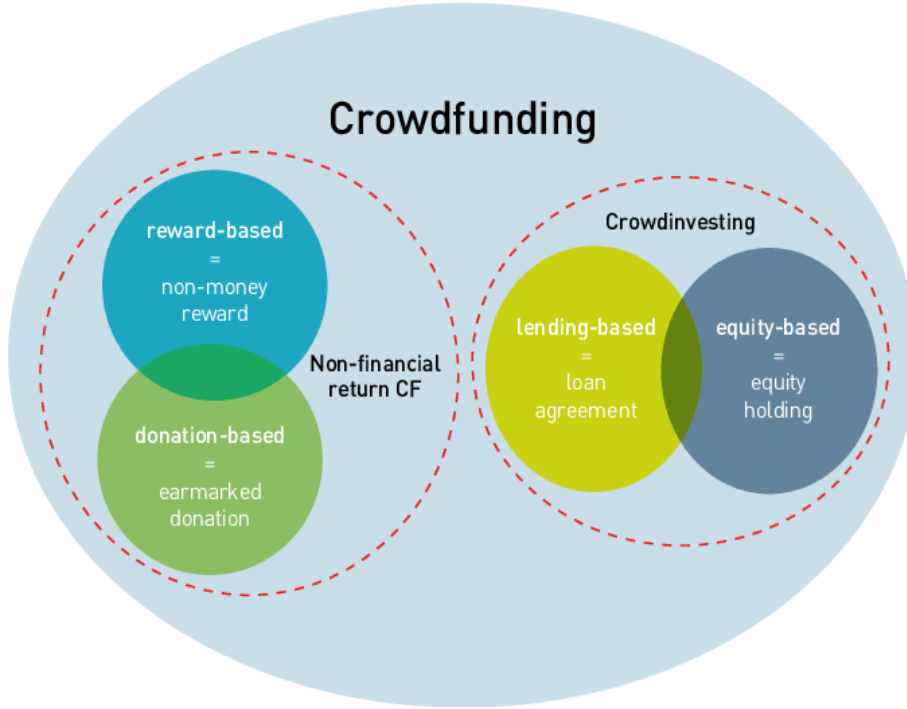
الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

- التخلص من الآثار السلبية للبيروقراطية من خلال توفير منصة عبر الانترنت تربط بين الممولين وأصحاب المشاريع، مما يسهل عملية التمويل ويرفع من كفاءتها.
- يتناسب تماما مع تمويل المشاريع المبتكرة في مراحلها المبكرة، حيث يعد بديلا قابلا للتطبيق للحصول على رأس المال الأولي ومباشرة الأعمال التجارية حديثة العهد، حيث يسمح لجميع أنواع الأفراد بالاستثمار في المشاريع، بما في ذلك المساهمين الذين ربما يعتبرون تقليديا "غير مؤهلين"، وبالتالي يسهل على مروجي المشاريع الصغيرة والمبتكرة الحصول على رأس المال مما يمكنهم من إنشاء وتنمية مؤسسات قوية وراسخة.
- بخلاف آليات التمويل التقليدية، التي يقدم فيها مستثمر واحد أو عدد قليل من المستثمرين جميع الأموال للمؤسسات الناشئة، يتم الحصول على موارد التمويل الجماعي من العديد من الممولين، مما يساعد في تحقيق اللامركزية في المخاطر وتوزيعها بين العديد من المستثمرين، وبالتالي تقليل الخسائر الفردية المحتملة.
- تعزز آلية التمويل الجماعي الترويج للمشاريع الممولة، وتقدم مصدرا للمعلومات "حكمة الجماهير"، إذ تسمح التعليقات الواردة من الممولين لأصحاب المشاريع بالحصول على معلومات مهمة تتعلق بالمشروع، وقد يذهب بعض أصحاب المشاريع إلى أبعد من ذلك من خلال السماح للممولين بالمشاركة في تصميم المنتجات التي سيشترونها أو يستثمرون فيها، لتكون بذلك حملات التمويل الجماعي بمثابة نوع أكثر فعالية من أبحاث السوق في المنهجيات التقليدية، حيث يكتسب أصحاب المشاريع نظرة ثاقبة قيمة حول إمكانات المشروع وقبوله قبل استثمار وقت وموارد إضافية فيه، مما يسمح بتوفير عملاء قبل الإنتاج مما يساهم في تقليل مخاطر انخفاض الطلب.

3. نماذج التمويل الجماعي:

تختلف نماذج التمويل الجماعي بشكل أساسي في تخصيص الموارد وعوائد المستثمرين. حيث تنقسم إلى نماذج غير مالية قائمة على المكافآت ونماذج مالية قائمة على العائد، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (1.2): نماذج التمويل الجماعي



Source: Fynn Hauschke, "Crowdfunding for Energy Access India", technical Report, Ökopol Environmental research, Hamburg, Germany, 2018, P8.

من خلال الشكل رقم (1.2) يمكن حصر نماذج التمويل الجماعي في نوعين رئيسيين:¹

1.3. نماذج التمويل الجماعي غير المالية:

تستخدم المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة نظام حوافز متدرج لتشجيع الممولين على الاستثمار، وذلك من خلال تقديم مكافآت تتناسب ومبلغ الاستثمار الذي تم إجراؤه، وعليه يمكن أن تكون هذه المكافآت مادية (تقديم منتج وخدمات المؤسسة مجاناً أو بسعر مخفض)، وغير مادية (الإقرار بعرفان)، ولكن أكثر أشكال التمويل الجماعي شيوعاً وفقاً لهذا النموذج:

- التمويل الجماعي القائم على التبرع: يعتبر أول نموذج للتمويل الجماعي، يتشابه وآلية عمل المنظمات غير الربحية حتى وأنه يدعم جهودها أحياناً، حيث يتم جمع التبرعات من الممولين بهدف تمويل قضايا ومشاريع اجتماعية دون توقع الحصول على عائد مادي في المقابل. وبما أن هذا النوع من التمويل الجماعي ليس له عائد لا مادي ولا مالي فإن فرصة خسارة الاستثمار فيه معدومة، ولكن مشكلته

¹-Rahma Debbabi and Burçin Kaplan, "Why Crowdfunding? Understanding Crowdfunding and the Marketing Roots of This Fundraising Model in Turkey," Business & Management Studies: An International Journal, Vol 10, no. 1, 2022, P 432-433.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

الرئيسية أنه لا ينجح سوى بتوفير مبالغ متواضعة قد لا تتجاوز مبلغ عشرات آلاف الدولارات الأمريكية¹.

- التمويل الجماعي القائم على المكافأة: يحصل الممولين في هذا النوع من التمويل الجماعي على مكافآت مادية مقابل استثماراتهم، وذلك كون أنه يتضمن إطلاق منتج أو خدمة، في طلب مسبق أو إصدار فريد ومحدود، وفق تاريخ استلام معلوم مسبقا مقابل المشاركة في التمويل، حيث يسمح هذا النموذج بالمشاركة المبكرة في تطوير المنتج أو الخدمة، ويعتبر الشكل الأكثر شهرة واستخداما بسبب إدراك الممولين القيمة المضافة التي يقدمها الاستثمار، سواء من حيث التوقيت (استلام المنتج قبل الآخرين) أو من حيث الجودة (تلقي منتج حصري وفريد). وتختلف المكافأة المتحصل عليها من خلال تبني هذا النوع من التمويل حسب المبلغ المستثمر، فعادة ما تبدأ بالشكر الرسمي لتصل للمكافآت المادية التي تزداد قيمتها بزيادة التمويل، ومما تجدر الإشارة إليه أنه يجب التأكيد على أن هذا النوع من الاستثمار لا يخلو من المخاطر حيث أنه لا يوجد ما يضمن التزام رائد الأعمال بتسليم المنتج في التاريخ المتفق عليه وبالجودة المطلوبة.

2.3. نماذج التمويل الجماعي المالية:

تعرف أيضا باسم التمويل الجماعي القائم على الاستثمار Crowdfunding، وهو التمويل الذي تتوجه المؤسسة الناشئة إلى منح حقوق الملكية للمستثمرين مقابل الحصول عليه (التمويل جماعي للأسهم) أو إلى الاقتراض (التمويل الجماعي للديون)، ويتم عن طريق تمويل مشروع من قبل عدد من المستثمرين من خلال منصات الاستثمار الجماعي التي تُعد أكثر أشكال التمويل الجماعي شيوعا وفقا لهذا النموذج:

- التمويل الجماعي القائم على الأسهم Equity Crowdfunding: يشبه هذا النموذج نماذج الاستثمار التقليدية، حيث يتحصل فيه المستثمر على أسهم في المؤسسة وبالتالي يشارك الأرباح والخسائر المتكبدة ومع ذلك، توفر بعض منصات الاستثمار الجماعي إمكانية الحصول على حصة من الدخل دون الارتباط برأس المال، كما يلعب بعضها الآخر دور وسيط سوق الأوراق المالية الذي يقدم المشورة للعملاء عند اختيار أو اتخاذ القرارات حيث أنه من منظور المستثمر يستهدف هذا النموذج المستثمرين ذوي الخبرة الذين يبحثون عن فرص استثمارية جديدة والمستثمرين الجدد ذوي الميزانيات الصغيرة.

وغالبا ما يستخدم هذا النوع من التمويل من قبل المؤسسات التكنولوجية الناشئة التي لا تتمتع بسهولة الوصول إلى المؤسسات المالية التقليدية بسبب ارتفاع كل من درجة المخاطرة والفشل بها، وللتعامل مع المستوى العالي من المخاطر وعمليات الاحتيال، يخضع هذا النموذج عادة للقوانين

¹ - سامي الصالحات، "دور منصة التمويل الجماعي في تمويل مشروعات الأوقاف"، مجلة بيت المشورة، العدد 15، قطر، 2021، ص 221.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

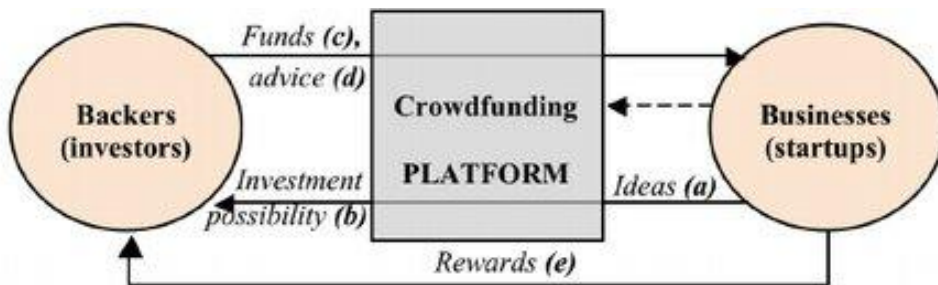
حكومية تنظم عمل المنصات التكنولوجية والمستثمرين وجامعي الأموال، وتختلف هذه القيود من بلد إلى آخر.

- التمويل الجماعي القائم على الديون Crowdlending: يطلق على هذا النموذج أيضا "الإقراض من نظير إلى نظير" (Peer-to-Peer loan)، حيث يقوم المساهمون بتوفير التمويل عبر تقديم قروض مباشرة لأصحاب المشاريع دون الحاجة إلى وساطة من المؤسسات المالية، إذ يقرض الأفراد الأموال لمشروع معين ويتوقعون استردادها عندما تباشر المؤسسة في بيع منتجاتها أو خدماتها، حيث يمكن أن تكون اتفاقية القرض تقليدية مع أو بدون فائدة، كما يقدم هذا النموذج ضمان السداد عندما يصبح المشروع قيد التشغيل، ويلجأ رواد الأعمال إلى هذا النوع من الائتمان بسبب سهولة وسرعة الوصول إلى منصات التمويل الجماعي وانخفاض سعر الفائدة فيه عن البنوك التقليدية، بالإضافة إلى ذلك تضمن المنصات التي تقدم التمويل الجماعي القائم على الديون التحكم في المشاريع والقدرة على تحديد المشروعات المستحقة للتمويل بالتوازي مع تحليل توزيع القروض. كما توجد أشكال أخرى من التمويل الجماعي، غير أنها هامشية وتنطوي على تمويل أنماط محددة من المشاريع ومثالها التمويل الجماعي العقاري (تجميع التمويل لشراء واستثمار العقارات)، التمويل الجماعي المدني (تجميع التمويل لدعم مشاريع تحسين المجتمع والبنية التحتية)، التمويل الجماعي للطاقة (تجميع التمويل لدعم مشاريع توليد الطاقة المستدامة والمتجددة).

4. آلية عمل التمويل الجماعي:

يتم الحصول على التمويل الجماعي عن طريق التعاون بين شبكة متنوعة من الأفراد أو الجهات، فغالبا ما يتم التمويل الجماعي من خلال منصة عبر الإنترنت، والتي تمكن المؤسسات في المراحل المبكرة من الحصول على التمويل من الممولين. حيث تشكل التفاعلات بين المؤسسات الناشئة والممولين ومنصات التمويل الجماعي هيكلا أوليا لعملية التمويل الجماعي.

الشكل رقم (2.2): إطار عمل التمويل الجماعي



Source: Loreta Valančienė and Sima Jegelevičiūtė, "Crowdfunding for Creating Value: Stakeholder Approach," Procedia-Social and Behavioral Sciences, Vol 156, 2014, P602.

يوضح الشكل رقم (2.2) أن هيكل التمويل الجماعي يشمل ثلاث جهات رئيسية فاعلة، تتصل مع بعضها البعض من خلال عدة روابط، حيث يسمح وجود منصات التمويل الجماعي للمؤسسات الناشئة بتقديم الأفكار (a) لحشد كبير من الممولين وطلب التمويل، كما تعلن منصات التمويل الجماعي بدورها عن هذه الأفكار وبالتالي تخلق إمكانية الحصول على الاستثمار (b) من الممولين، الذين يقومون بتحليل الأفكار المقترحة واختيار الأفكار التي تتلاءم وغاياتهم الاستثمارية لتمويلها (c). وقد يذهب الممولين إلى أبعد من هذا من خلال تقديم المشورة (d) "حكمة الجماهير"، وعليه من جهتها تقدم المؤسسات الناشئة للممولين عائداً مقابل أموالهم "مكافأة" (e)، وللمنصة رسوماً مقابل خدماتها.

إنّ آلية عمل نموذج التمويل الجماعي بسيطة نسبياً، يقوم أصحاب المؤسسات الناشئة أو الأعمال التجارية الحديث بالتوجه إلى منصة متخصصة في التمويل الجماعي أين ينشرون وصفاً لمشروعاتهم باستخدام النصوص والصور ومقاطع الفيديو وما إلى ذلك، بهدف تقديم معلومات مفصلة عنها، كما يمكن للممولين المحتملين (أفراد، منظمات) بعد ذلك رؤية المشاريع المتاحة على المنصة وتحليل المعلومات المقدمة حولها، لتحديد الحملات التي يجب دعمها ومقدار الأموال التي يجب المساهمة بها، وعادة ما تتضمن المعلومات التي تنشرها منصات التمويل الجماعي خصائص المشاريع المعروضة للتمويل من حجم المبلغ المستهدف، والمبلغ الذي تم جمعه حتى الآن، والمبلغ المتبقي للوصول إلى الهدف، وعدد الممولين المشاركين حالياً وعدد الأيام التي تأمل الحملة في نجاحها، وكل هذا يعتمد على نوع وكمية المعلومات التي توفرها المنصة على توجهها ونموذج التمويل الجماعي الذي تستند إليه، على سبيل المثال المنصات التي تستند إلى نموذج التمويل الجماعي القائم على الاقراض، توفر معلومات حول سعر الفائدة المعروض والشروط والأحكام التي سيتم بموجبها سداد القرض¹.

المطلب الرابع: الخطوط الائتمانية.

يعتبر تمويل الديون الوسيلة الأكثر جاذبية لتمويل المؤسسات في مراحلها المتقدمة نقصد "مرحلتى النمو السريع والنضج"، ومع ذلك فإنّ بعض المؤسسات الناشئة تجد أنه بالإمكان تطبيق تمويل الديون بشكل فعال في المرحلة المبكرة من التطوير أيضاً، حيث تتمثل آلية تمويل الديون في توفير تمويل لا يحظى بموجبه المقرض بأي حصة ملكية في المؤسسة، وعليه من الشائع أن يطالب هذا الأخير بضمانات من أجل حماية الاستثمار المقدم، وهو ما لا يتوافر لدى المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة الأمر الذي استدعى توفير آليات مستحدثة لتمويل الديون، تتناسب وخصائص هذه المؤسسات في مراحلها المبكرة.

¹- Lassala and Ribeiro-Navarrete, Op.Cit, P32.

1. مفهوم خطوط الائتمان:

خطوط الائتمان هي أدوات مالية مصممة لتأمين السيولة، حظيت باهتمام متزايد في الأدبيات عقب أزمة الائتمان سنة 2008 بسبب دورها في توفير التأمين ضد مخاطر السيولة، أما الدراسات التجريبية فقد تناولت دور خطوط الائتمان كمصدر للسيولة الطارئة، إضافة إلى دورها في تمويل الاستثمارات بما في ذلك البحث والتطوير، ودورها في الحد من قيود التمويل التي تواجهها المؤسسات الصغيرة والناشئة العاملة في الأسواق المالية الناشئة (القائمة على التمويل البنكي)¹، وغالبا ما تلجأ هذه المؤسسات لاستخدام خطوط الائتمان نتيجة لعدم تمكنها من الوصول إلى مصادر التمويل التقليدية، حيث أنها تمثل بديلا للقروض لأجل أو قروض إدارة الأعمال الصغيرة (SBA)، والتي قد يكون لها متطلبات تأهيل أكثر صرامة، وبهذا يمكن القول أن خطوط الائتمان تشكل موردا ماليا للمؤسسات حديثة العهد، يساعدها في تمويل تكاليف إنشاء العمليات وتنمية نشاطها من خلال توفير إمكانية الوصول إلى رأس المال الأولي، وهو ما تم دعمه من قبل تقرير البنك المركزي والمفوضية الأوروبية الذي أفاد بتبني هذه الآلية من قبل ثلث المؤسسات الصغيرة والناشئة الأوروبية في مراحلها المبكرة².

خطوط الائتمان هي اتفاقية تمويل بين مقرض "مؤسسة مالية" ومقترض "مؤسسة صغيرة أو ناشئة"، يوضح فيه الحد الأقصى لمبلغ الأموال الذي يمكن للمقترض الاستفادة منه؛ ما يميز خطوط الائتمان عن غيرها من آليات التمويل هو "مرونة التعاملات"، إذ تسمح للمؤسسات بسحب الأموال عند الحاجة حتى الحد الأقصى المعتمد مسبقا لخط الائتمان، أي أن المؤسسة تستطيع الاتفاق على مبلغ معين ولكنها غير ملزمة بسحبه كاملا فهي تمتلك حرية تخطيط إنفاقه، من وجهة نظر المؤسسة فإن الجزء المسحوب هو التزام دين، بينما الجزء غير المسحوب هو مصدر للسيولة المؤمن عليها أو الطارئة³.

2. أنواع خطوط الائتمان:

1.2. خطوط الائتمان غير المضمونة: هي خطوط الائتمان التي لا تتطلب أي ضمانات أو أصول لتأمينها، تمنح بناء على الجدارة الائتمانية للمقترض، حيث يمكن أن يكون هذا النوع الأنسب من خطوط الائتمان للمؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة كونه يسمح بالوصول إلى التمويل دون الحاجة إلى تقديم ضمانات، أبرز أمثلتها:

¹ -Nicos Koussis and Spiros H. Martzoukos, "Credit Line Pricing under Heterogeneous Risk Beliefs," International Journal of Production Economics, Vol 243, 2022, P1.

² -OECD and European Commission, "Policy brief on access to business start-up finance for inclusive entrepreneurship," Op.Cit, P16.

³ -Ghada Tayem and Mohammad Tayeh, "Lines of Credit and Family Firms: The Case of an Emerging Market," International Journal of Financial Studies, Vol 11, no. 2, 2023, P3.

● بطاقات الائتمان: هي خطوط ائتمان متجددة قصيرة الأجل تكون عادة غير مضمونة، تتولى إصدارها مجموعة من الكيانات (مصدري البطاقات المباشرين مثل البنوك، رعاة البطاقات مثل شركات الطيران، الفنادق وتجار التجزئة)¹، والتي توفر خيارات دفع مريحة لعملائها وتسمح بتأجيل الدفع عن طريق منح حد ائتماني. يؤثر الرصيد الحالي لمستخدم بطاقة الائتمان بشكل مباشر على ربح الكيانات المصدرة لبطاقات الائتمان حيث تحقق ربحاً إضافياً في حال امتلاك مستخدمي بطاقتها رصيداً حالياً مرتفعاً ومع ذلك، فإن ارتفاع الرصيد الحالي لمستخدمي البطاقات ذوي الدرجات الائتمانية الضعيفة يحمل هذه الكيانات تكاليف إضافية²، نتاجاً لذلك عادة ما يتم منح بطاقات الائتمان بناءً على قدرة وميل حامل البطاقة إلى سداد القروض غير المضمونة أما قرار خفض أو زيادة قروض الائتمان للعملاء فيعتمد على الرصيد الحالي ودرجة الائتمان.

وعلى الرغم من كون بطاقات الائتمان مصدراً رئيسياً لتمويل ديون المؤسسات الصغيرة والناشئة في مراحلها المبكرة في ظل صعوبة العثور على فرص إقراض قانونية سريعة، إلا أن التدوير المنهجي لأرصدة بطاقات الائتمان لتجنب ارتفاع معدلات الفائدة بعد الفترة التمهيديّة يتطلب تخطيطاً محكماً، وعليه يجب على المؤسسات الناشئة والصغيرة التفكير بعناية في خياراتها ومراجعة الشروط والأحكام الخاصة بالكيانات المصدرة لبطاقات الائتمان قبل الإقبال على فتح خط ائتماني بها³.

2.2. خطوط الائتمان المضمونة: تم استحداث هذا النوع من خطوط الائتمان لتزويد المؤسسة برأس المال اللازم لمعالجة الاختلالات التمويلية الناتجة عن الفجوة بين التدفقات النقدية من الذمم المدينة ونفقات أعمالها، حيث يمكن استخدامه لتغطية مجموعة متنوعة من نفقات الأعمال من تكاليف التشغيل إلى رأس المال العامل المستخدم لتعزيز نمو المؤسسة الصغيرة أو الناشئة "المراحل المبكرة"، أو كرأس مال للتحويلات أو عمليات الاستحواذ أو الاندماج "المراحل اللاحقة"؛ تستند خطوط الائتمان المضمونة إلى قيمة أصول معينة، مثل حسابات القبض (الذمم المدينة) والمخزون وأصول الملكية الفكرية*، وعادة ما تؤخذ في الاعتبار فقط أصول الملكية الفكرية ذات القيمة السوقية المثبتة في التقييم الائتماني للأصول⁴، إليكم أبرز أمثلتها:

¹- "Loans and investments", 2022, PwC, P 75. [About the Loans and investments guide & Full guide PDF \(pwc.com\)](#) visited 30/04/2023 at 19:57

² So Young Sohn, Kyong Taek Lim, and Yonghan Ju, "Optimization Strategy of Credit Line Management for Credit Card Business," Computers & Operations Research, Vol 48, 2014, P82.

³ -J. Chris Leach and Ronald W. Melicher, Entrepreneurial Finance, 7th edition, (Boston, MA : Cengage, 2021), P493.

*أصول الملكية الفكرية : الأصول غير الملموسة المرتبطة بإبداعات العقل البشري (براءة الاختراع، العلامة التجارية، حقوق المؤلف).

⁴- Halt et al., Op.Cit, P26.

- خطوط الائتمان القائمة على أصول الملكية الفكرية: تتمتع أصول الملكية الفكرية بفرصة جيدة لقبولها كضمان لتمويل، بشرط سيولتها وانفصالها عن أعمال المؤسسة، ويمكن أن تتمثل في أصول الملكية الفكرية التي سبق شراؤها وبيعها، أو أصول الملكية الفكرية التي لديها اتفاقات ترخيص سارية، والمعروفة بتحقيقها للعوائد المالية، والمعروف عن أصول الملكية الفكرية للمستثمرين أنها قادرة على تقديم فهم جيداً حول جودة الإدارة، كما قد تعمل كضمان في المراحل اللاحقة في حالة التعثر المالي للمؤسسات المقترضة، وفيما يلي شرح لبعض مزايا استخدام أصول الملكية الفكرية لضمان خطوط الائتمان:¹
- استخدام أصول الملكية الفكرية لتخفيف المخاطر: تمثل أصول الملكية الفكرية وسيلة لتخفيف من مخاطر التمويل المرتبطة بحداثة المؤسسات الناشئة فهي تمنح المقرضين قدراً معيناً من التأكيد على التزام رائد الأعمال بالسداد، حيث يعتبر المقرضون أصول الملكية الفكرية النشطة مصدراً للتدفق النقدي في المستقبل مما يساهم في خدمة الدين.
- أصل يمكن استخدامه كضمان أو عامل مهم في اتخاذ قرارات الإقراض: حيث تستفيد الشركات القائمة أو الكبرى من القروض المدعومة بالملكية الفكرية من خلال رهن أصول الملكية الفكرية مباشرة كضمان لزيادة رأس المال، أو الحصول على قرض من البنك.
- بيع وإعادة تأجير أصول الملكية الفكرية: بموجب هذه الآلية يتم نقل أصول الملكية الفكرية إلى المؤسسة المالية مقابل الحصول على التمويل، ليتم تأجيرها مرة أخرى إلى المالك السابق مقابل رسوم التأجير على مدى فترة زمنية معينة، وفي نهاية الفترة يكون للمستأجر خيار إعادة شراء الأصل.
- توريق أصول الملكية الفكرية: يتجسد توريق الأصول في ممارسة تحويل أصل أو تدفق نقدي إلى أوراق مالية قابلة للتسويق؛ وهو آلية معروفة في صناعة التمويل غير أنها جديدة نسبياً في عالم الملكية الفكرية، حيث بدأ توريق الأصول في أوائل ثمانينيات القرن العشرين عن طريق توريق الأصول الملموسة ونهى ليغطي مجموعة واسعة جداً من الأصول، ومست هذه الآلية الأصول غير الملموسة وبالضبط أصول الملكية الفكرية في منتصف تسعينيات القرن العشرين، ولكن لم تستفد الشركات القائمة والكبرى فقط من هذه الآلية الحديثة بل وحتى المؤسسات الصغيرة والناشئة²، فسرعان ما أصبح التوريق المدعوم بالملكية الفكرية وسيلة شائعة لتمويل ديون هذه المؤسسات وأبرز مثال عن ذلك التوريق المدعوم ببراءات الاختراع والذي يتم من خلاله توريق التدفقات النقدية الناتجة عن اتفاقيات الترخيص الخاصة ببراءات الاختراع باستخدام براءات الاختراع الأساسية كضمان، وقد يكون

¹- Bibekananda Panda and Sara Joy, "Intellectual Property Rights-Based Debt Financing to Startups: Need for a Changing Role of Indian Banks," Vikalpa, Vol 46, no. 3, 2021, P 147-148.

²- WIPO, "Intellectual Property Financing - An introduction," World Intellectual Property Organization Magazine, Vol 1, Geneva, Switzerland, 2008. Retrieved From https://www.wipo.int/wipo_magazine/en/2008/05/article_0001.html

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

من الضروري إنشاء كيانات ذات أغراض خاصة SPE مماثلة لتلك المستخدمة في توريق الأصول الملموسة، حيث تعمل هذه الكيانات ككيانات قانونية منفصلة، تقوم بجمع وإدارة وهيكل التدفقات النقدية الناتجة عن الملكية الفكرية، وينطوي أي تغيير في هذا الهيكل على إنشاء شركة قابضة للملكية الفكرية كشركة فرعية للشركة الأم حيث ترخص الشركة القابضة للملكية الفكرية للملكية الفكرية لطرف ثالث، وتقتض هذه الشركة أموالاً من المقرضين الذين يتمتعون بحقوق الترخيص كضمان وتستخدم إتاوات* الترخيص من المرخص لهم لدفع الفائدة إلى المقرضين¹.

وعليه يمكننا القول أن التوريق المدعوم بالملكية الفكرية في أبسط أشكاله هو تمويل ديون بدون حق الرجوع، حيث يمكن لمرخص الملكية الفكرية أن يستبدل التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من اتفاقيات ترخيص الملكية الفكرية بمبلغ مقطوع مقدماً من قبل المستثمر "المقرض" والذي يمثل القيمة الحالية للتدفق النقدي في المستقبل.

كما يتيح التوريق المدعوم بالملكية الفكرية لصاحب أصول الملكية الفكرية أن يحتفظ بحصة رأسمالية فيها، وبشكل أساسي يتلقى صاحب الملكية الفكرية نقداً في متناول اليد ويتاجر بحقه في مدفوعات الإتاوات في صفقات الترخيص المستقبلية أو جزءاً من مدفوعات الإتاوات، التي قد تنتج عن ملكيته الفكرية لعدد محدد من السنوات².

3. آلية منح خطوط الائتمان:

يتم استخدام خطوط الائتمان في المقام الأول من قبل المؤسسات ذات الربحية العالية، حيث أوضحت الدراسات التجريبية أن البنوك تمنح خط الائتمان اعتماداً على التعهدات المالية "التعهد القائم على التدفق النقدي أو التعهد القائم على الربحية، التعهد على إجمالي صافي القيمة والتعهد القائم على الميزانية العمومية": التعهد الأكثر شيوعاً بين هذه التعهدات هو تعهد الدين إلى التدفق النقدي "التعهد القائم على التدفق النقدي" وهو تعهد يتطلب الحفاظ على نسبة مالية محددة، يتم تبيانها في العقد الأولي الخاص بضمان خط الائتمان، في حالة عدم استفاء هذه النسبة يكون المقرض في حالة تخلف عن اتفاقية منح خط الائتمان، يشار عادة إلى حالات التخلف عن السداد هذه باسم "التخلف عن السداد

¹- W KRAMER, William J. et PATEL, Chirag B, "Securitisation of intellectual property assets in the US market," IntellectualPropertyOwnersAssociation, vol. 6, 2023, P 30.

*الإتاوة Royalty: مبلغ مالي يسدد مقابل حق استخدام ملكية أو أصل يرجع لطرف آخر، وتكون إما مبلغاً ثابتاً يدفع مرة واحدة أو نسبة مئوية من الإيرادات، أو على أساس الاستخدام.

² -Ibidem.

الفي"، التي نتاجا لها يتم إعادة التفاوض على خطوط الائتمان أو إيقافها، أما الحالة العكسية فتخول للمقرض تسريع القرض قانونياً¹.

1.3. محددات منح خطوط الائتمان:

تنوعت محددات الوصول إلى خطوط الائتمان بناء على الغرض من المعاملة ودوافع الحصول على التمويل وصولاً إلى خصائص المؤسسات والأسواق المالية للدول، أهمها على سبيل الذكر لا الحصر ما يلي:²

- **الموجودات النقدية:** تؤمن كل من الموجودات النقدية وخطوط الائتمان الموارد المالية اللازمة للمؤسسة في حالة حدوث نقص مفاجئ في السيولة، حيث يمكن أن توفر الموجودات النقدية مرونة مالية قيمة للمؤسسة خاصة في ظل ارتفاع تكاليف المعاملات المرتبطة بالتمويل الخارجي، من ناحيتها تضمن خطوط الائتمان تأمين السيولة للمؤسسة وقت الحاجة، بالتالي يمكن أن تحل إحداها محل الأخرى ومع ذلك، من المهم ملاحظة أن خطوط الائتمان والموجودات النقدية ليست بدائل مثالية لبعضها البعض، فعلى سبيل المثال، يتم إعادة التفاوض على خطوط الائتمان أو إيقافها على وجه التحديد عندما تواجه المؤسسات صدمات السيولة لأن هذه الصدمات من المحتمل أن تتسبب في خرق تعهدات اتفاقية خط الائتمان، وبالتالي فإن المؤسسات ذات مخاطر السيولة العالية قد تستخدم الموجودات النقدية بدلا من خطوط الائتمان للحصول على تأمين السيولة³.
- **التدفقات النقدية:** تهتم الجهات المانحة لخطوط الائتمان (البنوك عادة) بقدرة المؤسسات على توليد تدفقات نقدية، كون أنها ترفع من احتمالية سداد التزاماتها المالية، لذلك تعتمد البنوك على التعهدات المستندة إلى التدفق النقدي لمنح خطوط الائتمان، ومع ذلك فإن التدفقات النقدية الوفيرة يمكن أن تتيح للمؤسسات استخدام أموالها الخاصة لتمويل احتياجاتها من السيولة بدلا من سحب تسهيلات خط الائتمان الخاصة بها، في المقابل تواجه المؤسسات ذات التدفقات النقدية المتقلبة تكاليف أكبر للتمويل الخارجي لأنها تخضع لعدد متكرر من الخسائر المفاجئة وعليه من المتوقع أن تحتفظ باحتياطي سيولة كبيرة لتقليل تكاليف تغطية النقص المفاجئ في السيولة، وبالتالي من غير المرجح أن يحصلوا على خطوط ائتمان.

- **فرص النمو:** تتأثر معاملات التمويل عموما بمشاكل الاختيار السلبي، التي قد تتفاقم في حالة الأعمال التجارية المبتكرة والمؤسسات الناشئة، نظرا لتمييزها بعدم تناسق المعلومات المرتبط بتمتعها بفرص

¹- Amir Sufi, "Bank Lines of Credit in Corporate Finance: An Empirical Analysis," The Review of Financial Studies, Vol 22, no. 3, 2009, P22.

²- Ghada Tayem and Mohammad Tayeh, Op. Cit, P 3-4.

³-Koussis and Martzoukos, Op. Cit, P3.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

نمو مرتفعة الأمر الذي يؤدي بدوره إلى ارتفاع تكاليف التمويل الخارجية، وبالتالي يفضل هذا النوع من المؤسسات التمويل الداخلي على التمويل الخارجي (في المراحل التي تتميز بعد تناسق المعلومات "المراحل المبكرة").

- **عمر وحجم المؤسسة:** من المرجح أن تجد المؤسسات الناشئة والصغيرة صعوبة في الوصول إلى خطوط الائتمان، لأنها تخضع لقدر أكبر من عدم تناسق المعلومات المرتبط بحجم وعمر المؤسسة، بالإضافة إلى ذلك، ترتبط خطوط الائتمان بتكاليف الإصدار والتي يمكن للمؤسسات الناشئة والصغيرة تجنبها عن طريق استخدام التمويل الذاتي المتأتي من تراكم الأصول السائلة ومع ذلك، فإن المؤسسات الصغيرة تمتلك حوافز لبناء علاقات إقراض، وبالنظر إلى أن خطوط الائتمان تسمح للمؤسسات والمصارف بتطوير هذه العلاقات، يمكن للمؤسسات الناشئة والصغيرة الوصول بشكل متكرر إلى خطوط الائتمان واستخدامها لبناء وتوطيد العلاقات الائتمانية.
- **الأصول:** تهتم البنوك في البلدان المتقدمة بقدرة المؤسسات على سداد ديونها من النقد الناتج عن عملياتها، ومن ثم فإنهم يركزون على منح خطوط الائتمان بناء على التعهدات القائمة على الأداء لا المضمونة بالأصول، غير أنه وفي الدول الناشئة تركز أغلبية البنوك على الضمانات في شكل أصول لمنح خطوط الائتمان.

المبحث الثالث: الآليات الحديثة لتمويل المؤسسات الناشئة القائمة على الأسهم.

تشكل محدودية التدفقات النقدية المتوقعة مع النمو المتزايد والسريع مصدر قلق للمؤسسات الناشئة، إذ تحتاج إلى زيادة رأس مالها، هنا يظهر تمويل الأسهم كخيار جيد وقد يكون الخيار الوحيد لزيادة رأس المال في المراحل المبكرة.

ومع ذلك يترتب على هذا النوع من التمويل عيب رئيسي هو: تقليل حصة المؤسسين في الملكية ونظرا لصعوبة تقدير قيمة المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة، يجد المؤسسون أنفسهم في حاجة إلى تمويل مرن يسمح بزيادة رأس المال وتحقيق النمو المنشود دون الاضطرار إلى التنازل عن حصة كبيرة من حقوق الملكية، هنا يظهر "تمويل الميزانين".

المطلب الأول: الاستثمار الملائكي.

1. ماهية الاستثمار الملائكي:

1.1. قراءة تاريخية للاستثمار الملائكي:

كان البحث الرائد حول استخدام مصطلح "الاستثمار الملائكي" هو الورقة البحثية لويليام ويتزل، والتي نشرت سنة 1978 "الملائكة ورأس المال غير الرسمي للمخاطر"، حيث ولد الاستثمار الملائكي في وادي السيليكون في الولايات المتحدة في أواخر سبعينيات وأوائل ثمانينيات القرن العشرين تزامنا مع تبني الاقتصاد الأمريكي لريادة الأعمال وتحوله لاقتصاد قائم على الابتكار والمؤسسات الناشئة، بداية تمثل الاستثمار الملائكي في الأموال التي يقدمها الأشخاص الذين حققوا ثروة وسمعة جيدة في مجال معين "المستثمرين الملائكة" لمساعدة رواد الأعمال الذين يحملون أفكارا مبتكرة ويسعون لتحويلها لمشروع، أو المؤسسات الصغيرة والناشئة المحلية¹.

وفي أوائل ثمانينيات القرن العشرين كان تركيز أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة موجه إلى حد كبير نحو تمويل المؤسسات الناشئة في المراحل المبكرة، مع نمو وتطور هذه الشركات (شركات رأس المال المخاطر) حولت تركيزها إلى تمويل المراحل اللاحقة من حياة المؤسسات الناشئة، لتتجاوز بذلك قيمة استثمارات رأس المال المخاطر الموجهة لتمويل المراحل اللاحقة من دورة حياة المؤسسة الناشئة تلك

¹ -Mohammad Mustafa, Angel Investing: The Untold Story of India (Singapore: Palgrave Macmillan, 2021), P18., <https://doi.org/10.1007/978-981-16-0921-3>.

*فقاعة الإنترنت : مصطلح يشير إلى الفترة التي شهدت ارتفاعا كبيرا في قيمة الأسهم المستثمرة في الشركات الناشئة في مجال الإنترنت بالولايات المتحدة الأمريكية، وذلك بين عامي 1995 و2000.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

الموجهة لتمويل مراحلها المبكرة وعليه، وبحلول أواخر تسعينيات القرن العشرين كان المستثمرون الملائكة قد حلوا محل مستثمري رأس المال المخاطر إلى حد كبير في استثمارات المراحل المبكرة، وعلاوة على ذلك فإن ظهور فقاعة الإنترنت* Dot-Com Boom أواخر تسعينيات القرن العشرين خلق مجموعتين من أصحاب رؤوس الأموال: من باعوا مشاريعهم ولديهم رأس مال للاستثمار في المزيد من الأعمال، ومن لم يحالفهم الحظ في الاستفادة من الفقاعة، ولكن رأوا نتائج عملية الاستثمار الملائكي، مما أدى إلى زيادة تدفق الاستثمار في مشاريع رواد الأعمال¹. تزامنت هذه الأحداث مع بداية شكل منظم من الاستثمار الملائكي "شبكات الاستثمار الملائكي"، حيث بدأ المستثمرين الملائكة في تنظيم أنفسهم ضمن مجموعات أو نوادي استثمارية للاستثمار معاً، من خلال المشاركة في عدة مؤسسات في الوقت نفسه، بغية تنوع والحد من مخاطر محافظهم الاستثمارية، والتي عادة ما تكون محافظ متخصصة في صناعة أو مجال أو تقنية معينة²؛ وفي سنة 1994 أسس Hans Severiens أول شبكة للمستثمرين الملائكة في وادي السيليكون لتتوالى بعد ذلك العديد من الشبكات في الظهور في الوادي، بل وانتشرت إلى أجزاء أخرى من الولايات المتحدة والعالم، وأدخلت التكنولوجيا جوانب افتراضية في الاستثمار الملائكي، حيث ساهمت في كسر حواجز الاتصال بين طالب التمويل "المؤسسة الناشئة" ومانحه "المستثمر الملاك" وذلك من خلال استخدام وسائل الاتصال التكنولوجية (الهاتف، مكالمة الفيديو) لتبادل المعلومات حول المشروع، المنافسة أو العملاء، بالإضافة إلى ذلك تم توفير شبكات ومنصات الاستثمار الملائكي عبر الإنترنت مثلها AngelList³.

2.1. مفهوم الاستثمار الملائكي:

تعددت تعاريف الاستثمار الملائكي، أهمها على سبيل الذكر لا الحصر ما يلي:

- **التعريف الأول:** الاستثمار الملائكي هو أشكال غير مضمونة من الإقراض أو استثمارات غير رسمية في رأس المال، يقوم من خلالها الأفراد باستخدام أموالهم الخاصة مباشرة في المؤسسات غير المدرجة في البورصة والتي لا تربطهم صلة قرابة مع مؤسسها⁴، ويستثنى هذا التعريف استثمارات أصدقاء وأفراد أسرة المؤسسين، والتي تستند إلى اعتبارات ومعايير تختلف عن تلك المستخدمة من قبل المستثمرين الخارجيين.

¹- Idem, P19.

²-Moacir de Miranda et al., Startups and Innovation Ecosystems in Emerging Markets, (New York, NY: Springer Berlin Heidelberg, 2019), P73.

³-Mustafa, Op.Cit, P20.

⁴-Colin M. Mason and Richard T. Harrison, "The Size of the Informal Venture Capital Market in the United Kingdom," Small Business Economics, Vol 15, 2000, P137.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

- **التعريف الثاني:** هو رأس المال الذي يوفره المستثمر الملاك في شكل ديون أو حقوق ملكية من أمواله الخاصة إلى مؤسسة خاصة غالباً ما تكون في مرحلة مبكرة من نموها، يملكها ويديرها شخص لا يمد له بأي صلة قرابة¹.
 - **التعريف الثالث:** هو سوق غير رسمي للتمويل المباشر، حيث يمكن للأفراد الاستثمار مباشرة في المؤسسات الصغيرة أو الناشئة من خلال عقود الأسهم².
من خلال ما تقدم يمكن القول أن: الاستثمار الملائكي هو استثمار غير رسمي في المؤسسات الناشئة، مقابل الحصول على حصة ملكية في رأس مالها، يقدم من قبل فرد أو مجموعة يطلق عليهم اسم "المستثمرين الملائكة"؛ والذين يعرفون على أنهم:
 - أفراد أثرياء من الخواص يعملون كمستثمرين غير رسميين يقدمون تمويلاً للمؤسسات الناشئة والصغيرة، قد يستثمرون بشكل فردي أو في جهود مشتركة مع الآخرين في التقنيات والمنتجات والخدمات التي يمتلكون من ناحيتها اهتماماً شخصياً وخبرة سابقة³.
 - مجموعة من الأفراد الذين يملكون مبالغ كبيرة من رأس المال ويقررون استثمار جزء منها في مشاريع عالية المخاطر وذات عوائد محتملة مرتفعة، عادة ما ينتمون إلى خلفيات مهنية (مديرين تنفيذيين، رواد الأعمال ذوي خبرة) ويتمتعون بشبكة ذات صلة من العلاقات، الأمر الذي يدفع بهم إلى مشاركة خبراتهم ومعارفهم الخاصة إلى جانب الاستثمار المالي في المؤسسات الناشئة⁴، مما يعزز فرص نجاحها.
 - أفراد من أصحاب الثروات الصافية يستثمرون مبالغ في شكل تمويل أسهم في المؤسسات غير المدرجة في البورصة، والتي لا يملكون أي صلة قرابة مع مؤسسها، بهدف تحقيق ربح على المدى المتوسط إلى الطويل⁵.
- واستناداً إلى ما سبق ذكره يمكن القول أن: المستثمرين الملائكة هم مستثمرين خواص غير رسميين، يمتلكون رأس المال والمعرفة، اللذان يستخدمانها في تقديم المشورة والدعم المالي للمؤسسات الناشئة، بهدف تحقيق عوائد مالية.

¹- Scott Shane, Fool's Gold? The Truth behind Angel Investing in America (Oxford, New York: Oxford University Press, 2009), P14.

² -J. Chris Leach and Ronald W. Melicher, Entrepreneurial Finance, 2nd edition (Mason, Ohio: Thomas/South-Western, 2006), P29.

³ -J. C. Leach and R. W. Melicher, Entrepreneurial Finance, 7th edition (South-Western: Cengage Learning, 2012, print year 2020), P27.

⁴ -Moacir de Miranda et al., Op.Cit, P73.

⁵ - OECD and European Commission, "Policy brief on access to business start-up finance for inclusive entrepreneurship," Op.Cit, P 18-19.

2. أهمية ودوافع الاستثمار الملائكي:

1.2. أهمية الاستثمار الملائكي:

لقد اكتسب المستثمرون الملائكة أجنحتهم نتاجا لنجاح استثماراتهم السابقة، وتراكم المعرفة التي يعيدون نشرها في المشاريع التي تؤسسها الأجيال الجديدة من رواد الأعمال، حيث يتحمل هؤلاء المستثمرين بشكل طوعي وإدراك كامل مخاطر مالية من شأنها أن تتجاوز حتى تلك التي يواجهها مستثمري شركات رأس المال الاستثماري ذوي الخبرة الواسعة.

كما يشكل المستثمرون الملائكة مجموعة متنوعة من الأفراد الأثرياء الذين يملؤون فراغا في سوق رأس المال الاستثماري من خلال توفير تمويل الأسهم في المراحل المبكرة للمؤسسات الناشئة، غالبا ما ينظر إليهم على أنهم شركاء مثاليين لرواد الأعمال، فبالإضافة إلى توفير التمويل يشاركون معرفتهم التجارية وخبراتهم الصناعية وشبكة علاقاتهم مع رواد الأعمال، إذ يتمتع هذا النوع من المستثمرين بسنوات عديدة من الخبرة في إدارة المؤسسات والاستثمار فيها، وغالبا ما يكونون متخصصين في صناعات معينة؛ توفر هذه الخبرات العميقة تصورا عمليا للعمليات الصناعية وتزيل الابهام حول العوامل المؤثرة فيها، ويتجاوز المستثمرون الملائكة تقديم المشورة والمعلومات إذ يسعون أيضا إلى تعزيز العلاقات من خلال ربط رواد الأعمال بشبكة علاقاتهم، الأمر الذي من شأنه مساعدة المؤسسات الناشئة على بناء علاقات مع العملاء المحتملين والموردين والمقرضين وحتى أصحاب الكفاءات، وكل هذا يساعد بناء وتقوية هذه العلاقات رواد الأعمال على المديين القصير والطويل من خلال جذب الكفاءات والحصول على خصومات أو أسعار خاصة من شأنها تخفيض التكاليف التي تتحملها مؤسساتهم الناشئة¹.

2.2. دوافع الاستثمار الملائكي:

لقد ذكرنا مسبقا أن المستثمرين الملائكة هم أفراد أثرياء الذين خلال حياتهم العملية وبصرف النظر عن كسب ثروة هائلة اكتسبوا معرفة وخبرة في ريادة الأعمال فمعظمهم شغلوا مناصب قيادية أو أداروا أعمالهم ومؤسساتهم الخاصة. ولكن تعرضهم لظروف معينة حال دون مواصلة التعامل بنشاط مع الأعمال التجارية، وهوما صعب عليهم التكيف مع نمط حياتهم الجديد، وبناء على هذه الحقيقة حاولوا

¹- Emily M. Rodriguez, "Angel Financing: Matching Start-up Firms with Angel Investors," 2011, CMC Senior Theses, Paper 136, PP 7-8. http://scholarship.claremont.edu/cmc_theses/136.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

إيجاد إمكانيات للاستثمار مرة أخرى ومشاركة خبراتهم ومعرفتهم مع من هم في حاجة لها¹، وعليه يمكن تلخيص الدوافع الرئيسية للاستثمار الملائكي في ثلاث فئات على النحو التالي:²

- **تحقيق مكاسب مالية:** معظم المستثمرين الملائكة مدفوعون بتحقيق المكاسب المالية العالية في فترات زمنية قصيرة، لهذا السبب يمكن أن يظهر للبعض أن تسمية "المستثمرين الملائكة" قد تكون تسمية خاطئة بعض الشيء، فهي تقود إلى الاعتقاد بأن المستثمرين الملائكة يشيرون إلى الأشخاص المهتمين بشكل أساسي بتقديم الدعم للمشاريع دون التركيز على العوائد المالية، في حين أنه في الواقع يشار إليهم باسم الملائكة لأنهم على استعداد لتحمل المخاطرة العالية المرتبطة بالمؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة، وبالنسبة لهذه الفئة من المستثمرين يعد تحقيق العوائد المالية حافزا قويا لكنه ليس الدافع الوحيد، حتى أنه ليس الدافع الأساسي للبعض منهم، حيث أفادت دراسة Stephanie Macht سنة 2007 إلا أنه وبالرغم من أن ثلثي المستثمرين الملائكة يرون في تحقيق العوائد المالية دافعا مهما لاستثماراتهم في المؤسسات الناشئة، إلا أن أكثر من نصفهم يرون في متعة تقديم الدعم والإرشاد لرائد الأعمال من خلال معارفهم ومهاراتهم وشبكة اتصالاتهم دافعا أكثر أهمية للاستثمار³.
- **لعب دور في عملية ريادة الأعمال:** بالإضافة إلى البحث عن عوائد مالية عالية من الاستثمار في المؤسسات الناشئة، فإن المستثمرين الملائكة تحفزهم فرصة المشاركة في عملية بناء مشروع ريادي جديد، دون الخوض في متاعب وتحديات إنشاء مشاريعهم الخاصة، فكونهم مستثمرين ملائكة يجعلهم جزءا من العملية الريادية، دون الحاجة لبذل الوقت والجهد اللازمين لتأسيس مشروع خاص بهم.
- **العوامل غير المالية:** يمكن أن يستثمر الملائكة رغبة منهم في تعلم مهارات جديدة، سواء تعلق الأمر بتعلم التكنولوجيا الجديدة قبل طرحها في الأسواق أو تعلم كيفية إنشاء المؤسسات، أو رغبة منهم في تطوير مجتمعاتهم عن طريق الاستثمار في مشاريع مبتكرة من شأنها تحسين جودة الخدمات في المجتمع مع خلق المزيد من فرص العمل.

¹- Veland Ramadani, "The Importance of Angel Investors in Financing the Growth of Small and Medium Sized Enterprises," International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, Vol 2, no. 7, 2012, P312.

²- Emily M. Rodriguez, Op.Cit, P8-10.

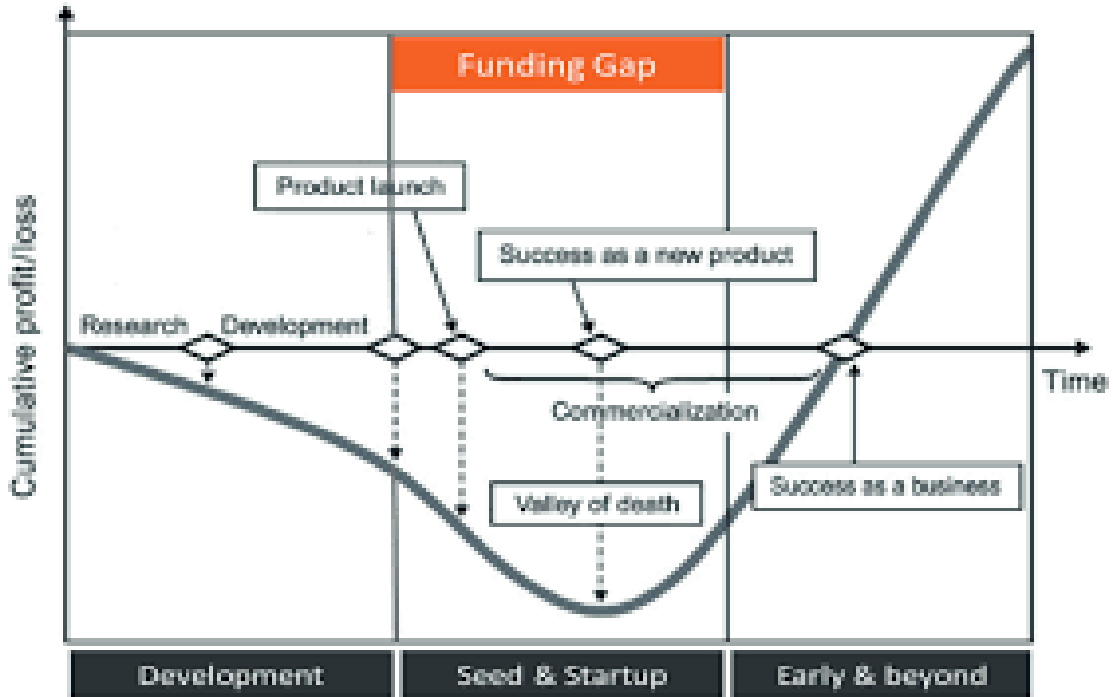
³- Veland Ramadani, Op.Cit, P312.

3. آلية عمل الاستثمار الملائكي: يعتمد التمويل الملائكي على المراحل التالية:

1.3. مراحل تدخل الاستثمار الملائكي:

بمجرد أن يتحقق رائد الأعمال من قابلية فكرته للتطبيق على أرض الواقع، سواء من خلال إطلاق النموذج الأولي MVP في سوق اختبار صغير، أو عن طريق تقدير إمكانات السوق لتلك الفكرة من خلال إجراء أبحاث السوق، سيبدأ في النظر إلى تحويلها إلى مؤسسة ناشئة، فإن الانتقال من مرحلة تطوير الفكرة إلى مرحلة التأسيس يحمل المؤسسة تكاليف لمواصلة تطوير منتجاتها أو خدماتها من نموذج أولي إلى منتج أكثر قبولا تجاريا، قد تتحمل المؤسسة أيضا تكاليف تسويقية لتطوير قاعدة العملاء، أو تكاليف توظيف لتوسيع الفريق وغيرها من التكاليف الأخرى المرتبطة بالتأسيس؛ في حالة عدم وجود إيرادات كافية لتغطية هذه التكاليف، يستمر صافي دخل المؤسسة في الانخفاض إلى غاية مباشرة منتجاتها أو خدماتها في درتدفقات نقدية ليرتفع صافي دخلها تدريجيا، يمكن تمثيل هذه التحولات في شكل وادي كما هو موضح في الشكل رقم (3.2).

الشكل رقم (3.2): تصور للفجوة المالية للمؤسسات الناشئة "وادي الموت"



Source: Mohammad Mustafa, Op.Cit, P16.

وضح الشكل رقم (3.2) الفجوة المالية التي تمر بها المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة والتي عادة ما يطلق عليها "وادي الموت"، والتي تحد من قدرتها على الابتكار وتسويق منتجاتها، وأثناء الوصول إلى

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

وادي الموت غالبا ما تكون العديد من المؤسسات قد استنفدت رأس المال الأولي (التمويل الأولي Seed Funding) الذي تم الحصول عليه من المؤسسين والأصدقاء وأفراد الأسرة، وتحتاج إلى اللجوء إلى التمويل الخارجي والذي في غيابه قد تموت العديد من المؤسسات في وادي الموت.

ويساعد المستثمرون الملائكة على سد فجوة التمويل هذه وزيادة استدامة المؤسسة الناشئة، غير أنهم لا يغطون بالضرورة فجوة التمويل بأكملها في هذه المرحلة، إذ غالبا ما يوفرون رأس المال الأولي الذي قد يكون كافيا للمؤسسة لتوسيع مدرجها والوصول إلى مرحلة يصبح فيها التمويل الخارجي من المستثمرين المخاطرين ممكنا، لذلك يعد المستثمرون الملائكة جزءا أساسيا من دورة رأس المال المخاطر، لأنهم يوفرون جسرا بين مصادر التمويل غير الرسمية والمصادر الرسمية من المؤسسات المالية مثل شركات رأس المال المخاطر¹.

