

## قراءة في الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة: دراسة تحليلية وتقييمية

Reading in the financial structure of startups companies- Analytical and evaluation study

سمير صلحاوي

مخبر اقتصاديات استثمارات الطاقات المتجددة واستراتيجيات

تمويل المناطق النائية

جامعة باتنة 1- الحاج لخضر- الجزائر

[samir.salhaoui@univ-batna.dz](mailto:samir.salhaoui@univ-batna.dz)

تاريخ النشر: 2024/01/25

مولدي خلفاوي\*

مخبر اقتصاديات استثمارات الطاقات المتجددة واستراتيجيات

تمويل المناطق النائية

جامعة باتنة 1- الحاج لخضر- الجزائر

[khalfaoui.mouldi@univ-batna.dz](mailto:khalfaoui.mouldi@univ-batna.dz)

تاريخ الإستلام: 2023/08/22

ملخص:

نظرا لحدثة وخصوصيات المؤسسات الناشئة، يعتبر الحصول على التمويل بالحجم والكلفة المناسبة من بين أبرز العقبات التي تعيق تطور المؤسسات الناشئة خاصة في مرحلة بداية النشاط والتوسع.

تهدف الدراسة إلى وصف وتحليل الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة، من خلال إبراز أهميته وخصائصه، وتبرز أهمية الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة في محاولة الوصول إلى المزيج التمويلي الأمثل بين قنوات التمويل المتاحة لغرض الوصول إلى أقل تكلفة ممكنة للحصول على الأموال وفي حقيقة الواقع تكون تكلفة الحصول على الأموال بمعدل غير ثابت ومتغير بين فترة وأخرى للمؤسسة الواحدة نتيجة تغير العوامل التي تؤثر في بنية الهيكل المالي متكونة فيمزيج من التمويل الذاتي والديون، وتوصلت الدراسة من خلال تجارب سابقة إلى أن الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة له خصوصياته حسب عدة عوامل ومن أهمها: خصائص المالك، ونوع المؤسسة خاصة المؤسسات الناشئة العاملة في التكنولوجيا المالية حيث تؤثر ميزات هذا النوع من المؤسسات الناشئة والمتمثلة في (التنظيم وهيكل الأصول، والملكية، ورأس مال المستثمر، وصفقات وأنشطة الاندماج والاستحواذ) على تمويل الديون.

الكلمات المفتاحية: الهيكل المالي، المؤسسات الناشئة، مصادر تمويل المؤسسات الناشئة.

تصنيفات JEL: G32, L26.

### Abstract:

considering the novelty and particularity of startups companies, obtaining financing of the appropriate size and cost is among the most significant obstacles that hinder the development of startups, especially in the early stage of activity and expansion.

The study aims to describe and analyze the financial structure of startups, by highlighting its importance and characteristics. The importance of the financial structure of startups is evident in the attempt to reach the optimal blended finance between the financing channels available for the purpose of reaching the lowest possible cost of obtaining funds. The financial structure is made up of a mixture of self-financing and debt.

The study concluded, through previous experiments, that the financial structure of emerging institutions has its own characteristics depending on several factors, the most important of which are: the characteristics of the owner and the type of institution, especially emerging institutions working in financial technology, where the features of this type of emerging institutions (regulation, asset structure, ownership, investor capital, merger and acquisition deals and activities) on debt financing.

Keywords: financial structure, startups, Sources of funding for startups.

Jel Classification Codes : G32, L26.

\* المؤلف المراسل

أدت الثورة الرقمية إلى ظهور المؤسسات الناشئة، هذا النوع من المؤسسات يتميز بالحدثة وتبنيها لأفكار جديدة في ظل النظام الاقتصادي الجديد القائم على المعرفة والابتكار، وتعتبر المؤسسات الناشئة من أهم محركات النمو الاقتصادي للدول، حيث يلاحظ الاهتمام الكبير الذي تحظى به من قبل السلطات الرسمية والهيئات الأكاديمية. تواجه المؤسسات الناشئة عدة صعوبات منذ إنشائها في بيئة أعمال تتميز بالتغير المستمر مما يهدد من بقائها ونموها وتطورها، ومن بين أهم هذه الصعوبات تحديد مصادر التمويل المتاحة لها واختيار البديل الأمثل، عبر مختلف مراحل حياتها، مما يتطلب اختيار الهيكل المالي الأمثل والذي يجب أن يتميز بالمرونة والتكيف حتى يحقق أكبر عائد وأقل تكلفة في ظل المخاطرة المحيطة به، ويختلف الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة باختلاف عدة عوامل ومحددات.

### 1.1. إشكالية الدراسة:

بناء على ما سبق، وبعد اطلاع الباحث على الدراسات السابقة تبين أن هذا الموضوع لم ينل القسط الكافي من الاهتمام في البيئة الجزائرية بصفة خاصة، حيثما ازالت جهود الباحثين معدمة في هذا الجانب وخاصة الدراسات التطبيقية بسبب حداثة المؤسسات الناشئة في الجزائر وعدم التصريح بالقوائم المالية (الميزانيات، جدول حسابات النتائج...) لدى المصالح المختصة، حتى أنه على حد علم الباحث لا توجد أي دراسة تناولت أهمية وخصائص الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة وبالتالي فهناك فجوة بحثية تسعى الدراسة الحالية إلى المساهمة في غلقها، وبالتالي يمكن طرح إشكالية دراستنا في التساؤل الرئيسي التالي:

ما هي أهمية وخصائص الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة؟.

ويندرج ضمن هذا السؤال الرئيسي جملة من الأسئلة الفرعية وهي كما يلي:

— ماهية المؤسسات الناشئة؟.

— ما أهمية الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة؟.

— ما هي خصائص الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة؟.

### 2.1. فرضيات الدراسة:

- الفرضية الأولى: المؤسسات الناشئة مؤسسات تتميز بالنمو المحتمل القوي والاستخدام للتقنيات الجديدة، غالبا ما تكون هذه المؤسسات مبتكرة رغم أن هذا النموذج يمكن أن يعني جميع قطاعات النشاط.
- الفرضية الثانية: تكمن أهمية الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة في تحقيق الهدف الرئيسي وهو اختيار المزيج التمويلي الأمثل لكل مراحل دورة حياة المؤسسة الناشئة والذي يختلف حسب كل مؤسسة، لذا يجب أن يمتاز بالمرونة والتكيف حسب المتطلبات التمويلية.
- الفرضية الثالثة: تختلف مكونات الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة بحسب مصادر التمويل المتاحة من جهة، ومتطلبات كل مرحلة من مراحل حياتها، وتختلف عن باقي المؤسسات الأخرى بسبب خصوصيتها: (الابتكار، فرصة النمو الكبير، تعلقها بالتكنولوجيا، والتكاليف المنخفضة خاصة في بدايتها ومدى تحقيقها لعائد كبير مقابل مخاطرة كبيرة).

### 3.1. أهمية البحث: تكمن أهمية الدراسة من خلال الاعتبارات التالية:

- القراءة التحليلية والتقييمية في الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة.
- من خلال هذه الدراسة نأمل في إضافة معرفية في مجال تمويل المؤسسات الناشئة.

## 4.1. أهداف البحث:

- التعرف على أنواع المؤسسات الناشئة ومميزاتها.
- البحث في أهمية الهيكل المالي في تمويل المؤسسات الناشئة.
- إيجاد خصائص الهيكل المالي للشركات الناشئة من خلال تحليل وتقييم الدراسات التجريبية السابقة.

