



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

دور رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة في السوق المالي
-دراسة حالة السعودية 2020-2024-

الأستاذ المشرف	اعداد الطلبة	
علية عبد الباسط عبد الصمد	عبد يش إيمان	1
	عبد يش نور الهدى	2

لجنة المناقشة:

الصفة	اسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	هولي رشيد
مشرفا ومقررا	علية عبد الباسط عبد الصمد
ممتحنا	بعلي حسني

السنة الجامعية 2024/2023



شكر وعرهان

أولا الشكر لله الواحد الأحد الذي خلق السماوات بلا عمد وورق
الناس ولم ينسى أحد، أتقدم بجزيل الشكر والتقدير إلى الأستاذ
المشرف "عليه عبد الباسط عبد الصمد". لتفضله بالإشراف على
هذه المذكرة ولما قدمه لنا من نصح وإرشاد فله منا كل
التقدير والإحترام.

كما نشكر أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذه
المذكرة والحضور لإثراءها فكل الشكر والتقدير للأساتذة
الكرام وجزاكم الله خيرا.

إهداء

{وآخر دعوانهم أن الحمد لله رب العالمين}

من قال أنا لها نالها

لم تكن الرحلة قصيرة ولا ينبغي لها أن تكون لم يكن العلم قريبا ولا الطريق كان محفوظا
بالتسميات لكنتي فعلتها وناولتها.

الحمد لله حبا وشكرا وإمتنانا الذي بفضلها أنا اليوم أنظر إلى حلم طال إنتظاره وقد أصبح
واقعا أفتخر به

إلى ملاكبي الطاهر، وقوتي بعد الله، داعمتي الأولى والأبدية "أمي" أهديك هذا الانجاز
الذي لولا تضحياتك لما كان له وجود، ممتنة لأن الله قد إصطفاك لي من البشر أما يا خير
سند وعموض

إلى من داعمتني بلا حدود وأعطاني بلا مقابل "أبي"

إلى من قال فيهم ﴿سندك معذك بأخيك﴾ "إخوتي" سندي في الحياة أدامكم الله خلعا
ثابتا لي

إلى من هد يدك دون كلل ولا ملل وقتك ضعفي وأمن بي وبقدراتي "أخي مختار"،

إلى ذلك الرجل العظيم الذي شجعني للوصول إلى طموحاتي إلى سندي ورفيق عمري
"زوجي"

إلى إبنتي وحبيرة قلبي "رديئة"،

إلى عائلة زوجي وإلى جميع صديقاتي ..

عبد يش إيمان

إهداء

الحمد لله رب العالمين

والصلاة والسلام على سيدنا محمد أشرف المرسلين صلوات الله وسلامه عليه وعلى آله

وأصحابه ومن استن بسنته وسار على نهجه إلى يوم الدين أما بعد

أهدي ثمرة جهدي وعملي هذا إلى الوالدين الكريمين والعائلة الكبيرة

إلى التي زكته بنفسها لإسعادي إلى منبع حناني الصافي "أمي الحبيبة" إلى مثال الحب

والتضحية.. إليك يا نور عيني

إلى من علمني تحدي الصعاب إلى الذي كان لي الأب والأخ والصديق والسند طول

الطريق... إليك يا أغلى ما أملك "أبي" أطال الله في عمركما يا من لا يمكن للكلمات أن

توفي حقا

إلى من قاسموني حلو الحياة ومرها تحدي سقف واحد لتلك القلوب والنفوس البريئة

رياحين قلبي "إخوتي"

إلى من رسم من الدموع ألفه إبتسامة ينابيع الصدق ورفقاء الدرب بهنائه وبشقاؤه

وجمعني الأقدار بهم عبر طيات سنين الحياة تاركين بصمات الحب والوفاء في ذاكرتي

صديقاتي "سارة" و"إكرام"

وإلى من قاسمتني هذا العمل إلى ابنة عمي "إيمان"

وإلى كل من ترك في قلبي ذكرى طيبة... لكم أهدي ثمرة جهدي وكفاحي..

محمد يش نور المهدي

الملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى إبراز ما مدى مساهمة رأس المال المخاطر كآلية لتمويل الشركات الناشئة في السوق المالي السعودي 2020-2024، حيث تعد هذه التقنية السبيل الأنجع لتمويل هذا النوع من الشركات نظرا لما تتميز به من مخاطر خاصة في مراحلها المبكرة من جهة و قلة ضمانتها للحصول على التمويل من جهة أخرى وذلك بإتباعنا المنهج الوصفي التحليلي و كذلك التاريخي.

وقد حققت السعودية قفزة نوعية في هذا المجال نتيجة للجهود المبذولة حيث توصلنا في هذه الدراسة إلى عدة نتائج منها أنه لا توجد علاقة طويلة الأجل بين مؤشر صندوق بخيت ومؤشر السوق تاسي Tasi. أيضا ليس هناك علاقة طويلة الأجل بين مؤشر صندوق جدوى ومؤشر السوق تاسي Tasi، أما بالنسبة لصندوق الأهلي للمتاجرة توجد علاقة طويلة الأجل بينه وبين مؤشر السوق تاسي Tasi.

الكلمات الإفتتاحية: رأس المال المخاطر؛ مشاريع ناشئة؛ أسواق لرأس المال

Summary:

The study aimed to highlight the extent to which risk capital contributes as a mechanism for financing emerging companies, by defining the concept of capitaland emerging prohects and highlighting the relationship between theme, as this technology is the most effective way its special risks in its early stages. On the one hand, and its lack of guarantee for obtaining financing on the other hand, by following the descriptive, analytical and historical approach.

In fact, Saudi Arabia has made a leap in this field as a result of the effort made, and through this study we have reached several results including that there is no long term relationship between the Bakhit fund index and the Tasi market index. Moreover, there is no long term relation-ship btween Jadwa fund index and Tasi market index however, for Al-Ahli trading fund, there is a long-term relationship between it and the Tasi market index.

Keywords: Risk capital; start-up; capital markets.

فهرس المحتويات

II	شكر وعرفان.....
IV	إهداء.....
V	الملخص:.....
VII	فهرس المحتويات.....
XI	قائمة الجداول.....
XIII	قائمة الأشكال.....
ن	مقدمة عامة.....
	الفصل الأول: الإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة في سوق الأوراق المالية
4
2	تمهيد:.....
3	المبحث الأول: أساسيات حول رأس المال المخاطر.....
3	المطلب الأول: نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر.....
3	الفرع الأول: نشأة رأس المال المخاطر.....
4	الفرع الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر.....
5	المطلب الثاني: مصادر وخصائص رأس المال المخاطر والأطراف المتدخلة فيه.....
5	الفرع الأول: مصادر رأس المال المخاطر.....
7	الفرع الثاني: خصائص رأس المال المخاطر.....
8	الفرع الثالث: أطراف رأس المال المخاطر.....
9	المطلب الثالث: خطوات ومراحل عملية التمويل برأس المال المخاطر وأهميته.....
9	الفرع الأول: خطوات التمويل برأس المال المخاطر.....
11	الفرع الثاني: مراحل التمويل برأس المال المخاطر.....
12	الفرع الثالث: أهمية رأس المال المخاطر.....
13	المطلب الرابع: مزايا وعيوب رأس المال المخاطر.....

13	الفرع الأول: مزايا رأس المال المخاطر
14	الفرع الثاني: سلبيات رأس المال المخاطر
16	المبحث الثاني: أساسيات حول المشاريع الناشئة
16	المطلب الأول: ماهية المشاريع الناشئة
16	الفرع الأول: نشأة المشاريع الناشئة
17	الفرع الثاني: تعريف المشاريع الناشئة
18	المطلب الثاني: دورة حياة المؤسسة الناشئة ومراحل إنشائها
18	الفرع الأول: دورة حياة المؤسسة الناشئة
20	الفرع الثاني: مراحل إنشاء المؤسسة الناشئة
21	المطلب الثالث: خصائص وأهمية المشاريع الناشئة وعلاقتها برأس المال المخاطر
22	الفرع الأول: خصائص المشاريع الناشئة
23	الفرع الثاني: أهمية المؤسسة الناشئة
24	الفرع الثالث: علاقة رأس المال المخاطر بالمشاريع الناشئة
25	المطلب الرابع: المتطلبات الأساسية لنجاح المؤسسات الناشئة وعراقيلها
25	الفرع الأول: المتطلبات الأساسية لنجاح المؤسسات الناشئة
26	الفرع الثاني: أهم العراقيل التي تواجهها
28	المبحث الثالث: الدراسات السابقة
28	المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية
30	المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية
31	المطلب الثالث: الفرق بين الدراسة الحالية والدراسة السابقة
31	الفرع الأول: أوجه التشابه
31	الفرع الثاني: أوجه الاختلاف
33	خلاصة الفصل:
34	الفصل الثاني: دراسة قياسية للعلاقة بين صناديق الإستثمار والأوراق المالية
35	تمهيد:

36	المبحث الأول: دراسة العينة.....
36	المطلب الأول: صندوق بخيت للمتاجرة بأسهم الصندوق.....
36	الفرع الأول: تعريف الصندوق.....
36	الفرع الثاني: أهداف الصندوق.....
36	الفرع الثالث: السياسات المحاسبية المهمة.....
37	الفرع الرابع: عوامل المخاطر المالية.....
38	المطلب الثاني: صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية.....
38	الفرع الأول: تعريف الصندوق.....
38	الفرع الثاني: أهداف الصندوق.....
38	الفرع الثالث: السياسات المحاسبية المهمة.....
38	الفرع الرابع: عوامل المخاطر المالية.....
39	المطلب الثالث: صندوق جدوى الأسهم السعودية.....
39	الفرع الأول: تعريف صندوق الجدوى.....
40	الفرع الثاني: أهداف الصندوق.....
40	الفرع الثالث: السياسات المحاسبية العامة.....
40	الفرع الرابع: عوامل المخاطر المالية.....
42	المبحث الثاني: دراسة قياسية بين صناديق الإستثمار و السوق.....
42	المطلب الأول: تجميع البيانات الاحصائية.....
44	المطلب الثاني: التحليل الاحصائي الوصفي للمتغيرات.....
45	المطلب الثالث: استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات.....
56	خلاصة الفصل.....
58	خاتمة عامة.....
62	قائمة المراجع:.....
66	الملاحق:.....

قائمة الجداول

قائمة الجداول:

- الجدول رقم(1): نتائج التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات محل الدراسة.....44
- الجدول رقم(2): نتائج التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات محل الدراسة.....48
- الجدول رقم(3): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق أصول بحيت الاستثمارية (AB).....48
- الجدول رقم(4): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية AT.....49
- الجدول رقم(5): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر السوق تاسي YT.....50
- الجدول رقم(6): نتائج اختبار جوهنسون للتكامل المشترك.....52

قائمة الأشكال

قائمة الأشكال:

- الشكل (1): دورة حياة المؤسسات الناشئة..... 18
- الشكل (2): التمثيل البياني لمؤشر صندوق جدوى للأسهم السعودية الفئة ب خلال الفترة 2020-2024.. 42
- الشكل (3): التمثيل البياني لمؤشر أصول وبخيت الاستثمارية خلال الفترة 2020-2024..... 43
- الشكل (4): التمثيل البياني لمؤشر صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية خلال الفترة 2020-2024 43
- الشكل (5): التمثيل البياني لمؤشر السوق تاسي خلال الفترة 2020-2024..... 44
- الشكل (6): التمثيل البياني للمتغيرات محل الدراسة..... 47

مقدمة عامة

مقدمة:

تعتبر المؤسسات الناشئة من أهم أولويات الدول والحكومات في الوقت الحالي، نظرا لما تلعبه من دور فعال وهام في تحقيق التنمية الاقتصادية، وذلك باعتبارها محركات إستثمارية رائدة تتمتع بمرونة عالية، إضافة إلى الإمكانيات التي تملكها هذه المؤسسات وقدرتها على سد الفراغ الذي تتركه المشاريع الكبيرة في كثير من المجالات.

ويعتبر التمويل هو العائق الأساسي والخطر الذي يواجه المؤسسة الناشئة في مختلف مراحل حياتها، وهو المحدد لبقاء وتطور المؤسسات الناشئة، لذلك حظيت مسألة تمويل هذه المؤسسات في الدول المتقدمة بالأولوية ضمن مختلف الإستراتيجيات التنموية، وذلك بتنوع وإبتكار أدوات تمويلية متنوعة تتماشى مع التطور والتنوع الذي شهدته الحاجات التمويلية.

ومن بين هذه الأدوات التمويلية المستحدثة نجد رأس المال المخاطر، الذي يعتبر مصدرا وأداة تمويلية مهمة توفر الغطاء التمويلي اللازم للمؤسسات الناشئة الواعدة بالنمو والتي تواجه مخاطر مرتفعة، إذ تعتبر تقنية رأس المال المخاطر الأفضل نظرا للدور الذي تلعبه هذه التقنية كونها تشكل أحد الحلول الهامة لمجابهة مشكلة التمويل التي تواجه المشروعات الناشئة، بالإضافة إلى مساهمة هذه التقنية في تحقيق النمو الاقتصادي ومساهمتها في توفير وظائف جديدة في القطاعات التكنولوجية، وأهم شئ يميز هذه الأخيرة تمويلها للمشروعات ذات مخاطر مرتفعة لا يقبل على تمويلها عادة البنوك والمؤسسات المالية المختلفة.

إن نجاح هذه التقنية دفع بالعديد من الدول إلى تبني تقنية رأس المال المخاطر إذ تعد السعودية إحدى الدول العربية التي أولت إهتماما خاصا بهذه التقنية وتمويلها لشركات الناشئة.

أولاً: إشكالية البحث

يعتبر رأس المال المخاطر من التقنيات الحديثة المستخدمة في تمويل المشروعات عالية المخاطر خاصة تلك التي تقود تطور الإقتصاديات المعاصرة عبر أنشطتها المختلفة، وفي هذا السياق تتمحور إشكالية البحث في:

ما مدى مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة في سوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2020-2024؟

(1) لدعم إشكالية الدراسة يتعين طرح مجموعة من الأسئلة الفرعية التالية:

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق أصول بخيت ومؤشر "TASI" لسوق الأوراق المالي السعودي؟
- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الصندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية ومؤشر "TASI" لسوق المالي السعودي؟

- هل توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق جدوى الأسهم السعودية ومؤشر "TASI"؟

ثانيا: فرضيات البحث

للإجابة على الإشكالية والأسئلة الفرعية تم وضع الفرضيات التالية:

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق أصول بخيت ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالي السعودي؛
- نعم توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالي السعودي؛
- وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين صندوق جدوى الأسهم السعودية ومؤشر TASI لسوق الأوراق المالي السعودي.

ثالثا: أهمية الموضوع

تكمن أهمية الموضوع في كونه يتناول جميع الجوانب الإقتصادية، ودور رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة باعتباره الوسيلة التي تتلائم مع متطلبات هذا النوع من المشاريع لما تحتويه من مخاطر عالية وتكمن أيضا أهميتها في محاولة فهم هذه التقنية التمويلية الحديثة حيث يساهم في توفير الدعم المالي و الفني اللازمين لإنشاء المشاريع الإستثمارية.

رابعا: أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

- إظهار أهمية التمويل برأس المال المخاطر ومدى صلاحيته لتطبيق في مختلف القطاعات والمجالات؛
- إبراز أهم الخصائص التي تجعل من المؤسسات الناشئة قطاعا قائما بذاته؛
- تحديد المعوقات التي تقف في طريق المؤسسات الناشئة وطرق مواجهتها.

خامسا: أسباب إختيار الدراسة

هناك جملة من الدوافع وراء إختيار موضوع الدراسة تمثلت في:

أسباب موضوعية:

- الأهمية الكبيرة التي يكتسبها الموضوع؛
- معرفة الإطار المفاهيمي لرأس المال المخاطر وكشف الغموض حول هذا الموضوع؛

- كونه في موضوع الإختصاص.

أسباب شخصية:

- قناعتنا الشخصية بالأهمية التي تلعبها الشركات الناشئة؛
- رغبتنا في البحث والإطلاع في مجال تمويل المؤسسات الناشئة عن طريق رأس المال المخاطر.

أسباب علمية:

- حداثة وحيوية الموضوع وإدراكنا لأهميته؛
- تتجلى الأهمية العلمية للموضوع من خلال الأهمية التي تمثلها المشاريع الناشئة ودورها في تطوير الإقتصاد وتوفير مناصب الشغل كما تظهر الأهمية في التمويل الحديث بصفة عامة.

سادسا: منهج وأدوات الدراسة

للوصول إلى أهداف الدراسة ولإجابة على الإشكالية والأسئلة الفرعية، ولإثبات صحة الفرضيات أو نفيها تم الإعتماد على المنهج الوصفي وذلك من خلال تطرقنا لمختلف الجوانب النظرية لمتغيرات الدراسة أما المنهج التاريخي أشرنا إلى التطور التاريخي لكل من رأس المال المخاطر والشركات الناشئة، المنهج الإحصائي تم الإعتماد عليه في تحليل السوق المالي السعودي لسنة 2020-2024 وذلك بإستخدام برنامج إيفيوز، و أخيرا المنهج المقارن حيث إعتدنا عليه في مقارنة الدراسة الحالية بالدراسات السابقة لرأس المال المخاطر والمشاريع الناشئة لكلا اللغتين العربية والأجنبية.

سابعا: حدود الدراسة

- **الحدود المكانية:** دراسة حالة السعودية لأنها تحتوي على أكبر سوق مالي في المنطقة العربية وتحتل مكانة هامة في السوق العالمية إذ تعتبر السعودية أكبر دولة لديها مخطط إستراتيجي مستقبلي حتى سنة 2030؛
- **الحدود الزمانية:** توفر إحصائيات في هذه الفترة (2020-2024).

ثامنا: هيكل الدراسة

قصد الإجابة على الإشكالية المطروحة تم تقسيم البحث إلى فصلين:

ورد في الفصل الأول ضمن عنوان الإطار النظري لرأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة حيث قسم إلى ثلاث مباحث: إذ خصص المبحث الأول في تسليط الضوء على الإطار النظري لرأس المال المخاطر أما المبحث الثاني فركز على الأسس النظرية حول الشركات الناشئة بتطرق إلى ماهيتها ودورة حياتها وكذلك مصادر تمويلها؛

ليختم الفصل بالدراسات السابقة باللغتين العربية والأجنبية، أما في الفصل الثاني فقد خصص بدراسة تطبيقية بتركيز على التجربة السعودية من الفترة (2020-2024).

**الفصل الأول: الإطار المفاهيمي
لرأس المال المخاطر في تمويل
المشاريع الناشئة**

تمهيد:

إن موضوع التمويل يجذب منذ وقت بعيد إهتمام الباحثين والمختصين، حيث شهد هذا المجال تطورات كبيرة وإبتكار أدوات تمويلية متنوعة حتى تتماشى مع التطور والتنوع الذي شهدته الحاجات التمويلية، إذ يعد من أساسيات إنشاء وتوسيع المؤسسات الناشئة، وكان من بين أهم هذه الآليات المستحدثة التمويل بتقنية رأس المال المخاطر وكذلك المؤسسات الناشئة وما يترتب عن ذلك من أهداف وخصائص لكليهما، حيث قسمنا هذا الفصل إلى ثلاث مباحث على النحو التالي:

المبحث الأول: أساسيات حول رأس المال المخاطر؛

المبحث الثاني: أساسيات حول المشاريع الناشئة؛

المبحث الثالث: دراسات سابقة.

المبحث الأول: أساسيات حول رأس المال المخاطر

عند تسليط الضوء على الأدبيات النظرية التي تناولت دراسة رأس المال المخاطر نجد أنها في مجملها تتفق بأنها آلية تمويل التي غالباً ما تمتاز بدرجة عالية من المخاطر وتمتلك ضمانات من الحصول على التمويل البنكي، لذا سنقوم في هذا المبحث بتوضيح تقنية رأس المال المخاطر أكثر بالتطرق إلى المطلب الأول النشأة والمفهوم، المطلب الثاني مصادر وخصائص رأس المال المخاطر والأطراف المتدخلة فيه أما المطلب الثالث خطوات ومراحل التمويل برأس المال المخاطر وأهميته وفيما يخص المطلب الرابع والأخير ذكرنا مزايا وعيوب رأس المال المخاطر.

المطلب الأول: نشأة ومفهوم رأس المال المخاطر

يعد رأس المال المخاطر من أهم أسباب التطور والتنمية الاقتصادية، كما يساهم بشكل كبير في تمويل المشروعات ونشأتها ونموها.

الفرع الأول: نشأة رأس المال المخاطر

يرجع أصل نشأة رأس المال المخاطر إلى اليوناني "Thales De Milet" الذي أسس أول مشروع في التصنيع الزراعي (استخراج زيت الزيتون) بفضل الأموال التي حصل عليها من مقرضين مخاطرين، وقد تكررت التجربة بعد ألفي سنة مع رحلات الإسبان والبرتغال إلى العالم الجديد خلال القرنين 15 و16 التي تعهد بها رأسماليون مخاطرون "Venture Capitalistes" الذين اشترى السفن ومولوا الرحلات، وإذا اقتربنا من أيامنا هذه لوجدنا أن النشأة الحديثة المنظمة لرأس المال المخاطر تنسب إلى دوريو Doriot الذي أنشأ في أمريكا عام 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم وهي مؤسسة Américain Reserch والتي and Développement تخصصت في تمويل المؤسسات الالكترونية الناشئة، ثم تباطأ نمو سوق رأس المال المخاطر بعد تلك التجزئة حتى عام 1977، أما في أوروبا فقد تأسست في بروكسل عام 1983 الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر إذ تطور بفضلها نشاط رأس المال المخاطر بشكل ملحوظ خلال 4 سنوات منذ إنشائها؛ ولا يقتصر وجود هذه المؤسسات على العالم الصناعي بل تعداه إلى الدول النامية، حيث ساهم البنك الولي والشركة الدولية للتمويل في تأسيس مؤسسات في كينيا والبرازيل والفلبين، كما ساهمت الشركة الدولية كذلك خلال 1993 - 1994 في إنشاء صناديق في كل من أمريكا اللاتينية، شرق أوروبا، الدول النامية في آسيا كما نشأت عدة مؤسسات في ماليزيا والخليج¹.