2.3. خطوات عملية الاستثمار الملائكي:

تمر عملية حصول المؤسسات الناشئة على الاستثمار من الملائكة بالخطوات التالية:²

- نشأة الصفة: يستثمر معظم الملائكة في المشاريع التي تحال إليهم من قبل مقدمي الخدمات (المحامين، المحاسبين)، أو من قبل شبكة علاقاتهم الشخصية، ومع ذلك، قد يبحث بعضهم بشكل استباقي عن الفرص الاستثمارية والتي غالبا ما يحصلون عليها من خلال الشبكات الإلكترونية أو من خلال حضورهم التنظيمات الريادية (منتديات الاستثمار) والتواصل مباشرة مع رواد الأعمال، وللإشارة عادة ما يكون المستثمرين الملائكة متحفظين تجاه الفرص التي تأتي من مصادر غير معروفة أو غير موثوقة، ويميلون إلى قبول الإحالات من الأشخاص الذين تربطهم معرفة شخصية بهم أو يمتلكون خبرة مهنية في مجال ريادة الأعمال³.

- التعرف Familiarization: بعد تحديد الفرصة الاستثمارية يتعين على المستثمرين الملائكة إجراء نظرة عامة وسريعة عما إذا كانت هذه الفرصة تستحق مزيدا من التحقيقات أو يجب رفضها فوراً، إذ من الشائع أن يقدم مؤسسو المؤسسات الناشئة خطة عمل مختصرة أو عرضا تقديميا موجزا حول مؤسستهم ليتم إعطاء تصور مبدئي حولها للمستثمرين الملائكة؛ إضافة إلى جودة خطة العمل المقدمة تلعب جاذبية المنتج وتفضيلات الاستثمار العامة للمستثمرين الملائكة دورا أساسيا في اتخاذ قرار قبول أو رفض الفرصة الاستثمارية (أين تقع الفرصة أو المشروع الجديد، وهل قطاع الصناعة مناسب أم لا، هل يتطابق التمويل المطلوب مع مبلغ الاستثمار المتاح لدى المستثمرين الملائكة).

¹-Ibidem.

²- Stuart Paul, Geoff Whittam, and Janette Wyper, "Towards a Model of the Business Angel Investment Process," Venture Capital, Vol 9, no. 2, 2007, P108-109.

³-Scott Shane, Op.cit, P127.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

كما يتلقى المستثمرون الملائكة العديد من الفرص الاستثمارية الأمر الذي يكلفهم الوقت والجهد للمفاضلة بينها، وعليه يلجأ ذوي الخبرة منهم إلى ما يسمى "بالاستدلال غير التعويضي لصنع القرار" للتعامل مع الكم الهائل من المقترحات الواردة، تسمح هذه التقنية بفحص الجوانب الأكثر أهمية للفرصة بسرعة والقضاء على تلك التي تسجل درجات منخفضة فيما يتعلق بجوانب معينة مثل إمكانات المنتج أو ملاءمة الفرصة بالنسبة للمستثمر¹.

- الفرز: في هذه الخطوة يتم إجراء تحليل وفحص معمقين لخطط العمل المقدمة بحثاً عن أي عوائق محتملة يمكن أن تواجه المؤسسة الناشئة مستقبلاً مع تقدير مدى خطورتها، وفي كثير من الأحيان يتم الاتصال برواد الأعمال للإجابة على الأسئلة المنبثقة من التحليل أو لتقديم معلومات إضافية فيما يخص حيثيات معينة، كما قد تدعو بعض المجموعات الملائكية رواد الأعمال لتقديم عروض قصيرة حول المؤسسة الناشئة (15-30 دقيقة) أمام لجنة الفرز، بعد الاستماع إلى العرض تأتي فترة أسئلة وأجوبة تسمح للأعضاء بمزيد من الفحص للفرصة (15-30 دقيقة أخرى)، ومع نهاية هذه الخطوة يكون للمستثمرين القدرة على تأكيد الانطباع الأولي حول الفرصة، وفهم أفضل لخلفية رواد الأعمال².

- العناية الواجبة: تتضمن هذه الخطوة تقييم الفرصة من المنظور المالي التي عادة ما يتم إجراؤها من قبل المستثمرين الملائكة دون الحاجة للجوء إلى وسطاء، ويتم فيها التفاوض على رأس المال المستثمر وحقوق الملكية الممنوحة مقابلها؛ في هذا الصدد، ونظراً لضيق الوقت أو حتى الافتقار إلى مهارات التقييم المتعمقة، يعتمد المستثمرين الملائكة بشكل كبير على حدسهم فيما يتعلق بمفاوضات "السعر"، وتنتهي هذه الخطوة بالاتفاق على عقد استثمار رسمي بين كلا الطرفين يتم بموجبه منح مبلغ الاستثمار، والذي تختلف قيمته باختلاف الجهة المانحة³.

- الاستثمار بصفة فردية: عادة ما تستثمر الملائكة الفردية ما بين 25000 دولار إلى 1 مليون دولار، وقد تتجاوز ذلك في بعض الحالات.

¹ -Andrew L. Maxwell, Scott A. Jeffrey, and Moren Lévesque, "Business Angel Early-Stage Decision Making," Journal of Business Venturing, Vol 26, no. 2, 2011, P220.

²-Shira Cohen, "Sourcing Deals," Best Practice Guidance for Angel Groups–Deal Screening," Screening, 2007, P 6-7.

³ -اعتماداً على كل من:

-Emily M. Rodriguez, Op.Cit, PP9-10.(The three types of angel investing that provide the funding)

-David S. Rose, Angel Investing: The Gust Guide to Making Money and Having Fun Investing in Startups (Hoboken: Wiley, 2014), P 33-34 .(Angel Investment amounts)

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

- الاستثمار ضمن شبكات الاستثمار الملائكية: يشابه النوع الأول من الاستثمار حيث يمكن للمستثمرين الملائكة الذين هم جزء من شبكة الاستثمار الملائكي الاستثمار بشكل فردي، غير أن لديهم ميزة إضافية تتمثل في العمل بشكل جماعي في عملية انتقاء وفحص الفرص الاستثمارية، ولديهم خيار الاستثمار الجماعي، يستثمر الملاك الفردي حوالي 25000 دولار في المؤسسة الناشئة، وعادة ما ينضم 5 إلى 10 ملائكة للاستثمار بشكل جماعي في مؤسسة ناشئة واحدة.
- الاستثمار وفق الصندوق الملائكي: يجمع المستثمرون الملائكة مواردهم معا ليعملوا كمستثمر واحد، وفقا لهذا ترتفع مبالغ الاستثمار المقدمة للمؤسسات الناشئة، فيتراوح متوسطها بين 100000 دولار و200000 دولار لكل استثمار.

المطلب الثاني: رأس المال المخاطر.

هناك بعض المصطلحات التي تتشابه ومصطلح رأس المال المخاطر حتى أنها تعبر عنه أحيانا، فعلى سبيل المثال يقول الفرنسي Gilles Mougenot " أننا نستعمل دون تمييز عبارتي رأس المال المخاطر (ترجمة المصطلح الإنجليزي Venture Capital) ورأس المال الاستثماري" (ترجمة المصطلح الإنجليزي Private Equity). وحتى إن اختلفت التسميات الرسمية من دولة لأخرى ومن كاتب لآخر، أو تشابهت أو تطابقت في بعض الأحيان، فإن الاختلاف يكون مبنيا على مجالات ومراحل التدخل¹. وعليه فإننا نستعمل دون تمييز عبارتي رأس المال المخاطر ورأس المال الاستثماري عندما يتعلق الأمر بالمؤسسات الناشئة.

1. ماهية رأس المال المخاطر:

1.1. قراءة تاريخية لرأس المال المخاطر:

مرتطور رأس المال المخاطر من فكرة إلى آلية تمويل بالمحطات الآتية:²
برز أول مظهر لرأس المال المخاطر خلال عهدة أسرة شونغ في الصين منذ أكثر من 800 سنة عندما شكلت الأسرة الحاكمة منظمة تقديم المنح، والتي قام من خلالها القرويون بتمويل أفكار مخترعي القرية، أما مصطلح رأس المال المخاطر فيرجع ظهوره لأول مرة إلى اليوناني "طاليس" الذي لجأ إلى لاقتراض لعصر الزيتون واستخراج الزيت منه، استخدم المصطلح للإشارة إلى المال الذي تم اقتراضه لتحقيق

¹- زادوركب منير، "رأس المال المخاطر كآلية من آليات الهندسة المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية-دراسة سوق رأس المال المخاطر في الجزائر-"، مجلة

الاقتصاد والتنمية البشرية، الجزائر، 2019، ص133.

²- Richard Thompson, Real Venture Capital: Building International Businesses (Basingstoke [England]: Palgrave Macmillan, 2008), P5-8.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

المشروع¹، وبالانتقال إلى عدة مئات من السنين وبالضبط بداية من القرن 15 كان المغامرون والتجار الذين غالبا ما تنطوي رحلاتهم الخارجية على احتمالات تحقيق مكاسب مالية نشطين في جمع رأس المال لتمويل مشاريعهم، ومن أبرزهم الرحالة الشهير "كريستوفر كولومبوس" الذي اعتمد على رأس المال المخاطر في تمويل رحلاته، وتكررت التجربة بعدها في العديد من رحلات التجارة والاستكشاف.

أما النشأة الحديثة لرأس المال المخاطر فكانت بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية أين قام الجنرال الأمريكي الفرنسي الأصل "جورج دوربوت" والباحث "كارل كومتون" سنة 1946 بتأسيس أول شركة لرأس المال المخاطر تحت اسم: "الأمريكية للبحث والتطوير"، وقررا الاستثمار في المؤسسات التي تسعى لتطوير منتجات ذات تكنولوجيا عالية وتسويقها وتسهيل حصول المشاريع الناشئة على رأس المال المخاطر ومن هنا كانت الانطلاقة الأولى الأساسية لرأس المال المخاطر²، لتحقيق ازدهارها الكامل في ستينيات القرن العشرين مع بناء الشركات الاستثمارية الناجحة التي مولت وساعدت التقدم التكنولوجي في مجال الإلكترونيات، أدى ذلك لتشكيل صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة، وفي سنوات تكوينها الأولى، كانت صناعة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة منخرطة في رأس المال الاستثماري الحقيقي، حيث قدم معظم المستثمرين الأوائل المهارات العلمية والعملية للمشاريع الجديدة، بالإضافة إلى التمويل اللازم، ومع نمو الصناعة من حيث الحجم والمكانة، اجتذبت أموالا ضخمة على الصعيدين المحلي والدولي، وأصبح التمويل الوظيفية المهيمنة للعديد من شركات رأس المال المخاطر.

وفي سبعينيات القرن العشرين، انتقلت مفاهيم وأفكار رأس المال المخاطر عبر المحيط الأطلسي إلى بريطانيا، وتم تشكيل عدد قليل من شركات رأس المال المخاطر بالمملكة، أما في أوروبا فكان التقدم أبطأ بكثير نظرا لمقاومة بعض دولها للتغيير وهيمنة بنوكها على توفير رأس المال؛ لتغزو بعد ذلك وبالضبط في ثمانينيات القرن العشرين بعض شركات رأس المال المخاطر الأمريكية الكبرى المملكة المتحدة وأوروبا تحت ما تم تسميته بـ "نموذج الشركة الكبرى" لرأس المال المخاطر الذي تم فيه تطبيق النمط الأمريكي لاستراتيجية الاستثمار على السوق الأوروبية، على افتراض أنها ذات حجم وتكوين مماثل للسوق الأمريكية، غير أن هذه المبادرات واجهت صعوبات بسبب الطبيعة المجزأة للبلدان التي تشكل السوق الأوروبية واختلاف ثقافتها ولغاتها وأنظمتها القانونية.

وفي السنوات اللاحقة، كانت الالتزامات تجاه صناعة رأس المال المخاطر متفاوتة للغاية، مما خلق قدرا كبيرا من عدم الاستقرار بها، ومع ذلك فهي لا تزال موجودة في الاقتصاد العالمي حتى يومنا هذا، حيث يعتمد العديد من رواد الأعمال على رأس المال المخاطر لتمويل مشاريعهم الجديدة والمبتكرة.

¹-ولد عابد عمر وآخرون، "حكومة تمويل رأس المال المخاطر : دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشئة في الجزائر"، مجلة الدراسات الاقتصادية المعقدة، العدد 8، الجزائر، 2018، ص 104.

²-المرجع نفسه.

2.1. مفهوم رأس المال المخاطر:

تعددت تعريف رأس المال المخاطر، أهمها على سبيل الذكر لا الحصر ما يلي:

- **التعريف الأول:** تعرفه الجمعية الأوروبية على أنه كل رأس مال يتم استثماره بتدخل وسيط مالي متخصص، في مشاريع خاصة ذات مخاطر مرتفعة وفرص نمو قوية، أملا في الحصول على عوائد مالية مرتفعة في المستقبل البعيد نسبيا في حالة بيع الحصة المساهمة، غير أن إمكانية نجاح هذه الأخيرة وتحقيقها لإيرادات في تواريخ معلومة غير مؤكدة مما يشكك في قدرتها على تغطية رأس المال المستثمر وهو مصدر المخاطرة في هذا النوع من الاستثمارات¹؛
- **التعريف الثاني:** ترى الرابطة الوطنية رأس المال المخاطر CVNA أنه نوع من التمويل تمنحه صناديق أو شركات رأس المال المخاطر للمؤسسات حديثة العهد، غير المدرجة في البورصة، ذات القدرة العالية على الابتكار والنمو²، تعد شركات أو صناديق رأس المال المخاطر في هذه الحالة وسيطا ماليا يوظف أموال المستثمرين في مؤسسات لها إمكانية عوائد عالية خلال فترة زمنية تتراوح ما بين 5 إلى 7 سنوات³، وهذا التعريف مشتق من تجربة رأس المال المخاطر في سوق متقدمة مثل الولايات المتحدة.
- **التعريف الثالث:** هو شكل من أشكال تمويل المشاريع حديثة العهد، غالبا ما يكون مشروطا مما يعني أن استفادة المشاريع من هذا النمط من التمويل عادة ما يقابله الحصول على صلاحيات معينة، تتضمن بعض الأمثلة الحالات التي يتم فيها منح أموال رأس المال المخاطر مقابل حقوق الملكية، أو مقعد في مجلس الإدارة، أو الحق في الموافقة على القروض نيابة عن المؤسسة، أو السلطة على عملية التوظيف، أو حتى المشاركة في صنع القرارات الرئيسية داخل المؤسسة⁴.

¹- تقية لباس، "متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعامة للتنمية الاقتصادية"، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد 12، العدد 24، 2017، ص 153.

²- NVCA, official website, what is Venture Capital? [venture capital definitions - National Venture Capital Association - NVCA](#) visited 10/05/2022 at 18 :53

³- بلعابد سيف الإسلام النوي، قدي عبد المجيد، "مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد 47، 2017، ص 269.

⁴- Halt et al., Op. Cit, P20-21.

* تمويل الأسهم الخاصة: هي عملية جمع الأموال من المستثمرين لتمويل شراء أسهم الشركات الخاصة غير المدرجة في البورصة، ويشمل مجموعتين من الأنشطة الاستثمارية (تمويل رأس المال المخاطر، تمويل الاستحواذ أو إعادة هيكلة رأس المال).

- التعريف الرابع: رأس المال المخاطر هو تمويل فرعي من تمويل الأسهم الخاصة* ويشير على وجه التحديد إلى الاستثمارات المرتبطة بالأسهم التي يتم إجراؤها لإطلاق المؤسسات في مراحلها المبكرة أو المساهمة في نموها أو توسعها¹.

يلاحظ من خلال التعاريف أنه عادة ما يتم إعطاء مصطلح رأس المال المخاطر معنيين مختلفين: أحدهما واسع يشمل جميع أنواع رأس المال التي يتم استثمارها في مشاريع محفوفة بالمخاطر، والآخر ضيق يعنى بتمويل الأسهم الخاصة، وهو التعريف الذي يستخدمه في المقام الأول الباحثون والممارسون والهيئات التشريعية. وفي بعض الحالات يعرف رأس المال المخاطرة تعريفاً أكثر ضيقاً على أنه: "تمويل الأسهم الخاصة للمؤسسات في مرحلتها الإنشائية والتطويرية"، وتعريف رأس المال المخاطر على هذا النحو يفصله عن تمويل الديون المضمونة. ومع ذلك، ليس من السهل اشتقاق تعريف دقيق حيث أن هناك العديد من الأدوات التي يمكن اعتبارها رأس مال مخاطر في ظل ظروف معينة (استخدامها كرأس مال أولي لتكوين المؤسسات) مثالها المنح والإعانات المخاطرة².

تتشارك التعاريف السابقة الذكر في جملة من النقاط المميزة لرأس المال المخاطر عن باقي الأساليب التمويلية، نوجزها فيما يلي:

- استثمار في المؤسسات الناشئة غير المدرجة في السوق المالي "البورصة".
- مدة الاستثمار تكون غالباً محدودة بنجاح نمو المؤسسة (5 إلى 7 سنوات).
- يتم اتخاذ القرار الاستثماري بناء على العائد المتوقع للمشروع الذي يتم تمويله.
- تتحقق أرباح المستثمر عن طريق بيع حصته من المؤسسة بعد مدة من الزمن أو عن طريق توزيعات الأرباح.
- يلعب المستثمر في مجال رأس المال المخاطر دوراً نشطاً داخل المؤسسة الممولة فهو تقديم الدعم المالي والفني وحتى المتابعة والإرشاد، كما يشارك في عملة اتخاذ القرار بها.
- بناء على التعاريف السابقة الذكر يمكن وضع تعريف شامل لرأس المال المخاطر وذلك من خلال جمع النقاط المشتركة بين مختلف التعاريف وخصائص التمويل المنبثقة عنها، إذ يمكن القول أن: رأس المال المخاطر هو تمويل يقدمه عادة مستثمرو صناديق وشركات رأس المال المخاطر للمؤسسات الصغيرة والناشئة ذات إمكانية النمو العالية، مقابل الحصول على عوائد مالية مرتفعة نسبياً في حالة نجاحها، بالإضافة إلى امتلاك سلطة القرار والدعم الاستراتيجي الفعال فيها.

¹ -Tom R. Vanacker and Sophie Manigart, "Venture Capital," SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY, March 17, 2013), P2., <https://papers.ssrn.com/abstract=2749175>.

² Anders Isaksson, "Studies on the Venture Capital Process", (thesis submitted for degree of Doctor of Philosophy, Handelshögskolan , Umeå university, Sweden, 2006) , P8.

2. مزايا وأهمية رأس المال المخاطر:

1.2. مزايا التمويل برأس المال المخاطر:

تظهر جاذبية رأس المال المخاطر كبديل مستحدث للمعالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة من خلال ما يلي:¹

- المشاركة: يعتبر مستثمري رأس المال المخاطر شركاء لأصحاب المؤسسة الناشئة في الربح والخسارة، وهذا ما يؤدي إلى عدم التعارض والتوافق بين أطراف العقد كون أن مصالحهم مشتركة، إضافة إلى ذلك ترى شركة رأس المال المخاطر أن المؤسسة الناشئة كيان غير مستقل عنها وبالتالي فهي عادة لا تنسحب منها إلا بعد أن تصبح هذه الأخيرة قادرة على الإنتاج والنمو لوحدها.
- الانتقاء: يتمتع المستثمر في هذا النوع من التمويل بفرصة اختيار المشروع الواعد الذي يؤمن بتحقيقه لإيرادات ضخمة مستقبلا، على عكس المستثمر التقليدي الذي غالبا ما يلجأ إلى تمويل الشركات الكبيرة والمستقرة بهدف ضمان استرجاع الأموال المستثمرة.
- المرحلية: يتم التمويل برأس المال المخاطر عبر مراحل وليس دفعة واحدة، حيث تقوم شركات رأس المال المخاطر بتقييم النتائج المحققة من طرف المؤسسة الممولة بعد كل مرحلة تمويلية، ففي حالة نجاحها تقوم بمتابعة تمويلها أما في الحالة المعاكسة فتقوم بتعديل خططها بما يتماشى مع هدف تحقيق أقصى ربح مستقبلا.
- التنوع: يمكن للمستثمر أن يوزع تمويله على عدة مشاريع متباينة المخاطر، بحيث ما تخسره الشركة في مؤسسة تعوضه من أرباح المؤسسة الأخرى.

2.2. أهمية رأس المال المخاطر:

تبرز أهمية رأس المال المخاطر بالنسبة للمؤسسات الناشئة من خلال القيمة المضافة التي تقدمها الجهات المانحة له والتي تندرج ضمن فئتين:

- المساهمة المالية: يمثل تقديم الدعم المالي المجال الطبيعي لنشاط شركات وصناديق رأس المال المخاطر حيث تعد هذه الأخيرة مركزا تمويليا مهيما في وقتنا الحالي، إذ أفاد البيان المشترك الصادر عن منصة Pitchbook والرابطة الوطنية لرأس المال المخاطر NVCA أن شركات رأس المال المخاطر استثمرت أكثر من 100 مليار دولار سنة 2020 وهو رقم قياسي مقارنة بالسنوات الفارطة، تقليديا تأتي هذه الأموال

¹ - عبد السميع رويحة، إسماعيل حجازي، "تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر"، الملتقى الدولي حول متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2006، ص309-310.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

من صناديق التقاعد وشركات التأمين والأوقاف والأفراد الأثرياء¹؛ لتساعد المؤسسات الناشئة المتعثرة ماليًا في التخلص من الاختلالات التمويلية والمخاطر المترتبة عنها، وتسرع وصولها إلى عمليات السوق لجذب المزيد من الاستثمارات الخارجية.

- المساهمة غير المالية: تتمثل في الخدمات غير المالية التي تقدمها شركات رأس المال المخاطر للمؤسسات الناشئة الممولة والممثلة فيما يلي:
 - مراقبة الأداء المالي والتشغيلي للمؤسسات الناشئة الممولة، وتوفير الوصول إلى الشبكات إما للدخول إلى أسواق جديدة، أو تشكيل شراكات تعاون لتحقيق الميزة التنافسية، أو نقل المهارات والتكنولوجيا².
 - تحسين الأداء الابتكاري من خلال انتقاء المؤسسات الناشئة ذات المنتجات التكنولوجية المتقدمة وتدريب مؤسسيها لتحسين الأداء التكنولوجي.
 - الحصول على المتابعة والنصح والاستفادة من الخبرات والطرق الحديثة في التسيير لضمان السير الجيد للمشاريع.
 - توفير الخدمات القانونية والاستشارية مما يخول للمؤسسة الناشئة الممولة حماية ابتكاراتها، وتفادي سرقة حقوق الملكية الفكرية.
3. آلية عمل رأس المال المخاطر:

1.3. الجهات الرئيسية الفاعلة في التمويل برأس المال المخاطر:

تركز الأبحاث المرتبطة بشرح آلية عمل رأس المال المخاطر بشكل عام حول كيفية تفاعل الجهات الرئيسية المشاركة في العملية التمويلية، والمتمثلة في:³

- رواد الأعمال: يمثلون مركز النظام البيئي للمؤسسات الناشئة وجزء لا غنى عنه في صناعة رأس المال المخاطر، والتي غالبًا ما يكون رواد الأعمال باحثين ومهندسين أسسوا أعمالهم الخاصة لتجسيد أفكارهم في منتجات قابلة للتسويق.
- المستثمرون: يتنوع مستثمري صناديق رأس المال المخاطر بين مؤسسات مالية ممثلة في البنوك، صناديق المعاشات التقاعدية، وشركات التأمين، ومؤسسات غير مالية ممثلة في الشركات الكبرى التي تمتلك فائضًا نقديًا، أو أفراد ذوي ملاءة مالية عالية.

¹ - Stanford University Stanford and California 94305, "Stanford • NVCA Venture Capital Symposium 2020," <https://conferences.law.stanford.edu/vcs2020/> visited 15/05/2022 at 18:17.

² - "IHub Blog, "investing-in-startups-in-kenya," 2018, <https://ihub.co.ke/blogs/31373/investing-in-startups-in-kenya> visited 15/05/2022 at 20:01 .

³ - Zider, B, "How venture capital works," Harvard Business Review, 1998, <https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works> visited 16/05/2022 at 10:51

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

• **المصرفيون الاستثماريون:** يلعبون دوراً مهماً في مرحلة التخارج، إذ يمكن أن تؤثر سمعة وخبرة البنك الاستثماري الذي ينتمي إليه هؤلاء على مصداقية سعر سهم المؤسسة الناشئة عند الاكتتاب العام الأولي IPO، وعادة ما يتلقى هذا الأخير 7% من الأموال التي يتم جمعها من خلال الاكتتاب العام كتعويض عن خدماته¹.

• **أصحاب رأس المال:** هم أشخاص محترفون يمتلكون المهارات والخبرة وشبكة العلاقات، وعادة ما يكونون شركاء إداريين لشركات رأس المال المخاطر أو متخصصيها الاستثماريين، تتمثل مهمتهم الرئيسية في الربط بين الجهات الفاعلة الثلاث الأنفة الذكر حيث تخول إليهم مهمة البحث عن الصفقات "رواد الأعمال ومؤسساتهم الناشئة" وتقييم فرص الاستثمار فيما لاختيار أنسبها للاستثمار، ومن ثم إيجاد مصادر التمويل "المستثمرين" وإقناعهم بتكوين صندوق استثماري لتمويلها².

2.3. خطوات عملية التمويل برأس المال المخاطر:

قبل البدء في عملية التمويل برأس المال المخاطر يجب انتقاء المشروع أو المؤسسة الناشئة المناسبة للاستثمار، والتي غالباً ما يكون لدى أصحاب رأس المال المخاطر معايير معينة يجب الوفاء بها أو إثباتها من قبل المشروع التجاري قبل اعتباره استثماراً قابلاً للتطبيق وجديراً بالاهتمام، وتتم عملية حصول المؤسسات الناشئة على رأس المال المخاطر بالخطوات التالية³:

• **تكوين أداة الاستثمار:** تبدأ عملية استثمار رأس المال المخاطر في المؤسسة الناشئة بتكوين أداة الاستثمار، والتي عادة ما تكون صندوقاً استثمارياً يتم إنشاؤه بغرض جمع الأموال اللازمة لبدء النشاط الاستثماري في المؤسسات المخترعة⁴، حيث يمتلك أصحاب رأس المال المخاطر استراتيجية استثمارية وعادة ما يصاغ ذلك باستهداف مجموعة خاصة من فرص الاستثمار (الاستثمار في منطقة جغرافية محددة أو صناعة معينة مثل التكنولوجيا)، مقيمين بذلك شركات محدودة أو عامة مع المستثمرين المهتمين بالمجموعة المستهدفة، لتختلف بذلك نوع الصناديق الاستثمارية المنشأة وأهدافها على النحو التالي:

- **الصندوق الاستثمارية المستقلة:** هو النوع الأكثر انتشاراً حيث يتم جمع رأس المال من البنوك وصناديق المعاشات التقاعدية والأوقاف لإنشائها؛ يتم تنظيم المستثمرين كشركاء محدودين ويعمل

¹ -Eugene F. Brigham and Michael C. Ehrhardt, Financial Management: Theory and Practice, 13th ed (Mason, OH: South-Western Cengage Learning, 2011), P791-793.

² -Idem, P789.

³ -Anders Isaksson, Op.Cit, P42-49.

⁴ -Serena Gallo and Vincenzo Verdoliva, Private Equity and Venture Capital: Theory evolution and valuation, Contributions to Finance and Accounting (Cham: Springer International Publishing, 2022), P9., <https://doi.org/10.1007/978-3-031-07630-5>.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

مديرو شركة رأس المال المخاطر كشركاء عامين، وفي هذا النوع من الصناديق بالتحديد يخصص المستثمرون رؤوس أموالهم أملاً في الحصول على معدل عائد عالٍ من جهة، وتنوع استثماراتهم من جهة أخرى.

- الصناديق الاستثمارية التابعة: فروع تابعة للشركات القائمة المالية أو غير المالية تؤسسها وتوفر رأس المال اللازم لها، غالباً ما تكون أهدافها خدمة استراتيجية هذه الشركات.
- الصناديق الاستثمارية العامة: هي صناديق تمولها (كلياً أو جزئياً) وتسيطر عليها كيانات حكومية، تمتلك عموماً هدفاً أسمى من تحقيق الربح، على سبيل المثال، تسهيل نمو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو دعم التنمية الاقتصادية لمنطقة معينة.

بشكل عام يبلغ عمر صندوق رأس المال الاستثماري النموذجي 10 سنوات، ولا يشارك مقدمو الصناديق بشكل مباشر في قرار الاستثمار، كما لا يحققون عوائد من استثماراتهم إلا في نهاية عمر الصندوق.

- نشأة الصفقة: هناك نهجان مختلفان لاكتشاف الفرص الاستثمارية من قبل شركات رأس المال المخاطر؛ نهج استباقي يبحث فيه أصحاب رأس المال المخاطر عن مؤسسات ناشئة محتملة للاستثمار فيها غالباً من خلال حضور المعارض الصناعية أو عن طريق المشاركة المباشرة في التنظيمات الريادية المتكررة، ونهج تفاعلي تكون فيه العملية عكسية حيث يقوم أصحاب المؤسسات الناشئة بعرض مقترحاتهم بخصوص خطة العمل على أصحاب رأس المال المخاطر، وأثبت العديد من الدراسات التي أجريت بهذا الخصوص ميل مستثمري رأس المال المخاطر إلى تبني النهج التفاعلي "الانتظار السلبي" وقبول الإحالات من قبل أطراف ثالثة.
- قرار الاستثمار: يتطلب اتخاذ قرار الاستثمار إجراء فحص دقيق ومعمق (الفرز)، وتقييم مالي (العناية الواجبة) للفرصة الاستثمارية، تعترض هذه العملية العديد من الصعوبات سواء تلك المتعلقة بمحدودية المعلومات حول منتجات وخدمات المؤسسات الناشئة، عملاءها والسوق مما يرفع من مخاطر الفشل بها، أو تلك المتعلقة بعدم تناسق المعلومات بين رواد الأعمال وأصحاب رؤوس الأموال، ومن أجل استيعاب هذا التوزيع غير الكامل للمعرفة يعتمد المستثمرون بشكل أساسي على المعايير المتعلقة بالإدارة لانتقاء الفرص الاستثمارية، حيث أنه بعد انتقاء فرصة الاستثمار تأتي عملية التقييم والتي تهدف إلى الوصول إلى سعر مقبول للصفقة وتضمن عادة تقييم كل من الإيرادات المستقبلية المحتملة، توقع القيمة المستقبلية المحتملة للمؤسسة الناشئة، وعائدات الاستحواذ، إضافة إلى استهداف مركز ملكية في المؤسسة المستثمر فيها لتحقيق هذه التقديرات؛ تنتهي هذه الخطوة بالاتفاق على عقد استثمار رسمي بين كلا الطرفين يتم بموجبه منح مبلغ الاستثمار.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

• خلق القيمة: لا يتوقف دور أصحاب رأس المال المخاطر على منح التمويل، فامتلاكهم لحصة في المؤسسة الناشئة يخولهم للمشاركة في مجلس الإدارة، ويتيح لهم فرصة نقل خبراتهم وكفاءاتهم إليها، حيث تشكل قدرة أصحاب رأس المال المخاطر على خلق قيمة في المؤسسات الناشئة أمراً أساسياً لوجود سوق رأس المال المخاطر، إذ بينت الدراسات حول آثار رأس المال المخاطر في دول مثل السويد، الولايات المتحدة الأمريكية، أن المؤسسات المدعومة برأس المال المخاطر تنمو بشكل أسرع بكثير وتخلق فرص عمل جديدة مقارنة مع مثيلاتها من المؤسسات غير المدعومة، في حين وجد العديد من الباحثين الآخرين أن المشاركة النشطة لأصحاب رؤوس الأموال المخاطرة تضيف قيمة إلى استثماراتهم مما يشير إلى أن أصحاب رأس المال المخاطر أكثر انخراطاً في أفقر المؤسسات أداءً في محافظهم الاستثمارية، وعليه قد لا تكون مساهمهم أعلى مما يساهم به المساهمون العاديون أو أعضاء مجلس الإدارة الآخرين.

• التخرج: أحد الأسباب الرئيسية التي تجعل عمليات التخرج ذات أهمية كبيرة في صناعة رأس المال المخاطر هو أن المؤسسات الناشئة في مرحلتها التطور والتوسع نادراً ما تكون في وضع يسمح لها بدفع أرباح للمستثمرين، إضافة إلى مواجهتها لصعوبات في مفهوم دفع أرباح الأسهم، وهو سبب تضمن عقود الاستثمار القائم على رأس المال المخاطر غالباً لبند يحظر دفع أرباح الأسهم، وعليه فإن العائد الرئيسي الذي يتحصل عليه أصحاب رأس المال المخاطر من استثماراتهم هو الربح المحقق نتيجة التخرج، والذي يكون وفق إحدى الآليات الخمس التالية:

- الاكتتاب العام الأولي: يتم عرض أسهم المؤسسة الناشئة في بيع عام في سوق أسهم قائمة.
- الاستحواذ (أو البيع التجاري): يتم بيع المؤسسة الناشئة بأكملها لشركة أخرى.
- البيع الثانوي: تبيع شركة رأس المال المخاطر حصتها من أسهم المؤسسة فقط.
- إعادة الشراء أو الاستحواذ الإداري MBO: يقوم رائد الأعمال أو إدارة المؤسسة الناشئة بإعادة شراء أسهم شركة رأس المال المخاطر.
- إعادة الإعمار أو التصفية: إذا فشلت المؤسسة الناشئة، تقع شركة رأس المال المخاطر أمام وضعيتين: إعادة هيكلة المشروع أو إغلاقه.

المطلب الثالث: تمويل الميزانين Mezzanine:

تم تطبيق تمويل الميزانين بشكل واسع في الولايات المتحدة الأمريكية منذ ثمانينيات القرن العشرين، لينتشر بعد ذلك في العديد من البلدان الأوروبية في تسعينيات القرن العشرين، حيث يمثل تمويل الميزانين شكلا جديدا نسبيا لتمويل المؤسسات الصغيرة والناشئة في المراحل المتأخرة لنموها وتوسعها¹.

1. مفهوم وخصائص تمويل الميزانين:

كلمة ميزانين "Mezzanine" هي مصطلح مأخوذ من اللغة الفرنسية وتعني طبقة أو مستوى يقع في وسط شيء ما²، ولا يوجد تعريف مقبول عالميا لمصطلح تمويل الميزانين وهو ما سبب تعدد تعاريفه، أهمها على سبيل الذكر لا الحصر ما يلي:

- التعريف الأول: هو تقنية تمويل تجمع بين أداتين استثماريتين أو أكثر داخل منشأة يتم بيعها ككيان واحد للمستثمرين³.
- التعريف الثاني: يمثل تمويل الميزانين شكلا هجينا من تمويل الديون والأسهم يستخدم عادة لتمويل توسع المؤسسات⁴.
- التعريف الثالث: تمويل الميزانين هو شكل من أشكال الديون مع ضمانات أو الديون القابلة للتحويل، والتي تبدأ كقرض وتتحول لاحقا إلى حقوق ملكية إذا لم يتم سداد القرض أو لم يتم تحقيق عائد معين على الاستثمار⁵.

بناءً على التعاريف السابقة الذكر يمكن وضع تعريف شامل لتمويل الميزانين وذلك من خلال جمع النقاط المشتركة بينها وسد جوانب القصور فيها، إذ يمكن القول أن: تمويل الميزانين: تمويل يجمع بين أداتين استثماريتين الديون والأسهم، يستخدم من قبل المؤسسات الراسخة التي تمتلك تدفقات نقدية إيجابية لتمويل مرحلتي النمو والتوسع.

¹ Libena Tetreova, Op. Cit, P145.

²-Online Etymology

dictionary. <https://www.etymonline.com/fr/word/mezzanine#:~:text=Ce%20terme%20vient%20du%20fran%C3%A7ais,%2D%20signifiant%20%22milieu%22> visited 19/07/2022 at 15:43 .

³ -Lucia Cusmano and John Thompson, "Alternative Financing Instruments for SMEs and Entrepreneurs: The Case of Mezzanine Finance," OECD SME and Entrepreneurship Papers No. 2, OECD Publishing, 2018, P29. <https://dx.doi.org/10.1787/3709429e-en> .

⁴- Libena Tetreova, "Mezzanine Finance and Corporate Bonds," Finance-Challenges of the Future, Vol 8, no. 9, 2009, P145.

⁵-Halt et al., Op. Cit, P31.

2. خصائص ومزايا تمويل الميزانين:

1.2. خصائص تمويل الميزانين:

يتميز رأس مال الميزانين بالخصائص التالية:¹

- استثمار طويل الأجل: يتم سداد رأس مال الميزانين بعد فترة طويلة، تتراوح عادة ما بين 7 إلى 10 سنوات.
- غير مضمون: رأس مال الميزانين غير مضمون من حيث المبدأ، يخضع تمويل الميزانين للديون الممتازة.
- سعر الفائدة: يدفع تمويل الميزانين أسعار فائدة أعلى من الديون الأخرى (20 - 30%)، وهذا المعدل ثابت.
- الحالة الضريبية: مدفوعات الفائدة على بعض أنواع تمويل الميزانين معفاة من الضرائب.
- حقوق التصويت أو الإدارة: يعتمد مستوى التحكم من قبل مزود رأس مال الميزانين على نوع تمويل الميزانين؛ بعض أنواع هياكل تمويل الميزانين تشمل الحقوق التعاقدية للموافقة والسيطرة.
- قابلية التحويل: رأس مال الميزانين قابل للتحويل إلى أسهم.

2.2. مزايا تمويل الميزانين:

تظهر جاذبية تمويل الميزانين كبديل مستحدث لمعالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة في مراحلها المتقدمة من خلال ما يلي:²

- تمويل متاح في مراحل محددة من دورة حياة المؤسسة، فعادة ما يكون رأس مال الميزانين المستثمر مبالغ ضخمة، تستخدم لتسهيل التغييرات الكبيرة أو النمو في المؤسسة الناشئة (إعادة الشراء أو الاستحواذ الإداري MBO).
- التخفيف من عيوب كل من تمويل الديون وتمويل الأسهم من خلال الجمع بينهما ضمن آلية واحدة، من الناحية المثالية ينبغي أن يؤدي هذا المزيج إلى زيادة العائد على الاستثمار إلى أقصى حد مع تقليل المخاطر إلى أدنى حد.
- يمكن أن يكون قرض الميزانين إما دينا مضمونا (حقوق الملكية الفكرية)، أو غير مضمون (سند قابل للتحويل)، مع ذلك فإن ممالي الميزانين ليسوا مهتمين بشكل خاص بأن يصبحوا مساهمين في المؤسسة الممولة، بل يفضلون أن يتم سداد قروضهم.

¹- Libena Tetreova, Op. Cit, P147.

²- Halt et al., Op. Cit, P31.

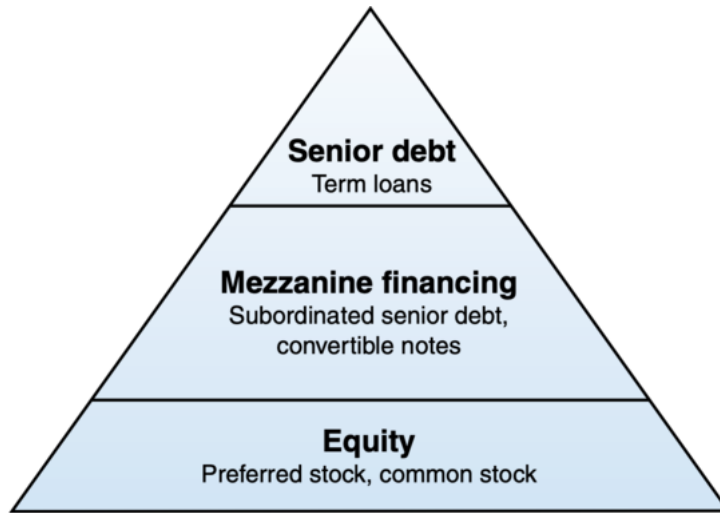
الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

- الاستفادة من ديون الميزانين لتحقيق رأس مال أقل تكلفة من الديون الممتازة، في حال كان دين الميزانين غير مضمون ويمكن ضمه للديون الممتازة.
- يقوم على اتفاق يحدد فيها نوع الأداة، وتاريخ الاستحقاق، وسعر الفائدة على قرض الميزانين وأي رسوم مرتبطة بالتمويل، والترتيب في هيكل رأس المال، وحقوق الأطراف في حالة التخلف عن السداد مما يحمي المؤسسات الناشئة من تبعات الاستثمار.
- يحفز الاستثمار في المؤسسات الممولة، فبمجرد تأمين تمويل الميزانين، غالبا ما تجد المؤسسات الناشئة الراسخة والناضجة أن مزودي التمويل الآخرين أكثر استعدادا للقيام باستثمارات في مؤسساتهم.

3. هيكل تمويل الميزانين:

يمكن أن يمثل مستوى أولوية استرداد التمويل في حالة تعثر المؤسسة الممولة ماليا أو تصفيتها في شكل تسلسل هرمي يتوسطه ممولي الميزانين.، كما أنّ العملية الهرمية النموذجية تتضمن ثلاث طبقات من التمويل التصاعدي، كما هو موضح في الشكل رقم (4.2).

الشكل رقم (4.2): التسلسل الهرمي لهيكل رأس المال



Source: Davinia Cogan et al., "Funding the Sun: New Paradigms for Financing Off-Grid Solar Companies," 2021, P21. [https://energypedia.info/wiki/Publication_-_Funding_the_Sun:_New_Paradigms_for_Financing_OffGrid_Solar_Companies_\(English\)](https://energypedia.info/wiki/Publication_-_Funding_the_Sun:_New_Paradigms_for_Financing_OffGrid_Solar_Companies_(English))

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

يوضح الشكل رقم (4.2): التسلسل الهرمي لأولوية استرداد التمويل وذلك بناء على مستويات المخاطر والعائدات المختلفة لموالي رأس المال، حيث يُظهر الشكل أن أصحاب الديون الممتازة يحتلون القمة في الهرم وهم الفئة الأولى التي تسترد أموالها، فعادة ما يكونون الأقل مخاطرة والأقل عائد، ومن ناحية أخرى حاملو الأسهم لديهم إمكانية كبيرة للمشاركة في الأرباح والتي ترتبط بدرجة مخاطراتهم المرتفعة، ولكنهم يعتبرون آخر فئة في الهرم عندما يتعلق الأمر باسترداد رأس المال، في حين أن ممالي الميزانين يقعون في منتصف الهرم ويشتركون في بعض صفات كل من أصحاب الديون الممتازة وحاملي الأسهم.

1.3. الديون الممتازة: عادة ما تتمثل في الديون المضمونة بأصول المشروع، التي يمتلك مانحها الأسبقية في استرداد أموالهم في حالة التصفية أو التعثر المالي للمؤسسة، فالهدف من الحصول على الضمانات في هذا النوع من الديون أنه في حالة التخلف عن السداد، يكون المقرضون قادرين على حيازة الضمان وتحقيق قيمته لسداد أي مبالغ مستحقة (الفائدة ورأس المال وأي تكاليف مرتبطة بهما)، أما أن يكون الدين حقا ممتازا فيمنح له الأولوية في الحصول على الحقوق من الضمان المرهون مقارنة بالدائنين الآخرين، وذلك في حالة إعسار المقرض أو تصفيته.

في المقابل غالبا ما تفرض القروض الممنوحة في هذا النوع من الديون قيودا على الممارسات المالية للمؤسسات في فترة استحقاق القرض، والتي يتم تصميمها للحفاظ على صحة وضعيتها المالية، يمكن أن تشمل تخفيض أو حظر المديونية الجديدة التخلص من بعض الأصول، إضافة إلى تعهدات مالية محددة تلزم المؤسسة بعدم خرقها، ويشكل أي خرق لهذه القيود عادة تقصيرا بموجب شروط القرض يترتب عليه إجراءات عقابية مثالها التعجيل بسداد جميع المبالغ المستحقة، كما أن أبرز القروض المقدمة في هذا النوع من التمويل هي القروض لأجل وهي قروض يتم سدادها على فترات منتظمة مع معدل فائدة معين خلال فترة زمنية محددة، غالبا ما ترتبط بالعمر الإنتاجي للأصول التي يتم تمويلها، والتي تستخدم عادة كضمان للقرض، لتتراوح مثلا بين 25 إلى 30 سنة في حالة منح قروض لتمويل الاستحواذ على العقارات، في حين أنها لا تتجاوز 5 سنوات في حالة منح قروض تمويل معدات النقل¹.

2.3. تمويل حقوق الملكية: يشير هذا النوع من التمويل إلى جميع رؤوس الأموال التي يتم توفيرها للمؤسسات مقابل الحصول على حصة في أسهمها، حيث لا يملك مستثمري رأس المال أي ضمان لاسترجاع أموالهم غير أنهم يحضون بعائد على الاستثمار يتحدد بناء على أداء المؤسسة المستقبلي²، أما

¹- Davinia Cogan et al., Op. Cit, P 21-22.

²-Corry Silbernagel and Davis Vaitkunas, "Mezzanine Finance," Bond Capital, 2012, P2.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

فيما يتعلق بأولوية استرداد رأس المال المستثمر في هذا النوع من التمويل، فهناك نوعين من الأسهم يجب النظر فيهما:

- **الأسهم العادية:** حقوق الملكية الصادرة لمؤسسي الأعمال التجارية، أو أفراد العائلة والأصدقاء، والموظفين الأوائل. والتي عادة ما يتم إصدارها للأشخاص الذين يستثمرون وقتهم وجهدهم وأموالهم خلال المراحل المبكرة لدورة حياة المؤسسة، كما يمكن إصدارها للجمهور وتداولها في البورصة خلال المراحل المتقدمة وذلك عن طريق الاكتتاب العام الأولي، وأبرزها الأسهم العادية المملوكة من قبل للموظفين ESOP والتي يتم تقديمها للموظفين الرئيسيين لتحفيز الأداء والتعويض عن انخفاض الأرباح في المراحل المبكرة وضمان استمرارية عملهم في المؤسسة¹.
- **الأسهم الممتازة:** تحظى الأسهم الممتازة ببعض الحقوق التي لا تحوزها الأسهم العادية، حيث يتقدم حاملوها على حاملي الأسهم العادية أثناء توزيع الأرباح، يحصلون على نسبة مئوية من العائدات أكبر مما تملكه حصصهم في الملكية (تفضيل التصفية المشاركة)، إمكانية تحويل أسهمهم إلى أسهم عادية أو أي نوع من الأوراق المالية الأخرى، امتلاك مقاعد في مجلس الإدارة وحق التصويت، والتي غالباً ما تصدر المؤسسات أسهماً ممتازة للمستثمرين الملائكة وشركات رأس المال المخاطر وصناديق الاستثمار².

3.3. تمويل الميزانين: في تمويل المؤسسات يشير رأس مال الميزانين عموماً إلى طبقة في هيكل رأس مال المؤسسة بين الديون الممتازة وحقوق الملكية كما ذكرنا مسبقاً، فيمكن أن يأتي في شكل استثمار مستقل في الأسهم وعادة ما يكون أسهم ممتازة (أهم أدوات تمويل الميزانين العام*)، أو في شكل ديون مع أو بدون ضمانات وعادة ما تكون ديون ثانوية (أهم أدوات تمويل الميزانين الخاص)، فكلهما يمنح لمستثمري الميزانين مطالبة بأصول المؤسسة لكن هذه المطالبات تابعة لمطالبات حاملي الديون الممتازة، غير أنها أعلى من مطالبات الدائنين التقليديين، فيحصل مستثمرو الميزانين على عائد أعلى من مقدمي القروض البنكية والسندات ذات العائد المرتفع وغيرها من الأشكال التقليدية لتمويل الديون³.

¹ -Aziz El-Tahch et al., "Warranting Further Discussion: Why the Use of Financing Warrants in ESOP Transactions Benefits American Workers," Business Valuation Review, Vol 41, no. 1, 2022, P4.

*تفضيل التصفية المشاركة : يمنح حامليه أفضليات التصفية الخاصة بهم بالإضافة إلى المشاركة في جزء من العائدات المتبقية بعد دفع جميع أفضليات التصفية الأخرى.

² - نواصير الزهراء، "أنواع الأسهم وموقف المشرع الجزائري منها"، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية²، سكيكدة، 2008، ص 306-308.

*معلومات أكثر اطلع على:

-Libena Tetrevoa, "Mezzanine Finance and Corporate Bonds," Finance-Challenges of the Future, Vol 8, no. 9 2009, P148.

³ -Arthur D. Robinson et al., "Mezzanine Finance : Overview," Simpson Thacher & Bartlett LLP. Last Modified, 2013, P6.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

وبخصوص هذه الجزئية سنتجاوز أدوات تمويل الميزانين العام (القروض القابلة للتحويل، الأسهم الممتازة) وذلك كون أننا تطرقنا لشرحها في الجزئيات السابقة؛ ونتطرق إلى الأدوات الاستثمارية لتمويل الميزانين الخاص والممثلة في:¹

- **الديون الممتازة الثانوية:** هي سندات دين ثانوية تابعة للديون الممتازة التي تمتلكها المؤسسة، حيث يحتفظ كبار حاملي الديون (البنوك وممولي الديون الممتازة الآخرين) بسندات دين ذات أولوية تسديد مقارنة بسندات الميزانين الثانوية، حيث يجب تعويض الديون الممتازة بالكامل قبل تعويض حامل السندات الثانوية في الميزانين، كون أن السند ثانوي عادة ما يكون غير مضمون، ولكنه غالباً ما يحمل سعر فائدة أعلى ليعكس المستوى المتزايد للمخاطر المرتبطة به.
- **القروض المشاركة:** تكون في شكل قروض عادية غير أن عوائدها تقدم وفق نتائج العمل (الربح الفعلي)، ومع ذلك فلا تمنح حاملها حقوق ملكية، إذ يتلقى المقرض مشاركة في أرباح المؤسسة مقابل توفير رأس المال، والتي يمكن أن تقتصر على الغرض الذي تم تقديم القرض من أجله أو تتعلق بجميع أنشطة المؤسسة، بالإضافة إلى ذلك، يمكن تضمين مدفوعات الفائدة الثابتة في العقد، ومن ناحية أخرى لا تشارك القروض المشاركة الخسائر في حالة الإفلاس، يشارك مقدمو القروض المشاركة في نتائج التصفية بنفس الطريقة التي يشارك بها دائنو القروض العاديين.
- **حقوق المشاركة في الأرباح:** هي استثمارات في الأسهم تمنح حاملها حقوقاً في أصول المؤسسة (مثل المشاركة في الأرباح أو في الفائض عند التصفية، والاكتتاب في الأسهم الجديدة)، دون الحق في الاستشارة بخصوص القرارات الإدارية أو حضور اجتماعات مجلس الإدارة، أو لا حتى حق التصويت، فحامل هذا النوع من الأسهم ليس مساهماً في المؤسسة ولا يحق له الحصول على حقوق ملكية فيها.
- **المشاركات "الصامتة":** هي أداة استثمارية أقرب في الشكل القانوني إلى الاستثمار في الأسهم من القروض الثانوية أو المشاركة، حيث يأخذ المستثمر حصة في أسهم المؤسسة، ولكن دون تحمل أي

¹ - Lucia Cusmano and John Thompson, Op. Cit, P 24-25.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

مسؤولية تجاه دائئها، كما أنّ الميزة الرئيسية لهذا النوع من التمويل هي أن المستثمر الصامت يشارك في الخسائر، وهو ما يكسبه حق الاطلاع ومراقبة أعمال المؤسسة والمشاركة في صنع القرار فيها.

- الإنصاف "kickers": هي أدوات استثمارية يتم من خلالها تعويض مستثمر الميزانين لمساهمته في رفع قيمة المؤسسة عن طريق تمكينها من التمويل، وأكثرها شيوعاً هي الضمانات التي تمنح حاملها الحق في شراء عدد محدد من الأسهم بسعر محدد مسبقاً، والتي تكمن أهميتها للمستثمر في الاستفادة من الفرق بين السعر الذي يمكن به شراء سهم المؤسسة (سعر التنفيذ) وسعر السوق، كما يمكن تحديد قيمة هذه الأداة من خلال عملية السوق حيث يتم تداول المؤسسة علناً أو بيعها لمستثمر خارجي من خلال الاندماج أو الاستحواذ.

المبحث الرابع: آليات التمويل المرتبطة بالتكنولوجيا الحديثة.

ينشئ التمويل اللامركزي الذي خلقه كل من الذكاء الاصطناعي والتكنولوجيا المالية نموذجا تقوم فيه البرمجيات المالية محل امتلاك البرامج ورأس المال في المؤسسات، وتحكم علاقات مستخدميه العقود الذكية العامة على سلاسل الكتل التي تعمل على مواءمة الحوافز لإنشاء أسواق للخدمات المالية المتطورة، من أمثلتها الموثقة جيدا سوق التمويل اللامركزي للمؤسسات الناشئة، والذي يعرف أكثر باسم سوق عروض الرموز.

تقدم آليات التمويل المرتبطة بالتكنولوجيا الحديثة عددا من المصطلحات الجديدة التي يجب أن يكون المرء على دراية بها لفهم أكثر تفصيلا لكيفية عملها، فيما يلي قائمة مختصرة بالمصطلحات والمفاهيم المقدمة لاحقا في هذا المبحث.

| ما هو؟ What is |
|--|
| ❖ الخوارزميات: هي مجموعة من التعليمات التي تحدد كيفية حل مشكلة أو أداء مهمة، توفر الإطار المنطقي الذي يمكن لبرنامج الحاسوب استخدامه لمعالجة المعلومات واتخاذ القرارات. |
| ❖ الأمن السيبراني: مجال من مجالات تكنولوجيا المعلومات، يتم فيه حماية الأفراد والمؤسسات والأنظمة من حالات الاختراق الرقمي أو الدخول غير المصرح به أو التهديدات الأمنية الخطيرة، والتي قد تؤثر على خصوصية البيانات والمعلومات. |
| ❖ الأتمتة Automation: "التشغيل الآلي" العمل التلقائي للإجراءات والعمليات بدون أو مع تدخل بشري ضئيل. |
| ❖ الكتل: هي وحدة بيانات تمثل مجموعة من المعلومات، يتم تنظيمها في سلسلة وكل كتلة من السلسلة تحتوي مرجع الكتلة السابقة لها. |
| ❖ التعدين Mining: عملية إنشاء كتل جديدة وتأمين الشبكة من خلال حسابات معقدة. |
| ❖ العقد: هي أجهزة حاسوب تستخدم لإنشاء الكتل. |
| ❖ العملات المشفرة: "تمثيل رقمي للقيمة" عملات لامركزية يصدرها ويراقبها مطورها، يتم تداولها إلكترونيا في مجتمع افتراضي. |
| ❖ الرمز Token: أصل رقمي أو سلعة يحصل عليه المستثمرين مقابل رأس المال المستثمر. |
| ❖ المحفظة الرقمية: برنامج حاسوب، أو تطبيق هاتف ذكي يستخدم لتخزين وإدارة العملات الرقمية. |
| ❖ دفاتر الأوامر: هي سجلات لجميع الطلبات النشطة لبيع أو شراء عملة مشفرة معينة. |
| ❖ تجزئة التشفير: هي نظام تشفير لتحويل أي نص بأي طول تعسفي إلى سلسلة لا رجعة فيها نظريا |

من الأرقام والحروف ذات الطول الثابت، لتوفير الأمان والدقة والثبات للسجلات.
❖ انترنت القيمة: نقل القيمة عبر الشبكات الرقمية دون وسيط، يشير هذا أيضا إلى الثورة التي أحدثها الإنترنت فيما يتعلق بتبادل المعلومات.

