

## دراسة تحليلية لآليات تمويلية ناجحة للمؤسسات الناشئة في دول مختارة

### An Analytical Study of Successful Financing Mechanisms for Start-up Companies in Selected Countries

بن مالك سارة<sup>1</sup>، زعيمي رمزي<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup> جامعة عباس لغرور- خنشلة (الجزائر)، [benmalek.sara@univ-khenchela.dz](mailto:benmalek.sara@univ-khenchela.dz)

مخبر الإلتماء: حاضنات المؤسسات و التنمية المحلية

<sup>2</sup> جامعة عباس لغرور- خنشلة (الجزائر)، [zaimi.ramzi@univ-khenchela.dz](mailto:zaimi.ramzi@univ-khenchela.dz)

مخبر الإلتماء: حاضنات المؤسسات و التنمية المحلية

تاريخ التسليم: 2022/9/7 تاريخ التقييم: 2022/10/9 تاريخ القبول: 2022/10/25

#### Abstract

The study aims to build a theoretical and analytical basis for the most important financing mechanisms for emerging institutions that were able to create their own market, by reviewing the angel investment market, the venture capital market, and bank financing as successful mechanisms in selected countries.

The study concluded that angel investment is superior to other financing mechanisms in France, and the US dominance over the venture capital market has remained, while bank financing in the Kingdom of Saudi Arabia has proven its worth in supporting emerging projects.

**Keywords:** Start-up, Angel investment, Venture capital, Bank financing.

#### الملخص

تهدف الدراسة لبناء أساس نظري و تحليلي لأهم الآليات التمويلية للمؤسسات الناشئة التي استطاعت خلق سوق خاص بها، و هذا من خلال استعراض سوق الاستثمار الملائكي، سوق رأس المال المغامر، و التمويل البنكي كآليات ناجحة في دول مختارة.

وتوصلت الدراسة لتفوق الاستثمار الملائكي عن باقي آليات التمويل الأخرى في فرنسا، كما بقيت الهيمنة للولايات المتحدة على سوق رأس المال المغامر، في حين أثبت التمويل البنكي في المملكة السعودية جدارته في دعم المشاريع الناشئة.

**الكلمات المفتاحية:** مؤسسات ناشئة، الاستثمار الملائكي، رأس المال المغامر، التمويل البنكي، دول مختارة.

\*المؤلف المراسل

## 1. مقدمة:

يعتبر تمويل الأعمال و الدعم المالي طويل الأجل ركيزتين مهمتين لنجاح الأعمال المبتكرة و المؤسسات الناشئة، حيث تعتمد هذه الأخيرة قبل كل شيء على الموارد المالية لجعل نموها قابلا للتطبيق بسرعة. فبالإضافة إلى المقرضين التقليديين مثل البنوك و المؤسسات المالية، هناك أيضا العديد من الرعاة و المقرضين المتخصصين في تمويل المؤسسات الناشئة. هذه الأخيرة التي تسعى لإيجاد آليات و سبل تمويل بديلة تختلف عن التقليدية لكون طبيعة هذه المؤسسات محفوفة بالمخاطر و ارتفاع معدلات الفشل فيها بشكل خاص، ما يجعلها تواجه صعوبة في إقناع الشركاء الماليين و المستثمرين و رواد الأعمال.

لكن بناءا على عدة تجارب و من بينها تجربة "سيليكون فالي" تتبنى العديد من المؤسسات الناشئة أساليب تمويلية مبتكرة تشمل على وجه الخصوص "ملائكة الأعمال"، مؤسسات رأس المال المغامر" التي تعد من أبرز التمويلات في مرحلة الانطلاق سواء بالدعم المالي أو من خلال مهاراتهم و خبراتهم أو شبكة اتصالاتهم، إضافة لمصادر بديلة حديثة كمنصات التمويل الجماعي، هذا إلى جانب التمويل البنكي الذي لاقى نجاحا باهرا في العديد من الدول سواء بالإعانات الحكومية أو تقديم تحفيزات لأصحاب هذه المؤسسات المبتكرة.

وعليه انطلاقا مما تم عرضه مسبقا، تم صياغة التساؤل الرئيسي التالي:

فيما تتمثل أهم الآليات المتاحة أمام المؤسسات الناشئة لسد الفجوة التمويلية في أبرز الأسواق التمويلية الرائدة للدول المختارة ؟

ومن أجل الوصول لإجابات نموذجية، سننطلق من الفرضيات التالية:

- المؤسسات الناشئة عبارة عن نموذج جديد يختلف عن المؤسسات الكلاسيكية.
- تحتاج المؤسسات الناشئة لتمويل دائم و هذا ما يجعل مصادر تمويل هذه المؤسسات تختلف نوعا ما عن باقي مصادر التمويل الأخرى التقليدية.
- استطاعت العديد من الدول تحقيق مستويات كفاءة عالية في مجال توفير آليات التمويل لأصحاب المؤسسات الناشئة جعلتها تحتل الريادة.

أهداف الدراسة: تسعى الدراسة لتحقيق الأهداف التالية:

- بناء أساس نظري بحثي حول تمويل المؤسسات الناشئة.
- معرفة أهم الآليات التمويلية التي تتوافق و المؤسسات الناشئة باعتبارها نموذج غير تقليدي.

- عرض أهم الأسواق الرائدة في توفير التمويل المتاح للمؤسسات الناشئة كاستثمار الملائكي في فرنسا، رأس المال المغامر في الولايات المتحدة الأمريكية، والتمويل الحكومي في المملكة السعودية.

**منهجية الدراسة:** تنتمي دراستنا إلى البحوث الوصفية التحليلية التي تعتمد على المنهج الوصفي و التحليلي الذي يفيد في الحصول على البيانات والمعلومات المتعلقة بموضوع البحث من عدة مصادر وبطرق متنوعة، و تحليل الرسوم البيانية و البيانات الإحصائية. وقد اعتمدت الدراسة على فحص مختلف تقارير الفيدرالية الفرنسية لملائكة الأعمال، تقارير الجمعية الوطنية لرأس المال المغامر، تقارير بنك التنمية الاجتماعية للملكة السعودية، إضافة للمعلومات المتوفرة على المواقع الإلكترونية.

#### الدراسات السابقة:

-دراسة (EL KIHAL & HATTAB, 2019) الهدف من الدراسة هو الاستجابة لمشكلة تمويل الشركات المبتكرة من خلال تحليل SWOT (نقاط القوة والضعف والفرص والتهديدات). وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تقرر الابتكار حتى لا يكون محكوماً عليها بالاختناق بشكل منتظم تؤكد الصعوبة الكبيرة في الوصول إلى التمويل، سيما على مستوى المراحل الأولى من دورة الحياة، لذلك يتم استخدام التمويل الذاتي أقل تكلفة ولكنه غير كاف لدعم رائد الأعمال في جميع مراحل تطوير الشركة المبتكرة. ويفضل استخدام الديون المصرفية عندما تكون هذه الشركة قادرة على تقديم ضمانات حقيقية، و هنا يلجأ رجال الأعمال إلى شركات رأس المال الاستثماري الذي يقدم العرض المالي الأنسب لتمويل الشركات المبتكرة.

-دراسة (Uruba & S.D, 2016) تهدف هذه الورقة إلى تقديم نظرة ثاقبة على التمويل الغير الذي يتم توفيره للشركات الناشئة في الهند وذلك من خلال عرض النمو المزدهر للشركات الناشئة، ومصادر تمويلها المحتملة في كل مرحلة، إضافة للتحقق مما إذا كانت الهند قد اتخذت ترتيبات كافية لتمويل أفكار ريادة الأعمال التي لها إمكانات النجاح والنمو في الأوقات القادمة.