¹ نبيلة قدور، حمزة لعرايبي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم (الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، تونس، الجزائر)، جامعة البويرة، جامعة البليدة، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 07، جوان 2017، ص 885.

الفرع الثاني: مفهوم رأس المال المخاطر

هناك العديد من التعاريف لرأس المال المخاطر نذكر منها:

التعريف الأول: هو عبارة عن أسلوب لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى شركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه وتقوم معادلة هذه الشركات على (تكنولوجيا متقدمة، مخاطر كبيرة، أرباح واعدة)، وهي تقوم على أساس المشاركة في الأرباح والخسائر.¹

التعريف الثاني: يمثل رأس المال المخاطر الأموال التي يستثمرها خبراء الإستثمار ممن يسعون إلى تحقيق مكاسب رأسمالية عالية ويكونون على إستعداد لتحمل نسبة مخاطرة عالية وعدم توافر السيولة النقدية لفترات طويلة ويحصل أس المال المخاطر في مقابل هذا الإستثمار على حصة من مليكة الشركة.²

التعريف الثالث: يعرف أيضا رأس المال المخاطر على أنه تقنية أو أسلوب تمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر، وهذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل الكلاسيكي بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع بدون ضمان العائد ولا مبلغه، وبذلك فهو يخاطر بأمواله ولهذا نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال. ومن أجل التخفيف من حدة المخاطر فإن المخاطر برأس المال لا يكتفي بتقديم النقد فحسب بل يساهم في إدارة بما يحقق تطورها ونجاحها، ولا يقتصر دور شركات رأس المال المخاطر على تمويل مرحلة الإنشاء فحسب بل يمتد أيضا إلى مرحلة التجديد، وكذا تمويل التوسع والنمو.³

¹ خومية فتحة، البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، جامعة آكلي محمد أولحاج بالبويرة، مجلة الإستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 03، العدد05، ديسمبر 2018، ص35.

² إلياس بدوي، وآخرون، رأس المال المخاطر كألية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، جامعة الجزائر، مجلة الإقتصاد الصناعي، المجلد10 العدد2 سنة 2020 ص35.

³ بوشارب أحلام، هدواس سهام، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -دراسة كلية الجزائر، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، المركز الجامعية عبد الحفيظ بوصوف -ميلة، سنة 2020-2021، ص5.

التعريف الرابع: حسب الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر:

EVCA هو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا الحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد أو ذلك على مصدر المخاطر) أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات.¹

التعريف الخامس: حسب البنك المركزي الألماني: يمثل رأس المال المخاطر في الغالب الحصص المأخوذة في المنشأة الصغيرة والمتوسطة الناشئة والمبتكرة تكنولوجيا غير المدرجة، التي رغم انخفاض ربحيتها الحالية تستطيع أن تمتلك استعدادات نمو واسعة وكافية، ومؤسسات رأس المال المخاطر لا تزود المشاريع الناشئة بالأموال الخاصة فقط لكن أيضا بالخبرة التفسيرية الواسعة وخدمة النصائح.²

مما سبق نصل الى تعريف رأس المال المخاطر أنه ذلك التمويل بالأموال الخاصة وشبه الخاصة الموجه لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى شركات رأس المال المخاطر. وهذه التقنية لا تقوم على أساس تقديم النقد كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تقوم على أساس المشاركة بحيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه وبذلك فهو يخاطر بأمواله.

المطلب الثاني: مصادر وخصائص رأس المال المخاطر والأطراف المتدخلة فيه

رأس المال المخاطر تقنية لاقت إقبالا كبيرا من قبل العديد من الدول عبر العالم لما لها من علاقة مع الأسواق من حيث المصادر واكتساب هذا النظام لمجموعة من الخصائص في دعم المشاريع الإستثمارية عن طريق التمويل وتقديم الخدمات الإستثمارية والفنية.

الفرع الاول: مصادر رأس المال المخاطر

رأس المال المخاطر تقنية لاقت إقبالا كبيرا من قبل العديد من الدول عبر العالم لما لها من علاقة مع الأسواق من حيث المصادر واكتساب هذا النظام من الخصائص في دعم المشاريع الاستثمارية عن طريق التمويل وتقديم الخدمات الاستثمارية والفنية.

أولا: المصادر الرسمية: يتكون السوق الرسمي من نوعين من تنظيمات رأس المال المخاطر وهي إما شركات أو صناديق استثمار مخاطرة، ويمكن توضيحهم فيما يلي :

¹ عابد نصيرة، بريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل إستراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 19، سنة 2018، ص212.

² العالية بوعلام، فريدة سلاط، رأس المال المخاطر كآلية لتمويل الشركات الناشئة، دراسة حالة السعودية، مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، تخصص إقتصاد نقدي وبنكي، جامعة العربي التبسي، تبسة، 2021/2020، ص4.

- 1) شركات رأس المال المخاطر: وتجد هنا ثلاث أنواع من الشركات ذات التمويل المخاطر وهي :
- شركات رأس المال المخاطر الخاصة المستقلة: أغلبية مؤسسات رأس المال المخاطر هي مؤسسات مخاطرة مستقلة، بمعنى أنها غير منطوية تحت أية هيئة مالية أخرى، وتسمى بالشركات الخاصة المستقلة، وتقوم بجمع الأموال لدى المستثمرين المحتملين معتمدة على شهرتها وتخصصها وخبرتها.
 - شركات رأس المال المغامر الشريك العام: تستثمر نسبة كبيرة من المؤسسات أموالها من خلال صناديق منظمة كشراكة محدودة أين يلعب رأس المال المخاطر دون الشريك العام، وقد ظهر هذا النوع في أواخر الستينات في الولايات المتحدة الأمريكية حيث ظهرت الشركات الصغيرة والخاصة التي تقوم بتمويل رأس المال المخاطر فيها كالشريك العام وتتلقى أجرا للإدارة ونسبة من الأرباح مقابل كل صفقة، ويقوم الشركاء المحدودين بتمويل المبالغ اللازمة، وكان الشركاء المحدودون في العادة مؤسسات مثل صناديق التبرع صناديق التقاعد، دوائر الإبداع في البنوك، شركات التأمين، وكذا الأثرياء من الأفراد والعائلات.
 - شركات رأس المال المخاطر التابعة: تطور هذا النوع أيضا في نفس الفترة وهي أواخر الستينات في الولايات المتحدة الأمريكية، ويقصد بالتابعة هذا أنها أفرع لشركات المساهمة الكبرى التي تؤسسها وتوفر رأس المال اللازم لها، وهي نوعين¹:
 - تابعة المؤسسات مالية: شركات رأس المال المخاطر هذه يمكن أن تكون فرع لبنك تجاري، بنك استثماري أو مؤسسة تأمين وتقوم بالإستثمار لصالح المؤسسة الأم أو عملائها؛
 - تابعة للشركات الصناعية الكبرى: وهنا تكون فرعا لها، تستثمر لصالحها
- 2) صناديق الإستثمار المخاطرة: تعرف صناديق الإستثمار على أنها مؤسسات مالية تقوم بالإستثمار الجماعي للأوراق المالية عن طريق تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، وإستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة، بهدف تحقيق منفعة لمؤسسيها وللمستثمرين وللاستثمار القومي ككل وتعد صناديق رأس المال المخاطر "venture capital fend" الأشكال الجديدة والمبتكرة تحصل على الأموال اللازمة لممارسة نشاطها من صناديق التأمين والمعاشات وشركات التأمين ومن بعض المنشآت غير الهادفة للربح كما يلاحظ أن جزءا صغيرا منها يتم الحصول عليه من بعض وحدات الشركات الضخمة مثل البنوك وشركات التأمين على الحياة، وتجدر الإشارة هنا إلى أنه بالإضافة إلى تمويلها للمؤسسات الناشئة التي تتميز بالنمو، يمكن لهذه الصناديق أن تساهم في إعانة المشاريع المتعثرة من خلال تزويدها بتمويل جديد "fresh capital" في شكل ملكية وتقديم النصائح الفنية والمالية لها، ثم يمكن بعد ذلك بيع حصتها في هذه المشروعات عندما تسترد صحتها المالية.

¹ خالد سلاطونية، دور رأس المال في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة شركة sofiance، الجزائر، 2015-2018، التخصص اقتصاد نقدي وبنكي، بسكرة، 2018-2019، ص 05.

ثانياً: المصادر غير رسمية: يتكون السوق غير الرسمي لرأس المال المخاطر مما يسمى ملائكة الأعمال "busniss angle" يطلق عليهم أيضاً مستثمرو العناية الإلهية "investisseurs providentiels"، مستثمرون فرديون، غير أن المصطلح الأول هو الأكثر "informel" وكذا رأس المال غير رسمي، "individuals" "investisseurs" شيوعاً واستخداماً ملائكة الأعمال "busniss angles"، ويعرف ملائكة الأعمال على أنهم أشخاص طبيعيون يستثمرون جزءاً من أموالهم في مؤسسات محددة "innovante" وواعدة، والذين بالإضافة إلى أموالهم يضعون وبالمجان تحت تصرف صاحب المؤسسة خبراتهم وكفاءاتهم، وعلاقاتهم وجزءاً من وقتهم، ويوفر ملائكة الأعمال هؤلاء، الأموال اللازمة للمرحلة الأولى أي l'amorçage "وتقوم الشركات التي يتم تمويلها بجمع الأموال اللازمة للمرحلتين الثانية والثالثة عادة من شركات رأس المال المخاطر أو سوق الأسهم العامة.

والخاصية الأساسية للملائكة الأعمال هي أن استثمارهم لا يكون إلا في مؤسسات محددة وواعدة تواجه مخاطر عالية جداً هذه المخاطر العالية في حالة نجاح المؤسسة ستترجم في عوائد مالية جد معتبرة. ومصطلح مجددة هنا يعني ما هو جديد مقارنة مع موجود حالياً، ولا يتعلق الأمر إذن فقط بالتجديد التكنولوجي، كما يتميز ملائكة الأعمال بجملة أخرى منها متعلمون والعديد منهم يحملون شهادات جامعية، معظم الشركات التي يتم تمويلها تقع على بعد يوم واحد من السفر، معظم التمويل يكون للشركات التي هي في طور الإنشاء والتي تبلغ أقل من 5 سنوات من عمرها، قد يتشاركون مع 9-12 مستثمر آخر، المجالات المفضلة للتمويل: التصنيع السلع الصناعية السلع الاستهلاكية (الطاقة والموارد الطبيعية، خدمات، التجارة.

الفرع الثاني: خصائص رأس المال المخاطر

يمتاز رأس المال المخاطر بالميزات التالية:

- 1) يعد نشاط رأس المال المخاطر من الأنشطة طويلة الأجل والتي تتراوح فيها مدة مشاركة رأس المال المخاطر من 05 إلى 07 سنوات؛
- 2) يمتاز نشاط رأس المال المخاطر بوجود أفق زمني محدد مقدماً للتمويل؛
- 3) يتم اتخاذ القرار الاستثماري من جانب المستثمر بناءً على النتائج المتوقعة للمشروع الذي يتم تمويله، وفي تاريخ مستقبلي وتتمثل النتائج في العائد خلال فترة التمويل؛
- 4) يتم تحقيق العائد على رأس المال المخاطر في نهاية مدة بقاء رأس المال المخاطر بالمشروع موضوع التمويل، ولا تشكل الأرباح التي يتم توزيعها خلال هاته الفترة إلا جزءاً قليلاً من هذا العائد، وبعبارة أخرى يتم تحصيل العائد عند خروج رأس المال المخاطر وعندئذ يحصل المستثمر في مجال رأس المال المخاطر على أصل رأس المال بالإضافة إلى العائد الرأسمالي المتوقع وهو العائد الأساسي المستهدف؛

¹ خالد سلطانية، مرجع سابق ذكره، ص 07-06.

5) يشكل رأس المال المخاطر حصة في حقوق المساهمين في مشروعات غير مقيدة بالبورصة، وغالبا ما تكون المفاوضات بين أصحاب رأس المال المخاطر وأصحاب المشروعات التي سيتم تمويلها حول نسب الملكية المعروضة على أصحاب رأس المال المخاطر شاقة، ويشكل تحديد هاته النسب عائقا كبيرا أمام ازدهار رأس المال المخاطر وتعاضم دوره في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، لذا غالبا ما يحرص أصحاب هاته المؤسسات أن تكون هاته النسب ضئيلة بحيث لا تسمح لأصحاب رأس المال المخاطر بالسيطرة على المشروع¹.

الفرع الثالث: أطراف رأس المال المخاطر

يأخذ رأس المال المخاطر شكل وساطة مالية تقوم على أساس المشاركة بين أطراف العملية التمويلية، حيث تقوم شركات رأس المال المخاطر بجمع الأموال من المستثمرين لتقوم بتوظيفها في شكل مساهمات في رأس مال المؤسسات التي تقوم بتمويلها، وفيما يلي سنحاول التعرف على مختلف الأطراف المتدخلة في صناعة رأس المال المخاطر.

أولاً: المستثمرون (INVESTORS): يتدخل المستثمرون من خلال الموارد المالية طويلة الأجل الذين يكونون على إستعداد للمخاطرة بها، حيث أنها تمنح بدون ضمانات، وليس من حق هؤلاء المستثمرين المطالبة بتسديدات آنية، بل يجب عليهم الإنتظار لغاية تحقيق المشروع الممول، ويتمثل المستثمرون في: صناديق التقاعد، شركات التأمين، البنوك، الأفراد، صناديق المشتركة لتوظيف التي يشترك فيها العديد من المستثمرين وتسير من خلال خبراء متخصصين²؛

ثانياً: شركات رأس المال المخاطر: هي عبارة عن شركات ذات أسهم، تعمل على توظيف أموالها الخاصة بالإضافة إلى الأموال المحصلة من قبل المستثمرين الذين يرغبون بالإستثمارها في مشاريع واعدة ذات مخاطر مرتفعة لكن بالمقابل تتوفر لديها آفاق النمو والتطور بشكل كبير، من خلال أخذ مساهمات في رأس مالها والمشاركة في الأرباح والخسائر المحققة، وبذلك تعتبر هذه الشركات صورة من صور الوساطة المالية ولا بد الإشارة إلى أن الدعم المالي المقدم يكون مرفقا بالدعم فني كذلك، أين تقوم شركات رأس المال المخاطر بمرافقة المؤسسات الممولة في التسيير والإدارة بما يحقق نموها وتطورها³.

¹ لزيتوني بن سابي، رأس المال المخاطر كألية مستحدثة في تمويل المؤسسات الناشئة والدروس المستفادة منها -حالة الجزائر والولايات المتحدة الأمريكية، مجلة للبحوث والدراسات العلمية، العدد 13، 2019، ص11،12.

² بوحيل فراح، مزغاش شيماء، اليات دعم وتطوير سوق التمويل برأس مال المخاطر، دراسة تجارب دولية رائدة وآفاق الاستفادة منها في الجزائر، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصفوف ملية، 2020-2021، ص15.

³ خالد سلطانية، مرجع سبق ذكره، ص3.

ثالثاً: المستفيدون: هم عبارة عن المشاريع الناشئة أو المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الذين يعانون من نقص في التمويل الذاتي، وصعوبة حصولهم على الدعم المالي والفني من خلال الاعتماد على مبدأ المشاركة في الأرباح والخسائر¹؛

رابعاً: المستأنفون: يبرز دور هؤلاء المستثمرين عند إنتهاء العملية التمويلية بنجاح (مرحلة الخروج) أين تقوم شركات رأس المال المخاطر ببيع حصصها المكتتبه فيها عند بداية العملية لتعيد إستثمار الأموال الناتجة في مؤسسات أخرى، وعادة ما يكون المستأنفون عبارة عن المسيرين الأساسيين في المؤسسة الممولة قصد إستعادة الملكية الكلية، أو عبارة عن مؤسسات رأس المال المخاطر الإستثماري التي تقوم بشراء الحصص بهدف إستكمال تمويل المؤسسة في أطوار أخرى من مراحلها².

المطلب الثالث: خطوات ومراحل عملية التمويل برأس المال المخاطر وأهميته

هناك جملة من الخطوات والمراحل المتبعة للتمويل برأس المال المخاطر نذكر منها³:

الفرع الأول: خطوات التمويل برأس المال المخاطر

إن تقنية التمويل عن طريق رأس المال المخاطر لا تتم دفعة واحدة بل تتم على عدة مراحل، تبدأ من توجه المبادرة لمؤسسة رأس المال المخاطر بطلب الحصول على التمويل اللازم لمشروعه وتنتهي بخروج هذا الأخير من مؤسسته، وخلال هذه الفترة الممتدة بين طلب التمويل والخروج توجد خطوات عديدة وإجراءات يجب على الطرفين إتباعها لإتمام العملية التمويلية:

أولاً: مرحلة ما قبل المساهمة: تسمى أيضا بمرحلة الغرلة "Screening" وهي مرحلة تسبق إتخاذ القرار الإستثماري، وتنقسم هذه المرحلة إلى مراحل فرعية تسبق المساهمة، والتي تمتد من إستقبال الملفات إلى غاية عملية إتخاذ القرار الإستثماري.

1- مرحلة التحليل الأولي: يتمكن المخاطر برأس المال المخاطر في هذه المرحلة بأخذ نظرة أولية على جودة المشروع المرشح، وتعتمد في ذلك على بعض المقابلات التي تجمعها بالمصادر وكذا الدراسة الأولية لملف الترشح، وإخضاعه للمعايير الأساسية لإتخاذ القرار، وعليه يجب تقديم الملفات المعدّة لهذا الغرض ويتعلق الأمر بخطة العمل وهي بمثابة المستند المرجعي الذي يمكن من تقييم الفرص الإستثمارية المقترحة وتكتسي خطة العمل أهمية كبيرة في صناعة رأس المال المخاطر أما BAHINI فيعرفها بأنها الصياغة النوعية والكمية لمشروع المنشأة؛

¹ خالد سلاطنية، ص9.

² المرجع نفسه، ص9

³ بن يانت لحسن، دور رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة، دراسة حالة تجارب دولية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير إدارة مالية، المركز الجامعي عبد الحفيظ بالصوف، ميلة، 2022-2023، ص32-34.

أما إتخاذ القرار: فيجب على المخاطر برأس المال المخاطر أن يأخذ فكرة مبدئية عن المشروع بعد دراسته الأولية بخطة العمل وإخضاع مضمونها للمعايير الأساسية لإتخاذ القرار كالسياسة الإستثمارية المحددة من طرف مستثمري صندوق مؤسسة رأس المال المخاطر (حجم الشركة، قطاع نشاطها، تطور نموها، تطورات محفظة المساهمات في فترة القيام بتقييم الشركة، المدة النظرية للخروج عن رأس المال).

2- مرحلة الدراسة المعمقة: إن الانتقال إلى هذه المرحلة يتم بعد إمضاء وثيقتين تعاقديتين

- إتفاق السرية (L'accord de confidentialite): لضمان حق المبادرة في الحفاظ على سرية المعلومات الصناعية التقنية القانونية المحاسبة والمالية التي يتمكن المخاطر برأس المال من الإطلاع عليها.

- خطاب النية (La lettre d'intention): أساس البناء القانوني الذي سيثد بين الطرفين، أي انسحاب لأحد الطرفين بعد إمضاء هذه الوثيقة يكون أمر أكثر صعوبة.

3- التقييم المالي للمشروع: يتعين على المخاطر برأس المال معرفة مردودية المشروع وإستعداداته المستقبلية للنمو ومعرفة قيمة الشركة وبالتالي أحسن سعر يدفع لحيازة نسبة معينة في رأس مالها. وهناك تقنيات متبعة للتقييم أهمها: معدل العائد الداخل IRR: والذي يقيس الأداء السنوي للإستثمار ومعدل العائد الداخلي هو معدل الخصم الذي يجعل القيم الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية والإستثمار المبدئي متساوية أي عدم صافي القيمة الحالية ويحسب كما يلي:

$$IRR = (FV/PV)^{1/2} - 1$$

N: تتمثل مدة الإستثمار بالسنوات

PV: القيمة الحالية (مبلغ الإستثمار)

FV: القيمة المستقبلية (عند الخروج)

ثانيا: مرحلة التركيب القانوني

وتتكون من مرحلتين أساسيتين:

1- مرحلة التركيب القانوني: إن صناعة العفو المناسبة بين المخاطر رأس المال والمبادر يعتبر من أهم الأسس التي تقوم عليها الشراكة الناجحة، كما يرتبط الأمر كذلك بالنظام القانوني المتبنى من طرف الشركة؛

2- عقد المساهمين: وهو الوثيقة الأساسية التي ترسخ نوعية وطبيعة العلاقات بين فريق المبادرين وفريق المستثمرين، على عكس عقود المساهمين الخاصة بالشركات المدرجة بالبورصة التي إن وجدت يجب أن تكون علنية ومعروفة لدى الجميع، فإنها في حالة رأس المال المخاطر تعتبر وثيقة خصوصية (سرية) بعدم رغبة المستثمرين برأس المال في أن يعرف الجميع لتفاصيل عقودهم، لكن ورغم سرية

يملك المساهمين قيمة قضائية تخضع الأطراف المتعاقدة للإلتزام ببنوده، يهدف عقد المساهمين أساساً إلى مراقبة هيكل رأس المال من جهة وتنظيم سلطات المساهمين ذوي الأقلية من جهة أخرى، كما يضم بنود خاصة تستجيب لإنشغالات أخرى؛

- 3- الخيارات القانونية: يتمثل الخيار القانوني في كل من الشكل القانوني المتبنى والهيكل التسييرية المعتمدة من طرف الشركة حيث يتحدد على أساسها مدى الرقابة التي بإمكان المستثمر ممارستها؛
- 4- التركيب المالي: يعتبر التركيب المالي أحد أهم الخطوات وأكثرها حساسية، حيث يتم خلالها إختبار الأدوات المالية المتبناة للمساهمة، هذا الإختيار تحدده عوامل كثيرة مثل طور نمو الشركة وخصائصها كلما زادت درجة عدم التأكد المرتبطة به ارتفع مستوى المخاطر، مما يدفع المخاطرين برأس المال تبني أوراق مالية هجينة (سندات قابلة لتحويل، أسهم ممتازة قابلة لتحويل إلى أسهم عادية ...) لكن في الحالة العكسية الأسهم العادية هي الأداة المختارة.