## 5.1. منهج الدراسة:

تم الاعتماد في هذه الدراسة النظرية على المنهج الوصفي نظرا لملائمته في معالجة الإشكالية، رغم قلة وندرة المراجع وحدثة الدراسة، كما تم الاعتماد على المنهج التحليلي في تحليل وتقييم الدراسات التجريبية السابقة لمعرفة أهمية وخصائص الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة.

## 2. الدراسات السابقة

2.1. دراسة (علي خليل، 2019) بعنوان: الهيكل المالي لشركات التمويل الجماعي وأثره في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة بحث تحليلي لشركة Lending Club.

هدف البحث الى تحليل مكونات الهيكل المالي لأحدى شركات التمويل الجماعي - والتي تعد شركة ناشئة- والتعرف ما إذا كان التغيير في تكوين الهيكل المالي للشركة قد يؤثر في حجم تمويلها للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، إذ تم قياس درجة الرافعة المالية ونسبة الهيكل المالي الى حجم التمويل الممنوح للمدة من 2014 ولغاية الربع الثالث من عام 2018، واختيرت شركة Lending Club مكان اختبار لنموذج البحث وذلك كونها من أقدم شركات التمويل الجماعي والعاملة في الولايات المتحدة الأمريكية وهي مرخصة من لجنة الأوراق المالية والبورصات (SEC)، كما وتداول أسهمها المصدرة في السوق الموازية (ناسداك). وافترض البحث فرضية رئيسة واحدة مفادها (لا يوجد اثر ذو دلالة احصائية لمكونات الهيكل المالي في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة).

وكانت أبرز الاستنتاجات الى ان الهيكل المالي لشركات التمويل الجماعي ليس له أثر معنوي في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، أما أهم التوصيات فكانت التأكيد على ضرورة وضع تشريعات تحدد سقف لحجم مديونية شركات التمويل الجماعي يراعي خصوصيتها وفلسفة عملها.

2.2. دراسة (كبيش وآخرون، 2021) بعنوان: النموذج الأمثل لتحليل التكلفة في المؤسسات الناشئة (حالة الجزائر).

قام الباحث بدراسة وتحليل هيكل التكاليف في المؤسسات الناشئة، عبر كل مراحل حياتها، بهدف الوصول إلى إقتراح نموذج لحساب التكلفة يناسب المؤسسات الناشئة في الجزائر.

وتوصل الباحث إلى أن طبيعة المؤسسات الناشئة تختلف عن المؤسسات العادية، وكذا طبيعة التكاليف تكون قليلة في بدايتها ثم تتزايد طرديا مع منحنى تطور المؤسسات الناشئة والذي يختلف عن المؤسسات العادية .

3.2. دراسة (عبد الكريم سعيد، 2020) بعنوان: الرفع المالي وأثره على قرارات الإستثمار في الشركات المساهمة العامة في فلسطين.

يهدف الباحث من خلال هذه الدراسة إلى تحليل أثر نسبة الرفع المالي ونسبة المبيعات على قرارات الاستثمار، وكذا نسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات، بالإعتماد على القوائم المالية لشركات المساهمة العامة الصناعية الفلسطينية، للفترة ما بين (2006-2018م)، على عينة الدراسة والبالغ عددها (13) شركة صناعية مدرجة في بورصة فلسطين.

ومن أهم النتائج المتوصل إليها: عدم وجود تأثير لنسبة الرفع المالي على قرارات الاستثمار، مع وجود تأثير لنسبة الرفع المالي على نسبة المبيعات، ونسبة المبيعات على قرارات الإستثمار على مستوى عينة الدراسة.

كما أوصت الدراسة بالاستخدام التدريجي للرافعة المالية في التمويل وخاصة من قبل الشركات الناشئة.  
4.2 دراسة (Silva, 2015) بعنوان: THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON STARTUPS' GROWTH.

من خلال دراسة تأثير هيكل رأس المال على نمو الشركات الناشئة، استنادا إلى معلومات لعامي 2010 و 2011 من عينة من 21 شركة برتغالية ناشئة. تم أخذ عينة الدراسة من الشركات الناشئة المحتضنة في حديقة العلوم والتكنولوجيا UPTEC. إعتمدت هذه الدراسة على نموذج الانحدار الخطي لتحديد تأثير هيكل رأس المال على النمو (يقاس بنمو المبيعات النسبي). الانحدار يتضمن أيضا متغيرات أخرى تعتبر مهمة لشرح نمو الشركات. هذه المتغيرات هي حجم الشركة وعمرها والسيولة. تظهر نتائج التقدير بوضوح أن نسبة الدين إلى حقوق الملكية، المقياس المستخدم هيكل رأس المال وعمر الشركات الناشئة لهما تأثير سلبي على نمو المبيعات، بينما السيولة والحجم لهما قيمة إيجابية. تشير النتائج إلى أن مقدار الديون التي أثرت

من خلال الشركات الناشئة يجب التحكم فيها، ويجب أن تتحرك بسرعة مناسكتشفية لمرحلة التنفيذ من أجل دعم نمو الشركة.

5.2 دراسة (Mann, 2010) بعنوان: The financial structure of startup firms: The role of assets, information, and entrepreneur characteristics.

باستخدام استطلاع Kauffman Firm Survey، توصل الباحث إلى أن خصائص أصول الشركة الناشئة، وخصائص رائد الأعمال تتعلق بالهيكل المالي في بداية الشركات الناشئة التي تمتلك أصولا مادية أكثر من تلك التي يمتلك رواد الأعمال فيها أصولا أخرى، من المرجح أن تستخدم الشركات المماثلة الديون الخارجية في الهيكل المالي. الشركات الناشئة ذات رأس المال البشري المتجسد في صاحب المشروع أو أصول الملكية الفكرية لديها احتمالية أقل لاستخدام الديون، بما يتوافق مع خصوصية الأصول الأعلى وقيمة الضمانات المنخفضة لهذه الأصول.

تتميز الشركات الناشئة بأنها صغيرة، أو غير مدمجة، أو فردية، أو لأول مرة، أو تعمل في المنزل المرجح أن يتم تمويلها من قبل الذات والأسرة والأصدقاء، والأهم من ذلك من خلال بطاقات الائتمان، لأن هذه لها أصول محددة للغاية وشفافية المعلومات.

الهيكل المالي للشركات الناشئة ذات التقنية العالية تختلف اختلافا كبيرا عن الشركات الناشئة في قطاعات الأعمال الأخرى.

6.2 دراسة (Chengzhuo Zhang, 2023) بعنوان: The Impact of Debt Financing on Startup Profitability.

إذا كانت شركة ناشئة غير قادرة على النمو بسبب نقص رأس المال، فمن الحكمة التحقيق فيماكيفية استخدام الدين كمصدر للتمويل. تبحث هذه الدراسة في تأثير الديون على تمويل ربحية الشركات الناشئة باستخدام نظرية المقايضة ونظرية أوامر الشراء ويستخدم تحليل الانحدار لتحديد العوامل التي ترتبط بهيكل تمويل الديون والربحية للشركات المدرجة في نظام البورصة الوطنية والتسعير (NEEQ) من 2012 إلى 2021.

نتائج هذه الدراسة تشير إلى أن هيكل مستوى الدين يرتبط سلبا بالربحية، مما يشير إلى ذلك الاستدانة لها تأثير سلبي على ربحية الشركات الناشئة. من حيث هيكل نوع الدين. الائتمان التجاري له تأثير إيجابي على ربحية الشركات الناشئة

والتمويل المصرفي له تأثير ضار على الربحية. بشكل عام، فإن تمويل الديون له تأثير سلبي على الربحية الناشئة، ولكن الائتمان التجاري له تأثير إيجابي على الربحية.