*من المهم الإشارة إلى أن محتوى هذه الجزئية من الدراسة حديث جدا ويتغير باستمرار.

المطلب الأول: التوجهات المستقبلية للتمويل في ظل التكنولوجيا المالية والذكاء الاصطناعي.

يعد القطاع المالي أكبر مستخدم للتقنيات الرقمية، والمحرك الرئيسي للتحويل الرقمي في الاقتصاد، وضمن هذا الإطار يمكن الجزم بأهمية الدور الذي يلعبه كل من الذكاء الاصطناعي (AI) والتكنولوجيا المالية (Fintech) سواء في التنافس مع الصناعة المالية الراسخة أو دعمها لتقديم خدمات مالية متطورة.

1. مفهوم التكنولوجيا المالية والذكاء الاصطناعي:

يعرف مجلس الاستقرار المالي التكنولوجيا المالية على أنها: "ابتكار رقمي قابل للتطبيق في المجال المالي، قادر على خلق نماذج أعمال، أو تطبيقات، أو عمليات، أو منتجات جديدة، ذات تأثير مادي على المؤسسات المالية وطريقة تقديمها للخدمات¹، وتؤثر ابتكارات التكنولوجيا المالية على العديد من مجالات الخدمات المالية حيث أنه في بدايتها اقتصر على التعاملات من دفع عبر تحويل مبالغ مالية بناء على ابتكار تطبيقات الهاتف المحمول أو الأنترنت، لتتوسع لاحقا حيث ركز العمل التحليلي لشبكة الابتكار المالي التابعة لمجلس الاستقرار المالي على العملات الرقمية وتقنية دفتر الأستاذ الموزع والذكاء الاصطناعي.

أما الذكاء الاصطناعي فوفقا لمؤسسيه الأوائل يشير إلى: التقنيات التي تمكن الآلات من أداء الوظائف المرتبطة في الأساس بالعقل البشري، مثل التعلم والتفاعل وحل المشكلات²، وفي العملية التطورية للذكاء الاصطناعي يمكن حصره في مجموعة رئيسية من التقنيات التي تدعم التحويل الرقمي مع إمكانات هائلة لتحسين الإنتاجية والابتكار، والتي تختلف عن باقي التقنيات في قدرتها على إدراك البيئة المحيطة والتفاعل معها بدرجات متفاوتة من الاستقلالية³.

¹-The Financial Stability Board (FSB), "FinTech," <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/> Visited 12/07/2023 at 22:24

²-Patrick Weber, K. Valerie Carl, and Oliver Hinz, "Applications of Explainable Artificial Intelligence in Finance-a Systematic Review of Finance, Information Systems, and Computer Science Literature," Management Review Quarterly, 2023, P5.

³-Ibidem.

2. دور الذكاء الاصطناعي في دعم التكنولوجيا المالية:

- يمكن أن تلعب أدوات الذكاء الاصطناعي أدوارا فريدة ومهمة في معالجة التحديات المختلفة للتكنولوجيا المالية، أهمها على سبيل الذكر لا الحصر ما يلي:¹
- تصميم آليات ونماذج لتقييم وتحسين الخدمات المالية، وضمان تقديمها بطريقة جديدة أسرع وأسهل، أقل تكلفة، وأكثر تقدما وخصوصية.
 - معالجة الخدمات والمنتجات والأنظمة المالية القائمة على السحابة والإنترنت.
 - تطوير تكنولوجيا التنظيم المستقلة والذكية والتعاونية بين الإنسان والآلة (RegTech)، من أجل المصادقة الرقمية وتحديد الهوية لإدارة مخاطر الاحتيال.
 - دمج الذكاء والابتكارات في الخدمات المالية كتحويل القروض الائتمانية، وتمويل الشركات الصغيرة والناشئة (التمويل الفردي، والإقراض P2P، التمويل الجماعي) والمشورة الآلية، الدفع الرقمي.
 - تحليل الأمن السيبراني والاحتيال والمخاطر في البنوك والتنبؤ بها والتدخل في الحد منها.
 - ابتكار نظريات وأدوات قائمة على البيانات لإنشاء الأصول الرقمية وتقييمها وتحليل المخاطر المرتبطة بها وإدارتها.
 - ابتكار آليات ومنتجات جديدة Blockchain والعملات المشفرة، وتسعير الأصول الرقمية، والعقود الذكية.
 - إنشاء خوارزميات وآليات وواجهات وأنظمة ذكية للخدمات المصرفية الرقمية والافتراضية القائمة على الإنترنت.
 - اختراع تكنولوجيا ذكية تعتمد على البيانات، بما في ذلك العمليات والأنظمة والخدمات والأدوات من أجل التنظيم والامتثال والأمن وإدارة المخاطر والابتكارات (التكنولوجيا التنظيمية).
 - ابتكار تقنيات ذكية لعمليات التأمين (Insurtech)، وأخرى للدفع (PayTech).
- ## 3. علاقة التكنولوجيا المالية والذكاء الاصطناعي بالمؤسسات الناشئة:

العلاقة بين الذكاء الاصطناعي والتكنولوجيا المالية والمؤسسات الناشئة عميقة وتحويلية، حيث يلعب الذكاء الاصطناعي دورا محوريا في إعادة تشكيل مشهد التكنولوجيا المالية، وتقع المؤسسات الناشئة في طليعة الاستفادة والاستفادة من هذه التكنولوجيا كونها تمثل مركزا للابتكارات.

كما ذكرنا في الخطوة السابقة تساهم أدوات الذكاء الاصطناعي في تحسين خدمات شركات التكنولوجيا المالية والتي غالبا ما تكون مؤسسات ناشئة، مما يؤدي إلى تقديم خدمات مالية أكثر تخصيصا وكفاءة للمستخدمين، حيث تقوم خوارزميات الذكاء الاصطناعي بتحليل كميات هائلة من

¹ -Longbing Cao, "AI in Finance: A Review,"2020, P3-6. Available at SSRN 3647625.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

البيانات لتقديم المشورة الاستثمارية وحلول الإقراض وتقييم المخاطر؛ يمكن أن تستعمل هذه الآليات من قبل المؤسسات الناشئة العادية كذلك حيث تقوم بدمج الذكاء الاصطناعي في عملياتها الأتمتة مهام مثل الاكتتاب واكتشاف الاحتيال ودعم العملاء، مما يقلل التكاليف ويسرع العمليات أيضا، كما يمكنها الاعتماد على الذكاء الاصطناعي في اتخاذ القرارات القائمة على البيانات مثل تحليل اتجاهات السوق وسلوك العملاء، الأمر الذي يساعدها في تحديد الفرص، وتخفيف المخاطر، وتحسين استراتيجياتها خاصة في مراحلها الأولى وهو ما يمكن أن يقلل من نسب فشلها.

من منظور الأعمال التقليدية، يبدو من النادر جدا ألا تمتلك أكبر شركة سيارات أجرة (Uber) سيارة واحدة، وألا يمتلك أكبر مزود للإقامة (Airbnb) فندقا واحدا، وهو بالضبط ما يفعله دمج الذكاء الاصطناعي والتكنولوجيا المالية الذي يلغي الحاجة إلى كل من الوجود الفعلي للمؤسسة ورأس المال (موجودة على السلسلة افتراضيا، العملات المشفرة). إن التآزر بين التكنولوجيا المالية والذكاء الاصطناعي من شأنه أن يكمل ويعزز ويحول كل جانب من الأدوار والوظائف والأداء نحو أنظمة وخدمات مالية أكثر تقدما، وكفاءة وشفافية وافتراضية، متاحة لجمهور واسع، نتيجة لذلك فإن الجيل الجديد من تقنيات الرقمية يحول النظام المالي نحو التمويل اللامركزي.

المطلب الثاني: التمويل اللامركزي (Defi) . Decentralized Finance

1. مفهوم التمويل اللامركزي:

يشير التمويل اللامركزي بمفهومه الواسع إلى البنية التحتية المالية مفتوحة المصدر الجديدة، التي تعتمد على تقنية Blockchain والعقود الذكية لتطوير بروتوكولات مفتوحة ومبتكرة، وتطبيقات لامركزية (DApps)، بهدف القضاء على الوسطاء التقليديين من سلسلة القيمة المالية وإضفاء الطابع الديمقراطي على الوصول إلى التمويل¹.

أما بمفهومه الضيق فهو تكرر الخدمات المالية بعقود ذكية عبر Blockchains، باتباع السمات الرئيسية للعملات المشفرة².

وبالجمع بين المفهومين الواسع والضيق يمكن القول أن التمويل اللامركزي هو: نموذج جديد يشكل الطريقة التي يتم بها إنشاء الخدمات المالية وتوزيعها واستخدامها، حيث يقوم على فكرة إلغاء الوسطاء

¹ -Paul P. Momtaz, "Decentralized Finance (Defi) Markets for Startups: Search Frictions, Intermediation, and Efficiency," Intermediation, and Efficiency, 2022, P6.

² -Lassala and Ribeiro-Navarrete, Op. Cit, P168.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

المركزيين (البنوك، السماسرة، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين)، من خلال الاعتماد على تقنية Blockchain لإدارة المعاملات المالية (التحويل، الإيداع، السحب) مما يجعل منه نظاماً مفتوح المصدر، ويحافظ المستخدمون من خلاله على التحكم الكامل في أصولهم ويتفاعلون مع هذا النظام من خلال التطبيقات اللامركزية.

2. مزايا التمويل اللامركزي:

تظهر جاذبية التمويل اللامركزي من خلال إعادة هيكلة المعاملات المالية مع إلغاء الوسطاء المركزيين باستخدام السمات المتأصلة في تقنية Blockchain، وذلك على النحو الآتي:¹

- على عكس الكيانات المالية المركزية التي لديها مكتب وموظفين، تعمل منصات التمويل اللامركزي باستخدام عقود Blockchain الذكية المكتوبة في التعليمات البرمجية، حيث يتطلب الحصول على الخدمة المالية استيفاء الشروط المشفرة في العقد الذكي، دون أي تدخل بشري.
- توفر عقود التمويل اللامركزي الذكية مستوى عالٍ من الشفافية والمرونة مما يسمح لأي مستخدم بفحصها من أجل فهم وظيفتها أو اكتشاف الأخطاء بها.
- تعزيز الإدماج المالي وتوفير الوصول إلى الخدمات المالية من خلال منصات التمويل اللامركزي مفتوحة المصدر.
- توفير ميزة قابلية التشغيل البيئي "قابلية التركيب بدون إذن"، وهي مبدأ تصميم يسمح لأي تطبيق تمويل لامركزي جديد بدمج منتجات التمويل اللامركزي الحالية لتشكيل منتجات تمويلية جديدة.
- تحسين المشاركة في السوق التمويلية، ورفع فرص كل من الأفراد والمؤسسات الصغيرة والناشئة في الوصول المنصف للتمويل من خلال تقليل احتكاكات الدخول (مثلاً: التحيز المحلي في التمويل)².
- تخفيض تكاليف المعاملات المالية نتيجة إلغاء الوسطاء المركزيين من جهة، وإلغاء تكاليف التدقيق (الاعتماد على تقنية DLT التي تمنع إنشاء نسخ مثالية من الأصول الرقمية وبالتالي تعزز الثقة في أسواق التمويل اللامركزية) من جهة أخرى³.

¹- Henri Arslanian, Op. Cit, P 191-193.

²-Paul P. Momtaz, Op. Cit, P6.

³-Ibidem.

3. ركائز التمويل اللامركزي:

يعتمد التمويل المركزي على خمس ركائز أساسية:

- البنية التحتية: أغلب التطبيقات التي تم تطويرها تحت مظلة التمويل اللامركزي Dapps تبني على نظام Blockchain وهو الأساس الذي يعطي إمكانية برمجة وتشغيل هذه التطبيقات، وحاليا تعمل معظم تطبيقات التمويل اللامركزي على شبكة Ethereum والتي تتميز عن غيرها من الشبكات بخاصية العقود الذكية التي تسهل على المستخدم بناء تطبيقات التمويل اللامركزي خاصة في ظل المرونة التي تتمتع بها¹.
 - العملات المستقرة: الأصول الرقمية التي ترتبط قيمها بعملة حقيقية، حيث يتم ربط كل وحدة من العملة المستقرة بمبلغ ثابت من العملة الورقية (عادة الدولار الأمريكي) غالبا ما يكون قريبا جدا من 1 دولار، يتم تحقيق ذلك بشكل عام من خلال شبكة من البنوك التي تحافظ على الضمانات الورقية، الأمر الذي يضيف جانبا مركزيا في النظام البيئي للتمويل اللامركزي، وهو ما دفع بعض الجهات الفاعلة في هذا الأخير إلى ابتكار مشروع تشفير Maker DAO يختص بإنشاء عملات مستقرة لامركزية بالكامل تسمى DAI، كل وحدة من العملة المستقرة مدعومة بكمية من بعض الأصول المشفرة الأخرى².
- أمثلة توضيحية:

- في حالة عملة مستقرة تقليدية مضمونة بالعملات الورقية (مثلا USDT)، يمكنك إرسال 1 دولار أمريكي من البنك الذي تتعامل معه إلى المصدر وسيرسل لك المصدر في المقابل عملة مستقرة بقيمة 1 دولار أمريكي.
- في حالة العملة المستقرة المضمونة بالعملات المشفرة DAI مدعومة من ETH. للحصول على DAI، تحتاج إلى إرسال ETH إلى مركز دين مضمون (CDP) وهو عقد ذكي في النظام. بمجرد إرسال ETH إلى CDP، ستتمكن من استلام DAI. يمكنك إرسال 150 دولارا أمريكيا من ETH، إلى CDP والذي سيرسل لك 100 DAI مما يعني أن كل DAI مدعوم ب 1.5 ETH (نسبة الضمان 150%).
- منصات التداول اللامركزي Dexs: يتم شراء أو تداول العملات المشفرة في نظام التمويل اللامركزي وفقا لشبكة نظير إلى نظير P2P بمعنى ربط المستخدمين ببعض دون الحاجة إلى وجود وسيط لتأمين

¹- David Gogel, "DeFi Beyond the Hype: The Emerging World of Decentralized Finance," in Collab. with Wharton Blockchain and Digital Asset Project and World Economic Forum, 2021, P2. Wharton. Url: <https://wifpr.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2021/05/DeFi-Beyond-the-Hype>.

²-Lewis Gudgeon et al., "Defi Protocols for Loanable Funds: Interest Rates, Liquidity and Market Efficiency," in Proceedings of the 2nd ACM Conference on Advances in Financial Technologies, 2020, P93.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

العملية وذلك باستخدام العقود الذكية، ويقوم كل مستخدم بحفظ أصوله الخاصة في محفظته الخاصة، وعادة ما يكون هذا النوع من التداول (التداول في البورصات اللامركزية) مناسب للمتداولين الأكثر تقدماً حيث يميل الوافدون الجدد إلى عالم التشفير للتداول في بورصة تشفير مركزية¹.

- **المشتقات اللامركزية:** هي رموز تستمد قيمتها من أداء الأصل الأساسي (سلعة، عملة، سهم، سند) أو نتيجة حدث ما أو تطوير أي متغير آخر يمكن ملاحظته، وعادة ما تتطلب دفاتر أوامر (دفاتر طلبات) للتعامل مع تغيرات الطلب والسعر، وبالتالي إدخال بعض تبعيات المركزية، والتي يمكن تقليلها من خلال استخدام مصادر بيانات مستقلة متعددة في العقد المشتق²، مثلها DYdx وهو بروتوكول يعمل وفق آلية عمل DEX، ولكنه يوفر أيضاً تداول الرافعة المالية (الإقراض والاقتراض).
- **منصات الائتمان:** هي منصات تستخدم العقود الذكية كبديل للوسطاء (البنوك) لإدارة القروض بحيث يمكن للمستخدم اقتراض عملات رقمية للتداول خلال مدة زمنية محددة مقابل دفع فوائد، أو إقراض عملاته المشفرة للمستخدمين مقابل الحصول على فوائد، حيث تقوم بروتوكولات الائتمان في التمويل اللامركزي مثل Compound وAave بتجميع الرموز معاً، مع مراعاة سعر الفائدة الذي تحدده نسبة العرض إلى الاقتراض، وعندما يلتزم المقرضون بتوفير رأس المال لخدمات ائتمان التمويل اللامركزي، فإنهم يتلقون الرموز المميزة للمنصة الأصلية (الرموز المميزة الخاصة بهم مضافاً إليها سعر الفائدة المحدد*)³، كما يحتفظ كلا الجانبين بالوصاية الكاملة على أصولهما والقدرة على التصفية في أي وقت حماية من الاحتيال، حيث يمكن تقديم الائتمان بشرط سداد القرض بشكل عاجل (القروض السريعة أو العاجلة)، مما يعني أن المقرض يتلقى الأموال ويستخدمها ويسددها كل ذلك ضمن نفس معاملة Blockchain وفي حالة عدم سداد الأموال في نهاية دورة تنفيذ المعاملة، تصبح هذه الأخيرة غير صالحة ويتم إرجاع أي من نتائجها (بما في ذلك القرض نفسه)، كما يمكن منح القروض بضمانات حيث يتم تأمين الضمان في عقد ذكي ولا يتم استرجاعه إلا بعد سداد الدين⁴ (تماماً كما ذكرنا في مثالنا التوضيحي السابق).
- **البتكوين المغلف WBTC:** يسمح WBTC باستخدام BTC كضمان أو سيولة في التمويل اللامركزي. بالنظر إلى أن BTC لديها تقلبات منخفضة نسبياً مقارنة بباقي العملات المشفرة، إضافة إلى أنها العملة

¹ Henri Arslanian, Op. Cit, P301.

* بعد خصم رسوم المعاملات (تخص مقدمي الخدمات) ، يتلقى المقرضون ويدفع المقرضون نفس سعر الفائدة في بعض منصات الائتمان.

² -Fabian Schär, "Decentralized Finance: On Blockchain-and Smart Contract-Based Financial Markets," FRB of St. Louis Review, 2021, P15.

³ -David Gogel, Op. Cit, P12.

⁴ -Fabian Schär, Op. Cit, P13-14.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

الأكثر اعتمادا من حيث القيمة السوقية، فإن هذه الخاصية تفتح مجموعة رأس مال كبيرة محتملة لتطبيقات التمويل اللامركزي. يقوم مستخدمو تطبيقات التمويل اللامركزي بتوليد الطلب على عرض القيمة المرتبط بـ WBTC، وشراؤها من عارضها عن طريق تحويل BTC وتنفيذ إجراءات وتدابير اعرف عميلك (KYC) ومكافحة غسل الأموال (AML)، مما يجعل نقاط الدخول والخروج من WBTC مركزية وتعتمد على الثقة والبنية التحتية خارج السلسلة. عند نقطة النقل، يتولى عقد Ethereum الذكي حضانة BTC والموافقة عليه لصك WBTC، بمجرد أن يؤكد عارضي BTC الاستلام، يتم تشغيل WBTC الذي ينقل إلى طالبيه من مستخدمي تطبيقات التمويل اللامركزي¹.

المطلب الثالث: عروض الرموز Token Offering مصدر جديد لتمويل المؤسسات الناشئة.

عزز التقدم التكنولوجي واللامركزية التمويل تطوير صيغ تمويل مبتكرة تقوم على أساسها المؤسسات الناشئة بجمع الأموال في مكالمات مفتوحة عبر الإنترنت للحصول على العملات المشفرة مقابل الأصول الرقمية (الرموز)، والتي تخول المشترين حقا حصريا أو مكافأة أو مطالبة مالية، يتم تمكين البيع العام لهذه الرموز من خلال استخدام تقنيات دفتر الأستاذ الموزع (DLTs) مثل blockchain، ويمكن هيكلتها كعروض عملة أولية (ICOs)، وعروض التبادل الأولية (IEOs) وعروض رمز الأمان (STOs).

1. مفهوم عروض الرموز:

من خلال الاستفادة من تقنية Blockchain، بدأت المؤسسات الناشئة مؤخرا في تمويل عملياتها عن طريق عروض الرموز، والتي يشار إليها في كثير من الأحيان باسم مبيعات الرموز المميزة Token sales، حيث تتمثل هذه العملية في قيام رواد الأعمال بتوزيع الأصول الرقمية (الرموز المميزة) على المستثمرين (حاملي الرموز المميزة) مقابل رأس المال. كما تختلف عروض الرموز عن أدوات التمويل البارزة مثل التمويل الجماعي، الاستثمار الملائكي ورأس المال المخاطر، بقدر ما تنقله تقنية blockchain من آثارها وخصائصها (الشفافية والثبات واللامركزية والانفتاح) إلى هذه الآلية. هذه الميزات التكنولوجية لا تفرض قيودا معينة على من يمكنه الاستفادة من عروض الرموز، بل قد تجذب أيضا مجموعة مختلفة من المستثمرين.

أول شكل لعروض الرموز كان العروض الأولية للعملات ICOs والتي تم تعريفها على أنها دعوة مفتوحة للتمويل، وبيع رمزي غير منظم لحشد من المستثمرين مقابل الحصول على رأس المال، يمكن أن تمثل الرموز المميزة الصادرة في ICO خصائص وحقوق مختلفة لحاملها، مثل حقوق الأصول (تمثل ملكية أو مطالبة بسلعة مادية على blockchain)، مثالها الرمز المميز الصادر عن مؤسسة Orocrypt الناشئة والذي

¹ Campbell R. Harvey, Ashwin Ramachandran, and Joey Santoro, DeFi and the Future of Finance (Hoboken, New Jersey: Wiley, 2021), PP128-129.

الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

يمثل ملكية 30 غراما من سبائك الذهب، أو حقوق الاستخدام (التي تمثل الوصول إلى خدمة)، مثالها مؤسسة Cloud With Me التي قدمت رمزا يمثل الوصول إلى الخدمات السحابية الموزعة (حق الاستخدام)، أو حقوق العمل (تمثل مساهمة العمل في شبكة لامركزية)، مثالها الرمز المميز الصادر عن مؤسسة Protocol Labs الناشئة والذي يخزنه مزود الخدمة لكسب الحق في أداء العمل للشبكة (حق العمل)، لا يمنح الرمز المميز المشتري في أي من الحالات السابقة حق سيطرة مباشرة في المؤسسة الناشئة، فبسبب المخاوف التنظيمية تمتنع أغلبية المؤسسات الناشئة الممولة من ICO عن إصدار الأسهم والأوراق المالية عن طريق مبيعات الرموز¹. ومع ذلك في الآونة الأخيرة، بدأت المؤسسات الناشئة في السير نحو هذا الاتجاه من خلال تمويل نفسها بما يسمى بعروض رمز الأمان (STOs)، والتي يمكن اعتبارها تقدما في تطور ICOs، تسمى الرموز المميزة التي تمنح حق الملكية في المؤسسة الناشئة "رموز الأمان" ويعتبر شرائها من خلال STOs استثمارا خاضعا لقوانين الأوراق المالية² فهي أدوات تتمثل وظيفتها الأساسية في العمل كاستثمار مالي لحاملها. تشمل عروض رمز الأمان الحالات التي يتم فيها طرح رمز الأمان (الأصول المادية الموجودة مسبقا أو الحقوق القانونية مثل السندات أو حصة الأسهم) على blockchain، والحالات التي يتم فيها إنشاء فرص استثمارية جديدة في النظام البيئي للأصول الرقمية، ويعتبر عرض التبادل الأولي IEO هو الآخر استجابة لعيوب ICO والمتعلقة بنقص الاشراف. فمع تفاقم مخاطر الاحتيال في عروض العملات الأولية خاصة في ظل محدودية المعلومات حول المؤسسات الناشئة تم تحويل عملية إصدار الرموز من المؤسسة الناشئة إلى بورصة التشفير (فهو في الأساس ICO صادر في بورصة تشفير)، يوفر IEO مستوى معين من العناية الواجبة على الرمز المميز بهدف منح نموذج عرض رموز أكثر أمانا وامثالاً للوائح التنظيمية لكل من المصدرين والمستثمرين³.

¹ Magnus Schückes and Tobias Gutmann, "Why Do Startups Pursue Initial Coin Offerings (ICOs)? The Role of Economic Drivers and Social Identity on Funding Choice," Small Business Economics, Vol 57, no. 2, 2021, P1031.

² Thomas Lambert, Daniel Liebau, and Peter Roosenboom, "Security Token Offerings," Small Business Economics, 2021, P302. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00539-9>

³ Arslanian, The Book of Crypto, PP 284-285.

2. مزايا التمويل من خلال ICOs/ IEOs/ STOs:

تظهر جاذبية عروض الرموز كبدائل مستحدث لمعالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة في مراحلها المتقدمة من خلال ما يلي:¹

- تسهيل تبادل القيمة دون الحاجة إلى سلطة مركزية (الحكومة) أو وسيط (بنك)، مما يضيف الطابع الديمقراطي على تمويل المؤسسات الناشئة، ويوزع السيطرة بينها وبين حاملي الرموز بدلاً من تركيز سلطة اتخاذ قرار التمويل حول الممولين، كما هو الحال في التمويل التقليدي للبنوك.
- تحقيق مكاسب الكفاءة المدفوعة باللامركزية وعدم الوساطة، فعروض الرموز أقل تكلفة مقارنة ببدائل التمويل التقليدية وقد وصفت بأنها واحدة من أكثر الوسائل فعالية لتمويل مبادرات ريادة الأعمال بسبب ذلك.
- لا يتعين على المؤسسات التي تمول ذاتياً من خلال ICOs العمل مع بنوك الاستثمار الدولية أو مقدمي الخدمات المالية أو منصات التمويل الجماعي، مما يسمح لهم بوضع قواعدهم التمويلية الخاصة.
- ضمان الوصول إلى مجموعة متنوعة من المستثمرين في وقت قصير؛ وبتكلفة أقل من تلك المتحملة في حالات التمويل الأخرى، مع انخفاض العبء التنظيمي لا سيما في IEOs / ICOs.
- استفادة حاملي الرموز بشكل مزدوج، حيث يمكنهم المضاربة على نجاح المؤسسة الناشئة والعملية المشفرة الأساسية المعتمدة من قبلها.
- توسيع نطاق المستثمرين المحتملين من خلال ترميز الأصول غير السائلة التي يصعب تجزئتها، مما يؤدي إلى توفير فرص جديدة للمستثمرين لتنوع المحفظة والاستثمار والتداول وحتى التحوط.
- مرونة الاستثمار وسرعة التنفيذ العالية، حيث يمكن تداول الرموز المميزة في البورصات المشفرة ومنصات التداول (بين الأفراد) والوسطاء عبر الإنترنت من توفير سيولة سريعة.
- تساعد الرموز المميزة في تعزيز تأثيرات الشبكة وتسيق أصحاب المصلحة داخل النظام البيئي blockchain، الذي من شأنه أن يتيح تأمين المعاملات وتحقيق شفافية التعامل من خلال السماح بتتبع ملكية الأصول، بالإضافة إلى تحسين تدفقات المعلومات، وحفظ السجلات.

3. آلية عمل عروض الرموز:

1- اعتماداً على كل من:

- OECD, "Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing," 2019.

-Schücker and Gutmann, Op. Cit, P1031.

-Roman Beck and Horst Treiblmaier, eds., Business Transformation through Blockchain: Volume I, 1st ed. 2019 (Cham: Springer International Publishing : Imprint: Palgrave Macmillan, 2019), P254.,

<https://doi.org/10.1007/978-3-319-98911-2>.

1.3. ركائز عروض الرموز:

تعتمد كل من SSTO / SIEO / SICO على أربع ركائز أساسية:¹

- تقنية دفتر الأستاذ الموزع DLT: هو قاعدة بيانات لامركزية محمية بشكل مشفر، تتم إدارتها في شبكة نظير إلى نظير P2P، بواسطة عدة مشاركين يحتفظون بنسخة من دفتر الأستاذ ويقومون بتحديثه بشكل متزامن من خلال آليات التعدين والإجماع، وتسمح DLTs من نقل المعلومات من نظير إلى نظير، وإنشاء سجل رقمي غير قابل للتغيير.
- Blockchain: هو نوع من DLT تم تصميمه في الأصل على أنه DLT بدون إذن عام وغير هرمي ومفتوح المصدر، حيث تجمع blockchain بين DLT ومجموعة متنوعة من تقنيات التشفير القائمة على الكتلة²، حيث يتم معالجة المعاملات الفردية وتخزينها في كتل متصلة بترتيب زمني لإنشاء سلسلة باستخدام وظائف تجزئة التشفير، كما يتم تسجيل المعاملات في الكتل اللاحقة وبها إلى العقد للتحقق من صحتها، وعندما يتم التوصل إلى توافق في الآراء تظل المعاملات مسجلة بشكل دائم بطريقة شفافة ويمكن التحقق منها، دون أي تعديل أو حذف محتمل.
- الرموز المميزة أو الأصول المشفرة: أحد الاستخدامات الأساسية ل blockchain هو إنشاء أصول مشفرة أو رموز مميزة وهي عبارة عن أصول رقمية خاصة مسجلة على DLT مؤمنة بشكل مشفر، ولا يتم إصدارها أو ضمانها من قبل بنك مركزي أو سلطة عامة يمكن استخدامها كوسيلة للتبادل (رموز المرافق) أو للاستثمار (رموز الأمان)، أو للوصول إلى سلعة أو خدمة (رموز الدفع)، كما لا يوجد تصنيف ملزم أو تنظيمي للرموز المميزة، وفقا لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية تنقسم الرموز إلى نوعين أصلية وغير أصلية³، ويتم بناء الرموز الأصلية مباشرة داخل blockchain وتمثل العملات المشفرة ومعظم الرموز المميزة الصادرة في ICOs / IEOs / STOs، أما الرموز غير الأصلية فتربط بمفهوم ترميز الأصول بما في ذلك إنشاء الرموز الرقمية التي تمثل الأصول الحقيقية (الأسهم والسندات والسلع والعقارات وحقوق الملكية الفكرية) الصادرة على blockchain، ويتم إنشاء معظم الرموز المميزة للمرافق والأمان بناء على العقود الذكية على سلاسل الكتل الحالية مثل Ethereum في عملية سريعة وغير مكلفة وموحدة.

¹ -Lassala and Ribeiro-Navarrete, Op.Cit, P120-124.

² -Jennifer Li and Mohamad Kassem, "Applications of Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain-Enabled Smart Contracts in Construction," Automation in Construction, Vol 132, 2021, P2.

³ OECD, "The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets," OECD Blockchain Policy Series, 2020, P13.

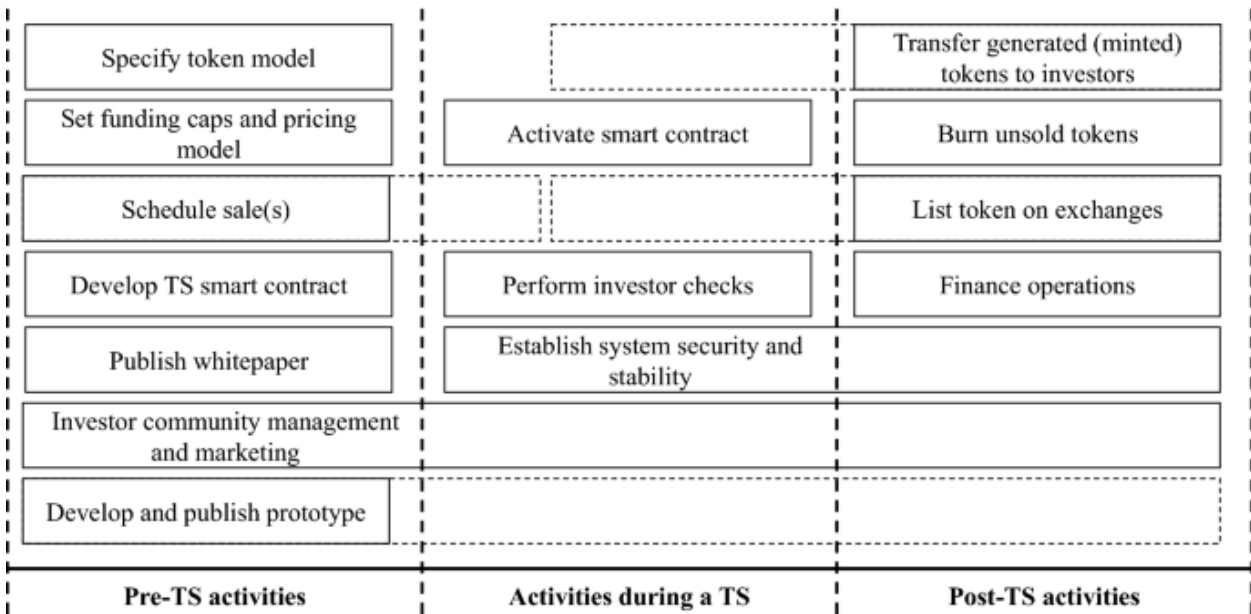
الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

• العقود الذكية SC: هي بروتوكولات أو خوارزميات حاسوب يتم تنفيذها تلقائياً بطريقة لامركزية بناء على أحداث محددة¹، مما يسمح لمصدري الرمز المميز بالامتثال الكامل لبنود العقود دون أن يقوم أي طرف بالرقابة على ذلك، كما تعد توزيعات الأرباح ومدفوعات القسائم أمثلة لعملية للعمليات التي يمكن تنفيذها تلقائياً من خلال العقود الذكية، كما يمكنها أيضاً تسهيل تنفيذ قيود التداول، فترات الإغلاق، إسناد حقوق التصويت المختلفة، وحتى تصميم ميزات متطورة قابلة للتحويل إلى أوراق مالية. وتقدم القوالب القياسية على blockchain مجموعة محددة مسبقاً من العقود الذكية التي تجعل من إصدار الرموز المميزة عملية سهلة وسريعة (معيار ERC-205 لعمليات ICOs، معيار ERC-14 لعمليات STOs).

2.3. خطوات عملية عرض الرموز:

يمكن تجميع عروض العملات في ثلاثة مراحل رئيسية بناء على الأنشطة الأكثر أهمية وشيوعاً، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (5.2): مراحل التمويل بعروض العملات



Source : Johann Kranz, Esther Nagel, and Youngjin Yoo, "Blockchain Token Sale: Economic and Technological Foundations," Business & Information Systems Engineering, Vol 61, 2019, P747.

¹- OECD, "Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing," Op.Cit, P16.

تمر عملية تمويل المؤسسة الناشئة بواسطة عروض الرموز بثلاث مراحل أساسية:¹

- **مرحلة الإعداد (أنشطة ما قبل عروض الرموز):** في هذه المرحلة يقيم المصدرون ما إذا كان ICO / IEO / STO يتناسب مع استراتيجية واحتياجات مؤسساتهم الناشئة، مع الأخذ في الاعتبار ما إذا كان فريق العمل على استعداد للكشف عن المعلومات الحساسة وما إذا كانت المؤسسة الناشئة تتطلب منصة رمزية²، ومن ثم يتم تحديد نموذج رمزي يتماشى ونموذج أعمال مؤسساتهم ومصالح المستثمرين في الوقت عينه، فعلى سبيل المثال: مؤسسة ناشئة اجتماعية تلجأ إلى إصدار رموز تبرع: وهي رموز لا ترتبط بحقوق أو مطالبات لمنتج أو خدمة مستقبلية وتستخدم لجمع الأموال لأفكار أو قضايا ريادية اجتماعية، وبعد ذلك يتم تحديد كمية وسعر الرموز المميزة التي سيتم إصدارها، وعادة ما يقوم العديد من المصدرين بعملية بيع مسبقة للرموز "جولات المبيعات الخاصة" متاح فيها للمستثمرين المختارين الفرصة لشراء الرموز المميزة بأسعار أقل بكثير من أسعار البيع الرئيسي، والتي يتم فيها منح المستثمرين حقوق الرمز المميز المستقبلي من خلال اتفاقية بسيطة للرموز المستقبلية، وبمجرد انتهاء المصدرين من خيارات التصميم هذه، يقوم الكيان المصدر بتطوير عقد ذكي يدير الأموال والرموز المميزة خلال عروض الرموز، كما تتضمن الخطوة التالية من العملية عادة صياغة ورقة بيضاء تصف المشروع بمزيد من التفصيل والتي يمكن تشبيهها بخطة العمل، وينشر العديد من المصدرين جزئياً أو كلياً شفرة مصدر النموذج الأولي على خدمة استضافة قائمة على الويب (على سبيل المثال GitHub)، بالإضافة إلى ذلك، يقدم بعضهم مكافآت لاكتشاف الأخطاء في العقد الذكي لعروض الرموز، كما قد يعتمدون نفس الأسلوب "برامج المكافآت" للتسويق للرموز وتوسيع قاعدة المستثمرين المحتملين (تقديم مكافآت قائمة على الرمز المميز لأداء حملات على وسائل التواصل الاجتماعي مثل منشورات Twitter باستخدام علامة التصنيف الخاصة ب TS).
- **مرحلة بيع الرموز (الأنشطة خلال TS):** تبدأ عروض الرموز فعلياً بتفعيل العقد الذكي، وتستمر لمدة 41 يوماً في المتوسط، كخطوة أولية في هذه المرحلة يقوم المستثمرون بالتسجيل في "القائمة البيضاء" التي تعمل على تفعيل سياسات اعرف عميلك (KYC) ومكافحة غسل الأموال (AML)، والتي تعتبر خطوة رئيسية لحماية كل من المصدرين والمستثمرين من الممارسات غير الأخلاقية، ويقوم بعد ذلك المستثمرون بإرسال الأموال والتي عادة ما تكون عملات مشفرة مثل Bitcoin، Ether إلى العقد الذكي الذي ينقل وحدات العملة إلى المحافظ الرقمية للمؤسسة الناشئة المصدرة، لا تقوم هذه المحافظ في

¹ -Johann Kranz, Esther Nagel, and Youngjin Yoo, Op. Cit, P747.

² - Ümit Hacıoğlu, Blockchain Economics and Financial Market Innovation: Financial Innovations in the Digital Age, Contributions to Economics (Cham: Springer, 2019), P63., <https://doi.org/10.1007/978-3-030-25275-5>.

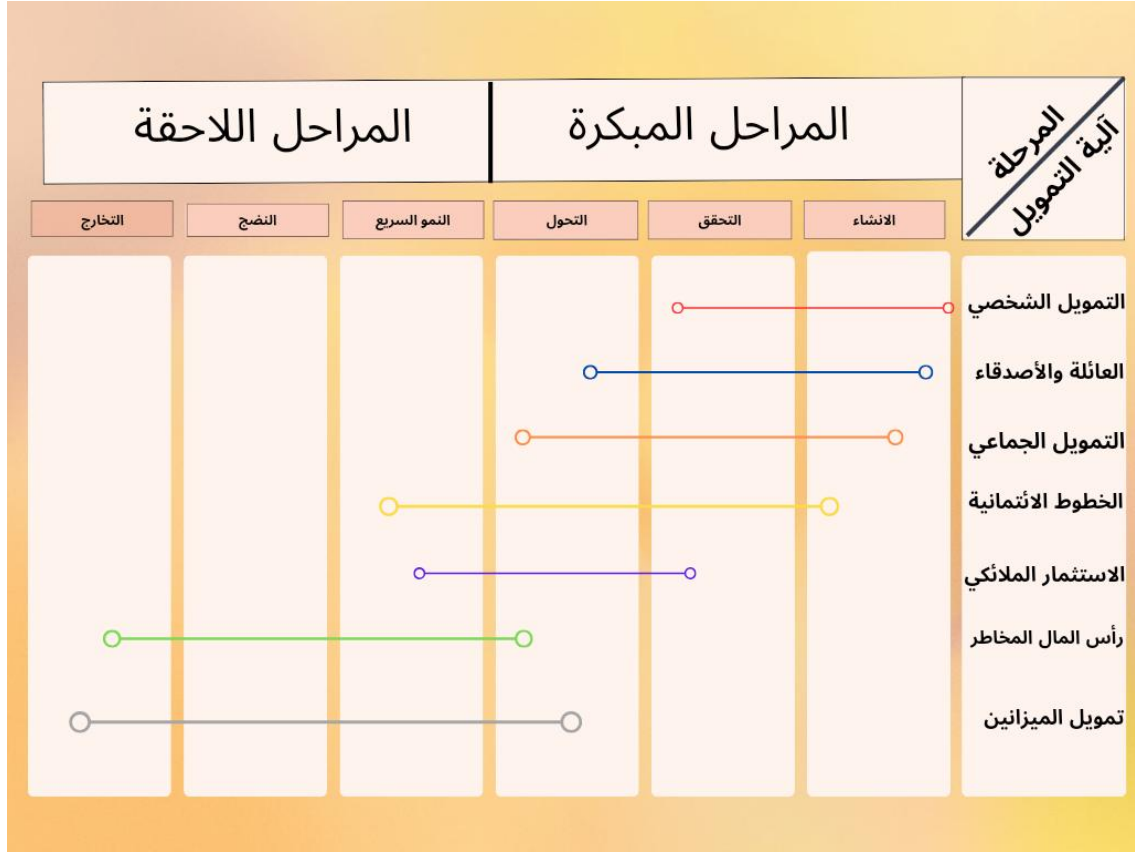
الفصل الثاني: التمويل وآلياته الحديثة في المؤسسات الناشئة

الواقع بتخزين وحدات العملة (يتم ذلك على blockchain)، ولكنها تخزن مفاتيح خاصة وعامة تسمح بإرسال واستقبال العملات المشفرة، ويحتوي ملف بيانات المحفظة على مفتاح خاص ورقم لا يعرفه إلا المالك، ومفتاح عام يثبت ملكية العملات المشفرة ويسهل المعاملات، ولضمان التحويل الآمن وتخزين الأموال يستخدم المصدرون محافظ متعددة التوقيع، والتي تتطلب أكثر من مفتاح خاص واحد للمصادقة وأجهزة خاصة للإيداع الآمن للمفاتيح الخاصة.

- مرحلة إدراج الرموز (أنشطة ما بعد TS): بعد نقل الرموز المميزة إلى محافظ المستثمرين يتم "حرق" الرموز غير المباعة في الغالب لتقليل عدد الرموز المتداولة وزيادة تقييم الرمز المميز، وعلاوة على ذلك، يضمن حرق الرمز المميز أن يظل توزيع الرموز المميزة بين المستثمرين والمصدرين والكيانات الأخرى كما هو موضح في الورقة البيضاء، وأيضا لتسهيل عملية تداول الرموز المميزة يجب إدراجها في بورصات الأصول المشفرة، وقد تشكل هذه العملية تحديا للمصدرين حيث يركز مشغلو البورصة على الرموز المميزة ذات أحجام التداول العالية وغالبا ما يفرضون رسوما كبيرة مقابل الإدراج، إضافة إلى ذلك إدراج هذه الرموز لا يكون بصفة دائمة، فقد يتم شطبها في وقت لاحق نتيجة انخفاض أحجام تداولها أو مشكلات فنية تمسها أو الشكوك حول الاحتيال.

في نهاية هذا الفصل قمنا بتطوير إطار عملي يوضح مراحل تدخل آليات التمويل الحديثة لتلبية الاحتياجات أو معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة، وذلك وفقا لما تم عرضه في الأدبيات. والذي سيتم استخدامه كدليل إرشادي للإجابة على الأسئلة الرئيسية للدراسة.

الشكل رقم (6.2): مراحل تدخل آليات التمويل الحديثة لتلبية الاحتياجات أو معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة



خلاصة الفصل الثاني:

إنّ الأدبيات غنية بشرح آليات التمويل المختلفة للمؤسسات الناشئة جنباً إلى جنب مع تفضيلاتهم واتجاهاتهم عبر مختلف المراحل. شمل جزء كبير من محتوى الفصل آليات التمويل الحديثة والبارزة الخاصة بالمؤسسات الناشئة، حيث تختلف آلية التمويل الحديثة المتبناة باختلاف مراحل تطوير المؤسسة وأنشطتها التجارية والمالية.

خلال المراحل المبكرة تواجه المؤسسات الناشئة صعوبات في الحصول على التمويل الخارجي، بسبب عدم تناسق المعلومات الملحوظ بشكل كبير مما يمنع كلا من مقدمي الائتمانيات والمستثمرين من إدارته، وعليه يقتصر التمويل في هذه المرحلة غالباً على الموارد الخاصة للمؤسسين وعلاقاتهم الشخصية، ولكن بمجرد أن تصبح المؤسسة الناشئة أكثر تقدماً مع مرور الوقت يمكن استكمال التمويل الذاتي بتمويل جماعي أو باستثمار رأس مال أولي من مستثمرين غير رسميين "المستثمرين الملائكة" وبدرجة أقل عن طريق صناديق التمويل الاستثماري وأصحاب رؤوس الأموال المخاطرة، ومن قبل مؤسسات الائتمان للأنشطة ذات المخاطر العالية ومنخفضة رأس المال في شكل خطوط ائتمانية أو قروض مؤمنة بالملكية الفكرية، أما في مراحلها اللاحقة فتحتاج المؤسسات الناشئة عموماً إلى مبالغ متزايدة من رأس المال للحفاظ على أنشطة البحث والتطوير وتوسيع أنشطة التسويق والمبيعات والتي عادة ما يوفرها رأس المال المخاطر، لتلجأ بعد ذلك إلى تمويل الميزانين الذي من شأنه توفير رأس المال الكافي لتسهيل التغييرات الكبيرة أو النمو في المؤسسة الناشئة المصاحب لمرحلة النضج.

بدورها أسفرت التكنولوجيا الحديثة عن توليد آليات تمويلية مبتكرة "عروض الرموز"، مثلت اتجاهات جديد للمؤسسات الناشئة للحصول على التمويل. تتميز عن آليات التمويل السابقة بقدر ما توفره تكنولوجيا Blockchain لها. ومع استمرار تطور الأطر التنظيمية، من المرجح أن تلعب هذه الآليات التمويلية دوراً متزايد الأهمية في تمويل المؤسسات الناشئة في المستقبل القريب.

الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل
الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية
للشركات الناشئة

تمهيد:

يستهل هذا الفصل بنيته المعرفية تأسيسا على النتيجة المتحررة والتي تؤكد أن كل آلية تمويلية تختص بتمويل مراحل معينة من دورة حياة المؤسسة الناشئة، وأن الأخيرة لها مميزات وأنشطة تمثل بنيتها المستقلة وعلى ضوء هذه النقطة، فإن كل آلية تلعب دورا محددا في تمويل أنشطة معينة مساهمة بذلك في معالجة الاختلالات التمويلية ذات الصلة. ولأجل تقديم صورة واضحة المعالم للدور المركزي الذي تلعبه هذه الآليات من خلال ممارستها المالية، عمدنا إلى استعراض نماذج من تجارب عالمية رائدة فيما يخص كل آلية بالإضافة إلى المعرفة المتعمقة بدورها العالمي، وسنتطرق إلى عرض وتحليل التجربة المحلية مع التركيز على ما إذا كان السوق التمويلي يظهر ديناميكيات تتوافق والاتجاهات العالمية وهو ما يهدف التحليل المقدم في هذا الفصل إلى تبيانه عبر الإجابة على سؤال محوري مفاده التالي: كيف ساهمت آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة في الدول الأجنبية؟ وهل تظهر الجزائر اتجاهات مماثلة؟

ومن أجل قراءة معمقة وتقديم فهم جيد للجوانب الأساسية المتعلقة بدور الآليات الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة، ارتأينا تقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث:

المبحث الأول: عرض تجارب رائدة لآليات تمويل المؤسسات الناشئة في المراحل المبكرة.

المبحث الثاني: عرض تجارب دول رائدة في التمويل الحديث القائم على الأسهم.

المبحث الثالث: واقع وآفاق تطبيق آليات التمويل الحديثة في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية.

المبحث الرابع: عروض الرموز -مستقبل تمويل المؤسسات الناشئة-.

المبحث الأول: عرض تجارب رائدة لآليات تمويل المؤسسات الناشئة في المراحل المبكرة.

تغطي المؤسسات الناشئة في مراحلها المبكرة احتياجاتها التمويلية من خلال نوعين رئيسيين من التمويل، يطلق على الأول منهما "التمويل الأولي Seed Funding": وهو نوع من التمويل يستخدم في مرحلة مبكرة من تطوير المؤسسة الناشئة، بهدف مساعدتها في إطلاق الفكرة غير تغطية كل من التكاليف الأولية المتعلقة ببدء الأعمال التجارية وتكاليف البحث والتطوير المبكر للمنتج، في حين أنّ النوع الثاني من التمويل الذي يعرف باسم "التمويل في المراحل المبكرة Early-Stage Funding" فيبرز عادة عندما تكون المؤسسة الناشئة قريبة من تحقيق بعض الإيرادات أو حققت بعضها بالفعل، ولكنها لا تزال غير ربحية¹، ومن هذا المنطلق يتأتى التمويل الأولي والتمويل في المراحل المبكرة عادة من مصدرين حديثين هما: التمويل الجماعي والخطوط الائتمانية.

المطلب الأول: دراسة تحليلية لصناعة التمويل الجماعي في بعض الدول الرائدة عالمياً.

نظراً لعدم قدرتنا للوصول إلى قواعد البيانات العالمية أو حتى التقارير المتعلقة بالتمويل الجماعي، فإننا اعتمدنا بشكل رئيسي في مبحثنا هذا على إحصائيات مركز كامبريدج للتمويل البديل Cambridge Centre for Alternative Finance، وناهيك عن كون مصطلح "التمويل البديل" غير متبلور إلى حد ما إلا أنه في جوهره يشمل أنشطة التمويل الرقمي التي ظهرت خارج الأنظمة البنكية الحالية وأسواق رأس المال التقليدية والتي تحدث عبر الإنترنت من خلال المنصات²، وهو بالضبط ما أشارت إليه هيئات الشراكة العالمية للشمول المالي في تعريفها للتمويل الجماعي المذكور مسبقاً (التمويل الجماعي: أسلوب تمويلي قائم على السوق يتم فيه جمع الأموال من عدد كبير من الأفراد أو الكيانات القانونية بمبالغ صغيرة، متجاوزا الوسطاء الماليين التقليديين عن طريق إجراء دعوة مفتوحة للتمويل بشكل أساسي من خلال تقنيات الويب 2.0، بحيث يمكن للممولين التبرع، أو الشراء المسبق للمنتج، أو الإقراض، أو الاستثمار بناء على إيمانهم بالعرض ووعد رائد الأعمال، أو توقعات عوائد المشاريع والأفكار المبتكرة).

¹- Jr Halt et al., Op.Cit, P11.

²- Tania Ziegler et al., "The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report," 2021, P30.

1. العلاقة بين عدد المنصات وحجم التمويل الجماعي.

في دراستنا للعلاقة بين عدد منصات التمويل في الدولة وحجم التمويل الجماعي بها، اخترنا 5 دول رائدة في صناعة التمويل الجماعي هي: "الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، الصين، فرنسا، ألمانيا"، وبداية سنقوم باستعراض عدد منصات التمويل الجماعي في الدول المختارة الجدول رقم (1.3) وحجم التمويل الجماعي بها الشكل رقم (1.3)، في خطوة موائية سنقوم بتحليل البيانات لإيضاح العلاقة بينهما.

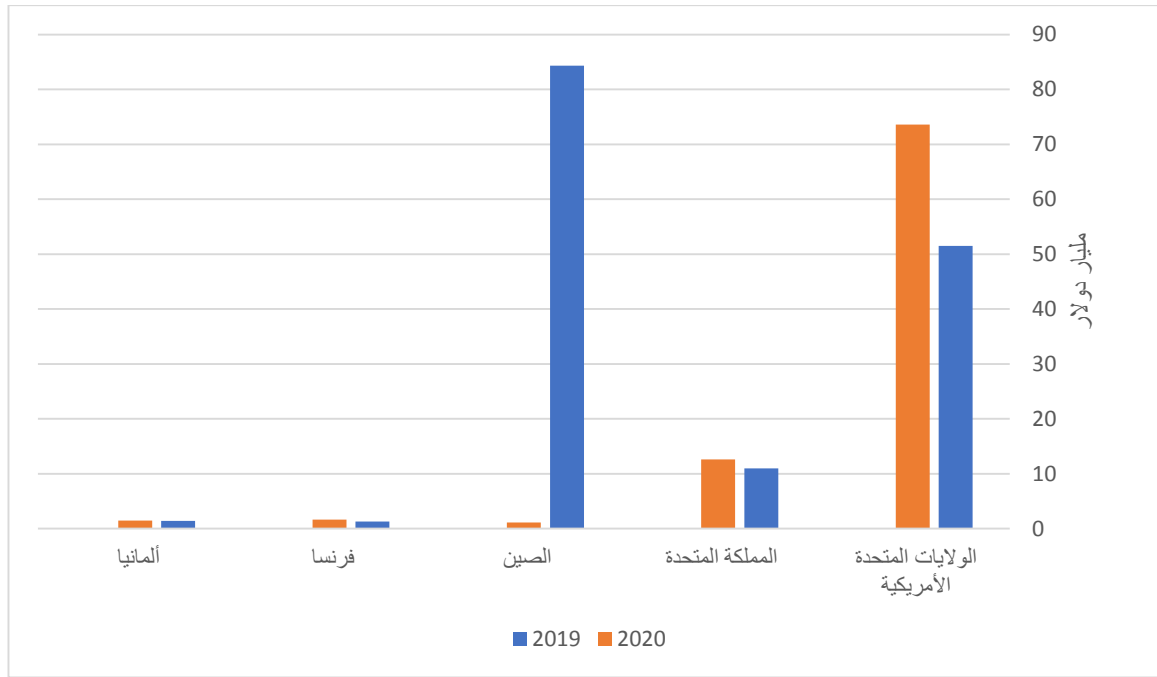
الجدول رقم (1.3): عدد منصات التمويل الجماعي في الدول الرائدة عالميا

| عدد منصات التمويل الجماعي 2020 | | عدد منصات التمويل الجماعي 2019 | | المنصة الدولة |
|---|--|---|--|-------------------------------|
| المنصات الأجنبية الناشطة في الدولة | المنصات المحلية الناشطة في الدولة | المنصات الأجنبية الناشطة في الدولة | المنصات المحلية الناشطة في الدولة | |
| 13 | 43 | 18 | 46 | الولايات المتحدة الأمريكية |
| 14 | 53 | 19 | 60 | المملكة المتحدة |
| 9 | 44 | 8 | 100 | الصين |
| 15 | 30 | 14 | 28 | فرنسا |
| 20 | 36 | 20 | 33 | ألمانيا |

Source: Prepared by the student based on: Appendix2 of the 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report, p193.

الشكل رقم (1.3): حجم تمويل الأعمال التجارية من خلال التمويل الجماعي في الدول الرائدة

عالميا



Source: Prepared by the student based on: Appendix1 of the 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report, p191.