ثالثاً: مرحلة الشراكة والإنفصال:

- 1- الشراكة: إن أهم الاختلاف بين رأس المال المخاطر وباقي التمويلات (التقليدية) يمكن في متابعاته لمساهمته حيث يسعى لتنظيم وضمن متابعيتها ومراقبتها قبل إنطلاق الشراكة عن طريق مختلف الوسائل القانونية والمالية المتاحة له؛
- 2- الإنفصال: مهما طالت أوقصرت فترة بقاء المخاطر برأس المال في رأس مال الشركة الممولة، فإنه لا بد أن يأت يوم ينهي فيه مساهمته، إلى الخروج هوأمر أساسي، وهو وقت الحقيقة للمخاطر برأس المال لأنه أيضاً يمكنه من الإستثمار في مؤسسات أخرى من جهة، ويمكنه من جهة أخرى من دفع أرباح لأصحاب الأموال من مساهمي شركة رأس المال المخاطر، إن خروج المخاطر برأس المال الشركة يخضع لمنطقتين:

- ✓ **منطق تقاعدي:** وتحكمه بنود الخروج المتصل، بند الموافقة، بند الخروج الموفق إلخ؛
- ✓ **منطق مالي:** يتحكم عاملين في الخروج برأس المال المخاطر وهما خصائص الشركة، طبقة أصولها وفترة بقاء المستثمر التي بدورها تخضع لعدة عوامل أخرى طور نمو الشركة، أوضاع وسيولة السوق المالي ووجود فرص الشراء.

الفرع الثاني: مراحل التمويل برأس المال المخاطر

مالياً رأس المال المخاطر هو تمويل برأس مال خاص أي إقتسام المخاطر بين الشركات والشركاء الماليين بصفة عامة وعمليات رأس المال المخاطر، تمويل الشركات الناشئة والتي تنمو بطريقة أسرع من الشركات المنشأة من قبل المتعاملين فقط لكن عمليات رأس المال المخاطر تختلف حسب المرحلة الموجودة فيها الشركة وهي أربعة مراحل رئيسية:

1. رأس المال الإنشاء بمعناه الواسع: يتولى رأس المال الإنشاء تمويل شركات ناشئة مبتكرة تحيط بها العديد من المخاطر ولديها أمل كبير في النمو والتطور وتنقسم هذه المرحلة إلى مرحلتين:

1-1 رأس مال ما قبل الإنشاء أو قرب الانطلاق: يخصص لتغطية نفقات البحث والتجارب وتطوير النماذج التجارية لسلعة الجديدة وكذلك تجريب السلعة في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليها وهو تمويل صعب نظرا لخطورة احتمال الفشل لدى مؤسسة ليس لها كيان قانوني في هذه المرحلة؛

2-1 رأس المال الإنطلاق: يمثل المرحلة الأساسية لتدخل رأس المال المخاطر وتخصص لتمويل المشروعات في مرحلة الإنشاء، أوفي بداية النشاط ويتفرع بدوره إلى مرحلتين: الإنطلاق أو البداية بمعناه الضيق الذي يغطي مرحلة ما قبل البداية التجارية لحياة المشروع، ثم المرحلة الأولى من التمويل والتي تغطي المشروع وشركات رأس المال المخاطر هي الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة.

2. رأس مال التنمية: يكون المشروع في هذه المرحلة قد بلغ مرحلة الإنتاجية أي توليد الإيرادات، ولكنه يقابل ضغوطا مالية تجعله يلجأ إلى مصادر تمويل خارجية حتى يتمكن من تحقيق أماله في النمو والتوسع الذي يتراوح متوسطه ما بين 5% إلى 10%.

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

4. رأس مال التصحيح أو إعادة التدوير: يخصص رأس مال التصحيح للمشروعات القائمة فعلا ولكنها تمر بصعوبات خاصة، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى إنعاش مالي فتأخذ مؤسسة رأس المال المخاطر بيدها حتى تستقر من جديد في السوق وتصبح قادرة على تحقيق الأرباح.

الفرع الثالث: أهمية رأس المال المخاطر¹

يحتل التمويل برأس المال المخاطر أهمية كبيرة على صعيد المؤسسات الناشئة وخاصة الابتكارية لأنه من جهة يوفر دعما ماليا وخبرة ويسمح بإنطلاقها ونموها وبهذا يسمح بتوفير مناصب شغل كثيرة، ومن جهة أخرى يدعم التنافسية والقدرة على إقحام السوق مع المؤسسات الكبرى مما يسهل دخولها في السوق المالية

¹ بغريش دلال، تمويل برأس المال المخاطر في الجزائر-دراسة حالة شركة cofinancés-مذكرة مقدمة لاستكمال نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2020-2021، ص24-25.

كشركات مساهمة وبهذا تعمل شركات رأس المال المخاطر دور الرافعة للإستثمارات الجديدة والناشئة ويمكن حصر أهمية رأس المال المخاطر في النقاط التالية :

1- تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي: حيث تلعب شركات رأس المال المخاطر دورا حيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة وبالتالي تساهم هذه الشركات في تمويل البرامج الإقتصادية من خلال دعم هذا القطاع المؤسستي الذي يعتبر محور التنمية المستدامة؛

2- دعم تمويل المؤسسات الجديدة: يمثل دعم المؤسسات الجديدة محور نشاط شركات رأس المال المخاطر حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وكذلك الإرشاد والتابعة للمؤسسات الجديدة خاصة في بداية إنطلاقها وتمويلها دون إشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل فضلا عن أهمية فكرة المشروع وفعالية أشخاصه، وهذا الدعم الذي توفره هذه الشركات جد هام للمشروعات خاصة تلك المتواجدة في البلدان النامية؛

3- دعم المؤسسات المتعثرة: تساهم شركات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والدعم الفني والإداري اللازم للمؤسسات المتعثرة وجذب الإستثمارات إليها، لأنها شريكة فيها فهي تحرص أشد الحرص على المتابعة الفنية والمالية الضرورية لإصلاح مسارها، لتحفيز المستثمرين وبت روح الطمأنينة في أنفسهم على الإستثمار، للإستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع مستقبلا من هذه المؤسسات.

المطلب الرابع: مزايا وعيوب رأس المال المخاطر

هناك العديد من المزايا والعيوب للتمويل برأس المال المخاطر نذكرها في الفرعين الأول والثاني.

الفرع الأول: مزايا رأس المال المخاطر

يشتمل أسلوب التمويل برأس المال المخاطر على مزايا تحققها مؤسسات رأس المال المخاطر للمشروعات التي تساهم نوردها في النقاط التالية :

1- المشاركة: تتم زيادة الموارد المالية للمشروع بسبب مشاركة المخاطرين بحصة من رأس المال، حيث أن شركة رأس المال المخاطر تكون شريكة لأصحاب المؤسسة الأصليين، وتأخذ نسبة من الأرباح مقابل البنوك الإدارية سنويا، كما تتحمل جزءا من الخسارة في حالة حدوثها، كما أن الدعم العملي الذي يقدمه الممول مقيد للشركة ويساعد على نجاحها¹؛

¹ أميرة خلاف، ايمان بومغادية، نظام المشاركة والتمويل برأس المال المخاطر -دراسة مقارنة -مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، سنة 2014/2015، ص62.

2- الانتقاء: أمام الممول فرصة لإختيار الموضوع الواعد فكثير من المشاريع الجديدة تكون عالية المخاطر ولكنها تكون ذات أرباح عالية وتتضاعف بعد ذلك قيمة أصولها، بينما في حالة القرض تبحث البنوك عن الشركات المليئة (صاحبة القدرة على السداد ولا تبالي بمستقبل الشركة وإمكانية نجاحها، ولذلك فهي تستهدف الشركات الكبيرة والمستقرة والتي غالبا ما تكون قد توقفت طاقتها للإبتكار، ويكون مفيدا للغاية للتنمية الاقتصادية¹.

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

4- التنوع: يمكن للتمويل أن يوزع تمويله على عدة مشاريع مختلفة المخاطر، بحيث ما يمكن أن تخسره مع مشروع تريحه مع آخر إضافة إلى المشاركة في الخسائر، فذلك يقلل منها فضلا على أن المراقبة من الشريك تجنب المشروع دخول في مغامرات غير مأمونة العواقب².

5- التنمية والتطوير: هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مؤسسات مرتفعة المخاطر، وبالمقابل يعوض هذا الخطر بالمكاسب والعوائد المرتفعة المرتقب تحقيقها، وقد أثبت هذا في تمويل مؤسسات مبتدئة مثل آبل وميكروسوفت، والقائمة على تقنيات شبه مجهولة لم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية؛

6- توسيع قاعدة الملكية: تستمر الشراكة إلى أن تستوي الشركة فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته أو تطرح كأسهم، ويمول العائد من إرتفاع رأسمال مشاريع أخرى جديدة، إضافة إلى دورها الكبير في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة حيث في مرحلة الإنشاء لا تملك هذه المؤسسات القدر الكافي من الأموال اللازمة، كما أن البنوك تمتنع عن تقديم قروض لها دون ضمانات لكن مؤسسات رأس المال المخاطر تقدم ما يلزم لهذه المؤسسات رغم ارتفاع المخاطر خلال مرحلة الإنشاء³.

الفرع الثاني: سلبيات رأس المال المخاطر

لم يسلم رأس المال المخاطر من الإنتقادات رغم الآثار الإيجابية التي يحققها ويظهر ذلك في:

أولاً: طغيان الجانب المالي المتمثل في تحقيق قيمة مضافة على إهتمام المخاطر برأس المال، وقد يظهر ذلك في عدة نقاط أهمها:

¹ أميرة خلاف، ايمان بومغادية، المرجع نفسه، ص62.

² بوقرة رايح، إستخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، جامعة محمد بوضياف المسيلة العدد 1، 2016، ص2.

³ نزيهان قدار، خديجة نعامة، شركات رأس المال ودورها في تمويل المؤسسات الناشئة -دراسة حالة مؤسسة -Sofiane مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة حمه لخضر الوادي، 2021/2020، ص36.

- التقليل قدر الإمكان من نفقات البحث والتطوير؛
- الحصول على توزيعات الأرباح المحققة ورفض إعادة استثمارها؛
- اغتنام ظروف مواتية في البورصة للخروج وتحقيق قيمة مضافة أكبر دون الأخذ بعين الاعتبار مصلحة المؤسسة.

ثانيا: المطالبة بمبالغ مرتفعة في حالة نجاح المؤسسة للإسترداد الحصص المستثمرة، حيث تعتبر هذه المبالغ مقابل المجازفة التي قبلها المخاطرين، والتي كان من الممكن أن تعرضهم لفقدان كافة أموالهم.¹

ثالثا: المشاركة في إتخاذ قرارات بخصوص المشروع والتدخل في توجيهه، كيف لا وهذا يعد حقا لها باعتبارها مالكة لجزء من رأس مال المؤسسة. وهكذا ظهرت تقنية رأس المال المخاطر كتقنية تمويلية ضرورية لتمويل المؤسسات الناشئة ورفع نسبة النمو الاقتصادي خاصة في الدول النامية، وهذا باعتبارها مكون رئيسي من مكونات سوق رأس المال.²

¹ خليفة وفاء، معوقات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وسبل تجاوزها -دراسة مقارنة مع شركات رأس المال المخاطر التونسية والمغربية - أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه الطور الثالث في العلوم الاقتصادية -تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، جامعة الجزائر 3 ، 2019/2018، ص 77.

² خليفة وفاء، مرجع نفسه، ص78.

المبحث الثاني: أساسيات حول المشاريع الناشئة

تعتبر المشاريع الناشئة من المحركات الرئيسية للنمو الإقتصادي والتخطيط المستقبلي، وأهم دعائم ضمان التنمية المستدامة. وقد أصبح الإهتمام بها في دول العالم باختلاف مستوى تطورها، يأخذ حيزاً أكثر أهمية مع مرور الوقت. حيث رسخت القناعة إلى ضرورة تشجيع المنشآت الصغيرة وإستخدامها كأداة لتحقيق الأهداف الإقتصادية والإجتماعية المسطرة في أي بلد، بعد أن كان الإهتمام ينصب على الشركات الكبيرة والمركبات الضخمة والأقطاب الصناعية.

نقوم خلال هذا المبحث بالتطرق في المطلب الأول إلى نشأة وتعريف المشاريع الناشئة وفي المطلب الثاني إلى دورة حياة المؤسسة ومراحل إنشائها، أما في المطلب الثالث فتطرقنا إلى خصائص وأهمية المشاريع الناشئة ومصادر التمويل برأس المال، وأخيراً فيما يخص المطلب الرابع تطرقنا إلى المتطلبات الأساسية لنجاح المشاريع الناشئة وعراقيلها.

المطلب الأول: ماهية المشاريع الناشئة

سيتم الإحاطة بماهية المشاريع الناشئة من خلال الفروع الآتية:

الفرع الأول: نشأة المشاريع الناشئة

إن الجذور التاريخية لمصطلح " Startup " يعود بشكل مباشر إلى منتصف القرن الماضي، وبالتحديد إلى تلك الفترة التي ظهر فيها التمويل برأس المال المخاطر فالعديد من الباحثين الذين تناولوا موضوع المؤسسات الناشئة يشيرون إلى أن بدايات هذا المصطلح كانت بعد الحرب العالمية الثانية مباشرة، لكن في الحقيقة لا توجد دلائل على استخدام هذا المصطلح من الكتاب والباحثين الأكاديميين في تلك الفترة وتعود أول استخداماته إلى عام 1976م في مقال بعنوان " Business of Investing In Startups Data The Infashionebl Processing Field " الأمريكية التي تهتم بإحصاء أرصدة أغنياء العالم و ثروتهم وتتبع المسار المالي والاقتصادي للمؤسسات العالمية، ليعاد استخدامه في " An Incubator For Startup Compamies In The Fast " عام 1977م في مقال بعنوان الأمريكية التي تختص بتغطية " business Week " في مجلة Growth hight Technollogy Field الأخبار المالية والاقتصادية التي تخص عالم الأعمال بشكل عام، بعدها بحوالي سنتين، عاود ذات المصطلح الظهور مجدداً من قبل " يشير فيه إلى أهمية المشاريع "The Job Generation Process " في مقال له بعنوان " Davi birch " الصغيرة في خلق وتوليد مناصب عمل جديدة في خضم التغيرات التي مست هيكل الصناعة الأمريكية في تلك الفترة، والتي أسفرت عن معدلات البطالة وتزايد التيارات المنادية بضرورة توجيه الاقتصاد الأمريكي نحو الإهتمام بالمؤسسات والمشاريع الصغيرة وفي عام 1984م استخدم كل من " Larsen Judisth Rogers Evertt " المصطلح في كتاب لهما بعنوان: " في إشارة منهما إلى Silicon Valley Fever Growth Of Hight - Technology Culture " تلك

المؤسسات التي لديها ارتباط وثيق بالتكنولوجيا المتقدمة ورأس المال المخاطر والتي كانت الصيغة الغالبة على " وادي السليكون " في ظل تنامي ثقافة التكنولوجيا المتقدمة آنذاك، وقد أشيع استخدام المصطلح على هذا النحو بعد ذلك، وإضافة إلى هذا الارتباط توجد علاقة قوية بين مصطلح " Startup " وتمويل رأس المال المخاطر الذي يشكل أهم شرارات الانطلاق لهذه المؤسسات¹.

الفرع الثاني: تعريف المشاريع الناشئة

التعريف الأول: تطلق تسمية "مشروع ناشئ" (Start up) على البراعم أو المنشآت الشابة (Jeunes pouces أو Entreprises (Jeunes) أي تلك التي تكون في المراحل المبكرة من نموها، أي تلك المنشآت التي تكون في مرحلة دراسة القابلية التي تشهد البحث والتطوير السابقة للانطلاق، والتي تهدف لإثبات قابليتها التقنية والسوقية، والمنشآت التي تكون في مرحلة انطلاقها أو السنوات الأولى من حياتها².

التعريف الثاني: حسب القاموس الانجليزي تعرف المؤسسة الناشئة "start up" هي مشروع صغير في بداية مهده، وتتكون كلمة Start up من جزئين Start وهو الإشارة إلى فكرة الانطلاق و up والذي يشير لفكرة النمو القوي. بدأ استخدام المصطلح "START up" مباشرة بعد الحرب العالمية الثانية، مع بداية ظهور شركات رأس مال المخاطر "capital risque" ليتم استخدام هذا المصطلح بعد ذلك³.

التعريف الثالث: يعرفه القاموس الفرنسي "la rousse" هي المؤسسات الشابة "jeune entreprise" المبتكرة في قطاع التكنولوجيات الحديثة، تمثل المؤسسات الناشئة "START-up" بشكل خاص "الاقتصاد الجديد" في الولايات المتحدة الأمريكية. الذي يسير تطوره جنباً إلى جنب مع تطور الانترنت. وبما أن إستدامة ونمو هذه المؤسسات لا تزال غير مؤكدة، فإنها تستفيد من مصادر محددة للتمويل. هذه هي شركات رأس المال الإستثماري التي تجمع الأموال اللازمة لتطوير الأعمال، يرتبطون بإدارتها ويتقاضون أجورهم عندما يصلوا إلى مرحلة النضج يمكن للأشخاص الطبيعيين الذين يمتلكون موارد كبيرة أن يدعموا هذه المؤسسات الصغيرة، يمكن إدراج المؤسسات الناشئة "START up" التي اكتسبت مصداقية معينة في الأسواق المالية⁴.

التعريف الرابع: عرفها "Eric Reis" بأنها " مؤسسة إنسانية بشرية تهدف إلى " خلق منتج جديد أو خدمة جديدة في ظل ظروف عدم اليقين"⁵.

¹ العالية بوعلاق، فريدة سلاط، مرجع سابق ذكره، ص 11

² محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية المساهمة -Finale- رسالة مقدمة كجزء لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري -قسنطينة-، 2009/2008، ص 10

³ زليخة العايز، وخرون، التمويل الاسلامي كآلية لتمويل المؤسسات الناشئة دراسة حالة بنك البركة وكالة -الوادي- مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة الشهيد حمة لخضر -الوادي-، 2022/2021، ص 28.

⁴ المرجع نفسه، ص 28.

⁵ مخناشة آمنة، المؤسسات الناشئة في الجزائر -الإطار المفاهيمي والقانوني، جامعة محمد لمين دباغين سطيف 2، مجلة صوت القانون، المجلد الثامن، العدد 1، 2021، ص 770.

التعريف الخامس: أما المؤسسة الناشئة وفقا " Tisserand-Barthole " هي مؤسسة مبتكرة وشابة بدأت في الظهور، كما أنها غالبا ما تملك قوى عاملة صغيرة العدد¹.

وعليه وبناءا على ما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل للمؤسسات الناشئة على أنها عبارة عن كيان حديث النشأة يسعى للنمو والتوسع السريع بهدف طرح منتج مبتكر وجديد مقابل جملة من المخاطر لتحقيق أرباح ضخمة في وقت سريع في حالة نجاحها، يعتمد في الغالب على التكنولوجيا.

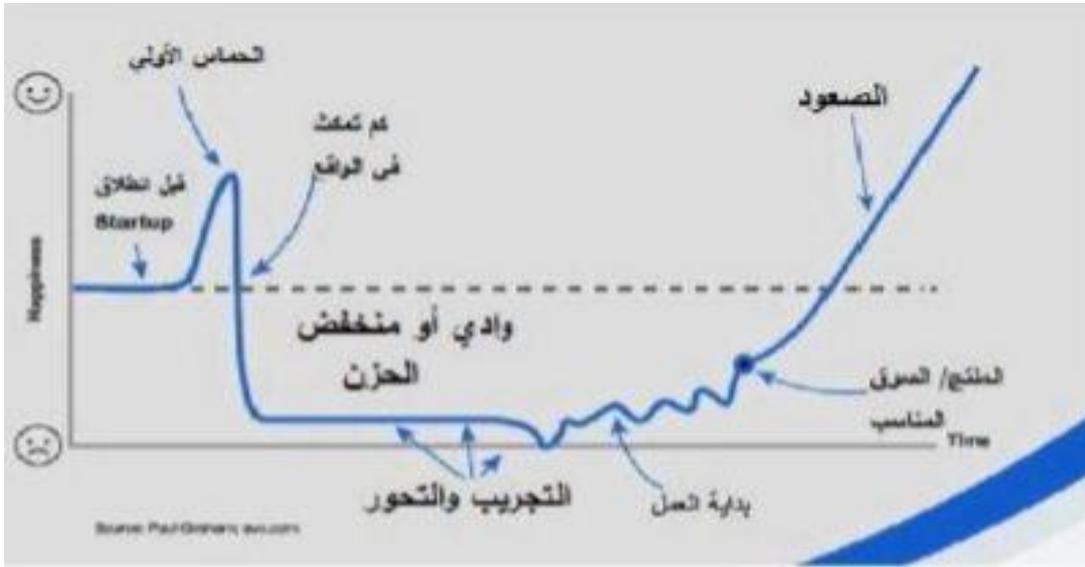
المطلب الثاني: دورة حياة المؤسسة الناشئة ومراحل إنشائها

تتميز الشركات الناشئة بالنمو السريع وهذا ما يجعلها تحتاج إلى التمويل خلال مراحل حياتها و التي يمكن إبرازها من خلال الفرع الأول

الفرع الاول: دورة حياة المؤسسة الناشئة

إن ما يميز المؤسسات الناشئة Startup هو النمو المستمر، إلا أن الواقع غير ذلك، فهذه المؤسسات كثيرا ما تتعثر وتمر بمراحل صعبة وتذبذب شديد قبل أن تعرف طريقها نحو القمة، ويمكن إبراز ذلك من خلال المنحنى التالي والمصمم من قبل Paul Graham².