### 3. الإطار النظري للمؤسسات الناشئة:

هناك من يستعمل للفظ المؤسسات الناشئة، وهناك بالمقابل من يستعمل مصطلح الشركات الناشئة، بالرغم من أن المصطلحات مختلفة في المعنى، كون المؤسسات الناشئة تكون شركات ناشئة، لأن مصطلح المؤسسة أوسع نطاقا من مصطلح شركة خاصة من جانب إكتساب الشخصية المعنوية، لأن هاته الأخيرة تكتسب الشخصية المعنوية في كل الأحوال بحسب موضوع نشاطها فيما عدا شركة المحاصة، أما المؤسسة فتستعمل الشركة شخص معنوي، والشخص الطبيعي الذي يمثله الإنسان.

وهو ما قد ورد في الأمر 03/03 المؤرخ في 2003/07/19 المتعلق بالمنافسة، بنصها أن "المؤسسة هيكل شخص طبيعي أو معنوي". (خلف، 2021، صفحة 11).

### 3.1. مفهوم المؤسسات الناشئة

تناول العديد من الدارسين موضوع المؤسسات الناشئة، حيث يؤكدون بداية ظهور مصطلح start-up بعد الحرب العالمية الثانية مباشرة، وذلك مع بداية ظهور شركات رأس مال المخاطر capital-risque.

لكن في حقيقة الأمر تعود أولى إستخدام مصطلح start-up إلى عام 1976م في مقال بعنوان

"Forbes" "The Unfashionable Business of Investing In Startups Data Processing Field" نشر في مجلة

الأمريكية التي تهتم بإحصاء أرصدة أغنياء العالم و ثرواتهم وتتبع المسار المالي والاقتصادي للمؤسسات العالمية. (نوي، دهان، 2020، صفحة 18)

### 3.1.1. تعريف المؤسسة الناشئة

بالمفهوم الأنجليزي تتكون كلمة start-up من شقين start وهو ما يشير إلى فكرة الإنطلاق و up وهو ما يشير لفكرة النمو القوي.

ويعرفه القاموس الفرنسي La Rouse على أنها "المؤسسات الشابة المبتكرة في قطاع التكنولوجيا الحديثة". (مفروم، 2020، صفحة 344).

وعرفها Paul Graham في مقاله حول النمو growth على أنها شركة صممت للنمو بسرعة، أي (growth = start-up).

ولكونها تأسس تحديث الايجل منها شركة ناشئة (Startup company) في حد ذاتها.

غير أنه ليس من الضروري أن تكون هذه الشركات تعمل في مجال التكنولوجيا، أو أن يكون تمويلها من قبل مخاطر أو مغامر. (venture funding) الأمر الوحيد الذي يهم هو النمو، وأي شيء آخر يرتبط بالشركات الناشئة يتبع النمو.

وبحسب باتريك فريديسن Patrick Fridenson أن مفهوم الشركة الناشئة لا يتعلق بالعمر ولا بالحجم ولا بقطاع

النشاط، بل يجب أن يتضمن ويستوفي الشروط الأربع التالية:

- نمو قوي محتمل.
- استخدام تكنولوجيا حديثة.
- تحتاج لتمويل ضخمة.
- سوق جديد مع صعوبة تقييم المخاطرة. (بوالشعور، 2018، صفحة 420).

- بينما عرفها المشرع الجزائري وفق المادة 11 من المرسوم التنفيذي رقم: 20-254 في الفصل الرابع ب: شروط منح علامة مؤسسة ناشئة على أنها كل مؤسسة خاضعة للقانون الجزائري، وتحترم المعايير التالية:-
  - يجب ألا يتجاوز عمر المؤسسة بثمانى (08) سنوات.
  - يجب أن يعتمد نموذج أعمال المؤسسة الناشئة على منتجات أو خدمات أو نموذج أعمال أو أي فكرة مبتكرة.
  - يجب أن لا يتجاوز رقم الأعمال السنوي المبلغ الذي تحدده اللجنة الوطنية
  - أن يكون رأسمال الشركة مملوكا بنسبة 50% على الأقل، من قبل أشخاص طبيعيين أو صناديق إستثمار معتمدة أو من طرف مؤسسات أخرى حاصلة على علامة "مؤسسة ناشئة".
  - يجب أن تكون إمكانيات نمو المؤسسة كبيرة بما فيه الكفاية.
  - يجب أن لا يتجاوز عدد العمال 250 عاملا.
  - وتمنح علامة "مؤسسة ناشئة" للمؤسسة لمدة 04 سنوات قابلة للتجديد مرة واحدة.
- بناء على ما سبق ذكره يمكننا القول بأن التعريف المشترك لأغلب الباحثين للمؤسسات الناشئة: "هو مصطلح يستخدم لتحديد الشركات حديثة النشأة، والتي نشأت من فكرة ريادية إبداعية وأمامها احتمالات كبيرة للنمو والإزدهار بسرعة." (بورنان، صولي، 2020، صفحة 134)
- 2.1.3- مميزات الشركات الناشئة:**

- الشركات الناشئة تعمل على حل مشكلة يكون الحل فيها غير واضح والنجاح غير مضمون، ولها عدة مميزات أهمها ما يلي:
- الإبتكار: يحتاج هذا النوع من الشركات إلى منافسة مميزة من أجل الحصول على ميزة تنافسية في السوق. قد يكون الابتكار موجودا في منتجاتهم أو في نموذج الأعمال المرتبط بالشركة.
  - العمر: الشركة الناشئة هي شركة جديدة لا تزال في المراحل الأولى لإدارة العلامات التجارية والمبيعات وتوظيف الموظفين وفي الغالب يخصص هذا المفهوم لرجال الأعمال الذين كانوا في السوق لمدة تقل عن 3 سنوات، ومع ذلك، هذا ليس صحيحا. أي شركة يمكن أن يكون لديك 7 سنوات ولا تزال شركة ناشئة، حيث يختلف معيار العمر من دولة لأخرى.
  - النمو: الشركة الناشئة هي الشركة التي ينمو هدفها وتتوسع بسرعة، ويعتبر النمو من أبرز مميزات الشركات الناشئة والتي تميزها عن باقي أنواع المؤسسات.
  - الخطر: من أهم ما يميز الشركات الناشئة احتمال نمو كبير يحقق عائدا كبيرا، لكن هناك شكوك مرتبطة بضمان نجاح الأعمال. لهذا السبب، تعتبر هذه الأعمال استثمارات ذات مخاطر عالية بمعدل فشل مرتفع مع غياب الضمانات خاصة في بداية نشاطها.
  - المرونة: الشركة الناشئة ديناميكية للغاية وجاهزة للتكيف مع المحن التي قد تنشأ. لذا يجب التحقق من صحة فكرة المشروع، يجب أن تكون هذه الأعمال جاهزة لتصميم منتجاتها لتلبية متطلبات العملاء. هذه الميزة موجودة أيضا في نموذج الأعمال حيث أن هناك حاجة لإيجاد نموذج أعمال مستدام.
  - حل مشكلة: يرتبط هذا النوع من الشركات، على حل مبتكر لثي مشكلة موجودة في السوق. لذا فهم يركزون على إحداث فرق ليس فقط في السوق ولكن أيضا في حياة الناس من خلال منتجك أو خدمتك، خاصة باستخدام تكنولوجيا الإتصال.

– قابلية التوسع: الشركة الناشئة هي شركة تبحث باستمرار عن نموذج أعمال قابل للتطوير والتوسع، أي أنه يمكن أن ينمو دون الحاجة إلى زيادة الموارد البشرية أو المالية.

– فريق عمل: عادة ما تتكون هذه الأعمال من عدد قليل جدا من الأشخاص في البداية ثم تزيد مع توسع نشاط المؤسسة. خاصة إحتياجها لمتخصصين عبر مراحل حياتها (Aljawabira, 2020).