التحليل:

على الرغم من ارتفاع حجم التمويل من 51,52 مليار دولار سنة 2019 إلى 73,62 مليار دولار سنة 2020، فقد انخفض عدد منصات التمويل في الولايات المتحدة الأمريكية من 64 منصة سنة 2019 إلى 56 منصة سنة 2020، وهو ما يدل على توحيد سوق التمويل الجماعي بالدولة، حيث يمكن أن تندمج بعض المنصات أو تتحالف مع منصات أخرى، مما يقلل من عددها ويزيد من تنوع الخدمات المقدمة من قبلها وهو ما يؤدي إلى الزيادة في حجم التمويل الجماعي، ويمكن ملاحظة اتجاه مماثل في المملكة المتحدة حيث انخفضت منصات التمويل من 75 منصة سنة 2019 إلى 67 سنة 2020، مرة أخرى مزامنة مع زيادة حجم السوق من 11,016 مليار دولار سنة 2019 إلى 12,64 مليار دولار سنة 2020. أما فيما يتعلق بألمانيا فقد ارتفع عدد منصات التمويل الألمانية من 53 منصة سنة 2019 إلى 56 سنة 2020، على خلفية نمو السوق من 1,42 مليار دولار سنة 2019 إلى 1,48 مليار دولار سنة 2020، ويمكن ملاحظة اتجاه مماثل في فرنسا حيث ارتفع عدد المنصات الفرنسية هو الآخر من 42 إلى

45 منصة في الفترة ذاتها على خلفية زيادة أحجام السوق من 1,31 مليار دولار سنة 2019 إلى 1,66 مليار دولار سنة 2020. كانت الزيادة في إجمالي عدد المنصات في كل من فرنسا وألمانيا متأتية من زيادة عدد المنصات المحلية بمنصتين في فرنسا و3 منصات في ألمانيا، وهو ما يشير إلى مساهمة المشاركة المحلية في نمو هذه الصناعة.

وفي نفس الصدد وبخلاف الدول الأنفة الذكر لم تظهر الردود الواردة من الصين تطورا ثابتا في السوق، حيث شهدت انخفاضا حادا في الأحجام على خلفية الاستجابة لتغير عدد منصات التمويل، إذ بلغ حجم السوق الصيني سنة 2019: 84,35 مليار دولار، وانخفض بشكل حاد إلى 1,16 مليار دولار سنة 2020، ارتبط هذا الانخفاض الحاد في حجم التمويل بانخفاض عدد المنصات المحلية بنسبة 66% بين سنتي 2019-2020، والذي يمكن ربطه بجائحة كوفيد-19، والتي كان تأثيرها أكثر حدة على الصين نتيجة كونها بؤرة الوباء، وجدير بالإشارة أنه على مدى السنوات العشر الماضية شهد قطاع التمويل الجماعي في الصين ارتفاعا من سنة 2013 إلى سنة 2017، حيث نما حجم القطاع بحوالي أكثر من 6 أضعاف سنة 2018، ناهيك عن القيود التنظيمية المفروضة وإفلاس المنصات وإغلاقها كان القطاع لا يزال يمثل أكثر من نصف التمويل الجماعي الإجمالي العالمي (58.6%)، بين سنتي 2018 و2020، أظهر القطاع انخفاضا إضافيا وكبيرا في الحجم بسبب الصفقات الاحتياطية والتخلف عن سداد القروض، مضافا إليها تداعيات جائحة كوفيد-19¹.

النتائج:

- هناك علاقة إيجابية واضحة بين عدد المنصات النشطة في بلد ما وحجم التمويل الجماعي بالبلد.
- انخفاض عدد المنصات تزامنا مع ارتفاع حجم التمويل الجماعي يمكن تفسيره على أنه توحيد أو تركيز لسوق التمويل الجماعي.
- تشير التغييرات في معدلات استجابة منصات التمويل إلى تطوير النظام البيئي للتمويل البديل في البلدان محل الدراسة.
- يفسر عدد المنصات الأجنبية في دولة ما حجم التمويل الجماعي المسجل في الدولة بشكل أفضل من وجود المنصات المحلية فقط، فمن ناحية قد تجتذب الأسواق ذات الأحجام الكبيرة المزيد من المنصات الأجنبية لسوق التمويل الجماعي المحلي، ومن زاوية أخرى قد يؤدي دخول المنصات

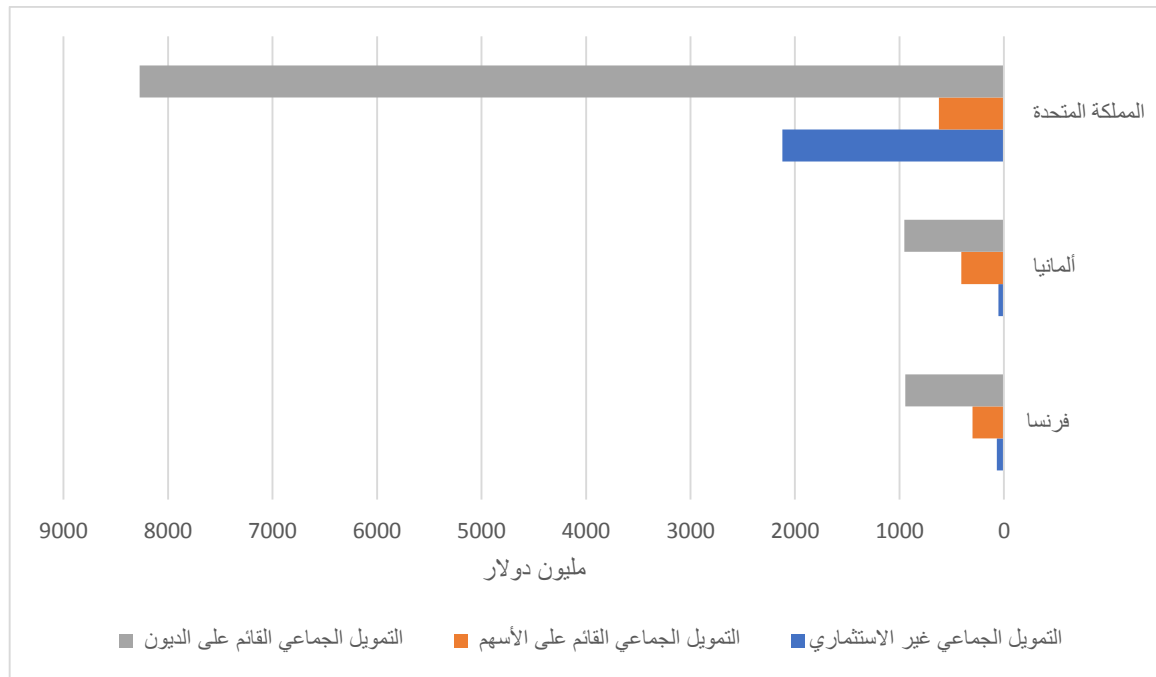
¹ - Idem, P119.

الأجنبية إلى الأسواق المحلية إلى زيادة أحجام التداول المحلية بفضل زيادة المنافسة وزيادة جاذبية الداعمين الدوليين، وهو ما يعود بالإيجاب على المؤسسات الناشئة في الدولة.

2. خيارات التمويل المتاحة من خلال منصات التمويل الجماعي.

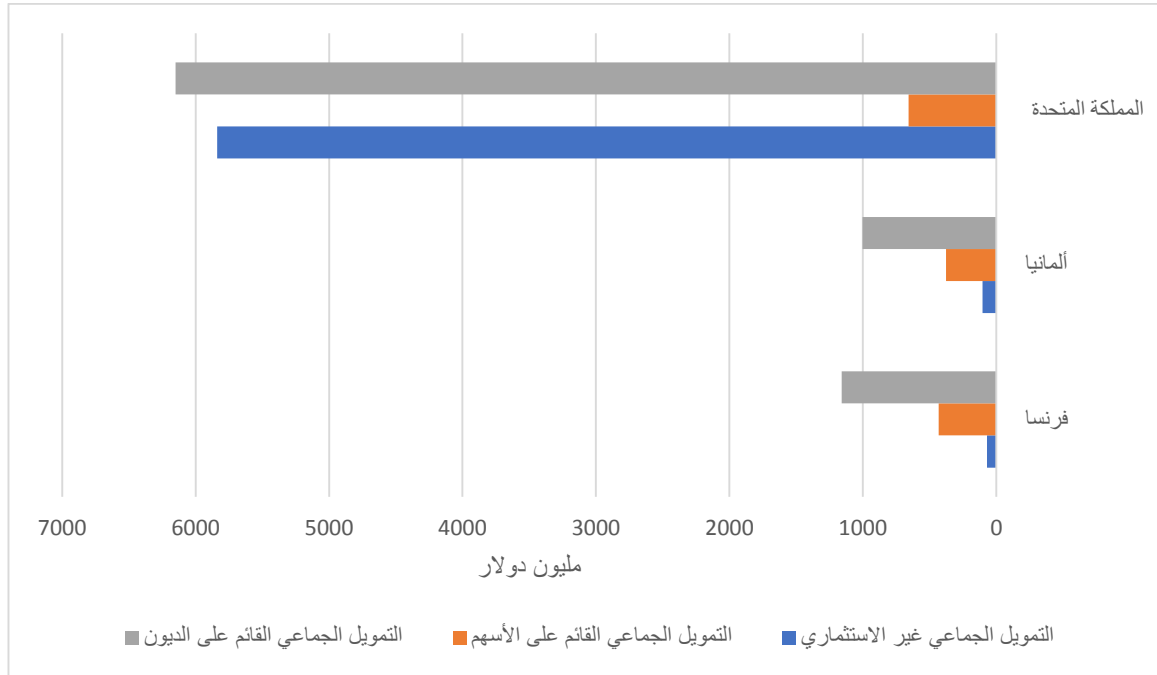
ذكرنا مسبقاً أن نماذج التمويل الجماعي تختلف بشكل أساسي في تخصيص الموارد وعوائد المستثمرين، حيث تنقسم إلى نماذج غير مالية قائمة على المكافآت والتبرعات ونماذج مالية قائمة على العائد تعرف أيضاً باسم التمويل الجماعي القائم على الاستثمار Crowdfunding، وهو التمويل الذي تتوجه المؤسسة الناشئة إلى منح حقوق الملكية للمستثمرين مقابل الحصول عليه (التمويل الجماعي للأسهم، التمويل الجماعي العقاري) أو إلى الاقتراض (التمويل الجماعي للديون، التمويل البالغ الصغر الذي تقوده الجماهير "التمويل الجماعي المدني").

الشكل رقم (2.3): حجم التمويل الجماعي لسنة 2019 حسب نموذج التمويل



Source: Prepared by the student based on: the 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report, p72.

الشكل رقم (3.3): حجم التمويل الجماعي لسنة 2020 حسب نموذج التمويل



Source: Prepared by the student based on: : the 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report, p73.

التحليل:

سجلت المملكة المتحدة حجم تمويل جماعي من النماذج القائمة على الاستثمار بلغ 8,894 مليار دولار سنة 2019؛ و6,806 مليار دولار سنة 2020، أما فيما يخص النماذج غير الاستثمارية فقد بلغ حجم التمويل 2,12 مليار دولار سنة 2019؛ و5,84 مليار دولار سنة 2020. ترجع التغيرات في حجم التمويل الجماعي في الدولة إلى التحولات الاقتصادية الناتجة عن الأحداث العالمية "جائحة كوفيد-19"، حيث تراجع حجم التمويل القائم على الاستثمار نتيجة لعدم اليقين المرتبط بتأثيرات الجائحة المحتملة على الاستثمارات، أما التغير الإيجابي في حجم التمويل غير الاستثماري فكان نتيجة لتوجه رواد الأعمال وحاملي الأفكار المبتكرة إلى طرح عدد من حملات التمويل الجماعي لتجسيد أفكارهم والتي غالبا ما تطلعت بإيجاد حلول للوقاية من الجائحة مقابل رغبة الجمهور في دعمهم بغية تحقيق تأثير إيجابي في ظل التحديات العالمية.

أما فيما يخص أحجام التمويل الجماعي في كل من ألمانيا وفرنسا فقد كانت متقاربة في سنتي 2019 و2020، إذ كان التمويل الجماعي القائم على الديون أكبر نموذج ممثل لكلا الدولتين، وعلى الرغم من أن أسباب التغيرات في نماذج التمويل في ألمانيا لم تختلف كثيرا عن المملكة المتحدة فهي

الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة

الأخرى شهدت زيادة في حجم التمويل غير الاستثماري قاربت 91% سنة 2020 مقارنة بسنة 2019، إلا أنها كانت مغايرة في فرنسا إذ ارتبط نمو حجم التمويل (↑ 40%) المتأتي من نماذج التمويل القائمة على الاستثمار وبالضبط التمويل الجماعي القائم على الديون بإلغاء القيود على هذا النوع من النماذج في الدولة.

الجدول رقم (2.3): حجم التمويل الجماعي في الصين حسب نموذج التمويل

| الترتيب عالميا | التمويل الجماعي غير الاستثماري | التمويل الجماعي القائم على الأسهم | التمويل الجماعي القائم على الديون | نموذج التمويل السنة |
|----------------|--------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|---------------------|
| 1 | 9,99 مليون دولار | 0,07 مليون دولار | 84,34 مليار دولار | 2019 |
| 7 | 8,30 مليون دولار | 0,04 مليون دولار | 1,15 مليار دولار | 2020 |

Source: The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report, P44.

التحليل:

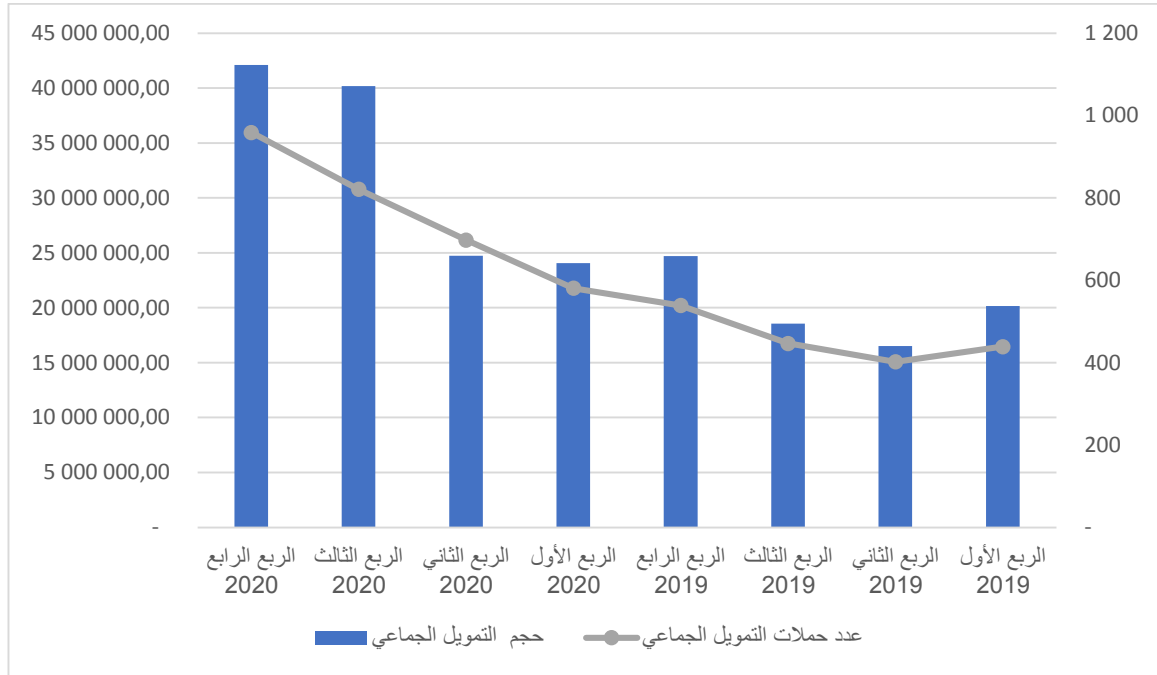
على الرغم من احتلالها المرتبة الأولى عالميا كأكبر سوق للتمويل الجماعي سنة 2019، شهدت الصين انخفاضا حادا في حجم التمويل الجماعي من 84,35 مليار دولار سنة 2019 إلى 1,16 مليار دولار سنة 2020 لتتراجع بذلك للمرتبة السابعة عالميا، وارتبط انخفاض حجم التمويل (↓ 98,62) بانخفاض التمويل المتأتي من النماذج القائمة على الديون، والذي كان انعكاسا لانخفاض الأنشطة الاقتصادية في الصين بشكل كبير بسبب القيود والتدابير الاحترازية لمكافحة انتشار كوفيد-19 من جهة، وتراجع الثقة في الاقتصاد من جهة أخرى إضافة إلى فقدان العديد من الأفراد لوظائفهم الأمر أدى إلى خلق تردد في استخدام الائتمان¹.

النتائج:

- يظهر التحول الديناميكي في أحجام التمويل الجماعي المتأتي من النماذج المختلفة له، تأثره بتغيرات اللوائح التنظيمية والقانونية، والتحول الاقتصادي العالمية.
- يتأثر حجم التمويل الجماعي بتوجهات كل من طالبي التمويل ومانحيه.

¹ World Bank, "Emerging Risks to the Recovery," 2022, PP69-71.

الشكل رقم (4.3): حجم التمويل الجماعي في الولايات المتحدة الأمريكية وفقا لعدد الحملات



Source: calculated by the student based on*: US. Securities and exchange commission, crowdfunding offering Data sets. <https://www.sec.gov/dera/data/crowdfunding-offerings-data-sets>

التحليل:

يلاحظ تناسب عدد الحملات مع حجم التمويل الجماعي، وهو ما يعكس الارتباط الطردي بين الطلب والعرض في صناعة التمويل الجماعي، وتحدث هذه الظاهرة بسبب الديناميات السوقية والتفاعلات بين أصحاب المشاريع والممولين، إذ تنمو حملات التمويل الجماعي بناء على الاهتمام والدعم الذي تلقاه من المشاركين (أصحاب المشاريع والممولين).

النتائج:

- يتزايد عدد حملات التمويل الجماعي بزيادة الحاجة إلى التمويل من قبل المؤسسات الناشئة.
- 3. منصات التمويل الجماعي الأكثر شيوعاً في الدول الرائدة عالمياً.

تتنوع منصات التمويل الجماعي بحسب نموذج التمويل المتبنى من قبلها، أبرزها منصات التمويل الجماعي القائم على التبرع، منصات التمويل القائم على المكافآت، منصات التمويل القائم على الديون، منصات التمويل القائم على الأسهم. يعرض الجدول رقم (3.3) أبرز منصات التمويل الجماعي

الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة

في الدول محل الدراسة، والتي تم اختيارها بناء على اخلاف نماذج التمويل التي تعتمدها بهدف إيضاح الخصائص المميزة لكل نموذج.

الجدول رقم (3.3): خصائص منصات التمويل الجماعي الأكثر شيوعا في الدول الرائدة عالميا.

| رسوم الخدمة | الحد الأدنى للاستثمار | الجهة المستثمرة | نموذج التمويل | خصائص المنصة | المنصة |
|-------------|-----------------------|--|----------------|---|-----------------|
| × | 250 | الجمهور ^{1*} ، Ag، VC | الأسهم |  | المملكة المتحدة |
| 8% | 25 | الجمهور، Ag، VC | الديون، الأسهم |  | المملكة المتحدة |
| × | 1 | الأفراد، الشركات | التبرعات |  | |
| 120% | 10 | الأفراد، الشركات | الديون P2P |  | فرنسا |
| 9% | 100 | الجمهور، Ag، VC | الأسهم |  | فرنسا |
| × | 1000 | الأفراد، الشركات | الديون |  | |
| × | 250 | الأفراد، الشركات | الديون |  | ألمانيا |
| × | 250 | الأفراد < 18 سنة، الشركات الخاصة، Ag، VC | الأسهم |  | |
| × | 100 | الجمهور | الأسهم |  | |
| 5% | × | الجمهور، Ag، VC | الأسهم |  | الصين |

* المستثمرون الأفراد، صناديق رأس المال الاستثماري، المؤسسات والشركات.

الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة

| رسوم الخدمة | الحد الأدنى للاستثمار | الجهة المستثمرة | نموذج التمويل | خصائص المنصة | المنصة |
|-------------|-----------------------|------------------|--|--|----------------------------|
| 3% | × | الأفراد، الشركات | التبرعات |  | |
| × | × | الجمهور، Ag, VC | الديون، الأسهم |  | |
| 5% | 1 دولار | الأفراد، الشركات | التبرعات، المكافآت (All- or- Nothing) ¹ |  | الولايات المتحدة الأمريكية |
| 5% | 1 دولار | الأفراد، الشركات | التبرعات، المكافآت (Flexible) |  | الولايات المتحدة الأمريكية |
| 5% | × | الأفراد والشركات | التبرعات والمكافآت |  | الولايات المتحدة الأمريكية |

Source: Prepared by the student based on:

<https://thecrowdspace.com/> for (United Kingdom, France, Germany)

<https://www.crunchbase.com/> for China

<https://www.kickstarter.com/>; <https://www.indiegogo.com/>

<https://www.gofundme.com/> for United States of America

التحليل:

بناء على تحليل الجدول رقم (3.3)، تم توضيح ثلاث نقاط رئيسية:

- قد تقوم منصات التمويل الجماعي على أكثر من نموذج تمويلي، وهو ما يمكن ملاحظته في كل من منصتي Crowd for Angels, Demo Hour، ومنصات التمويل الجماعي الأمريكية المعروضة في

** الكل أو لا شيء : يتحصل رواد الأعمال على أموال حملة التمويل فقط إذا تم تحقيقهم لمبلغ التمويل المستهدف عند تاريخ الإغلاق.

*** التمويل المرن: يحتفظ رواد الأعمال بكل الأموال التي تم جمعها طوال فترة الحملة، حتى إن لم يتم جمع مبلغ التمويل المستهدف عند تاريخ

الإغلاق.

الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة

الجدول، إلا أن هذه النماذج تندرج ضمن الفئة الرئيسية ذاتها، بمعنى الجمع بين التمويل الجماعي القائم على الديون والتمويل الجماعي القائم على الأسهم وهما تمويلين ضمن فئة التمويل الجماعي الاستثماري، أو الجمع بين التمويل الجماعي القائم على التبرعات والقائم على المكافآت وهما كذلك تمويلين ضمن فئة التمويل الجماعي غير الاستثماري.

- يلاحظ كذلك تغير الجهة المستثمرة والحد الأدنى للاستثمار بتغير النموذج المتبنى، وهي ظاهرة تتماثل في كل من الدول محل الدراسة الأمر الذي من شأنه التأكيد على تدويل صناعة التمويل الجماعي.

- تتلقى معظم منصات التمويل الجماعي رسوما نظير خدماتها والتي تختلف من منصة لأخرى، وعادة ما تكون نسبة من مبلغ التمويل المتحصل عليه من الحملات.

النتائج:

يؤدي تنوع نموذج التمويل الجماعي الذي تقوم عليه المنصة إلى تنوع الخصائص التمويلية المرتبطة بها، مما يتيح لأصحاب المشاريع والممولين اختيار المنصة التي تتناسب مع اهتماماتهم وأهدافهم، وبالتالي ولا مناص من القول أن المؤسسة الناشئة كغيرها من المشاريع هي وحدها القادرة على تحديد أنسب طريقة للتمويل الجماعي، وذلك حسب حاجتها التمويلية ومرحلة نموها وقت الحاجة وهو ما سنحاول توضيحه من خلال الجدول الموالي:

الجدول رقم (4.3): دور التمويل الجماعي في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة

| مرحلة نمو المؤسسة الناشئة | نموذج منصة التمويل الجماعي | دور التمويل الجماعي |
|--|--|--|
| مرحلي الانشاء والتحقق (عدم تحقيق تدفقات نقدية) | التمويل الجماعي القائم على التبرع: تعتمد هذه المنصات على مساهمات بسيطة من الممولين (الحد الأدنى للاستثمار 1 دولار) في مقابل الحصول على عوائد معنوية، الأمر الذي يجعل من فرصة خسارة الاستثمار فيها معدومة، ولكن مقابل ذلك لا تنجح هذه المنصات سوى بتوفير مبالغ متواضعة. | المساهمة في تحمل تكاليف الانشاء المتعلقة بدراسة السوق، دراسة الجدوى الاقتصادية، التسجيل القانوني، اختيار مقر للمؤسسة، دون تحميل المؤسسة الناشئة أي عبء مادي مرتبط بالتمويل المتحصل عليه. |

| | | |
|---|---|--|
| <p>المساهمة في تحمل التكاليف المرتبطة بإنشاء وطرح MVP في السوق، وتعديله في مرحلة لاحقة بناء على مدخلات التغذية العكسية.</p> <p>لا يفرض هذا النوع من المنصات حد أدنى للاستثمار وهو ما يمنح للمؤسسة الناشئة الفرصة لتحديد المكافأة وفقا لمبلغ التمويل الممنوح لها من قبل المشاركين في حملة التمويل.</p> | <p>التمويل الجماعي القائم على المكافآت: يحصل الممولين في هذا النوع من المنصات على عوائد مادية تتناسب ومبلغ التمويل الممنوح.</p> <p>مثال¹: حملة تمويل جماعي قائم على المكافآت لصناعة InventABLE (آلة تعمل على قص الورق المقوى دون استعمال المقص بهدف حماية الأطفال)، يتحصل المشاركون في الحملة على الآلة مع دفتر للملاحظات مقابل الاستثمار بمبلغ 189 دولار.</p> | <p>مرحلي التحقق والتحول (عدم تحقيق تدفقات نقدية)</p> |
| <p>معالجة الاختلالات التمويلية الناتجة عن تزايد التكاليف المرتبطة بطرح المنتج في شكله النهائي (تكاليف التسويق، تكاليف التوظيف)، في ظل محدودية التدفقات النقدية.</p> | <p>التمويل الجماعي القائم على الديون: توفر هذه المنصات خاصية السداد المرن، إذ يتوقع المشاركون فيها استرداد مبالغ قروضهم مع مباشر المؤسسة الناشئة بيع منتجاتها وتحقيقها التدفقات النقدية الكافية.</p> | <p>مرحلة خلق النموذج (تحقيق تدفقات نقدية ضئيلة)</p> |
| <p>معالجة الاختلالات التمويلية الناتجة عن النمو السريع للمؤسسة الناشئة مقابل محدودية رأس مال.</p> <p>المساهمة في توفير رأس المال اللازم لتحقيق المؤسسة الناشئة معدلات النمو المطلوبة والانتقال إلى المرحلة الموالية (النضج).</p> | <p>التمويل الجماعي القائم على الأسهم: تستهدف هذه المنصات كل من المستثمرين ذوي الخبرة الذين يبحثون عن فرص استثمارية جديدة والمستثمرين الجدد ذوي الميزانيات الصغيرة، وتختص بالتمويل بالمخاطرة أو</p> | <p>مرحلة النمو السريع</p> |

¹ - Kickstarter platform, official website <https://www.kickstarter.com/> visited 16/05/2023 at 15 :55.

| | | |
|--|------------------------|--|
| | تحمل الأرباح والخسائر. | |
|--|------------------------|--|

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على النتائج المتحصل عليها من التحليل

تدعم النتائج المتحصل عليها جزء كبيرا مما تم عرضه في الإطار العملي المتعلق بمراحل تدخل التمويل الجماعي في تمويل المؤسسات الناشئة، إلا أن الإطار أغفل حقيقة تدخل التمويل الجماعي في المرحلة الأولى من المراحل اللاحقة (مرحلة النمو السريع).

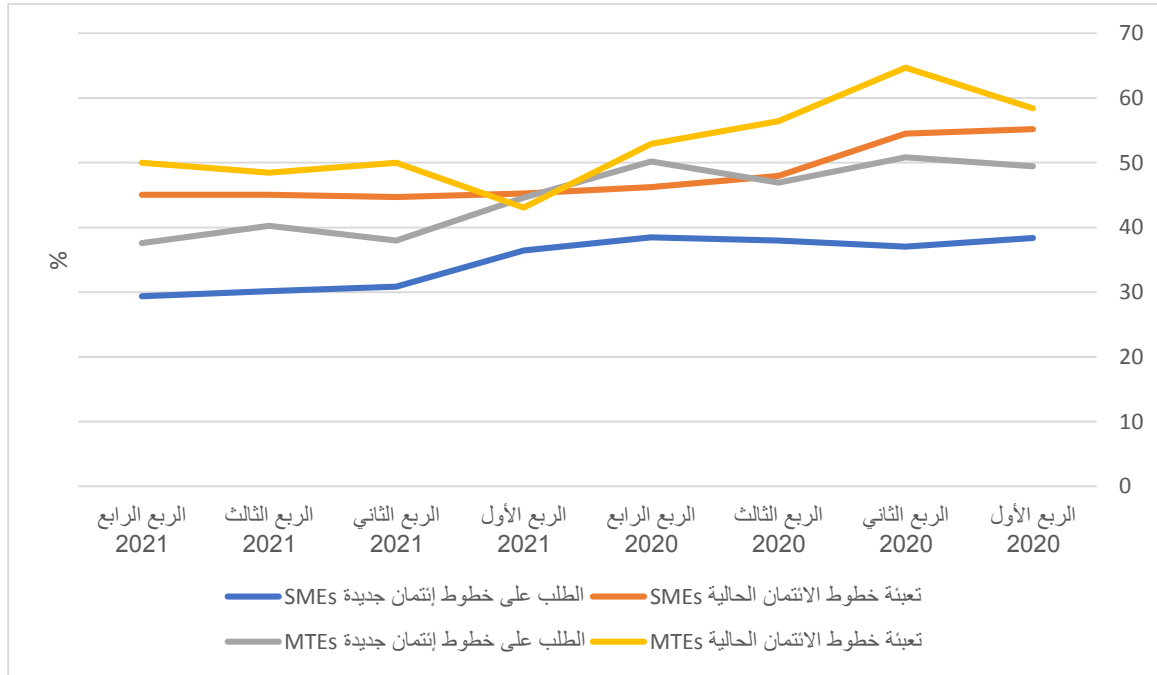
المطلب الثاني: تجربة فرنسا وألمانيا في منح الخطوط الائتمانية.

نهيا عن فصل المؤسسات الناشئة عن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لا تفصل البيانات شائعة الاستخدام على مستوى البنوك أو التقارير الائتمان المستخدم إلى خطوط ائتمانية وقروض لأجل، لذلك كان مناسبا أن نتخذ من الدراسة الاستقصائية الربع سنوية التي يجريها كل من البنك الأوروبي المركزي وبنك فرنسا، حول وصول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى الائتمان، ومعايير منحه للمؤسسات في أبرز دول منطقة اليورو "فرنسا، ألمانيا"، مرجعا لتحليلاتنا في هذا المطلب كون أنها تتوفر على البيانات اللازمة التي تخدم أهدافه.

1. حجم الخطوط الائتمانية في فرنسا:

سنحاول من خلال هذه الجزئية عرض وتحليل حجم الطلب على الخطوط الائتمانية في كل من المؤسسات الصغيرة والمتوسطة SMEs، والمؤسسات متوسطة المستوى MTES بفرنسا لسنتي 2020-2021 ومقارنتها مع إعادة تعبئة الخطوط الائتمانية المفتوحة مسبقا.

الشكل رقم (5.3): طلبات الحصول على خطوط ائتمان جديدة وتعبئة خطوط الائتمان الحالية



Source : Banque de France, "Access to bank financing for companies 2022 Q4", <https://www.banque-france.fr/index.php/en/statistics/access-bank-financing-companies-2022q4-2022q4> visited 18/05/2023 at 12:23.

التحليل:

يلاحظ ارتفاع طلب الحصول على الخطوط الائتمانية في المؤسسات متوسطة المستوى مقارنة بحجم طلبات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خلال فترة الدراسة 2020-2021، وهو ما يفسر تبني آلية التمويل هذه من قبل المؤسسات الأكبر حجماً (في المراحل اللاحقة)، من جهة أخرى يظهر الشكل (4.3) ارتفاع تعبئة خطوط الائتمان الحالية في المؤسسات متوسطة المستوى عن نسب التعبئة في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهو ما يعزى إلى ميل البنوك بدورها لمنح خطوط الائتمان للمؤسسات متوسطة المستوى.

النتائج:

تختلف المعايير الدقيقة لتصنيف الأعمال التجارية؛ ونحن أخذنا بمعيار الحجم والإيرادات يمكن دمج المؤسسات الناشئة ضمن المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحجم في مراحلها المبكرة والمؤسسات متوسطة المستوى في مراحلها اللاحقة، وهو ما يؤكد ما تم عرضه في الإطار العملي المتعلق بمراحل تدخل الخطوط الائتمانية في تمويل المؤسسات الناشئة.

2. معايير منح الخطوط الائتمانية:

بعد ربط التغيرات في الطلب والحصول على الخطوط الائتمانية بحجم وإيرادات المؤسسات، سنحاول في هذه الجزئية ربطهما بتغير معايير الائتمان (المبادئ التوجيهية الداخلية للبنوك أو معايير الموافقة على القروض) في البنوك.

الجدول رقم (5.3): صافي النسب المئوية لتشديد معايير الائتمان في البنوك

| الطلب على الخطوط الائتمانية | | معايير الائتمان | | |
|-----------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|---------|
| الربع الرابع 2020 | الربع الثالث 2020 | الربع الرابع 2020 | الربع الثالث 2020 | |
| -47 | -58 | 41 | 10 | فرنسا |
| 6 | 28 | 6 | 6 | ألمانيا |

Source: European Central Bank, Statistics, <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>

التحليل:

تم تشديد معايير الائتمان على الخطوط الائتمانية المقدمة للمؤسسات في فرنسا في الربع الرابع من سنة 2020 بنسبة 41% ويتسق هذا التشديد الصافي مع الزيادة في الإقبال الفعلي على الائتمان، والتي من المرجح أن تكون امتداداً لتقليص صافي التشديد في السنة الأولى لجائحة كوفيد-19، والتي انتهجت الدولة خلالها إجراءات مالية داعمة للمؤسسات، في حين ظلت معايير الائتمان دون تغيير في ألمانيا خلال الربعين الأخيرين لسنة 2020، مقابل انخفاض حاد في نسبة الإقبال الفعلي على الائتمان (↓79%) ويعكس ذلك استمرار مخاوف الأفراد بشأن التعافي الاقتصادي للدولة.

النتائج:

في ظل استمرار مخاوف البنوك بشأن التعافي الاقتصادي لكل من فرنسا وألمانيا وتدهور الجدارة الائتمانية للمؤسسات المقترضة في الدولتين خلال النصف الثاني من سنة 2020، كان لزاماً عليها اللجوء إلى تشديد معايير الائتمان كأنسب إجراء للتخفيف من عدم اليقين المرتبط باستمرارية الوفاء وتأثيراته على مخاطر الائتمان للمؤسسات والبنوك على حد سواء، وعليه يمكن أن تفسر هذه الوضعية تعامل البنوك مع المؤسسات الناشئة خلال مراحلها المبكرة (عدم اليقين الشديد، المخاطرة العالية) في الحالات الطبيعية من جهة، كما يمكن أن تظهر قدرة الإجراءات الحكومية على تغيير هذا الواقع من جهة أخرى.

3. خطوط الائتمان المتاحة للمؤسسات الناشئة الأكثر استخداما.

تتاح للمؤسسات الناشئة خيارات متعددة من الخطوط الائتمانية لمعالجة اختلالاتها التمويلية، سنقدم من خلال هذه الجزئية مجموعة من هذه الخطوط، مع تبيان خصائص كل منها، بغية تحديد مراحل تبنيها من قبل المؤسسات الناشئة كآلية تمويل.

الجدول رقم (6.3): خصائص الخطوط الائتمانية المتاحة للمؤسسات الناشئة

| خط الائتمان | الحد الأقصى | فترة السداد (شهر) | فترة الانتظار(يوم) | درجة الائتمان | الحد الأدنى للإيرادات السوية | فترة تأسيس المؤسسة الناشئة(شهر) |
|---------------------|-------------|-------------------------|-----------------------|------------------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| Ondeck | 6000-100000 | 12 | 1 | 625 | 100000 | ≥ 12 |
| American Express | 2000-250000 | 6-12-18 | 3 | 660 | 120000 | ≥ 12 |
| BlueVine | 6000-250000 | 6,5 | ساعات إلى 3 أيام | 625 | 480000 | ≥ 24 |
| FundBox | 1000-150000 | 6-3 | 1 | 600 | 100000 | ≥ 6 |

Source: Prepared by the student based on: Forbes ADVISOR, "Best startup business Lines of Credit 2023,"

<https://www.forbes.com/advisor> visited 25/08/2023 at 20:03

التحليل:

يوضح تحليل الجدول رقم (6.3)، ثلاث نقاط رئيسية:

- يعتمد مبلغ التمويل الذي يمكن الحصول عليه باستخدام خط ائتمان على الوضع المالي للمؤسسة الناشئة وقت تقديم الطلب، حيث يلاحظ من خلال الجدول أنه كلما ارتفعت درجة الائتمان والإيرادات السنوية للمؤسسة، زاد مبلغ التمويل الذي يوفره خط الائتمان.
- يلاحظ تراوح فترة سداد الخطوط الائتمانية ما بين 3 إلى 18 شهرا وعليه يمكن القول أنها تستخدم كتمويل قصير الأجل، غير أن هذا التمويل يختلف عن التمويل التقليدي القصير الأجل في تبسيط إجراءات منح التمويل وهو ما يمكن تأكيده من خلال فترة الانتظار للحصول على التمويل والتي لم تتجاوز 3 أيام كأقصى أجل، الأمر الذي يثبت نجاعة هذه الخطوط للحصول على السيولة الطارئة.

- يشير شرط فترة تأسيس المؤسسة الناشئة الذي تفرضه الهيئات المالية المانحة لخطوط الائتمان أنها غالباً ما تتردد في اقراض المؤسسات الناشئة التي لم تتجاوز سنة إلى سنتين من تاريخ انشائها، ويعزى ذلك إلى ارتفاع عدم تناسق المعلومات بها خلال هذه الفترة.

النتائج:

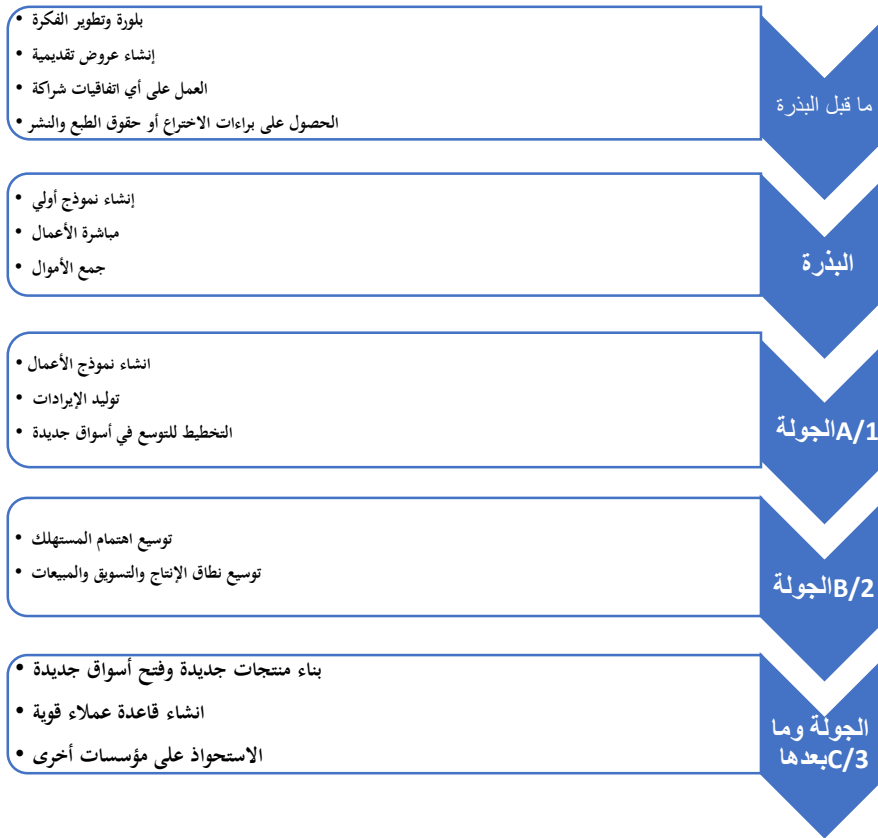
بالرغم من إمكانية تدخل خطوط الائتمان لتغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسات الناشئة في مرحلة الانشاء غير أنها غالباً ما تعمل على معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة في مرحلتي التحقق والتحول، إذ تمنح خطوط الائتمان بناء على الجدارة الائتمانية للمؤسسات الناشئة والتي تتناسب طردياً مع فترة عمل المؤسسات.

كما تدعم النتائج المتحصل عليها ما تم عرضه في الإطار العملي المتعلق بمراحل تدخل الخطوط الائتمانية في تمويل المؤسسات الناشئة.

المبحث الثاني: عرض تجارب دول رائدة في التمويل الحديث القائم على الأسهم.

في خطوة سابقة لإطلاق نفسها في السوق بحثاً عن التمويل، تحدد المؤسسات الناشئة حجم التمويل المستهدف، والذي يندرج تحت مصطلح "جولة الاستثمار" أو "جولة التمويل"، حيث يمكن إجراء جمع هذه الأموال في بيئات مختلفة سواء بشكل فردي يشارك فيه أصحاب المؤسسات الناشئة والمستثمرين حصراً، أو عبر شبكات الاستثمار، ويتوقف حصول المؤسسات الناشئة على هذه الأموال على نموذج أعمالها ومرحلة تطورها وقت طلب التمويل، يظهر هذا في الشكل الموالي:

الشكل رقم (6.3): الجولات الاستثمارية



Source: Ben Flower, "stages of venture capital," Silicon Valley Bank, <https://www.svb.com/startup-insights/vc-relations/stages-of-venture-capital> visited 27/08/2023 at 16:17

تتضمن كل فئة من الفئتين الرئيسيتين لمراحل نمو المؤسسات الناشئة "المراحل المبكرة" "المراحل اللاحقة"، جولات معينة من التمويل يدعمها مستثمرون متخصصون (المستثمرون الملائكة، مستثمري رأس المال المخاطر، مستثمري الميزانين)، وهو ما سنحاول التفصيل فيه من خلال مبحثنا هذا.

المطلب الأول: تجارب رائدة في تسهيل وصول المؤسسات الناشئة إلى رأس المال الملائكي.

1. شبكة المستثمرين الملائكة الأوروبية EBAN:

تعد شبكة المستثمرين الملائكة الأوروبية الممثل الأوروبي لمجتمع المستثمرين في المراحل المبكرة، حيث تجمع أكثر من 400 شبكة استثمارية في أكثر من 37 دولة، حيث تأسست EBAN سنة 1999 من قبل مجموعة من شبكات المستثمرين الملائكة الرائدة في أوروبا بالتعاون مع المفوضية الأوروبية EC والجمعية الأوروبية لوكالات التنمية EURADA، كما تلعب EBAN دورا حيويا في الجانب الاستثماري حيث تستثمر حوالي 11.4 مليار يورو سنويا في المؤسسات الناشئة والصغيرة مساهمة بذلك في دعم الاقتصاد الأوروبي بشكل كبير، كما تعمل الشبكة على توفير بيئة تبادل للمعرفة والخبرات بين الشبكات الاستثمارية الملائكية، وتعزز التعاون الدولي في مجال الاستثمار في المؤسسات الناشئة¹.

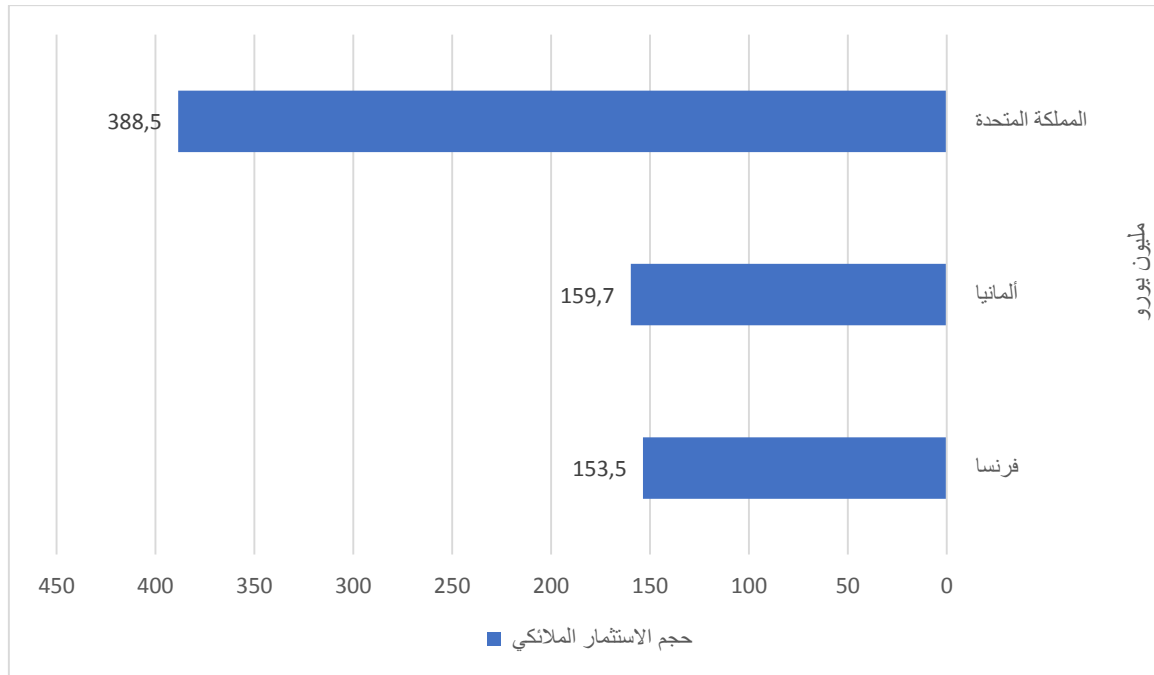
1.1. حجم الاستثمار الملائكي في أوروبا (السوق المرئية):

وفقا للحصيلة الإحصائية الصادرة عن شبكة المستثمرين الملائكة الأوروبية (EBAN)، قدر سوق الاستثمار الملائكي المرئي في أوروبا سنة 2021 بـ 1,456 مليار يورو متأتي من 310 شبكة مستثمرين ملائكة، بمتوسط استثمار ملائكي قدره 287000 يورو لكل مؤسسة²، حيث تصدر المملكة المتحدة، فرنسا وألمانيا قائمة أكبر أسواق الاستثمار الملائكي في الاتحاد الأوروبي، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

¹- EBEN, <https://www.eban.org/eban-publications/> visited 29/08/2023 at 10:35

²- EBEN, "EBAN STATISTICS COMPENDIUM 2021 European Early-Stage Market Statistics", P8. Retrieved from EBEN Statistics compendium 2021: <https://www.eban.org/statistics-compendium-2021-european-early-stage-market-statistics/>

الشكل رقم (7.3): حجم الاستثمار الملائكي عبر شبكات المستثمرين الملائكة (السوق المرئية) في أوروبا لسنة 2021

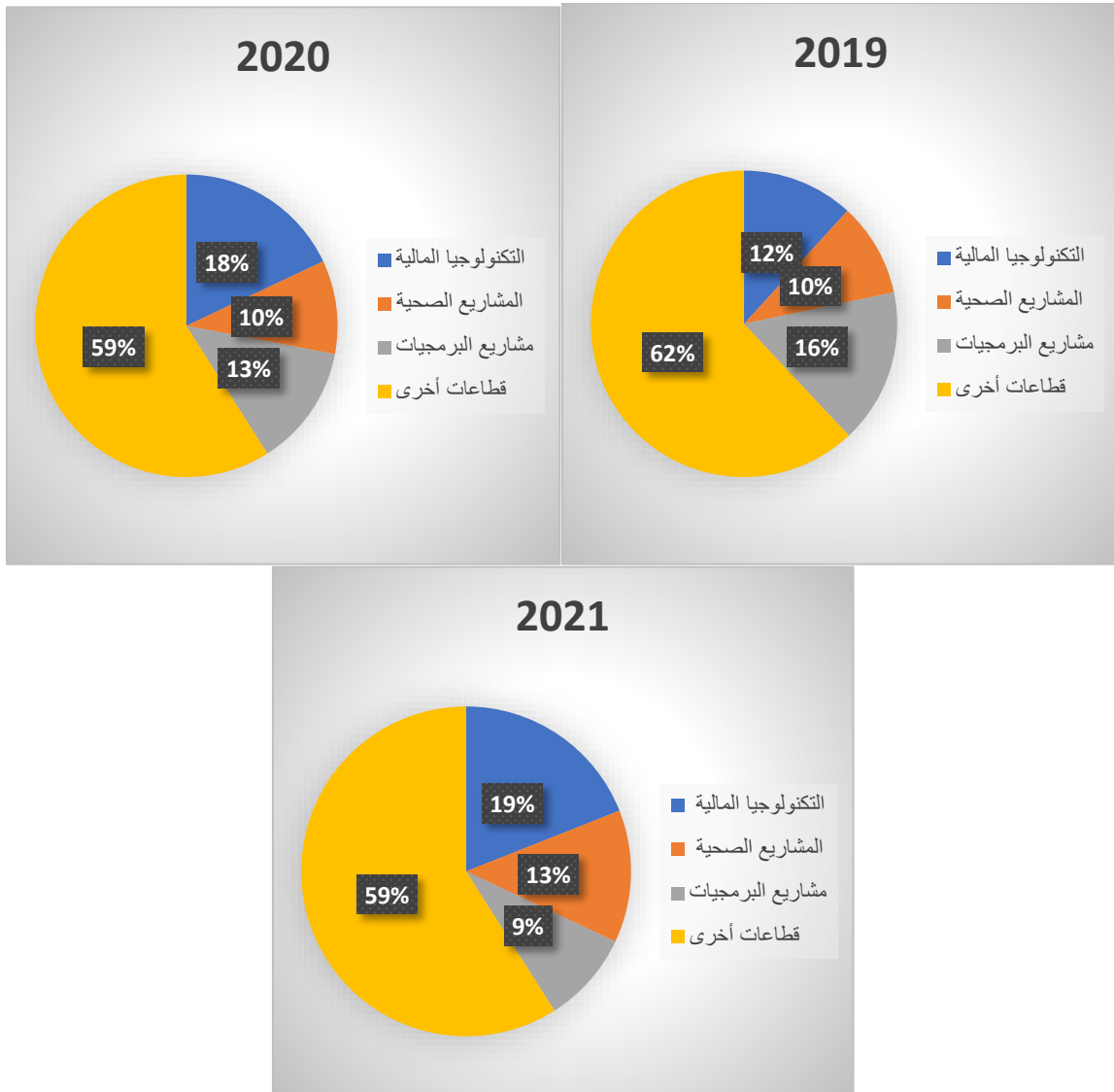


Source: Statista, "Business angel investments on the visible market in Europe in 2021, by country", <https://www.statista.com/statistics/439669/business-angel-investments-by-country-in-europe/> visited 27/08/2023 at 23:54

التحليل:

في السياق الأوروبي ينظر إلى سوق الاستثمار الملائكي في المملكة المتحدة على أنه أحد أكثر الأسواق نضجا، يحوز هذا الأخير أعلى قيمة استثمارات عبر شبكات الملائكة من بين الدول الأوروبية المختارة، حيث بلغت قيمة الاستثمار الملائكي في المملكة المتحدة أكثر من 388 مليون يورو سنة 2021، تلتها ألمانيا باستثمارات بقيمة 160 مليون يورو قام بها المستثمرين الملائكة في العام نفسه، أكملت فرنسا المراكز الثلاثة الأولى بقيمة استثمارات ملائكية فاقت 153 مليون يورو.

الشكل رقم (8.3): توزيع الاستثمارات الملائكية للمستثمرين المنخرطين في شبكة EBAN حسب قطاعات النشاط



Source: Prepared by the student based on: EBEN, "EBAN STATISTICS COMPENDIUM 2020 European Early-Stage Market Statistics", P6. Retrieved from EBEN Statistics compendium 2021: <https://www.eban.org/wp-content/uploads/2021/12/EBAN-Statistics-Compendium-2021-1.pdf> and EBEN, "EBAN STATISTICS COMPENDIUM 2021 European Early-Stage Market Statistics", Op.Cit, P19.

التحليل:

حازت مشاريع التكنولوجيا المالية على المرتبة الأولى كأكبر المشاريع الممولة عن طريق رأس المال الملائكي لسنة 2021، بنسبة 19% وزيادة قدرها 61% عن سنة 2019، تلتها المشاريع الصحية في المرتبة الثانية بنسبة 13% وزيادة قدرها 31% عن سنة 2019، أما المرتبة الثالثة فكانت من نصيب مشاريع البرمجيات بنسبة 9% وانخفاض قدره 44,8% عن سنة 2019. يتضح من البيانات ثبات نصيب القطاعات الأخرى من الاستثمار الملائكي بين سنتي 2020-2021 (59%) وعليه يمكن القول إن الانخفاض في حصة مشاريع البرمجيات قد أدى إلى تحول إيجابي يظهر في زيادة حصة مشاريع التكنولوجيا المالية والمشاريع الصحية من الاستثمار الملائكي، وهو ما يعزى إلى التحول نحو الابتكار التكنولوجي من جهة والاستجابة للأحداث العالمية "جائحة كوفيد-19" من جهة أخرى.

النتائج:

يمكن للقطاع الذي تنشط ضمنه المؤسسات الناشئة تعزيز فرصها في الحصول على رأس المال الملائكي، فخلال فترة الدراسة أظهرت المؤسسات الناشئة في قطاع التكنولوجيا المالية فرص تمويلية أكبر مقارنة بالمؤسسات التابعة للقطاعات الأخرى ومع ذلك، أثبتت جائحة كوفيد-19 أن هذا التوجه يمكن أن يتأثر بشكل كبير بالتحويلات الاقتصادية العالمية.

2.1. مراحل تدخل الاستثمار الملائكي في تمويل المؤسسات الناشئة:

لم تشر الحصائل الإحصائية الصادرة عن شبكة المستثمرين الملائكة الأوروبية (EBAN) للسنوات الثلاث 2019-2020-2021 إلى مراحل تدخل الاستثمار الملائكي في تمويل المؤسسات الناشئة بالتفصيل، وإنما اكتفت بحصرها في المراحل الأولى من نمو المؤسسة الناشئة، من ناحية أخرى فصلت الحصائل الإحصائية للشبكة في نسب توزيع الاستثمار الملائكي وفق حجم جولات التمويل المبرمة على النحو التالي:

الجدول رقم (7.3): توزيع الاستثمار الملائكي حسب حجم جولة التمويل (%)

| حجم الصفقة (M€) السنة | 0,1-0 | 0,5-0,1 | 1-0,5 | >1 |
|-----------------------------|-------|---------|-------|----|
| 2019 | 27 | 50 | 13 | 10 |
| 2020 | 30 | 45 | 14 | 11 |
| 2021 | 19 | 48 | 18 | 15 |

Source: EBEN, "EBAN STATISTICS COMPENDIUM 2020 European Early-Stage Market Statistics", Op.Cit, PP 18-19, and EBEN, "EBAN STATISTICS COMPENDIUM 2021 European Early-Stage Market Statistics", Op. Cit, P18.

التحليل:

قارب متوسط نسبة الاستثمار الملائكي الموجه لجولات التمويل التي تتراوح بين 0,1-0,5 مليون يورو ونسبة 48% من جميع الاستثمارات الملائكية المرئية التي تم إجراؤها في الفترة ما بين 2019-2021، تلاه متوسط نسبة الاستثمار الملائكي الموجه لجولات التمويل التي تساوي أو تقل عن 100000 يورو بنسبة 25%، يمكن تفسير متوسط النسبتين بتفضيل المستثمرين الملائكة توجيه استثماراتهم نحو المؤسسات الناشئة في المراحل المبكرة، بالمقابل حازت جولات التمويل التي تفوق مليون يورو على أدنى نسبة بلغت في متوسطها 12% من إجمالي حجم الاستثمار الملائكي المرئي الأمر الذي يؤكد مرة أخرى على اتجاه الاستثمار الملائكي لتمويل المراحل المبكرة.