الشكل (1): دورة حياة المؤسسات الناشئة



المصدر: Paul Graham, startup happiness curve,

<http://t.co/P1FDc1MCUB> ==Good graphic

المرحلة الأولى: وتبدأ قبل إنطلاق المؤسسة الناشئة: حيث يقوم شخص ما، أو مجموعة من الأفراد بطرح

¹ مخناشة آمنة، المرجع السابق، ص 770

² بوسويح موني وآخرون، واقع وآفاق المؤسسات الناشئة في الجزائر، جامعة غليزان، المجلد 7، العدد 3، 2023، ص 407، 408.

نموذج أولي لفكرة إبداعية جديدة أو حتى مجنونة، وخلال هاته المرحلة يتم التعمق في البحث ودراسة الفكرة جيداً ودراسة السوق والسلوك وأذواق المستهلك المستهدف للتأكد من إمكانية تنفيذها على أرض الواقع وتطويرها وإستمرارها في المستقبل والبحث عن يمولها، وعادة ما يكون التمويل في المراحل الأولى ذاتي مع إمكانية الحصول على بعض المساعدات الحكومية؛

-المرحلة الثانية: مرحلة الإنطلاق: في هذه المرحلة يتم إطلاق الجيل الأول من المنتج أو الخدمة، حيث تكون غير معروفة، وربما أصعب شيء يمكن أن يواجه المقاول في هاته المرحلة هو أن تجد من يتبنى الفكرة على أرض الواقع ويمولها مادياً، وعادة ما يلجأ رائد الأعمال في هذه المرحلة إلى ما يعرف فغالبا ما يكون الأصدقاء والعائلة هم المصدر الأول الذي يلجأ إليهم المقاول للحصول على التمويل، أو يمكن الحصول على تمويل من قبل الأشخاص الغير الراشدين وهم الأشخاص المستعدين للمغامرة بأموالهم اذا صح القول خاصة عند البداية حيث تكون درجة المخاطرة عالية في هذه المرحلة يكون المنتج بحاجة إلى الكثير من الترويج كما يكون مرتفع السعر، ويبدأ الاعلام بالدعاية للمنتج؛

-المرحلة الثالثة: مرحلة مبكرة من الاقلاع والنمو: يبلغ فيها المنتج الذروة ويكون هناك حماس مرتفع، ثم ينتشر العرض ويبلغ المنتج الذروة في هاته المرحلة يمكن أن يتوسع النشاط إلى خارج مبتكريه الأوائل، فيبدأ الضغط السلبي حيث يتزايد عدد العارضين للمنتج ويبدأ الفشل، أو ظهور عوائق أخرى ممكن أن تدفع المنحنى نحو التراجع؛

-المرحلة الرابعة: الانزلاق في الوادي: وبالرغم من إستمرار الممولين المغامرين (رأس المال المغامر) بتمويل المشروع إلا أنه يستمر في التراجع حتى يصل إلى مرحلة يمكن تسميتها وادي الحزن أو وادي الموت وهو ما يؤدي إلى خروج المشروع من السوق في حالة عدم التدارك خاصة وأن معدلات النمو في هذه المرحلة تكون جد منخفضة؛

-المرحلة الخامسة: تسلق المنحدر: يستمر رائد الاعمال في هذه المرحلة بإدخال تعديلات على منتجه وإطلاق إصدارات محسنة، لتبدأ الشركة الناشئة بالنهوض من جديد بفضل الإستراتيجيات المطبقة واكتساب الخبرة لفريق العمل، ويتم إطلاق الجيل الثاني من المنتج وضبط سعره، وتسويقه على نطاق أوسع؛

-المرحلة السادسة: مرحلة النمو المرتفع: في هذه المرحلة يتم تطوير المنتج بشكل نهائي ويخرج من مرحلة التجربة والإختبار، وطرحه في السوق المناسبة، وتبدأ الشركة الناشئة في النمو المستمر ويأخذ المنحنى بالإرتفاع، حيث يحتمل 20% الى 30% من الجمهور المستهدف قد إعتد الإبتكار الجديد، لتبدأ مرحلة إقتصاديات الحجم وتحقيق الأرباح الضخمة¹.

¹ بوسويح موني وآخرون، المرجع نفسه، ص408.

الفرع الثاني: مراحل إنشاء المؤسسة الناشئة

يمر إنشاء الشركة الناشئة بعدة مراحل من مرحلة الإعداد إلى مرحلة تحقيق المشروع الخطوة الأولى هي العثور على فكرة البدء والأخير لإنشاء الشركة¹.

الخطوة الأولى: ابحث عن فكرة البدء

الخطوة الأولى في إنشاء شركة ناشئة هي العثور على فكرة خلال هذه المرحلة، يجب عليك التأكد من أنه ملائم وفريد وجديد للقيام بذلك قد يكون من الملائم القيام بذلك "معياري"، بمعنى آخر دراسة مقارنة ودراسة سوق وهو أيضا ضروري للتحقق مما إذا كانت فكرة البدء تتوافق مع:

(1) مشروعته؛

(2) إختصاصه؛

(3) مؤهلاته.

عند إختيار فكرة البدء، عليك أيضا التفكير في الهدف المقابل ومن المهم عدم تقييد مجال العمل كثيرا لضمان تطوير أعماله إذ يجب على الشركة الناشئة التأكد من أن الفكرة يمكن أن تكون مربحة في النهاية يمكن أن يكون إختبار السوق بعد ذلك ضرورية لتعديل خدماتها ومنتجاتها.

الخطوة الثانية: قم بإعداد مشروعك وإضفاء الطابع الرسمي عليه

بمجرد تحديد مفهوم بدء التشغيل الخاص بك وتقييمه، فإن الخطوة التالية هي إعداد مشروعك وإضفاء الطابع الرسمي عليها، تقييم هذه المرحلة جدوى المشروع وإمكانيات نموه. يتطلب إنشاء عدة عناصر وعلى وجه الخصوص:

(1) خطة العمل مع عرض المشروع وجوانبه المالية؛

(2) الملخص التنفيذي، وثيقة تلخص الخطوط العريضة لخطة العمل؛

(3) نموذج العمل أو النموذج الإقتصادي؛

(4) الملعب، وهو خطاب يعرض المشروع ويروج له بسرعة.

كل هذه العناصر ستسمح للمستثمرين بتقييم المشروع لإنشاء شركة ناشئة، جدواها وربحيتها.

¹ بوتلجة مخاطرية، دريسي حفيظة، واقع وآفاق المؤسسات الناشئة في الجزائر، منكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخصص إدارة أعمال، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2020-2021، ص 40-41.

الخطوة الثالثة: البحث عن التمويل

بمجرد إضفاء الطابع الرسمي على المشروع، يمكن لرجل الأعمال المضي قدما في البحث عن التمويل يجب أن تشكل العناصر المنشأة المختلفة الملف لإقناع المستثمرين والبنوك، يمكن تصور حلول مختلفة.

الخطوة الرابعة: اختر نموذجا اجتماعيا لإنشاء شركتك الناشئة

- 1) SARL EURL، تتوفر لك خيارات مختلفة للشكل القانوني لبدء التشغيل أي هو الأنسب لإحتياجاتك؟
- 2) لإختيار الشكل الإجتماعي الخاص بك، عليك التفكير في نشاطك وآفاقك المستقبلية، هل تريد الشروع في المغامرة بمفردك أم مع الشركاء؟ هل خطتت النموالسريع، إحتمال دخول شركاء جدد بعد ذلك؟
- 3) مرحلة طرح الأسئلة هذه ضرورية لإختيار الشكل الإجتماعي الأنسب لمشروعك، لا تتردد في الرجوع إلى دليل إختيار نموذج الشركة الذي يمنحك نظرة عامة على كل من الأشكال الإجتماعية الممكنة لفتح شركة ناشئة.

الخطوة الخامسة: بدء التشغيل الخاص بك

بمجرد أن تنتهي مرحلة التفكير، فقد حان الوقت أخيرا لبدء مشروعك الناشئ، هذه الخطوة الأخيرة هي إنشاء الشركة الناشئة نفسها، فهو يجمع الإجراءات المتعلقة بإنشاء شركة، يتضمن عدة مراحل من إختيار الوضع القانوني إلى تسجيل الشركة الناشئة. الإجراءات التي يتعين إستكمالها تعتمد على الشكل القانوني المختار بشكل عام، تشمل:

- 1) صياغة النظام الأساسي لبدء التشغيل؛
- 2) إيداع وتسجيل النظام الاساسي؛
- 3) التصريح عن نشاط الشركة؛
- 4) المنشور المتعلق بتأسيس الشركة في صحيفة الإعلانات القانونية؛
- 5) تسجيل الشركة الناشئة¹.

المطلب الثالث: خصائص وأهمية المشاريع الناشئة وعلاقتها برأس المال المخاطر

تتميز المؤسسة الناشئة بخصائص متعددة فهي تلعب دور هام في إقتصاد اليوم كما تمثل المحرك الرئيسي للإبتكار والتوسع الإقتصادي، وهذا ما يجعل منها ذات أهمية بالغة كونها لها القدرة على التكيف السريع وتقديم حلول مبتكرة جديدة، حيث ستناول في الفرع الأول خصائص المؤسسات الناشئة ثم نتطرق إلى أهمية المؤسسات الناشئة في الفرع الثاني، بعدها في الفرع الثالث نذكر علاقة المشاريع الناشئة برأس المال المخاطر.

¹ بوتلجة مخاطرية، دريسي حفيظة، المرجع نفسه، ص 40-41.

الفرع الأول: خصائص المشاريع الناشئة

للمؤسسات الناشئة مجموعة من الخصائص التي تتفرد بها وتميزها عن الأنواع الأخرى من المؤسسات والتي وردت في مختلف التعاريف

أولاً: مؤسسة حديثة التكوين شابة ومؤقتة: معظم المؤسسات الناشئة نجدها في السوق التجريبية بحيث من المعروف أنها تبدأ كأفكار مفترضة من قبل صاحب المشروع، أي من عملية التفكير الذي يؤدي إلى الخروج للعمل (قبل أن تسجل قانونياً) وبالتالي هي شابة وتكون لفترة معينة ثم تنتقل للتخرج "scale-up" لتصبح مؤسسة كبيرة أو تتعرض للفشل وتنتقل إلى فرصة أخرى¹؛

ثانياً: الابتكار: من مميزات المؤسسات الناشئة القدرة على الإبداع والابتكار والتطوير الدائم بحيث تكون لها القدرة على خلق منتج جديد أو تطوير منتج قدير بواصفات جديدة، بخدمة جديدة، وطريقة توريد جديدة وما إلى ذلك²؛

ثالثاً: مؤسسات أمامها فرص للنمو التدريجي والمتزايد: من إحدى السمات التي تحدد معنى الشركة الناشئة Startup هي إمكانية نموها السريع وتوليد إيراد أسرع بكثير من التكاليف التي تتطلبها للعمل، وبعبارة أخرى إن الشركة الناشئة هي الشركة التي تتمتع بإمكانية الارتقاء بعملها التجاري بسرعة أي زيادة الإنتاج والمبيعات من دون زيادة التكاليف، كنتيجة عن ذلك ينمو هامش الأرباح لديها بشكل يبعث على الدهشة مما يعني بأن الشركات الناشئة لا تقتصر بالضرورة على أرباح أقل لأنها صغيرة بل على العكس هي شركات قادرة على توليد أرباح كبيرة جداً³؛

رابعاً: مؤسسات تتعلق بالتكنولوجيا وتعتمد بشكل رئيسي عليها وكذلك على الإبداع والابتكار: تتميز Startup بأنها شركة تقوم أعمالها التجارية على أفكار رائدة Innovative، وإشباع حاجات السوق بطريقة ذكية وعصرية بحيث تعتمد الشركات الناشئة على التكنولوجيا للنمو والتقدم والعثور على التمويل من خلال المنصات على الانترنت ومن خلال الفوز بمساعدة ودعم حاضنات الأعمال⁴؛

خامساً: مؤسسات تتطلب تكاليف منخفضة: حيث أن الشركة الناشئة تتطلب تكاليف صغيرة جداً بالمقارنة مع الأرباح التي تحصل عليها، وعادة ما تأتي هذه الأرباح بشكل سريع وفجائي بعض الشيء، ومن الأمثلة على ذلك نذكر: أمازون، جوجل، مايكروسوفت... وغيرها.

¹ حسين يوسف، صديقي إسماعيل، دراسة ميدانية لواقع انشاء مؤسسات الناشئة في الجزائر، جامعة بشار، المجلد 8، العدد 3، 2021، ص 73.

² المرجع نفسه، ص 73.

³ يعقوب فريال، طبائبية صليحة، الشركات الناشئة ودورها في تحقيق الانعاش الاقتصادي - مع الإشارة لحالة الجزائر - مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في شعبة العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة 8ماي 1945 - فالمة 2021/2022، ص 05.

⁴ المرجع نفسه، ص 5

ومن جهة أخرى هناك مجموعة من الخصائص التي تجعل المؤسسات الناشئة قادرة على التأقلم مع الأوضاع الاقتصادية لمختلف الدول سواء المتقدمة أو النامية منها:

- 1) المساهمة في إستراتيجية التنمية المحلية، وذلك كون العديد من الدول تضع خططا للتنمية المحلية بهدف توزيع السكان على أكبر مساحة ممكنة وتخفيف الضغط على المدن الكبيرة؛
- 2) قدرة تأقلمها مع المحيط الخارجي وإمداد نطاقها إلى المناطق النائية إضافة إلى قلة الانتشار الجغرافي؛
- 3) مرونة التفاعل مع المناخ الإستثماري وقدرتها على التأقلم مع التغيرات التي تحدث في محيطها؛
- 4) الانخفاض النسبي للتكاليف الرأسمالية في مرحلة الإنشاء وقلة التدرج السلطوي؛
- 5) دقة الإنتاج والتخصص مما يساعد على اكتساب الخبرة والاستفادة من نتائج البحث العلمي وتجسيد كل المبادرات إلزامية للاستفادة من التطور التكنولوجي.¹

الفرع الثاني: أهمية المؤسسة الناشئة

أكد الكثير من المهتمين بالشؤون الاقتصادية على الدور الذي تلعبه الشركات الناشئة في الاقتصاد العالمي وحتى المحلي سواء من جانب توفر مناصب عمل للشباب أو من جانب دعم الاقتصاد والشركات الكبرى.

للشركات الناشئة أهمية إقتصادية وإجتماعية وعلمية كونها تركز على تميمين البحوث العلمية وهذا ما يخدم رفاهية المجتمعات الحديثة ويلبي إحتياجاتها المتطورة الجديدة بما يتماشى مع عصر السرعة حيث تعتبر الشركات الناشئة كنموذج إقتصادي لخصائص المجتمع وما يتطلبه من تسارع في تحقيق النتائج، وتسارع في تلبية الإحتياجات وتسارع في تحقيق الأرباح .

نجحت الكثير من الشركات الناشئة في تحقيق الثروة والقيمة المضافة ودعم إقتصاديات عدة دول كالولايات المتحدة الأمريكية والدول الشرق أسيوية ككوريا الجنوبية بفضل تطوير منتجات وخدمات إبتكارية سمحت بتوفير فرص عمل جديدة وتقديم حلول للمجتمعات يسهل الحصول عليها وبتكاليف منخفضة .

ويمكن إبراز أهمية الشركات الناشئة فيما يلي²:

أولاً: توفير فرص العمل الحقيقية المنتجة ومكافحة مشكلة البطالة

حيث تتميز بالقدرة العالية على توفير فرص العمل، إضافة إلى قدرة إستيعاب وتوظيف عمالة بخبرة قليلة أو حتى بدون خبرة وهو ما يمتص طالبي العمل، خاصة ذوي الشهادات، أصحاب الأفكار وخريجي

¹ يعقوب فريال، طبائبية صليحة، المرجع السابق، ص5

² بركات أحمد، الشركات الناشئة اتجاه ريادي مستقبلي، جامعة الجزائر 3، ص11.

الجامعة، وبالتالي الرد المباشر على مشكلة البطالة حيث تكافح الدول نفسها لخلق ظروف عمل على الرغم من سيرها في طريق النمو¹.

ثانيا: الابتكار في البحث والتطوير

من خصائص المؤسسات الناشئة للابتكار لاسيما في مجال التكنولوجيا وهو أداة ضرورية أكثر من أي وقت مضى لتنمية أي بلد في العالم والقدرة على ابتكار وتطوير منتجات بتكلفة أقل مقارنة بالمؤسسات الكبرى².

ثالثا: زيادة الإنتاجية والحفاظ على التنافسية

حيث لعبت دورا محوريا في العشرينيات والسنوات الماضية وذلك باستخدامها أدوات ووسائل وكذا تقنيات إنتاجية حديثة قلت من التكاليف، ورفعت من مستوى جودة المنتجات³.

رابعا: نشر القيم الإيجابية في المجتمع

تعالج العديد من أهم المشاكل الاقتصادية والاجتماعية والثقافية من خلال الأبحاث التي تقوم بها المؤسسات الناشئة، لتطوير وكذا إدخال قيم جديدة للمجتمع والمساهمة في تطوير ثقافة المستهلك وتشجيعه على تقبل التغيير⁴.

خامسا: استثمار المدخرات وتعزيز وجذب المستثمرين ورأس المال الأجنبي

القدرة على توظيف مدخرات صاحب أو أصحاب مشروع بدلا من بقائها مكتنزة أو موظفة في مجالات لا تخلق قيمة مضافة، مما يسمح بإحداث تراكم رأسمالي وكذا نقل شريحة أفراد من دخل أقل إلى دخل أعلى (إعادة توزيع الدخل) وجذب المستثمرين المحليين والأجانب⁵.

الفرع الثالث: علاقة رأس المال المخاطر بالمشاريع الناشئة

العلاقة بين شركة رأس المال المخاطر والمؤسسة قائمة على الأرباح المتوقعة، فالمؤسسة تستفيد من مهارات التسيير والتنظيم لشركة رأس المال المخاطر التي تضيف لها المصداقية اللازمة، مما يسمح لها بجذب مصادر تمويل إضافية، كما يمكن أن تستفيد من خبرة هذه الشركات في تنظيم الإكتتاب العام في السوق الأولي الأمر الذي يجعل أسهمها متداولة في البورصة، من جانب آخر، تستفيد شركة رأس المال المخاطر من عوائد كبيرة لكن بشرط أن تكون إستثماراتها في المؤسسات المختارة موفقة، وإفادة هذه الأخيرة بالنصائح ومهارات

¹ زايدي عبد الكريم، زيوش أسامة، المؤسسات الناشئة في الجزائر، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في الحقوق، تخصص قانون الأعمال، 2022/ 2023، ص12/11.

² زايدي عبد الكريم، زيوش أسامة، المرجع نفسه ص11-12.

³ زايدي عبد الكريم، زيوش أسامة، ص11-12.

⁴ زايدي عبد الكريم، زيوش أسامة، ص11-12.

⁵ المرجع نفسه، ص12-13

التسيير زيادة على ذلك، يمكن لشركة رأس المال المخاطر أن تحصل على عوائد إذا بقيت المؤسسة الممولة غير مدرجة، لكن تحصل على الأرباح الرأسمالية حين تصبح المؤسسة مدرجة في البورصة، ومن ثم تحول شركة رأس المال المخاطر إستثماراتها إلى سيولة بالسعر السوقي، حيث ليس من عادة شركات رأس المال المخاطر بيع حصصها قبل دخول المؤسسة الممولة إلى البورصة، بل تفضل أن تلعب دور أكثر في التسيير. لكن هذا لا يمنع من تفضيل قنوات أخرى للخروج، ويعتمد ذلك على مدى توفر آليات الخروج من السوق والسعر المعروض لشراء حصصها من رساميل المؤسسات¹.

المطلب الرابع: المتطلبات الأساسية لنجاح المؤسسات الناشئة وعراقيلها

سنتناول في هذا المطلب المتطلبات الأساسية لنجاح المؤسسة الناشئة في الفرع الأول، أما العراقيل سننترق إليها في الفرع الثاني.