### 3.1.3- أنواع الشركات الناشئة

تختلف تقسيمات تأسيس الشركات الناشئة Startups حسب المذهب الاقتصادي، وطبيعة الدول، وأهداف الشركة ذاتها، وسنبرز أهم الأنواع انتشلا والتي تنقسم تبعاً لـ:

❖ حسب معيار: الحجم: أي عدد الموظفين والنطاق الجغرافي المتواجدة به أو حجم رأس المال، وتنقسم إلى:

• شركة ناشئة صغيرة: هي شركات يرغب رواد أعمالها في الحصول على أعمال طويلة الأمد ومستدامة وليست مصممة للتوسع أو لخلق أرباح ضخمة. وغالباً ما يكون رأس مالها هو دخلها، كما تهدف لخلق وظائف محلية بسيطة وتوفير حياة مريحة فقط لصاحبها وعائلته، وهذا النوع من الشركات نادراً ما يقوم على خطة عمل أو وجود خط سير واضح ومحدد، وإنما تعتمد على المحاولة والخطأ والأساليب التجريبية، ومن الأمثلة على ذلك صالونات تصفيف الشعر ومحلات البقالة والمخابز وغيرها.

• شركة ناشئة متوسطة: تعد الشركات المتوسطة من الشركات التي تتطلع للتوسع وتنمو بوتيرة سريعة، وتهتم بالإبداع والتطوير، وأقصى عدد لموظفيها يصل إلى ألفي موظف ومن أمثلتها:

– منصات الحمامة

– شركات المقاولات والبناء.

• شركة ناشئة كبيرة: تتميز تلك الشركات بأنها تبدأ برأس مال كبير وفريق عمل محترف إلى جانب موظفين بالآلاف في نطاق جغرافي واسع جداً، كما تتمتع بالاكفاء الذاتي وتهدف إلى الوصول إلى عدد كبير من الجمهور فتتوسع باستمرار لتواكب التغيرات والتطورات، بل وتكون سبباً في إحداثها، فتحافظ بذلك على وجودها في السوق، ولكن ذلك يضعها تحت ضغط الابتكار والإبداع طوال الوقت للحفاظ على مكانتها.

من أمثلة تلك الشركات:

– Android

– Google

❖ حسب معيار: التوسع: يمكن تقسيم الشركات من ناحية القابلية للتوسع والانتشار إلى:

– شركة قابلة للنمو والتطور: تعد الشركات المتوسطة خير مثال لهذا النوع، إذ تهدف إلى التوسع والنمو وتبذل أقصى مجهوداتها لتحقيق أهدافها بشكل كبير وواسع. ومن الأمثلة على ذلك Google وUber وFacebook.

– شركة ناشئة تهدف للحفاظ على مكتسباتها: كما رأينا في الشركات الصغيرة هي شركات تسعى فقط إلى الاستمرار على نفس الوتيرة، ولا تهدف لتحقيق أهداف ضخمة، فغايتها الأساسية هي توفير حياة مريحة فقط.

– شركة ناشئة قابلة للبيع: هي شركات ليس هدفها الرئيس النمو أو بناء مشروع تجاري رائد وإنما الهدف من إنشائها هو بيعها لشركات أكبر منها مقابل قدر كبير من الربح، وغالباً ما ترتبط هذه الشركات بالبرمجيات وتكون قائمة على التكنولوجيا وأمثلة على هذا النوع:

• Souq

• Careem

❖ حسب معيار: طبيعة النشاط: أي الأنشطة التي تهدف هذه الشركات لتطبيقها على أرض الواقع، وتمثل في:

• شركات نمط الحياة: الأشخاص الذين لديهم هوايات ويريدون متابعة شغفهم يمكنهم إنشاء شركة ناشئة في نمط الحياة. غالبا ما يرغب رواد الأعمال هؤلاء في الاستقلال وإنفاق أموالهم وطاقاتهم ووقتهم في بناء شركة ناشئة. يكسبون المال من خلال ممارسة هوايتهم أو نشاطهم المفضل. تتضمن بعض الأمثلة على الشركات الناشئة في أسلوب الحياة، راقصا يفتتح مدرسة لتعليم الرقص أو رحالة متعطشا يبدأ شركة سياحية أو مطور برامج يبدأ دروسا في البرمجة عبر الإنترنت.

إن الشركة الناشئة في نمط الحياة هي الاختيار الصحيح إذا كان لدى صاحب العمل هواية يمكنه متابعتها أو إذا كان متحمسا ومبدعا لإنشاء عمل تجاري جديد على هوايته هذه. (<https://workinghourtime.com/>, 2023)

• شركات ناشئة اجتماعية: تهدف تأسيس الشركات الناشئة الاجتماعية إلى خدمة المجتمع، فتلك الشركات تهدف فقط إلى تحسين وخلق مجتمع إيجابي ولا تركز على الجانب المادي والربح، وتعد الجمعيات الخيرية خير مثال على هذا النوع (<https://getedara.com/blog/>, 2021).

#### 4.1.3- دورة حياة المؤسسات الناشئة

اختلف الباحثون في تحديد دورة حياة المؤسسات الناشئة، ولعل من أهمها إختلاف أنماط المؤسسات الناشئة والعوامل المؤثرة في تكوينها والبيئة التي تعيش فيها.

يعد الوصول إلى رأس المال الكافي دائما مشكلة تجارية، من مرحلة بدء التشغيل وحتى مرحلة الخروج. لكن أسباب الحاجة إلى التمويل - البحث عن المنتج وتطويره، والتحقق من صحة السوق، والعمليات، والنمو - والمصادر النموذجية لهذا التمويل تختلف باختلاف مكان العمل في دورة حياته التمويلية. إليك ملخص للمراحل الخمس الرئيسية لدورة حياة التمويل.

المرحلة الأولى: تمويل المفهوم: في مرحلة البداية هذه، يقوم المؤسس بتطوير وإكمال التحقق الأولي لمفهوم العمل. ستكون الموارد المالية ضئيلة، وغالبا ما تتكون من التمويل الذاتي أو القروض من الأصدقاء وأفراد الأسرة.

المرحلة الثانية: تمويل التأسيس: في مرحلة التأسيس، سترتفع تكاليف الشركة الناشئة حيث يدمج المؤسس الشركة ويخصص المزيد من الوقت للتحقق من صحة المفهوم وتحديد السوق وتطوير المنتج. عادة ما تتضمن خيارات التمويل في هذه المرحلة أحدهما أو كليهما:

- التمويل غير المخفف في شكل منح وقروض حكومية.
- استثمارات من الأصدقاء والعائلة وشركاء الأعمال المقربين والمستثمرين الملاك "المعتمدين"، من خلال خيارات التمويل القائمة على الأسهم، مثل الاتفاقيات البسيطة للأسهم المستقبلية (SAFEs) أو الديون القابلة للتحويل.

غالبا ما تجتذب الشركات الناشئة المستثمرين الملاك من خلال المشاركة في برنامج تحفيز المستثمرين من الشركات الصغيرة في المقاطعة. لتأمين استثمارات الملاك، قد يضطر المؤسس إلى التخلي عن بعض إشراف الإدارة على المستثمرين الجدد. ومع ذلك، غالبا ما يقدم المستثمرون الملاك أكثر من مجرد رأس المال، ويساهمون بالمدخلات والتوجيهات حول الإدارة والجوانب الأخرى لإدارة الأعمال.