النتائج:

يمثل المستثمرون الملائكة مصدرا هاما للاستثمار في المراحل المبكرة للمؤسسات الناشئة، خاصة العاملة في قطاعي الرقمية والتكنولوجيا، كما ينبغي التذكير بأن تحقيق الربح هو أحد الدوافع الرئيسية للاستثمار الملائكي في قطاع الأعمال والذي يتجه بطبيعة الحال نحو القطاعات الموجهة نحو النمو، إذ تجتذب المؤسسات الناشئة نسب مرتفعة من رأس المال المتاح لهذا المجتمع خاصة في جولات البذور والمراحل المبكرة.

2. جمعية المستثمرين الملائكة Angel capital association:

جمعية المستثمرين الملائكة هي المجتمع المهني للشبكات الملائكية والمستثمرين من القطاع الخاص الذين يستثمرون في المشاريع عالية النمو في المراحل المبكرة، حيث توفر سنويا أكثر من 650 مليون

دولار من رأس المال المراحل المبكرة، وتعد الجمعية أكبر منظمة تطوير مهني للمستثمرين الملائكة في العالم، حيث تساهم في زيادة الوعي بنشاط المستثمرين الملائكة وبناء فهم عميق لبيئة الاستثمار من خلال نشر تقرير المستثمرين الملائكة السنوي الذي يوفر المرجع الأكثر شمولاً للاستثمارات الملائكية الحالية المتاحة لتحسين الجودة الشاملة والمساهمة في إعداد التقارير والتحليل الدقيق لآلية التمويل هذه، بالإضافة إلى كون هذه الجمعية أيضاً صوتاً ترويجياً لمجتمع المستثمرين الملائكة على المستوى العالمي وصوت السياسة العامة لمجتمع الملائكة المهنيين في الولايات المتحدة، وتضم ACA أكثر من 250 شبكة ملائكية ومنصات معتمدة ومكاتب عائلية من جميع أنحاء العالم، يمثل أعضاؤها أكثر من 15000 مستثمر ملائكي معتمد يمولون ما يزيد عن 30000 مؤسسة ناشئة سنوياً¹.

1.2. مساهمة الاستثمار الملائكي في تمويل المؤسسات الناشئة:

وفقاً للتقرير السنوي 2022 الصادر عن جمعية المستثمرين الملائكة ACA، فإن الشبكات الأعضاء في ACA قد استثمرت ما يقارب من 950 مليون دولار سنة 2021، مضافاً إليه حوالي مليون ساعة توجيه سنوياً²، مما يعكس الدور الحيوي الذي يلعبه المستثمرون الملائكة في تمويل ودعم المؤسسات الناشئة.

الجدول رقم (8.3): تطور متوسط الاستثمار الملائكي للشبكات الأعضاء في جمعية المستثمرين

الملائكة

| 2021 | 2020 | 2019 | السنة |
|---------|---------|---------|--------------------------|
| 5300000 | 4600000 | 4000000 | المتوسط |
| | | | متوسط الاستثمار الملائكي |
| 17,7 | 19,5 | 13,8 | متوسط عدد الصفقات |
| 299435 | 235897 | 289855 | متوسط الاستثمار لكل صفقة |

Source: Prepared by the student based on: Angel capital association, 2022, Op.Cit, P10.

¹- Angel Capital Association, <https://www.angelcapitalassociation.org/>, visited 29/08/2023 at 19:55

²-Angel capital association, 2022, P6. Retrieved from ACA Angel Funders Report 2022:

<https://www.angelcapitalassociation.org/angel-funders-report-2022/>

التحليل:

على الرغم من الزيادة الحاصلة في متوسط الاستثمار الملائكي سنة 2020 عن 2019 والتي قدرت بـ 15% إلا أن متوسط الاستثمار لكل صفقة شهد انخفاضا قدره 18%، يرجع ذلك للتحويلات الاقتصادية الناتجة عن الأحداث العالمية "جائحة كوفيد-19"، حيث لجأ المستثمرون الملائكة لتقليل المخاطر من خلال استثمار مبالغ صغيرة في عدد كبير من المؤسسات الناشئة وهو ما يفسر الزيادة الحاصلة في متوسط عدد الصفقات في الفترة عينها. كما أن استقرار الأوضاع نسبيا سنة 2021 أدى إلى تعزيز الثقة مجددا مما ساهم في زيادة متوسط الاستثمار لكل صفقة.

الجدول رقم (9.3): توزيع الصفقات حسب حجم الاستثمار الملائكي ($\times 100000$ \$) لسنة 2021

| حجم الاستثمار الملائكي | $x < 1$ | $1 < x < 2$ | $2 < x < 3$ | $3 < x < 4$ | $4 < x < 5$ | $5 < x < 6$ | $6 < x < 7$ | $7 < x < 8$ | $8 < x < 9$ | $9 < x < 10$ |
|------------------------|---------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| عدد الصفقات | 413 | 300 | 163 | 86 | 60 | 57 | 31 | 21 | 17 | 11 |

Source: Prepared by the student based on: Angel capital association, 2022, Op.Cit, P11.

التحليل:

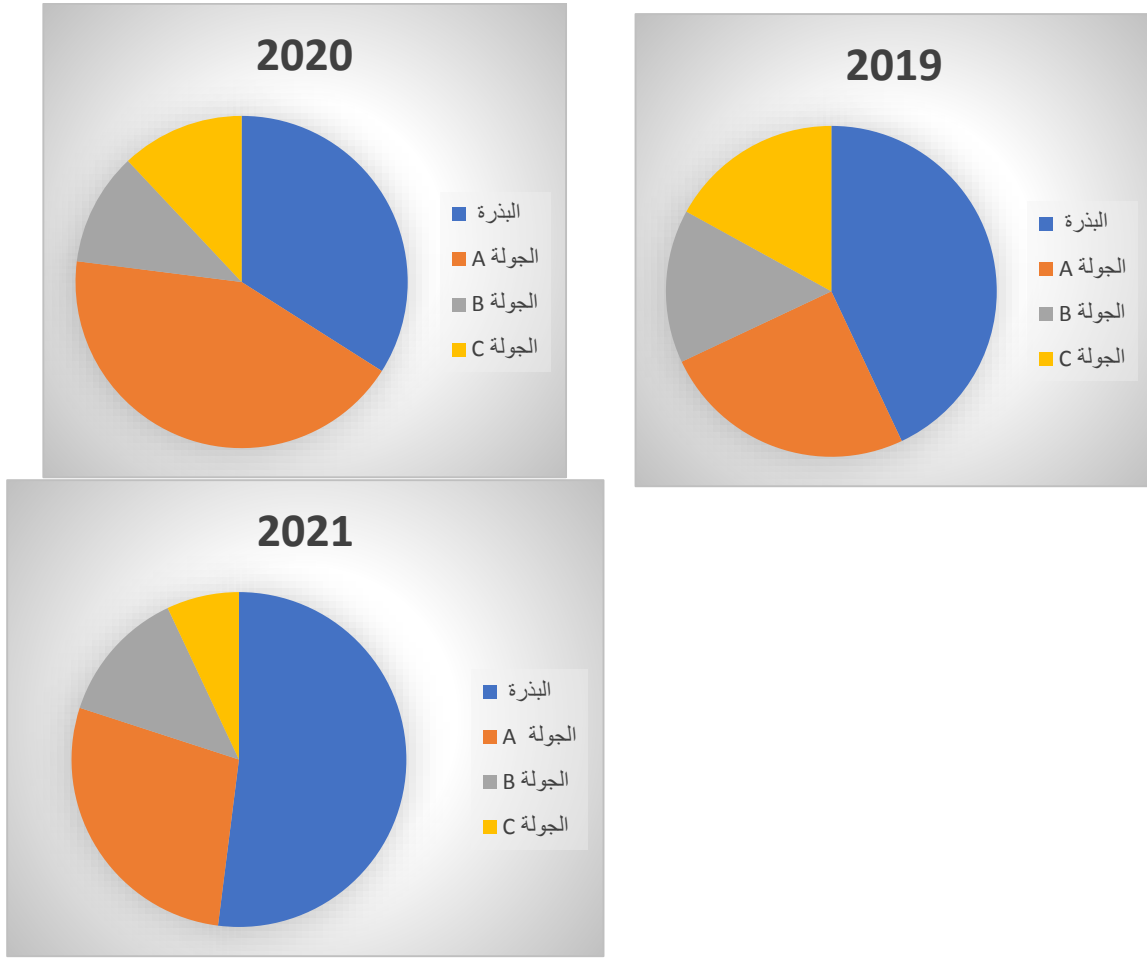
يلاحظ التناسب العكسي بين عدد الصفقات وحجم الاستثمار الملائكي الموجه لجولات التمويل حيث كلما زاد هذا الأخير قل عدد الصفقات، وهو ما يمكن تفسيره بتفضيل المستثمرين الملائكة توجيه استثماراتهم نحو المؤسسات الناشئة في المراحل المبكرة، حيث أن حجم الصفقة الصغير نسبيا يعد مؤشرا على مدى المرحلة المبكرة للمؤسسات الناشئة وقت الاستثمار.

النتائج:

أسفر تحليل الجدولين (8.3) و(9.3) عن نتيجة رئيسية مفادها:

استراتيجية المستثمرين الملائكة في توجيه استثماراتهم لتشمل مجموعة واسعة من المؤسسات تعكس رغبتهم في تحقيق التوازن بين المخاطر والفرص، إذ يخفف المستثمرون الملائكة مخاطرتهم الاستثمارية من خلال استثمار مبالغ صغيرة نسبيا في مجموعة متنوعة من المؤسسات الناشئة (تنوع المحفظة)، ويمثل هذا السبب الرئيسي لتفضيلهم تمويل المراحل المبكرة لهذه المؤسسات حيث يرتبط ذلك جزئيا بحقيقة أن هذه المراحل غالبا ما تتطلب استثمارات أصغر مقارنة بالمراحل اللاحقة.

الشكل رقم (9.3): توزيع الاستثمار الملائكي حسب جولات التمويل (%)



Source: Source: Prepared by the student based on: Angel capital association, 2022, Op.Cit, P12.

التحليل:

قارب متوسط نسبة الاستثمار الملائكي الموجه لجولة التمويل "البذرة" نسبة 43% من جميع الاستثمارات الملائكية التي تم إجراؤها في الفترة ما بين 2019-2021، تلاه متوسط نسبة الاستثمار الملائكي الموجه "للجولة A" بنسبة 32%، يمكن تفسير متوسط النسبتين بتفضيل المستثمرين الملائكة توجيه استثماراتهم نحو المؤسسات الناشئة في المراحل المبكرة، بالمقابل حازت جولات التمويل B,C (المراحل اللاحقة) على نصيب من الاستثمارات الملائكية بلغ في متوسطه 25%، وهو ما يعكس إمكانية استمرار دعم المستثمرين الملائكة للمؤسسات الناشئة حتى في المراحل اللاحقة.

النتائج:

- تعكس النسب المختلفة استراتيجيات المستثمرين الملائكة وتفضيلاتهم فيما يتعلق بمستوى المخاطر والعائدات المتوقعة عند دعم مشروعات معينة في مراحل نمو محددة، فغالبا ما يقتصر الاستثمار الملائكي على المؤسسات الناشئة التي لم تتجاوز مرحلة إثبات المفهوم، حيث يميل المستثمرون الملائكة إلى الاستثمار في الكيانات في مراحلها المبكرة، بهدف تقديم الدعم الاستراتيجي بغية تعزيز فرص نجاح هذه الأخيرة وبالتالي تحقيق عوائد ضخمة مقارنة بالمبالغ المستثمرة.
- تميل الاستثمارات الملائكية إلى التناقص التدريجي مع نضوج المؤسسات الناشئة، ويعزى هذا التحول إلى زيادة الاحتياجات التمويلية في المراحل اللاحقة مقابل محدودية إمكانيات المستثمرين الملائكة.

كما تدعم النتائج المتحصل عليها ما تم عرضه في الإطار العملي المتعلق بمراحل تدخل الاستثمار الملائكي في تمويل المؤسسات الناشئة، حيث يساعد الاستثمار الملائكي في سد فجوة التمويل في المراحل المبكرة وزيادة استدامة المؤسسة الناشئة، غير أنه لا يغطي بالضرورة فجوة التمويل بأكملها في هذه المرحلة، حيث غالبا ما يوفر المستثمرين الملائكة رأس المال الأولي الذي قد يكون كافيا للمؤسسة الناشئة لتوسيع مدرجها والوصول إلى مرحلة يصبح فيها التمويل الخارجي من المستثمرين المخاطرين ممكنا.

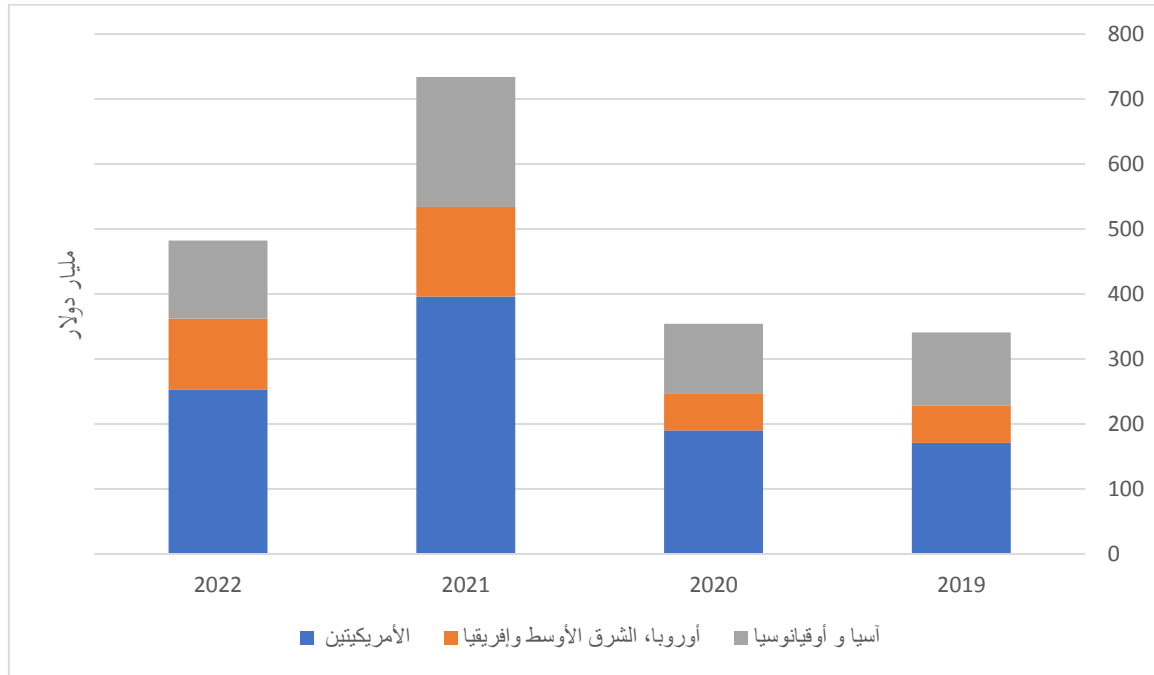
المطلب الثاني: عرض تجربة رأس المال المخاطر في بعض الدول الرائدة عالميا.

1. دراسة تحليلية لتمويل المؤسسات الناشئة عن طريق رأس المال المخاطر:

يقاس حجم الاستثمار في رأس المال المخاطر حسب المناطق العالمية الكبرى أخذا بعدة عوامل أبرزها النشاط الاقتصادي، توجهات الاستثمار، وتطورات السوق العالمية، ووفقا للتقرير الصادر عن dealroom.com قادت الأمريكيتين إجمالي استثمارات رأس المال المخاطر عالميا خلال السنوات الأربع الماضية 2019-2022، تلتها منطقة آسيا وأوقيانوسيا، ثم منطقة أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا والتي على الرغم من احتلالها للمرتبة الثالثة إلا أنها ظلت تحقق نموا مستمرا¹.

¹ -Dealroom.co, open data <https://dealroom.co/our-data> visited 26/08/2023 at 08:15

الشكل رقم (10.3): حجم الاستثمار العالمي في رأس المال المخاطر في المناطق العالمية الكبرى



Source: Prepared by the student based on: Dealroom.co, open data <https://dealroom.co/our-data>

التحليل:

شهد حجم الاستثمارات في رأس المال المخاطر على مستوى المناطق العالمية الكبرى الثلاث نموا مستمرا على مدار ثلاث سنوات 2019-2021، ومع ذلك وبالضبط سنة 2022 ، سجل تراجعا حادا (الأمريكتين ↓ 36% ، أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا ↓ 21% ، آسيا وأوقيانوسيا ↓ 40%) ، وهو ما يعزى إلى تشديد الهيئات المالية لسياستها النقدية، الأمر الذي أثبتته كل من Natalia .M و Cristiano .B في دراستهما حول تأثير أسعار الفائدة على جمع رأس المال والاستثمار في رأس المال المخاطر، حيث برهننا أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى نقص جمع الأموال عن طريق رأس المال المخاطر، وذلك بجعل صناديق رأس المال المخاطر أقل جاذبية للشركاء المحدودين (LPs) مقارنة بفئات الأصول البديلة (السندات مثلا)¹.

¹-Cristiano Bellavitis and Nattalia Matanova, “Do Interest Rates Affect VC Fundraising and Investments,” European financial management association, 2017,P19.

النتائج:

- يشير التحليل إلى أن حجم الاستثمار في رأس المال المخاطر يتأثر بالتحويلات الاقتصادية العالمية، حيث تستجيب الهيئات المالية لتلك التحويلات بتوجيه الاستثمار نحو المناطق ذات الفرص الواعدة والتي تحظى بالاستقرار مع إيلاء اهتمام خاص بالمناطق التي تشهد تطورات اقتصادية سريعة.
- يتأثر حجم استثمار رأس المال المخاطر بديناميكيات العرض والطلب، فارتفاع أسعار الفائدة يجعل رأس المال المخاطر "أقل تكلفة" مقارنة بالقروض المصرفية، وبالتالي يعزز الطلب عليه من مالكي المؤسسات الناشئة. وعلى الجانب المقابل تؤدي أسعار الفائدة المنخفضة إلى تقليل مبلغ رأس المال المخاطر المستثمر.

الجدول رقم (10.3): حجم الاستثمار في رأس المال المخاطر في الدول الرائدة عالميا (مليار دولار)

| السنة | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | البلد |
|-------|------|------|------|------|------------------|
| 156 | 175 | 364 | 245 | | الولايات المتحدة |
| 65 | 61 | 84 | 61 | | الصين |
| 18 | 17 | 41 | 31 | | المملكة المتحدة |
| 6 | 6 | 14 | 16 | | فرنسا |
| 9 | 7 | 21 | 12 | | ألمانيا |

Source: Prepared by the student based on: Dealroom.co, open data <https://dealroom.co/our-data>

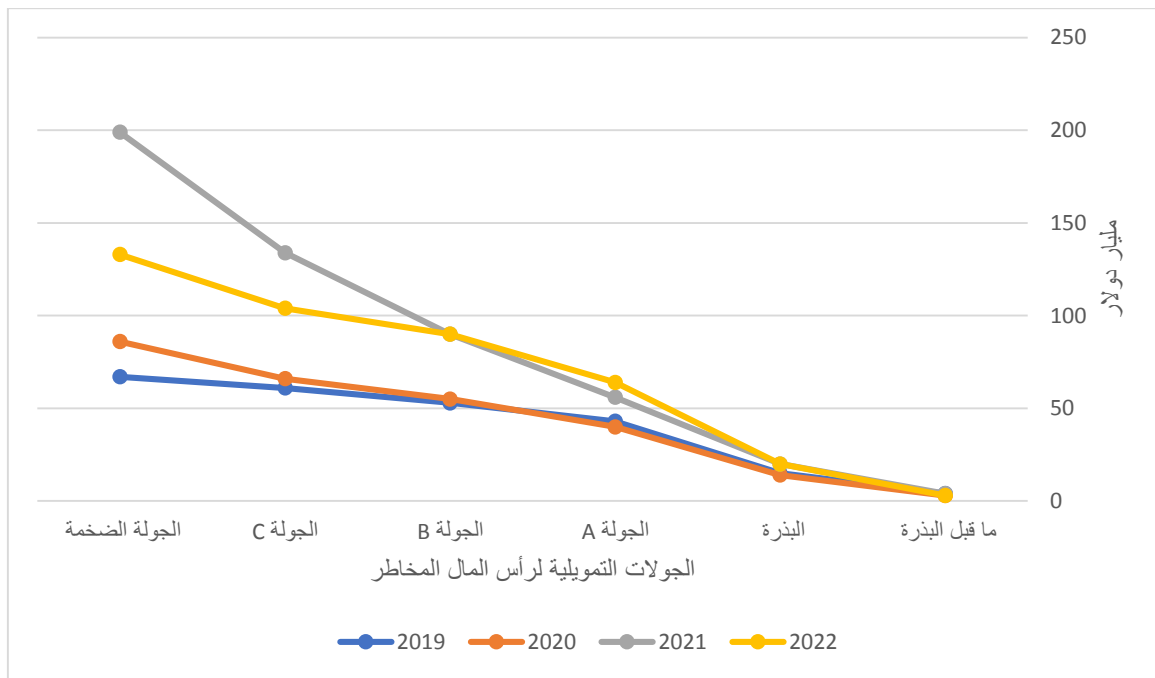
التحليل:

لم يشهد تطور حجم الاستثمارات في رأس المال المخاطر أي اختلاف يذكر في الدول الخمس الرائدة عالميا مقارنة بالتطور العالمي، وهو أمر منطقي نظرا إلى أن هذه الدول تجذب معظم الاستثمارات في رأس المال المخاطر.

2- التمويل برأس المال المخاطر وفقا لمراحل نمو المؤسسات الناشئة:

أدرجنا مسبقا مراحل نمو المؤسسات الناشئة ضمن فئتين رئيسيتين "المراحل المبكرة" و"المراحل اللاحقة" وهو الأساس الذي اعتمدنا عليه في انشاء الإطار العملي للدراسة، غير أن البيانات المتوفرة في قواعد البيانات المجانية المتعلقة بحجم رأس المال المخاطر أضافت فئة ثالثة ألا وهي المراحل المتأخرة، والتي تندرج ضمن كل فئة من الفئات الرئيسية الثلاث جولات معينة من تمويل رأس المال المخاطر، حيث تمول المراحل المبكرة عن طريق (تمويل ما قبل البذرة، تمويل البذرة، تمويل الجولة A)، المراحل اللاحقة (تمويل الجولتين B وC)، المراحل المتأخرة (الجولتين الضخمة Mega والعملاقة Mega+)¹.

الشكل رقم (11.3): حجم رأس المال المخاطر العالمي وفق الجولات الاستثمارية



Source: Prepared by the student based on: Dealroom.co, open data <https://dealroom.co/our-data>

وبغية تحليل تغيرات توزيع حجم رأس المال المخاطر العالمي الموجه لكل مرحلة من مراحل نمو المؤسسات الناشئة، قمنا بإنشاء جدول نسبي يساعد يحوي نصيب كل مرحلة من مراحل نمو المؤسسات الناشئة من حجم رأس المال المخاطر في السنوات الأربعة 2019-2022.

¹ -Dealroom.co, " The State of Global VC" <https://dealroom.co/guides/global>, visited 28/08/2023 at 12:20

الجدول رقم (11.3): توزيع تمويل رأس المال المخاطر حسب مراحل نمو المؤسسات الناشئة (%)

| السنة | حجم رأس المال المخاطر (مليار دولار) | المراحل المبكرة | المراحل اللاحقة | المراحل المتأخرة |
|-------|-------------------------------------|-----------------|-----------------|------------------|
| 2019 | 350 | 17% | 33% | 50% |
| 2020 | 372 | 15% | 32% | 52% |
| 2021 | 671 | 12% | 18% | 70% |
| 2022 | 537 | 16% | 36% | 47% |

المصدر: من إعداد الطالبة اعتمادا على بيانات الشكل رقم (6.3).

التحليل:

يوضح تحليل الجدول رقم (11.3)، نقطتين رئيسيتين:

- تجاوز متوسط نسبة تمويل رأس المال المخاطر الموجه للمراحل المتأخرة من دورة حياة المؤسسات الناشئة للسنوات الأربع نسبة 55%، وهو ما يعكس اتجاهها إيجابيا نحو توجيه استثمارات رأس المال المخاطر إلى المؤسسات الناشئة في مراحل نموها المتقدمة، تلاه متوسط المراحل اللاحقة بنسبة قاربت 30%، وهو ما يظهر اهتمام هذه الآلية بدعم المؤسسات الناشئة في مراحل نموها المتوسطة، بالمقابل، حازت المراحل المبكرة بأدنى نسبة بلغت في متوسطها 15% من إجمالي حجم رأس المال المخاطر والتي يمكن تفسيرها بتفضيل المستثمرين المخاطرين توجيه استثماراتهم نحو المؤسسات الأكثر نضوجا.
- شهد حجم رأس المال المخاطر الموجه لتمويل المؤسسات الناشئة سنة 2021 نموا هائلا مقارنة بسنة 2020 (↑80%)، حظيت المراحل المتأخرة بنسبة 73% من هذه الزيادة، المراحل اللاحقة 0,8% والمراحل المبكرة 6,2%؛ ليعرف بعد ذلك انخفاضا سنة 2022 قدر 20%؛ على الرغم من الزيادة الحاصلة في حجم كل من رأس المال المخاطر الموجه للمراحل المبكرة (1,04%) و المراحل اللاحقة (10,04%)، إلا أن الانخفاض في التمويل الموجه للمراحل المتأخرة (↓31,5%) امتص الزيادة في كلا المرحلتين وأثر سلبا على الحجم الإجمالي للتمويل.

النتائج:

تعكس النسب المختلفة استراتيجيات مستثمري رأس المال المخاطر وتفضيلاتهم فيما يتعلق بمستوى المخاطر والعائدات المتوقعة عند دعم مشروعات معينة في مراحل نمو محددة، فغالبا ما

الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة

يقتصر تمويل رأس المال المخاطر على المؤسسات الناشئة الراسخة التي تتجاوز مرحلة إثبات المفهوم، حيث تميل شركات رأس المال المخاطر أكثر إلى الاستثمار في الكيانات في مرحلة النمو السريع بهدف تطوير المنتج وتوسيع نطاق الإنتاج والتسويق.

الجدول رقم (12.3): حجم رأس المال المخاطر الموجه لكل مرحلة من مراحل نمو المؤسسات الناشئة في الدول الرائدة عالمياً.

| 2022 | | | 2021 | | | 2020 | | | 2019 | | | السنة |
|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|
| المراحل المتأخرة | المراحل المتأخرة | المراحل المبكرة | المراحل المتأخرة | المراحل المتأخرة | المراحل المبكرة | المراحل المتأخرة | المراحل المتأخرة | المراحل المبكرة | المراحل المتأخرة | المراحل المتأخرة | المراحل المبكرة | المرحلة الدولية |
| 96,55 | 71,15 | 22,79 | 147,61 | 87,28 | 19,51 | 70,34 | 44,02 | 11,86 | 58,23 | 44,66 | 11,45 | الولايات المتحدة |
| 1,12 | 2,03 | 0,37 | 3,57 | 2,29 | 0,30 | 1,44 | 1,75 | 0,22 | 1,37 | 1,76 | 0,22 | المملكة المتحدة |
| 2,08 | 1,55 | 0,18 | 2 | 1,18 | 0,25 | 0,86 | 1,15 | 0,15 | 0,9 | 1,04 | 0,18 | فرنسا |
| 1,54 | 1,76 | 0,30 | 2,86 | 1,78 | 0,30 | 0,54 | 1,45 | 0,14 | 0,98 | 1,22 | 0,18 | ألمانيا |

Source: Prepared by the student based on OECD. Stat, Open Data

https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=VC_INVEST

التحليل:

يوضح تحليل الجدول رقم (12.3)، نقطتين رئيسيتين:

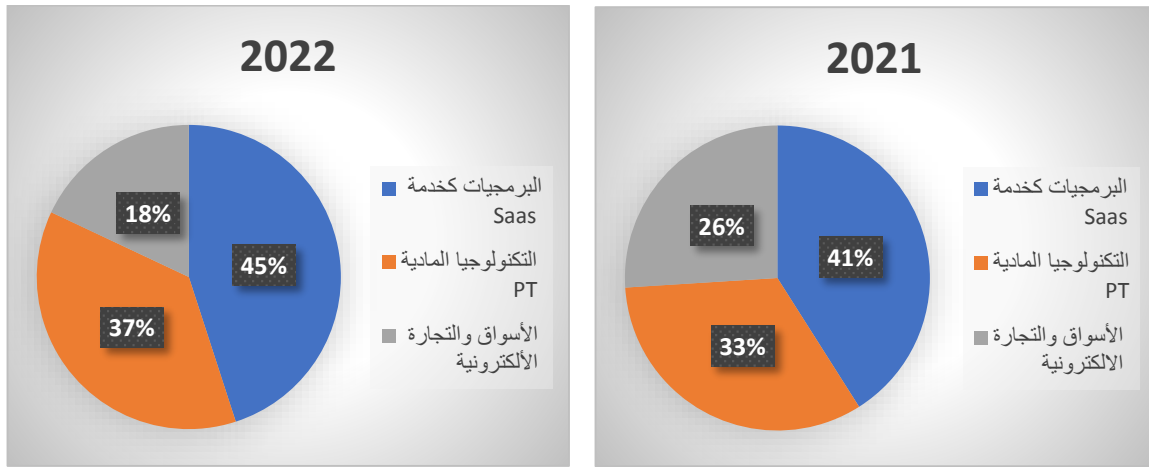
- حجم الاستثمار في رأس المال المخاطر صغير نسبياً في الدول الأوروبية الثلاث المختارة مقارنة بالولايات المتحدة الأمريكية، مما يعني أن هناك أموالاً أقل متاحة لتمويل المؤسسات الناشئة، وأن مستثمري رأس المال المخاطر قد يكونون أكثر تحفظاً في استثماراتهم.
- تحذو الولايات المتحدة الأمريكية حذو الاتجاه العالمي في توزيع رأس المال المخاطر على المراحل الثلاث الكبرى لنمو المؤسسات الناشئة، في حين أن كل من المملكة المتحدة، فرنسا وألمانيا شهدت تفضيلاً لتمويل المراحل اللاحقة على حساب المراحل المتأخرة، والذي يمكن تفسيره بتوجه شركات رأس المال المخاطر في الدول الأوروبية إلى دعم المشروعات الأكثر استقراراً، نتيجة لصغر حجم النظام البيئي للمؤسسات الناشئة الأوروبية وعدم نضوجه كفاية مقارنة بالولايات المتحدة

الأمريكية مما يخفض من عدد شركات رأس المال المخاطر والمستثمرين الراسخين في أوروبا الذين يمتلكون سجلا حافلا من الاستثمارات الناجحة، ويرفع تحوط المستثمرين الحاليين.

النتائج:

يمكن أن يلعب النظام البيئي للمؤسسات الناشئة بما يشمله من جهات فاعلة دورا حيويا في توجيه توزيع حجم رأس المال المخاطر على كل مرحلة من مراحل نمو المؤسسات الناشئة.

الشكل رقم (12.3): توزيع رأس المال المخاطر حسب قطاعات النشاط



Source: Prepared by the student based on: OECD. Stat, Open Data <https://stats.oecd.org/Index.aspx>

التحليل:

حازت مشاريع البرمجيات على المرتبة الأولى كأكبر قطاع ممول عن طريق رأس المال المخاطر لسنة 2022، بنسبة 45% وزيادة قدرها 4% عن سنة 2021، تلتها مشاريع التكنولوجيا المادية في المرتبة الثانية بنسبة 37% وزيادة قدرها 4% عن سنة 2021، أما المرتبة الثالثة فكانت من نصيب مشاريع الأسواق والتجارة الإلكترونية بنسبة 18% وانخفاض قدره 8% عن سنة 2021، كما يتضح من البيانات أن الانخفاض في حصة قطاع الأسواق والتجارة الإلكترونية قد أدى إلى تحول إيجابي يظهر في زيادة حصة قطاعي البرمجيات كخدمة والتكنولوجيا المادية، وهو ما يعكسه التحول نحو الابتكار التكنولوجي واستخدام حلول البرمجيات في مختلف الصناعات.

النتائج:

يمكن للصناعة التي تحتضن المؤسسات الناشئة تعزيز فرصها في الحصول على تمويل رأس المال المخاطر، حيث حظيت المؤسسات الناشئة العاملة في قطاع التكنولوجيا والبرمجيات بفرص تمويلية أكبر من المؤسسات التابعة للقطاعات الأخرى (في فترة الدراسة).

تدعم النتائج المتحصّل عليها ما تم عرضه في الإطار العملي المتعلق بمراحل تدخل رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة، ولكن تجدر الإشارة إلى أن الإطار بني وفقا للطلب والعرض بين المؤسسة الناشئة ورأس المال المخاطر، وأهمل حقيقة تدخل عدة عوامل في توجيه هذه العلاقة بما في ذلك السياسات المالية، النظام البيئي للمؤسسات الناشئة، والقطاع الصناعي وتوجيه هذا الأخير بالشكل الذي تراه الدولة مناسبة، وبالتالي يمكن أن تتغير مراحل تدخل رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة بتغيير الدولة محل الدراسة.

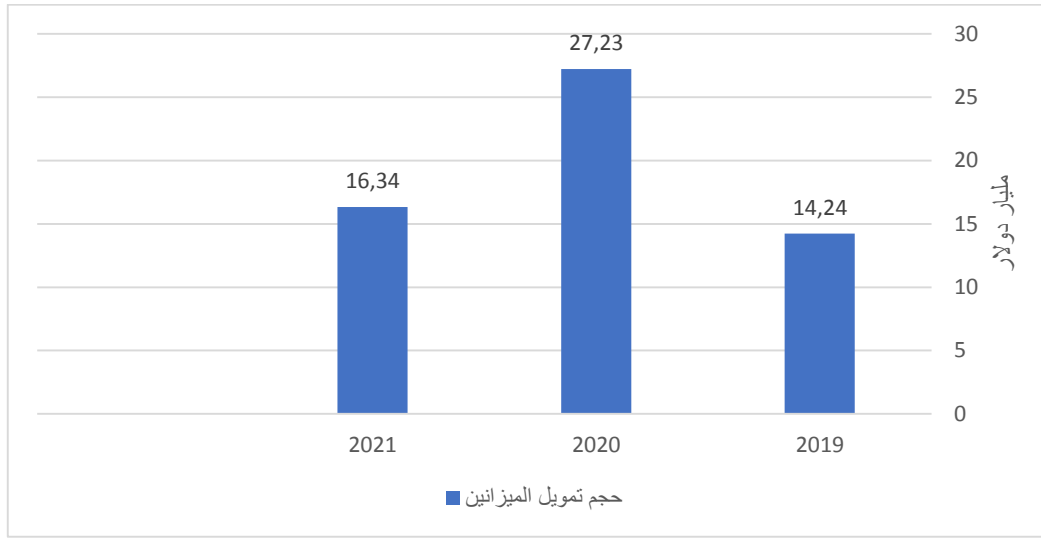
المطلب الثالث: عرض التجربة الأوروبية في استخدام تمويل الميزانين.

على غرار شعبية رأس المال الميزانين عالميا، يتحول مستثمرو الأسهم الخاصة في أوروبا بشكل متزايد إلى تمويل الميزانين كمصدر محتمل لرأس المال لتمويل الصفقات المالية المختلفة بما في ذلك عمليات الاستحواذ وإعادة الرسملة، ومع ذلك غالبا ما تختلف أدوات الميزانين الأوروبية اختلافا جوهريا عن تلك الموجودة عالميا، وهو ما سنحاول التفصيل فيه من خلال مطلبنا هذا.

1. تمويل الميزانين العالمي:

وفقا للبيانات المتوفرة لدى شركة البرمجيات والبيانات المالية Pitchbook تطور حجم الميزانين العالمي في السنوات الأربع الماضية على النحو الآتي:

الشكل رقم (13.3): تطور حجم تمويل الميزانين العالمي بين 2019-2022

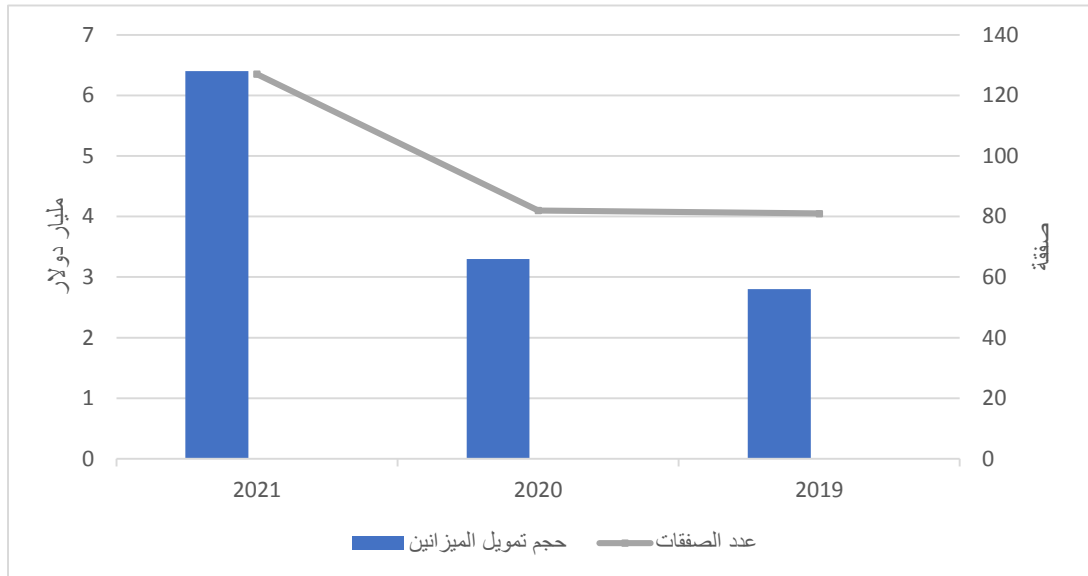


Source: Prepared by the student based on: Pitchbook, <https://pitchbook.com/data>

التحليل:

يوضح الشكل رقم (13.3) أن سوق تمويل الميزانين العالمي قد شهد تباينا طفيفا خلال الفترة 2019-2021، وتم استثماره على النحو الآتي:

الشكل رقم (14.3): حجم تمويل الميزانين المستثمر تبعا لعدد الصفقات



Source: Prepared by the student based on: Charter Capital Partners, "mezzanine financing for entrepreneurs", 2022, P2. Retrieved from Charter Capital Partners M and A insights 2022:

<https://www.chartercapitalpartners.com/mezzanine-financing-for-entrepreneurs/>

التحليل:

تم استثمار 6.4 مليار دولار عبر تمويل الميزانين سنة 2021، مقارنة بـ 3.3 مليار دولار و2.8 مليار دولار سنتي 2020 و2019 على التوالي، قابله زيادة في عدد الصفقات والتي وصلت إلى عدد قياسي سنة 2021 "127 صفقة"، الأمر الذي يعكس الشعبية المتزايدة لآلية التمويل هذه.

وفقا للتقرير الصادر عن Charter capital partners يفوق حجم الميزانين المستثمر في كل صفقة 10 ملايين دولار ويصل إلى أكثر من 750 مليون دولار في الصفقات الضخمة، مثال ذلك الاستحواذ على شركة تصنيع معدات الجولف TaylorMade سنة 2021 بقيمة 1.7 مليار دولار، تضمن 430 مليون دولار في شكل تمويل ميزانين، كما وحازت مشاريع تكنولوجيا المعلومات، الخدمات، والرعاية الصحية على المراتب الثلاث الأولى كأكبر قطاعات استفادة من تمويل الميزانين فيما يتعلق بتمويل عمليات الاندماج والاستحواذ للفترة 2019-2021¹، ويعزى ذلك إلى هيمنة الخدمات الرقمية على المعاملات عالميا، والأولوية التي بات يحظى بها قطاع الرعاية الصحية من قبل الاستثمارات العالمية نتيجة تنامي الطلب الكبير على خدماته وسط تفشي جائحة كوفيد-19.

النتائج:

عادة ما يكون رأس مال الميزانين المستثمر مبالغ ضخمة، تستخدم لتسهيل التغييرات الكبيرة أو النمو في المؤسسات الناشئة (الاستحواذ والاندماج مثلا)، الأمر الذي يجعله أكثر جاذبية كبديل حديث لمعالجة الاختلالات التمويلية المحتملة الحدوث خلال سعي هذه المؤسسات إلى تعزيز مكانتها السوقية وتوسيع نطاق عملها.

2. تمويل الميزانين في أوروبا:

يشاع استخدام الميزانين في السوق المتوسطة التي تضم مؤسسات ذات إيرادات سنوية تتراوح بين 10 مليون دولار إلى 1 مليار دولار²، حيث يمكن أن يوفر بديلا أكثر مثالية وملاءمة للحجم من أسواق السندات ذات العوائد المرتفعة، ولفهم السبب نشير إلى حقيقة أنه سنة 2021، 96% من جميع إصدارات السندات غير الاستثمارية لم تقل عن 200 مليون دولار³، وأنّ العديد من الشركات

¹ - Charter Capital Partners, Op.Cit, P2.

²- National center for middle market, <https://www.middlemarketcenter.org/> visited 29/08/2023 at 17:25

³ -Bloomberg, <https://www.bloomberg.com/europe> visited 29/08/2023 at 17:50

الاستثمارية في السوق المتوسطة ببساطة ليس لديها الامكانيات التمويلية لابتلاع هذا الحد الأدنى الكبير، ولا القدرة على تحمل مخاطر هذه السندات "التخلف عن السداد، انخفاض الدرجة الائتمانية" ولهذا السبب يمكن لتمويل الميزانين أن يقدم حلا يحتمل أن يكون مناسباً لملف تعريف السوق المتوسطة.

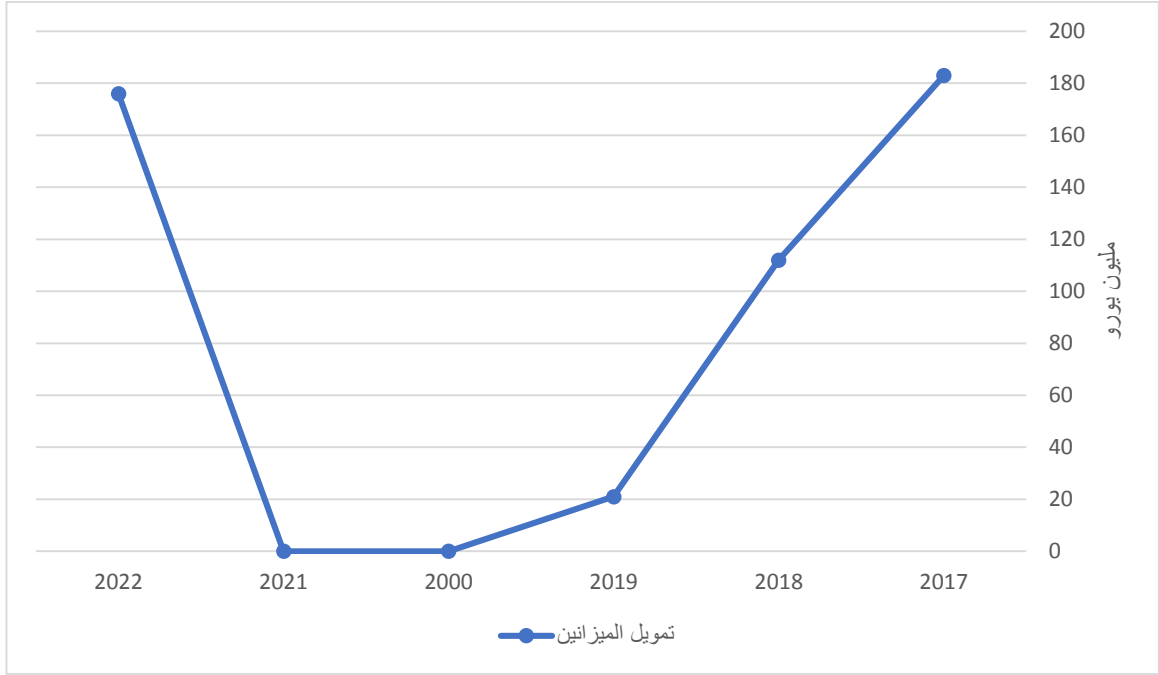
في أوروبا، يتم استخدام تمويل الميزانين بدرجة أكبر أو أقل اعتماداً على ظروف السوق ومع ذلك، فإنه بديل شائع للسندات ذات العوائد المرتفعة، كما تنطوي المعاملات الأوروبية على وجه الخصوص على ترتيبات معقدة بين الدائنين، حيث كثيراً ما تتطلب النظر في المسائل القانونية وغيرها من المسائل في ولايات قضائية متعددة، إضافة إلى ذلك يستوجب على المستثمرين التعامل مع القيود المفروضة على قابلية انفاذ* مطالبات الضمان التي تطبق في العديد من الولايات القضائية الأوروبية عند هيكلة استثمارات ديون الميزانين¹، وبالحدوث عن المتطلبات التنظيمية تجدر الإشارة إلى زيادة صرامتها خاصة في قطاع الاستحواذ أعقاب الأزمة المالية، وفي ظل تزايد متطلبات رأس المال ونقص جاذبية التمويل بالاستدانة بالنسبة للبنوك استحوذت صناديق الديون الخاصة الأوروبية على نحو 50% من هذه السوق، ونظراً لأسعار الفائدة المنخفضة تاريخياً تحول المستثمرون إلى استثمارات بديلة في نفس الفترة الزمنية وحددوا الديون الخاصة باعتبارها مكملاً جذاباً لمحفظة ذات الدخل الثابت، وقد مكن ذلك مديري الديون الخاصة من إطلاق مجتمعات أكبر من رأس المال بشكل متزايد، مما أدى إلى تدفق رأس المال إلى صناديق الديون الخاصة²، ومن أبرزها الميزانين الذي وصل إلى ذروة تاريخية سنة 2017، كما هو موضح في الرسم البياني أدناه:

*الانفاذ: مجموعة من الأنشطة المرتبطة بتعزيز الامتثال للقواعد الملزمة في دولة.

¹- Arthur D Robinson et al., "Mezzanine Finance: Overview," Simpson Thacher & Bartlett LLP. Last Modified, 2013, P7.

² -YIELCO Investments AG, "Market Commentary Private Debt The risk of private debt investments during a downturn", 2019, P2. Retrieved from: https://yielco.com/wp-content/uploads/Private_Debt-Publication-PD_in_Credit_Cycle.pdf

الشكل رقم (15.3): تطور حجم تمويل الميزانين في أوروبا 2017-2022



Source: Prepared by the student based on: Invest Europe, "2022 Central and Eastern Europe Statistics", P12. Retrieved from Invest Europe Statistics 2022: <https://www.investeurope.eu/about-private-equity/>

التحليل:

شهدت استثمارات الميزانين في أوروبا بين 2017-2020 اتجاهها هبوطيا (انخفاضا حادا)، يعزى ذلك لجملة من العوامل أبرزها:¹

- عدم فتح الطريق إلى المخارج العامة: تاريخيا حققت العديد من المؤسسات الأوروبية عائدات ضخمة دون فتح قيمة ذات مغزى من عمليات التخارج العامة.
- تفضيلات المستثمرين: تخوف المستثمرين من تقديم مبالغ ضخمة في ظل ارتفاع درجة المخاطرة، أو محدودية امكانياتهم المالية التي تحول دون قدرتهم على القيام بذلك.
- تغيرات أسعار الفائدة: مع ارتفاع أسعار الفائدة، أصبحت فئات الأصول الأقل خطورة مثل الائتمان الخاص أكثر جاذبية، مما يعني أن المؤسسات تحتاج إلى توفير عوائد أفضل على أساس معدل المخاطر من أجل البقاء في المنافسة.

¹ -Ibidem.

وخلال جنون السوق (التقلبات الحادة) سنتي 2021 و2022، عاد العديد من رأس المال الخاص إليها مما أدى إلى نمو سوق ديون الميزانين الأوروبي (من 0 إلى 176 مليون يورو)، ويتوقع الباحثون الماليون استقرار أحجام سوق تمويل الميزانين في المستقبل القريب، حيث أظهرت الأبحاث المنشورة من قبل جمعية Invest Europe الاتجاه المتزايد نحو هذا التمويل من قبل المؤسسات الأوروبية كبديل موثوق به لتمويل الديون، إذ استوعبت الصناديق ذات رؤوس الأموال الضخمة نسبة عالية من الصفقات المتاحة في الأسواق الأوروبية (78% في المتوسط لقطاع الشركات الكبيرة و62% لقطاع المؤسسات الناشئة، الصغيرة والمتوسطة)¹، كما أسفرت أبحاث منصة Attract Capital أنه على عكس سوق رؤوس الأموال الضخمة، استفادت سوق رؤوس الأموال الصغيرة والمتوسطة من قلة المنافسة والعائد الجذاب المعدل حسب المخاطر، وهو ما قد يعرض الصناديق ذات رؤوس الأموال الضخمة الأوروبية إلى انخفاض استثماراتها الأمر الذي تجسد من خلال هيمنة صفقات الميزانين التي تقل عن 50 مليون يورو في السوق الأوروبي، والتي تستخدم في مجملها لتمويل عمليات الاستحواذ، والنمو للمؤسسات الناشئة، الصغيرة والمتوسطة².

النتائج:

- لا تزال فرصة تبني تمويل الميزانين كآلية حديثة في تمويل المؤسسات الناشئة الأوروبية محدودة بإطارها القانوني.
- يستخدم تمويل الميزانين من قبل المؤسسات الناشئة ذات التدفق النقدي الإيجابي بهدف تمويل عمليات الاستحواذ، وتعزيز النمو.

تدعم النتائج المتحصل عليها ما تم عرضه في الإطار العملي المتعلق باستخدام تمويل الميزانين كآلية لتمويل المؤسسات الناشئة، حيث تجدر الإشارة إلى أنه وللوهلة الأولى من النظر إلى هيكلية الإطار فيما يخص مراحل تدخل تمويل الميزانين قد يتبين أنه يتناهي جزئياً والنتائج المتحصل عليها، إذ ضم مرحلة التحول وهي المرحلة الأخيرة ضمن المراحل المبكرة، وذلك نتيجة اعتمادنا في الجانب النظري على بعض دراسات تمويل الميزانين في الدول الناشئة "البرازيل مثلاً"، وهو ما يؤكد بدوره على تأثير اختلاف أدوات تمويل الميزانين المستخدمة، والسياسات المالية والتنظيمية في توجيه هذا الأخير بالشكل الذي تراه

¹- Invest Europe, "2022 Central and Eastern Europe Statistics", P14, Op.Cit. And Invest Europe, "2021 Central and Eastern Europe Statistics", P14. Retrieved from Invest Europe Statistics 2021: <https://www.investeurope.eu/about-private-equity/>

²- Attract Capital, "European Mezzanine Capital", <http://www.attractcapital.co.uk/articles/european-mezzanine-capital/> visited 30/08/2023 at 12:50

الدول مناسبة، وبالتالي يمكن أن تتغير مراحل استخدام تمويل الميزانين في تمويل المؤسسات الناشئة بتغير الدولة محل الدراسة.

المبحث الثالث: واقع وآفاق تطبيق آليات التمويل الحديثة في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية.

إن دافع الجزائر لجعل المؤسسات الناشئة رافعة لتطوير الابتكار والاقتصاد الرقمي هو خلق سياسة صناعية جديدة تقوم على تنشيط القطاع العام بعد إصلاحه وإشراك القطاع الخاص من خلال شبكة من المؤسسات المصغرة والناشئة وللقيام بذلك، فإن الحكومة ملزمة بالتفكير في سياسة لإنشاء نظام بيئي مناسب يدعم صعود المؤسسات الناشئة كجزء من إنشائها وتطويرها وتوسعها، و في هذا السياق تأخذ آليات التمويل الحديثة مكانها البارز كمحرك رئيسي لتعزيز نمو المؤسسات الناشئة في الجزائر، وهنا نستعرض في مبحثنا هذا نتائج هذه الجهود التمويلية ونقدم بعض الملاحظات حول تصميمها.

المطلب الأول: نفاذية المؤسسات الناشئة الجزائرية للتمويل الجماعي.

1. شرعية التمويل الجماعي في الجزائر:

لم يكن مسموحا قانونا للمؤسسات الناشئة أو رواد الأعمال في الجزائر بجمع الأموال من الجمهور العام، غير أن اثبات التمويل الجماعي لجدارته عالميا كآلية لتمويل المؤسسات الناشئة ساهم في إدراك المزايا التي يمكن أن توفرها هذه الآلية للمؤسسات الناشئة الجزائرية خاصة في ظل تصاعد الصعوبات التي تواجهها للحصول على التمويل الخارجي، وهو ما أدى إلى سعي الحكومية لإقرار شرعيتها بهدف توسيع قاعدة المستثمرين المهتمين وتفعيل مشاركتهم في تمويل المؤسسات الناشئة خارج الهياكل التقليدية وحتى عبر الحدود.

كما أكد رئيس لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها COSOB أن التمويل الجماعي سيصبح عمليا ابتداء من الثلاثي الأخير لسنة 2020، كآلية تمويلية قائمة على أساس الاستثمار الجماعي¹ وذلك حسب ما جاءت به المادة 45 من قانون المالية التكميلي لسنة 2020 والتي عرفت التمويل الجماعي على أنه "استثمار أموال الجمهور الكبير على الإنترنت في مشاريع استثمارية تساهمية"، ونسبت صفة مستشار الاستثمار التساهمي المكلف بخلق وإدارة منصات الاستشارة في ميدان الاستثمار الجماعي إلى كل من الشركات التجارية التي تم إنشاؤها لهذا الغرض، والوسطاء في عمليات البورصة المعتمدة لممارسة

¹- Ouassim khoudi, "Algeria Start-ups and crowdfunding," TAITRA, 2020, <https://algiers.taiwantrade.com/news/detail?id=30163> Visited 21/04/2022 at 13:45

أنشطة الاستشارة في استثمار القيم المنقولة والمنتجات المالية وكذا شركات تسيير صناديق الاستثمار¹، كما أوكلت مهمة تحديد شروط منح الاعتماد ومزاولة النشاط ومراقبة مستشاري الاستثمار الجماعي إلى لجنة تنظيم البورصة ومراقبتها، التي تعنى بدراسة ملف يتضمن استعراضا للنشاط المقرر بما فيه نموذج الاستثمار والنطاق التقديري للمبالغ المحددة لجمع الأموال مع إجراء انتقاء للمشاريع والإجراءات الواجب إنجازها فضلا عن إجراء التثمين وسياسة مراقبة نشاط المصادر وشكليات دفع رواتب المستشار في الاستثمار الجماعي؛ ويشترط في إطار مشروع التنظيم توفر بعض المعلومات الموجهة للنشر عبر موقع المنصة كإجبارية التمتع بالمؤهلات التقنية الضرورية لمزاولة هذا النوع من النشاط واحترام أخلاقيات المهنة الضرورية لإرساء مناخ تسوده الثقة وتقديم معلومات واضحة ومفصلة عن المشاريع المقترحة والمخاطر التي قد يواجهها المستثمر، وتضاف لهذه الشروط المفروضة على مزاولة النشاط قواعد حسن السلوك والكفاءة المهنية بالنسبة لإداري ومسيري المنصة². واستخلاصا لما سبق يمكن الجزم أن التمويل الجماعي ممارسة حديثة في الجزائر، لاتزال في طور التأسيس ووضع المقترحات والقوانين المنظمة.