-دراسة (Marina, Jelena, & Maja, 2014) عرضت هذه الورقة تطوير الشركات الناشئة وأنواعها ومصادر التمويل المحتملة مع التركيز بشكل خاص على الشركات الناشئة في كرواتيا. هدفت الدراسة للتحقق مما إذا كانت كرواتيا قد تحولت من طرق التمويل التقليدية إلى طرق جديدة للتمويل. وتوصلت إلى أن الشركات الناشئة الكرواتية تفضل المصادر المالية التقليدية وغير الرسمية مع التركيز على التمويل الخاص والمساعدة المالية للأصدقاء والعائلة و هذا بعد اجتيازهم المرحلة الأولى من التطوير.

## 2. الأدبيات النظرية و البحثية في تمويل المؤسسات الناشئة

### 1.2 مفاهيم حول المؤسسات الناشئة:

إن أول ما يجب معرفته حول المؤسسات الناشئة هو أنه يمكن تقديم تعريف نهائي و محدد لهذا المصطلح، فعلى الرغم من كونه شامل تماما إلا أنه يسوده نوع من الغموض. كما أنه توجد مجموعة من الخصائص التي تشترك فيها أغلب التعريفات، وهذا ما سنحاول توضيحه من خلال الجدول الموالي:

التحليل	التعريف	
ركز على فكرة النمو السريع دون غيرها، فحسب Paul Graham النمو الجيد يكون بين 5% و 7% أسبوعيا، و أحيانا بشكل استثنائي يصل 10%. وعليه فإن هذا التعريف يبقى ضيقا و ذلك لربط المؤسسات الناشئة بالنمو فقط.	نميز جزئين "Start" تشير لفكرة الانطلاق و "up" للنمو القوي، و هذا ما أثبتته تعريف Paul Graham مؤسس حاضنة الأعمال "y combinator"، على أنها: "شركة صممت لتنمو بسرعة"، أي ان هذا يحقق معادلة: مؤسسة ناشئة = نمو.	كلمة "start-up"
ركز هذا التعريف على ربط مصطلح المؤسسات الناشئة بالابتكار و التكنولوجيا، بمعنى تجاهل المؤسسات التي لا تصنف ضمن هذه المجالات. وعلى الرغم من ارتباط المؤسسات الناشئة ارتباطا وثيقا بالتكنولوجيا نظرا للاستخدام الواسع النطاق لها في العديد من المؤسسات خاصة القائمة على علم المعلومات كتلك التي تعمل على الويب، الألعاب، معاملات عبر الإنترنت، و هذا ما حصل مع "الاقتصاد الجديد" الأمريكي في قطاع المؤسسات الناشئة الذي سار صعوده جنبا إلى جنب مع نمو الإنترنت نظرا لأن استدامة ونمو هذه الشركات لا يزالان غير مؤكد. لكن مع ذلك ليست بالضرورة مؤسسات قائمة على التكنولوجيا و هذا ما يعيب على	"مؤسسات شابة مبتكرة، في قطاع التكنولوجيا الحديثة". "jeune technologies". "entreprise dan le secteur des nouvelles".	القاموس الفرنسي "La Rosse"

هذا التعريف.		
هذا التعريف □ يحصر المؤسسات الناشئة بمجال معين بل من خلال سعيها لإيجاد أسلوب للربح يكون متكررا و قابل للتوسع، وهذا ما يجعل التعريف واضحا و أكثر دقة.	" مؤسسات تبحث مرارا و تكرارا عن نموذج ربحي "	Steve "Blank" أسطورة "Silicon Vally"

المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد على: (paul, 2012) ، (بوالشعور، 2018، صفحة 420)، (Achsania, Muhamad, & Puji, 2019, p. 01) ، (Définitions: start-up)، (Qu est-ce qu une startup?, 2022)

و عليه انطلاقا من الجدول أعلاه يمكن تلخيص أهم مفاهيم المؤسسات الناشئة من خلال خصائصها كالتالي: (Yahia, Mohammed, & Rais, 2021, pp. 419-420)

- هي مؤسسة مؤقتة لأنها □ تظل كذلك طوال حياتها، والهدف الرئيسي منها هو الخروج للواقع و ليس هي بحد ذاتها. وكما يقول رائد أعمال " Peter Phiel ": " □التنقل من الصفر إلى واحد، لتحويل فكرة إلى شركة، وإيجاد طريقة جديدة لتقديم خدمة، وخلق قيمة؛
- مؤسسة تعمل على خلق و إيجاد نموذج الأعمال الذي يتوافق معها؛
- تبحث المؤسسة الناشئة عن نموذج قابل للتصنيع و □التستياح، بمجرد أن يعمل يمكن أن يتم على نطاق أوسع، في أماكن أخرى، أو يصنعه الآخرون. والمثال الأكثر دقة هو Uber أو Airbnb ؛
- السمة الأخرى للشركة الناشئة هي قابليتها للتوسع أي كلما زاد عدد العملاء زادت الهوامش؛
- قابلة للتطوير من أجل نمو أسي؛ هذه القابلية هو ما يسمح للشركات الناشئة بالنمو بسرعة كبيرة في وقت قصير مقارنةً بشركة أكثر تقليدية.

## 2.2 آليات تمويل المؤسسات الناشئة:

يختلف مفهوم التمويل عن الإدارة المالية، حيث في معظم الأحيان يتم الخلط بين المصطلحين على الرغم من أن لكل منهما تعريف و استخدام خاص. فالتمويل هو وظيفة توفير الأموال من خلال المفاضلة بين أفضل المصادر المتاحة، أما الإدارة المالية هي التطبيق العملي لعلم التمويل من خلال حسن إدارة و استخدام النواحي المالية للمؤسسة (سلمان، 2015، صفحة 32).

ويعنى تمويل المؤسسات الناشئة بمختلف مصادر التمويل المتاحة لريادة الأعمال أو المشاريع في مرحلة مبكرة، حيث انه في هذه المرحلة لا يستطيع رواد الأعمال الحصول على قروض بنكية كمصدر للتمويل الأولي، وذلك نظرًا لنقص وعدم توفر الضمانات التي يمكن تقديمها للبنك لتأمين القرض (فشل العمل التجاري الجديد ، عدم تقديم عدد كافي من الأصول الملموسة للبنك) ، كما لا يتم ضمان تمويل الديون المصرفية كمصدر للتمويل في المراحل المبكرة، على الرغم من أنه مصدر مهم لتمويل المشاريع القائمة (Geoffrey, 2014, p. 19). كما يوصف تمويل ريادة الأعمال بأنها المصعد التمويلي الذي يبدأ بمبالغ صغيرة من التمويل الخاص والعام لبدء المشروع الجديد ويتقدم إلى مبالغ أكبر من رأس المال الاستثماري المطلوب للنمو، مما قد يؤدي إلى زيادة الاستثمار في السوق (أي الكتاب العام) (Geoff, Sacha, & Richard, 2013, p. 34) . و تنحصر أهم آليات تمويل المؤسسات الناشئة بين تقليدية و أخرى مستحدثة و هذا ما سنحاول توضيحه فيما يلي:

### 1.2.2 الآليات التمويلية التقليدية:

- التمويل الذاتي ( Self-funding/Bootstrapping ): ويشمل رأس المال الشخصي لرائد الأعمال كالمدرجات الشخصية، تمديد السحب على المكشوف على الحسابات المصرفية، واستخدام بطاقات الائتمان (تمديد حدود الائتمان على بطاقات الائتمان الحالية وتأمين بطاقات ائتمان جديدة)(Geoffrey, 2014, p. 19) . يمول هذا النوع المرحلة الأولى من عملية الاستثمار بأكملها وهي المرحلة التي يستثمر فيها المؤسس أمواله لبدء رحلة المؤسسة الناشئة قبل الانتقال إلى المرحلة التالية من الاستثمار (Uruba & Dr.S.D, A study of Financing Sources for Start-up Companies in India, 2016, p. 2)
- العائلة و الأصدقاء/ أموال الحب (F3/Love Money): يرتبط مصطلح "أموال الحب" عادة بتمويل F3، حيث ينظر مؤسس الشركة الناشئة إلى القطاع الخاص من خلال مصادر رفيعة مثل الوالدين أو الأصدقاء(Hofstrand, 2022, p. 01) ، هذه الأخيرة تقدم التمويل في مرحلة الاستثمار على شكل قرض شخصي لرائد الأعمال، وتقام هذه الاستثمارات بنفس الإجراءات الشكلية التي يمكن استخدامها مع المستثمرين الخارجيين (Uruba & S.D, A study of Financing Sources for Start-up Companies in India , 2016)

• التمويل البنكي (Bank Financing): يعد أهم مصدر تمويلي تقليدي خارجي، تتحصل الأفراد و المؤسسات من خلاله على احتياجاتها التمويلية في شكل قروض مختلفة لمختلف مراحل نشاطها، مقابل توفير ضمانات لسداد قيمة التمويل في الوقت المحدد (سميرة، 2016، صفحة 108).