المرحلة الثالثة: تمويل الإنطلاق: عندما تكون الشركة جاهزة لإطلاق منتجها رسميا في السوق، فسوف تحتاج إلى زيادة الإنفاق لتوظيف موظفين وإنشاء علاقات مع الشركاء والموردين والعملاء - بإيرادات واردة قليلة أو معدومة. في هذه المرحلة قد يبدأ العمل في البحث عن تمويل رأس المال الاستثماري في مرحلة مبكرة غالبا من صناديق رأس المال الاستثماري أو مستثمرين مؤسسين آخرين بدلاً من المستثمرين الأفراد أو التمويل من خلال مستثمرين استراتيجيين مع الاستمرار في جمع الأموال من مستثمرين ملاك راسخين. تقضي هذه الأنواع من المستثمرين مزيدا من الوقت في العناية الواجبة والتفاوض على ورقة الشروط قبل الاستثمار، ولجذبهم، سيتعين على المؤسس أن يتخلى عن سيطرة أكبر على العمل. في المقابل، سيحصل المؤسس على الإرشاد من قادة الصناعة ذوي الخبرة، والوصول إلى شبكة أوسع من الشركاء والمستثمرين، والمساعدة في تنفيذ ممارسات حوكمة الشركات الجيدة لمنح الشركة دفعة مع استمرارها في النمو.

المرحلة الرابعة: النمو: بمجرد قبول المنتج بنجاح من قبل السوق، سوف تتطلع الشركة إلى النمو وتوسيع نطاقها. إذا لم يكن تدفق إيرادات الشركة كافيا لدعم النمو المستهدف، فستحتاج إلى جمع المزيد من الأموال. يعد تمويل رأس المال الاستثماري الأكبر، أحيانا في جولات متعددة (السلسلة أ، ب، وما إلى ذلك) أمرا شائعا في هذه المرحلة. قد تستخدم الشركة أيضا رأس المال الاستثماري أو تمويل المستثمرين الملاك في هذه المرحلة للتجسير إلى صفقة خروج أو عرض عام.

المرحلة الخامسة: النضج / الخروج التمويل: بمجرد نضج العمل، ستصبح خيارات التمويل الإضافية متاحة لفرص النمو والتوسع. على سبيل المثال، قد تقرر الشركة إجراء طرح عام أولي (IPO) أو معاملة "عامة" بديلة لجمع الأموال في الأسواق العامة وتحقيق السيولة لمستثمريها أو الحصول على تمويل الديون المصرفية التي لا يمكن الوصول إليها في مرحلة سابقة شركات. في هذه المرحلة، يمكن للشركة أيضا المضي قدما في صفقة خروج من خلال الاستحواذ أو الاندماج مع شركة أخرى. (Robinson, 2022).

الجدول رقم 01: مصادر التمويل المحتملة في مراحل دورة حياة المؤسسات الناشئة

المرحلة	بذرة -التأسيس-	الإنطلاق	النمو	النضج
مصدر التمويل				
رأس المال الخاص	×			
الحكومة	×			
التمويل الجماعي	×	×		
المستثمرون الملاك	×	×		
ديون المشاريع	×	×	×	
البنوك	×	×	×	×
رأس المال الاستثماري		×	×	
الملكية الخاصة			×	×
الاحتفاظ بالربح		×	×	×
المستثمرون المؤسسون				×
سوق الأوراق المالية-الإكتتاب العام-				×

Sources: JakubUlc, Lifecycle of technology start-ups and characteristics of individual stages: New Theoretical Framework, p174.

#### 4- الإطار النظري للهيكل المالي

##### 4-1- تعريف الهيكل المالي

يعرف الهيكل المالي بأنه: "ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عنه أقل تكلفة ممكنة". (النجار، 2007، صفحة 393)  
"يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي للمؤسسة توليفة مصادر التمويل التي اختارتها لتغطية استثماراتها، ويتكون الهيكل المالي من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العمومية سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل أم كانت قصيرة الأجل، وسواء كانت أموال دين (اقتراض) أو أموال ملكية". (أندراوس، 2007، صفحة 401)

##### 4-2- أهمية الهيكل المالي للشركات الناشئة

هناك عدة طرق وبدائل لتمويل مشروع جديد. وعادة تبدأ بالمدخرات الشخصية والإقتراض من العائلة والأصدقاء وبطاقات الائتمان وعند الاقتضاء القروض المصرفية. ومع ذلك، هناك أيضا خيارات أخرى مثل رأس المال المخاطر والمستثمرين الملاك والتمويل الجماعي والمنح الحكومية. مع مراعاة المخاطر والعوائد المرتبطة بكل خيار، عند إعداد الهيكل المالي للشركة الناشئة، كل خيار له مزاياه وعيوبه، على سبيل المثال، غالبا ما تكون المدخرات الشخصية هي المصدر الأكثر استقرارا للتمويل، ولكن قد لا تكفي لإنطلاق المشروع. يمكن أن يكون الإقتراض من العائلة والأصدقاء مفيد، مع مراعاة المخاطر والنزاعات العائلية. يمكن أن تكون بطاقات الائتمان طريقة سريعة للحصول على التمويل، ولكنها قد تكون باهظة الثمن أيضا.

في العادة أفضل طريقة لتمويل مشروع جديد هي مزيج من الأساليب المختلفة. هذا يسمح لك بتقليل المخاطر مع الاستمرار في الحصول على التمويل الذي تحتاجه.

ويجب التأكيد على أن الهيكل المالي للشركة سيكون له تأثير كبير على نجاحها في المستقبل. لذا يجب التفكير بعناية في جميع البدائل المتاحة قبل اتخاذ أي قرار.

ومن أهم فوائد وجود هيكل مالي أمثل للشركات الناشئة، نذكر ما يلي:

- يساعد على مواكبة التقدم وتحديد مجالات التحسين خلال دورة حياة الشركة الناشئة: هذا مهم لأنه يسمح بمعرفة ما إذا كانت الشركة تسير في الاتجاه الصحيح وتحديد أي مشاكل محتملة قد تحتاج إلى معالجة عبر مراحل حياتها.
- يجعل الشركة الناشئة أكثر جاذبية للمستثمرين: هذا لأن المستثمرين يريدون أن يروا أن الهيكل المالي يدار بشكل جيد ولديهم خطة واضحة لكيفية استخدام أي تمويل يتم ضخه في الشركة، مما يساهم في تثبيت المستثمرين الملاك وإستقطاب المستثمرين المحتملين.
- يمنح فهما أفضل للأعمال التجارية: لأنه يسمح لك باتخاذ قرارات صائبة حول مكان تخصيص الموارد وكيفية تنمية الشركة.
- يساعد على إدارة التدفق النقدي بشكل أكثر فعالية: من أهم فوائد وجود هيكل مالي متوازن هو أنه يساعد على إدارة التدفق النقدي بشكل أكثر فعالية، هذا لأنه سيقدم فهم واضح للأصول والخصوم للشركة، مما سيسمح بالتنبؤ بشكل أفضل للإحتياجات النقدية المستقبلية.
- يسهل الحصول على تمويل من المقرضين: تتمثل إحدى الفوائد النهائية لوجود هيكل مالي قوي في أنه يسهل الحصول على التمويل من المقرضين، وذلك لأن المقرضين سيكونون أكثر ثقة في إقراض الأموال إلى شركة لديها مواردها المالية بالترتيب وتكون قادرة على تزويدهم بخطة سداد واضحة.

– يحدد كيفية استخدام الديون وحقوق الملكية لتمويل الشركة الناشئة: الديون وحقوق الملكية هما النوعان الرئيسيان لتمويل الشركات الناشئة، الدين هو المال الذي يجب سداه مع الفائدة، بينما حقوق الملكية هي ملكية في الشركة، وهدف الشركة الناشئة هو إختيار المزيج التمويلي الأمثل.

