



# الاستثمار الجريء والملكية الخاصة خطة عمل للاستثمار في أعلى الصناديق أداءً



جدا  
شركة من حقوق الصناديق  
Fund of Funds Company



الأكاديمية المالية  
The Financial Academy



على الرغم من البداية المتواضعة التي شهدها قطاع رأس المال الجريء والملكية الخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية في منتصف القرن العشرين، إلا أن توليفة القطاع **شهدت طفرة في النمو حولتها إلى قطاع عالمي تبلغ قيمته 9.1 تريليون دولار.**<sup>1</sup> ويعزى هذا النمو في جزء منه إلى المزايا المتعددة التي يقدمها القطاع إلى أصحاب المصلحة المعنيين. ووجدت البحوث أن الاستثمار في رأس المال الجريء والملكية الخاصة يمكن أن يحفز النمو والابتكار وزيادة الإنتاجية في الشركات التي تتلقى رأس المال من تلك المجموعات. وبناء على ذلك، حقق الكثير من المستثمرين في صناديق رأس المال الجريء والملكية الخاصة -المعروفين باسم "الشركاء المحدودين" - عائدات كبيرة على حصصهم. وفي حقيقة الأمر، كان التفوق التاريخي في أداء الاستثمار في رأس المال الجريء والملكية الخاصة ملحوظاً، عند مقارنته بفئات أصول السوق العامة (مثل الأسهم والسندات)، كما كان من المرجح أنه حفز النمو في إجمالي أصول الصناعة الخاضعة للإدارة. غير أن التعامل مع رأس المال الجريء والملكية الخاصة كشريك محدود جديد يمكن أن يمثل عبئاً، في ظل الاعتبارات التي تنفرد بها الاستثمارات في القطاع.

ويجب على المستثمرين المحتملين أن يتوخوا اليقظة والحكمة في النهج المتبع تجاه الاستثمار بغرض زيادة العائدات الاستثنائية التي حققها القطاع على مدار تاريخه. وسعيًا لبلوغ تلك الغاية، **يلقي هذا التقرير الضوء على قطاع رأس المال الجريء والملكية الخاصة، من منظور الشركاء المحدودين المحتملين،** مع التركيز على نهضته في المملكة العربية السعودية. وفي البداية، نقدم خلفية تاريخية عن وضع القطاع في الماضي وفي الحاضر. ويعقب ذلك، نظرة عامة للمشهد الذي يشمل الشركاء المحدودين ودليل إرشادي لحساب أداء استثمارات رأس المال الجريء والملكية الخاصة وتقييمها. وينتهي التقرير بإدراج أفضل الممارسات المتبعة في إنشاء برنامج استثماري في رأس المال الجريء والملكية الخاصة، شاملًا الاعتبارات المحيطة بإنشاء محفظة رأس المال الجريء والملكية الخاصة.

# موجز التقرير:

## I. استعراض عام لقطاع رأس المال الجريء/الملكية الخاصة -----1

- 2----- المقارنة بين رأس المال الجريء/الملكية الخاصة وفئات الأصول الأخرى  
4----- تشكيل الصندوق وديناميكيات عمل الشركاء المحدودين - الشركاء العامين

## II. أنواع المستثمرين في الملكية الخاصة ورأس المال الجريء -----5

## III. تقييم الأداء -----7

- 8----- المقارنة المعيارية للأداء  
9----- أداء رأس المال الجريء والملكية الخاصة في المملكة العربية السعودية

## IV. أفضل الممارسات لتنفيذ برنامج رأس المال الجريء والملكية

## الخاصة والحفاظ عليها -----11

- 12----- الاعتبارات المحيطة بإنشاء المحفظة  
15----- إضفاء الطابع المؤسسي  
16----- دراسة الحالة شركة محمد إبراهيم السبيعي وأولاده للاستثمار

## V. الملخص: خريطة الطريق للشركاء المحدودين الجدد -----19

## VI. التعليقات الختامية -----21

- 21----- عن جوش ليرنر وأسواق بيلا الخاصة  
جمعية رأس المال الجريء والملكية الخاصة في  
المملكة العربية السعودية  
22----- الأكاديمية المالية  
23----- جدا صندوق الصناديق  
24----- المراجع  
25-----

إنه لمن دواعي سروري أن أقدم لكم تقرير، "خطة عمل للاستثمار في أعلى الصناديق أداءً"، حيث نعيش في فترة تحول تاريخي لقطاع الاستثمار الجريء والملكية الخاصة في المملكة العربية السعودية. منذ عام 2015، شهد هذا القطاع تطورًا مذهلاً، مدفوعًا بالرؤية الطموحة التي وضعتها المملكة لتعزيز اقتصادها وتنويعه بشكل استثنائي.