### 2.2.2 الآليات التمويلية الحديثة:

• رأس المال المغامر ( Venture Capital ): يعرف "Cary" (1991) رأس المال المغامر بأنه رأس المال الخارجي الذي عادة يكون في شكل أسهم، مستثمر في شركات جديدة عالية المخاطر وجديدة التقنيات، التي تتيح إمكانية تحقيق مكاسب كتعويض عن المخاطر العالية (José, Elisabete, & Cesaltina p, 2014). و تستثمر صناديق رأس المال المغامر في الشركات المبتكرة التي لديها القدرة على أن تكون عملاً ناجحاً، وهذا ما أكدته دراسة أجرتها Geronikolaou و Papachristou سنة 2008 عن وجود ارتباط بين رأس المال المغامر والابتكار. كما تستثمر صناديق رأس المال المغامر عادة لفترة متوسطة أو طويلة الأجل بعد تحقيق أهدافها، ثم يبحث صندوق رأس المال المغامر عن أفضل طريقة ممكنة للخروج من الشركة، أي بيع حصته في الشركة وتحقيق العائد على الاستثمار (Robert, Sasa, Veland, & Léo-paul, 2016, p. 299).

• ملائكة الأعمال (Business Angel): عرفت الجمعية الفرنسية للملائكة، بأنه "الشخص الطبيعي الذي يستثمر أمواله الخاصة في شركة ذات إمكانات عالية" (Matthieu, 2008, p. 185). فملائكة الأعمال هم مستثمرون من القطاع الخاص الذين راهنوا مبكراً على الشركات الناشئة في جميع قطاعات النشاط، حيث في فرنسا يميلون إلى الانخراط فيه مباشرة بعد التمويل العام الأول (Olivier, 2016, p. 44).

• التمويل الجماعي (Crowdfunding): في الأساس ينظر للتمويل الجماعي على أنه شكل جديد من تقنيات الإقلاع الريادي لمراد مبتكرة مقيدة بالمؤسسات الناشئة (Cristiano, Igor, Dzidziso, & Tom, 2016)، يستخدم لتسهيل التبرعات باعتبارها من الأساليب التقليدية مثل البنوك والتعاونيات بشكل عام (Mollick, 2014, p. 2). فحسب الشراكة العالمية للشمول المالي سنة 2016، يشير التمويل الجماعي إلى أسلوب تمويل قائم على آليات السوق حيث يتم جمع الأموال من أعداد كبيرة من الأفراد أو الكيانات القانونية بكميات صغيرة، وتجاوز الوسطاء الماليين التقليديين، واستخدام الهواتف المحمولة والمنصات المستندة إلى الإنترنت للتواصل مع المقترضين، سواءً لتمويل مشروع

تجاري أو مشروع محدد أو احتياجات أخرى (Global Standard-Setting Bodies and Financing Inclusion: The Evolving Landscape, 2016). حيث يواجه رواد الأعمال غالباً مشاكل جذب الدعم المالي من خلال وسيط، مثل رأس المال المغامر أو الإقراض المصرفي (Ross, Suzanne, & Alexander, 2019)، لذا هذا الشكل من أشكال التمويل اللاوسيط مناسب بشكل خاص للمشاريع الريادية في مرحلة التطوير الأولية (Douglas j & Silivio, 2016, p. 04).

### 3. الأسواق الرائدة في تمويل المؤسسات الناشئة في دول مختارة

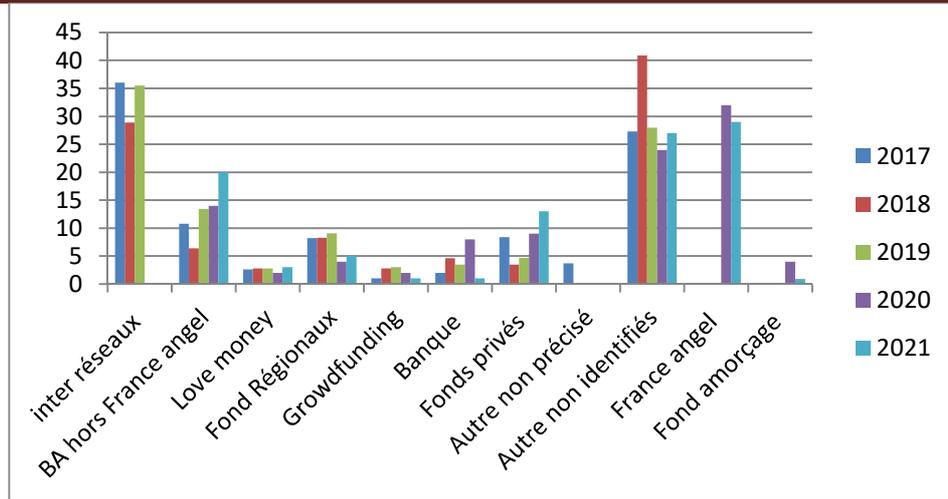
#### 1.3 سوق الاستثمار الملائكي للمؤسسات الناشئة الفرنسية:

احتلت فرنسا المرتبة الأولى من حيث تأسيس المنشآت في أوروبا، حيث أسست سنة 2018 ما يقارب 691 ألف منشأة وهو رقم قياسي مقارنة مع السنوات الماضية. كما زاد عدد المنشآت الصغيرة بنسبة 28%، والمنشآت الفردية بـ 20% وهذا راجع للمدة القصيرة التي تتطلبها تأسيس منشأة جديدة في فرنسا و المقدرة بثلاثة أيام ونصف مقابل أربعة أيام ونصف في المملكة المتحدة، و عشرة أيام و نصف في ألمانيا من جهة، كذلك وجود الرغبة الفرنسية في قيادة الأعمال والتي تعتبر الأقوى على الصعيد الأوروبي من جهة أخرى. وقد أصبحت فرنسا بلد الشركات الناشئة بفضل مجمع "Station F" الذي يصبو ان يصبح أكبر حاضنة أعمال في العالم، إضافة للمبادرات التي قامت بها الحكومة الفرنسية لدعم هذا الاتجاه وذلك بإنشاء صندوق بقيمة 10 مليارات يورو لتمويل الابتكار عن طريق تحويل الأصول الحكومية، مبادرة " French Tech " التي تهدف إلى تشجيع الشركات الناشئة و أصحاب المواهب الأجانب، وضع خطة استثمارية للفترة 2018-2022 بقيمة 57 مليار يورو لدعم الإصلاحات الهيكلية و تهيئة فرنسا لمواجهة التحديات المستقبلية (ريادة الأعمال و الإستثمار في أوروبا، 2019).