2. عرض نموذج منصات التمويل الجماعي في الجزائر:

تعود أولى مبادرات التمويل الجماعي في الجزائر إلى سنة 2013 والتي شهدت تأسيس منصة TWIIZA، تلتها مبادرة منصة CHRIKY سنة 2014 واللذان تم إنشاؤهما وفقا للإطار القانوني الفرنسي المنظم لنشاط التمويل الجماعي آنذاك، حيث أنّ بين الفراغ القانوني وعدم وجود أحكام تشجع هذا النوع من التمويل بأت كالتا المحاولتين بالفشل أو حتى يمكن القول أنهما توقفتا عن النشاط قبل أن تنجحا حتى في تمويل مشاريع رواد الأعمال الجزائريين³؛ وعلى الرغم من غياب الإطار التنظيمي والدفع الإلكتروني الذي يفضي إلى تطوير التمويل الجماعي تم إطلاق 57 حملة تمويل جماعي في الفترة الممتدة بين 2009-2015 أفضت إلى تمويل 29 مشروع في مجالات متعددة: ترفيهية، تعليمية، وبيئية⁴، و28

¹ - قانون رقم 7/20 المؤرخ في 20/06/2020، المتضمن قانون المالية التكميلي 2020، الجريدة الرسمية، العدد: 33 بتاريخ: 2020/06/04، المادة 45، ص14.

² - Entretien du Président de la COSOB accordé à l'APS, APS, 2020. Retrieved from:

<https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2020/07/APS.pdf>

³ - Sara Sansri and Hakima Cheurfa, "Les Plateformes Du Crowdfunding, Alternatives Numériques Pour Les PME En Temps Du COVID-19. Cas: Plateforme Algérienne NINVESTI," Revue des Sciences Economiques, de Gestion et Sciences Commerciales, Vol 13, No2, 2020, P300.

⁴ - Synthèse de l'étude: "Le crowdfunding en méditerranée, levier pour l'éco entrepreneuriat et les initiatives sociales d'innovation écologique," Switchmed, 2016, P5-6. Retrieved from: https://fr.slideshare.net/jamaity_tn/synthese-etudecrowdfunding-fr

الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة

حملة تمويل جماعي سنة 2018¹، وتمثلت المبادرة الثالثة في منصة NINVEST سنة 2019، والتي دخلت حيز الخدمة انطلاقاً من تاريخ 2020/05/10 وتعتبر أول منصة تمويلية جزائرية تمت الموافقة عليها من قبل COSOB، ومنحها صفة مستشار استثمار تساهمي.

وفي هذا الإطار يندرج ضمن الجدول الموالي عرض لأبرز خصائص المنصات المذكورة في هذه الجزئية.

الجدول رقم (16.3): خصائص منصات التمويل الجماعي الجزائرية

| الخصائص المنصة | نموذج التمويل | الجهة الممولة | الموقع | طريقة الدفع | رسوم الخدمة |
|---|------------------------------------|--|-------------------|---|----------------|
|  | التبرع | المشاريع الاجتماعية، التضامنية، الرياضية، البيئية، المبتكرة | فرنسا | التحويل المصرفي الحوالة البريدية | - |
|  | الأسهم | المؤسسات الناشئة، والمبتكرة | فرنسا | التحويل المصرفي الحوالة البريدية | 10% |
|  | التبرع، المكافأة الديون، الأسهم | المؤسسات الناشئة | فرنسا، الجزائر | بطاقات الدفع الإلكتروني | - |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: المواقع الرسمية للمنصات الثلاث [/http://www.chriky.com](http://www.chriky.com).

[/http://nenvesti.com](http://nenvesti.com)، تاريخ الاطلاع: 2022/04/23

التحليل:

تبنّت منصة TWIIZA أول وأبسط نموذج للتمويل الجماعي "التمويل الجماعي القائم على التبرع"، والذي سعت من خلاله إلى جمع التبرعات من الممولين خاصة الجالية الجزائرية في فرنسا بهدف تمويل قضايا ومشاريع اجتماعية دون توقع الحصول على عائد مادي في المقابل، وهو ما يجعل من فرصة خسارة الاستثمار فيه معدومة، غير أن مشكلته الرئيسية أنه لا ينجح سوى بتوفير مبالغ متواضعة، وهو ما سعت منصة Chriky إلى تغييره من خلال تبني نموذج التمويل الجماعي القائم على الأسهم واستهداف كل من الأفراد والمؤسسات للاستثمار في المشاريع المبتكرة والمؤسسات الناشئة

¹- M. Dabah and A. Benbraik, "Le Crowdfunding Comme Mécanisme Innovant De Financement Des Stat Up, Les Plateformes Ninvesti Et Twiiza Comme Modèle," Milev Journal of Research and Studies 7, no. 2, 2021, P364.

الجزائرية، استخدمت كلتا المنصتين طرق الدفع عينها، ومع هذه الوسائل لم يكن متوقعا أن يصل تأثيرهما إلى مدى تأثير منصات التمويل الجماعي دوليا، بل وحتى أنهما لم تحققا الصدى المطلوب محليا، في حين أنّ منصة NINVESTI قد مثلت نموذجا متطورا إلى حد ما مقارنة بالمنصتين السابقتين من خلال الجمع بين نماذج التمويل الجماعي غير المالية والمالية مع واعتماد وسائل الدفع الإلكتروني كطرق للدفع في المنصة.

النتائج:

لا يفوتنا أن ننوه تفعيل التمويل الجماعي في الجزائر لا يزال يحتاج إلى المزيد من الجهود والتطوير، حيث يستدعي نجاح مثل هذه الأساليب الجديدة في التمويل ونجاح مستشار الاستثمار التساهمي في الجزائر هندسة قانونية خاصة تراعي خصوصية هذه الطريقة الحديثة في جمع الأموال، كما يتطلب الأمر ضبط الترسنة التشريعية في مجال المعاملات المالية الإلكترونية، وتفعيل نظام الدفع الإلكتروني عبر الانترنت بالإضافة إلى تطوير البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات وزيادة سرعة تدفق الانترنت، وكخطوة سابقة لكل هذا ينبغي نشر ثقافة البورصة والمعاملات المالية في السوق المالي وتعزيز ثقة الجمهور في مثل هذه الأساليب المبتكرة للتمويل.

3. مساهمة منصة NINVESTI في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية:

1.3. التعريف بمنصة NINVESTI:

تم إنشاء منصة NINVESTI من قبل ثلاث رواد أعمال من أصل فرنكو-جزائري سنة 2019، عرفت المنصة انطلاقتها الفعلية بتاريخ 2020/05/10، وهي منصة عبر الأنترنت تم تزويدها بالتطبيقات اللازمة لحماية المعلومات المهنية الخاصة بالمستثمرين والمؤسسات الناشئة، وضمان تدفق المعاملات البنكية بشكل مهني، كما يتم من خلالها ربط رواد الأعمال الجزائريين وحاملي المشاريع المبتكرة مع رجال الأعمال وأصحاب المؤسسات الفرنسية الجزائرية الراغبين في الاستثمار في المؤسسات الناشئة بالجزائر، وجدير بالذكر أنّ المنصة تسعى لأن تكون عاملا مباشرا في المساهمة في تحويل العملات الأجنبية لسوق الاستثمار الجزائرية، وذلك في إطار ما يسمح به القانون الجزائري¹.

2.3. آلية عمل منصة NINVESTI:

إنّ آلية عمل المنصة بسيطة نسبيا، حيث يتم تنفيذ إطلاق حملة تمويل الجماعي في المنصة عبر أربع مراحل رئيسية:

¹ - لزهارى زواويد، نزيهة مرسلتي، "دور منصات التمويل الجماعي في تمويل المشاريع الناشئة بالسعودية والإمارات مع الإشارة لحالة الجزائر"، مجلة آراء للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد 4، العدد 1، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 2022، ص 157.

- المرحلة الأولى: لمباشرة اجراء حملة تمويل جماعي على المنصة يتعين على أصحاب المؤسسات الناشئة أو حاملي المشاريع المبتكرة استفتاء ثلاثة شروط أولها امتلاك مشروع واضح ومحدد، ثانياً تحديد المبلغ المراد تجميعه بما يتناسب وحاجة المشروع، ثم كشرط أخير تحديد فترة الحملة والتي تتراوح بين يوم إلى 60 يوم كحد أقصى في الظروف العادية، وقد تصل إلى 90 يوم في الحالات الاستثنائية¹، وتحقيق هذه الشروط يتطلب دراسة دقيقة من قبل أصحاب المؤسسات الناشئة كون أنها تمثل العوامل الرئيسية لنجاح حملات التمويل الجماعي الخاصة بهم، فوصف المشروع يساعدهم في جذب المساهمين (عادة ما يقوم المساهمين بتحليل المعلومات المقدمة حول المشروع، لتحديد الحملات التي يجب دعمها ومقدار الأموال التي يجب المساهمة بها)، أما مبلغ التمويل المستهدف وفترة الحملة فيكتسبان أهميتهما من مبدأ عمل المنصة "الكل أو لا شيء"²، والذي يفضي في حالة عدم الوصول إلى المبلغ المستهدف في غضون الوقت المخصص لجمع الأموال بإرجاع المبالغ التي تم جمعها إلى المشاركين في الحملة وعليه لا يحصل حامل المشروع على التمويل، ولا يتم قبض أي عمولة من طرف المنصة.
- المرحلة الثانية: بعد تحقيق المؤسسة الناشئة أو حامل المشروع المبتكر لشروط الانضمام للمنصة يأتي دور لجنة التحكيم لتحليل والتحقق من صحو المشروع بالاستعانة بفريق متعدد التخصصات (محاسب قانوني للتحقق صحة البيانات المالية للمشروع، خبير قانوني لمراجعة الجزء التنظيمي والقانوني للمشروع، مصرفي للتحقق من خطة العمل المؤقتة، ورئيس المنصة للتحقق من الجدوى التجارية للمشروع)³.
- المرحلة الثالثة: إطلاق حملة التمويل الجماعي في المنصة؛ نجاحها يلزم المؤسسة الناشئة أو حاملي المشاريع المبتكرة بتقديم مقابل والذي يتناسب عادة مع حجم ونوع التمويل المقدم ففي حالة التبرعات والمكافآت تقترح المنصة أن يكون المقابل منح الأسبقية في شراء المنتج، وقد يرغب بعض أصحاب المشاريع في الذهاب إلى أبعد من ذلك من خلال السماح للممولين بالمشاركة في تصميم المنتجات MVP، أما في حالة الأسهم والديون فتقترح منح حصة في المؤسسة⁴.

¹ -NINVESTI, NINVESTI Algeria Crowdfunding, 2022, <http://nenevesti.com/> Visited 23/04/2022 at 20:15

² -Ibidem.

³ - Sara Sansri and Hakima Cheurfa, Op.Cit, P 302-303.

⁴ -NINVESTI, NINVESTI Algeria Crowdfunding, op.Cit..

- المرحلة الرابعة: ما بعد نجاح حملة التمويل الجماعي، في هذه المرحلة تضيف المنصة مجموعة من الشروط الأخرى أشارت لها في كلمة وصايا تتعلق بما يلي:¹
 - الأموال المحصلة:
 - ✓ يجب أن تمر المبالغ المحصلة أثناء التحصيل عبر الدائرة المصرفية بطريقة قانونية وتقليدية وتدفع بالدينار وليس بالعملة الأجنبية اليورو.
 - ✓ استلام المبلغ المحصل يعد التزاما لدى المؤسسة الناشئة نحو المساهمين إذا ما كان قرضا أو استثمارا في الأسهم.
 - ✓ متلقي الأموال "عادة قائد الفريق" هو المسؤول الوحيد عن الإقرارات الضريبية والتأمينات الاجتماعية المقدمة إلى الهيئات المختصة.
 - السرية:
 - ✓ يلتزم كل من المشاركين في حملة التمويل الجماعي بتقدير واحترام سرية العناصر التي في حوزتهم.
 - المنازعات:
 - ✓ قد تؤدي أي معلومات خاطئة أو مثيرة للجدل أو مضللة من جانب المساهم أو قائد المشروع إلى استبعادهم من المنصة.
 - ✓ في حالة وجود نزاع تجاري أو نزاع بين مساهم وقائد مشروع، تحتفظ NINVESTI بالحق في استدعاء وسيط.

التحليل:

في دراستنا لخصائص منصات التمويل الجماعي الرائدة عالميا في الجزئيات السابقة خلصنا إلى أن نوع وكمية المعلومات التي يجب أن توفرها المنصة يعتمد على توجهها ونموذج التمويل الجماعي الذي تستند إليه، على سبيل المثال المنصات التي تستند إلى نموذج التمويل الجماعي القائم على الاقتراض توفر معلومات حول سعر الفائدة المعروض والشروط والأحكام التي سيتم بموجبها سداد القرض، ومن خلال عرضنا لآلية عمل منصة NINVESTI نلاحظ أنها تقدم الحد الأدنى من المعلومات المتعلقة بحملة التمويل الجماعي (اسم المشروع، المجال، حجم المبلغ المستهدف، عدد الأيام التي تأمل الحملة النجاح فيها)، وتفتقر إلى توفير معلومات دقيقة ومحددة تخص مقابل كل نموذج تمويل جماعي

¹ - Sara Sansri and Hakima Cheurfa, Op.Cit, P303.

متبنى على حدى وهو ما يؤكد على دور الوساطة الذي تلعبه المنصة في الجمع بين الممولين والمؤسسات الناشئة.

النتائج:

يتبين من العرض وبما لا يدع مجالا للشك أن غرض إطلاق حملات التمويل الجماعي في المنصة هو التعريف بالمشاريع للوصول إلى المساهمين، وتجنباً للإجراءات التنظيمية والقانونية المتعلقة بالتمويل الجماعي يفضل كلا الطرفين التعامل خارج حدود المنصة خاصة في حالة تواجدهم في المنطقة عينها وهو بالفعل ما توقعته المنصة مسبقاً إذ تضمنت إحدى الوصايا الثمان الخاصة بها إخلاء مسؤوليتها في حال ما إذا تمت المعاملة أو تم التفاوض بين المساهم وقائد مشروع خارج حدودها.

3.3 دورها في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية:

نتاج اهتمامه بالعالم الرقمي قام رائد الأعمال نزيـم سيني سنة 2017 بتأسيس مؤسسة Techdata الناشئة، تمثل دورها في إنشاء تطبيقات تندمج وممارسات الأفراد اليومية لتحسين جودتها، والمنتج الأول لهذه المؤسسة الناشئة كان منصة NINVEST والتي هدف من خلالها نزيـم سيني وفريقه إلى إنشاء منصة آمنة للتمويل الجماعي تسمح بالدفع عبر الإنترنت ببطاقات الائتمان وبنك متوسط في فرنسا لحماية المستثمرين الأجانب، كما يهدف هذا النهج إلى تجاوز التحديات البيروقراطية في النظام البنكي الجزائري وتسهيل عملية التمويل على الجزائريين المقيمين في فرنسا مما يساهم في تسريع تطوير المؤسسات الناشئة المحلية وتعزيز نموها¹.

تطمح منصة NINVESTI إلى أن تصبح المرجع الأول للتمويل الجماعي الجزائري، من خلال:²

- توفير مجموعة متنوعة من نماذج التمويل الجماعي في المنصة مما يكافئ بين فرص جميع المساهمين في الوصول إلى فئة أصول كانت حكراً على متخصصي الاستثمار فقط.
- منح الحرية للمؤسسات الناشئة وأصحاب المشاريع المبتكرة لتحديد نموذج التمويل الجماعي المناسب لجمع الأموال من الممولين لأعمالهم، كما يترك للممول أو المساهم حرية اختيار المشروع الذي يرغب في المساهمة في تمويله.

¹- Nazim Sini, " Avec "Ninvesti" on veut ouvrir le financement participatif aux start-up algériennes," DoingDZ, 2020, <https://www.youtube.com/watch?v=VqAQwMYZdi>, Visited 25/04/2022 at 10:36.

²- اعتماداً على كل من:

- Nazim Sini, Op.Cit.

-Ouassim khoudi, Op.Cit.

الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة

- تمنح المنصة للجزائريين في الخارج فرصة المشاركة في التنمية الاقتصادية لبلدهم، من خلال توجيه مدخرات المغتربين والمستثمرين من القطاع الخاص بطريقة آمنة نحو المشاريع المبتكرة ذات القيمة المضافة في الجزائر.
- زرع ثقافة استخدام طرق الدفع عبر الأنترنت، وتكوين المعرفة حول كيفية عمل التمويل الجماعي لتعزيز ثقة الجمهور لتبني هذه الآلية المبتكرة.
- فتح المجال أمام الأفراد والمؤسسات من مختلف دول العالم للاستثمار أو تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية، مع إظهار الاهتمام بدولة تاوان.
- السعي إلى دعم ما يقرب 200 مشروع سنويا للحفاظ على النمو الاقتصادي الجزائري كهدف حالي، والتوسع في كل من تونس والمغرب بهدف تعزيز نمو المؤسسات الناشئة والمشاريع المبتكرة ذات التكنولوجيا الفائقة في جميع أنحاء القارة الأفريقية كهدف مستقبلي.

الجدول رقم (14.3): المشاريع المتاحة للتمويل على منصة NINVESTI

| المبلغ المستهدف (دج) | المبلغ المستهدف (€) | المنطقة | المجال | المشروع |
|----------------------|---------------------|---------|-------------|--------------|
| 2800000 | 20000 | الجزائر | التكنولوجيا | Soundme |
| 2130000 | 15000 | الجزائر | السياحة | Riway travel |
| 850000 | 6000 | وهران | الجمال | Kitu Beautè |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: <http://nenvesti.com> ، تاريخ الاطلاع: 2022/04/15

التحليل:

كما قدمت العديد من المؤسسات الناشئة وأصحاب المشاريع المبتكرة طلبا لجمع الأموال على منصة، حتى تاريخ الاطلاع كان أغلبيتها في طور المعالجة للتحقق من صحتها، ومن خلال عرض مجالات المشاريع التي تم الموافقة على تنفيذ حملاتها والموضحة في الجدول أعلاه يلاحظ توجه المنصة لدعم المشاريع المتعلقة بالتكنولوجيا التي يمكن تسويقها في الدولة لا سيما في مجال التكنولوجيا الصيدلانية والحيوية، وتطبيقات تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، والتطبيقات الرقمية في مجال السياحة.

الجدول رقم (11.3): المشاريع الممولة عبر المنصة NINVESTI

| المشروع | الحالة | تاريخ التنفيذ |
|--------------|---------|---------------|
| Kid's Fun | تم | 2020/05/20 |
| Pharma Tech | تم | 2020/05/28 |
| Piment Bio | عن قريب | - |
| Saki | عن قريب | - |
| DroneConnect | عن قريب | - |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: <http://nenevesti.com> ، تاريخ الاطلاع: 2022/04/15

التحليل:

كان هدف المنصة المتوقع وقت الإطلاق وفقا لتصريحات رئيسها في لقائه مع مركز التجارة التايواني بالجزائر، هو دعم ما يقرب 200 مؤسسة ناشئة أو مشروع مبتكر سنويا¹، وحتى تاريخ الاطلاع لم يتم تحقيق الهدف أو حتى الاقتراب منه (أنظر الجدول رقم 11.3) وهو ما نسبه رئيسها التنفيذي من خلال منشور عبر الصفحة الرسمية للمنصة على الفيسبوك إلى العقبات الإدارية التي واجهتها المنصة للحصول على التفويض الذي يسمح لها أن تعمل بشكل قانوني وفعال، إضافة إلى تأخير المواعيد النهائية لتحويل الأموال من الخارج بالعملية الأجنبية إلى الجزائر بسبب جائحة كوفيد-19.

النتائج:

في ظل الظروف الحالية من الصعب أن تنجح منصة NINVESTI، وقد تتعرض للفشل كمثيلاتها من المبادرات التمويلية السابقة Twiiza و Chriky اللتان تأسستا منذ بضع سنوات دون أن تحققا الاستمرارية المنشودة.

¹- Ouassim khoudi, Op.Cit.

المطلب الثاني: ملامح الاستثمار الملائكي في الجزائر.

لا توجد دراسة عن نشاط المستثمرين الملائكة في الجزائر، على الرغم من أن بعض التقارير الصحفية الإلكترونية والمقالات تشير إلى وجودهم. ومن خلال بحثنا في الدراسات السابقة حول الموضوع لاحظنا حضورا بارزا لمجموعة من المستثمرين الملائكة ضمن شبكة رسمية في الجزائر تسمى (Casbah Business Angels (CBA) ظهرت سنة 2012، وقد تبعتها مجموعة من المستثمرين الملائكة الذين يعملون بمفردهم أو في شبكات أخرى غير مسماة (السوق غير المرئية) والذين تمت الإشارة لهم في بعض الصفحات الإلكترونية.

ولقد حاولنا التواصل مع شبكة CBA للحصول على الاحصائيات المتعلقة بنشاطها بغية عرض مساهمتها في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية غير أننا لم نتحصل على أي رد إيجابي، ولعل ذلك يعود إلى حيازة منصة تحليل البيانات Magniit على الاحصائيات وتوفيرها مقابل مبلغ مادي على الرابط التالي: <https://magnitt.com/investors/casbah-business-angels-44544>

وعليه، رغم إدراكنا لأهمية عرض هذه الاحصائيات لتقييم دور الشبكة في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية، إلا أننا سنكتفي بالتعريف بها فقط.

1. التعريف بشبكة (Casbah Business Angels (CBA):

اتخذ مفهوم المستثمرين الملائكة خطواته الأولى في الجزائر عن طريق مبادرة أطلقها مجموعة من الرؤساء التنفيذيين الجزائريين ورواد الأعمال المقيمين في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2012، تمثلت في جمع مساهمات مالية لصندوق يسمى "Casbah Business Angels" وتوجيهها لتمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية العاملة في القطاع التكنولوجي، كما تعد شبكة CBA الشبكة الرسمية الأولى للمستثمرين الملائكة في الجزائر وهي أحد أعضاء شبكة المستثمرين الملائكة الأوروبية EBAN، تجمع 50 مستثمرا ملائكيًا جزائريًا¹، حيث يسعون إلى استخدام خبراتهم الجماعية ورأس مالهم للاستثمار في المؤسسات الناشئة والأفكار والمشاريع المبتكرة الجزائرية لسد الفجوة بين نماذج ريادة الأعمال الجزائرية والأمريكية، وتعزيز النظام البيئي للمؤسسات الناشئة في الجزائر، أملين أن تصبح شبكتهم أحد أكبر المصادر الإقليمية لتمويل المؤسسات الناشئة والمشاريع المبتكرة في المراحل المبكرة².

¹ -BAGHLI Abdallah El Moutawakil and TABET AOUAL Wassila, "BUSINESS ANGELS AS COMPONENT OF THE ALGERIAN ENTREPRENEURIAL ECOSYTEM, SCOPE OF ISSUES AND REALITIES," MECAS, Vol 17, No1, 2021, P138.

²-Casbah Business Angels, <http://casbahbusinessangels.org/> Visited 02/05/2022 at 17:42.

2. آلية عمل شبكة Casbah Business Angels:

تمر عملية حصول المؤسسات الناشئة على الاستثمار من شبكة CBA بالخطوات الثلاث الآتية:¹

- التعرف: تتم من خلال ملء نموذج طلب الاستثمار الخاص بالمؤسسات الناشئة الموجود على الموقع الرسمي للشبكة والذي يحوي المعلومات الشخصية للمؤسس أو قائد الفريق (الاسم، اللقب، العنوان، المدينة، البلد، الايميل، رقم الهاتف)، وعدد أعضاء فريق العمل، قطاع الصناعة، ومرحلة تطور المؤسسة الناشئة (فكرة، MVP، مرحلة خلق النموذج، مرحلة النمو السريع)، مبلغ الاستثمار المتوقع (الحد الأدنى والحد الأقصى)، وأخيرا ارفاق العرض التقديمي.
- الفرز: في هذه الخطوة يتم إجراء تحليل وفحص معمقين لخطط العمل المقدمة ضمن العروض التقديمية المرفقة في نموذج طلب الاستثمار من قبل أعضاء الشبكة لدراسة مدى قابلية المشروع للتطبيق، وبعد ذلك يتم توجيه المشروع إلى المستثمرين الملائكة المتخصصين لانتقاء الأنسب، لتقوم بعدها شبكة التقييم باستدعاء رواد الأعمال لعرض أفكارهم أمام الجمهور (4 أو 5 أعضاء خبراء في المجال)² في مدة عشرة دقائق، بعد الاستماع إلى العرض تأتي فترة أسئلة وأجوبة تسمح للأعضاء بمزيد من الفحص للفرصة وتتيح لرواد الأعمال التعريف عن دوافعهم وأهدافهم، وفي نهاية هذه الخطوة يتم منح فترة 15 يوما للمستثمرين الملائكة لاتخاذ قرار الاستثمار في المؤسسة الناشئة من عدمه³.
- العناية الواجبة: بعد الموافقة على الاستثمار في المؤسسة الناشئة تأتي عملية تقييم الفرصة من المنظور المالي، ويتم فيها التفاوض على رأس المال المستثمر وحقوق الملكية الممنوحة مقابله، كما تبدأ المشاركة في الأسهم بنسبة 4% ويمكن أن تصل إلى 35% اعتمادا على قيمة المخاطرة وحماية رائد الأعمال (مرحلة المؤسسة الناشئة، خبرة رائد الأعمال)، وتنتهي هذه الخطوة بالاتفاق على عقد استثمار رسمي بين كلا الطرفين ينظمه الكاتب العدل يتم بموجبه منح مبلغ الاستثمار⁴.

¹ -Ibidem.

² -BAGHLI Abdallah El Moutawakil and TABET AOUAL Wassila, Op.Cit, P141.

³ -Zohier Zaid, "1er Pitch Event de 2022: Start-up pour convaincre Casbah Business Angels", 2022, <https://dzcharikati.net/1er-pitch-event-de-2022-6-start-up-pour-convaincre-casbaht-business-angels/> Visited 02/05/2022 at 22:18

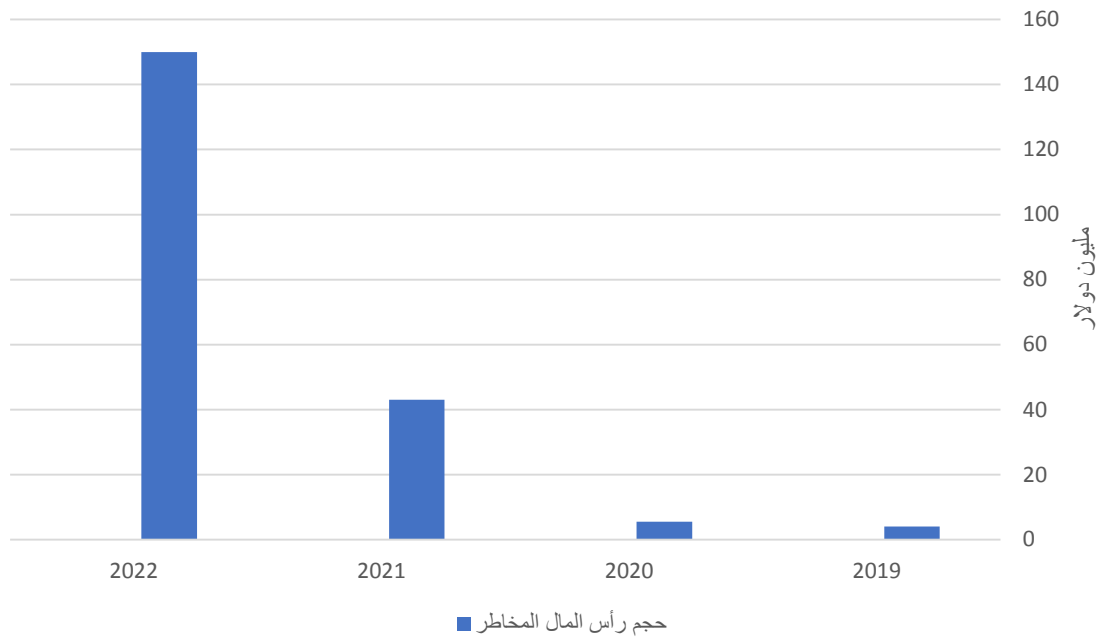
⁴ -BAGHLI Abdallah El Moutawakil and TABET AOUAL Wassila, Op.Cit,P142.

المطلب الثالث: دراسة تحليلية لتمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية عن طريق رأس المال المخاطر.

1. لمحة عامة عن استثمارات رأس المال المخاطر الأجنبي في المؤسسات الناشئة الجزائرية:

ظهرت ملامح تمويل رأس المال المخاطر الأجنبي فيما يتعلق بالمؤسسات الناشئة في الجزائر في التقرير السنوي حول التمويل الاستثماري في المؤسسات الناشئة الإفريقية الناشطة في قطاع التكنولوجيا الصادر عن Partech Africa لأول مرة سنة 2019 ، حيث احتلت المرتبة الرابعة عشر بتمويل قدره 4 ملايين دولار أمريكي، أي ما يعادل تقريبا 0,20% من إجمالي الاستثمارات الموجهة للمؤسسات الناشئة في إفريقيا (234 مؤسسة ناشئة أفريقية جمعت حوالي 2,02 مليار دولار أمريكي سنة 2019)¹، ويرجع ذلك إلى الاهتمام المتأخر للحكومة الجزائرية بإنشاء وتعزيز نظام بيئي موات لريادة الأعمال، ومع بداية سنة 2020 تقرر اعتماد آليات مختلفة لتشجيع إنشاء وتنمية المشاريع المبتكرة والمؤسسات الناشئة، وباشرت الحكومة في اتخاذ عدة تدابير لتعزيز ودعم الاستثمار وتنوع مصادر تمويل مؤسساتها الناشئة.

الشكل رقم (16.3): تطور حجم رأس المال المخاطر الأجنبي الموجه للمؤسسات الناشئة الجزائرية



Source: prepared by the student based on:

-2019 Africa Tech Venture Capital Report, op.cit, P 13.

¹ -Partech Africa team, “2019 Africa Tech Venture Capital Report”, p19. Retrieved from: <https://partechpartners.com/africa-reports/2021-africa-tech-venture-capital-report>

--2020 Africa Tech Venture Capital Report, p13. Retrieved from: <https://partechpartners.com/africa-reports/2020-africa-tech-venture-capital-report>

-2021 Africa Tech Venture Capital Report, p19. Retrieved from: <https://partechpartners.com/africa-reports/2021-africa-tech-venture-capital-report>

-2022 Africa Tech Venture Capital Report, p26. Retrieved from: <https://partechpartners.com/africa-reports/2022-africa-tech-venture-capital-report>

التحليل:

يلاحظ من خلال الشكل رقم (20.3) التطور الملحوظ الذي شهده حجم رأس المال المخاطر الأجنبي الموجه للمؤسسات الناشئة الجزائرية، إلا أنه يجدر التنويه أن أرقام هذه التقارير تخص جولات تمويل الأسهم التي تزيد عن 200 ألف دولار أمريكي، ويتضمن ذلك الصفقات التي يصفها التقرير على أنها البذور المتأخرة (Seed +) إضافة إلى صفقات جولات الاستثمار في المراحل المتأخرة، كما تغطي هذه التقارير المؤسسات الناشئة الأفريقية التي سوقها الأساسي من حيث العمليات أو الإيرادات في إفريقيا حصراً، رغم ذلك فهي قادرة على إظهار الاتجاه العام للاستثمار الأجنبي الموجه للمؤسسات الناشئة الجزائرية حيث أفادت بتحصيل 4 مليون دولار أمريكي من خلال جولة استثمارية واحدة لفائدة مؤسسة Heetch من قبل AfricInvest سنة 2019، ليصل حجم الجولة الاستثمارية سنة 2022 إلى 150 مليون دولار تحصلت عليه مؤسسة Yassir من خلال جولة استثمار¹، وهذا كله يعكس نمو حجم الاستثمارات الأجنبية الموجهة نحو المؤسسات الناشئة الجزائرية في السنوات الثلاث الأخيرة.

النتائج:

لا بد من التأكيد على أنه من السابق لأوانه معرفة كيف سيستمر هذا النمو الإجمالي القوي في رأس المال المخاطر الموجه للمؤسسات الناشئة الجزائرية، ولكن من المرجح أن تحافظ الأساسيات القوية للقطاع على التقدم المحرز في السنوات الأخيرة، كما أنها ترسم صورة متفائلة لتوليد فرص مستقبلية لرأس المال المتاح عالمياً للمؤسسات الناشئة في الدولة.

¹- Venture capital in Africa 2021, p 19. Retrieved from:

<https://www.avca.africa/media/uephx0k3/02034-avca-african-private-capital-activity-2021-public-9-1.pdf>

2. متعاملي صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر:

وتجدر الإشارة إلى أنه إلى حد تاريخ إنجاز هذه الدراسة، يمكن القول أنه يوجد على الساحة الوطنية 14 مؤسسة رأسمال استثماري مصحح لها بمزاولة نشاط رأس المال المخاطر، ومنها سبع شركات وطنية (الشركة المالية للاستثمارات والمساهمة والتوظيف، الصندوق الوطني للاستثمار، الجزائر استثمار، صندوق الاستثمار الجزائري، صناديق الاستثمار الولائية، وشركة ICOSIA، الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة)، وخمسة شركات ذات رأسمال أجنبي (AFRICINVEST, SWICORP,) و شركتين مختلطتين المالية الجزائرية للمساهمة والجزائرية السعودية للاستثمار. (ABRAAJ, ECP, RIVAYGARCIA)

الجدول رقم (12.3): شركات (صناديق) رأس المال الاستثماري في الجزائر

| الشركة | سنة التأسيس | نوعها | رأس المال (مليار دينار جزائري) | مجال الاهتمام | التدخل (سنة) | مساهماتها في المؤسسات "مرحلة الانشاء" |
|---|-------------|--------|--------------------------------|---------------------------------|--------------|---------------------------------------|
| المالية الجزائرية للمساهمة Finalep | 1991 | مختلطة | 3,2 الحالي | المشاريع الصناعية | 10-5 | 29 % |
| الشركة المالية للاستثمارات والمساهمة والتوظيف Sofinance | 2001 | عمومية | 10 الحالي | الصناعات التحويلية ¹ | 5-3 | - |
| الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ASICOM | 2004 | مختلطة | 8 | الخدمات والبنية التحتية | - | 3مليار |

¹- الزيتوني سايب، "رأس المال المخاطر كآلية مستحدثة في تمويل المؤسسات الناشئة والدروس المستفادة منها- حالة الجزائر والولايات المتحدة"، مجلة البحوث والدراسات العلمية، المجلد 13، العدد 1، جامعة يحيى فارس، المدينة، الجزائر، 2019، ص 15.

الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة

| | | | | | | |
|--|-----|--|-----------------------|----------------|---|--|
| 8 مشاريع ¹ | - | المشاريع الصناعية | 1 | عمومية | 2010 | الجزائر استثمار El djazair Istithmar |
| - | 7-4 | الخدمات المالية | - | عمومية | 2011 | الصندوق الوطني للاستثمار FNI |
| 150 مليون كحد أقصى | - | - | 58 | عمومية | 2011 | صناديق الاستثمار ² الولائية |
| - | - | القطاعات ذات النمو المرتفع، المؤسسات الناشئة | 700 مليون دولار | خاصة أجنبية | - | شركة إفريقيا للاستثمار AfricInvest |
| - | - | السلع الاستهلاكية، العقارات | 9 مليار دولار | خاصة أجنبية | بداية نشاطها في الجزائر 2011 Kantara | أبراج Abraj |
| - | - | السلع الاستهلاكية، العقارات | 1,8 مليار دولار | خاصة أجنبية | 2000 | شركة ECP |
| 150-10 مليون دولار في المشروع الواحد | - | القطاعات ذات النمو المرتفع | 1 مليار دولار | خاصة أجنبية | 2004 | شركة SWICORP |
| 9-1 مليون | - | جميع | - | عمومية | بداية نشاطها | Rivaygarcia |

1- أحلام بوقفة، "دور رأس المال الاستثماري في تنويع مصادر التمويل في الجزائر"، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 1، العدد 4، الجزائر، 2017، ص 210.

2- وكالة الأنباء الجزائرية، "الصندوق الجزائري لتمويل المؤسسات الناشئة: اتفاقية لاستغلال الصناديق الولائية الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة

| يورو في المشروع الواحد | | القطاعات | | أجنبية | في الجزائر- Mediterrània | |
|------------------------|---|----------------------------|-----|--------|-----------------------------|---------------------------------------|
| - | - | جميع القطاعات | 1,5 | عمومية | 2018 | شركة ACOSIA |
| - | - | القطاعات ذات النمو المرتفع | 11 | عمومية | 2020 | صندوق الاستثمار الجزائري AIF |
| - | - | المؤسسات الناشئة | 1,2 | عمومية | 2020 | الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة ASF |

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المواقع الرسمية لشركات رأس المال الاستثماري المعروضة.

التحليل:

لا مناص من القول أنّ الطابع العمومي هو السائد على شركات رأس المال الاستثماري المزاولة لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر، حيث يظهر الدعم الحكومي لهذه الآلية بشكل جلي من خلال سيطرته على العدد الأكبر من الشركات الممارسة للمهنة وحتى على مستوى الشركات ذات رأس المال المختلط، يكون الشريك الجزائري صاحب الأغلبية فيها حيث تمثل المساهمة الجزائرية نسبة 96% في شركة FINALEP¹.

أما فيما يتعلق بتجربة صناديق الاستثمار الأجنبية في الجزائر، فقد جاءت من خلال تطبيق بعض البرامج الدولية من منظمات عالمية، بعد أن أدركت هذه الأخيرة الإمكانيات الكبيرة المتوقعة لنمو الاستثمارات في منطقة شمال إفريقيا، فقامت باستغلالها من خلال تحويل مهارات وتجارب الخبراء الأجانب في صناعة رأس المال الاستثماري عن طريق إنشاء صناديق استثمارية في المنطقة.

1- أحلام بوقفة، مرجع سبق ذكره، ص 201.

النتائج:

في الأسواق المتقدمة، تراكمت المعرفة والمهارات المتعلقة بنشاط رأس المال المخاطر في المجتمع منذ ما يقرب 80 سنة¹. وعليه ليس من السهل أن تتوافر إمكانات مماثلة في الأسواق الناشئة للبلدان التي ظهر فيها هذا النشاط مؤخرًا، وهو ما يفسر هيمنة الحكومة الجزائرية على نشاط رأس المال المخاطر وتبنيها لإنشاء سوق رأس مال استثماري عمومي محلي.

3. عرض مساهمات ASF في تمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية:

من الجدول (16.3) يمكن ملاحظة تميز الهيكلة المؤسسية للشركات الممارسة لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر بعدم التخصص فيما يتعلق بنوع المؤسسات المستثمر فيها، باستثناء الصندوق الجزائري لدعم المؤسسات الناشئة والذي يظهر جليا من خلال التسمية توجهه للاستثمار في نوع محدد من المؤسسات ألا وهي المؤسسات الناشئة؛ وعليه رغما من تعدد شركات رأس المال الاستثماري الممارسة لنشاط رأس المال المخاطر في الجزائر إلا أننا خصصنا جزئيتنا هذه لعرض وتحليل ممارسات الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة نظرا لتوافقها وموضوع دراستنا.

1.3. محفظة استثمارات الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة:

يستند تمويل الصندوق إلى آلية المساهمة في رأس مال المؤسسات الناشئة " تمويل قائم على الأسهم " لفترة زمنية محدودة، من أجل وضعها على مسار نمو مستدام أو مساعدتها على تصدير منتجاتها وخدماتها برأسمال قدره 1.2 مليار دينار جزائري، تحتفظ به ستة بنوك عمومية بالتساوي، ممثلة في البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للادخار والتقاعد CNEP، البنك المحلي للتنمية BDL، البنك الزراعي والتنمية الريفية BADR، البنك الشعبي الجزائري CPA، البنك الخارجي الجزائري BEA².

وقد قام الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة، حتى بداية 2023، بتمويل حوالي 71 مؤسسة ناشئة جزائرية متحصلة على علامة "مشروع مبتكر" أو علامة "مؤسسة ناشئة" عبر 22 ولاية

¹- ولد عابد عمر وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص104.

²- Algerian Startup Fund, <https://asf.dz/> Visited 01/04/2023 at 21:17

³- <https://www.crunchbase.com/compare/hub/algerian-startup-fund-portfolio-companies/> Visited 01/04/2023 at 19:44

الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة

في 18 مجال نشاط مختلف، أبرزها الخدمات اللوجستية، تكنولوجيات الإعلام والاتصال، الصحة، النقل والسياحة، الصناعات الذكية، التجارة الإلكترونية¹. ويوضح الجدول بعض منها:

الجدول رقم (17.3): محفظة استثمارات الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة للفترة 2021-

2023

| المبلغ (دولار) | التاريخ | جولة الاستثمار | النشاط | المؤسسة الناشئة |
|----------------|------------|----------------|---------------------|-----------------|
| 35000 | 2021/03/28 | ما قبل البذرة | التعليم | B&F Company |
| 115000 | 2021/04/21 | البذرة | الرعاية الصحية | Bee solutions |
| 115000 | 2021/05/05 | البذرة | الرعاية الصحية | Pharmadigit |
| 65380 | 2021/05/26 | ما قبل البذرة | التمويل | mayKiha |
| 145000 | 2021/05/30 | البذرة | الاتصالات والتسويق | Idrane plus |
| 160000 | 2021/12/12 | البذرة | الخدمات اللوجستية | Opticharge |
| 85000 | 2022/10/16 | ما قبل البذرة | التجارة الإلكترونية | kassalti |
| 140000 | 2022/11/23 | البذرة | الخدمات اللوجستية | DML Engineering |
| 135000 | 2023/01/05 | ما قبل البذرة | الصناعات الذكية | Practic Power |
| 35000 | 2023/02/05 | ما قبل البذرة | التجارة الإلكترونية | Booxium |
| 135000 | 2023/02/15 | الجولة A | الزراعة | Irigran |

Source: Prepared by the student based on: <https://www.crunchbase.com>

¹ – “Algeria: a good year for startup financing,” 2022, <https://resilient.digital-africa.co/> Visited 01/04/2023 at 20:53

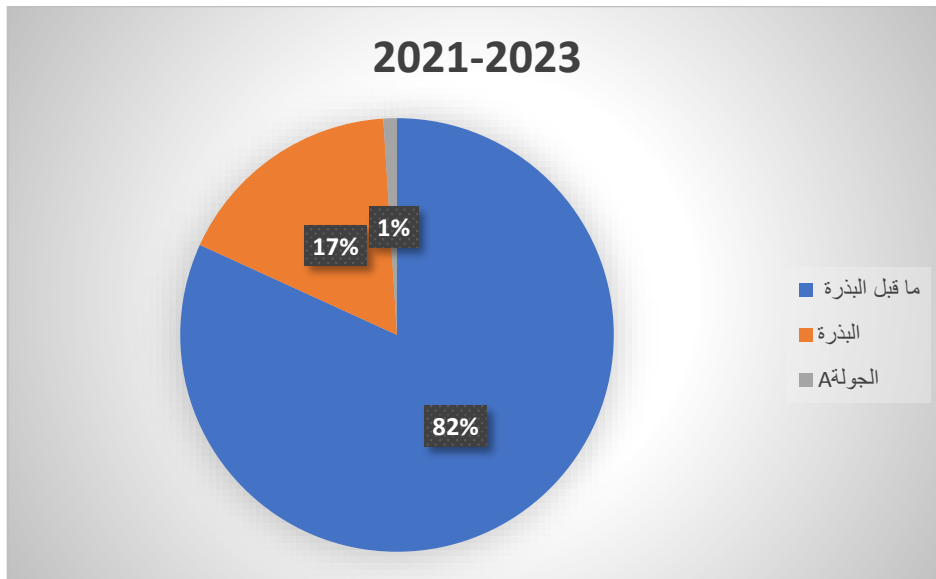
التحليل:

يملك الصندوق الجزائري لتمويل المؤسسات الناشئة محفظة استثمارية متنوعة المشاريع من حيث الأنشطة الاقتصادية، ويدعم المؤسسات الناشئة في مرحلة الانشاء وهو ما يمكن تكايدته من خلال حجم الصفقات الصغير نسبيا (لم تتجاوز 160000 دولار في المشاريع المعروضة في الجدول رقم 13.3) والذي يعد مؤشرا على مدى المرحلة المبكرة للمؤسسات الناشئة وقت الاستثمار.

2.3. توزيع محفظة استثمارات ASF حسب الجولات الاستثمارية:

أفادت البيانات المتوفرة على موقع قاعدة البيانات العالمية Crunchbase أن الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة قد ساهم في منح تمويل يقارب 5,7 مليون دولار منذ بداية نشاطه سنة 2021 إلى غاية الربع الأول من سنة 2023 من خلال 75 جولة استثمار، موزعة على النحو التالي:

الشكل رقم (17.3): توزيع محفظة استثمارات ASF حسب الجولات الاستثمارية



Source: Prepared by the student based on: <https://www.crunchbase.com/>

التحليل:

بلغت نسبة استثمارات الصندوق الموجهة لجولة "ما قبل البذرة" نسبة 82% من جميع الاستثمارات التي تم إجراؤها في الفترة ما بين 2023-2021 وهو ما يعادل 61 جولة استثمار ما قبل البذرة من أصل 75 جولة استثمارية، تلتها "البذرة" بنسبة 17% (13 جولة)، وحازت الجولة A على نسبة 1% وهي الجولة الوحيدة من هذا النوع التي تم إجراؤها منذ بداية نشاط الصندوق، يمكن

تفسير النسب بتفضيل مستثمري الصندوق توجيه استثماراتهم نحو المؤسسات الناشئة في المراحل المبكرة، بهدف تقديم الدعم الاستراتيجي بغية تعزيز فرص نجاحها.

النتائج:

تأسيسا على ما سبق عرضه يُعد الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة واحد من أكثر الأدوات فعالية التي استخدمها السياسة الاقتصادية لدعم وتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر، فقدرته الفريدة على العمل في ظل ظروف عدم تناسق المعلومات تسمح له باختيار ودعم المشاريع المحفوفة بالمخاطر ذات آفاق النمو الواعدة.

المبحث الرابع: عروض الرموز -مستقبل تمويل المؤسسات الناشئة-

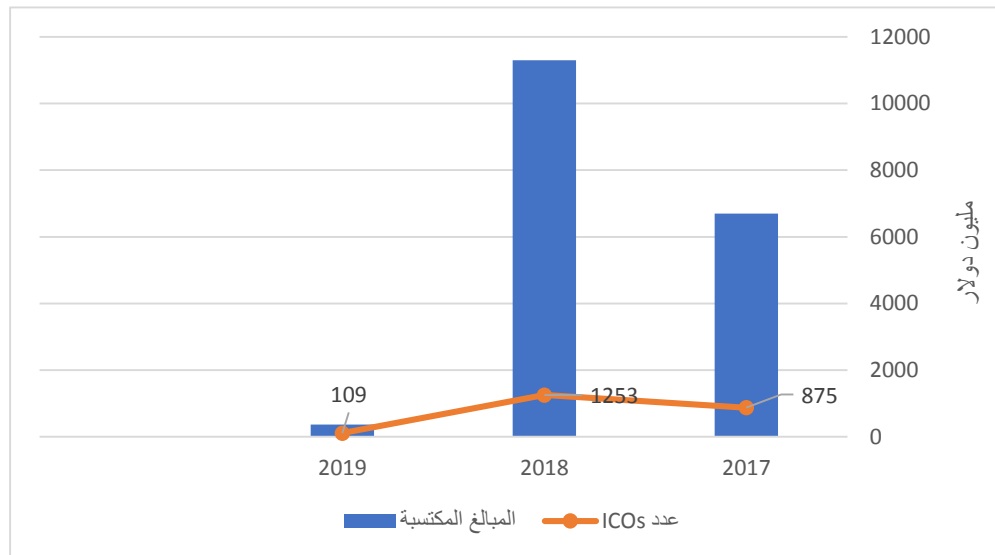
تتيح تكنولوجيا البلوك شايين Blockchain معاملات أسرع وأكثر أمانا عبر الحدود، تحتوي الرموز المميزة على أنواع لا تقدر بثمن من الأصول والقيمة، مزيج من كلتا التقنيتين لزيادة رأس المال يؤدي إلى عروض الرموز. تمثل عروض الرموز التي تتم غالبا من خلال عروض العملات الأولية ICOs أو عروض التبادل الأولية IEOs أو عروض رموز الأمان STOs، خروجاً عن طرق التمويل المركزية، ووسيلة حديثة قائمة على تكنولوجيا Blockchain لتأمين رأس المال للمؤسسات الناشئة، فرغم إشاراتنا فيما سبق بالدور الفعال الذي يلعبه كل من التمويل الجماعي، الاستثمار الملائكي، استثمار رأس المال المخاطر وغيرها من آليات التمويل المعروضة في الجزئيات السابقة من الدراسة في توفير فرص هائلة لتمويل المؤسسات الناشئة، إلا أنه لا يزال نقص السيولة عبئا كبيرا تتحمله هذه الأخيرة، وهو ما يجعل العروض الرمزية مصدرا جديدا واعدة لتمويل ريادة الأعمال.

المطلب الأول: لمحة عامة عن سوق العروض الأولية للعملات

1. السوق العالمي للعروض الأولية للعملات:

تطور سوق عروض العملات الأولية العالمي بالتوازي مع القيمة السوقية الإجمالية لأسواق التشفير، حيث نما بشكل كبير بين سنتي 2017-2018، ليشهد بعد ذلك انخفاضا حادا سنة 2019، وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (18.3): حجم العروض الأولية للعملات وفقا لعددها 2019-2017



Source: Prepared by the student based on: ICO statistics, <https://www.tokens-economy.com/ico/statistics//index.html>

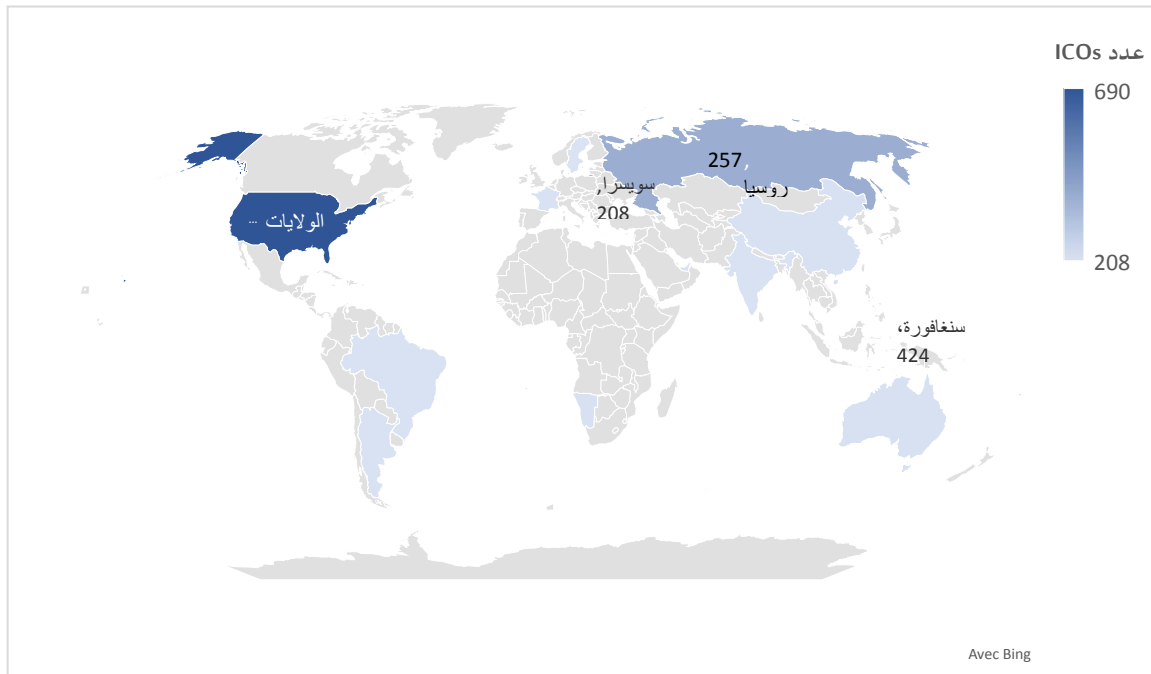
التحليل:

شهد السوق العالمي لعروض الرموز 1285 عرضاً أولياً للعمليات سنة 2018، ساهمت في جمع ما يفوق من 11 مليار دولار، أي بزيادة فاقت 30% في عدد العروض و68% في حجمها مقارنة بسنة 2017، ليعرف بعد سنة من ذلك انخفاضاً حاداً من حيث الأحجام وعدد العروض التي وصلت إلى 109 عروض جمع من خلالها 370 مليون دولار. ويعزى الانخفاض الحاد في حجم العروض الأولية للعمليات إلى فقدان الثقة نتيجة تزايد عمليات الاحتيال ونقص التنظيم، مضافاً إليه تطوير نماذج تمويل جديدة كحلول لهذه التحديات، كما اجتذبت خصائصها اهتمام أصحاب المؤسسات الناشئة والمستثمرين على حد سواء.

2. تمركز العروض الأولية للعمليات عالمياً:

تشير الإحصائيات الصادرة عن منصة Token-Economy إلى هيمنة كل من الولايات المتحدة الأمريكية، روسيا، المملكة المتحدة، سنغافورة وسويسرا على العروض الأولية للعمليات العالمية، وذلك وفقاً عددها الإجمالي في سنوات الثلاث 2017، 2018، 2019.

الشكل رقم (19.3): تمركز العروض الأولية للعمليات عالمياً 2017-2019



Source : Prepared by the student based on: ICO statistics, <https://www.tokens-economy.com/ico/statistics//index.html>

التحليل:

فسر Oksana A. Karpenko مع مجموعة من الباحثين الآخرين سبب تمركز العروض الأولية للعمليات في البلدان الخمس الآتفة الذكر، من خلال ربط عدد العروض الأولية للعمليات في الدول المختلفة بمدى كفاية التنظيم القانوني لعملياتها والمخاطر المترتبة عنها، كما أسفرت نتائج بحثهم عن تقسيم دول العالم إلى ثلاث مجموعات رئيسية تتميز كل مجموعة بخصائص محددة للتنظيم القانوني الخاص بعمليات العروض الأولية للعمليات:¹

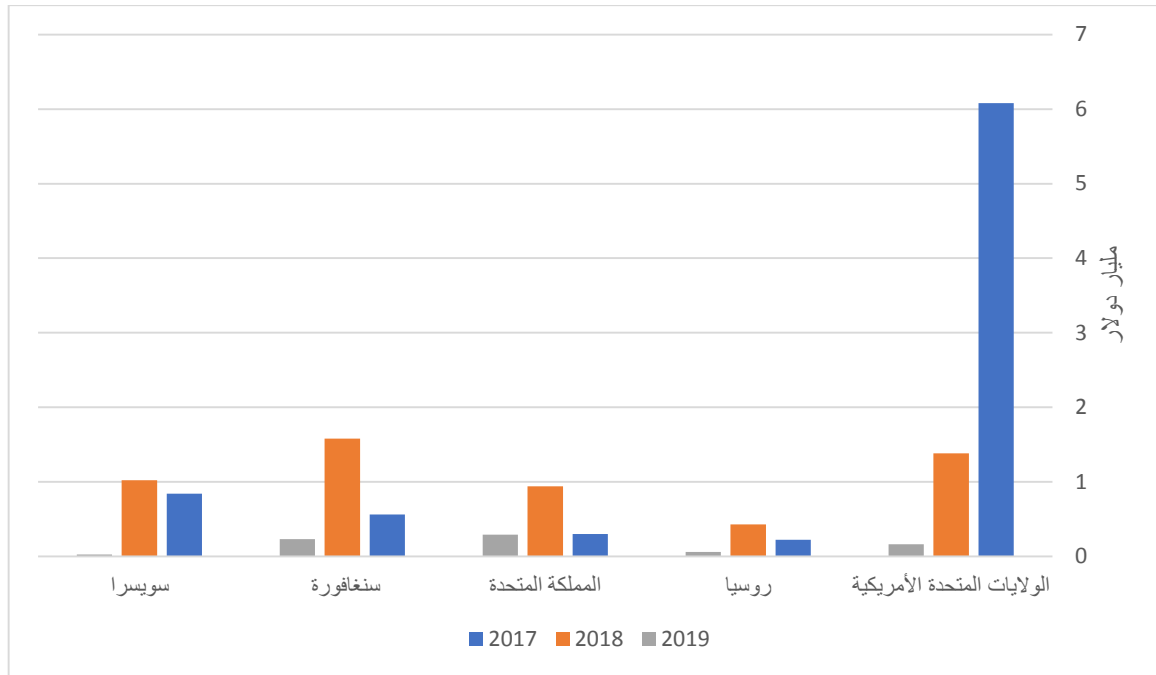
- المجموعة الأولى: تضم البلدان ذات القواعد القانونية المتقدمة لإجراء العروض الأولية للعمليات، تمكّنها من تداول لاحق للرموز على أراضيها، أبرزها: الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة.
- المجموعة الثانية: تضم البلدان التي تخلق الظروف الأكثر ملاءمة لعمليات العرض الأولي للعمليات في أراضيها، كخفض معدلات الضرائب مثلاً، أبرزها سنغافورة وسويسرا.
- المجموعة الثالثة: تضم البلدان التي لديها موقف انتظاري وترقب للألية، وهي أكثر البلدان عدداً، تمتلك قابلية الهجرة تدريجياً إلى المجموعة الأولى أو الثانية، أبرزها دول الاتحاد الروسي ودول الاتحاد الأوروبي.