تميز هذا التحول بثلاثة متغيرات جوهرية تتلخص في: **تحسينات جوهرية في البيئة التشريعية، وفتح أبواب واسعة للاقتصاد، بالإضافة إلى تأسيس صانعي السوق من صناديق الصناديق** والنتيجة؟ انطلقت المملكة كقائد في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا، بتصدرها قوائم الاستثمارات وارتفاع كبير في حجم المبالغ المستثمرة وعدد الصناديق، بالإضافة إلى أعداد العاملين في القطاع. إن هذا الازدهار الذي تشهده المملكة ومنطقة الشرق الأوسط بشكل عام يعود إلى التحولات الإيجابية الملموسة، والتطورات التمكينية، والتحسينات الكبيرة التي تم تحقيقها، والتي تتلخص أبرزها في نشر الوعي، وتسارع الفرص الاستثمارية، وتعزيز التغييرات التشريعية التي أسهمت في تطوير البيئة التجارية والاستثمارية الجاذبة للأعمال الابتكارية المحلية والدولية.

في هذا التقرير، "خطة عمل للاستثمار في أعلى الصناديق أداءً"، نقدم لكم أفضل الممارسات والمؤشرات للاستثمار في رأس المال الجريء والملكية الخاصة. **يستعرض التقرير أنواع المستثمرين وأساليب تقييم الأداء، بالإضافة إلى آراء خبراء القطاع في بناء استراتيجيات متكاملة للنجاح.**

نأمل أن يكون هذا التقرير مرجعًا مفيدًا لكل المستثمرين، محليًا وإقليميًا وعالميًا، لتحقيق المزيد من النمو والازدهار. شكرًا لدعمكم المستمر وثقتكم في جمعية الاستثمار الجريء والملكية الخاصة."



قصي بن عبدالله السيف  
الرئيس التنفيذي لجمعية الاستثمار  
الجريء والملكية الخاصة

# 1. استعراض عام لقطاع

## رأس المال الجريء/الملكية الخاصة

يعد رأس المال الجريء والملكية الخاصة اللذان يطلق عليهما اختصارًا (VC/PE)، من الأصول التي تحظى بقدر كبير من التقدير في الأسواق الخاصة - أي الأسواق المخصصة للأصول التي لا تخضع للتداول في أسواق الأسهم العامة -. عادة ما تكون استثمارات رأس المال الجريء هي استثمارات أسهم أقلية في الشركات الناشئة ذات احتمالات النمو العالية، بينما تشير الملكية الخاصة بشكل رئيسي إلى شراء أسهم مسيطرة في الشركات الراسخة من خلال توليفة تجمع بين الديون وحصص الملكية (والتي تعرف باسم "الاستحواذ المدعوم بالفروض" أو "الاستحواذ" ببساطة).

وتعود أصول قطاع رأس المال الجريء/الملكية الخاصة إلى تسهيل الابتكار وتحسين الإنتاجية. وامتدت تلك الجذور إلى اليوم: فعلى سبيل المثال:

من بين الشركات الأمريكية المدرجة للتداول العام خلال الفترة

**من سنة 1995 حتى سنة 2019**

مثلت الشركات التي حصلت على مساندة من رأس المال الجريء

نسبة

47%

من مجموع الشركات

ونسبة

76%

من رسملة السوق

ونسبة كبيرة قدرها

88.6%

من مجموع إنفاق  
البحث والتطوير<sup>ii</sup>

وتوجد علامات على أن رأس المال الجريء في الشرق الأوسط يتبع المسار ذاته. فعلى سبيل المثال: كان قطاعا التقنية المالية والتقنية النظيفة هما القطاعين الرائدتين في مجموع الاستثمار بمبلغ مليار وأربعمائة وتسعة ملايين دولار على التوالي عام 2022.<sup>iii</sup>

## وتعد المملكة العربية السعودية

رائداً ناشئاً في قطاع رأس المال الجريء/الملكية الخاصة في الشرق الأوسط حيث زادت استثمارات المملكة في المشروعات الناشئة بنسبة كبيرة بلغت 102.8% سنوياً في الفترة بين 2015 و2022.<sup>iv</sup>

”يستطيع المستثمرين المؤسسيين من مديري الأصول والمكاتب العائلية خلق فرص نمو وتنويع المخاطر من خلال تبني سياسة استثمار مرنة وديناميكية في قطاع رأس المال الجريء والملكية الخاصة. ومن خلال الشراكات مع مديري الصناديق المناسبين، يتمكن المستثمرون من وضع محافظهم في أفضل استراتيجية تمكن الابتكار والنمو وجني لعوائد جذابة متزنة المخاطر.“

مازن الشنبري

رئيس الاستثمارات في شركة صندوق الصناديق "جدا"