بلغ حجم الإستثمارات لملائكة الأعمال الفرنسية 49.5 مليون أورو سنة 2021 أي بزيادة قدرها 38% من حجم استثمارات سنة 2020 المقدرة بـ 36 مليون أورو، وذلك بعدد صفقات وصل لـ 424 صفقة منها 287 صفقة لتمويل الجولة الأولى بـ 32 مليون أورو و 137 صفقة لإعادة التمويل بـ 17.4 مليون أورو. وهذا ما نلاحظه من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم (01): تطور أهم مصادر تمويل المؤسسات الناشئة في فرنسا من سنة 2017 إلى

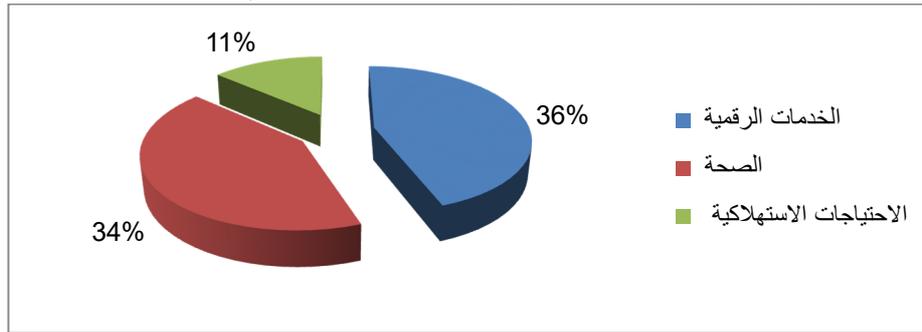
2021



المصدر: من إعداد الباحثين بالإعتماد : (Bilan des investissements , 2017,2018,2019,2020,2021)

يوضح الشكل أعلاه تنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات الناشئة في فرنسا بنسب مختلفة ترتفع و تنخفض من سنة لأخرى حسب الاستخدام. حيث شهدت السنوات الثلاثة الأولى سيطرة كل من التمويل عن طريق الشبكات، ملائكة الأعمال إضافة للمصادر الأخرى غير المعروفة باحتلالها المراتب الثلاثة الأولى على التوالي لتحافظ على مركزها من سنة 2017 إلى غاية 2018. لكن شهد عام 2020 طفرة في مجال التمويل لملائكة الأعمال الفرنسية بنمو بلغ 32% و 14% لملائكة الأعمال المستقلة، لتأخذ حصة الأسد من مصادر التمويل المتاحة لسنة 2021 بنسبة 49%. وقد تركزت اهتمامات الصفقات التمويلية المنفذة خلال سنة 2021 في 3 قطاعات رئيسية شهدت زيادة في الطلب عليها خاصة بعد أزمة الكوفيد Covid-19 ، ويوضح الشكل الموالي أهم القطاعات الممولة كما يلي:

الشكل رقم(02) : أهم القطاعات التمويلية للمؤسسات الناشئة في فرنسا لسنة 2021



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على: (Bilan Des Invesstissements, 2021) من خلال ما يوضحه الشكل، يمكن القول أن قطاع المؤسسات الناشئة في الخدمات الرقمية و الصحة استحوذت على أغلبية التمويل المستثمر بنسبة 36%، 34% على التوالي، في حين أن نظيرتها في قطاع الاحتياجات الاستهلاكية كانت له الثلث فقط من حصة القطاعين الأولين، وذلك بنسبة 11% من إجمالي قيمة الاستثمار. وعليه نستنتج ان اتجاه التمويل اليوم و خاصة بعد أزمة الكوفيد Covid-19 التي شهدها العالم قد غيرت اهتمام المستثمرين و مجالات الاستثمار بالدرجة الأولى نحو المؤسسات المبتكرة التي تملك فرص نمو واعدة في المستقبل خاصة و نحن في عصر الذكاء الاصطناعي وعلى أبواب ثورة صناعية رابعة.

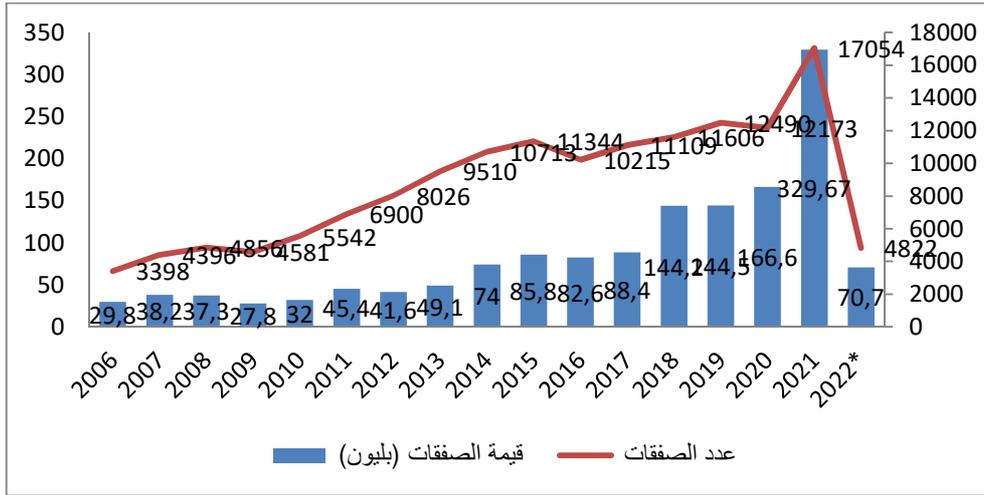
### 2.3 سوق رأس المال المغامر في الولايات المتحدة الأمريكية:

تتمتع الولايات المتحدة الأمريكية بتاريخ طويل من الابتكار وريادة الأعمال و هو ما يؤكد ظهور بعض أكثر شركات التكنولوجيا نجاحًا في العالم كشركات "GAFAM" (Google, Amazon, Face book, Appel, Microsoft)، و تضم الولايات المتحدة أكبر عدد من الشركات الناشئة في قائمة أفضل 200 شركة، تتركز أغلبها بشكل عام في سان فرانسيسكو ونيويورك كمركز للتكنولوجيا، لكن يبقى "السليكون فالي" هو الخيار الأول الذي يجذب السوق العالمية. (النظام البيئي للشركات الناشئة في الولايات المتحدة الأمريكية، 2021).

شهد النصف الأول من عام 2022 تراجع تمويل الشركات الناشئة إلى أقصى حد منذ عام 2019 وهذا نتيجة ارتفاع التضخم وعدم اليقين الاقتصادي على نطاق واسع ما أدى لتراجع الاستثمارات بعد سنوات من طفرة التمويل، أما في الولايات المتحدة الأمريكية تراجعت الاستثمارات في الشركات التكنولوجية الناشئة بنسبة 23 % خلال الأشهر الثلاثة الماضية من سنة 2022 إلى 62.3 مليار دولار، وهو أكبر انخفاض منذ عام 2019 (رشا، 2022). و في حين يتزايد عدد المستثمرين الملائكة كل عام و الذي بلغ عددها حسب الإحصائيات أكثر من 250.000 مستثمر ملاك نشط في الولايات المتحدة و التي اتجهت أغلبها إلى قطاعات التكنولوجيا والطب والرعاية الصحية، عادت حجم الأموال المدفوعة إلى استثمارات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة إلى مستويات ما قبل الركود في الربع الثاني لسنة 2022، واتجهت غالبية الصفقات إلى شركات تكنولوجيا المعلومات، وفقا لشركة "Dow Jones Venture Source" كما صرحت مجموعة أبحاث السوق أن المستثمرين وضعوا 7.7 مليار دولار في الشركات الأمريكية في الربع الثاني، وهو أعلى إجمالي ريع سنوي منذ الربع الثالث من عام 2008، عندما بلغت

استثمارات 8.4 مليار دولار وقد بلغ عدد الصفقات التي تمت في الربع الثاني من عام 2022 744 صفقة، أكثر من 699 صفقة في الربع الثالث من عام 2008. وفي الوقت الذي كان الاقتصاد العالمي في طريقه للتعافي، بلغ مجموع استثمارات المشروع 6.1 مليار دولار (التكنولوجيا يفوز بمعظم صفقات رأس المال المغامر في الولايات المتحدة في Q2). ويوضح الشكل الموالي تطور استثمارات رأس المال المغامر من سنة 2006 إلى غاية 2022 على النحو التالي:

الشكل رقم (03): تطور قيمة و عدد صفقات رأس المال المغامر للمشاريع الناشئة في الولايات المتحدة الأمريكية من 2006 إلى 2022



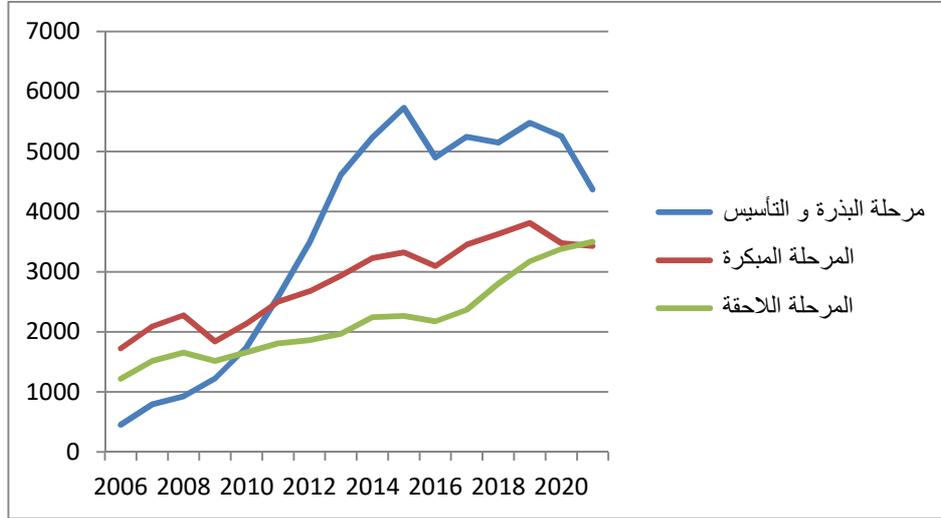
المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد على (The Q3 2021 pitchbook–NVCA : Venture Monitor, 2021)

يتضح من خلال الشكل أعلاه نمو متواصل لقيمة و عدد صفقات رأس المال المغامر من سنة 2006 إلى غاية الثلاثي الأول لسنة 2022، حيث أنه بزيادة الطلب على الصفقات الضخمة ساهم ذلك في تعزيز إجمالي استثمارات رأس المال لسنة 2021 حتى تاريخه نهايته ب 17054 صفقة رأسمالية أمريكية بقيمة مغلقة وصلت ل 329.67 مليون دولار و بداية موفقة في الثلاثي الأول لسنة 2022 ب 4822 صفقة مقيمة ب 70.7 مليون دولار. وعليه بدأت هذه الصفقات الضخمة في دفع غالبية كبيرة من الاستثمار الرأسمالي بنسبة 57.2% في عام 2021 - مما يجعل المستثمرون غير التقليديون يواصلون مضاعفة استثماراتهم في رأس المال الاستثماري، متجاوزين بالفعل المستويات المرتفعة السنوية السابقة. كما أن رأس المال الذي تجلبه هذه المؤسسات إلى النظام الإيكولوجي للمشروع قد دفع اتجاهات الاستثمار الرأسمالي، وكان أكثر من 76.9% من

إجمالي مبلغ رأس المال الذي وجد طريقه إلى الصفقات المغلقة هذا العام ضمن صفقة تتلقى دعماً غير تقليدي من المستثمرين. وتوزعت الصفقات الرأسمالية الأمريكية حسب المراحل التمويلية للمؤسسة: مرحلة البذرة، المرحلة المبكرة و المرحلة اللاحقة كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (04): عدد الصفقات الممولة عن طريق رأس المال المغامر في الولايات

#### المتحدة الأمريكية خلال مراحل التمويل الثلاثة



المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد على (The Q3 2021 pitchbook-NVCA :

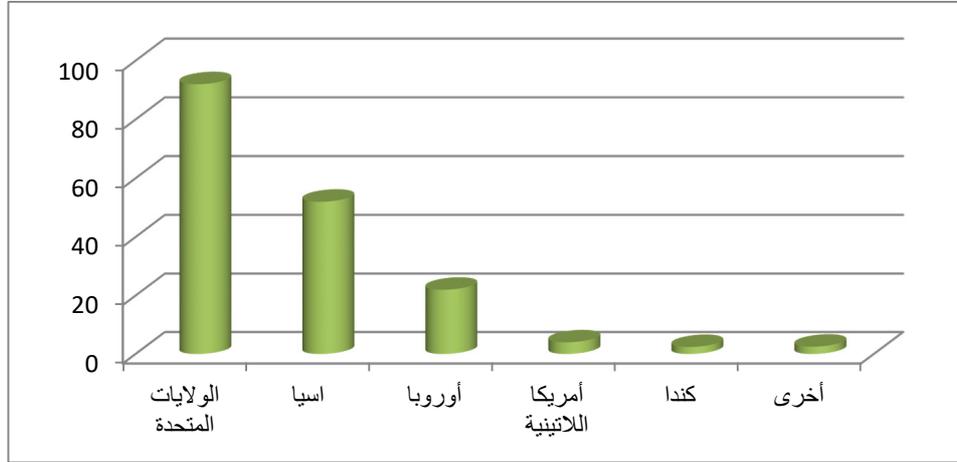
Venture Monitor, 2021)

من خلال الشكل نرى ارتفاع متتالي لصفقات رأس المال المغامر في كل مرحلة، حيث شهدت مرحلة البذرة طفرة في عدد الصفقات من سنة 2010 لغاية 2015 و التي وصلت لـ 5727 صفقة مالية وهي الأعلى من نوعها في سنة 2015. أما المرحلة المبكرة و اللاحقة فشهدت نوع من المرونة بين الارتفاع و الانخفاض و الارتفاع بنسب متقاربة. حيث وصلت أعلى صفقة تم تمويلها عن طريق رأس المال المغامر في المرحلتين المبكرة و اللاحقة إلى 3811 سنة 2019، و 3498 صفقة سنة 2021 على التوالي. كما نلاحظ أن غالبية صفقات رأس المال المغامر استثمرت في مرحلة البذرة. كما تزال "سيليكون فالي" الأمريكية مهيمنة على المركز الأول في جاذبيتها للأفكار الابتكارية والحلول الجديدة للتحديات البشرية وتأسيس الشركات والكيانات الصغيرة التي تعمل على صياغة آليات تنفيذية لهذه الحلول، تليها عدة منصات جغرافية أخرى داخل الولايات المتحدة لكنها تبعد بفارق شاسع عن "سيليكون فالي". أما من النظرة العالمية، فلا زالت الولايات المتحدة الأمريكية مهيمنة على نحو 52% من إجمالي تدفقات رأس المال المغامر في الثلاثي الرابع من 2021، في

ظل منافسة قوية وصعود قوي للقوى الآسيوية خاصة الصين ثم تليها أوروبا (كيف كان 2021 عامًا تاريخيًا للشركات الناشئة ورأس المال المغامر حول العالم؟، 2022). وهذا ما يعكسه الشكل الموالي:

الشكل رقم (05): جاذبية تدفقات رأس المال المغامر في الولايات المتحدة الأمريكية لسنة