النتائج:

أثبتت الممارسات البارزة لعمليات العروض الأولية للعمليات حقيقة أن اعتماد المؤسسات الناشئة على هذه الآلية لزيادة رأس مالها يتطلب تطوير البنى التحتية المالية والرقمية، مع توفير قدر كاف من التنظيمات القانونية لإضفاء الشرعية على العملية وحماية المؤسسة الناشئة والمستثمرين من مخاطر الاحتيال.

¹ -Oksana A. Karpenko, Tatiana K. Blokhina, and Lali V. Chebukhanova, "The Initial Coin Offering (ICO) Process: Regulation and Risks," Journal of Risk and Financial Management 14, no. 12, 2021, P3.

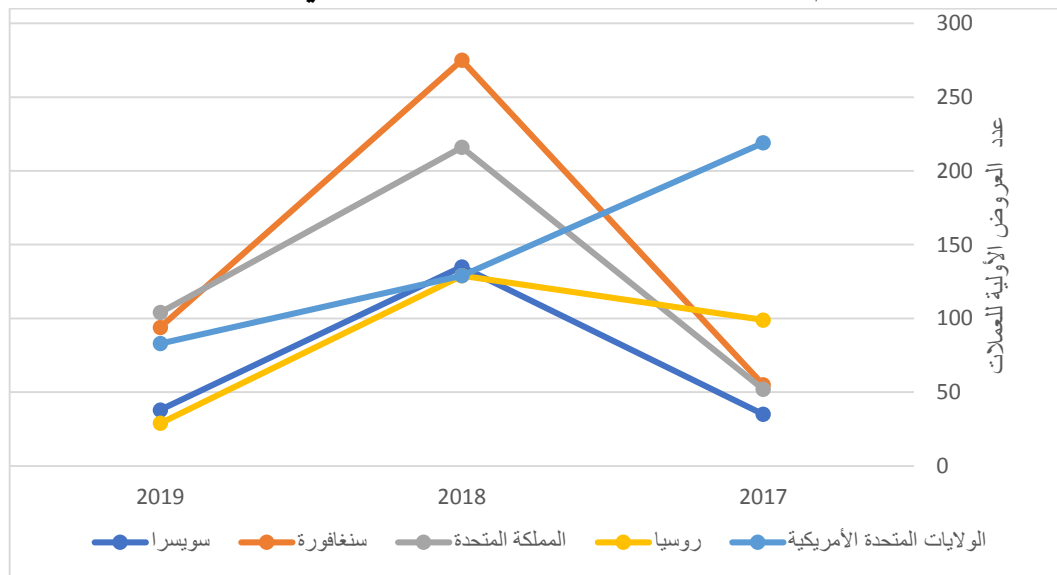
الشكل رقم (20.3): الحجم الإجمالي للمبالغ المكتسبة من خلال العروض الأولية للعملة في الدول الرائدة عالميا 2019-2017



Source : Prepared by the student based on: ICO statistics, <https://www.tokens-economy.com/ico/statistics//index.html>

كما يوضح الشكل الموالي عدد العروض الأولية للعملة في الدول الرائدة 2019-2017

الشكل رقم (21.3): عدد العروض الأولية للعملة في الدول الرائدة 2019-2017



Source : Prepared by the student based on: ICO statistics, <https://www.tokens-economy.com/ico/statistics//index.html>

التحليل:

لم يشهد تطور حجم العروض الأولية للعملاء في كل من سويسرا، سنغافورة والمملكة المتحدة وروسيا أي اختلاف يذكر مقارنة بالتطور العالمي، في حين شهدت الولايات المتحدة الأمريكية والتي يمكن القول أنها استولت على معظم العروض الأولية للعملاء العالمية سنة 2017، انخفاضا حادا من حيث أحجام وعدد العروض التي وصلت إلى 129 عرضا جمع من خلالها 1,3 مليار دولار، وأثبت الانخفاض الحاد في حجم العروض الأولية للعملاء كفاءة القوانين التنظيمية المتعلقة بها في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث صرح موقع icobench.com أن أكثر من 80% من ICOs خلال طفرة 2018 كانت عمليات احتيال¹.

3. مساهمة العروض الأولية للعملاء في تمويل المؤسسات الناشئة:

الحصول على صورة واضحة للتأثير العالمي لعمليات العروض الأولية للعملاء على تمويل المؤسسات الناشئة أمر صعب، حيث أن المعلومات موزعة على مجموعة متنوعة من التقارير والمصادر، في جزئتنا هذه اعتمدنا على احصائيات موقع ICO BENCH.

كشفت الموقع عن مساهمة العروض الأولية للعملاء في رفع رأس مال المؤسسات الناشئة بمقدار فاق 13 مليار دولار عن طريق 5036 عرض أولي للعملاء بين سنتي 2016-2019، استحوذت سنة 2017 على ما يقارب 4.9 مليار دولار من إجمالي المبالغ المكتسبة خلال هذه الفترة، ومع نهاية سنة 2018 قفز هذا الرقم إلى 33.4 مليار دولار، وهو ما يفوق المبلغ الإجمالي الذي تم جمعه من خلال استثمار رأس المال المخاطر للمشاريع الالكترونية. مع نهاية سنة 2022 وصلت مساهمة العروض الأولية للعملاء في تمويل المؤسسات الناشئة حوالي 50 مليار دولار².

¹ -Emily Dean, "70+ ICO Statistics You Need to Know in 2023", 2023, <http://icobench.com/> Visited 1/09/2023 at 21:18

²Ibidem.

الجدول رقم (18.3): أنجح العروض الأولية للعملات عالمياً

| المنطقة | المكافأة ¹ | مبلغ ICO (M\$) | السنة | المشروع | اسم ICO |
|------------------------|-----------------------|----------------|-------|--|-------------|
| جزر الكايمان | حق العمل | 4100 | 2018 | Smart Contracts | EOS |
| جزر العذراء البريطانية | حق الاستخدام | 1700 | 2018 | Encrypted Messaging & Blockchain Ecosystem | Telegram |
| جزر العذراء البريطانية | حق الاستخدام | 407 | 2018 | Decentralized Currency for Casinos | Dragon Coin |
| سنغافورة | حق الاستخدام | 320 | 2018 | Cryptocurrency Exchange | Huobi Token |
| سويسرا | حق الاستخدام | 258 | 2017 | IoT Contract & Payment Platform | Hyundai DAC |

Source: ICOBENECH, <http://icobench.com/>*

التحليل:

في تحليلنا للجدول رقم (18.3)، سنأخذ العرض الأولي للعملات EOS كمثال لشرحه باعتباره أكبر عروض العملات الأولية. EOS هي عبارة عن منصة عقود ذكية تم تأسيسها باستخدام تقنية مفتوحة المصدر طورتها المؤسسة الناشئة Block.one. تم إطلاق هذه المنصة سنة 2018 لتحدي منصة Ethereum الرائدة للعقود الذكية آنذاك، وسجل عرضها الأولي للعملات رقماً قياسياً حيث أسفر عن جمع 4,1 مليار دولار أي ما يقرب ربع طفرة ICO بأكملها، حصل مقابلها المستثمرون على رموز EOS، والتي بلغت قيمتها عند إطلاق العرض 14.64 دولاراً وفي ذروتها تم تداولها مقابل

¹ - اطلع على: <https://cointelegraph.com/>

22.89 دولاراً، وتغول العملة لملكها حق التصويت وتقرير من يمكنه تعدين Blockchain EOS (حق العمل)، بعد الاطلاق لم تقم Block.one إلى حد كبير بإعادة الاستثمار في السلسلة، حيث وجهت الشركة جزء منه لتمويل مشاريع أخرى (الشبكة الاجتماعية Voice والتبادل المركزي Bullish)، كما فشلت الأربع مليارات دولار القياسية التي تم جمعها في تحقيق العوائد المتوقعة. أكدت شركة Block.one بدورها أنه قانوناً يمكنها التصرف في عائدات ICO بالشكل الذي تراه مناسباً¹.

يلاحظ كذلك أن الرمز المميز المشتري في أي من العروض الأولية للعملات الموضحة في الجدول (18.3)، لا يمنح حق سيطرة مباشرة في المؤسسات الناشئة، فبسبب المخاوف التنظيمية تمتنع أغليبتها عن إصدار الأسهم والأوراق المالية عن طريق هذه الآلية.

النتائج:

وفقاً لما تم عرضه يتضح أن ICO يعمل وفق مبدأ التمويل الجماعي لكنه يختلف عنه من حيث التنفيذ، وأنّ الجمع بين كلا الآليتين قد يكون الحل الأمثل لتطويرهما مستقبلاً والتغلب على أوجه القصور الحالية في كل منهما، خاصة التمويلية منها.

المطلب الثاني: لمحة عامة عن سوق عروض التبادل الأولية

ظهر أول عرض للتبادل الأولي مع نهاية سنة 2017 من خلال إطلاق أول مشروع للتبادل الأولي Gifto في بورصة التشفير Binance، وهو مشروع بث مباشر تم إنشاؤه بواسطة Uplive، نجح في تحقيق هدفه التمويلي البالغ 30 مليون دولار في غضون عدة دقائق. بعد فترة وجيزة، جمعت Bread هي الأخرى 32 مليون دولار في أقل من 90 دقيقة لمشروعها الذي يهدف إلى إنشاء بنك لامركزي آمن للمستخدمين لإدارة الأصول المشفرة وتداولها والذي تم إطلاقه للتداول في بورصة التشفير ذاتها. لتتوالى بعد ذلك نجاحات عروض التبادل الأولية ما بين سنتي 2017-2018، والتي على الرغم من تحقيقها لمبالغ تمويلية ضخمة، غير أنها لم تكن كفيلة بالتسويق لتبني هذه الآلية من قبل المؤسسات الناشئة².

¹ -Joch.A, "EOS broke 4\$ billion with its ICO, then things went wrong," 2023, [EOS Raised \\$4 Billion in ICO: Where Did the Money Go? \(beincrypto.com\)](https://beincrypto.com) visited 3/09/2023 at 09:09

²-Eric Grant, " 13 IEOs that have place through Binance launchpas," 2019,

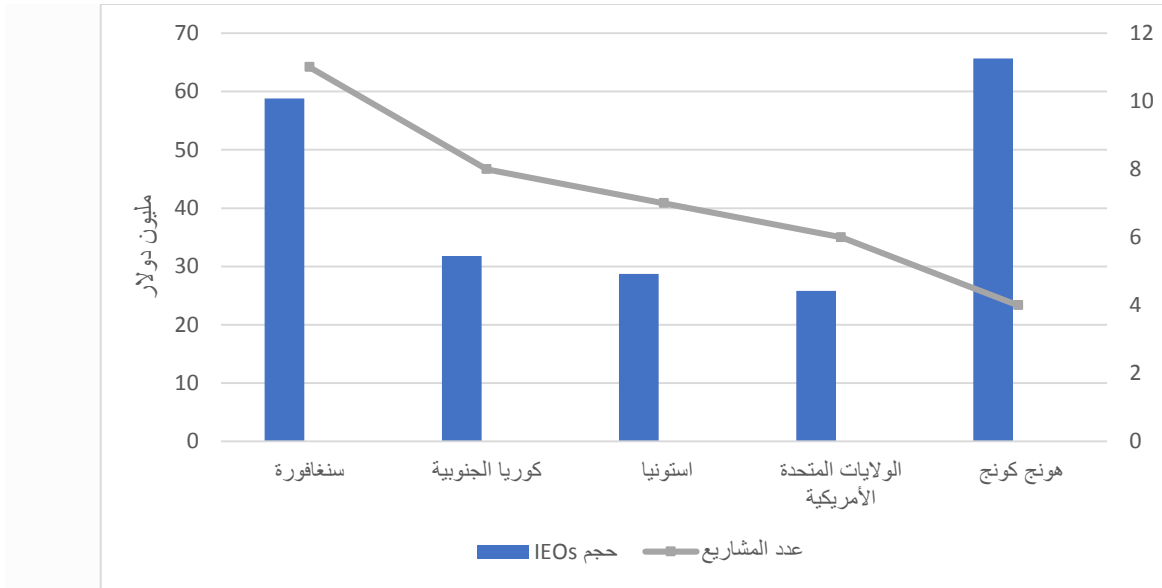
<https://usethebitcoin.com/6-ieos-that-have-taken-place-through-binance-launchpad/> visited 3/09/2023 at 13:52

مع حلول سنة 2019 وكاستجابة لانكماش سوق العروض الأولية للعملاء نتيجة لتفاقم عمليات الاحتيال بها (صرح موقع icobench.com أن أكثر من 80% من ICOs خلال طفرة 2018 كانت عمليات احتيال)، تمكنت عروض التبادل الأولية أخيراً من الاستحواذ على حصة في السوق كطريقة جمع أموال جديدة تستند إلى بورصة التشفير موفرة بذلك نموذج عرض رموز أكثر أماناً وامثالاً للوائح التنظيمية لكل من المصدرين والمستثمرين.

1. تمركز عروض التبادل الأولية عالمياً:

تشير احصائيات موقع ICO BENCH، إلى هيمنة كل سنغافورة، كوريا الجنوبية، استونيا، الولايات المتحدة الأمريكية وهونج كونج على عروض التبادل الأولية لسنة 2019، وذلك بناء على عددها الإجمالي وحجم التمويل المحقق من خلالها.

الشكل رقم (22.3): الحجم الإجمالي للمبالغ المكتسبة من خلال عروض التبادل الأولية في الدول الرائدة عالمياً 2019



Source: Prepared by the student based on: Michael Graw, "what is an IEO (Initial Exchange offering)?", ICObench, 2023, <https://icobench.com/ieo/what-is-an-ieo> Visited 3/09/2023 at 16:57

التحليل:

احتلت سنغافورة المركز الأول من خلال إطلاق 11 مشروع للتبادل الأولي في بورصات تشفير مختلفة حققت مقابلها 58,8 مليون دولار، تلتها كوريا الجنوبية في المركز الثاني بـ 8 مشاريع جمعت من خلالها 31,8 مليون دولار، أما المركز الثالث فكان من نصيب إستونيا بـ 7 مشاريع، 28,7 مليون دولار، تلتها الولايات المتحدة الأمريكية بـ 6 مشاريع، 25,8 مليون دولار، أما هونغ كونغ وعلى الرغم من احتلالها المرتبة الخامسة عالمياً من حيث عدد المشاريع (4 مشاريع) إلا أنها كانت الدولة الرائدة عالمياً من حيث إجمالي المبالغ المكتسبة من عروض التبادل الأولية 65,7 مليون دولار، قد يرجع ذلك إلى قدرة هذه المشاريع على جذب المستثمرين من خلال الترويج الجيد لعرض التبادل الأولي الخاص بها، أو نشاطها ضمن قطاع يحوز اهتمام المستثمرين.

النتائج:

العلاقة بين عدد عروض التبادل الأولية ومقدار المبالغ المكتسبة من خلالها معقدة، تتأثر بمجموعة متنوعة من العوامل.

2. أنجح عروض التبادل الأولية عالمياً:

1.2. بورصات التشفير الأكثر شهرة وموثوقية:

وفقاً لموقع CoinMarketCap الذي يمثل المرجع العالمي لتتبع أسعار الأصول المشفرة، يتم منح بورصات التشفير درجة من 0,0 إلى 10,0 استناداً إلى معايير محددة مثل حجم التداول، متوسط السيولة، سهولة الوصول.

ويتم استخدام هذه الدرجة لتحديد ترتيب البورصات بموجب أدائها، كما يمكن أن يكون لها تأثير على اختيار المستثمرين للتداول في البورصات المشفرة¹، وتعتبر كل درجة على مستوى أداء البورصة المشفرة على النحو التالي:²

أكبر من 6,0: جيد، من 4,0 - 6,0: متوسط، أقل من 4,0: ضعيف.

¹ - CoinMarketCap support, "Exchange Ranking," 2023, <https://support.coinmarketcap.com/hc/en-us/articles/360052030111-Exchange-Ranking> Visited 5/09/2023 at 08:25

² - Ibidem.

الجدول رقم (19.3): مميزات أشهر بورصات التشفير العالمية

| الدول المحظورة | متوسط السيولة | عدد العملات المشفرة | حجم التداول اليومي (B\$) | الدرجة | سنة الاطلاق | بورصة التشفير |
|--------------------------------------|---------------|---------------------|--------------------------|--------|-------------|---------------|
| الولايات المتحدة، سنغافورة، أونتاريو | 831 | 393 | 11 | 9,9 | 2017 | Binance |
| متاحة في 100 دولة | 702 | 241 | 1,7 | 8,5 | 2012 | Coinbase |
| متاحة في 200 دولة | 697 | 243 | 0,5 | 8 | 2013 | Kraken |
| متاحة في 200 دولة | 608 | 319 | 1,9 | 7,6 | 2017 | OKX |
| متاحة في 200 دولة | 534 | 727 | 0,8 | 7,6 | 2017 | KuCoin |

Source: CoinMarketCap, <https://coinmarketcap.com/>.

التحليل:

تصدرت Binance قائمة أفضل بورصات التشفير العالمية لسنة 2023، إذ شكل حجم التداول اليومي بها أضعاف أحجام التداول مقارنة مع باقي البورصات الرائدة الموضحة في الجدول رقم (19.3) والذي بلغ 11 مليار دولار (6 أضعاف حجم التداول اليومي في Coinbase، و5 أضعاف حجم التداول اليومي في OKX، و22 مرة ضعف حجم التداول اليومي في Kraken، و13 مرة ضعف حجم التداول اليومي في KuCoin)، يعزى ذلك لارتفاع متوسط السيولة بها "توفر أوامر البيع والشراء لأزواج تداول مختلفة (ETH/BETH; BETH/USDT)¹" مما ساهم في استقرار الأسعار، و جذب المزيد

¹- Guneet Kaur, "Crypto exchange liquidity, explained," 2023, <https://cointelegraph.com/explained/crypto-exchange-liquidity-and-why-it-matters-explained> Visited 5/09/2023 at 17:24

من المتداولين (المؤسسات الناشئة، المستثمرين). ومع ذلك، فإن Binance كمعظم بورصات التشفير غير متاحة للتداول في جميع أنحاء العالم أو محدودة الميزات بسبب القيود المفروضة على التبادلات في مختلف الدول. على سبيل المثال لا يمكن للمؤسسات الناشئة أو المستثمرين من الولايات المتحدة الأمريكية، سنغافورة، وأونتاريو (كندا) التداول في بورصة Binance.

النتائج:

ينظر المتداولون إلى البورصات الأكثر موثوقية على أنها تلك التي تتمتع بمستوى عال من السيولة الضرورية لإنشاء والحفاظ على قيمة العملات المشفرة الناشئة، ويؤدي نقص السيولة إلى إعاقة تبني هذه الأخيرة مما يتسبب في فشل عروض التبادل الأولى في تحقيق هدفها التمويلي.

ملاحظة:

تضيف النتائج المتحصل عليها سببا آخر لتفسير زيادة هونغ كونغ من حيث إجمالي المبالغ المكتسبة من عروض التبادل الأولية، ألا وهو إطلاقها لهذه العروض في بورصات تشفير ذات سيولة عالية.

2.2. مساهمة عروض التبادل الأولية في تمويل المؤسسات الناشئة:

ازدادت شعبية عروض التبادل الأولية في السنوات الأخيرة كوسيلة لتمويل المؤسسات الناشئة، خاصة سنة 2019 أين بدأت العديد من البورصات المشفرة في فتح مواقعها لإطلاق هذه العروض والإشراف على سيرها، موفرة بذلك نموذجا أكثر أمانا لعروض الرموز لكل من المؤسسات الناشئة والمستثمرين، ووفقا لدراسة أجرتها CB Insights ، زاد عدد عروض التبادل الأولية بشكل ملحوظ بين سنتي 2019-2020، إذ قفز من 137 IEOs إلى 1450 IEOs. كما توقعت الدراسة أن يستمر هذا النمو مستقبلا، وذلك نتيجة الاتجاه المتزايد للمؤسسات الناشئة نحو الاستفادة من تقنية blockchain لجذب الاستثمار¹، وفيما يلي عرض لأبرز عروض التبادل الأولية عالميا:

¹ - CB Insights, "State of blockchain report," 2022, P9. Retrieved from: <https://www.cbinsights.com/research/what-is-blockchain-technology/>

الجدول رقم (20.3): أنجح عروض التبادل الأولية عالميا

| ATH ROI | ROI | مبلغ IEO (M\$) | بورصة التشفير | السنة | المشروع | الرمز |
|----------------|-----------------|---|---------------|-------|-----------------|-------|
| 4553% | 1784% | 83 | Gate.io | 2019 | Gatechain Token | GT |
| 111% | - | 40 | Bgogo | 2019 | Armors Labs | ARM |
| 1031% 1710% | - - | الجولة الأولى: 12 الجولة الثانية: 2,5 | OKEx | 2019 | BlockCloud | BLOC |
| 4720% | 264% | 5,85 | Binance | 2019 | Band Protocol | BAND |
| 1663% 985% | 20,8% -25,7% | الجولة الأولى: 0,32 الجولة الثانية: 2,08 | Huobi | 2023 | Akropolis | AKT |

Source: Prepared by the student based on: <https://cryptorank.io>.

التحليل

لم تقتصر مساهمة عروض التبادل الأولية للمشاريع المعروضة في الجدول رقم (20.3) على جمع مبالغ تمويلية ضخمة فقط، بل يبدو أن عوائدها الاستثمارية مربحة للغاية أيضا. وفرت GateToken، وهي مؤسسة ناشئة جمعت تمويلًا قدره 83 مليون دولار نتيجة عرض التبادل الأولي الخاص بها والذي أجرته سنة 2019، عائدا استثمارا هائلا قدره 1784%. بالمثل جمع Armor Labs بعد إطلاق رمزه ARM للتبادل في بورصة التشفير Bgogo 40 مليون دولار سنة 2019 والذي وصل عائده الاستثماري في أقصى حد له إلى 111%. المشروع الثالث هو BlockCloud، والذي تم تنفيذ عرض التبادل الأولي الخاص به على منصة التشفير OKEx على مرحلتين، تم إصدار 1,5 مليار BLOC وبيعها قبل إدراجها في البورصة "جولة المبيعات الخاصة" مقابل 0,008 دولار لكل BLOC بلغ بذلك إجمالي

جولة التمويل الأولى 12 مليون دولار، جمع المشروع في المرحلة الثانية "البيع العام" 2,5 مليون دولار مقابل بيع 500 مليون BLOC بسعر 0,005 دولار لكل رمز¹. لم تختلف حالة مشروع التشفير Akropolis كثيرا عن المشروع السابق حيث عرض رمزه AKT هو الآخر للتبادل على مرحلتين جمعت الأولى ما يقرب من 320000 دولار من خلال جولة المبيعات الخاصة والتي أصدرت خلالها 64 مليون AKT بيعت بسعر 0.005 دولار لكل رمز، بينما جمعت المرحلة الثانية 2.08 مليون دولار عن طريق بيع 256 مليون AKT بسعر 0.008125 دولار لكل رمز²، ومن ناحية أخرى أطلق Protocol Band رمزه BAND للتبادل في بورصة التشفير Binance. تبنت Binance نهجا غير عادي لتوزيع رموز BAND إذ قامت بتوزيع تذاكر يانصيب على المستثمرين المهتمين ببناء على متوسط مقتنياتهم من BNB (رمز التبادل الأصلي Binance)، وذلك قبل إطلاق عرض التبادل الأولي. تذاكر اليانصيب الفائزة تسمح للمالكين بشراء ما يصل إلى 300 دولار من BAND، والذي بلغ سعره 0.473 دولار خلال IEO. يمكن للمستثمرين مالكي تذاكر اليانصيب غير الفائزة أيضا شراء BAND، المتبقية التي لم يطالب بها الفائزون بمبلغ يتناسب مع عدد تذاكر اليانصيب الخاصة بهم. في نهاية عرض التبادل الأولي جمع Protocol ndBa 5,85 مليون دولار مقابل بيع BAND 12368200³.

النتائج:

تقوم عروض التبادل الأولية ببناء نظام بيئي استثماري أكثر أمانا من خلال توفير الوصول إلى فرص استثمارية جديدة على منصات موثوقة "بورصات التشفير"، مما يسمح للمؤسسات الناشئة بجمع الأموال على نطاق واسع، ويقلل من مخاطر المستثمرين نتيجة العناية الواجبة والتدقيق المفروضين من قبل هذه البورصات، كما يمكن لكل من المؤسسات الناشئة وبورصات التشفير أن يمنحا وصولا تفضيليا لرموز عروض التبادل الأولية للمستثمرين على النحو التالي:

- المؤسسات الناشئة: يمكن أن توجه عروضها لمستثمرين معينين "المستثمرين المؤسساتيين Institutional* Investors"، وذلك من خلال إجراء جولات المبيعات الخاصة التي تمكنهم من شراء الرموز بأسعار منخفضة نسبيا مقارنة بالمستثمرين الأفراد، وعلى الرغم من أن هذا الشكل قد يكون غير عادل لفئة المستثمرين هذه إلا أنه يساعد المؤسسات الناشئة في الاستفادة من الخبرات والدعم المقدم من قبل المستثمرين المؤسساتيين والمصاحب لاستثماراتهم.

¹- <https://cryptorank.io/ico/blockcloud> Visited 6/09/2023 at 15:08

²- <https://cryptorank.io/ico/akropolis> , Visited 6/09/2023 at 15:54

³- <https://cryptorank.io/ico/protocolband>, Visited 6/09/2023 at 16:19

- بورصات التشفير: تستخدم رموز التبادل الخاصة بها لزيادة الترويج للمؤسسات الناشئة من خلال مستخدمي النظام الأساسي سواء كانوا مستثمرين فرديين أو مؤسستين مما يؤدي إلى تزويد المؤسسات الناشئة بمجمع استثماري أكبر للتمويل.

المطلب الثالث: لمحة عامة عن سوق عروض رموز الأمان

تشابه رموز الأمان والأوراق المالية التقليدية من أسهم وسندات غير أنها تأخذ شكل أصول مشفرة بدلا من العملات الورقية، ويتم إصدارها من خلال عروض رموز الأمان بغض النظر عن مرحلة تطور المؤسسة الناشئة¹. تتمثل وظيفتها الأساسية في العمل كاستثمار مالي لحاملها، وذلك بمنحه حقوقا قانونية مختلفة (حقوق أرباح الأسهم أو حقوق تصويت أو حصة من أرباح المؤسسة)²، وتتميز رموز الأمان عن غيرها من الرموز الصادرة عن طريق عروض العملات الأولية أو عروض التبادل الأولية بخضوعها لقوانين الأوراق المالية، غير أن الطبيعة الهجينة** التي تتمتع بها العديد من الرموز تصعب عملية تصنيفها (رموز منفعة، رموز أداء، رموز أمان)³.

وتجنباً للخلط بين طبيعة الرموز لجأت الولايات المتحدة الأمريكية إلى الاستعانة بهيئة الأوراق المالية والبورصات والتي تبنت اختبار Howey* للتأكد مما إذا كان الرمز مؤهلاً ليمثل ورقة مالية أو لا، في حين سعى الاتحاد الأوروبي إلى تطوير الإطار القانوني الخاص بالرموز من خلال طرح أربع مقترحات: قانون أسواق الأصول المشفرة CAMi، تنظيم البنية التحتية للسوق المشفرة بناء على تقنية دفتر الأستاذ الموزع PDMIR، لائحة المرونة التشغيلية الرقمية DORA، ومجموعة التوجيهات لتعديل تشريعات الخدمات المالية الحالية. وفقا لهذه اللوائح ستخضع عروض رموز الأمان لقانون توجيهات الأسواق المالية الأوروبي MiFID II والتشريعات الأخرى الخاصة بالأسواق المالية مستقبلا، أما حاليا

*المستثمرين المؤسستين: كيانات تقوم باستثمار الأموال بشكل جماعي مثلها: البنوك، شركات التأمين، صناديق استثمارية. عادة ما يستثمرون مبالغ ضخمة، ويتمتعون بإمكانية الوصول إلى المعلومات والتحليلات التي لا تتوفر للمستثمرين الأفراد.

¹- Thomas Lambert, Daniel Liebau, and Peter Roosenboom, "Security Token Offerings," Small Business Economics, 2021, p319.

²- Seen Meng Chew and Florian Spiegel, "Security Token Offering—New Way of Financing in the Digital Era," Journal of Financial Transformation, no.52,2021, p147.

** الرموز الهجينة : هي رموز تعرض ميزات لأكثر من فئة واحدة من الأصول المشفرة

*اختبار oweyH : أربعة معايير يجب أن يفي بها الأصل للتأهل كعقد استثمار.

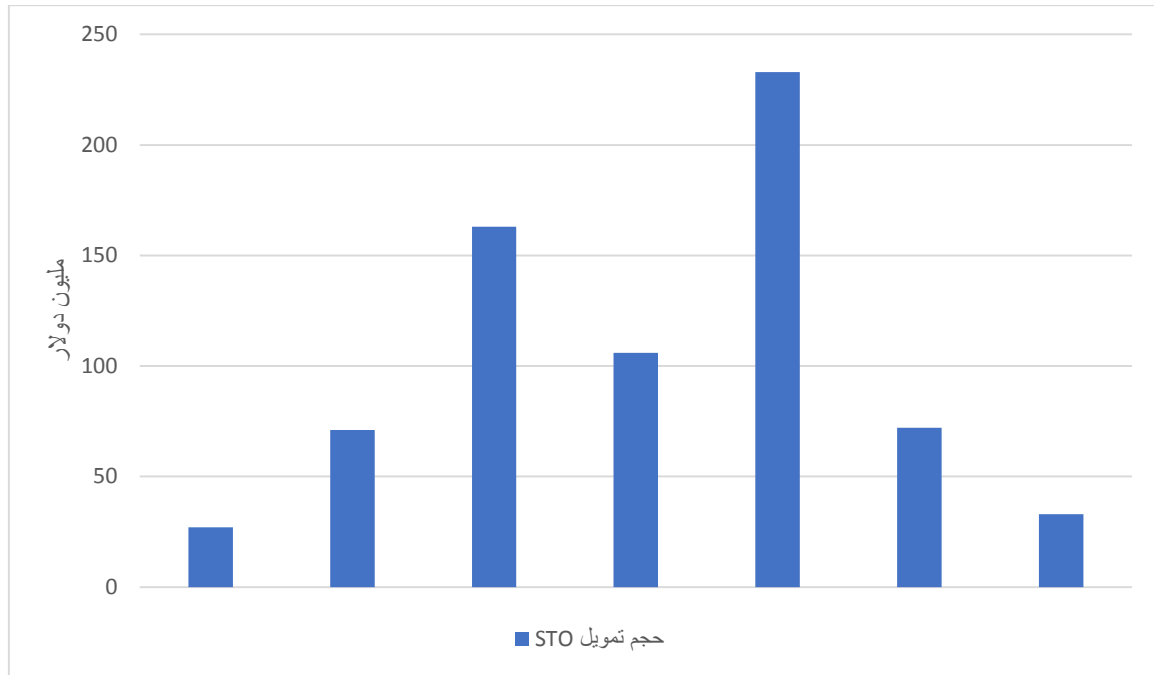
³ -Thomas Lambert, Op.Cit, p308.

فتخضع بعض الدول الأوروبية مثل فرنسا، لوكسمبورغ، هولندا، ألمانيا وإيطاليا، المملكة المتحدة عروض رموز الأمان لقوانين الأوراق المالية بمجرد استيفائها لشروط محددة¹.

1. السوق العالمي لعروض رموز الأمان:

تطور سوق عروض رموز الأمان واكتسب قوة جذب بداية من سنة 2018، حيث انتقل من 5 عروض رموز أمان سنة 2017 إلى 71 عرض رمز أمان سنة 2018، ليبلغ بنهاية سنة 2019 183 عرضاً²، ومست هذه التطورات إجمالي المبالغ المكتسبة لتمويل المؤسسات وفق ما يبرزه الشكل الموالي:

الشكل (23.3): حجم عروض رموز الأمان في سنتي 2018-2019



Source: PwC, the 6th ICO/ STO Report, 2020, P6. Retrieved from PwC:

<https://www.pwc.ch/en/insights/fs/6th-ico-sto-report.html>

التحليل:

شهد حجم سوق عروض رموز الأمان بين سنتي 2018-2019 تطورات قوية بشكل متقلب، حيث سجل زيادة ملحوظة بلغت 606% في الربع الثالث من سنة 2018 مقارنة بالربع الأول من السنة عينها، من اللافت للنظر أن صعود سوق عروض رموز الأمان توافقت وطفرة 2018 ICO، يعزى ذلك إلى تسجيل العديد من رموز ICOs للبيع كرموز أمان تجنباً لعدم اليقين التنظيمي المرتبط بالعروض

¹ -Carlos Lassala and Samuel Ribeiro-Navarrete, eds., Op.Cit, p126.

²-Thomas Lambert, Op.Cit, p308.

الأولية للعمليات، الأمر الذي أثبتته Lambert Thomas في دراسته لعروض رموز الأمان والتي كشف من خلالها أن ما يقارب 31% من عروض رموز الأمان التي تم الاطلاع عليها في حدود دراسته هي عروض أولية للعمليات متنكرة في شكل عروض رموز أمان¹، وهو ما يستدعي تفسير الرموز وتصنيفها بعناية قبل تحليل تطورات أسواقها.

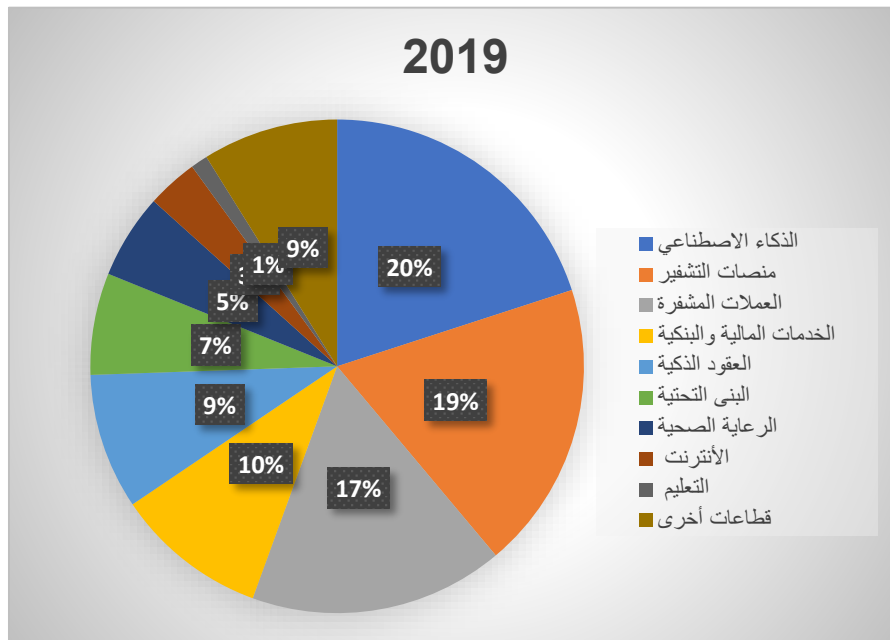
النتائج:

توفر عروض رموز الأمان حماية أكبر للمستثمرين بسبب ارتفاع درجة التنظيم، وهو ما يدفعنا للاعتقاد بأن هذه العروض ستكتسب المزيد من الشعبية مستقبلا كآلية لتمويل المؤسسات الناشئة.

2. اتجاه عروض رموز الأمان قطاعيا:

تشير احصائيات موقع Tokene-conomy.com إلى وجود تفاوت واضح في مجالات تركيز عروض رموز الأمان، وفق ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل (24.3): توزيع عروض رموز الأمان عبر القطاعات



Source: Prepared by the student based on: STO statistics, <https://www.tokens-economy.com/sto/index.html>

¹- Ibidem.

التحليل:

حازت عروض رموز الأمان لمشاريع التكنولوجيا الفائقة والمثلة في الذكاء الاصطناعي، العملات المشفرة، ومنصات التشفير والعقود الذكية على نسبة 59% من إجمالي المبالغ المكتسبة من عروض رموز الأمان لسنة 2019 تلتها مشاريع الخدمات المالية والبنكية بنسبة 9%، لتتقاسم باقي المشاريع النسبة المتبقية في حدود 6% كأقصى نصيب من حجم عروض الرموز الاجمالي.

النتائج:

وفقا للبعد القطاعي يتداخل مفهومي مشاريع التكنولوجيا الفائقة والمؤسسات الناشئة، فعادة ما تكون مشاريع التكنولوجيا الفائقة مؤسسات ناشئة، واستنادا عليه يمكن القول أن عروض رموز الأمان هي النموذج الأكثر ملائمة من بين عروض الرموز لتمويل المؤسسات الناشئة ذات التكنولوجيا الفائقة (في فترة الدراسة).

3. مساهمة عروض رموز الأمان في تمويل المؤسسات الناشئة:

أثبتنا في الجزئية السابقة اتجاه المؤسسات الناشئة ذات التكنولوجيا الفائقة، ومؤسسات الخدمات المالية والبنكية لزيادة رأس مالها من خلال تقديم رموز الأمان لجمهور واسع من المستثمرين، والتي توفر لهم حقوق ملزمة قانونا نظرا لخضوعها لقوانين الأوراق المالية، وفيما يلي عرض لأبرز عروض التبادل الأولية في هذه القطاعات:

الجدول رقم (21.3): أمثلة عن عروض رموز الأمان في القطاعات المستقطبة لها

| السنة | مبلغ STO(M\$) | حقوق الرمز | الرمز | اسم STO | المنطقة | خدماتها | اسم المؤسسة |
|-------|------------------|---|-------|-----------|----------------------------------|------------------------|-----------------------------------|
| 2018 | 134 | توزيعات الأرباح | TZRO | TZERO | الولايات المتحدة الأمريكية | البرمجيات، المالية | TO Technologi es,LLC |
| 2018 | 52,5 | توزيعات الأرباح (أرباح الأسهم) تقاسم الأرباح | NEXO | NEXO | الصين | المالية | - |
| 2020 | 42 | تقاسم الأرباح | TCST | TradCloud | سويسرا | التجارة الإلكترونية | Tradcloud services Pte. LTD |

الفصل الثالث: تحليل دور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة

| | | | | | | | |
|------|--------|--|--------------|--------------|--------|---------------------------------------|----------------------------|
| 2019 | 2 | توزيعات الأرباح تقاسم الأرباح حق التصويت | BKN | Block State | سويسرا | التكنولوجيا، البلوكشين، المالية | Block state AG |
| 2019 | 1,5 M€ | تقاسم الأرباح | CHAIN EUM | Chaineu m | فرنسا | البلوكشين، التكنولوجيا | Chaineu m,817393 648 |

Source: Prepared by the student based on: <https://stoscope.com/sto/> and Momtaz.P.P, 2021 Token Offerings Research Database (TORD), available at: <https://www.paulmomtaz.com/data/tord>

التحليل:

يلاحظ من خلال الجدول رقم (21.3) تفضيل كل المؤسسات المعروضة منح حقوق مالية ممثلة في توزيعات الأرباح أو حصة في أرباح المؤسسة (تقاسم الأرباح) كعوائد استثمارية لرموز الأمان الخاص بها، وكاستثناء منحت Block state AG لحاملي BKN حقوق غير مالية ممثلة في حقوق التصويت على الرموز المشفرة (تتعلق عادة بكيفية إنشاء وتداول الرمز المميز)¹، كما يمكن تفسير التوجه الواضح نحو منح الحقوق المالية لحاملي رموز الأمان بتفضيلات المستثمرين وهو ما يفترضه نموذج الوكالة لتوزيع الأرباح، الذي يرى أن المساهمين في الأسواق الناشئة ذات الحماية الأضعف للمستثمر يفضلون توزيعات الأرباح²، مضافا إليه اللوائح التنظيمية للدول التي تحتضن عروض رموز الأمان حيث تمنح العديد من الدول امتيازات ضريبية فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح للمستثمرين المؤسساتيين، وانطلاقا من هذه الفكرة تقوم المؤسسات الناشئة بتوزيع أرباح الأسهم لجذب انتباه هذه الفئة من المستثمرين خاصة وأن تقييد المبيعات لهذا النوع من المستثمرين يساهم في تخفيف المتطلبات القانونية المتعلقة بإجراء عروض رموز الأمان³.

النتائج:

لا تختلف عروض رموز الأمان عن فتح منصة مبتكرة أو نظام بيئي يسمح للمصدرين بجمع الأموال والمستثمرين بالاستثمار في المشاريع (مبدأ عمل التمويل الجماعي القائم على الاستثمار)، غير أن استخدامها لتكنولوجيا Blockchain وسع من الفرص التمويلية والاستثمارية لكلا الطرفين، حيث

¹- STO Scope, <https://stoscope.com/sto/blockstate> Visited 7/09/2023 at 10:03

²- بريش عبد القادر، بدروني عيسى، "سياسة توزيع الأرباح كآلية لحكومة الشركات"، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد 1، العدد 2، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016، ص 146-147.

³- Carlos Lassala and Samuel Ribeiro-Navarrete, eds., Op.Cit, P126.

سمحت عروض رموز الأمان للمصدرين "المؤسسات الناشئة" بزيادة السيولة من خلال الاستفادة من قابلية قسمة الأصول لإصدار كمية لا حصر لها من رموز الأمان، موفرة بذلك مجموعة كبيرة من الأصول للمستثمرين، وخاصة المؤسساتيين منهم الذين يفضلون العوائد المالية الكبيرة المحتملة لرموز الأمان.

خلاصة الفصل الثالث:

تدعم النتائج المتوصل إليها في هذا الفصل جزءا كبيرا مما تم عرضه في الإطار العملي المتعلق بمراحل تدخل آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية، حيث أفاد تحليلنا للتجارب الرائدة عالميا أن دور التمويل الجماعي يتحدد بناء على نموذج منصة التمويل ليتنوع بين سد احتياج في مرحلة الانشاء ومعالجة اختلال تمويلي في مراحل تدخله الأخرى.

أما بخصوص الخطوط الائتمانية فهي الآلية الأمثل لتوفير السيولة الطارئة للمؤسسات الناشئة التي تجاوزت مرحلة الانشاء غالبا، ومن زاوية أخرى يتمثل دور آلية الاستثمار الملائكي في تعزيز فرص النجاح من خلال سد فجوة التمويل في المراحل المبكرة وزيادة استدامة المؤسسات الناشئة عبر توفير رأس المال الأولي الكافي لتوسيع نموها، وبغية توصيل المؤسسة لمرحلة يكون فيها استثماري رأس المال المخاطر وتمويل الميزانين متاحين ليساهم الأول في تطوير المنتج وتوسيع نطاق الإنتاج والتسويق، والثاني في التوسع لتحقيق الهيمنة على السوق.

واستنادا على ما سبق يظهر الدور التكميلي الذي تلعبه هذه الآليات فيما بينها، ولكن حري بنا الإشارة أن النظام البيئي بما يشمل من جهات فاعلة من شأنه التدخل في تغيير مسارات التمويل، وبالتالي تغيير الدور الذي تلعبه هذه الآليات وهو ما عززه عرض التجربة الجزائرية وبالتحديد فيما تعلق برأس المال المخاطر الذي يقرون وجوده بكل من آليتي الاستثمار الملائكي، والتمويل الجماعي في ظل صغر حجم مجتمعهما "دور تكاملي".

كما يجب الأخذ بالحسبان أن تطور التكنولوجيا قد خلق مصادر تمويلية جديدة صارت تلعب دورا تكميليا للبدائل حاليا، ويمكن أن تصبح بديلا عنها مستقبلا ومع ذلك، تجدر الإشارة إلى أن عروض الرموز هي مفاهيم جديدة نسبيا ولا يزال يتعين رؤية تأثيرها طويل المدى على مشهد المؤسسات الناشئة.

الختامة

تتميز المؤسسات الناشئة بشكل خاص بتطوير منتجات مبتكرة يمكن أن تظهر تأثيرات توسع قوية في غضون فترة زمنية قصيرة، وعادة ما يتم تمويل النمو المحقق وفقا للموارد التي تولدها المؤسسة ذاتيا. ومع ذلك، بالنسبة لنماذج الأعمال التي يكون فيها عنصر قابلية التوسع أساسيا، أين يتم توفير الموارد نفسها لتحقيق معدلات نمو أكبر، يلجأ رواد الأعمال إلى الحصول على موارد خارجية عامة أو خاصة أو مجتمعة لتعزيز النمو، وهو ما ساهم في تحقيقه خلق الآليات الحديثة وإزالة الحواجز أمام مجموعة واسعة من الخدمات المالية، والتمكين من تطوير منتجات تمويلية مبتكرة. وفي حين أن الحصول على التمويل يختلف من بيئة تمويلية إلى أخرى، فإن تقييد فرص الحصول على التمويل لا يزال من بين أهم القيود التي تعوق نمو القطاع الخاص في العديد من الأسواق. باختصار يتعين على كل مؤسسة ناشئة تحليل اللحظة المثالية والمناسبة للحصول على التمويل الخارجي بناء على أهدافها والنظام البيئي التي تنشط داخله، ويتطلب ذلك تخطيطا وإعدادا دقيقين.

استنادا إلى المعلومات المقدمة وبعد نظرنا في كيفية تدخل آليات التمويل الحديثة لمعالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة، وكذلك خلال تحليل البيانات التي تم جمعها توصلنا إلى مجموعة من النتائج الرئيسية:

1. نتائج الدراسة:

أ- النتائج المتعلقة بالجانب النظري:

- تكمن السمة المميزة للمؤسسات الناشئة في سعيها وراء الأفكار المبتكرة التخريبية التي لديها القدرة على إحداث ثورة في الصناعات الحالية أو إنشاء صناعات جديدة تماما، فهي مؤسسات بنيت على مفاهيم مبتكرة وتقنيات متطورة واستراتيجيات تفكير مستقبلي.
- تتلاءم المؤسسات الناشئة بشكل أفضل مع الاقتصادات النامية التي يتمثل هدفها الرئيسي في تقليص مستويات الفقر وتوليد ثروة مستدامة من خلال اعتماد حلول مبتكرة قادرة على مواجهة تحديات التنمية المحلية بفعالية.
- إن وجود فجوة تمويلية في سوق التمويل الأولي والتمويل في المراحل المبكرة للمؤسسات الناشئة راجع لإحجام البنوك عن تمويل هذه الأخيرة وتركيز شركات رأس المال الاستثماري على الاستثمار في المراحل اللاحقة من دورة حياتها.

ب- النتائج المتعلقة بالجانب التطبيقي:

• نتائج التجارب الأجنبية:

- يتحدد دور التمويل الجماعي بناء على نموذج منصبته لـ يتنوع بين سد احتياج في مرحلة الانشاء ومعالجة اختلال تمويلي في مراحل تدخله الأخرى. (يوضح الجدول رقم 4.3 الدور بالتفصيل).
- تمثل الخطوط الائتمانية غالبا الآلية الأمثل لتوفير السيولة الطارئة للمؤسسات الناشئة التي تجاوزت مرحلة الانشاء.
- يساعد الاستثمار الملائكي على تعزيز فرص نجاح المؤسسات الناشئة عن طريق سد فجوة التمويل في المراحل المبكرة وزيادة استدامة هذه الأخيرة عبر توفير رأس المال الأولي الكافي لتوسيع مدرجها والوصول إلى مرحلة يصبح فيها التمويل من المستثمرين المخاطرين ممكنا.
- غالبا ما يقتصر تمويل رأس المال المخاطر على المؤسسات الناشئة الراسخة، حيث تميل شركات رأس المال المخاطر أكثر إلى الاستثمار في الكيانات في مرحلة النمو السريع بغاية تطوير المنتج وتوسيع نطاق الإنتاج والتسويق بغية تعزيز الميزة التنافسية وزيادة الحصة السوقية.
- عادة ما يكون رأس مال الميزانين المستثمر مبالغ ضخمة، تستخدم لتسهيل التغييرات الكبيرة أو النمو في المؤسسات الناشئة، الأمر الذي يجعله أكثر جاذبية كبديل حديث لمعالجة الاختلالات التمويلية المحتملة الحدوث خلال سعي هذه المؤسسات إلى توسيع نطاق عملها لتحقيق الهيمنة على السوق.
- أثبتت جائحة كوفيد-19 أن التوجهات الاستثمارية يمكن أن تتأثر بشكل كبير بالتحويلات الاقتصادية العالمية، مضافا إليها ديناميكيات العرض والطلب والتغيرات في اللوائح التنظيمية والقانونية.
- فتح التمويل اللامركزي الباب أمام عروض الرموز لتصبح أداة فعالة لضمان تحقيق قدر أكبر من الشمول المالي وإضفاء الطابع الديمقراطي على التمويل.
- تعمل العروض الأولية للعملات وفق مبدأ عمل التمويل الجماعي لكنها تختلف عنه من حيث التنفيذ.
- تقوم عروض التبادل الأولية ببناء نظام بيئي استثماري أكثر أمانا من خلال توفير الوصول إلى فرص استثمارية جديدة على منصات موثوقة "بورصات التشفير".
- توفر عروض رموز الأمان حماية أكبر للمستثمرين بسبب ارتفاع درجة التنظيم، وهو ما يدفعنا للاعتقاد بأن هذه العروض ستكتسب المزيد من الشعبية مستقبلا كآلية لتمويل المؤسسات الناشئة.

- تتميز عروض الرموز عن آليات التمويل السابقة بقدر ما توفره تكنولوجيا Blockchain لها، ومع استمرار تطور الأطر التنظيمية، من المرجح أن تلعب آليات التمويل المبتكرة هذه دورا متزايد الأهمية في تمويل المؤسسات الناشئة في المستقبل القريب.
- نتائج التجربة المحلية -الجزائرية:-
 - التمويل الجماعي ممارسة حديثة في الجزائر، لاتزال في طور التأسيس ووضع المقترحات والقوانين المنظمة.
 - في ظل الظروف الحالية من الصعب أن تنجح منصة NINVESTI، وقد تتعرض للفشل كمثيلاتها من المبادرات التمويلية السابقة Chriky و Twiiza، ولا يفوتنا أن ننوه أن المنصات في الجزائر في الوقت الحالي تحاول أن تتكيف قدر الإمكان مع البيئة التي تتواجد فيها ومع الوسائل المتاحة لها.
 - أظهر الاتجاه العام للاستثمار الأجنبي الموجه للمؤسسات الناشئة الجزائرية تطور ملحوظا ومن المرجح أن يحافظ على التقدم المحرز في السنوات الأخيرة، مما يرسم صورة متفائلة لتوليد فرص مستقبلية لرأس المال الأجنبي المتاح للمؤسسات الناشئة في الدولة.
 - بُذلت جهود لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر عبر مختلف الإصلاحات الاقتصادية المتبناة والاتفاقيات الثنائية المبرمة، غير أن القيود القانونية والتجارية أثرت بشكل سلبي على تنفيذ هذه الاستثمارات في الجزائر.
 - يعد الصندوق الجزائري للمؤسسات الناشئة واحدا من أكثر الأدوات فعالية التي استخدمها السياسة الاقتصادية لدعم وتمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر، ولكن بالنظر إلى التاريخ القصير ونقص خبرة مديري الصندوق فإن هذا قد يؤدي إلى تأخير عملية تطوير سوق رأس المال المخاطر في الدولة.
 - صندوق المؤسسات الناشئة ما هو إلا حل مؤقت، لأن القوانين التي تتضمن صيغة تمويل المخاطر لم تصدر بعد في الجزائر، وهذا نتيجة عدم تطور النظام المصرفي الجزائري ووجود تداخل بين عمل البورصة والبنوك في الجزائر.
- II. النتائج على ضوء الفرضيات:

بعد الدراسة النظرية والتطبيقية ومن خلال النتائج المتحصل عليها تبين أن:

- الفرضية الأولى: " كان توفير آليات الدعم الحكومي وإرساء الأطر التشريعية والتنظيمية المناسبة لتمويل المؤسسات الناشئة الجزائرية كفيلا لدعم وترقية هذه الأخيرة والارتقاء بأداء بعضها إلى المستويات العالمية"، هذه الفرضية "غير محققة"، فعلى الرغم من المحاولات الحثيثة لإصلاح بيئة

التمويل في الجزائر، إلا أن الواقع يثبت ضعف البدائل التمويلية الحديثة المتاحة أمام المؤسسات الناشئة والتي يغلب عليها رأس المال الحكومي، فالأخير تربط المؤسسات الناشئة بالأهداف الاجتماعية والسياسية وهو ما يقف عائقا كبيرا أمام تطورها.

● **الفرضية الثانية:** "تتوفر آليات تمويل متنوعة للمؤسسات الناشئة عبر مختلف مراحل تطورها، حيث تركز بعضها على توفير التمويل في المراحل المبكرة ويتجه بعضها الآخر نحو تمويل المراحل اللاحقة"، هذه الفرضية "محققة"، حيث بينت الدراسة في جزئها النظري أن المؤسسات الناشئة تلجأ في مراحلها المبكرة إلى استكمال التمويل الذاتي بتمويل جماعي أو باستثمار رأس مال أولي من المستثمرين الملائكة وبدرجة أقل عن طريق صناديق التمويل الاستثماري وأصحاب رؤوس الأموال المخاطرة، ومن قبل مؤسسات الائتمان للأنشطة ذات المخاطر العالية ومنخفضة رأس المال في شكل خطوط ائتمانية أو قروض مؤمنة بالملكية الفكرية، أما في مراحلها اللاحقة فتحتاج المؤسسات الناشئة عموما إلى مبالغ متزايدة من رأس المال للحفاظ على أنشطة البحث والتطوير وتوسيع أنشطة التسويق والمبيعات والتي عادة ما يوفرها رأس المال المخاطر، لتلجأ بعد ذلك إلى تمويل الميزانين الذي من شأنه توفير رأس المال الكافي لدعم نمو المؤسسة الناشئة المصاحب لمرحلة النضج، وأضاف جزئها التطبيقي حقيقة قدرة النظام البيئي للمؤسسات الناشئة بما يشمل من جهات فاعلة على توجيه توزيع حجم رأس المال على كل مرحلة من مراحل نموها، بالإضافة إلى إمكانية الصناعة التي تحتضن المؤسسات الناشئة في تعزيز فرصها في الحصول على التمويل.