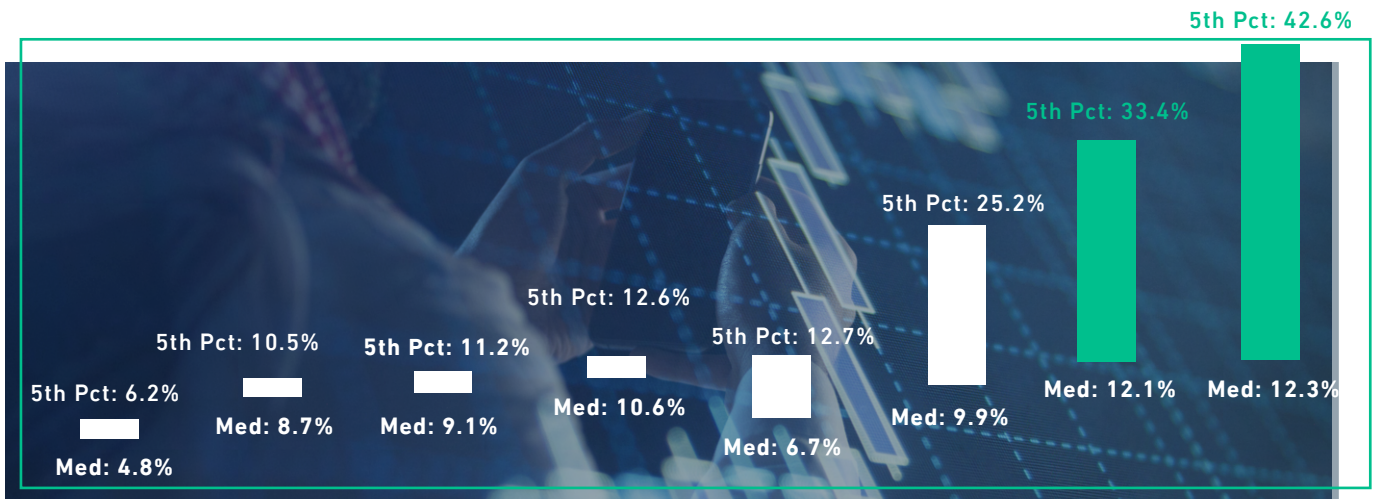
وقد أدت التوليفة التي جمعت بين مبادرات الحكومة والقطاع الخاص في برنامج رؤية السعودية 2030، والنمو القوي للنتائج المحلي الإجمالي، وأعداد المستثمرين السعوديين الكبيرة في رأس المال الجريء/الملكية الخاصة في الداخل والخارج، والفئات المتنامية من رواد الأعمال، إلى إنشاء منظومة مزدهرة لرأس المال الجريء/الملكية الخاصة في البلاد يرجح لها أن تستمر في التوسع في الفترة المقبلة.

## المقارنة بين رأس المال الجريء/الملكية الخاصة وفئات الأصول الأخرى

يوجد اختلافان كبيران بين رأس المال الجريء/الملكية الخاصة وفئات الأصول الأخرى وهما غياب السيولة ووجود عائدات ذات مخاطر أعلى. ينتج غياب السيولة بسبب طرق توفير رأس المال من خلال "التعهدات"، مع انتظار مديري الصندوق لكي يقوموا بما يسمى "الاستدعاء" لرأس المال المطلوب لتنفيذ الاستثمارات. ومن ثم، يضيف مديرو الصندوق إلى قيمة الاستثمارات قبل "التخارج" منها عن طريق البيع لمجموعة أخرى أو الطرح الأولي للاكتتاب العام أو أي من الطرق الأخرى للتخارج. وتستغرق هذه العملية وقتاً، ففي الغالب، تتجاوز دورة حياة صندوق رأس المال الجريء/الملكية الخاصة حاجز عشر سنوات، وفي المقابل عادة ما يبلغ متوسط فترة الحياة عدة سنوات (فعلى سبيل المثال، كان متوسط فترة الحياة لسفقات رأس المال الجريء الأمريكية التي تم التخارج منها في سنة 2022 أكثر من سبع سنوات).<sup>vi</sup> وتسفر عملية استثمار رأس المال الجريء/الملكية الخاصة عن وجود نمط "خط منحنى تصاعدي على شكل حرف J أو J-curve" في نشاط تدفق السيولة المالية. ووفقاً لهذا النمط، ينظر المستثمرون إلى التدفقات الخارجية الأولية بصفتها رأس مال تم استدعاؤه لتنفيذ الاستثمار، يعقبها توزيع الأرباح النهائية الناتجة عن التخارج. ونتيجة لذلك، يتعين على مستثمري رأس المال الجريء/الملكية الخاصة توشي الحذر بشكل خاص عند مطابقة تدفقات الالتزامات المالية (المسؤوليات) مع احتياجات التدفقات النقدية.

علاوة على المخاطر المرتبطة بغياب السيولة، يواجه المستثمرون أيضاً فروقات للعائدات بشكل كبير عند الاستثمار في رأس المال الجريء/الملكية الخاصة. فعلى سبيل المثال، يظهر **الشكل رقم 1** الفرق في العائدات بين نسبة **5% من المديرين الذين يحتلون القمة والمديرين من الفئة المتوسطة حسب فئة الأصول**.<sup>vii</sup> ويبرز هذا الأمر ارتباط الاستثمار في رأس المال الجريء/الملكية الخاصة بمخاطرة أكبر، مع وجود احتمال تحقيق عائدات أكبر.