2021



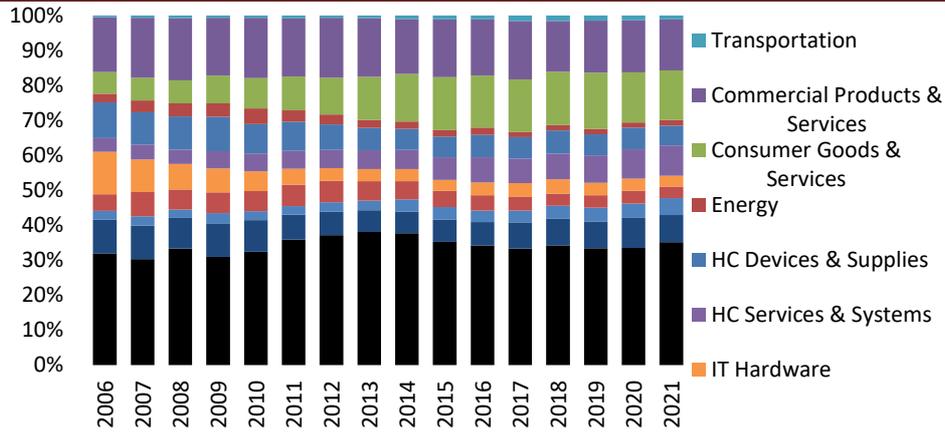
المصدر: (كيف كان 2021 عامًا تاريخيًا للشركات الناشئة ورأس المال المغامر حول العالم؟،

2022)

فالقطاعات المغذية بالتكنولوجيا أو المتصلة بها خاصة مع زيادة التسابق اليوم نحو الذكاء الاصطناعي و براءات الاختراع في ظل حمى التقنيات الرقمية، إضافة لما يعرف بـ "Machine Learning" أي تعلم الآلة سيطرت كلها على أغلب صفقات رأس المال المغامر، وجاءت أهم وأكبر القطاعات مرتبة كما هو موضح فيما يلي:

الشكل رقم (06): أهم القطاعات المستثمر فيها من خلال رأس المال المغامر في الولايات

المتحدة الأمريكية من 2006 إلى 2021



Source: (The Q3 2021 pitchbook-NVCA Venture Monitor, 2021)

من خلال الشكل نلاحظ أن قطاع البرمجيات استطاع طوال السنوات السابقة من 2006 إلى غاية 2021 الاستحواذ على أغلب صفقات التمويل لرأس المال المغامر، يليه بعدها قطاع الخدمات والسلع المنتجة و قطاع السلع والخدمات التجارية، في حين نلاحظ وجود قطاعات أخرى لم تحظى باهتمام كبير للاستثمار بل بقيت في تذبذب داخل نفس الوتيرة كقطاع النقل، الطاقة، الصحافة...، وهذا ما يفسر توسع قطاعات على حساب قطاعات أخرى. أما سنة 2022 فقد استطاع قطاع تقنية المعلومات الفوز بأعلى رقم صفقات في الربع الثاني من سنة 2022 ب 231 صفقة بقيمة 1.9 مليار دولار، في حين استقطبت الرعاية الصحية أكبر قدر من المال المقدر ب 2.7 مليار دولار بحجم 201 صفقة. كما استحوذ قطاع البرمجيات على معظم الأموال التي تستهدف تكنولوجيا المعلومات بحجم 156 صفقة بقيمة 908 دولارات مليون دولار.

### 3.3 التمويل الحكومي للمشاريع الناشئة "بنك التنمية الاجتماعية" في المملكة المتحدة السعودية:

شهدت منظومة الشركات الناشئة نمواً سريعاً في السعودية بعد انتشار جائحة فيروس كورونا، حيث كانت هي الأسرع نمواً بين أعلى ثلاثة بلدان في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا باحتلالها المرتبة الثانية بعد الإمارات العربية المتحدة متخطية مصر. فقد بلغ إجمالي قيمة جولات الاستثمار الجريء 548 مليون دولار سنة 2021، أي بارتفاع 270% عن سنة 2020، بعدد مستثمرين وصل إلى 76 مستثمراً منها 25% خارج المملكة السعودية، أي بزيادة قدرها 34% مقارنة بعام 2020. كما أنه على عكس التراجع الحاصل في عدد الصفقات بمنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ارتفع عدد الصفقات في السعودية سنة 2021 إلى 139

صفقة بنسبة 54% مقارنة بعام 2020 و التي استحوذ عليها قطاعي التجارة الإلكترونية والتقنية المالية ب 18، 27 صفقة على التوالي من إجمالي عدد الصفقات في السعودية لسنة 2021. علاوة على ذلك استحوذ قطاع النقل على 18 صفقة بزيادة 100% مقارنة بسنة 2020، والرعاية الصحية ب 12 صفقة أي بزيادة 100% لتحقق نمو ب 12 ضعفا سنة 2021 (تقرير الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية لسنة 2021، 2021).

من جهة أخرى، أثبت التمويل البنكي من خلال "بنك التنمية الاجتماعية" في المملكة السعودية مساهمته الفعالة بتفوق في الاهتمام بقطاع ريادة الأعمال، وذلك بتقديم خيارات تمويلية متنوعة لأصحاب منشآت الأعمال، التي تنقسم بدورها لمنشآت قائمة و أخرى جديدة، هذه الأخيرة التي تضم بدورها نماذج تمويلية متنوعة لأصحاب المشاريع الناشئة تتناسب مع مرحلة نمو وحجم الشركة المنشأة، تمثلت في (منشأة جديدة ، 2022):

- تمويل المنشآت الناشئة: منتج يمول المنشآت الجديدة بمبلغ يصل إلى 300 ألف ريال.
  - تمويل منشآت التميز: يستهدف هذا المنتج المنشآت الجديدة أو التي لم يتجاوز عمرها 3 سنوات، بتمويل يصل إلى 4 مليون ريال.
  - الامتياز التجاري: مخصص لتطوير مشاريع الامتياز التجاري ( Franchise ) بتمويل يصل إلى 4 مليون ريال.
  - منشآت التقنيات الناشئة: هو تمويل يختص بالمنشآت التقنية والرقمية التي تنطلق تكلفتها الاستثمارية من مبلغ 50 ألف ريال و لا تزيد عن 8 ملايين ريال، وذلك بسقف يصل إلى 4 مليون ريال.
  - تمويل منشآت رواد الأعمال: موجه لتغطية الأصول والتكاليف التشغيلية للكيانات التجارية الجديدة بتمويل يصل إلى 500 ألف ريال.
- و الجدول الموالي يوضح شروط و إجراءات الحصول على التمويل المناسب لكل نوع من المشاريع الناشئة في المملكة كما يلي:

الجدول رقم (02): أنواع المنتجات التمويلية المقدمة من طرف بنك التنمية الاجتماعية السعودي الموجهة لأصحاب المشاريع الناشئة سنة 2022

تمويل المنشآت الناشئة	تمويل منشآت رواد الأعمال	تمويل منشآت التميز	تمويل منشآت التقنيات الناشئة	برنامج الامتياز التجاري
-----------------------	--------------------------	--------------------	------------------------------	-------------------------

سقف التمويل	50-300 ألف ريال	50-500 ألف ريال	300-4 مليون ريال	150 ألف-4 مليون ريال
مدة التمويل	8 سنوات مع فترة سماح سنة ونصف	8 سنوات مع فترة سماح 18 شهرا.	8 سنوات مع فترة سماح لسنتين.	
طريقة السداد	شهرية في كل المنتجات المقدمة			
نسبة الضمان	□ تقل عن 100% من مبلغ التمويل.			
الضمانات	ضمانات شخصية (كفالة)	ضمانات شخصية (استقطاع من الراتب)	الضمانات: رهن عقاري، كفالة شخصية، كفالة طرف ثالث، كفالة شركات و مؤسسات، ضمان مالي.	
العمر	من 21 إلى 62 سنة .			
السجل الائتماني	سلامة السجل التجاري مع عدم تجاوز حجم التعثرات 15 ألف ريال .			
عدد المستفيدين	21 ألف مستفيد	منتج جديد	1.1 ألف مستفيد	منتج جديد
ين				79 فرصة تمويل

المصدر: من إعداد الباحثين باعتماد على : (بنك التنمية الإجتماعية، 2022)