الفرع الأول: المتطلبات الأساسية لنجاح المؤسسات الناشئة²

تحتاج المؤسسات الناشئة لتوفير العديد من المتطلبات لضمان نجاحها واستمرارها من بينها:

أولاً: القوانين التنظيمية الداعمة: تعد القوانين التنظيمية الداعمة لنشاط المشاريع الواعدة والمحفزة لها من أهم ما تحتاجه هذه الأخيرة، كتسهيل قوانين وشروط تأسيس الكيان القانوني، وإجراءات التأسيس، وقوانين الضرائب وغيرها من الأمور التنظيمية التي يجب أن تكون مرنة وملائمة لمختلف الأنشطة والمجالات التي تمارسها هذه المشاريع، حيث تساعد مرونة وملائمة القوانين التنظيمية على تحفيز العديد من رواد الأعمال في تأسيس مشاريعهم دون عوائق والدخول في مجال الأعمال بسهولة؛

ثانياً: المرافقة: يملك العديد من الشباب ورواد الأعمال أفكاراً كثيرة، لكن تنقصهم الخبرة في كيفية تنفيذ هذه الأفكار وتحويلها لمشاريع ناجحة ومستمرة، فهم لا يملكون معارف قبلية في مجال إدارة الأعمال، ولا في طريقة تسيير الأموال وترشيد النفقات، وأيضاً في مجال تسويق أفكارهم ومنتجاتهم وغيرها من الجوانب المهمة والضرورية لنجاح أعمالهم. ولهذا فهم بحاجة للمرافقة من قبل هيئات مختصة ووكالات وكوكالات دعم تشغيل الشباب التي توفر لهم دراسات الجدوى الإقتصادية لمشاريعهم وترافقهم منذ البداية وتقدم لهم دورات تعليمية في إدارة الأعمال، مما يساعدهم في إكتساب المقدرة الكافية لتسيير مشاريعهم بأنفسهم لاحقاً، وإكتساب الخبرة المناسبة بمرور الوقت فالمرافقة تعد من المتطلبات الأساسية لنجاح العديد من المشاريع الواعدة والطموحة؛

ثالثاً: الدعم المالي: قد يكون بعض رواد الأعمال يملكون الخبرة الكافية في مجال إدارة الأعمال، لكنهم يفتقرون لجانب آخر مهم وضروري لتري مشاريعهم النور وتستمر وتتوسع مستقبلاً. هذا الجانب يتمثل في توفر الأموال

¹ تحريشي جمانة، صادق زهراء، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر، جامعة طاهري محمد بشار، مجلة الشعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2023، ص 163.

² خديجة عرقوب، دور شركات التكنولوجيا المالية الإسلامية في دعم المؤسسات الناشئة -دراسة حالة منصة Ardu في المملكة المتحدة، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، مجلة التكامل الإقتصادي، المجلد 11/العدد 02، 2023، ص 189، 190.

الضرورية سواء من أجل التأسيس أو التوسع وعليه فالكثير من المؤسسات الناشئة تقتقد للدعم المالي من المؤسسات المالية والهيئات الحكومية، وهذا ساعدها في تحقيق أهدافها، فمن واجب الحكومات الراغبة في الاستفادة من خدمات المؤسسات الناشئة، أن توفر الدعم المالي اللازم لها من خلال توفير منصات تقدم خدمات ومنتجات تمويلية مناسبة وملائمة لهذه المشاريع؛

رابعا: بيئة الأعمال المناسبة: من المتطلبات الأساسية أيضا لنجاح المؤسسات الناشئة، هو توفر بيئة أعمال مناسبة وملائمة، كوجود قدر كاف من الإستقرار الأمني والسياسي والإستقرار الإقتصادي والمالي، ووجود مناخ داعم ومحفز للابتكار، وسوق كفو لتسويق منتجاتها. إضافة إلى ضرورة توفر بنية تحتية مناسبة وذات جودة عالية كالطرق ووسائل النقل وتكنولوجيا الإتصالات، وغيرها من العوامل المساعدة على تأسيس هذه المؤسسات وضمان نجاحها وإستمرارها مستقبلا.

الفرع الثاني: أهم العراقيل التي تواجهها

تواجه المؤسسات الناشئة جملة من التحديات أهمها: التحديات التأسيسية التحديات التمويلية سواء عند التأسيس أو التوسع تحديات المنافسة، تحديات التكنولوجيا الحديثة، تحديات اليد العاملة الخبيرة والمؤهلة تحديات تسويق المنتجات وغيرها ، لكن ما يهمنا هنا هوالتحديات والعراقيل التمويلية التي قد تؤدي إلى عدم رؤية العديد من المشاريع والمؤسسات النور أو إلى عدم توسعها وإستمرارها فكما هو معروف فإن غالب للمؤسسات الناشئة، تعتمد في مرحلة الإنطلاق والتأسيس على الأموال الخاصة، وأموال أفراد العائلة أو بعض الأصدقاء ولهذا يغلب الطابع العائلي على هذا النوع من المؤسسات، والسبب في ذلك هوما تواجهه هذه المؤسسات من صعوبات في الحصول على التمويل من مصادر أخرى على رأسها البنوك التقليدية وهذا لعدة أسباب أهمها ما يلي:

- 1) تعقد وتعدد إجراءات الحصول على القروض؛
- 2) إرتفاع تكاليف التمويل (سعر الفائدة)، وإشترط ضمانات عقارية أو عينية قد لا تكون في متناول الجميع؛
- 3) الاهتمام أكثر بتلبية الحاجات التمويلية للمشاريع والمؤسسات الكبيرة على حساب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك يعني إنعدام ثقة البنوك بقدرة هذه الأخيرة على الوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المتفق عليه، والخوف من المخاطرة لنقص المعلومات والضمانات الكافية؛
- 4) عدم وجود بنوك ومؤسسات مالية أخرى متخصصة في تمويل المشاريع الواعدة الصغيرة منها والمتوسطة إن هذه الأسباب وغيرها تعد من أهم ما تواجهه المؤسسات الواعدة في مجال الحصول على التمويل من المؤسسات التقليدية، ولهذا فإن التفكير في إستحداث مؤسسات أخرى تخفف من هذه التحديات، وتسهل الحصول على التمويل دون وجود للوساطة المالية التقليدية والإجراءات المعقدة، كان هوالاتجاه الجديد في التفكير والابتكار المالي، حيث ظهرت شركات ناشئة يطلق عليها star up تقدم نوع جديد من الخدمات المالية ذات

طابع رقمي يسمى التمويل الرقمي أو التكنولوجيا المالية (Fintech)، والذي من بين منتجاته المالية التمويل الجماعي الموجه للمؤسسات الناشئة والذي وفر حلولاً أفضل من حلول البنوك التقليدية¹.

¹ خديجة عرقوب، ص 189-190.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة

تعتبر الدراسات السابقة الركيزة الأساسية التي يعتمد عليها الباحث في كتابة ورقته البحثية لأن العلم تراكمي يعتمد على البدء من حيث إنتهى الآخرون من هنا قمت بإجراء مسح شامل للدراسات التي تمس بشكل مباشر أو غير مباشر موضوع الذي أعالجه في هذه الورقة البحثية وبطبيعة الحال شمل الكتب وأطروحات الدكتوراه والماجستير والمجلات والمقالات التي أعدها الدكاترة وناقشوها سواء في ملتقيات أو غيرها التي سوف استعرضها بشكل تنازلي فيما يلي.

المطلب الأول: الدراسات باللغة العربية

الدراسة الأولى: (أمينة بوشويكة، نجلاء بوغزالة محمد - رأس المال المخاطر كألية لتمويل المشاريع الناشئة التكنولوجية 2023). حيث هدفت هذه الدراسة إلى معالجة إشكالية: هل نجحت آلية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة التكنولوجية في مصر؟ حيث هدفت هذه الدراسة إلى التعريف بالمؤسسات الناشئة وعرض أهم خصائصها والشركات الأكثر رواجاً في عام 2022، حيث إعتمدت في دراستها على المنهج الوصفي والتحليلي، وأسفرت نتائج الدراسة على: ضرورة وجود بنية تحتية تدعم المؤسسات الناشئة وبدائها بالمبادرات الحكومية والمبادرات الخاصة من طرف الجامعات والشركات، وأسفرت الدراسة أيضاً على أن أنجح المشاريع في هذا العصر هي التي تكون على شكل مؤسسات ناشئة وتعمل بالتكنولوجيا.

الدراسة الثانية: (مخاضة أمينة، المؤسسات الناشئة في الجزائر. الإطار المفاهيمي والقانوني. جامعة محمد لمين دباغين سطيف 2، مجلة صوت القانون المجلد الثامن 01، 2021). هدفت هذه الورقة البحثية إلى التعريف بالمؤسسة الناشئة وعرض أهم المميزات الخاصة المتعلقة بالمؤسسات الناشئة في الجزائر بالإعتماد على المنهج الوصفي والتحليلي لمختلف عناصر الموضوع، ومن بين نتائج الدراسة المتوصل إليها أن أكثر ما يميز المؤسسة أنها مشاريع حديثة ومبتكرة، كونها نابعة من فكرة إبداعية غير معهودة لم توجد من قبل ومن خلال هذه الدراسة توصلنا إلى النتائج التالية: أدت كثرة الدراسات والبحوث المتعلقة بالمؤسسة الناشئة كموضوع معاصر إلى صعوبة إعطاء مفهوم شامل لهذه الأخيرة حيث تعددت التعاريف بخصوصها، ضرورة منح الأولوية للمؤسسات الناشئة في الإقتصاد الوطني مع الرسم لسياستها وتحديد معالمها، تنظيم دورات تكوين وتدريب لفائدة أعضاء المؤسسة الناشئة والعمل على تكوين وتأهيل المسيرين في المؤسسة من الناحية التقنية ومحاولة مواكبة كل ما هو جديد في هذا المجال، وأدت أيضاً إلى ضرورة الإستفادة من التجارب الرائدة والناجحة في مجال المؤسسة الناشئة في مختلف دول العالم.

الدراسة الثالثة: (خليفة وفاء معوقات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وسبل تجاوزها دراسة مقارنة مع شركات رأس المال المخاطر التونسية والمغربية جامعة الجزائر 3 سنة 2018-2019)

وتأسيساً على ما تقدم تبرز اشكالية البحث في السؤال الرئيسي التالي: فيما تتمثل الصعوبات والعراقيل التي تحول دون تطور مؤسسات رأس المال في الجزائر؟ وماهي الحلول التي من شأنها تجاوز هذه العقبات وتسريع عجلات نمو هذه المؤسسات الناشئة وبرز أهم المراحل التي مرت بها صناعة رأس المال المخاطر في بعض الدول الصناعية الكبرى كالولايات المتحدة الأمريكية وفرنسا والتعرف على واقع رأس المال المخاطر في الجزائر والدول الشقيقة تونس والمغرب ودراسة مختلف الصعوبات والعراقيل التي تحد من شأنها تفعيل صناعة رأس المال المخاطر في الجزائر اعتمد الباحث على المنهج التحليلي المستعمل للوقوف على الاختلافات الموجودة في هذه التقنية التمويلية وأشكال التمويل الأخرى بالإضافة الى المقارنة بين مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر ونظيرتها في كل من تونس والمغرب حيث توصلت هذه الدراسة الى نتائج أهمها ظهور أسلوب التمويل برأس المال المخاطر بصفته أحد ابرز نشاطات رأس المال الاستثماري كحلقة هامة لملء فراغ عروض التمويل أمام المؤسسات الناشئة وهذا بعد الصعوبات التي واجهتها هذه الأخيرة عند لجوءها الى مصادر التمويل التقليدية (البنوك والسوق المالي) تم التوصل كذلك الى التمويل وتقديم الدعم الفني والاداري للمؤسسات الناشئة وبالخصوص ذات طابع ابتكاري التي تملك استعدادات قوية للنمو حيث تكون المساهمة برأس المال أي أن التمويل يتم عن طريق المشاركة وبالتالي فإن المخاطر برأس المال يكون مستعداً ليتحمل مع المستثمر الربح والخسارة وهذا قصد الحصول على قيم مضافة ناتجة عن إعادة بيع المساهمات والخروج بأرباح كبيرة.

الدراسة الرابعة: (نبيلة قدور، حمزة لعربي "التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم" الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، المملكة المتحدة، تونس"، الجزائر العدد 7 جوان 2017) حيث هدفت هذه الدراسة إلى معالجة الإشكالية التالية: كيف تتم عملية تمويل المشاريع عن طريق رأس المال المخاطر؟ وهل تعتبر تجربة جزائرية في هذا المجال ناجحة بمقرنتها بتمويل المسمى "بالرأس المال المخاطر"؟ وإبراز أهميته لدفع عجلة الاستثمار والتنمية عن طريق التمويلات اللازمة للمشاريع الناشئة وإبراز الاختلاف بين رأس المال المخاطر والتمويلات الأخرى من خلال التعرض لابرز خصائصه وكذلك عرض تجارب بعض الدول في مجال رأس المال المخاطر مع الإشارة الى تجربة الجزائر واعتمد الباحث أيضا في دراسته على المنهج الوصفي التحليلي وهذا ما فرضته طبيعة الموضوع محل الدراسة ومن بين النتائج التي تم إستخلاصها ما يلي تعتبر تقنية رأس المال المخاطر من أهم الوسائل الكفيلة لمساعدة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أو الناشئة على توفير التمويل نتيجة نقص الضمانات بإعتبار أن شركات رأس المال المخاطر تدخل كالمشاركة في رأس المال خلال مختلف مراحل حياة المؤسسة ويعتبر رأس المال المخاطر خيار تمويلي استراتيجي للمؤسسات الاقتصادية حيث لا يكتفي بتقديم الأموال اللازمة لتمويل العمليات الإنتاجية فقط إنما يقوم بتقديم الدعم التسييري والإداري عن طريق المرافقة التي يقدمها للمؤسسات الممولة .

المطلب الثاني: الدراسات باللغة الأجنبية

الدراسة الأولى: Gean françois sattin sophiepomett -le développement des start up français un problème de financement Publi shed ISTE Ltd London , UK (FR 2016 openxience): هدفت هذه الدراسة إلى تقديم لمحة عامة عن أدوات التمويل المتاحة لشركات الناشئة ومناقشة فعاليتها من منظور النمو المستمر لهذه الشركات وكفاءتها النسبية في فرنسا، وقد إعتد الباحث في دراسته على دراسة مقارنة بين نماذج التمويل في بعض الدول، منها (فرنسا، ألمانيا، كندا، أستراليا الدانمارك، كوريا) وقد توصلت هذه الدراسة أن المؤسسة الناشئة يمكن أن تصل إلى مجموعة كبيرة من التمويل الخاص والعام من أجل تمويل مشاريعها الأولية والمراحل المبكرة وأن نمو الشركات مقيد بما يسمى فجوة التمويل وأنه يمكن سد هته الفجوة جزئيا بفضل الوسائل الجديدة للتمويل التي تظهر بسرعة .

الدراسة الثانية: Annalisa Croce &All, the impact of venture capital on the productivity growth of europeane entrepreneurial firms ;Screening or value Added effect ,journal of business venturing vol 28 . Issue 5 ,July 2013 وهي عبارة عن مقال علمي يسعى الباحثون من خلاله إلى تحديد مدى مساندة شركات رأس المال المخاطر الأوروبية للمؤسسات ذات التكنولوجيا العالية، وذلك من خلال الإعتماد على نموذج تجريبي يركز على عينة من بيانات المؤسسة الريادية العاملة في ستة دول (بلجيكا، فنلندا، فرنسا، إيطاليا، إسبانيا، المملكة المتحدة) ، حيث قامت بتحليل مقارن بين شريحتين من المؤسسات هما 267 مؤسسة مموله برأس المال المخاطر و429 مؤسسة غير مموله به، ما سمح بالتوصل إلى أن نمو الإنتاجية يكون أعلى بكثير في المؤسسات المدعومة برأس المال المخاطر عن تلك الغير مدعومة به. حيث حاول الباحثون إبراز أن إنتاجية المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر أفضل من المؤسسات الغير مموله به غير أنهم لم يثيروا بالضبط لأسباب التأثير الإيجابي لرأس المال المخاطر على نمو الإنتاجية في المؤسسات. وما يحسب للباحث خلال دراسته هو أنه لم يقتصر على عينة مؤسسات من دولة أو منطقة واحدة بل اعتمد على عينة واسعة النطاق، إذ شملت ست دول، لكن في نفس الوقت يحسب عليه هذا الإختيار لأنه في هذه الحالة يمكن طرح السؤال التالي: يمكن تعميم نتائج الدراسة على كل الإتحاد الأوروبي؟ أو هل يمكن تعميمها على المؤسسات الناشطة في الو.م.أ؟

الدراسة الثالثة: Alexander popov, Peter Roosenboon . Venture capital and new business création. Journal of Banking and finance. Vol 37 Issue 12. Décembre 2013

حاول الباحثان من خلال هذا المقال العلمي التوصل الى معرفة مدى تاثير رأس المال المخاطر على انشاء مشاريع جديدة، حيث تم استخدام قاعدة بيانات شاملة لـ 21 دولة اوربية خلال الفترة (1998 - 2008) سمحت بالتوصل إلى أن الاستثمار برأس المال المخاطر له تأثير إيجابي على معدل إنشاء المؤسسات الجديدة وهذا ينطبق بشكل خاص على الدول التي توفر حماية كبيرة لحقوق الملكية الفكرية، تفرض ضرائب منخفضة على الأرباح الرأسمالية، كما خلصت الدراسة أن هذا الأسلوب التمويلي يساعد على جذب أفكار جديدة إلى السوق

في شكل مؤسسات جديدة. حيث وفق الباحثان إلى تحقيق الهدف من الدراسة، حيث تمكنا من معرفة أثر شركات رأس المال المخاطر على إنشاء مؤسسات جديدة، لكن ما يؤخذ عليهما هو نظرتهما لهذا الأسلوب التمويلي من زاوية تمويل المؤسسات فقط وعدم الإشارة إلى تأثيره في تطوير المؤسسات، خصوصا إذا علمنا بأن شركاته لا تكتفي بالتمويل فقط بل ترفق معه الدعم الفني والاستراتيجي.

الدراسة الرابعة: مقال علمي ل ADJALI DALAL The relationship between business plan and success of start-up ;an empirical study On Algerian startup هو توضيح العلاقة بين خطة الأعمال ونجاح الشركات الناشئة الجزائرية، وقد أجريت هذه الدراسة بناء على عينة عشوائية من 40 مديرا في 17 شركة ناشئة جزائرية وكان معدل الإستجابة %85 حيث إستخدمنا الأساليب الإحصائية لتحليل الفرضيات الرئيسية الأربعة التي تم إعتماها، ووجدنا (أ) خطة الأعمال لها وجود هام في الشركات الناشئة الجزائرية، (ب) الشركات الناشئة لها مؤشرات نجاح، (ج) يرتبط إستخدام خطة الأعمال بقوة نجاح الشركات الناشئة الجزائرية، (د) يوجد فرق ذو دلالة إحصائية بين الشركات الجزائرية الناشئة بسبب المحددات الشخصية للمؤسسين (الجنس، العمر، المستوى التعليمي) ومن أهم نتائج دراسته توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين "خطة المنتج/ الخدمة" ونجاح الشركات الجزائرية الناشئة، وجود علاقة بين خطة التسويق ونجاح الشركات الناشئة الجزائرية، توجد أيضا علاقة ذات دلالة إحصائية بين الخطة التنظيمية ونجاح الشركات الناشئة.

المطلب الثالث: الفرق بين الدراسة الحالية والدراسة السابقة

تناولت أغلبية الدراسات السابقة في دراسة رأس المال المخاطر والمؤسسات الناشئة طرق وأساليب متنوعة لمعالجة هذا الموضوع، حيث لاحظنا أنها تختلف فيما بينها لذلك سنقوم بإجراء مقارنة بين دراستنا ودراسات سابقة من خلال أوجه التشابه والاختلاف وتقديم إضافة لدراسة الحالية.

الفرع الأول: أوجه التشابه

نلاحظ أن الدراسات السابقة تهدف لمعرفة الإطار النظري لرأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة على المنهج التاريخي الوصفي التحليلي، ففي المنهج التاريخي تطرقنا إلى نشأة رأس المال المخاطر والمؤسسات الناشئة، أما المنهج الوصفي في تحديد الإطار المفاهيمي لكلا المتغيرين، والمنهج التحليلي لدراسة التطبيقية وتحليل الجداول.

الفرع الثاني: أوجه الاختلاف

من بين أوجه الاختلاف ما يلي:

3- ظهور هذه الدراسات في أماكن وأوقات مختلفة وكذلك فترة الدراسة

4- إعتدنا في دراستنا على المنهج التاريخي الوصفي والتحليلي والمقارن، بينما إختلفت دراستنا على معظم الدراسات في المنهج مثل دراسة خليفة وفاء والتي إعتدت على منهج آخر وهو المنهج الوصفي التحليلي.

خلاصة الفصل:

إن التمويل برأس المال المخاطر يعتبر جزء من صناعة كبيرة في التمويل برأس المال الإستثماري إذ تعتبر هذه التقنية أداة مهمة في تمويل هذه المشاريع، حيث ظهرت هذه التقنية لأول مرة في الو.م.أ ثم إنتشرت في كل دول العالم وأصبحت وسيلة تمويلية مهمة، ويعرف رأس المال المخاطر على أنه نوع من التمويل عالي المخاطر وعالي العوائد يتم من خلاله تقديم الدعم المالي للمشاريع الناشئة مقابل الحصول على حصة من تلك الشركة، كما أن لهذه التقنية عدت مميزات حيث يعد نشاط رأس المال المخاطر من الأنشطة طويلة الأجل، ويتم إتخاذ القرار الإستثماري من جانب المستثمر بالإضافة إلى وظائفه التمويلية وهو يقوم بوظائف إدارية وفنية أهمها رعاية المشاريع الجديدة في مرحلة البدء والنمو، وبهذا يعتبر رأس المال المخاطر بديلا تمويليا ملائما خاصة لمشاريع الناشئة، التي يعود ظهورها بشكل مباشر إلى منتصف القرن الماضي بالتحديد في الفترة التي ظهر فيها التمويل برأس المال المخاطر خلال عام 1976م، وتعرف المشاريع الناشئة على أنها مشاريع ذات إمكانات نمو كبيرة تعمل على تقديم إبتكارات في حالة من عدم اليقين الشديد، إذ لديها القدرة على النمو والتوسع بشكل سريع وبما أنها تتميز بالنمو السريع هذا ما يجعلها تحتاج إلى التمويل خلال مراحل حياتها حيث يعتبر التمويل برأس المال المخاطر من أهم المصادر التمويلية لهذه المشاريع خاصة في مراحلها المبكرة كمرحلة الإنشاء، مرحلة قبل الإنطلاق ومرحلة التطور والتوسع.