### الشكل رقم 1. عائدات الصندوق محسوبة سنوياً حسب فئة الأصول، 2005-2019<sup>1</sup>



صناديق السندات الأساسية / الأساسية الإضافية	قيمة صناديق رأس المال الأمريكية الكبيرة	قيمة صناديق رأس المال الأمريكية الصغيرة	نمو صناديق رأس المال الأمريكية الكبيرة	صناديق التحوط	العقارات العالمية	الملكية الخاصة العالمية	رأس المال الجريء العالمي
---	---	---	--	---------------	-------------------	-------------------------	--------------------------

عند المقارنة بين رأس المال الجريء والملكية الخاصة نجد أنهما يختلفان على مدار أبعاد عديدة تشمل هيكل الصفقة وحجمها وتصور العائدات ذات المخاطر. فعلى سبيل المثال: تتسم استراتيجيات رأس المال الجريء بنظام "مرحلة الشركة المستثمر بها" - أو مستوى تطور الشركات المستهدفة - التي تتراوح بين الشركات الوليدة، التي ليس لديها إلا عرض مرئي عن إنشائها، و الشركات المحققة للإيرادات التي تسعى إلى الحصول على رأس مال من أجل النمو. وبما أن هذه الشركات تمثل مخاطرة لجهات الإقراض، فإن رأس المال الجريء يستخدم نظام حصص الملكية لشراء أسهم أقلية.

<sup>1</sup> العائدات لمديري صناديق السندات والملكية والتحوط هي عائدات سنوية مركبة متوسطة للسنوات الخمس عشرة التي انتهت في 31 ديسمبر 2019، ولا يندرج فيها إلا المديرين الذي يتوفر أدائهم خلال الفترة بأكملها. أما العائدات لمديري الاستثمارات الخاصة فهي معدلات عائدات داخلية أفقية تحسب منذ البدء حتى 31 ديسمبر 2019.

وعلى النقيض من ذلك، تستخدم شركات الملكية الخاصة عامة خليطاً من الديون وحصص الملكية لشراء أسهم مسيطرة في الشركات الراسخة، مع اتساع نطاق حجم الأموال ليبدأ من "المبالغ الصغيرة" إلى "المبالغ الضخمة". عند تقييم المخاطر التي تنطوي عليها استراتيجيات رأس المال الجريء/الملكية الخاصة، من المفيد أن يكون التفكير من منطلق المخاطر الأساسية مقابل المخاطر المالية. فمن ناحية، يكون رأس المال الجريء أكثر عرضة للمخاطر الأساسية، حيث تكون الشركات الناشئة عادة نماذج أعمال غير مثبتة كما أنها تخضع لمخاطر السوق ومخاطر التقنية ومخاطر التنفيذ، إلى غير ذلك من المخاطر الأساسية. ومن ناحية أخرى، تكون الملكية الخاصة أكثر عرضة للمخاطر المالية بسبب استخدام الديون في المعاملات.

## تشكيل الصندوق وديناميكيات عمل

الشركاء المحدودين - الشركاء العاميين

في حين توجد طرق متعددة للاستثمار في رأس المال الجريء/الملكية الخاصة، إلا أن الطريقة التقليدية لفعل ذلك هي من خلال **صندوق استثمار مقفول بشراكة محدودة**. وفي هذا الهيكل، يتم تجميع رأس مال المستثمرين معاً ويستثمره مدير الصندوق في شركات نيابة عنهم. وتسمى الصيغة الهيكلية التي تربط المستثمرين ومديري الصندوق "الشراكة المحدودة". ويعرف المستثمرون باسم الشركاء المحدودين بسبب مسئوليتهم المحدودة، أما الأشخاص الذين ينفذون ويديرون الاستثمارات فهم الشركاء العامون. وفي الأحوال العادية، يزود الشركاء المحدودون بمعلومات عامة عن الاستراتيجية المستهدفة للصندوق. وهم ليس لديهم سيطرة على القرارات الاستثمارية المتخذة، كما أنهم غير مشاركين في العمليات اليومية للصندوق.