هناك إيجابيات وسلبيات لكلا النوعين من التمويل. يعتبر الدين أقل خطورة بالنسبة للمقرض، ولكن سيتعين على الشركة الناشئة سداد مدفوعات منتظمة وقد تواجه صعوبة في الحصول على تمويل إضافي إذا لم يكن أداء الشركة جيدا. وتعد حقوق الملكية أكثر خطورة بالنسبة للمستثمر، ولكن هناك إمكانية لتحقيق عائد أعلى إذا نجحت الشركة.

– تفادي المخاطر المرتبطة بالهيكل المالي غير الجذاب: والذي يمكن أن يشير إلى المستثمرين أن الشركة الناشئة لا تدار بشكل جيد، قد يؤدي ذلك إلى تردد المستثمرين المحتملين في الاستثمار، أو الأسوأ من ذلك، سحب المستثمرين الحاليين استثماراتهم نهائيا.

من مخاطر الهيكل المالي غير الجذاب أن يضع الشركة الناشئة في وضع غير موات عندما يتعلق الأمر بالتفاوض مع المستثمرين المحتملين، إذالم تكن الشركة الناشئة قادرة على إقناع المستثمرين بقدرتها المالية، فمن المحتمل أن تقبل عروض استثمارية أقل أو شروط أقل ملائمة للشركة. يمكن أن يحد هذا من إمكانات نمو الشركة الناشئة ويؤدي في النهاية إلى فشلها.

يوجد عدد من الطرق لتجنب هذه المخاطر وإنشاء هيكل مالي جذاب للمستثمرين. من أهم الأشياء التي يمكن للشركات الناشئة القيام بها هو إنشاء خطة عمل مفصلة وشاملة. يجب أن تتضمن هذه الوثيقة معلومات عن منتجات الشركة أو خدماتها، والسوق المستهدف، والموقع التنافسي، والتوقعات المالية.

(<https://fastercapital.com/arabpreneur/.html>, 2023)

### 3-4- العوامل التي تحدد هيكل رأس المال

هناك العديد من العوامل التي تحدد هيكل رأس مال الشركة الناشئة وتؤثر عليه. لهذا السبب من الضروري التركيز على العوامل المهمة، وهي:

– السيطرة: سيحدد نوع المساهمين درجة السيطرة. إذا كان لدى الشركة الناشئة عدد من المساهمين في الأسهم أكبر من حملة الأسهم الممتازة، فسيكون لديهم حقوق تحكم وتصويت أعلى.

– السياسات الحكومية: من المهم كشركة ناشئة أن تظل على اطلاع بجميع السياسات التي وضعتها الحكومة، لأنها تؤثر على اختيارك لهيكل رأس المال. إذا كانت هناك تغييرات كبيرة في السياسات المالية والنقدية، فقد تضطر إلى تغيير اختيارك لهيكل رأس المال.

– تكلفة رأس المال: ترفع الشركات الناشئة رأس المال لعملياتها، وهناك تكاليف للقيام بذلك. هذه التكاليف التي يتكبدها تسمى تكلفة رأس المال. يجب أن تولد الشركة إيرادات كافية لإلغاء هذه التكلفة، ويمكن تمويل النمو بشكل كافٍ. تتمثل إحدى طرق تقليل تكلفة رأس المال في موازنة الدين وحقوق الملكية للحصول على هيكل رأس مال مثالي.

– التداول على الأسهم: لزيادة العوائد، تقتض الشركات الناشئة أموالاً جديدة باستخدام المزيد من الأسهم كمصدر. عندما يكون معدل الفائدة الذي تدفعه الشركة الناشئة على الديون أقل من معدل العائد على إجمالي رأس المال أو عندما يكون معدل الفائدة أعلى من العائد، فإنهم يختارون التداول على حقوق الملكية (<https://eqvista.com/capital-structure-for-startups/>, 2021).

- 4-4- متغيرات الهيكل المالي: تتغير مصادر تمويل الهيكل المالي للشركات الناشئة حسب إحتياجاتها، ومن أهمها:
- الملكية الداخلية: عندما تكون حقوق الملكية مملوكة بالكامل (أو بشكل أساسي) من قبل رائد الأعمال / الملاك، أزواجهم وعائلاتهم و/ أو من قبل موظفي الشركة. حوالي 26% من مستخدمي الشركات الناشئة حقوق الملكية الداخلية بطريقة أساسية للتمويل.
  - الدين الداخلي: عندما يأخذ صاحب المشروع قروضا من العائلة و/ أو الموظفين، أو تقترض من مصادر شخصية أخرى، يستخدم حوالي 3% من الشركات هذا النوع من التمويل.
  - الدين الخارجي: عندما يأخذ المشروع قروضا من البنوك والحكومة وقروض الأعمال بطاقات الائتمان التجارية و/ أو الأنشطة التجارية الأخرى و/ أو من مصادر أخرى. 70% من مستخدمي الشركات الناشئة الديون الخارجية لبدء أعمالها، من هذا الدين الخارجي المستخدم لتمويل الشركات الناشئة، 58% من قيمة الدين الخارجي هي ديون بطاقات الائتمان، 5.6% ديون بنكية، والباقي هو قروض من الحكومة ومصادر أخرى.
  - حقوق الملكية الخارجية: عندما يتم الحصول على تمويل رأس المال من المستثمرين الملاك والشركات الأخرى والحكومة ورأس المال الاستثماري و/ أو مصادر أخرى. ما يقرب من 1.4% من المشاريع تستخدم التمويل الخارجي لرأس المال في السنة الأولى من التشغيل. (Mann, 2010, pp. 7-8).

#### 5- خصائص الهيكل المالي للشركات الناشئة في قطاع التكنولوجيا المالية

- تختلف خصائص الهيكل المالي للشركات الناشئة حسب عدة عوامل، وقد تم التركيز على أهم نوع من الشركات الناشئة وهي العاملة في مجال التكنولوجيا المالية.
- لقد ثبت أن قرارات رأس المال ومقدار الديون وحقوق الملكية المتاحة للشركات الناشئة لها آثار مهمة على مخاطر الفشل وأداء الشركة وإمكانية نمو الأعمال (، Cassar 2011). 2004
- ❖ الحجم: وفقا للدراسات السابقة، توفر النتائج دعما للأطروحة القائلة بأن الحجم عامل مهم في قرارات الإقراض (Harris & Raviv، 1991؛ González & González؛ 2011، Cowling، Liu & Ledger، 2012) غالبا ما تمثل الشركات الأكبر حجما استثمارات أكثر أمانا، وتستخدم البنوك الحجم أحيانا كبديل للمخاطر. نتيجة لذلك، تكون الشركات الناشئة الأكبر حجما أكثر قدرة على الوصول إلى التمويل.
- في الواقع، قد تختلف الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا المالية بشكل كبير في الحجم، على غرار الشركات الجديدة في الصناعات الأخرى، في مرحلة البدء، قد تحتاج شركات التكنولوجيا المالية إلى القليل من الموارد للعمل، أو قد تتطلب مبالغ كبيرة من المال لتطوير أعمالها كما هو معترف به عموما في الأدبيات الأكاديمية، يجب أن يؤثر حجم الشركة الناشئة على هيكل رأس مالها. ترتبط الأسباب الكامنة وراء هذه الرؤية النظرية بوجود اقتصاديات الحجم المتنوعة التي يمكن أن تشكل عدم تناسق المعلومات وتكاليف المعاملات والوصول إلى الأسواق والتعرض للمخاطر (Harris & Raviv 1991، González & González، 2011)
- وفي هذا الصدد، قد تجد الشركات الناشئة الصغيرة أن حل عدم التناسق المعلوماتي مع مموليها المحتملين أكثر تكلفة يؤدي هذا إلى تقديم رأس مال أقل أو نفس المقدار من رأس المال.