الفصل الثاني: دراسة قياسية
للعلاقة بين صناديق الإستثمار
والأوراق المالية

تمهيد:

بعد ما تم التطرق في الجانب النظري من هذه الدراسة إلى كل من الإطار النظري لآلية رأس المال المخاطر وأساسيات المؤسسات الناشئة حيث تم تخصيص هذا الفصل كنموذج تطبيقي لدراسة، حاولنا من خلاله إسقاط الجانب النظري على أرض الواقع وذلك بهدف تحديد دور رأس المال في تمويل المشاريع الناشئة وقد وقع الإختيار على صناديق الاستثمار السعودية كحالة تطبيقية في الفترة الممتدة من 2020-2024 التي تهدف إلى تحقيق النمو في رأس المال على المدى الطويل من خلال الإستثمار في سوق الأسهم السعودي وفقا للمعايير الشرعية الصادرة عن الهيئة الشرعية لصناديق ولبوغ الهدف المرتجى من هذا الفصل تم تقسيمه إلى مبحثين المبحث الأول صناديق الاستثمار السعودية من الفترة الممتدة 2020-2024 أما فيما يخص المبحث الثاني تحت عنوان تحليل العلاقة بين صناديق الإستثمار والأوراق المالية.

المبحث الأول: دراسة العينة

تم التطرق في هذا المبحث إلى مجموعة الصناديق التي تم إختيارها من أجل إجراء الدراسة حولها و عليه تم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاث مطالب، المطلب الأول كان الحديث فيه عن صندوق وبيخيت للمتاجرة بالأسهم السعودية، المطلب الثاني فكان عن صندوق الأسهم الأهلي السعودي و في المطلب الأخير عن صندوق الجدوى السعودي.

المطلب الأول: صندوق بخيت للمتاجرة بأسهم الصندوق¹

الفرع الأول: تعريف الصندوق

هو صندوق استثماري تم إنشاؤه من خلال إتفاقية بين شركة أصول وبيخيت الإستثمارية (مدير الصندوق) والمستثمرين بالصندوق (مالكي الوحدات) بموجب موافقة هيئة السوق المالية بتاريخ 22 دوالحجة 1432 هجري الموافق لـ 15 أكتوبر 2015 وبدأ الصندوق عملياته في 12 ديسمبر 2015 حيث قام بتعديل الاحكام والشروط الخاصة به والتي تم اعتمادها بواسطة هيئة السوق المالية بتاريخ 29 شعبان 1441 الموافق لـ 22 افريل 2020.

الفرع الثاني: أهداف الصندوق

الهدف الأساسي من الصندوق هو تحقيق نمو في رأس المال من خلال تحقيق عائد نسبي إيجابي مقارنة بالمؤشر الاسترشادي مع تحمل أدنى مستوى ممكن من المخاطر من خلال الإستثمار في أسهم الإصدارات الأولية لشركات السعودية المساهمة وكذلك أسهم الشركات المدرجة حديثا في سوق الأسهم السعودية خلال أول خمس سنوات من إدراجها أو آخر عشرون شركة مدرجة في السوق كما يجوز لمدير الصندوق أن يستثمر بما لا يزيد عن 50% من صافي قيمة أصول الصندوق في أسهم الشركات السعودية الصغيرة والمتوسطة وما لا يزيد عن 30% من صافي قسمة أصوله في أسهم الشركات المدرجة في السوق الموازية (نمو).

وله صلاحية الإستثمار بصناديق الأسهم السعودية وصناديق أسواق النقد المطروحة وحداتها طرعا عاما ومرخصة من قبل هيئة السوق المالية على أن تكون جميع الإستثمارات متوافقة مع الضوابط الشرعية التي تقرها اللجنة الشرعية للصندوق.

الفرع الثالث: السياسات المحاسبية المهمة

يخضع الصندوق لللائحة صناديق الاستثمار "اللائحة" الصادرة عن هيئة السوق المالي بتاريخ 03 ذوالحجة 1427 هـ (الموافق لـ 24 ديسمبر 2006م)، والتي تم تعديلها لاحقا وفقا لقرار مجلس إدارة هيئة السوق

¹ التقرير السنوي لصندوق وبيخيت، على موقع التداول الرابط: <https://www.saudiexchange.sa>، يوم 22ماي 2024، 20:00، ص7-18.

المالية رقم 01-61-2016 وتاريخ 16 شعبان 1437 هـ الموافق لـ 23 مايو 2016م، والتي تنص على الأمور التي يتعين على جميع الصناديق الإستثمارية العاملة في المملكة العربية السعودية بإتباعها خلال العام. حيث قامت هيئة السوق بإصدار لائحة جديدة لصناديق الإستثمار سارية المفعول بتاريخ 06 نوفمبر 2016م.

إن الصندوق مفتوح للإشتراك /الإسترداد في كل يوم عمل (يوم التعامل) لسوق الأسهم السعودية، بحيث يتم تنفيذ الإشتراك بشكل أسبوعي أم الإسترداد يتم تنفيذه بشكل شهري، كما يتم تحديد قيمة محفظة السوق في نهاية آخر يوم عمل من كل أسبوع، يتم تحديد صافي قيمة الموجودات بغرض شراء أو بيع وحدات الصندوق بتقسيم صافي قيمة الموجودات (القيمة العادلة لموجودات الصندوق بعد خصم مطلوبات الصندوق) على إجمالي عدد الوحدات القائمة في يوم التقييم.

الفرع الرابع: عوامل المخاطر المالية

يتم تحديد المخاطر والرقابة عليها في المقام الأول لتنفيذها على الحدود الذي يضعها مجلس الصندوق ولصندوق شروط وأحكام توثق وتحدد إستراتيجيته التجارية الشاملة، وتحمله للمخاطر وفلسفته العامة لإدارة المخاطر، وهو ملزم بإتخاذ إجراءات لإعادة التوازن محفظته وفق لإرشادات الإستثمار. حيث نتطرق لهذه المخاطر في مايلي¹:

- **مخاطر الإئتمان:** هي المخاطر المتمثلة في عدم مقدرة طرف على الوفاء بالتزاماته مما يتسبب في خسائر مالية لطرف الآخر، حيث يتعرض الصندوق لمخاطر الإئتمان في النقدية والشبه النقدية وتوزيعات أرباح، يتم ايداع أرصدة البنوك في بنك سامبا وبنك الإنماء وبنك سعودي الفرنسي والتي تعتبر من البنوك ذات التصنيف المالي الجيد؛
- **مخاطر السيولة:** هي المخاطر المتمثلة في تعرض الصندوق لصعوبات في الحصول على التمويل اللازم للوفاء بالتزامات مرتبطة بالمطلوبات مالية ويراقب مدير الصندوق متطلبات السيولة بشكل مستمر بغرض التأكد من كفاية التمويل المتوفر للوفاء بأي إلتزامات عند حدوثها؛
- **مخاطر التشغيلية:** هي مخاطر الخسارة المباشرة أو غير المباشرة الناتجة عن مجموعة متنوعة من الأسباب المرتبطة بالعمليات والتكنولوجيا والبنية التحتية التي تدعم أنشطة الصندوق سواء داخليا أو خارجيا لدى مقدم خدمة الصندوق، ومن العوامل الخارجية الأخرى غير الإئتمان والسيولة والعمولات والسوق المخاطر مثل تلك الناشئة عن المتطلبات القانونية والتظيمية؛
- **مخاطر السعر:** هي مخاطر تذبذب قيمة الأداة المالية لصندوق نتيجة التغيرات في أسعار السوق الناتجة عن عوامل غير العمولات الاجنبية وحركات ومعدل الفائدة وتتشأ مخاطر الأسعار في المقام الأول من عدم التأكد من الأسعار المستقبلية للأدوات المالية التي يحتفظ بها الصندوق وتتنوع مدير الصندوق

¹ التقرير السنوي لصندوق وبخيت، على موقع التداول الرابط: <https://www.saudiexchange.sa>، يوم 22 ماي 2024، 20:00

محفظته الاستثمارية ومراقبة عن كثب حركة أسعار إستثماراتها في الأدوات المالية وفي تاريخ قائمة المركز المالي، كان لدى الصندوق إستثمارات في الأدوات الملكية.

المطلب الثاني: صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية¹

الفرع الأول: تعريف الصندوق

هو صندوق إستثماري مفتوح متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية، تتم إدارته بواسطة شركة الأهلي المالية (مدير الصندوق)، شركة تابعة لبنك الأهلي التجاري (البنك) لصالح مالكي وحدات الصندوق تم تأسيس الصندوق بموجب نص المادة 30 من لوائح الإستثمار في الصناديق (اللوائح) الصادرة عن هيئة السوق المالية.

الفرع الثاني: أهداف الصندوق

يهدف الصندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية إلى تحقيق النمو في رأس المال على المدى الطويل من خلال الاستثمار في سوق الأسهم السعودي وفقاً للمعايير الشرعية الصادرة عن الهيئة الشرعية لصندوق

الفرع الثالث: السياسات المحاسبية المهمة

يستثمر الصندوق بشكل أساسي أسهم الشركات السعودية المدرجة في السوق الرئيسية المتوافقة مع المعايير الشرعية ويشمل ذلك الأطروحات الأولية والحقوق الأولية، وصناديق المؤشرات المتداولة (Ets) المرخصة من هيئة السوق المالية. بالإضافة إلى ذلك، يجوز لصندوق الإستثمار في صناديق الإستثمار العقاري المتداولة، وأسهم الشركات المدرجة في السوق الموازية السعودية (نمو) ويشمل ذلك الأطروحات الأولية والحقوق الأولية.

يتم إعادة إستثمار الدخل والأرباح في الصندوق، ولا يتم توزيع أي دخل وأرباح على مالكي الوحدات.

الفرع الرابع: عوامل المخاطر المالية

إن أنشطة الصندوق معرضة لمجموعة من المخاطر المالية تتضمن مخاطر السوق ومخاطر الإئتمان ومخاطر سيولة والمخاطر التشغيلية

- **مخاطر السوق:** هي مخاطر التأثير المحتمل لتغيرات في أسعار السوق مثل أسعار العمولة وأسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار الأسهم وهامش الإئتمان الزائد، التي لها تأثير على إيرادات الصندوق أو القيمة العادلة لأدواته المالية؛

- **مخاطر الإئتمان:** هي المخاطر المتعلقة بعدم قدرة طرف ما في أداة مالية على الوفاء بالتزاماته مما يؤدي إلى تكبد الطرف الآخر لخسارة مالية. يسعى مدير الصندوق إلى إدارة مخاطر الإئتمان من خلال مراقبة

¹ التقرير السنوي لصندوق الأهلي للأسهم السعودي، الموجود على موقع التداول الرابط: <https://www.saudiexchange.sa>، يوم 22ماي 2024،

التعرضات الائتمانية ووضع حدود للمعاملات مع الأطراف الأخرى المحددة والتقييم المستمر لقدرة الائتمانية لهذه الأطراف كما، في تاريخ قائمة المركز المالي فإن الحد الأقصى لتعرض لمخاطر الائتمان لصندوق يتمثل في القيمة الدفترية لنقد وما في حكمه والذي يمثل النقد الذي يتم الاحتفاظ به لدى أحد البنوك المحلية ذو تصنيف إئتماني مودنز A3 وتوزيعات الأرباح المدينة لا يوجد أي تأثير لخسارة الائتمان المتوقعة في هذه الموجودات المالية؛

● **مخاطر السيولة:** هي المخاطر المتمثلة في عدم قدرة الصندوق على توليد موارد نقدية كافية لتسوية إلتزاماته بالكامل عند إستحقاقها أو القيام بذلك فقط بشروط غير ملائمة بدرجة كبيرة تنص شروط أحكام الصندوق على إشتراكات واستردادات الوحدات خلال كل يوم عمل في السعودية وبالتالي فهي تتعرض لمخاطر السيولة للوفاء بطلبات إسترداد مالكي الوحدات في تلك الأيام، يقوم مدير الصندوق بمراقبة متطلبات السيولة من خلال التأكد من توفر أموال كافية للوفاء بأي إلتزامات عند نشوءها، إما من خلال الإشتراكات الجديدة أو بتصفية محفظة الإستثمار أو عن طريق أخذ قروض قصيرة الأجل من تسهيلات حصل عليها مدير الصندوق؛

● **مخاطر التشغيل:** هي مخاطر الخسارة المباشرة أو الغير مباشرة الناتجة عن مجموعة متنوعة من الأسباب المرتبطة بالإجراءات والتكنولوجيا والبيئة التحتية إلى تدعم أنشطة الصندوق سواء داخليا أو خارجيا لدى مقدم الخدمة لصندوق ومن العوامل الخارجية الأخرى غير مخاطر الائتمان والسيولة والعملات والسوق مثل، تلك الناتجة عن المتطلبات القانونية والتنظيمية.

المطلب الثالث: صندوق جدوى الأسهم السعودية¹

الفرع الأول: تعريف صندوق الجدوى

هو صندوق أسهم مفتوح تم إنشائه وتتم إدارته بناء على الشروط والأحكام بين شركة جدوى للإستثمار (مدير الصندوق) وبين مستثمري الصندوق (مالكي الوحدات)، وافقت هيئة السوق المالية على تأسيس الصندوق بالخطاب رقم 443 بتاريخ 9 جمادى الأولى 1428 هجري (الموافق ل 26 مايو 2007م)، بدأ الصندوق عملياته في 31 ديسمبر 2007 م. وفقا لإعتماد هيئة السوق المالية بموجب خطابها رقم 16/5696/5/3 بتاريخ 02 جوان 2018 م تم تحويل الوحدات القائمة في الصندوق إلى ثلاث فئات مختلفة أي " وحدة من الفئة أ " و " وحدة من الفئة ب " و " وحدة من الفئة ج " .

¹ التقرير السنوي لصندوق الجدوى الأسهم السعودي، على موقع التداول الرابط: <https://www.saudiexchange.sa>، يوم 22ماي 2024، 20:00.

الفرع الثاني: أهداف الصندوق

يهدف الصندوق إلى تنمية رأس المال المستثمر على المدى الطويل من خلال الإستثمار في أسهم الشركات السعودية المدرجة في سوق الأسهم السعودي بما يتوافق مع الضوابط الشرعية للجنة الشرعية لمدير الصندوق.

الفرع الثالث: السياسات المحاسبية العامة

يخضع الصندوق لللائحة صناديق الإستثمار "اللائحة" الصادرة عن هيئة السوق المالية بتاريخ 03 دوالحجة 1427 هـ الموافق لـ 24 ديسمبر 2006 م والتعديلات اللاحقة لها (اللائحة المعدلة) بتاريخ 16 شعبان 1437 هـ الموافق لـ 23 مايو 2016 م والتي تفصل متطلبات جميع الصناديق داخل المملكة العربية السعودية. أصبحت اللائحة المعدلة نافذة بتاريخ 06 صفر 1438 هـ الموافق لـ 06 نوفمبر 2016، تم إعداد القوائم المالية وفقاً لمبدأ التكلفة التاريخية بإستثناء الإستثمارات المدرجة بالقيمة العادلة، إستخدام مبدأ الإستحقاق المحاسبي ومبدأ الإستمرارية.

ليس لدى الصندوق دورة تشغيل محددة بوضوح وبالتالي لا يعرض موجودات ومطلوبات متداولة وغير متداولة بشكل منفصل قائمة المركز المالي. بدلاً من ذلك يتم عرض الموجودات والمطلوبات بترتيب درجة سيولتها.

الفرع الرابع: عوامل المخاطر المالية¹

تعد إدارة المخاطر جزء لا يتجزأ من الاستثمار وعملية التشغيل، يمكن تقسيم إدارة المخاطر التشغيلية وقياس المخاطر المستقل تشمل إدارة المخاطر المالية جميع عناصر عملية الاستثمار يسمح عدد من أنظمة إدارة المخاطر لمدير الصندوق بملاحظة أي انحرافات عن المراكز المستهدفة والأهداف. تشمل إدارة المخاطر التشغيلية النقاط الأربعة للخسائر المحتملة وهي: العمليات والنظم والأشخاص والأحداث الخارجية، يعد قياس المخاطر وظيفة مستقلة وهي منفصلة وظيفياً عن إدارة العمليات وإدارة المحافظ.

- **مخاطر السوق:** هي مخاطر التأثير المحتمل لتغيرات في أسعار السوق مثل أسعار العمولة وأسعار صرف العملات الأجنبية وأسعار الأسهم وهامش الإئتمان الزائد، على إيرادات الصندوق أو قيمة أدواته المالية يتم إدارة مخاطر السوق من قبل مدير الصندوق وفقاً لسياسات والإجراءات المحددة، يشرف مجلس إدارة الصندوق على مدير الصندوق وهو مسؤول في النهاية عن إدارة المخاطر الشاملة لصندوق؛
- **مخاطر الإئتمان:** هي عدم مقدرة طرف ما على الوفاء بالتزاماته أو تعهداته المبرمة مع الصندوق مما يؤدي إلى تكبد الصندوق لخسارة مالية تنشأ في شكل أساسي من الدين المحتفظ به إن وجدت والنقد وما في

¹ التقرير السنوي لصندوق جدوى الأسهم السعودي، الموجود على موقع التداول الرابط: <https://www.saudiexchange.sa>، يوم 22 ماي 2024، 20:00

حكمه. لأغراض إعداد تقارير إدارة المخاطر يقوم الصندوق بدراسة وتجميع كل عناصر التعرض لمخاطر الائتمان مثل مخاطر التعثر في السداد الفردية للمدين، ومخاطر الطرف المقابل ومخاطر القطاع وغيرها. إن سياسة الصندوق بشأن مخاطر الائتمان هي تقليل تعرضه لمخاطر الأطراف المقابلة مع وجود مخاطر أعلى بشأن التعثر في السداد وذلك من خلال التعامل مع الأطراف الأخرى التي تستوفي معايير إئتمان محددة؛

- **مخاطر السيولة:** تتمثل في مخاطر مواجهة الصندوق صعوبة الوفاء بالتزاماتها المرتبطة بمطلوباتها المالية التي تتم تسويتها عن طريق السداد نقداً أو من خلال موجودات مالية أخرى. تنص شروط وأحكام الصندوق على إشتراكات وإستردادات الوحدات خلال كل يوم عمل في السعودية وبالتالي فهي تتعرض لمخاطر السيولة للوفاء بطلبات إسترداد مالكي الوحدات في تلك الأيام حيث تتكون المطلوبات المالية لصندوق بشكل رئيسي من الذمم الدائنة التي يتوقع تسويتها خلال شهر واحد من تاريخ قائمة المركز المالي؛
- **مخاطر العمليات:** هي مخاطر الخسارة المباشرة أو غير المباشرة الناتجة عن مجموعة متنوعة من الأسباب المرتبطة بالإجراءات والتكنولوجيا والبنية التحتية التي تدعم أنشطة الصندوق سواء داخليا أو خارجيا لدى مقدم الخدمة لصندوق ومن العوامل الخارجية الأخرى غير مخاطر الائتمان والسيولة والعملات والسوق مثل تلك الناتجة عن المتطلبات القانونية والتنظيمية.

المبحث الثاني: دراسة قياسية بين صناديق الإستثمار و السوق

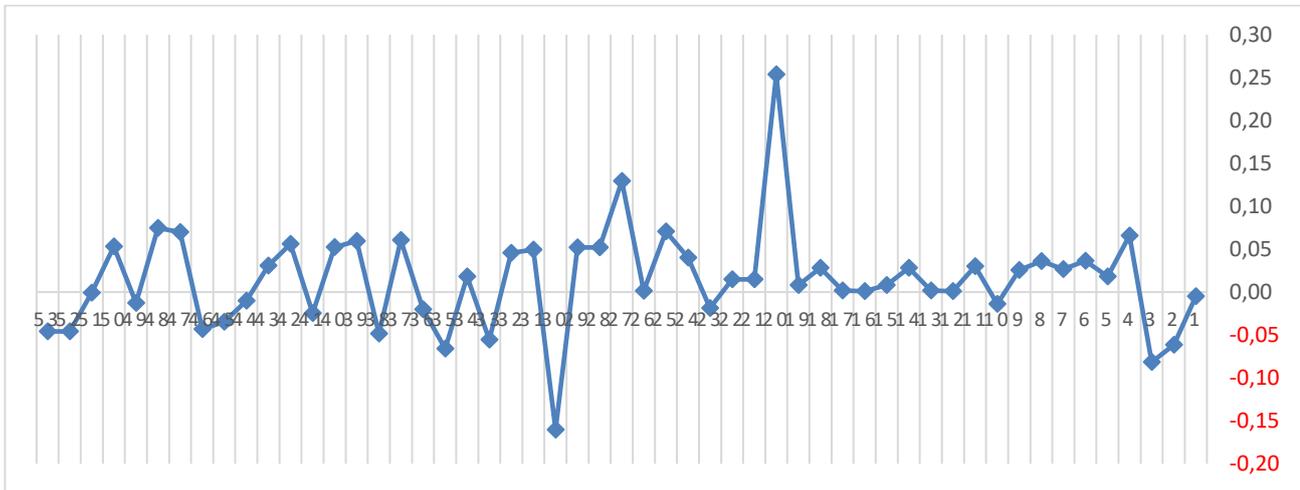
سوف نتطرق في هذا المبحث إلى عرض وتحليل النتائج المتحصل عليها و العمل على تقييم متغيرات الدراسة.