وتحدد اتفاقية الشراكة المحدودة أدوار الشركاء المحدودين والشركاء العاميين بغرض تقليص احتمالات تعارض المصالح. وتعد اقتصاديات الصندوق من الأمور ذات الأهمية الخاصة.<sup>2</sup> ويحصل مدير الصندوق على تعويضات وأجور من خلال الرسوم الإدارية وربح الأداء. تحافظ أجور الرسوم الإدارية على سير العمل أو تغطي المصروفات التشغيلية للشركاء العاميين خلال مدة الاستثمار. ومن ناحية أخرى، تساهم مشاركة الأرباح عن طريق مكافأة ربح الأداء في توفيق المصالح المالية بين الشركاء المحدودين والشركاء العاميين بما يكفل قيام مديري الصندوق بعملهم بجدية لتحقيق عائدات للصندوق. ويتمثل الهيكل التقليدي في تجزئة النسبة إلى ما يسمى **"2 مقابل 20"**: يحصل الشركاء العامون على نسبة 2% مقابل قيمة الصندوق كرسوم إدارة سنوية ويتلقون 20% من الأرباح كمكافأة ربح أداء، وهو الهيكل الشائع استخدامه حتى اليوم.<sup>viii</sup>

## II. أنواع المستثمرين في الملكية الخاصة ورأس المال الجريء

يجب أن يكون لدى الشركاء المحدودين في رأس المال الجريء/الملكية الخاصة الرغبة في التعامل مع غياب السيولة وآفاق الاستثمار الطويلة على أمل تحقيق مكاسب ضخمة. غير أن كثيراً من المستثمرين قد تدفعهم أيضاً الرغبة في تشجيع الأثر الاجتماعي وتعزيز التنمية الاقتصادية أو دعم الابتكار. وربما يهتم آخرون، مثل برامج الشركات، برأس المال الجريء/الملكية الخاصة لأسباب استراتيجية (العثور على شركات جديدة، أو اكتشاف تقنيات جديدة أو الاستفادة من الاتجاهات الحديثة). وبالنسبة للأفراد، تفتح المشاركة في مجتمعات رأس المال الجريء/الملكية الخاصة الباب أمامك لبناء شبكات يمكنها أن تؤدي إلى مشاريع أو علاقات تعاونية مستقبلية.



<sup>2</sup> تشمل الأمثلة الأخرى الحجم المزمع للصندوق ودورة حياته والحد الأقصى والأدنى للمبلغ الذي يمكن استثماره في شركة ما بواسطة الصندوق. وتحدد اتفاقيات الشراكة المحدودة الحدود حول سلوكيات الشركاء العاميين أيضاً. يرجى زيارة مجموعات الصناعة (مثل جمعية الشركاء المحدودين المؤسسية (<https://ilpa.org/>)). التي تقدم عينات لاتفاقيات الشراكة المحدودة وتقوم بانتظام بتحديث الإرشادات للشركاء المحدودين والعاميين.

جرت التقاليد على أن يكون المستثمرون الأكثر نشاطاً وملاءمة لاستثمارات رأس المال الجريء/الملكية الخاصة من المؤسسات، مثل الأوقاف والمؤسسات وصناديق المعاشات، ولكن في الفترة الأخيرة، ونظراً لامتداد آفاق الاستثمار ومتطلبات السيولة الدنيا التي تتميز بها صناديق رأس المال الجريء/الملكية الخاصة، ظهرت في الصورة الشركات العائلية بوصفها لاعباً رائداً في هذه الصناديق: ففي سنة 2022، حازت ثمانية مكاتب من بين كل عشرة مكاتب عائلية حصصاً في صناديق رأس المال الجريء/الملكية الخاصة.<sup>ix</sup> وتتمتع الشركات العائلية أيضاً بحصص متوسطة تقترب من 23% في رأس المال الجريء/الملكية الخاصة، بوصفها نسبة من الأصول تحت الإدارة، وهي النسبة الأعلى بين جميع أنواع الشركاء المحدودين.<sup>x</sup>



وينطبق هذا الأمر على المملكة العربية السعودية: ووفقاً لـ Preqin، حتى سبتمبر 2023

## تعد الشركات العائلية من أكبر المستثمرين في صناديق رأس المال الجريء والملكية الخاصة في المملكة العربية السعودية

وتمثل 82 شريكاً من الشركاء المحدودين البالغ عددهم 156 شريكاً محدوداً في المملكة العربية السعودية.<sup>xi</sup> علاوة على ذلك، حتى 2022، كان 83% من المكاتب العائلية في الشرق الأوسط تستثمر بالفعل في رأس المال الجريء/الملكية الخاصة ببعض القدرات،<sup>xii</sup> في ظل مشاركة المكاتب العائلية بنسبة 11% من ثرواتهم القابلة للاستثمار في رأس المال الجريء/الملكية الخاصة.<sup>xiii</sup> وتعد المملكة العربية السعودية بالفعل الموطن لمعظم أصحاب الملايين في الشرق الأوسط بعدد يبلغ 354,000 (وما يقرب من 1,100 فرد من أصحاب القيمة الصافية الفائقة) حتى سنة 2022.<sup>xiv</sup> ومن المتوقع أن يزداد عدد المكاتب العائلية في المملكة العربية السعودية التي تستثمر في رأس المال الجريء/الملكية الخاصة.