❖ قد توفر الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا المالية فرصا كبيرة للبنوك لاكتساب مزايا تنافسية:

في الواقع، تحتاج البنوك ومقدمو الخدمات المالية إلى بناء القدرات للاستفادة و/ أو الاستثمار في التكنولوجيا المالية المبتكرة لتظل قادرة على المنافسة. ومن ثم، تستثمر المؤسسات المالية التقليدية في التكنولوجيا المالية بعدة طرق، بما في ذلك الاستحواذ على / شراء شركات التكنولوجيا المالية (دراش وآخرون، 2018؛ لي وشين، 2018). في مقابل الرؤى من هذه الشركات الناشئة التي تسمح للبنوك بالبقاء في طليعة التكنولوجيا، فإنها توفر التمويل اللازم (يانغ، 2015). وبالتالي، يتأثر تمويل الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا المالية بنوع المالك، والذي إذا كان مؤسسة مالية يمكنه منح المزيد من التمويل.

يتماشى هذا الافتراض مع نظرية الإشارة، التي تنص على أن خصائص المالك تفسر هيكل رأس المال والخصائص المالية للشركات الناشئة. نظرا لأن العديد من الآليات المتاحة للشركات الجديدة والمقرضين المحتملين لتقليل عدم تناسق المعلومات وتكاليف الوكالة غير متاحة للشركات الناشئة.

❖ تؤثر خصائص الملكية بشكل كبير على تمويل الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا المالية:

كان نمورأس مال المستثمر (على سبيل المثال، استثمارات الملاك ورأس المال الاستثماري والأسهم الخاصة والتمويل الجماعي للأسهم) في شركات التكنولوجيا المالية هائلا، حيث بلغ 5.3 مليار دولار أمريكي في الربع الأول من عام 2016 (Accenture 2016)، تتمثل الوظيفة الأساسية التي يؤديها المستثمرون في شراء الأسهم في الشركة والقيام بدور نشط في مراقبة وتوجيه شركة المحفظة (Liang & Prowse 1996) السمة النموذجية لرأس المال المستثمر هي الدخول المباشر إلى رأس مال الشركات عالية النمو غير المدرجة من خلال الأسهم أو الاستثمارات المتعلقة بالأسهم، (Gompers & Lerner 2001) إن الأدوات المحددة التي يستخدمها المستثمرون وليس من قبل البنوك تجعل رأس مال المستثمر أكثر قدرة على تمويل الشركات المبتكرة من رأس المال من المستثمرين الآخرين (شميدت، 2003) تتمثل إحدى الفوائد غير المالية المهمة لوجود المستثمرين في التحسينات في الثقافة الإدارية وإدخال قواعد جديدة لحوكمة الشركات (Sørensen، 2007؛ أشاريا، جوتشالغ، هان وكهوي، 2012)، تفتح هذه الموارد عددا لا يحصى من الإمكانيات الجديدة للشركات الناشئة، بما في ذلك تطوير تقنيات ومنتجات جديدة وتوسيع رأس المال العامل والدعم المالي لعمليات التمويل غير العادية.

❖ من المرجح أن تحصل الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا المالية المدعومة من قبل المستثمرين على حقوق الملكية بدلا من تمويل الديون طويلة الأجل:

قد تخضع الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا المالية لعمليات الاندماج والاستحواذ والمغامرة المشتركة والاككتابات العامة. تخدم جميع أشكال التعاون هذه أهدافا مختلفة، مثل تطوير منتجات / خدمات تكميلية، ودخول أسواق دولية جديدة، واستغلال اقتصاديات الإنتاج ذات المقاييس، وقبل كل شيء، تقاسم المخاطر التكنولوجية (Hellmann & Puri، 2002). تعمل هذه العمليات على تخفيف القيود المالية على الشركات المستهدفة، خاصة بالنسبة للأهداف الصغيرة (Erel، Jang & Weisbach، 2015) عادة، تندمج الشركة الناشئة مع شركة أخرى لتعزيز نمو أعمالها الخاصة أو لدرء المنافسة تؤدي هذه العمليات إلى ارتفاع معدلات الابتكار، (Dushnitsky & Lenox 2005)، خاصة عند استهداف شركاء في الصناعات ذات الصلة (Schildt & Zahra، Maula، Keil 2008)، إذا نجحت عملية الاندماج والاستحواذ، فقد تقدم الشركة هيكل رأس مال أفضل وآفاق نمو مستقبلية، والتي يمكن أن تشجع تمويل الديون على وجه الخصوص، قد تكون المهنية المحددة للمستثمر المؤسسي بمثابة ضمان للمقرضين المحتملين الآخرين، مما يسمح بدعم رأس المال بشروط أقل إرهافا من

تلك المفروضة في السوق (Megginson & Weiss, 1991)، تتنبأ النماذج النظرية بأنه استجابة لتهديدات الاستحواذ، فإن مديري الشركات المستهدفة يزيدون نفوذهم من خلال كل من إصدار الديون واستخدام رأس مال الديون لإعادة شراء الأسهم المستحقة (Harris & Raviv، 1988، Stulz، 1988، Israel، 1988، 1992) على سبيل المثال خلق خصم مصروفات الفائدة من القاعدة الضريبية للشركات حافزا للاستحواذ على الشركات لتمويل صفقة الاندماج والاستحواذ بالديون.

❖ كما هو الحال مع الشركات الناشئة الأخرى عالية التقنية، يمكن أن تندرج مجموعة كبيرة من أنواع الشركات تحت مظلة التكنولوجيا المالية:

وجد (Alt and Puschmann 2012)، (Jagtiani & Lemieux, 2018)، أن شركات التكنولوجيا المالية تختلف عموماً على أساس: 1- القطاع الذي تعمل فيه (التأمين أو البنوك)، 2- العمليات التجارية المدعومة (المعلومات المالية، والمدفوعات والاستثمارات، والتمويل، والاستشارات ودعم العمليات المتقاطعة)، 3- شريحة العملاء المستهدفة (التجزئة المصرفية والخدمات المصرفية الخاصة أو الشركات)، 4- التفاعلات (على سبيل المثال، من شركة إلى شركة، ومن شركة إلى مستهلك ومن المستهلك إلى المستهلك)، 5- وضع السوق.

تختلف الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا المالية في نماذج أعمالها وعروض القيمة وآليات التشغيل ومسارات النمو. إذا كانوا يتوقعون نمواً سريعاً للغاية، فإنهم يحتاجون إلى المزيد من الديون طويلة الأجل لأغراض مختلفة عن الشركات التي تنمو بسرعة أقل. قد تحتاج الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا المالية الأبطأ نمواً إلى تمويل لتمويل أنشطتها اليومية. على العكس من ذلك، من المرجح أن تسعى الشركات الناشئة عالية النمو في مجال التكنولوجيا المالية إلى الحصول على تمويل للاستثمار في البحث والتطوير (R & D) وبالتالي، يجب أن تؤثر الأنشطة التي تخصص فيها شركات التكنولوجيا المالية الناشئة على هيكلها المالي.

باختصار، تكشف هذه الدراسة كيف تؤثر ميزات الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا المالية (التنظيم، وهيكل الأصول، والملكية، ورأس مال المستثمر، وصفقات وأنشطة الاندماج والاستحواذ) على تمويل الديون.

(Elisa Giaretta, 2021, p. 270)

## 6. خاتمة:

لقد تم في هاته الدراسة التطرق الى قراءة في الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة ومحاولة التعرف على أهمية وخصائص الهيكل المالي لهذا النوع من المؤسسات حديثة النشأة، في ظل غياب دراسات نظرية أكاديمية وخاصة التطبيقية منها وفيما يلي نقدم أهم نتائج هذه الدراسة وكذا توصياتها وأفاقها.