المطلب الأول: تجميع البيانات الاحصائية

تم جمع البيانات من مصادرها الموثقة وتخص 53 مشاهدة متواترة شهريا بين عامي 2020 و 2024 وهي مرتبة وموضحة في الجدول بالملحق رقم (01) أدناه، ويمكن تمثيلها بيانيا كما يلي:

الشكل رقم(2): التمثيل البياني لمؤشر صندوق جدوى للأسهم السعودية الفئة ب خلال الفترة 2020-

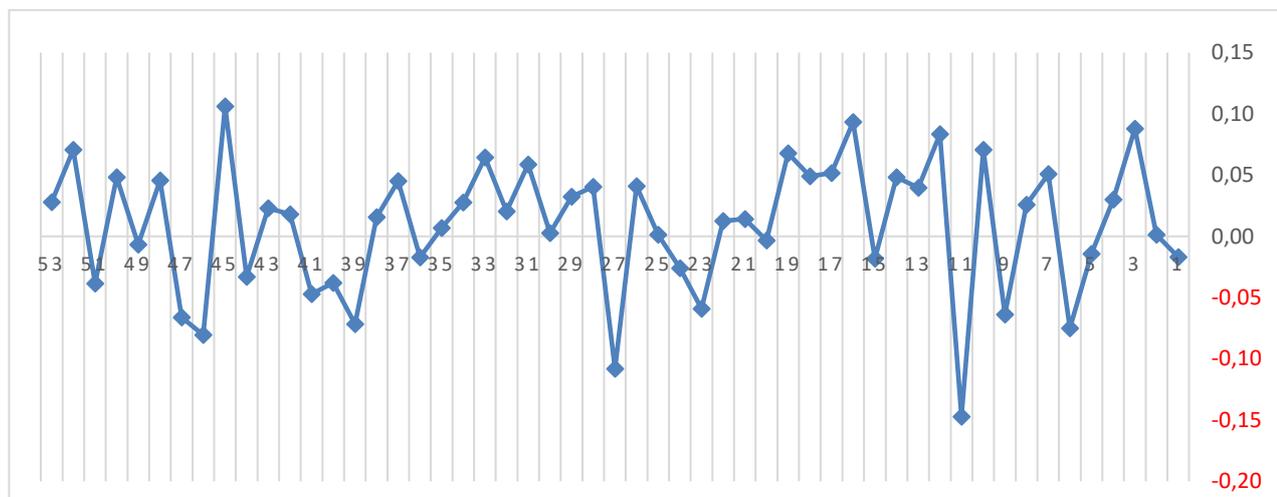
2024



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول في الملحق رقم (01) وبرنامج Excel

نلاحظ من الشكل أعلاه أن مؤشر جدوى للأسهم السعودية الفئة ب في تذبذب مستمر صعودا ونزولا خلال فترة الدراسة، وقد سجل أعلى قيمة له وهي (0.253500) وهذا في الشهر 20.

الشكل رقم(5): التمثيل البياني لمؤشر السوق تاسي خلال الفترة 2020-2024



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على بيانات الجدول في الملحق رقم (01) وبرنامج Excel

نلاحظ من الشكل أعلاه أن مؤشر السوق متذبذب صعودا ونزولا خلال فترة الدراسة، وقد أعلى قيمة له وهي (0.1061) وهذا في الشهر 45.

المطلب الثاني: التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات

يوضح الجدول أدناه مخرجات التحليل الإحصائي الوصفي لبيانات عينة الدراسة.

الجدول رقم(1): نتائج التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات محل الدراسة

TASI	AT	AJ	AB	
0.009296	0.024602	0.014443	0.016611	Mean
0.018100	0.023200	0.014900	0.025500	Median
0.106100	0.185300	0.253500	0.122600	Maximum
-0.147200	-0.117800	-0.160400	-0.161300	Minimum
0.053766	0.053996	0.058964	0.049427	Std. Dev.
-0.641754	0.053905	0.732242	-1.078793	Skewness
3.143452	3.749877	7.599249	5.176621	Kurtosis
3.683441	1.267447	51.44933	20.74255	Jarque-Bera
0.158544	0.530612	0.080000	0.051031	Probability
53	53	53	53	Observations

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

- بلغ متوسط مؤشر صندوق بخيت (AB) في العينة محل الدراسة قيمة 0.016611 بوسيط قيمته 0.025500 وكانت القيمة العليا للمؤشر 0.122600 والقيمة الدنيا -0.161300، وقيمة الانحراف المعياري 0.049427، فيما بلغ معامل الالتواء -1.078793، وبما أن القيمة سالبة فتدل على أن منحنى التوزيع التكراري ملتوي يسارا بمعامل تفرطح 5.176621 .
- بلغ متوسط مؤشر صندوق جدوى (AJ) في العينة محل الدراسة قيمة 0.014443 بوسيط قيمته 0.014900 وكانت القيمة العليا للمؤشر 0.253500 والقيمة الدنيا -0.160400، وقيمة الانحراف المعياري 0.058964، فيما بلغ معامل الالتواء 0.732242، وبما أن القيمة موجبة فتدل على أن منحنى التوزيع التكراري ملتوي يمينا بمعامل تفرطح 7.599249 .
- بلغ متوسط مؤشر صندوق الأهلي (AT) في العينة محل الدراسة قيمة 0.024602 بوسيط قيمته 0.023200 وكانت القيمة العليا للمؤشر 0.185300 والقيمة الدنيا -0.117800، وقيمة الانحراف المعياري 0.053996، فيما بلغ معامل الالتواء 0.053905، وبما أن القيمة موجبة فتدل على أن منحنى التوزيع التكراري ملتوي إلى اليمين بمعامل تفرطح 3.749877 .
- بلغ متوسط مؤشر السوق تاسي (YT) في العينة محل الدراسة قيمة 0.009296 بوسيط قيمته 0.018100 وكانت القيمة العليا للمؤشر 0.106100 والقيمة الدنيا -0.147200، وقيمة الانحراف المعياري 0.053766، فيما بلغ معامل الالتواء -0.641754، وبما أن القيمة سالبة فتدل على أن منحنى التوزيع التكراري ملتوي إلى اليسار بمعامل تفرطح 3.143452 .

اختبار التوزيع الطبيعي Normal Distribution

للتحقق من مدى اقتراب بيانات عينة الدراسة من توزيعها الطبيعي تم استخدام اختبار " Jaque- Bera " وتكون قاعدة القرار لقبول الفرضية العدمية بأن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت القيمة الاحتمالية للاختبار أكبر من 0.05.

يبين الجدول أعلاه أن جميع متغيرات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي حيث تتراوح قيمتها الاحتمالية بين (1.267447 - 51.44933) وهي أكبر من 0.05 وبذلك نقبل الفرضية العدمية القائلة بأن البيانات تتبع توزيعا طبيعيا.

المطلب الثالث: استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات

لقياس أثر كل من مؤشر صندوق جدوى للأسهم السعودية (AJ)، مؤشر صندوق أصول وبخيت الاستثمارية (AB)، مؤشر صندوق الأهلي للمتاجرة (AT) على مؤشر السوق تاسي (YT) يتم صياغة النموذج التالي:

$$YT=f(AB, AJ, AT)$$

حيث أن:

- المتغير التابع: مؤشر السوق تاسي YT

- المتغيرات المستقلة: وهي:

AB: مؤشر أصول وبخيت الاستثمارية

AJ: مؤشر صندوق جدوى للأسهم السعودية

AT: مؤشر صندوق الأهلي للمتاجرة

اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

السلسلة الزمنية هي مجموعة المشاهدات أو القياسات التي تُؤخذ على ظاهرة معينة على فترات زمنية متتالية متساوية الطول سواء سنوية، شهري، أسبوعية أو يومية، وتعد مشكلة الانحدار الزائف إحدى أكثر المشاكل شيوعاً في السلاسل الزمنية لأن المتغيرات غير المستقرة تعكس وجود علاقة زائفة، وعليه ومن أجل تحديد طريقة التقدير المناسبة لا بد من إجراء اختبارات جذر الوحدة Unit Root Test

يتم اختبار استقرارية السلسلة الزمنية أي عدم احتوائها على جذر الوحدة بمقارنة القيمة الجدولية مع قيمة T المحسوبة، فإذا كانت القيمة الجدولية أكبر من قيمة T المحسوبة بالقيمة المطلقة فإن ذلك يعني عدم استقرار المتغير والعكس صحيح، أي أن:

H0: الفرضية الصفرية تعني احتواء السلسلة الزمنية للمتغير على جذر الوحدة، أي أنها غير مستقرة.

H1: الفرضية البديلة ومفادها أن السلسلة الزمنية للمتغير لا تحتوي على جذر وحدة، فهي مستقرة.

وللكشف عن استقرارية السلاسل الزمنية لدينا طريقتان هما:

- الرسم البياني للسلسلة الزمنية ودالتها للارتباط الذاتي Correlogram؛
- الاختبارات الاحصائية الرسمية للكشف عن جذر الوحدة وأهمها اختبار ديكي فولر المطور ADF، واختبار فيليبس بيرون PP.

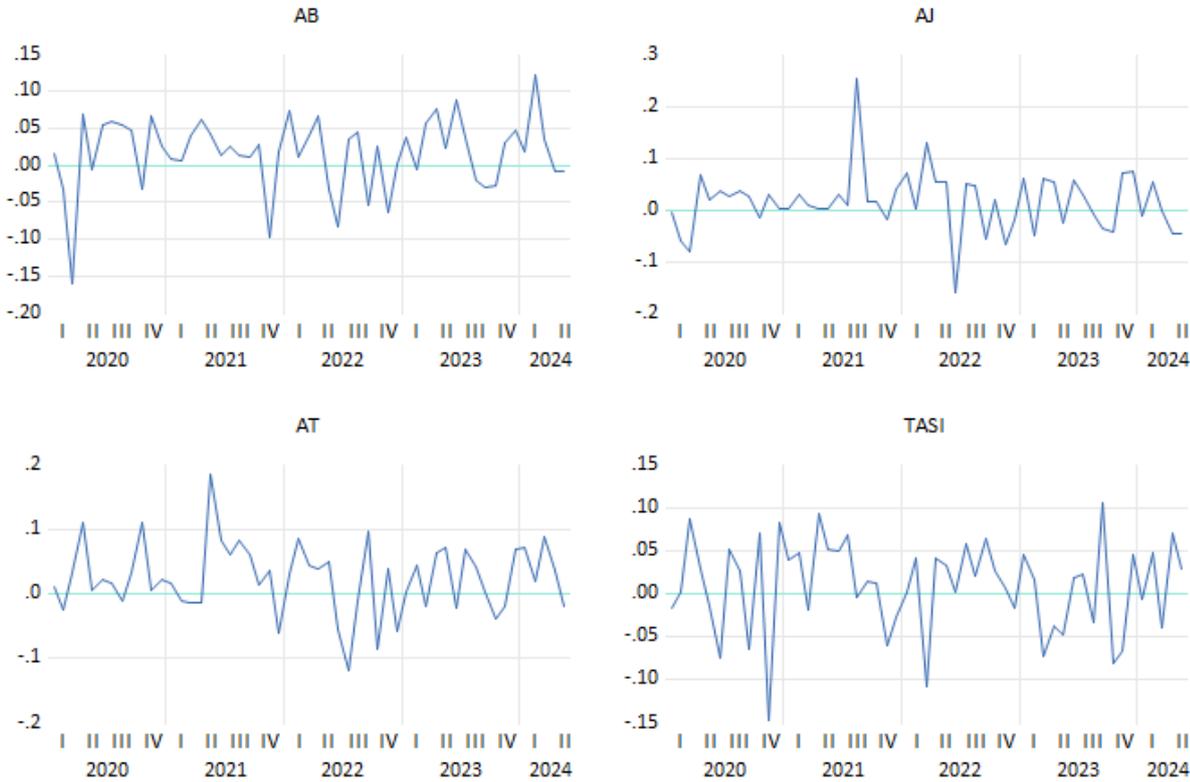
وتكون السلسلة الزمنية مستقرة بشكل تام إذا توفرت الشروط التالية:

- ثبات الوسط الحسابي عبر الزمن؛
- ثبات قيمة التباين عبر الزمن؛
- أن يكون التباين المشترك بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمداً على الفجوة الزمنية بين القيمتين وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عند التباين.

أولاً: التمثيل البياني للسلاسل الزمنية

يبين الشكل الموالي التمثيل البياني للسلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة بين عامي 2020 و 2024.

الشكل رقم(6): التمثيل البياني للمتغيرات محل الدراسة



المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

ثانياً: اختبار جذر الوحدة

تم الاعتماد في اعداد هذه الدراسة على اختبارات ديكي فولر، ويسمح هذا الاختبار بإلغاء التحيزات الناتجة عن المميزات الخاصة للتذبذبات العشوائية، ويمكن تبسيط الاختبار في أربعة مراحل أساسية:

- تقدير بواسطة طريقة المربعات الصغرى OLS النماذج الأساسية الثلاثة لاختبار ADF مع حساب الاحصائيات المراقبة؛

- تقدير التباين قصير الأجل، $\delta^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n e_t^2$ حيث: e_t تمثل البواقي؛

- تقدير العامل المصحح: δ_t^2 - ويسمى التباين قصير الأجل-

$$1 - \frac{i}{l+1} \frac{1}{N} \sum_{t=i+1}^n e_t e_{t-1} \delta_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n e_t^2 + 2 \sum_{i=1}^i ($$

من أجل تقدير هذا التباين يجب إيجاد عدد التأخيرات Lag حيث: L عدد التأخيرات المقدره بدلالة عدد

$$L=4\left(\frac{T}{100}\right)^{2/9}$$

المشاهدات الكلية
تبيين الجداول الموالية نتائج اختبار ديكي فولر للمتغيرات المفسرة والمتغير التابع.تبيين الجداول الموالية نتائج اختبار ديكي فولر للمتغيرات المفسرة والمتغير التابع.

الجدول رقم(2): نتائج التحليل الإحصائي الوصفي للمتغيرات محل الدراسة

Null Hypothesis: AJ has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.959996	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(AJ)
Method: Least Squares
Date: 05/22/24 Time: 14:00
Sample (adjusted): 2020M02 2024M05
Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AJ(-1)	-0.979684	0.140759	-6.959996	0.0000
R-squared	0.487092	Mean dependent var		-0.000787
Adjusted R-squared	0.487092	S.D. dependent var		0.085617
S.E. of regression	0.061317	Akaike info criterion		-2.726481
Sum squared resid	0.191747	Schwarz criterion		-2.688957
Log likelihood	71.88851	Hannan-Quinn criter.		-2.712095
Durbin-Watson stat	1.974562			

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تبيين نتائج الجدول رقم (2) اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر للمتغير مؤشر صندوق جدوى للأسهم السعودية الفئة ب (AJ)، أن المتغير ساكن عند المستوى عند درجة معنوية أقل من 1%، بدون اتجاه وبدون ثابت حيث كانت القيمة المحسوبة $t\text{-statistic} = -6.9599$ ، وبدون فترة إبطاء.

الجدول رقم(3): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق أصول بخيت الاستثمارية (AB)

Null Hypothesis: AB has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.692374	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.562669	
5% level	-2.918778	
10% level	-2.597285	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(AB)
Method: Least Squares
Date: 05/22/24 Time: 14:04
Sample (adjusted): 2020M02 2024M05
Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AB(-1)	-0.947287	0.141547	-6.692374	0.0000
C	0.015733	0.007387	2.129917	0.0381
R-squared	0.472506	Mean dependent var		-0.000437
Adjusted R-squared	0.461956	S.D. dependent var		0.068623
S.E. of regression	0.050336	Akaike info criterion		-3.102498
Sum squared resid	0.126685	Schwarz criterion		-3.027450
Log likelihood	82.66495	Hannan-Quinn criter.		-3.073726
F-statistic	44.78786	Durbin-Watson stat		1.972235
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تبين نتائج الجدول رقم (3) اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر للمتغير مؤشر صندوق بخيت (XB)، أن المتغير ساكن عند المستوى ودرجة معنوية 0.00% وهي أقل من 5%، حيث كانت القيمة المحسوبة $t\text{-statistic} = -6.6923$ وبدون فترة إبطاء، بدون اتجاه وبوجود ثابت C قيمته 2.1430 وهو معنوي عند درجة معنوية 0.038% وهي أقل من 5%.

الجدول رقم(4): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية AT

Null Hypothesis: AT has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-6.455794	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.562669	
5% level	-2.918778	
10% level	-2.597285	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(AT)
Method: Least Squares
Date: 05/22/24 Time: 14:02
Sample (adjusted): 2020M02 2024M05
Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AT(-1)	-0.914800	0.141702	-6.455794	0.0000
C	0.022712	0.008414	2.699267	0.0095
R-squared	0.454609	Mean dependent var		-0.000552
Adjusted R-squared	0.443701	S.D. dependent var		0.073512
S.E. of regression	0.054829	Akaike info criterion		-2.931478
Sum squared resid	0.150313	Schwarz criterion		-2.856430
Log likelihood	78.21842	Hannan-Quinn criter.		-2.902706
F-statistic	41.67728	Durbin-Watson stat		1.963179
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تبين نتائج الجدول رقم (4) اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر للمتغير مؤشر صندوق الأهلي للمتاجرة بالأسهم السعودية (AT)، أن المتغير ساكن عند المستوى عند درجة معنوية = 0.000% وهي أقل من 1%، بدون اتجاه وبوجود ثابت C قيمته 2.6992 وهو معنوي عند درجة معنوية 0.009% وهي أقل من 1%، وقد كانت القيمة المحسوبة $t\text{-statistic} = -6.4557$ ، وهو بدون فترة إبطاء.

الجدول رقم (5): اختبار جذر الوحدة للمتغير مؤشر السوق تاسي YT

Null Hypothesis: TASI has a unit root
Exogenous: None
Lag Length: 0 (Fixed)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.546888	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.610192	
5% level	-1.947248	
10% level	-1.612797	

*Mackinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation
Dependent Variable: D(TASI)
Method: Least Squares
Date: 05/22/24 Time: 14:06
Sample (adjusted): 2020M02 2024M05
Included observations: 52 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TASI(-1)	-1.179350	0.137986	-8.546888	0.0000
R-squared	0.588829	Mean dependent var		0.000865
Adjusted R-squared	0.588829	S.D. dependent var		0.084478
S.E. of regression	0.054170	Akaike info criterion		-2.974345
Sum squared resid	0.149652	Schwarz criterion		-2.936821
Log likelihood	78.33298	Hannan-Quinn criter.		-2.959959
Durbin-Watson stat	1.965961			

المصدر: مخرجات برنامج EViews 12

تبين نتائج الجدول رقم (5) اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار ديكي فولر للمتغير مؤشر السوق تاسي (YT)، أن المتغير ساكن عند المستوى عند درجة معنوية 0.000% وهي أقل من 1%، بدون اتجاه وبدون ثابت حيث كانت القيمة المحسوبة $t\text{-statistic} = -8.5468$ ، وبدون فترة إبطاء.

وبما أن المتغيرات هي متغيرات ساكنة ومستقرة عند المستوى وبعد التأكد من أن المتغيرات المستخدمة في الدراسة ليست متكاملة من الدرجة الثانية (2) أو عند الفرق الثاني، نستنتج أنه يمكننا تطبيق منهجية

Johansen cointegration test

ثانياً: نتائج اختبار الحدود للتكامل المشترك Johansen cointegration test

للكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة يتم استخدام اختبار جوهنسون للتكامل المشترك Johansen cointegration test والذي يعتمد على إحصائية فيشر التي يتم مقارنتها مع القيم الجدولية، ويتم اختبار علاقة التكامل المشترك من خلال فرضيتين:

- الفرضية الصفرية: عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة
- الفرضية البديلة: وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة

إذا كانت:

- $F_{upper\ critical} < F_{cal}$ تقبل الفرضية البديلة أي وجود تكامل مشترك بين المتغيرات.
- $F_{upper\ critical} > F_{cal}$ تقبل الفرضية الصفرية أي عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرات.
- $F_{upper\ critical} > F_{cal} > F_{lower\ critical}$ نتيجة الاختبار غير محددة لوقوعه في منطقة الشك.

كما هو موضح في الجدول الموالي:

الجدول رقم(6): نتائج اختبار جوهنسون للتكامل المشترك

Date: 05/23/24 Time: 08:38
 Sample (adjusted): 2020M03 2024M05
 Included observations: 51 after adjustments
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: TASI AB AJ AT
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.526613	96.87596	47.85613	0.0000
At most 1 *	0.390371	58.73605	29.79707	0.0000
At most 2 *	0.312665	33.49589	15.49471	0.0000
At most 3 *	0.245612	14.37429	3.841465	0.0001

Trace test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Max-Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.526613	38.13991	27.58434	0.0015
At most 1 *	0.390371	25.24016	21.13162	0.0125
At most 2 *	0.312665	19.12160	14.26460	0.0079
At most 3 *	0.245612	14.37429	3.841465	0.0001

Max-eigenvalue test indicates 4 cointegrating eqn(s) at the 0.05 level

* denotes rejection of the hypothesis at the 0.05 level

**Mackinnon-Haug-Michelis (1999) p-values

Unrestricted Cointegrating Coefficients (normalized by b*S11*b=I):

TASI	AB	AJ	AT
-9.155966	-15.95994	-14.78671	22.84599
-27.72516	-6.195804	-2.920495	-7.457700
-4.988893	-20.62802	27.65420	6.641248
12.84030	-23.31665	11.87770	-14.86111

Unrestricted Adjustment Coefficients (alpha):

	D(TASI)	D(AB)	D(AJ)	D(AT)
	-0.005570	0.027397	0.032720	-0.031394
	0.034948	0.012321	0.005780	0.013661
	0.003624	0.001979	-0.027886	-0.015843
	-0.015755	0.021068	0.011731	0.008400

1 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 307.4451

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

TASI	AB	AJ	AT
1.000000	1.743119	1.614981	-2.495202
	(0.54536)	(0.50773)	(0.43480)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(TASI)	D(AB)	D(AJ)	D(AT)
0.050997	-0.250850	-0.299582	0.287443
(0.08855)	(0.07329)	(0.08735)	(0.06762)

2 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 320.0651

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

TASI	AB	AJ	AT
1.000000	0.000000	-0.116664	0.675476
		(0.22348)	(0.22553)
0.000000	1.000000	0.993417	-1.818968
		(0.30815)	(0.31097)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(TASI)	D(AB)	D(AJ)	D(AT)
-0.917947	-0.592441	-0.459838	-0.091319
(0.23792)	(0.22748)	(0.27740)	(0.20726)
-0.127638	-0.513598	-0.558019	0.416405
(0.13950)	(0.13338)	(0.16266)	(0.12153)

3 Cointegrating Equation(s): Log likelihood 329.6259

Normalized cointegrating coefficients (standard error in parentheses)

TASI	AB	AJ	AT
1.000000	0.000000	0.000000	0.607999
			(0.20226)
0.000000	1.000000	0.000000	-1.244389
			(0.21459)
0.000000	0.000000	1.000000	-0.578386
			(0.16431)

Adjustment coefficients (standard error in parentheses)

D(TASI)	D(AB)	D(AJ)	D(AT)
-0.936026	-0.602313	-0.320718	-0.012282
(0.24083)	(0.23061)	(0.25306)	(0.19829)
-0.202388	-0.554415	0.017211	0.743208
(0.21795)	(0.20870)	(0.22902)	(0.17945)
0.080504	-0.386382	-1.271862	-0.013799
(0.25607)	(0.24520)	(0.26906)	(0.21083)

المصدر: المخرجات برنامج EViews 12

تقدير نموذج تصحيح الخطأ VECM والعلاقة قصيرة المدى

لتحليل وتشخيص معامل سرعة تعديل العلاقة، نعتبر أن معامل حد تصحيح الخطأ يؤكد وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرين إذا توفر فيه شرطان: سلبية ومعنوية هذا المعامل، ويشير معامل سرعة التعديل الذي يجب أن يكون سالب الإشارة ومعنوي إحصائياً، أي عند اختلال في الأجل القصير بين المتغيرات المستقلة والتابع سيعود إلى وضع التوازن في الأجل الطويل.