يعتمد ما يراعيه مختلف الشركاء المحدودين عند تحديد المخصصات في رأس المال الجريء والملكية الخاصة على عدة عوامل مثل آفاق الاستثمار واحتياجات السيولة وتحمل المخاطر والالتزامات والأصول قيد الإدارة والموارد الداخلية ومستويات التعقيد. على سبيل المثال، قد يكون لدى صغار المستثمرين مرونة أكبر عند الاختيار بين فرص الاستثمار مقارنةً بكبار المستثمرين، حيث إن كبار المستثمرين عادة لا يستطيعون (أو لا يرغبون) في تقديم التعهدات الصغيرة المتعددة للصاديق، (وسيفتارون بدلاً من ذلك تقديم عدد تعهدات أقل وأكبر نسبياً) غير أن كبار المستثمرين غالباً ما يستطيعون الوصول إلى عدة صناديق من خلال امتلاكهم القدرة على تقديم تعهدات كبيرة وتقديم مزايا أخرى مثل الوصول إلى الشبكات أو الخبرات.

## III. تقييم الأداء

ينجذب عادة الشركاء المحدودون إلى رأس المال الجريء والملكية الخاصة إلى حد كبير بسبب العائدات القوية التي اشتهرت بها فئة الأصول تاريخياً، حيث بلغت نسبة الأداء السنوي لعمليات الاستحواذ وصناديق رأس المال الجريء على المستوى العالمي خلال العشرين عامًا الماضية 14.39%<sup>xv</sup> ومع ذلك؛ فإن عملية تقييم الأداء التي تبدو مباشرة تكون في حقيقتها معقدة من الناحية العملية.

يعد مقياسا الأداء الأكثر شيوعاً في الاستخدام في القطاع هما **معدل العائد الداخلي ومضاعفات رأس المال المستثمر** (ويُشار لها غالباً بـ "نسبة القيمة الإجمالية إلى رأس المال المدفوع"). يشيع استخدام معدل العائد الداخلي لتمثيل معدل العائد السنوي لصناديق رأس المال الجريء والملكية الخاصة. ومن الناحية التقنية، هو معدل الخصم الذي يسبب سلسلة من التدفقات النقدية التي تنشئ صافي قيمة حالية قدرها صفر (ومن ثم فهي "معدل عائدات يقاس بالمال). ويعد مقياس نسبة القيمة الإجمالية إلى رأس المال المدفوع مقياساً أبسط، ويُحسب بوصفه مبلغ القيمة المحققة وغير المحققة حتى تاريخه، مقسوماً على مبلغ المساهمات حتى تاريخه. وبناءً على ذلك، فهو يعد مقياساً "للأموال الخارجة مقسومة على الأموال الداخلة": وهو يوضح مقدار ما أدّره الاستثمار من العائدات، بالإضافة إلى أي قيمة متبقية مرتبطة باستثمارات لم يتم التخرج منها، كمضاعف للمبلغ المستثمر. تعد نسبة "التوزيع إلى رأس المال المدفوع" عنصراً متفرعاً من "نسبة القيمة الإجمالية إلى رأس المال المدفوع"، وهي مبلغ عائدات رأس المال حتى تاريخه، مقسوماً على مجموع المساهمات حتى تاريخه.

ومع ذلك وبسبب تفاوض الأهمية توجد في بعض الأوقات تضخيم عند استخدام أحد المقاييس في مقابل المقياس الآخر. فعلى سبيل المثال: يحسب معدل العائد الداخلي القيمة الزمنية للمال؛ ولكن نتيجة لذلك، تعطي وزناً غير مستحق لعمليات التخارج المبكرة. وفي ظل إدراك هذه الحقيقة، فإن بعض الشركاء العاميين "يفضلون" معدلات العائد الداخلي من خلال السعي لتحقيق "مكاسب سريعة" لتعزيز العائدات المحسوبة.<sup>xvi</sup> ومن القيود الأخرى الموجودة في معدل العائد الداخلي "افتراض إعادة الاستثمار": فهو يفترض بشكل أساسي أن نفس العائد يتحقق في كل مدة، وليس هذا هو الوضع في رأس المال الجريء والملكية الخاصة (تذكر منحنى الارتفاع على شكل حرف J أو J-curve). ومن ناحية أخرى، يعد مقياس نسبة القيمة الإجمالية إلى رأس المال المدفوع أسهل في التفسير إلى حد ما، ولكنه لا يحسب القيمة الزمنية للمال. علاوة على ذلك، يكون مقياس نسبة القيمة الإجمالية إلى رأس المال المدفوع في الشركة عرضة للتأثر بتقييم الأصول: نظراً لأن البسط في المقياس يتألف من القيمة المحققة وغير المحققة، فإن التقديرات المضخمة يمكن أن تؤثر بشكل كبير على العائدات المحسوبة. نتيجة لذلك، ينبغي للعاملين في القطاع تطبيق نهج شامل عند استخدام هذه القياسات، وربما قياسات أخرى بالتتابع، لتقييم الأداء وفهمه.