● **الفرضية الثالثة:** "يختلف الدور الذي تلعبه كل آلية من دولة لأخرى، وينعكس بصورة جلية في خدمة المؤسسات الناشئة الناشطة في الدول السبابة لتبني أفكار ومفاهيم هذه الآليات، في حين أن الجزائر تبقى بعيدة عن مواكبة ما هو مستحدث من آليات التمويل في الدول الأجنبية"، هذه الفرضية "محققة"، حيث أفاد تتبعنا التاريخي لآليات التمويل الحديثة في الجزء النظري أن كل من الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة، الصين، وبعض الدول الأوروبية كانت السبابة لتبني مفاهيم وأفكار هذه الآليات، أما في الجزء التطبيقي فقد كانت هذه الدول أيضا محور جل التجارب الرائدة التي تم عرضها في مختلف الآليات، ولكن لا بد أن ننوه أن هذه الفرضية في سياقها يشوبها بعض من العمومية، حيث أن اختلاف الدور ليس مرتبطا باختلاف الدول وإنما هو راجع في الأصل إلى اختلاف النظم البيئية للدولة، وهو ما يفسر عدم قدرة الجزائر على مواكبة ما هو مستحدث من

آليات التمويل في الدول الأجنبية نتيجة عدم امتلاكها للمقومات الموضوعية التي تهيأ المناخ من أجل ممارسة وتنمية استخدام هذه البدائل التمويلية في بناء هيكل تمويلي أكثر فعالية لمؤسساتها الناشئة.

III. التوصيات:

تراكمت المعرفة والمهارات في الأسواق المتقدمة المتعلقة بنشاط رأس المال، وقد استوفت الدراسات السابقة النصح والإرشاد اللازمين لكل الفاعلين في العمليات التمويلية، وعليه ستوجه توصياتنا بدرجة كبيرة إلى التجربة المحلية وعروض الرموز بصفتها تجارب فنية تستدعي تكريس المزيد من الجهود:

- لسد الفجوة بين الواقع والتوقعات في تمويل المؤسسات الناشئة، يوصى بتطوير الأسواق المالية، واعتماد سياسات الإصلاح الهيكلي الاقتصادي، وتوفير المزيد من الوعي والمبادرات للتمويل الجماعي وتمويل الاستثمار الملائكي في الجزائر.
- التشديد على ضرورة وضع أسس قانونية خاصة تراعي خصوصية آلية التمويل الجماعي، وضبط الترسنة التشريعية في مجال المعاملات المالية الالكترونية، مع تفعيل نظام الدفع الالكتروني عبر الانترنت بالإضافة إلى تطوير البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات وزيادة سرعة تدفق الانترنت، وكخطوة سابقة لكل هذا ينبغي نشر ثقافة البورصة والمعاملات المالية في السوق المالي وتعزيز ثقة الجمهور في مثل هذه الأساليب المبتكرة للتمويل.
- تعزيز مشاركة القطاع الخاص في تمويل المؤسسات الناشئة عن طريق إثراء الإطار القانوني والمؤسساتي لتسهيل إنشاء صناديق الاستثمار الأجنبية في الجزائر من خلال منح مزايا ضريبية، أو بتفعيل دور الشركات الجزائرية الكبرى من خلال تعزيز الإعفاءات الضريبية على أرباح رأس المال من الاستثمار في المؤسسات الناشئة خاصة في المراحل المبكرة.
- تشجيع إنشاء بنوك متخصصة أو مؤسسات مالية متخصصة لتمويل المؤسسات الناشئة.
- التعلم من الممارسات المطورة دولياً فيما يخص آليات التمويل الحديثة، مع ضرورة معرفة سبل تطويعها في الجزائر.
- ضرورة تطوير البنى التحتية المالية والرقمية، مع توفير قدر كاف من التنظيمات القانونية لإضفاء الشرعية على عملية عروض الرموز وحماية المؤسسات الناشئة والمستثمرين من مخاطر الاحتيال.
- يتعين في الوقت الراهن اعتبار عروض الرموز وغيرها من المتغيرات القادمة مكملات لآليات التمويل الحديثة الحالية بدلا من استبدالها على طول مراحل تمويل المؤسسات الناشئة.

IV. آفاق الدراسة:

بعد التطرق لدور آليات التمويل الحديثة في معالجة الاختلالات التمويلية للمؤسسات الناشئة، تنهينا إلى أن فهم الروابط بين نوع المؤسسة الناشئة وحاجتها للتمويل يمثل مجالاً مهماً ومثمراً للبحث في المستقبل، وما إذا كان للهوية الاجتماعية لرائد الأعمال دور في اختيار آلية تمويل مؤسسته الناشئة هي أيضاً قضية ذات صلة. كما أننا نرى أنه يمكن التطرق للموضوع من جوانب أخرى مثل: بحث وتحليل المخاطر والفوائد المحتملة التي تقدمها كل آلية، ومن المثير للاهتمام كذلك مقارنة الصيغ التمويلية المبتكرة بآليات التمويل الحديثة الحالية والتفكير في دورها البديل أو التكميلي المحتمل.

هذه أهم النتائج والتوصيات التي خرج بها خرجت بها الدراسة والتي أمل أنني قد وفقت فيها، فما كان فيها من صواب فمن الله، وما كان فيها من خطأ فمني وأسأل الله أن يوفقني إلى تصويبه، والحمد لله رب العالمين.

قائمة المراجع

1. المراجع باللغة العربية

(أ) الكتب:

1. حمزة الشخي، ابراهيم الجزراوي، الادارة المالية الحديثة، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1998.
2. طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
3. عدنان هاشم، رحيم السامرائي، الإدارة المالية، الجامعة المفتوحة، عمان، الأردن، 1997.
4. عصران جلال عصران، تقييم أداء صناديق الاستثمار في ظل متغيرات سوق الأوراق المالية: مدخل مقارنة، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2010.

(ب) رسائل الماجستير وأطروحات الدكتوراه:

1. سميرة مناصرة، "المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين التمويل التقليدي والتمويل المستحدث دراسة حالة-ولاية أم البواقي-،" أطروحة دكتوراه تخصص مالية وبنوك، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2016.
2. عبديش سامية، "شركات رأس المال المخاطر ودورها في خلق وتمويل المشاريع الناشئة"، مذكرة ماجستير في القانون العام، فرع التنظيم الاقتصادي، جامعة قسنطينة 1، 2013.
3. عبلة لمسلم، "الدور الاقتصادي للمشاركة المصرفية-دراسة مقارنة-،" أطروحة ماجستير تخصص علوم اقتصادية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006.
4. محمد مصطفى غانم، "واقع التمويل الأصغر الإسلامي وآفاق تطوره في فلسطين-دراسة تطبيقية على غزة،" رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، كلية التجارة، قسم محاسبة وتمويل، فلسطين، 2010.
5. هالم سليمة، "هيئات الدعم والتمويل ودورها في تطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر (دراسة تقييمية للفترة 2004-2014)،" أطروحة دكتوراه تخصص اقتصاديات إدارة أعمال، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016.

(ت) المقالات العلمية:

1. أحمد بوريش، سلمى شيب، "دور تجربة حاضنات الأعمال في دعم المشاريع الإبداعية والابتكارية لمنظمات الأعمال وانعكاساتها على التنمية المستدامة (تجارب ومقاربات)،" مجلة اقتصاد المال والأعمال، المجلد 0، العدد الصفري، الجزائر، 2019.

2. برارمة ريمة، مهادي سلمى، "التمويل الأصغر كآلية لتحقيق التنمية الاقتصادية في البلدان النامية - تجربة السودان، المغرب، بنغلادش والجزائر-" مجلة الاقتصاد الدولي والعملة، المجلد3، العدد2، جامعة ميزان عاشور، الجزائر، 2020.
3. بروال هشام، خلوط جهاد، "التعليم المقاولاتي وحتمية الابتكار في المؤسسات الناشئة"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، المجلد20، العدد3، الجزائر، 2017.
4. بريس عبد القادر، بدروني عيسى، "سياسة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات"، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، المجلد1، العدد2، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، الجزائر، 2016.
5. بلعابد سيف الإسلام النوي، قدي عبد المجيد، "مساهمة شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ب، العدد47، 2017.
6. تحريشي جمانة، صادق زهرة، "دور شركات رأس مال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد7، العدد1، الجزائر، 2023.
7. تقية لياس، "متطلبات تطوير سوق التمويل برأس المال المخاطر في الجزائر كدعامة للتنمية الاقتصادية"، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد12، العدد24، 2017.
8. دبي علي، "دور الوكالة الوطنية لتثمين نتائج البحث والتنمية التكنولوجية في تشجيع المؤسسات الاقتصادية على الإبداع"، المجلة الجزائرية للمالية العامة، المجلد5، العدد1، 2015.
9. زاد وركب منير، "رأس المال المخاطر كآلية من آليات الهندسة المالية لتمويل المشاريع الاستثمارية-دراسة سوق رأس المال المخاطر في الجزائر-" مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، الجزائر، 2019.
10. زينات أسماء، "مكانة الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار في تشجيع الاستثمار في الجزائر باستخدام التحفيزات الجبائية"، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد 20، العدد1، الجزائر، 2016.
11. سامي الصالحات، "دور منصة التمويل الجماعي في تمويل مشروعات الأوقاف"، مجلة بيت المشورة، العدد15، قطر، 2021.
12. سويقي حورية، "المؤسسات الناشئة وحاضنات الأعمال وفقا لأحكام المرسوم التنفيذي 254-20"، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم السياسية، المجلد6، العدد2، 2021.

13. عائشة زرواق، "تمويل المؤسسات الناشئة في القانون الجزائري، صندوق دعم وتطوير المنظومة الاقتصادية للمؤسسات الناشئة نموذجا"، المجلة الجزائرية للحقوق والعلوم السياسية، المجلد7، العدد1، جامعة أحمد بن يحيى الونشريسي، تيسمسيلت، الجزائر، 2022.
14. عمارة سلمي، باريك نعيمة، "حاضنات الأعمال...مطلب أساسي لدعم الإبداع والابتكار في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة-تجربة حاضنات الجزائر وحاضنة أوستن التكنولوجية بالولايات المتحدة نموذجا-"، مجلة الأصيل للبحوث الاقتصادية والإدارية، المجلد3، العدد1، 2019.
15. فاطمة الزهراء عراب، خضرة صديقي، "دور الدولة في دعم المؤسسات الناشئة بالجزائر الجديدة-دراسة في قرار انشاء صندوق تمويل المؤسسات الناشئة"-حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد8، العدد1، الجزائر، 2021.
16. فاطمة عيساوي، محمد الهزام، "مدى مساهمة حاضنات الاعمال في دعم المؤسسات الناشئة في الجزائر"، حوليات جامعة بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد7، العدد3، الجزائر، 2021.
17. فتيحة زايدي، "دور الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولاتية في إنشاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لإدماج البطالين دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات المصغرة المنشأة في إطار الوكالة الوطنية لدعم وتنمية المقاولاتية"، مجلة الدراسات والبحوث الاجتماعية، المجلد10، العدد3، ورقلة، الجزائر، 2022.
18. لزهاري زواويد، نزيهة مرسللي، "دور منصات التمويل الجماعي في تمويل المشاريع الناشئة بالسعودية والإمارات مع الإشارة لحالة الجزائر"، مجلة آراء للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد4، العدد1، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، الجزائر، 2022.
19. مخاشنة آمنة، "المؤسسات الناشئة في الجزائر- الإطار المفاهيمي والقانوني"، مجلة صوت القانون، المجلد8، العدد1، الجزائر، 2021.
20. نواصري الزهراء، "أنواع الأسهم وموقف المشرع الجزائري منها"، مجلة البحوث والدراسات الإنسانية2، سكيكدة، 2008.

21. هودة صلطان، محمد بن سعيد، "دورة حياة المؤسسة الاقتصادية وأثرها على استخدام نظام التكاليف على أساس الأنشطة-ABC-،" مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد 5، العدد1، جامعة زيان عاشور، الجلفة، الجزائر، 2014.
22. ولد عابد عمر وآخرون، "حوكمة تمويل رأس المال المخاطر: دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشئة في الجزائر،" مجلة الدراسات الاقتصادية المعمقة، العدد8، الجزائر، 2018.
23. ياسمينه مخناش وآخرون، "مفهوم المؤسسات الناشئة في الجزائر بين التنبؤ والواقع،" مجلة البحوث الادارية والاقتصادية، المجلد4، العدد1، جامعة محمد بوضياف، الجزائر، 2020.
24. ياسمينه مخناش، جمال الدين خاسف، "النظم البيئية المبتكرة للمؤسسات الناشئة: تسليط الضوء على مساعي الجزائر لبناء نظام بيئي خاص بالمؤسسات الناشئة (2003-2020)،" مجلة اقتصاديات الاعمال والتجارة، المجلد6، العدد2، الجزائر، 2021.

(ث) المداخلات العلمية:

1. أبو الريحان فاروق وآخرون، "دور رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر حالة الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة،" إشكالية تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر بين الأساليب التقليدية والمستحدثة، جامعة جيجل بالتعاون مع فرقة البحث التنوع الاقتصادي كآلية للحد من البطالة في الجزائر في ظل تقلبات أسعار النفط، الجزائر، 2021.
2. إرزيل الكاهنة، "هيئات دعم المؤسسات الناشئة في القانون الجزائري،" الملتقى الوطني الثاني عشر حول: المؤسسات الناشئة والحاضنات، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، 2021.
3. أسامة نجار، "دور مؤسسات ضمان الائتمان في تعزيز قاعدة الائتمان المصرفي للمشاريع الصغيرة والمتوسطة في فلسطين (2006-2008)،" دراسة حالة، جامعة بيرزيت، فلسطين، 2008.
4. إسماعيل نبو، جرادة لخضر، "المؤسسات الناشئة ودورها في نمو التكنولوجيا المالية،" المؤتمر الدولي العلمي استخدام التكنولوجيا في المؤسسات المالية والمؤسسات الناشئة، المركز الديمقراطي العربي-برلين، جامعة آب-اليمن، مخبر القانون والمجتمع جامعة أحمد دراية -ادار، جامعة الشهيد حمة لخضر-الوادي، 2022.

5. بربيش السعيد، طيب سارة، "دور حاضنات الأعمال في تطوير ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: دراسة تحليلية تقييمية"، الملتقى الوطني حول: استراتيجيات التنظيم ومرافقة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013.
6. بلعجوز حسين، غزي محمد العربي، "دراسة مقارنة لمخاطر التمويل المصرفي بين النظام الكلاسيكي والقيمي"، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات، جامعة بسكرة، الجزائر، 2006.
7. شنوف بدر، نعرورة محمد، "الضوابط القانونية لمنح علامة حاضنة أعمال في ظل المرسوم التنفيذي 20-254"، الملتقى الوطني الثاني عشر حول: المؤسسات الناشئة والحاضنات، جامعة الشهيد حمة لخضر، الوادي، الجزائر، 2021.
8. عبد السميع رويثة، إسماعيل حجازي، "تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر"، الملتقى الدولي حول: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2006.
9. ياسمينه مخناش، "دور حاضنات الأعمال الجامعية في تحفيز ودعم ريادة الأعمال الأكاديمية - حاضنة أعمال جامعة المسيلة نموذجا-"، الملتقى الدولي الافتراضي حول: المؤسسات الناشئة والتنمية الاقتصادية، جامعة مولود معمري، تيزي وزو، الجزائر، 2021.

ج) النصوص القانونية والتشريعية:

1. المرسوم التنفيذي رقم: 78/03 المؤرخ في 25/02/2003، المتضمن القانون الأساسي لمشاتل المؤسسات، الجريدة الرسمية، العدد: 13 بتاريخ: 26/02/2003.
2. المرسوم التنفيذي رقم: 100/17 المؤرخ في 05/03/2017، المتضمن صلاحيات الوكالة الوطنية لتطوير الاستثمار وتنظيمها وسيرها، الجريدة الرسمية، العدد: 16 بتاريخ: 08/03/2017.
3. المرسوم التنفيذي رقم: 54/20 المؤرخ في 25/02/2020، "المتضمن صلاحيات المؤسسات الصغيرة والمؤسسات الناشئة واقتصاد المعرفة"، الجريدة الرسمية، العدد: 12 بتاريخ: 26/02/2020.
4. قانون رقم: 7/20 المؤرخ في 04/06/2020، المتضمن قانون المالية التكميلي 2020، الجريدة الرسمية، العدد: 33 بتاريخ: 04/06/2020، المادة 45.

قائمة المراجع

5. المرسوم التنفيذي رقم:20/254 المؤرخ في 15/09/2020، المتضمن إنشاء لجنة وطنية لمنح علامة مؤسسة ناشئة ومشروع مبتكر وحاضنة أعمال، وتحديد مهامها وتشكيلتها وسيرها، الجريدة الرسمية، العدد:55 بتاريخ:2020/09/21.
6. المرسوم التنفيذي رقم:20/396 المؤرخ في 22/09/2020، المتضمن إنشاء الوكالة الوطنية لدعم تشغيل الشباب وتحديد قانونها الأساسي وتغيير تسميتها، الجريدة الرسمية، العدد:70 بتاريخ:2020/11/25.
7. المرسوم التنفيذي رقم: 20/256 المؤرخ في 30/11/2020، المتضمن إنشاء مؤسسة ترقية وتسيير هياكل دعم المؤسسات الناشئة وتحديد مهامها وتنظيمها وسيرها"، الجريدة الرسمية، العدد:73 بتاريخ:2020/11/06.

التقارير والدراسات:

1. تقرير الوكالة الألمانية للتعاون الدولي Giz، Impact Mena، "اقتصاد الشركات الناشئة في الأردن تقييم المساهمة الاقتصادية وإمكانيات الشركات الناشئة العاملة في مجال التكنولوجيا"، الأردن، 2019.
 2. المكتب الاقليمي للدول العربية، تقرير التنمية الإنسانية العربية 2003، "نحو إقامة مجتمع المعرفة"، الصندوق العربي للإنماء الاقتصادي والاجتماعي، الأردن، 2003.
 3. هبة عبد المنعم، رامي يوسف عبيد، منصات التمويل الجماعي: الآفاق والأطر التنظيمية، صندوق النقد العربي، أبوظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2019.
- (ح) جرائد وبرامج إعلامية ونشاطات علمية إلكترونية:
1. أحمد حفطاري، المدير العام لصندوق دعم المؤسسات الناشئة، "المؤسسات الناشئة ورقة رابحة للتحويل الاقتصادي في الجزائر"، El Bilad TV Officiel، 2021، <https://www.youtube.com/watch?v=4TMbmWoOn3A>، تاريخ الاطلاع: 2022/07/19.
 2. علي يحيى، عربية Independent، "اهتمام جزائري بالمؤسسات الناشئة رغبة في نظام اقتصادي جديد"، 2020، [/https://www.independentarabia.com](https://www.independentarabia.com)، تاريخ الاطلاع: 2021/10/27.
 3. مختار درويش، "ماهي خطوات تأسيس شركة ناشئة"، مدونة مستقل، 2020، <https://blog.mostaql.com/establish-a-startup>، تاريخ الاطلاع: 2022/07/31.
 4. مريم علوش، "وزارة للمؤسسات الناشئة والمتوسطة.. وصل للبيئة المقاولاتية"، جريدة المستثمر، 2022، <https://almostathmir.dz>، تاريخ الاطلاع: 2022/12/12.

5. وكالة الأنباء الجزائرية، الصندوق الجزائري لتمويل المؤسسات الناشئة: اتفاقية لاستغلال الصناديق الولائية الاستثمارية، 2022، <https://www.aps.dz/ar/economie> ، تاريخ الاطلاع: 2022/08/25.
6. ياسين وليد، الوزير المكلف باقتصاد المعرفة والمؤسسات الناشئة والمؤسسات المصغرة، منشور في الصفحة الرسمية الخاصة به عبر الفيسبوك، تاريخ الاطلاع: 2023/02/19.

.II المراجع باللغة الأجنبية

a) Books:

1. Alexander Osterwalder, Yves Pigneur, and Tim Clark, Business Model Generation: A Handbook for Visionaries, Game Changers and Challengers (Hoboken, NJ: Wiley, 2010).
2. Allan Afuah and Christopher L. Tucci, Internet Business Models and Strategies: Text and Cases, 2nd ed (Boston: McGraw-Hill, 2003).
3. Allan Afuah, Business Model Innovation: Concepts, Analysis, and Cases (New York, NY: Routledge, 2014).
4. Arslanian, Henri. The Book of Crypto: The Complete Guide to Understanding Bitcoin, Cryptocurrencies and Digital Assets (Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2023).
5. Bob Walsh, The Web Startup Success Guide, (Berkeley, California: Apress, 2009).
6. Campbell R. Harvey, Ashwin Ramachandran, and Joey Santoro, DeFi and the Future of Finance (Hoboken, New Jersey: Wiley, 2021).
7. Carlos Lassala and Samuel Ribeiro-Navarrete, eds., Financing Startups: Understanding Strategic Risks, Funding Sources, and the Impact of Emerging Technologies, Future of Business and Finance (Cham, Switzerland: Springer, 2022). <https://doi.org/10.1007/978-3-030-94058-4>.
8. Chris Zook and James Allen, Repeatability: Build Enduring Businesses for a World of Constant Change (Boston, Massachusetts: Harvard Business Review Press, 2012).
9. Christoph Kotsch, Which Factors Determine the Success or Failure of Startup Companies? :A Startup Ecosystem Analysis of Hungary, Germany and the US (Hamburg: Diplomica Verlag, 2017).

10. Christoph Kotsch, Which Factors Determine the Success or Failure of Startup Companies? A Startup Ecosystem Analysis of Hungary Germany and the US,(Druck, Herstellung Anchor Academic Publishing, Germany,2017).
11. David S. Rose, Angel Investing: The Gust Guide to Making Money and Having Fun Investing in Startups (Hoboken: Wiley, 2014).
12. Douglas Cumming and Sofia A. Johan, Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective (Amsterdam, Boston: Academic Press, 2009).
13. Eric Ries, The Lean Startup: How Today's Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses, 1st ed (New York: Crown Business, 2011).
14. Eugene F. Brigham and Michael C. Ehrhardt, Financial Management: Theory and Practice, 13th ed (Mason, OH: South-Western Cengage Learning, 2011).
15. Everett M. Rogers and Judith K. Larsen, Silicon Valley Fever: Growth of High-Technology Culture (New York: Basic Books, 1984).
16. Gary Armstrong et al., Principles of Marketing (Pearson Australia, 2014).
17. Howard Love, The Start-up J Curve: The Six Steps to Entrepreneurial Success, First edition (Austin, Texas: Greenleaf Book Group Press, 2016).
18. Ibrahim Yasar Gok, ed., Handbook of Research on Global Aspects of Sustainable Finance in Times of Crises (Hershey, PA: Business Science Reference, 2022).
19. J. C. Leach and R. W. Melicher, Entrepreneurial Finance, 7th edition (South-Western: Cengage Learning, 2012, print year 2020).
20. J. Chris Leach and Ronald W. Melicher, Entrepreneurial Finance, 2nd edition (Mason, Ohio: Thomas/South-Western, 2006).
21. J. Chris Leach and Ronald W. Melicher, Entrepreneurial Finance, 7th edition, (Boston, MA: Cengage, 2021).
22. José Manuel Sáiz Álvarez, ed., " The Effect of Microfinance on Poverty Reduction in Developing Economies," Handbook of Research on Social Entrepreneurship and Solidarity Economics, A Volume in the Advances in Finance, Accounting, and Economics (AFAE) Book Series (Hershey, PA: Business Science Reference, An Imprint of IGI Global, 2016).

23. Jr Halt et al., *Intellectual Property and Financing Strategies for Technology Startups*, 1st ed. 2017 (Cham: Springer International Publishing; Imprint: Springer, 2017). <https://doi.org/10.1007/978-3-319-49217-9>.
24. Moacir de Miranda et al., *Startups and Innovation Ecosystems in Emerging Markets*, (New York, NY: Springer Berlin Heidelberg, 2019).
25. Mohammad Mustafa, *Angel Investing: The Untold Story of India* (Singapore: Palgrave Macmillan, 2021). <https://doi.org/10.1007/978-981-16-0921-3>.
26. Nafis Alam, Lokesh Gupta, and Zameni Abdolhossein, *Fintech and Islamic Finance: Digitalization, Development and Disruption* (Cham: Palgrave Macmillan, 2019).
27. Richard Thompson, *Real Venture Capital: Building International Businesses* (Basingstoke [England]: Palgrave Macmillan, 2008).
28. Robin P.G, *Financing High-Tech Startups: Using Productive Signaling to Efficiently Overcome the Liability of Complexity* (New York, NY: Springer Berlin Heidelberg, 2018).-Rotem Shneur et al, *Advances in Crowdfunding: Research and Practice* (Cham, Switzerland: Palgrave Macmillan, 2020). <https://doi.org/10.1007/978-3-030-46309-0>.
29. Roman Beck and Horst Treiblmaier, eds., *Business Transformation through Blockchain: Volume I*, 1st ed. 2019 (Cham: Springer International Publishing; Imprint: Palgrave Macmillan, 2019). <https://doi.org/10.1007/978-3-319-98911-2>.
30. Scott Shane, *Fool's Gold? The Truth behind Angel Investing in America* (Oxford, New York: Oxford University Press, 2009).
31. Serena Gallo and Vincenzo Verdoliva, *Private Equity and Venture Capital: Theory evolution and valuation, Contributions to Finance and Accounting* (Cham: Springer International Publishing, 2022). <https://doi.org/10.1007/978-3-031-07630-5>.
32. Steven G Blank and Bob Dorf, *The Startup Owner's Manual: The Step-by-Step Guide for Building a Great Company* (Pescadero, Calif.: K & S Ranch, 2012).
33. Thomas W. Dichter, Malcolm Harper, and Practical Action (Organization), eds., *What's Wrong with Microfinance?* ([Jaipur: Rawat Booksellers], 2007).
34. Ümit Hacıoğlu, *Blockchain Economics and Financial Market Innovation: Financial Innovations in the Digital Age, Contributions to Economics* (Cham: Springer, 2019). <https://doi.org/10.1007/978-3-030-25275-5>.

35. Véronique Bessière and Éric Stéphany, *Le crowdfunding : Fondements et pratiques* (De Boeck Supérieur, 2017).
36. Véronique Bessière and Éric Stéphany, *Le crowdfunding : Fondements et pratiques* (De Boeck Supérieur, 2017). <https://doi.org/10.1007/978-3-030-24666>
37. Younès Rharbaoui and Annabelle Bignon, "Le livre de la jungle : les secrets des meilleures startups pour prendre en main ta carrière ", (Malakoff: Dunod, 2019).

b) Theses:

1. Anders Isaksson, "Studies on the Venture Capital Process", (thesis submitted for degree of Doctor of Philosophy, Handelshögskolan , Umeå university, Sweden, 2006).
2. Gonxhe Tali, "Start-up and Open Innovation," (thesis submitted for degree of Doctor of Philosophy, New Jersey Institute of Technology, 2018)
3. Mårício Alessandro de Iazzari, "Sustainability-Inspired Business Startups (SiBS): An Exploratory Study of Early-Stage UK Companies from the Creative Industry" (thesis submitted for degree of Doctor of Philosophy, Angleterre, university of SURREY, 2017).
4. Melisa Uka, "Startups through the Lens of Marketing: The Importance of Branding for Startups and Brand Awareness" (thesis submitted for degree of Doctor of Philosophy, New York, NY, Rochester Institute of Technology, 2020),
5. Mohamed Alrokayan, "Understanding How Cloud Computing Enables Business Model Innovation in Start-up Companies," (thesis submitted for degree of Doctor of Philosophy, Melbourne School of Engineering, 2017)

c) Articles:

1. Amir Sufi, "Bank Lines of Credit in Corporate Finance: An Empirical Analysis," *The Review of Financial Studies*, Vol 22, no. 3, 2009.
2. Eulalia Skawińska and Romuald I. Zalewski, "Success Factors of Startups in the EU-A Comparative Study," *Sustainability* 12, no. 19 ,2020.
3. Morten Lund and Christian Nielsen, "The Concept of Business Model Scalability," *Journal of Business Models*, vol 6, No.1, 2018.

4. Michael I. Luger and Jun Koo, "Defining and Tracking Business Start-Ups," *Small Business Economics* 24, Netherlands, 2005.
5. Gabriel Linton, "Innovativeness, Risk-Taking, and Proactiveness in Startups: A Case Study and Conceptual Development," *Journal of Global Entrepreneurship Research*, vol 9, no. 1 2019.
6. BAGHLI Abdallah El Moutawakil and Tabet Aoual Wassila, "BUSINESS ANGELS AS COMPONENT OF THE ALGERIAN ENTREPRENEURIAL ECOSYSTEM, SCOPE OF ISSUES AND REALITIES," *MECAS*, Vol 17, No.1, 2021.
7. Anastasia Griva et al., "What Do Growing Early-Stage Digital Start-Ups Look like? A Mixed-Methods Approach," *International Journal of Information Management* 69, 2023.
8. <https://doi.org/10.1016/j.ijinfomgt.2021.102427>.
9. Daniel McFadden, "The Choice Theory Approach to Market Research," *Marketing Science*, vol 5, no. 4, 1986.
10. Magnus Schücker and Tobias Gutmann, "Why Do Startups Pursue Initial Coin Offerings (ICOs)? The Role of Economic Drivers and Social Identity on Funding Choice," *Small Business Economics*, Vol 57, no. 2, 2021.
11. Thomas Lambert, Daniel Liebau, and Peter Roosenboom, "Security Token Offerings," *Small Business Economics*, 2021. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00539-9>
12. Jennifer Li and Mohamad Kassem, "Applications of Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain-Enabled Smart Contracts in Construction," *Automation in Construction*, Vol 132, 2021.
13. Johann Kranz, Esther Nagel, and Youngjin Yoo, "Blockchain Token Sale: Economic and Technological Foundations," *Business & Information Systems Engineering*, Vol 61, 2019.
14. Ufuk Akcigit and William R. Kerr, "Growth through Heterogeneous Innovations," *Journal of Political Economy*, vol 126, no. 4, 2018. <https://doi.org/10.1086/697901>.
15. John Freeman and Jerome S. Engel, "Models of Innovation: Startups and Mature Corporations," *California Management Review*, vol 50, no. 1, 2007.

16. Oksana A. Karpenko, Tatiana K. Blokhina, and Lali V. Chebukhanova, "The Initial Coin Offering (ICO) Process: Regulation and Risks," *Journal of Risk and Financial Management* 14, no. 12, 2021.
17. Liyis Gómez, "The Process and Problems of Business Start-Ups," *Pensamiento & Gestión*, no. 22, 2007.
18. Gustavo Dalmarco et al., "The Use of Knowledge Management Practices by Brazilian Startup Companies," *RAI Revista de Administração e Inovação*, Vol 14, no 3, 2017.
19. Vidya V. Sharma, "A Study on Strategic Factors That Contribute to the Failure of Startups," *Sustainable Management*, Vol 10, No 7, 2018.
20. Anna K. Lopez Hernandez, Anabel Fernandez-Mesa, and Monica Edwards-Schachter, "Team Collaboration Capabilities as a Factor in Startup Success," *Journal of Technology Management & Innovation*, Vol13, no 4, 2018.
21. Daniel Cukier and Fabio Kon, "A Maturity Model for Software Startup Ecosystems," *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, Vol 7, no. 1, 2018. <https://doi.org/10.1186/s13731-018-0091-6>.
22. Assia Kamoune and Nafii Ibenrissoul, "Traditional versus Behavioral Finance Theory," *International Journal of Accounting, Finance, Auditing, Management and Economics*, Vol 3, no.2–1, 2022.
23. Seen Meng Chew and Florian Spiegl, "Security Token Offering—New Way of Financing in the Digital Era," *Journal of Financial Transformation*, no.52,2021.
24. Aziz El-Tahch et al., "Warranting Further Discussion: Why the Use of Financing Warrants in ESOP Transactions Benefits American Workers," *Business Valuation Review*, Vol 41, no. 1, 2022.
25. Sara Sansri and Hakima Cheurfa, "Les Plateformes Du Crowdfunding, Alternatives Numériques Pour Les PME En Temps Du COVID-19. Cas: Plateforme Algérienne NINVESTI," *Revue des Sciences Economiques, de Gestion et Sciences Commerciales*, Vol 13, No2, 2020.
26. M. Dabah and A. Benbraik, "Le Crowdfunding Comme Mécanisme Innovant De Financement Des Stat Up, Les Plateformes Ninvesti Et Twiiza Comme Modèle," *Milev Journal of Research and Studies* 7, no. 2, 2021.

27. Libena Tetrevova, "Mezzanine Finance and Corporate Bonds," *Finance-Challenges of the Future*, Vol 8, no. 9, 2009.
28. Bibekananda Panda and Sara Joy, "Intellectual Property Rights-Based Debt Financing to Startups: Need for a Changing Role of Indian Banks," *Vikalpa*, Vol 46, no. 3, 2021.
29. W KRAMER, William J. et PATEL, Chirag B, "Securitisation of intellectual property assets in the US market," *Intellectual Property Owners Association*, vol. 6, 2023.
30. George A. Shinkle and Jo-Ann Suchard, "Innovation in Newly Public Firms: The Influence of Government Grants, Venture Capital, and Private Equity," *Australian Journal of Management*, Vol 44, no. 2, 2019.
31. Colin M. Mason and Richard T. Harrison, "The Size of the Informal Venture Capital Market in the United Kingdom," *Small Business Economics*, Vol 15, 2000.
32. Veland Ramadani, "The Importance of Angel Investors in Financing the Growth of Small and Medium Sized Enterprises," *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, Vol 2, no. 7, 2012.
33. Stuart Paul, Geoff Whittam, and Janette Wyper, "Towards a Model of the Business Angel Investment Process," *Venture Capital*, Vol 9, no. 2, 2007.
34. Andrew L. Maxwell, Scott A. Jeffrey, and Moren Lévesque, "Business Angel Early-Stage Decision Making," *Journal of Business Venturing*, Vol 26, no. 2, 2011.
35. Giulio Bottazzi, Angelo Secchi, and Federico Tamagni, "Financial Constraints and Firm Dynamics," *Small Business Economics*, Vol 42, no. 1, 2014.
<https://doi.org/10.1007/s11187-012-9465-5>.
36. Longbing Cao, "AI in Finance: A Review," 2020. Available at SSRN 3647625
37. Ivo Jenik, Timothy Lyman, and Alessandro Nava, "Crowdfunding and Financial Inclusion," CGAP (Consultative Group to Assist the Poor) Working Paper, Vol 41, 2017.
38. Wisdom C. Soreh, "Awareness and Attitude towards Crowdfunding in Nigeria," *International Journal of African and Asian Studies*, Vol 36, 2017.
39. Rahma Debbabi and Burçin Kaplan, "Why Crowdfunding? Understanding Crowdfunding and the Marketing Roots of This Fundraising Model in Turkey," *Business & Management Studies: An International Journal*, Vol 10, no. 1, 2022.

40. Loreta Valančienė and Sima Jęgelevičiūtė, "Crowdfunding for Creating Value: Stakeholder Approach," *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, Vol 156, 2014.
41. Nicos Koussis and Spiros H. Martzoukos, "Credit Line Pricing under Heterogeneous Risk Beliefs," *International Journal of Production Economics*, Vol 243, 2022.
42. Libena Tetrevoa, "Mezzanine Finance and Corporate Bonds," *Finance-Challenges of the Future*, Vol 8, no. 9 2009.
43. Ghada Tayem and Mohammad Tayeh, "Lines of Credit and Family Firms: The Case of an Emerging Market," *International Journal of Financial Studies*, Vol 11, no. 2, 2023.
44. So Young Sohn, Kyong Taek Lim, and Yonghan Ju, "Optimization Strategy of Credit Line Management for Credit Card Business," *Computers & Operations Research*, Vol 48, 2014.

d) Conference Papers:

1. Lewis Gudgeon et al., "Defi Protocols for Loanable Funds: Interest Rates, Liquidity and Market Efficiency," in *Proceedings of the 2nd ACM Conference on Advances in Financial Technologies*, 2020.
2. Stanford University Stanford and California 94305, "Stanford • NVCA Venture Capital Symposium 2020," <https://conferences.law.stanford.edu/vcs2020/> visited 15/05/2022 at 18:17

e) Reports and Studies:

1. 2019 Africa Tech Venture Capital Report. Retrieved from: <https://partechpartners.com/africa-reports/2021-africa-tech-venture-capital-report>
2. 2020 Africa Tech Venture Capital Report. Retrieved from: <https://partechpartners.com/africa-reports/2020-africa-tech-venture-capital-report>
3. 2021 Africa Tech Venture Capital Report. Retrieved from: <https://partechpartners.com/africa-reports/2021-africa-tech-venture-capital-report>
4. 2022 Africa Tech Venture Capital Report. Retrieved from: <https://partechpartners.com/africa-reports/2022-africa-tech-venture-capital-report>
5. Angel capital association, 2022, P6. Retrieved from ACA Angel Funders Report 2022: <https://www.angelcapitalassociation.org/angel-funders-report-2022/>.

6. Arthur D Robinson et al., "Mezzanine Finance: Overview," Simpson Thacher & Bartlett LLP. Last Modified, 2013.
7. Arthur D. Robinson et al., "Mezzanine Finance: Overview," Simpson Thacher & Bartlett LLP. Last Modified, 2013.
8. Calvino, F., C. Criscuolo and C. Menon, "No Country for Young Firms?: Start-up Dynamics and National Policies" , OECD Science, Technology and Industry Policy Papers, No. 29, OECD Publishing, Paris, 2016.
<http://dx.doi.org/10.1787/5jm22p40c8mw-en>
9. CB Insights, "State of blockchain report," 2022, P9. Retrieved from: <https://www.cbinsights.com/research/what-is-blockchain-technology/>
10. Charter Capital Partners, "mezzanine financing for entrepreneurs", 2022. Retrieved from Charter Capital Partners M and A insights 2022: <https://www.chartercapitalpartners.com/mezzanine-financing-for-entrepreneurs/>
11. Clayton M. Christensen, "The Innovator's Dilemma: When New Technologies Cause Great Firms to Fail, (Harvard Business Review Press, 2013).
12. Corry Silbernagel and Davis Vaitkunas, "Mezzanine Finance," Bond Capital, 2012.
13. Cristiano Bellavitis and Nattalia Matanova, "Do Interest Rates Affect VC Fundraising and Investments," European financial management association, 2017.
14. Dane Stangler and Paul Kedrosky, "Neutralism and Entrepreneurship: The Structural Dynamics of Startups, Young Firms, and Job Creation," SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY, 2010). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1657167>.
15. David Gogel, "DeFi Beyond the Hype: The Emerging World of Decentralized Finance," in Collab. with Wharton Blockchain and Digital Asset Project and World Economic Forum, 2021. Wharton. Url: <https://wifpr.wharton.upenn.edu/Wp-Content/Uploads/2021/05/DeFi-Beyond-the-Hype>.
16. Davinia Cogan et al., "Funding the Sun: New Paradigms for Financing Off-Grid Solar Companies," 2021. [https://energypedia.info/wiki/Publication_-_Funding_the_Sun:_New_Paradigms_for_Financing_OffGrid_Solar_Companies_\(English\)](https://energypedia.info/wiki/Publication_-_Funding_the_Sun:_New_Paradigms_for_Financing_OffGrid_Solar_Companies_(English)).
17. EBEN, "EBAN STATISTICS COMPENDIUM 2020 European Early-Stage Market Statistics". Retrieved from EBEN Statistics compendium 2021:

- <https://www.eban.org/wp-content/uploads/2021/12/EBAN-Statistics-Compendium-2021-1.pdf>.
18. EBEN, "EBAN STATISTICS COMPENDIUM 2021 European Early-Stage Market Statistics". Retrieved from EBEN Statistics compendium 2021: <https://www.eban.org/statistics-compendium-2021-european-early-stage-market-statistics/>.
 19. Emily M. Rodriguez, "Angel Financing: Matching Start-up Firms with Angel Investors," 2011, CMC Senior Theses, Paper 136. http://scholarship.claremont.edu/cmc_theses/136.
 20. Fabian Schär, "Decentralized Finance: On Blockchain-and Smart Contract-Based Financial Markets," FRB of St. Louis Review, 2021.
 21. Fynn Hauschke, "Crowdfunding for Energy Access India", technical Report, Ökopol Environmental research, Hamburg, Germany, 2018. <https://dx.doi.org/10.1787/24072c0d-en>
 22. Invest Europe, "2021 Central and Eastern Europe Statistics". Retrieved from Invest Europe Statistics 2021: <https://www.investeurope.eu/about-private-equity/>.
 23. Invest Europe, "2022 Central and Eastern Europe Statistics". Retrieved from Invest Europe Statistics 2022: <https://www.investeurope.eu/about-private-equity/>.
 24. Loans and investments", 2022, PwC. [About the Loans and investments guide & Full guide PDF \(pwc.com\)](#).
 25. Lucia Cusman, "Credit Mediation for SMEs," OECD, 2018.
 26. Lucia Cusmano and John Thompson, "Alternative Financing Instruments for SMEs and Entrepreneurs: The Case of Mezzanine Finance," OECD SME and Entrepreneurship Papers No. 2, OECD Publishing, 2018. <https://dx.doi.org/10.1787/3709429e-en>.
 27. Momtaz .P.P, 2021 Token Offerings Research Database (TORD), available at: <https://www.paulmomtaz.com/data/tord>
 28. Neil C, Virginia L, "The 5 Stages Of Small Business Growth," Harvard Business Review, 2020, <https://hbr.org/1983/05/the-five-stages-of-small-business-growth>.
 29. OECD and European Commission, "Policy brief on access to business start-up finance for inclusive entrepreneurship," EU publications, Luxembourg, 2014.

<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/cfb2ed19-96bf-4fef-a503-30af58886097>.

30. OECD, "Initial Coin Offerings (ICOs) for SME Financing," 2019.
31. OECD, "The Tokenisation of Assets and Potential Implications for Financial Markets," OECD Blockchain Policy Series, 2020.
32. Patrick Weber, K. Valerie Carl, and Oliver Hinz, "Applications of Explainable Artificial Intelligence in Finance-a Systematic Review of Finance, Information Systems, and Computer Science Literature," Management Review Quarterly, 2023.
33. Paul P. Momtaz, "Decentralized Finance (Defi) Markets for Startups: Search Frictions, Intermediation, and Efficiency," Intermediation, and Efficiency, 2022.
34. PwC, the 6th ICO/ STO Report, 2020, P6. Retrieved from PwC: <https://www.pwc.ch/en/insights/fs/6th-ico-sto-report.html>.
35. Randall S. Jones and MyungKyoo Kim, "Promoting the Financing of SMEs and Start-Ups in Korea", OECD Economics Department, Vol 58, No 1162, 2014, P9.
36. Sanyal, Paroma; Mann, Catherine L , "The Financial Structure of Startup Firms: The Role of Assets, Information, and Entrepreneur Characteristics," Working Papers, No. 10-17, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, MA, 2010.
37. Sebastian Schich, et al., "Evaluating Publicly Supported Credit Guarantee Programmes for SMEs," OECD, 2017. www.oecd.org/finance/Evaluating-Publicly-Supported-Credit-Guarantee-Programmes-for-SMEs.pdf.
38. Shira Cohen, "Sourcing Deals," Best Practice Guidance for Angel Groups—Deal Screening," Screening, Columbia University, 2007.
39. Synthèse de l'étude : "Le crowdfunding en méditerranée, levier pour l'éco entrepreneuriat et les initiatives sociales d'innovation écologique," Switchmed, 2016. Retrieved from: https://fr.slideshare.net/jamaity_tn/synthese-etudecrowdfunding-fr.
40. Tania Ziegler et al., "The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report," 2021.
41. Thomas Lambert, Daniel Liebau, and Peter Roosenboom, "Security Token Offerings," Small Business Economics, 2021.

42. Tim J. Kane, "The Importance of Startups in Job Creation and Job Destruction," SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY: Social Science Research Network, July 1, 2010) . <https://doi.org/10.2139/ssrn.1646934>.
43. Tom R. Vanacker and Sophie Manigart, "Venture Capital," SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY, 2013). <https://papers.ssrn.com/abstract=2749175>.
44. Venture capital in Africa 2021. Retrieved from: <https://www.avca.africa/media/uephx0k3/02034-avca-african-private-capital-activity-2021-public-9-1.pdf>
45. World Bank, "Emerging Risks to the Recovery," 2022.
46. YIELCO Investments AG, "Market Commentary Private Debt The risk of private debt investments during a downturn", 2019. Retrieved from: https://yielco.com/wp-content/uploads/Private_Debt-Publication-PD_in_Credit_Cycle.pdf

f) Online newspapers and publications :

1. "Algeria: a good year for startup financing," 2022, <https://resilient.digital-africa.co/> Visited 01/04/2023 at 20:53
2. "How Venture Capital Works." Accessed September 5, 2023.
3. "The Importance of Technology Development in Startups," Faster Capital, Online Incubator and Accelerator visited 17/01/2023 at 10:57 . <https://fastercapital.com/content/The-importance-of-technology-development-in-startups.html>
4. Attract Capital, "European Mezzanine Capital", <http://www.attractcapital.co.uk/articles/european-mezzanine-capital/> visited 30/08/2023 at 12:50
5. Ben Flower, "stages of venture capital," Silicon Valley Bank, <https://www.svb.com/startup-insights/vc-relations/stages-of-venture-capital> visited 27/08/2023 at 16:17
6. Bill Gross, "The Single Biggest Reason Why Start-Ups Succeed", TED Talk, 2015, accessed 22/06/2022,

- https://www.ted.com/talks/bill_gross_the_single_biggest_reason_why_start_ups_succeed.
7. CoinMarketCap support, "Exchange Ranking," 2023, <https://support.coinmarketcap.com/hc/en-us/articles/360052030111-Exchange-Ranking> Visited 5/09/2023 at 08:25
 8. Emily Dean, "70+ ICO Statistics You Need to Know in 2023", 2023, <http://icobench.com/> Visited 1/09/2023 at 21:18
 9. Entretien du Président de la COSOB accordé à l'APS, APS, 2020. Retrieved from: <https://www.cosob.org/wp-content/uploads/2020/07/APS.pdf>
 10. Eric Grant, " 13 IEOs that have place through Binance launchpas," 2019, <https://usethebitcoin.com/6-ieos-that-have-taken-place-through-binance-launchpad/> visited 3/09/2023 at 13:52
 11. Guneet Kaur, "Crypto exchange liquidity, explained," 2023, <https://cointelegraph.com/explained/crypto-exchange-liquidity-and-why-it-matters-explained> Visited 5/09/2023 at 17:24
<https://hbr.org/1998/11/howventure-capital-works>.
 12. <https://www.fundable.com/crowdfunding101/history-of-crowdfunding> Visited 25/11/2022 at 16:05
 13. IHub Blog, "investing-in-startups-in-kenya," 2018, <https://ihub.co.ke/blogs/31373/investing-in-startups-in-kenya> visited 15/05/2022 at 20:01
 14. Joch.A, "EOS broke 4\$ billion with its ICO, then things went wrong," 2023, [EOS Raised \\$4 Billion in ICO: Where Did the Money Go? \(Beincrypto.com\)](https://www.beincrypto.com/eos-raised-4-billion-in-ico-where-did-the-money-go/) visited 3/09/2023 at 09:09
 15. Michael Graw, "what is an IEO (Initial Exchange offering)?", ICObench, 2023, <https://icobench.com/ieo/what-is-an-ieo> Visited 3/09/2023 at 16:57
 16. Nazim Sini, " Avec "Ninvesti" on veut ouvrir le financement participatif aux start-up algériennes," DoingDZ, 2020, <https://www.youtube.com/watch?v=VqAQwMYZdi>, Visited 25/04/2022 at 10:36
 17. Ouassim khoudi, "Algeria Start-ups and crowdfunding," TAITRA, 2020, <https://algiers.taiwantrade.com/news/detail?id=30163> Visited 21/04/2022 at 13:45

18. Paul Graham, "startup= Growth",2012, <http://www.paulgraham.com/growth.html> visited 27/02/2020 at 18:19
19. Peter Cohan, "Why Start-Ups Matter," Forbes, 2011, <https://www.forbes.com/sites/petercohan/2011/06/27/why-start-ups-matter/> Visited 21/05/2022 at 22:24
20. STO Scope, <https://stoscope.com/sto/blockstate> Visited 7/09/2023 at 10:03
21. The Financial Stability Board (FSB), "FinTech," <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/> Visited 12/07/2023 at 22:24
22. The Really Useful Information Company (TRUiC) team, "How to Start a Startup in 10 Steps (2023 Guide)," 2023, <https://startupsavant.com/how-to-start-a-startup#establish> Visited 26/07/2023
23. Tim Vipond, "Finance Definition," Corporate Finance Institute, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/wealth-management/what-is-finance-definition/>, visited 8/09/ 2022 at 18:27.
24. WIPO, "Intellectual Property Financing - An introduction," World Intellectual Property Organization Magazine, Vol 1, Geneva, Switzerland, 2008. Retrieved From https://www.wipo.int/wipo_magazine/en/2008/05/article_0001.html
25. Zider, B, "How venture capital works," Harvard Business Review, 1998, <https://hbr.org/1998/11/how-venture-capital-works> visited 16/05/2022 at 10:51
26. Zohier Zaid, "1er Pitch Event de 2022: Start-up pour convaincre Casbah Business Angels", 2022, <https://dzcharikati.net/1er-pitch-event-de-2022-6-start-up-pour-convaincre-casbaht-business-angels/> Visited 02/05/2022 at 22:18

g) Legislative texts:

1. Constituent Assembly of India, The Gazette of India Extraordinary, N113,2018.

h) Websites:

1. Algerian Startup Fund, <https://asf.dz/>.
2. American Heritage dictionary, <https://www.ahdictionary.com/>
3. Angel Capital Association, <https://www.angelcapitalassociation.org/>.
4. Banque de France, "Access to bank financing for companies 2022 Q4", <https://www.banque-france.fr/index.php/en/statistics/access-bank-financing-companies-2022q4-2022q4> visited 18/05/2023 at 12 :23.

5. Bloomberg, <https://www.bloomberg.com/europe> .
6. Cambridge Centre for Alternative Finance, <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/>
7. Cambridge dictionary, <https://dictionary.cambridge.org/>
8. Casbah Business Angels, <http://casbahbusinessangels.org/>
9. ChatGPT, Web access, <http://chat.openai.com>.
10. Chriky platform, <http://www.chriky.com> .
11. CrowdSpace platform, <https://thecrowdspace.com/>.
12. Dealroom.co, open data <https://dealroom.co/our-data> .
13. European Business Angels Network, <https://www.eban.org/>.
14. European Central Bank, Statistics, <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>.
15. Forbes ADVISOR, "Best startup business Lines of Credit 2023," <https://www.forbes.com/advisor> visited 25/08/2023 at 20:03
16. Gofundme platform, <https://www.gofundme.com/>.
17. Indiegogo platform, <https://www.indiegogo.com/>.
18. Kickstarter platform, <https://www.kickstarter.com/> .
19. National center for middle market, <https://www.middlemarketcenter.org/>.
20. Nenvesti platform, <http://nenvesti.com>.
21. NVCA, official website, <https://nvca.org/>.
22. OECD. Stat, Open Data, <https://stats.oecd.org/Index.aspx> .
23. Online Etymology dictionary, <https://www.etymonline.com/>.
24. Pitchbook, <https://pitchbook.com/data>.
25. Statista, "Business angel investments on the visible market in Europe in 2021, by country", <https://www.statista.com/statistics/439669/business-angel-investments-by-country-in-europe/> visited 27/08/2023 at 23:54
26. US. Securities and exchange commission, <https://www.sec.gov/> .
27. <http://icobench.com/>.
28. <https://coinmarketcap.com/> .
29. <https://cryptorank.io>.
30. <https://www.crunchbase.com/>

31. <https://www.tokens-economy.com/>

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على الأنواع المختلفة لآليات التمويل الحديثة المتاحة للمؤسسات الناشئة، وتحديد الدور الذي تلعبه في معالجة اختلالاتها التمويلية على طول دورة حياتها، وذلك استنادا إلى التجارب الأجنبية مع الإشارة إلى التجربة الجزائرية. وسعيا لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي والتحليلي في سرد مختلف الآليات الحديثة وتحليل مراحل تدخلها وهو ما أسفر عن تطوير إطار عملي تم استخدامه كدليل إرشادي للتعامل مع مشكلة البحث في جانبها التطبيقي.

وكشفت نتائج الدراسة المتوصل إليها عن الدور التكميلي الذي تلعبه الآليات الحديثة فيما بينها، كما نوهت أن النظم البيئية للمؤسسات الناشئة من شأنها التدخل في تغيير مسارات التمويل وهو ما عززه عرض التجربة الجزائرية التي جسدت تغير دور هذه الآليات من تكميلي إلى تكاملي، كما خلصت إلى أن التكنولوجيا الحديثة أفرزت عن صيغ تمويلية مبتكرة تشارك آليات التمويل الحديثة دورها حاليا ومن المرجح أن تصبح بديلا عنها مستقبلا.

الكلمات المفتاحية: الآليات التمويلية الحديثة؛ الاختلالات التمويلية؛ المؤسسات الناشئة؛ الجزائر.

Abstract:

This study aims to identify the different types of modern financing mechanisms available to Startups, and to determine the role they play in resolving their financing imbalances throughout their life cycle, drawing on foreign experiences with reference to the Algerian experience. In order to achieve the objectives of the study, descriptive and analytical approaches were used to catalog various modern mechanisms and analyze the stages of their intervention, resulting in the development of a practical framework that served as a guidance to address the research problem in its practical aspect.

The results of the study revealed the complementary role that modern mechanisms play among themselves, indicating also that ecosystems of startups could intervene in the evolution of financing pathways, which was reinforced by the presentation of the Algerian experience, which embodied the change in role from complementarity towards integrality. Modern technology has given rise to innovative financing formulas that share the role of

current modern financing mechanisms and are likely to become an alternative to them in the future.

Keywords: Modern financing mechanisms; Financing imbalances; Startups; Algeria.

Résumé:

Cette étude vise à identifier les différents types de mécanismes de financement modernes à la disposition des Startups, et à déterminer le rôle qu'elles jouent dans la résolution de leurs déséquilibres de financement tout au long de leur cycle de vie, en s'appuyant sur les expériences étrangères en référence à l'expérience algérienne. Afin d'atteindre les objectifs de l'étude, les approches descriptives et analytiques ont été utilisées pour répertorier divers mécanismes modernes et analyser les étapes de leur intervention, ce qui a abouti à l'élaboration d'un cadre pratique qui a servi de guide d'orientation pour traiter le problème de la recherche. Dans son aspect pratique.

Les résultats de l'étude ont révélé le rôle complémentaire que jouent entre eux les mécanismes modernes, indiquant également que les écosystèmes des startups pourraient intervenir dans l'évolution des voies de financement, ce qui a été renforcé par la présentation de l'expérience algérienne, qui a incarné le changement de rôle de la complémentarité vers l'intégralité. La technologie moderne a donné naissance à des formules de financement innovantes qui partagent le rôle des mécanismes de financement modernes actuels et sont susceptibles de devenir une alternative à ces derniers à l'avenir.

Mots-clés : mécanismes de financement modernes ; Déséquilibres de financement ; les startups ; Algérie.