$H_0: \alpha = 0$ أي لا يوجد علاقة تكامل مشترك

$H_1: \alpha > 0$ أي ربما يوجد علاقة تكامل مشترك أو أكثر

يعتمد على إحصائيتين: الإحصائية الأولى trace statistic والثانية Max- Eigen statistic

من جدول اختبار جوهنسون نستنتج أن:

- عند القيمة none: قيمة trace statistic أكبر من القيمة الجدولية وهذا يعني أننا نرفض الفرضية الصفرية القائلة بأنه لا توجد علاقة تكامل مشترك، ونقبل الفرضية البديلة التي مفادها أن هناك علاقة تكامل مشترك.
- عند القيمة at most 1: قيمة trace statistic أكبر من القيمة الجدولية وهذا يعني أننا نرفض الفرضية الصفرية القائلة بأنه توجد علاقة تكامل مشترك واحدة، ونقبل الفرضية البديلة التي مفادها أن هناك أكثر من علاقة للتكامل المشترك.
- عند القيمة at most 2: قيمة trace statistic أكبر من القيمة الجدولية وهذا يعني أننا نرفض الفرضية الصفرية القائلة بأنه توجد علاقتين للتكامل المشترك، ونقبل الفرضية البديلة التي مفادها أن هناك أكثر من علاقتين للتكامل المشترك.
- عند القيمة at most 3: قيمة trace statistic أكبر من القيمة الجدولية وهذا يعني أننا نرفض الفرضية الصفرية القائلة بأن هناك 3 علاقات للتكامل المشترك، ونقبل الفرضية البديلة التي مفادها أن هناك أكثر من 3 علاقات للتكامل المشترك.

وهو ما يبينه الاختبار بأن هناك 4 علاقات للتكامل المشترك بين المتغيرات عند مستوى معنوية 5%.

نتائج اختبار الفرضيات

من تحليل مخرجات الجدول السابق نستنتج مايلي:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للمتغير تاسي مع مؤشر AB عند درجة معنوية 5%، لأن معامل تصحيح الخطأ كان سالبا ولكنه غير معنوي حيث بلغت قيمته -0.6048، وهو أكبر من 5%، وعليه نقول أنه لا توجد علاقة طويلة الأجل بين مؤشر صندوق بخيت ومؤشر السوق تاسي Tasi.
- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للمتغير تاسي مع مؤشر AJ عند درجة معنوية 5%، لأن معامل تصحيح الخطأ كان سالبا ولكنه غير معنوي أين بلغت قيمته -0.3207، وهو أكبر من 5%، وعليه نقول أنه لا توجد علاقة طويلة الأجل بين مؤشر صندوق جدوى ومؤشر السوق تاسي Tasi.
- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للمتغير تاسي مع مؤشر AT عند درجة معنوية 5%، لأن معامل تصحيح الخطأ كان سالبا وهو معنوي حيث بلغت قيمته -0.01228، وهي أقل من 5%، وعليه نقول أنه توجد علاقة طويلة الأجل بين مؤشر صندوق الأهلي للمتاجرة ومؤشر السوق تاسي Tasi.

خلاصة الفصل

تعتبر صناديق الإستثمار المذكورة في هذا الفصل من بين الأدوات الاساسية في سوق الاوراق المالي السعودي، وذلك نظرا لإعتباره من بين الأسواق المالية الناشئة التي تعتبر أكبر عدد من هذه الصناديق، لقدرتها على كسب ثقة المستثمرين.

من خلال الدراسة القياسية التي قمنا بها توصلنا إلى أهم هذه النتائج أنه في الفرضية الأولى لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للمتغير تاسي مع مؤشر AB عند درجة معنوية 5%، وعليه نقول أنه لا توجد علاقة طويلة الأجل بين مؤشر صندوق بخيت ومؤشر السوق تاسي Tasi، الفرضية الثانية أيضا لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للمتغير تاسي مع مؤشر AJ عند درجة معنوية 5%، وعليه نقول أنه لا توجد علاقة طويلة الأجل بين مؤشر صندوق جدوى ومؤشر السوق تاسي Tasi أما بالنسبة للفرضية الثالثة توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للمتغير تاسي مع مؤشر AT عند درجة معنوية 5%، وعليه نقول أنه توجد علاقة طويلة الأجل بين مؤشر صندوق الأهلي للمتاجرة ومؤشر السوق تاسي Tasi.

خاتمة عامة

خاتمة:

تعتبر المؤسسات الناشئة من أهم الآليات الداعمة لإقتصاديات الدول نظرا لما تحتله من مكانة عالية وقدرتها على البقاء والإستمرار بفضل مرونتها وأفكارها القائمة على الإبتكار، إذ أنها تساهم من الناحية الإقتصادية في تحقيق التنمية بينما من الناحية الإجتماعية تؤدي إلى التقليل من حدة البطالة، وبالرغم من الإيجابيات التي تتمتع بها المؤسسات الناشئة إلا أنها معرضة أيضا إلى مشاكل وعراقيل كثيرة في مختلف النواحي لذلك فهي تحتاج بشكل دائم ومستمر إلى المتابعة والرعاية في مختلف مراحل إنشائها لهذا تتدخل معظم الدول بوضع هيئات لدعم وتمويل هذه المؤسسات في مختلف جوانبها.

من هذا المنطلق ظهرت العديد من المصادر والبدائل التمويلية والتي تسعى إلى تكييف عملية التمويل بما يلائم خصوصية المؤسسات الناشئة، فعملية التمويل تعتبر الحجر الأساس للقيام بأي مشروع إستثماري حيث أنه يلعب دورا مهما في مختلف المراحل الإنتاجية التي تمر بها المؤسسة.

في هذا الإطار ظهر رأس المال المخاطر كإحدى أبرز التقنيات التمويلية الفعالة للمؤسسات الناشئة، حيث يعتبر بمثابة المحرك لعجلة نمو هذه المؤسسات، إذ يساهم في التخفيف من حدة المشكل التمويلي الذي تعاني منه هذه الأخيرة وهذا نظرا للخصائص التي تتميز بها هذه التقنية التي تتماشى مع إحتياجات هذا النوع من المؤسسات.

✓ نتائج وفرضيات الدراسة

وبناء على ما سبق يتم إستخلاص جملة من النتائج التالية:

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للمتغير تاسي مع مؤشر AB عند درجة معنوية 5%، (لأن معامل تصحيح الخطأ كان سالبا ولكنه غير معنوي حيث بلغت قيمته -0.6048، وهو أكبر من 5%، وعليه نقول أنه لا توجد علاقة طويلة الأجل بين مؤشر صندوق بخيت ومؤشر السوق تاسي (Tasi). وهذا ما لا يثبت صحة الفرضية الأولى

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للمتغير تاسي مع مؤشر AJ عند درجة معنوية 5%، (لأن معامل تصحيح الخطأ كان سالبا ولكنه غير معنوي أين بلغت قيمته -0.3207، وهو أكبر من 5%، وعليه نقول أنه لا توجد علاقة طويلة الأجل بين مؤشر صندوق جدوى ومؤشر السوق تاسي (Tasi). وهذا ما لا يثبت صحة الفرضية الثانية

- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية للمتغير تاسي مع مؤشر AT عند درجة معنوية 5%، (لأن معامل تصحيح الخطأ كان سالبا وهو معنوي حيث بلغت قيمته -0.01228، وهي أقل من 5%، وعليه نقول أنه توجد علاقة طويلة الأجل بين مؤشر صندوق الأهلي للمتاجرة ومؤشر السوق تاسي (Tasi). وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة

- (1) يعتبر رأس المال الوسيلة الملائمة لتمويل المشاريع الناشئة خاصة في مراحلها المبكرة التي تتميز بإرتفاع درجة خطورتها؛
- (2) تقوم تقنية رأس المال المخاطر بتقديم الدعم الإداري والمال والفني للمشاريع الناشئة؛
- (3) تمكين الأفراد الطبيعيين من ممارسة نشاط رأس المال المخاطر بالإضافة إلى تحفيزهم ضريبيا للإكتتاب في صناديق ومؤسسات رأس المال المخاطر؛
- (4) تحتاج المشاريع الناشئة إلى رأس المال المخاطر في مراحل معينة من دورة حياة المشروع والتي تتمثل في مراحلها المبكرة كمرحلة الإنشاء، مرحلة التطور والتقييم؛
- (5) إن نجاح هذه التقنية يتطلب وجود كوادر وكفاءات تمتلكها مؤسسات رأس المال المخاطر بالإضافة إلى المحيط البيئي والإداري التي تنشط فيه.

✓ الإقتراحات والتوصيات

بناء على النتائج المتوصل إليها من خلال دراستنا، نقترح مجموعة من التوصيات، والتي يمكن أخذها بعين الإعتبار لتطوير أي سوق رأس المال المخاطر وتفعيل أداة شركات وصناديق رأس المال المخاطر النشطة فيه:

- 1) تكثيف البرامج التوعوية بماهية الإستثمار برأس المال المخاطر وأثرها المباشر على التنمية في الدول النامية؛
- 2) إنشاء حملات إعلامية وملتقيات تبرز أهم خصائصه ومميزات ومدى تأثير تقنية رأس المال المخاطر على المشاريع الإقتصادية ؛
- 3) منح فرص للقطاع الخاص لمزاولة مهنة رأس المال الخاطر؛
- 4) محاولة الإتفاق على تعريف واضح وعملي لماهية الشركات الناشئة ؛
- 5) المرونة في الإدارات المختلفة لتسهيل إجراءات إنشاء الشركات؛
- 6) التقليل من شروط إنشاء شركة رأس المال المخاطر بهدف توسيع المتعاملين في السوق المالي؛
- 7) محاولة توفير بيئة إقتصادية ملائمة تحفز وتشجع على الإبتكار والإنتشار.

✓ آفاق الدراسة

من خلال دراستنا لموضوع رأس المال المخاطر والمشاريع الناشئة، فنرى أنه ما زالت هناك عدة نقاط يمكن أن يتعمق في بحثها أكثر ويمكن أن تكون أساسا لبحوث لاحقة ، وهي آفاق مفتوحة على إشكاليات وخاصة فيما يتعلق بـ:

- 1) الدعوة إلى النهوض بالمشروعات المبتكرة في الجزائر من قبل خريجي الجامعات؛
- 2) مساهمة رأس المال المخاطر في مواجهة التنمية الإقتصادية؛
- 3) دراسة ما مدى مساهمة رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع عالية المخاطر؛
- 4) البحث في الفروق الرئيسية بين المؤسسة الناشئة وباقي أنواع المؤسسات الصغيرة منها والمتوسطة .

قائمة المراجع

قائمة المراجع

أولاً: المرجع باللغة العربية

1- الكتب:

- بركات أحمد، الشركات الناشئة اتجاه ريادي مستقبلي، جامعة الجزائر 3.
- 2- المذكرات والأطروحات:
 - اميرة خلاف، ايمان بومغادية، نظام المشاركة والتمويل برأس المال المخاطر -دراسة مقارنة -مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية دولية، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، سنة 2014/2015.
 - بغريش دلال، تمويل برأس المال المخاطر في الجزائر -دراسة حالة شركة cofinancés -مذكرة مقدمة لاستكمال نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2020-2021.
 - بوتلجة مخاطرية، دريسي حفيظة، واقع وآفاق المؤسسات الناشئة في الجزائر، مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير تخص إدارة أعمال، جامعة ابن خلدون، تيارت، 2020-2021.
 - بوحيل فراح، مزغاش شيماء، اليات دعم وتطوير سوق التمويل برأس مال المخاطر، دراسة تجارب دولية رائدة وآفاق الاستفادة منها في الجزائر، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف ملية، 2020-2021.
 - بن يانت لحسن، دور رأس المال المخاطر في تمويل الشركات الناشئة، دراسة حالة تجارب دولية، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير إدارة مالية، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف، ملية، 2022-2023.
 - بوشارب أحلام، هدواس سهام، فعالية راس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دراسة كلية الجزائر، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر في العلوم المالية والمحاسبية، تخصص مالية المؤسسة، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف -ملية، سنة 2020-2021.
 - خالد سلاطنية، دور رأس المال في تكوين المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، دراسة حالة شركة sofiance، الجزائر، 2015-2018، مذكرة لنيل شهادة الماستر التخصص اقتصاد نقدي وبنكي، بسكرة، 2018-2019.
 - خليفة وفاء، معوقات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر وسبل تجاوزها -دراسة مقارنة مع شركات رأس المال المخاطر التونسية والمغربية -أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه

- الطور الثالث في العلوم الاقتصادية - تخصص الاقتصاد المالي والتقنيات الكمية، جامعة الجزائر 3 ، 2019/2018.
- زايدي عبد الكريم، زيوش أسامة، المؤسسات الناشئة في الجزائر، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي في الحقوق، تخصص قانون الأعمال، 2023/ 2022.
- زليخة العايز، وخرون، التمويل الاسلامي كآلية لتمويل المؤسسات الناشئة دراسة حالة بنك البركة وكالة الوادي، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي تخصص اقتصاد نقدي وبنكي جامعة الشهيد حمة لخضر الوادي 2022/2021.
- العالية بوعلاق، فريدة سلاط، رأس المال المخاطر كآلية لتمويل الشركات الناشئة، دراسة حالة السعودية، مع الإشارة إلى حالة الجزائر، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي، تخصص إقتصاد نقدي وبنكي، جامعة العربي التبسي، تبسة، 2021/2020.
- محمد سبتي، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة دراسة حالة المالية الجزائرية الأوروبية المساهمة -Finale- رسالة مقدمة كجزء لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2009/2008.
- نريمان قدار، خديجة نعامة، شركات رأس المال ودورها في تمويل المؤسسات الناشئة -دراسة حالة مؤسسة Sofiane- مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة حمة لخضر الوادي، 2021/2020.
- يعقوب فريال، طبايبية صليحة، الشركات الناشئة ودورها في تحقيق الانعاش الإقتصادي ،مع الاشارة لحالة الجزائر، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في شعبة العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، جامعة 8ماي 9451- قالمة -1202/ 2022.
- 3- المجلات:**
- إلياس بدوي، وآخرون، رأس المال المخاطر كآلية مستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، جامعة الجزائر، مجلة الإقتصاد الصناعي، المجلد 10 العدد 2 سنة 2020.
- بوسويح موني وآخرون، واقع وآفاق المؤسسات الناشئة في الجزائر، جامعة غليزان ،المجلد 7، العدد 3، 2023.
- بوقرة رابح، إستخدام النماذج الكمية في اتخاذ قرار التمويل برأس المال المخاطر، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، جامعة محمد بوضياف المسيلة العدد 1، 2016.
- تحريشي جمانة، صادق زهراء، دور شركات رأس المال المخاطر في تمويل المؤسسات الناشئة في الجزائر، جامعة طاهري محمد بشار ،مجلة الشعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد 7، العدد 1، 2023.
- حسين يوسف، صديقي إسماعيل، دراسة ميدانية لواقع انشاء مؤسسات الناشئة في الجزائر، جامعة بشار المجلد 8، العدد 3، 2021.

- خديجة عرقوب، دور شركات التكنولوجيا المالية الاسلامية في دعم المؤسسات الناشئة -دراسة حالة منصة Ardu في المملكة المتحدة، جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة، مجلة التكامل الإقتصادي، المجلد 11/العدد 02، 2023،
- خومية فتحة، البدائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجزائرية، جامعة آكلي محمد أولحاج بالبويرة، مجلة الاستشراف للبحوث والدراسات، المجلد 30، العدد 05، ديسمبر 2018.
- عابد نصيرة، بريش عبد القادر، رأس المال المخاطر كمدخل إستراتيجي لتدعيم التمويل الاستثماري في الجزائر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا، العدد 19، سنة 2018.
- لزيتوني بن سابي، رأس المال المخاطر كآلية مستحدثة في تمويل المؤسسات الناشئة والدروس المستفادة منها حالة الجزائر والولايات المتحدة الأمريكية، مجلة للبحوث والدراسات العلمية، العدد 13، 2019.
- مخاشة آمنة، المؤسسات الناشئة في الجزائر -الإطار المفاهيمي والقانوني، جامعة محمد لمين دباغين سطيف 2، مجلة صوت القانون، المجلد الثامن، العدد 1، 2021.
- نبيلة قدور، حمزة لعرايبي، التمويل برأس المال المخاطر وأهم تجاربه في بعض دول العالم (الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، تونس، الجزائر)، جامعة البويرة، جامعة البليدة، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 07، جوان 2017.
- 4- مواقع إلكترونية
- التقرير السنوي لصندوق الأهلي للأسهم السعودي، الموجود على موقع التداول الرابط: <https://www.saudiexchange.sa>، يوم 22 ماي 2024، 20:00.
- التقرير السنوي لصندوق الجدوى الأسهم السعودي، على موقع التداول الرابط: <https://www.saudiexchange.sa>، يوم 22 ماي 2024، 20:00.
- التقرير السنوي لصندوق وبخيت، على موقع التداول الرابط: <https://www.saudiexchange.sa>، يوم 22 ماي 2024، 20:00.

الملاحق

الملاحق:

الملحق رقم (01):

الجدول رقم (1): البيانات الأسبوعية للصناديق ومؤشر تاسي بين عامي 2020 و2024

الرقم	جدوى AJ	بخيت	AB	الأهلي AT	مؤشر تاسي TASI
1	-0,00	0,02	0,02	0,01	-0,02
2	-0,06	-0,03	-0,03	-0,02	0,00
3	-0,08	-0,16	-0,16	0,03	0,09
4	0,07	0,07	0,07	0,11	0,03
5	0,02	-0,01	-0,01	0,01	-0,01
6	0,04	0,06	0,06	0,02	-0,08
7	0,03	0,06	0,06	0,02	0,05
8	0,04	0,05	0,05	-0,01	0,03
9	0,03	0,05	0,05	0,03	-0,06
10	-0,01	-0,03	-0,03	0,11	0,07
11	0,03	0,07	0,07	0,01	-0,15
12	0,00	0,03	0,03	0,02	0,08
13	0,00	0,01	0,01	0,02	0,04
14	0,03	0,01	0,01	-0,01	0,05
15	0,01	0,04	0,04	-0,01	-0,02
16	0,00	0,06	0,06	-0,01	0,09
17	0,00	0,04	0,04	0,19	0,05
18	0,03	0,01	0,01	0,08	0,05
19	0,01	0,03	0,03	0,06	0,07
20	0,25	0,01	0,01	0,08	-0,00
21	0,01	0,01	0,01	0,06	0,01
22	0,01	0,03	0,03	0,01	0,01
23	-0,02	-0,10	-0,10	0,04	-0,06
24	0,04	0,02	0,02	-0,06	-0,03
25	0,07	0,07	0,07	0,03	0,00
26	0,00	0,01	0,01	0,09	0,04

-0,11	0,04	0,04	0,13	27
0,04	0,04	0,07	0,05	28
0,03	0,05	-0,03	0,05	29
0,00	-0,05	-0,08	-0,16	30
0,06	-0,12	0,04	0,05	31
0,02	-0,01	0,05	0,05	32
0,06	0,10	-0,05	-0,06	33
0,03	-0,08	0,03	0,02	34
0,01	0,04	-0,06	-0,07	35
-0,02	-0,06	0,00	-0,02	36
0,05	0,00	0,04	0,06	37
0,02	0,04	-0,01	-0,05	38
-0,07	-0,02	0,06	0,06	39
-0,04	0,06	0,08	0,05	40
-0,05	0,07	0,02	-0,02	41
0,02	-0,02	0,09	0,06	42
0,02	0,07	0,04	0,03	43
-0,03	0,04	-0,02	-0,01	44
0,11	0,00	-0,03	-0,03	45
-0,08	-0,04	-0,03	-0,04	46
-0,07	-0,02	0,03	0,07	47
0,05	0,07	0,05	0,07	48
-0,01	0,07	0,02	-0,01	49
0,05	0,02	0,12	0,05	50
-0,04	0,09	0,04	-0,00	51
0,07	0,04	-0,01	-0,05	52
0,03	-0,02	-0,01	-0,05	53

المصدر: من اعداد الطالبتين بالاعتماد على التقارير الرسمية للصناديق