الملاحظ للجدول يدرك ان البنك قام بتوحيد العديد من الإجراءات و الخصائص المتعلقة بالمنتجات التمويلية الخمسة الممنوحة لأصحاب الأعمال و المشاريع، والتي تنوعت بين مميزات المنتج و أخرى خاصة بشروط المنتج. حيث تشترك جميع المنتجات في العديد من الخصائص كنسبة الضمان، طريقة السداد و السجل الائتماني، في حين تشترك تمويل منشآت التميز، منشآت التقنيات الناشئة و برنامج الامتياز التجاري في المدة الممنوحة للتمويل و الضمانات المقدمة و المستندات المطلوبة، فيما هي مختلفة بالنسبة لفئات تمويل المشاريع الناشئة و منشآت تمويل رواد الأعمال. أما فيما يخص سقف التمويل فهي تختلف من منتج لآخر □ منشآت التقنيات الرقمية الناشئة و برنامج الامتياز التجاري فهو نفس السقف الممنوح من طرف البنك. كما انه ما يلفت

الانتباه وخاصة من ناحية استخدام المنتجات هو وجود منتجات جديدة تماما لم ينطلق البنك في تمويلها بعد تخص تمويل منشآت رواد الأعمال و منشآت التقنيات الرقمية الناشئة، وهو عكس ما نلاحظه تمويل المنشآت الناشئة و منشآت التميز التي وصل عدد المستفيدين 21 ألف و 1.1 ألف على التوالي و هذا يدل على الجهود المبذولة من قبل الدولة تماشيا مع الغايات و الطموحات التي رسمتها المملكة لريادة الأعمال ضمن رؤية 2030 من خلال التعاون المشترك لدعم المنشآت الصغيرة والناشئة كمساهم مهم في بناء الاقتصاد.

#### 4. تحليل النتائج:

وقد توصلت دراستنا للنتائج التالية:

- ✓ أظهرت نتائج الدراسة بأن سوق الاستثمار الملائكي في فرنسا استحوذ على 49.5% من صفقات الاستثمار للمؤسسات الناشئة لسنة 2021 أي بارتفاع 38% مقارنة بسنة 2020، ما يؤكد تطور الفكر المقاوِلي و مدى اهتمام المستثمرين بريادة الأعمال، كما توجهت أغلب صفقات التمويل لقطاع الخدمات الرقمية الذي تفوق على باقي القطاعات الأخرى بنسبة 36%، وهذا راجع لأزمة الكوفيد COVID-19 التي غيرت رؤية و اتجاهات الاقتصاديات العالمية خاصة تزامنا و التحول للاقتصاد الرقمي؛
- ✓ فيما يخص سوق رأس المال المغامر، فقد أظهرت نتائج الدراسة أنه مازالت الولايات المتحدة محافظة على المركز الأول، وهذا ما رأيناه من خلال حجم السوق الذي وصل لـ 329.27 بليون دولار نهاية سنة 2021 بعدد صفقات بلغ 17054 صفقة، وهي أرقام قياسية حققها سوق رأس المال المغامر جعلت الولايات المتحدة تحتل الريادة حقا. بحيث توزعت أغلب صفقات رأس المال الأمريكية في مرحلة البذرة/ التأسيس، وهذا ما يثبت مدى فعالية رأس المال المغامر في تمويل المراحل الأولى للمؤسسات الناشئة. كما استطاع قطاع البرمجيات ( software) المحافظة على المراتب الأولى بها و على أغلب صفقات الاستثمار من سنة 2006 إلى غاية الربع الأول من سنة 2022.
- ✓ بعكس سوق الاستثمار الملائكي في فرنسا و سوق رأس المال المغامر في الولايات المتحدة الأمريكية والتي تعتبر كآليات تمويل حديثة، فقد أظهرت الدراسة نجاح القطاع

العام كذلك في توفير التمويل اللازم لهذا النوع من المشاريع، وهذا ما يعكسه "بنك التنمية الاجتماعية" في المملكة السعودية كنموذج يحتذى به لدعم التوجه الريادي وذلك من خلال تخصيص منتجات تمويلية تتلاءم و طبيعة المشاريع الناشئة، كل هذه الجهود تؤكد على مساعي المملكة السعودية لدعم المنشآت الصغيرة و الناشئة في إطار الخطة التي رسمتها المملكة لريادة الأعمال ضمن رؤية ال2030.

## 5. خاتمة:

تطرقت دراستنا لمختلف الجوانب المتعلقة بالمؤسسات الناشئة و أهم الآليات التمويلية المتاحة لها، وذلك بغرض معرفة أهم الآليات التمويلية التي استطاعت أن تفرض نفسها و تخلق سوقا عالميا خاصا بها لتحقيق الريادة، وما توصلت إليه دراستنا من خلال تحليل النتائج كالتالي:

✓ تعتبر المؤسسات الناشئة أعمارا ذات إمكانيات نمو قوية غالبا لكنها تتصف بمخاطر عالية جدا، وهذه الميزات هي التي تشكل تحديا لرواد الأعمال في البحث عن التمويل اللازم لتطوير نشاطهم وهذا ما جعلها تختلف تماما عن نموذج المؤسسات الكلاسيكية وهذا هو لب الفرضية الأولى.

✓ التحدي الأكبر الذي يواجه المؤسسات الناشئة هو تأمين التمويل الذي تحتاجه للانطلاق على أرض الواقع خاصة الأموال الأولية ، لذلك برزت العديد من خيارات التمويل لمؤسسي الشركات الناشئة الذين يحتاجون إلى المال لتحقيق أفكارهم الريادية و هذا ما يؤكد صحة الفرضية الثانية.

✓ أما فيما يخص الفرضية الثالثة، حققت العديد من الدول قفزة نوعية في توفير الآليات التمويلية للمؤسسات الناشئة وهذا ما رأيناه من خلال فوز الاستثمار الملائكي في فرنسا، و سوق رأس المال المغامر الذي مزال محافظا على مركزه في الولايات المتحدة الأمريكية ، كما نجحت المملكة السعودية من خلال التمويل البنكي الذي لاقى رواجاً كبيراً و تجاوبا من طرف رواد الأعمال. و هذا ما يعكس صحة هذه الفرضية.

و استخلاصا لما سبق من خلال نتائج الدراسة نوصي بما يلي:

✓ ضرورة انفتاح الأسواق الدولية على بعضها من أجل الاستفادة من أسواق التمويل المتاحة للمؤسسات الناشئة والتي تعاني من مشكلة التمويل من أجل تخفيض تكلفة عناء البحث عن المستثمرين؛

- ✓ إيجاد و خلق سبل لتشجيع إنشاء نماذج مبتكرة و قنوات جديدة لتمويل المؤسسات الناشئة و رواد الأعمال ؛
- ✓ توجيه النظام البيئي لخدمة الأفكار المبتكرة لتهيئة البنية التحتية للمؤسسات الناشئة ؛
- ✓ إقامة شراكات و اتفاقيات ثنائية في مجال مرافقة و تطوير المؤسسات الناشئة؛ من أجل تبادل الخبرات و المهارات و تكثيف الجهود للاستفادة و تثمين الخبرات خاصة على المستوى الدولي؛
- ✓ إنشاء صناديق تمويلية خاصة فقط بالمراحل الأولى المبكرة باعتبارها من أصعب المراحل، وذلك لتمكين المؤسسات الناشئة من أجل الانتقال للمراحل الموالية التي تحتاج لآليات تمويلية أخرى تختلف تماما عن تلك في المرحلة السابقة؛
- ✓ الاستفادة من تجربة السعودية و إبراز دور الدولة في منح التمويل البنكي للمؤسسات الناشئة و محاولة توفير منتجات تمويلية تتوافق و طبيعة هذه المشاريع؛
- ✓ تقديم مكافآت و تحفيزات للمستثمرين في المؤسسات الناشئة من أجل تشجيع و زيادة تدفق التمويل اتجاه المشاريع الابتكارية.