## المقارنة المعيارية للأداء

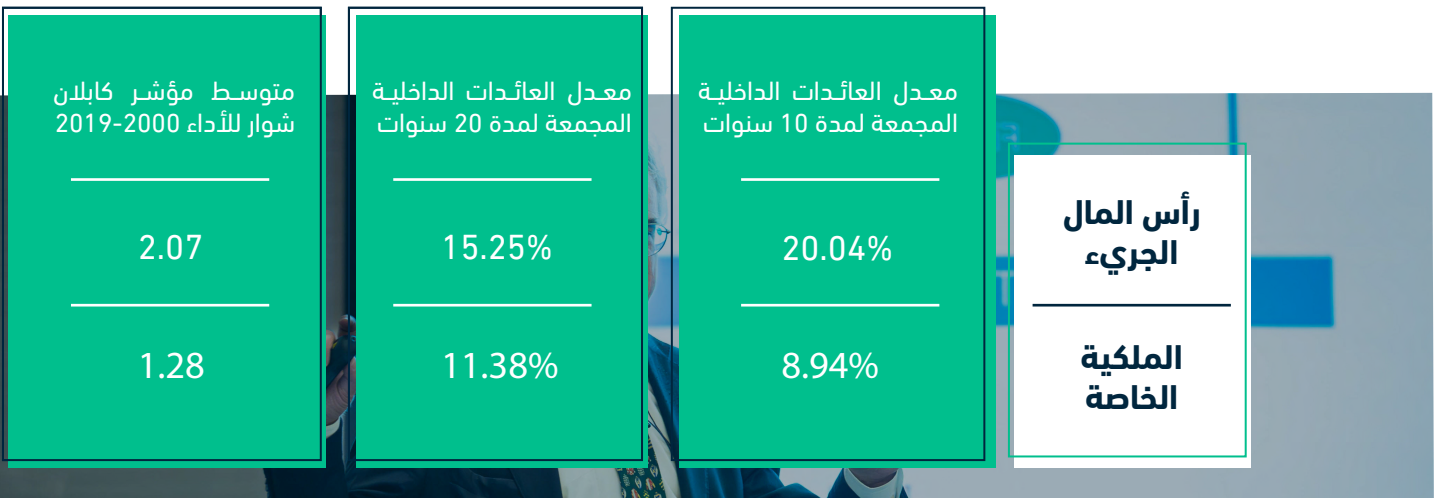
قد يعتبر عامة أداء صندوق رأس المال الجريء والملكية الخاصة منخفض القيمة نسبياً، حتى تتم مقارنته بالعائدات التي يمكن تحقيقها في مجال آخر. تُعرف هذه العملية بالمقارنة المعيارية، وهي عادةً ما تتم مقابل صناديق رأس المال الجريء والملكية الخاصة الأخرى باستخدام معدل العائد الداخلي ومقياس نسبة القيمة الإجمالية إلى رأس المال المدفوع. وتتم المطابقة بين الصناديق التي تتم مقارنتها وفقاً لمعايير مثل "سنة بدء الاستثمار" (السنة التي تشكلت فيها الصناديق)، والاستراتيجية والتركيز الجغرافي، والتركيز الصناعي، ومعايير أخرى لضمان إجراء مقارنة عادلة لمخاطر الاستثمار. تتوفر قيم المقارنة المعيارية من خلال عدد من مقدمي البيانات التجارية المختلفين مثل Cambridge Associates و Burgiss و State Street و Preqin و PitchBook و 9.

ولكن تمثل المقارنة المعيارية لأداء رأس المال الجريء والملكية الخاصة مقابل الأسواق العامة باستخدام معدل العائد الداخلي أو مقياس نسبة القيمة الإجمالية إلى رأس المال المدفوع مشكلة لعدة أسباب. وتتمثل المشكلة محوريًا في أن مؤشر السوق العام القياسي لا يتم تعديله ليوائم عدم انتظام توقيت التدفقات النقدية التي تعاني منها صناديق رأس المال الجريء والملكية الخاصة. يتغلب مقياس مكافئ السوق العام على هذه المشكلة عن طريق الإجابة عن السؤال التالي، "إذا قدمت مساهمات في مؤشر سوق عام بدلاً من صندوق رأس المال الجريء والملكية الخاصة، وإذا كانت هذه المساهمات (والتوزيعات الناتجة) بنفس الحجم وحدثت في نفس الأوقات مثل تلك الخاصة بصندوق رأس المال الجريء والملكية الخاصة، **فماذا ستكون قيمة العائد؟**" يجب مقياس مكافئ السوق العام كابلان-شوار (Kaplan-Schoar) عن هذا السؤال من خلال توفير نسبة تشير، عندما تكون أكبر (أو أقل) من 1.0، إلى تفوق (أو ضعف) أداء السوق الخاص مقارنةً بأي مؤشر آخر.<sup>xvii</sup>