### 1.6. نتائج الدراسة:

من خلال نتائج الدراسات السابقة التجريبية والأجنبية على الخصوص، تم التوصل الى أهم النتائج والتي يمكن تلخيصها فيما يأتي:

- تنقسم المؤسسات الناشئة لعدة أنواع وأهمها: حسب معيار الحجم أو معيار التوسع أو معيار طبيعة النشاط.
- تكمن أهمية الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة في عدة نقاط ومن بينها: جذب المستثمرين، إدارة التدفق النقدي بفعالية، تسهيل حصول التمويل من المقرضين، ضبط المزيج التمويلي الأمثل لتقليل تكلفة رأس المال.
- الهيكل المالي لشركات التمويل الجماعي- بصفتها شركات ناشئة- ليس له أثر معنوي في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة .

- طبيعة التكاليف التي تتحملها المؤسسات الناشئة في دورة حياتها تكون منخفضة في بداية المشروع ثم تتزايد تناسباً مع منحى تطور المؤسسة الناشئة بصفة عامة.
- يفضل الاستخدام التدريجي للرافعة المالية في تمويل الشركات الناشئة بهدف التقييم الدوري لعملية التوسع في الرفع المالي، من أجل ضمان استخدامها بأثار إيجابية على العوائد المالية للشركة.
- خصائص المالك تفسر هيكل رأس المال والخصائص المالية للشركات الناشئة.
- من خصوصية الشركات الناشئة العاملة في مجال التكنولوجيا المالية تأثير عوامل (التنظيم، وهيكل الأصول، والملكية، ورأس مال المستثمر، وصفقات وأنشطة الاندماج والاستحواذ) على تمويل الديون.

#### 2.6. توصيات الدراسة: بناء على نتائج الدراسة، يوصي الباحثان بالآتي:

- القيام بإحصاء المؤسسات الناشئة الجزائرية مركزياً ومحلياً بالخصوص عبر مختلف أجهزة الدعم والمصالح المختصة.
- وجوب تقديم الميزانيات وجدول حسابات النتائج للمؤسسات الناشئة للمصالح المختصة لمعرفة المركز المالي ومساعدة الباحثين والمختصين على إجراء الدراسات المالية اللازمة والتي تساهم في تحسين أدائها رغم حداتها.
- تحتاج المؤسسات الناشئة القائمة، إلى توفير معلومات وإحصائيات أكثر على موقعها الإلكتروني، بهدف زيادة الثقة من قبل المستثمرين ورواد الأعمال.

#### 3.6. آفاق الدراسة

- القيام بالدراسات التطبيقية حول الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة وذلك لندرتها في البيئة المحلية وصعوبة الحصول على القوائم المالية نظراً لحداتها في الجزائر.
- إجراء دراسات حالة حول تكلفة رأس مال المؤسسات الناشئة في الجزائر.
- البحث في محددات أو العوامل المؤثرة في الهيكل المالي للمؤسسات الناشئة.

#### 7. قائمة المراجع:

- 1- Aljawabira, F. (2020, 06 26). <https://www.fadi-ja.com/2020/06/Startups.html>. Retrieved 08 01, 2023
- 2- Chengzhuo Zhang, N. H. (2023, 04 18). The Impact of Debt Financing on Startup Profitability. Business Management and Strategy, Vol. 14, No. 1, macrothink institute, University Sains Malaysia, Malaysia , pp. 45-62.
- 3- Elisa Giaretta, G. C. (2021). The determinants of debt financing: The case of fintech start-ups. Journal of Innovation & Knowledge, Vol. 6. Issue 4. , pp. 268-279.
- 4- <https://eqvista.com/capital-structure-for-startups/>. (2021, 04 15). Retrieved 08 01, 2023
- 5- <https://fastercapital.com/arabpreneur/.html>. (2023, 06 19). Retrieved 08 2023, 01
- 6- <https://getedara.com/blog/>. (2021). Retrieved 08 01, 2023, from-startups. - تأسيس الشركات الناشئة.
- 7- [https://workinghourtime.com/\(2023\)](https://workinghourtime.com/(2023)). Retrieved 08 01, 2023,
- 8- Mann, P. S. (2010). The financial structure of startup firms: The role of assets, information, and entrepreneur characteristics. Working Papers, econstor, No. 10-17, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, MA , pp. 29-01.
- 9- Robinson, J. (2022, 04 18). <https://www.mcinniscooper.com/publications/from-startup-to-exit-5-key-stages-of-the-financing-lifecycle/>. Retrieved 08 01, 2023
- 10- Sanyal, P., & Mann, C. L. (n.d.). The financial structure of startup firms: The role of assets, information, and entrepreneur characteristics.
- 11- Silva, F. M. (2015). THE IMPACT OF CAPITAL STRUCTURE ON STARTUPS' GROWTH. Faculty of Economics of the University of Porto .

- 12- Ulc, J. (2021). Lifecycle of technology start-ups and characteristics of individual stages: New Theoretical Framework. Perspectives of Business and Entrepreneurship Development: Digital Transformation for Business Model Innovation (pp. 170-182). International Conference at the Brno University of Technology, Faculty of Business and Management, September 16-17, 2021 Brno, Czech Republic.
- 13- أمير وأخرون علي خليل. (2019). الهيكل المالي لشركات التمويل الجماعي وأثره في حجم التمويل الممنوح للمشاريع الصغيرة والمتوسطة-بحث تحليلي لشركة Lending Club. مجلة جامعة كربلاء العلمية، المجلد 17، العدد 01، الصفحات 353-364.
- 14- برودي مفروم. (2020). المؤسسات الناشئة في الجزائر- الواقع والمأمول - مجلة حوليات بشار في العلوم الاقتصادية، المجلد 07، العدد 03، الصفحات 341-356.
- 15- ريم عبد الكريم سعيد. (2020). الرفع المالي وأثره على قرارات الاستثمار في الشركات المساهمة العامة في فلسطين (رسالة ماجستير). نابلس، فلسطين: كلية الدراسات العليا، جامعة النجاح الوطنية.
- 16- شريفة بوالشعور. (2018، 05 01). دور حاضنات الأعمال في دعم وتنمية المؤسسات الناشئة startups: دراسة حالة الجزائر. مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد: 04، العدد: 02، الصفحات 417-431.
- 17- عاطف وليم أندراوس. (2007). التمويل والإدارة المالية للمؤسسات. الإسكندرية: دار الفكر الجامعي.
- 18- عبد العزيز النجار. (2007). أساسيات الإدارة المالية. الإسكندرية: المكتب العربي الحديث.
- 19- فاروق خلف. (2021). "الإطار القانوني للمؤسسات الناشئة" وحاضنات الأعمال في التشريع الجزائري. أعمال الملتقى الوطني الثاني عشر حول: المؤسسات الناشئة والحاضنات، 15 فيفري 2021 (الصفحات 08-31). الوادي: جامعة الوادي-الشهيد حمة لخضر- الجزائر.
- 20- محمد الأمين، محمد نوي، دهان. (2020). نحو تنظير أدق لمفهوم المؤسسات الناشئة وخصائصها: دراسة منهجية مفصلة. Revue des Réformes Economiques et Intégration En Economie Mondiale, vol14, N°03، الصفحات 16-36.
- 21- محمود كبيش وأخرون. (2021). النموذج الأمثل لتحليل التكلفة في المؤسسات الناشئة (حالة الجزائر). مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد: 05، العدد 01، الصفحات 145-164.
- 22- مصطفى، علي بورنان، صولي. (2020). الاستراتيجيات المستخدمة في دعم وتمويل المؤسسات الناشئة (حلول لإنجاح المؤسسات الناشئة). مجلة دفاتر اقتصادية، المجلد: 11، العدد 01، الصفحات 131-148.