## 6. قائمة المراجع:

### 1.6 المراجع باللغة العربية:

- عبد الله معلا سلمان، التمويل و المؤسسات التمويلية: مفهوم و أهداف و سياسات، الطبعة الأولى، دار أمجد للنشر و التوزيع ، عمان، الأردن، 2015.
- مناصرة سميرة، (2016)، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين التمويل التقليدي و التمويل المستحدث دراسة حالة-ولاية أم البواقي-، (أطروحة لنيل شهادة الدكتوراه)، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، أم البواقي: جامعة العربي بن مهيدي.
- شريفة بوالشعور، (2018)، دور حاضرات الأعمال في دعم و تنمية المؤسسات الناشئة: startups دراسة حالة الجزائر ، مجلة البشائر الاقتصادية ، 04 (02)، 420.
- تقرير الاستثمار الجريء في المملكة العربية السعودية لسنة 2021. ماغنييت. 2021 .
- tremglobal، النظام البيئي للشركات الناشئة في الولايات المتحدة الأمريكية. (16 June, 2021). تاريخ الاسترداد 05 سبتمبر, 2022، من :

<https://www.tremglobal.com/ar/articles/startup-ecosystem-in-usa>

- حسين رشا. (7 جويلية، 2022). رغم تراجع تمويل الشركات الناشئة الأمريكية بمعدل 23 % : قفزة في تمويل الشركات الناشئة في الخليج الى 1.7 مليار دولار. تاريخ الاسترداد 6 سبتمبر، 2022، من عالم رقمي: <https://alamrakamy.com/article/38661>
- كيف كان 2021 عامًا تاريخيًا للشركات الناشئة ورأس المال المغامر حول العالم؟ (24 جانفي، 2022). تاريخ الاسترداد 28 جوان 2022، من أرقام : <https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1529803>
- بنك التنمية الإجتماعية، (2022). تاريخ الاسترداد 23 جوان، على الموقع: [WWW.SDB.GOV.SA](http://WWW.SDB.GOV.SA)
- بنك التنمية الإجتماعية، منشأة جديدة، (2022)، تاريخ الاسترداد 24 جويلية، 2022، على الموقع: <https://www.sdb.gov.sa/ar-sa/our-products/projects/productive-loan>
- بنك التنمية الإجتماعية، النشأة و التأسيس، تاريخ الاسترداد 24 جويلية، 2022، على الموقع: <https://www.sdb.gov.sa/ar-sa/about-us/aboutus/establishment-begining>
- ريادة الأعمال و الإستثمار في أوروبا، (juillet, 2019)، تاريخ الاسترداد 27 جوان، 2022، من الدبلوماسية الفرنسية، وزارة أوروبا و الشؤون الخارجية: <https://www.diplomatie.gouv.fr/ar/politique-etrangere-de-la-france>
- JOECOMP، التكنولوجيا يفوز بمعظم صفقات رأس المال المغامر في الولايات المتحدة في Q2، (بلا تاريخ). تاريخ الاسترداد 28 جوان، 2022، من : <https://ar.joecomp.com/technology-wins-most-us-venture-capital-deals-in-strong-q2>

## 2.6 المراجع باللغة الأجنبية:

- Achsanía, H., Muhamad, N. H., & Puji, S. S. (2019, May 15). Developing Islamic Crowdfunding Website Platforme for Startup companies in Indonesia . *Journal of Islamic Marketing* , 01.
- *Bilan Des Investissements*.(2021). Fédération National Des Business Angels. France Angels.sur le site: <https://www.franceangels.org/>.(consulté le 05/09/2022).
- *Bilan des investissements* . (2017,2018,2019,2020,2021). France Angel .sur le site: <https://www.franceangels.org/>.(consulté le 05/09/2022)
- Cristiano, B., Igor, F., Dzidziso, S. K., & Tom, V. (2016). Entrepreneurial finance: new frontiers of resarch and practice. *Venture Capital* , 19 (1-2), 1-16.
- *Définitions: start-up*. (s.d.), sur Dictionnaire La Rosse: <https://www.larousse.fr/dictionnaires/francais/start-up/74493>( consulté le 23/05/2022)

- Douglas j, C., & Silivio, V. (2016, March 1). *De-Segmenting Research in Entrepreneurial Finance*. Retrieved JULY 06, 2022, from SSRN: file:///C:/Users/Dell/Downloads/SSRN-id2740453%20(1).pdf
- EL KIHAL, A., & HATTAB, S. (2019). LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES INNOVANTES DE LA LITTERATURE VERS UNE ANALYSE SWOT. *Revue du Controle de la Comptabilité et de l Audit* , 4 (9), 106-121.
- Geoff, G., Sacha, M., & Richard, H. (2013). Business Angel Syndication and the Evolution of Risk Capital in a Small Market Economy: Evidence from Scotland. *Managerial and Decision Economics* , 34 (02), 95/107.
- Geoffrey, G. (2014). *Financing New Venture: An Entrepreneur s Guide tp Business Angel Investment*. (A. Zacharkis, Ed.) The United States of america: Business expert press Babson College Entrepreneurship Research Conference Collection.
- *Global Standard-Setting Bodies and Financing Inclusion: The Evolving Landscape*. (2016, March). Retrieved july 15, 2022, from Global Partnership for Financial Inclusion (GPII): [https://www.gpfi.org/sites/gpfi/files/documents/GPII\\_WhitePaper\\_Mar2016.pdf](https://www.gpfi.org/sites/gpfi/files/documents/GPII_WhitePaper_Mar2016.pdf)
- Hofstrand, D. (2022, March). *Types and Sources of Financing for start-up Businesses* . Retrieved August 30, 2022, from IOWA STATE UNIVERSITY: Extension and Qutreach : <https://www.extension.iastate.edu/agdm/wholefarm/html/c5-92.html>
- José, C. N., Elisabete, F., & Cesaltina p, P. (2014). Which criteria matter most in the evaluation of venture capital investments? *Journal of Small Business and Enterprise Development* , 21 (3), 505-527.
- Marina, K. C., Jelena, H., & Maja, L. (2014). ANALYSIS OF FINANCING SOURCES FOR START-UP COMPANIS. *Management* , 19.
- Mollick, E. (2014). The dynamics of Crowdfunding: an exploratory Study. *Journal of Business Venturing* , 29 (1).
- Olivier, E. (2016, Mai 24). *Génération start-up : le guide pour créer votre start-up*. Consulté le Aout 30, 2022, sur Bpifrance: <https://www.bpifrance.fr/nos-actualites/generation-start-le-guide-pour-creer-votre-start>
- paul, g. (2012). *Want to start a startup?* Retrieved mars 12, 2022, from <http://paulgraham.com/growth.html>
- *Qu est-ce qu une startup?* (2022, Janvier), sur Bpifrance-creation: [https://bpifrance-creation.fr/moment-de-vie/quest-ce-quune-startup.\(consulté le24/05/2022\)](https://bpifrance-creation.fr/moment-de-vie/quest-ce-quune-startup.(consulté le24/05/2022))

- Robert, D., Sasa, P., Veland, R., & Léo-paul, D. (2016). Venture Capital Funds in Transition Countries. *Journal of Small Business and Enterprise Development* , 23 (02).
- Ross, B., Suzanne, M., & Alexander, R. (2019). Start-ups, entrepreneurial networks and equity crowdfunding: A processual perspective. *Industrial Marketing Management* , 80, 115-125.
- Solignac Matthieu .(2008) .Les Business Angels .*Revue Regards croisés sur l économie*.(3) 1 ‘
- *The Q3 2021 pitchbook-NVCA Venture Monitor*. (2021).Pitchbook, NVCA.sur le site: <https://pitchbook.com/news/reports/q3-2021-pitchbook-nvca-venture-monitor>.(consulté le 02/08/2022).
- Uruba, A., & S.D, S. (2016). A study of Financing Sources for Start-up Companies in India . *International Review of Business and Finance* , 8 (1), 1-4.
- Yahia, d., Mohammed, d., & Rais, m. (2021). La Startup en Algérie: Caractéristique et Obligations. *Revue d excellence pour la recherche en économie et en gestion* , 05 (01), 419-420.