## أداء رأس المال الجريء والملكية الخاصة في المملكة العربية السعودية

لا يوجد تاريخ متاح لبيانات الأداء الإقليمية، نظرًا لظهور رأس المال الجريء والملكية الخاصة في المملكة العربية السعودية سريعاً ومنذ وقت قريب. فعلى سبيل المثال، لم يكن لدى مزود البيانات PitchBook حتى سبتمبر 2023، أي صناديق مقرها المملكة العربية السعودية لها بيانات أداء. وبدلاً من ذلك، يمكننا استخدام عائدات رأس المال الجريء والملكية الخاصة في الأسواق الناشئة على نطاق أوسع كبديل كما هو ظاهر في **الشكل رقم 2**.<sup>3</sup> لم يكن الأداء الخاص برأس المال الجريء والملكية الخاصة في الأسواق الناشئة قويًا فقط من الناحية المطلقة، ولكن الملكية الخاصة تفوقت على الأسواق العامة في 14 عامًا بين عامي 2000 و2019، بينما تفوق رأس المال الجريء في 15 عامًا في نفس الفترة.<sup>4</sup>

الشكل رقم 2. تقسيم الأداء التاريخي لرأس المال الجريء/الملكية الخاصة في الأسواق الناشئة (حساب مؤشرات الأداء لكابلان شوار للأداء مقابل مؤشر أداء MSCI للأسواق الناشئة)



<sup>3</sup> يقصد بمصطلح "الأسواق الناشئة" بأنه يشمل الأقاليم التالية وفقاً لتقسيم الفئات الذي وضعته جمعية زملاء كامبريدج: أفريقيا، آسيا/المحيط الهادئ الناشئ، أوروبا الناشئ، المستوى العالمي الناشئ، أمريكا اللاتينية والكاريبي الناشئ، الشرق الأوسط الناشئ. يستخدم مقياس كابلان شوار (KS-PME) مؤشر MSCI للأسواق الناشئة كمرجع.

<sup>4</sup> يلاحظ أنه بينما تفوق أداء مؤشر MSCI للأسواق الناشئة على مؤشر MSCI العالمي منذ سنة 2000، (صافي العائد المحسوب سنوياً البالغ 7.3% مقابل 5.97% حتى 31 أغسطس 2023)، إلا أن أداء الأسواق الناشئة كان أقل بكثير من الأسواق العالمية خلال السنوات العشر الأخيرة (2.99% مقابل 9.28% حتى 31 أغسطس 2023).

## علاوة على ذلك؛ أظهرت صناديق رأس المال الجريء والملكية الخاصة والاستثمارات العديدة في المملكة العربية السعودية القدرة على تحقيق عائدات قوية في المنطقة.

فعلى سبيل المثال: شركة **Impact46** هي شركة رأس مال جريء مقرها الرياض وتركز على الاستثمار في الشركات التقنية الناشئة في عدة مجالات. واستثمرت شركة **Impact46** التي تأسست في عام 2019 حتى الآن ما يفوق 600 مليون ريال في 35 شركة وحققت 5 عمليات تخارج.<sup>xxix</sup> وتذكر الشركة أن صندوقها الأول، **The Seed Fund**، قد حقق نسبة القيمة الإجمالية إلى رأس المال المدفوع بقيمة 3.6 أضعاف استثماراتها، وأن صندوق النمو الثاني (الذي أطلق في عام 2021) قد حقق نسبة القيمة الإجمالية إلى رأس المال المدفوع قدرها 1.9 ضعف استثماراته القائمة بالفعل.<sup>xx</sup> والمثال الآخر هو شركة جدوى التي يقع مقرها في الرياض، والتي لا تعتبر أكبر مستثمر للملكية الخاصة في المملكة العربية السعودية فحسب، بل هي أيضًا شركة إدارة استثمارات رائدة في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا.<sup>xxi</sup> في ديسمبر 2022، صرحت شركة جدوى أن لديها النية في استثمار أكثر من نصف مليار دولار في صفقات الملكية الخاصة، وإدراج أسهم في ثلاث شركات من شركات محفظتها بحلول عام 2025.<sup>xxii</sup> وفي ثماني عمليات تخارج، أعادت جدوى ما يقرب من 3 مليارات دولار من توزيعات الأرباح لمستثمريها.

يعد قطاع الرأس المال الجريء والملكية الخاصة قطاعاً دورياً إلى حد كبير فيما يتعلق بجمع الأموال، والنشاط الاستثماري، والأداء.<sup>xxiii</sup> يحقق المستثمرون عائدات قوية، وهو ما يجذب رأس مال إضافي إلى فئة الأصول. إلا أن هذ يؤدي إلى فائض في التعهدات، والذي يؤدي عادةً إلى ارتفاع الأسعار التي دفعها الشركاء العامون للاستثمارات، نظرًا لأن كثرة الأموال يقابلها قلة الصفقات. ومع تدهور الأوضاع، يميل المستثمرون إلى الانسحاب من رأس المال الجريء والملكية الخاصة وتقليل حصصهم. ومن ثم، تنخفض أسعار الصفقات مرة أخرى، ومع تحسن ظروف السوق، ترتفع العائدات وتستمر الدورة.

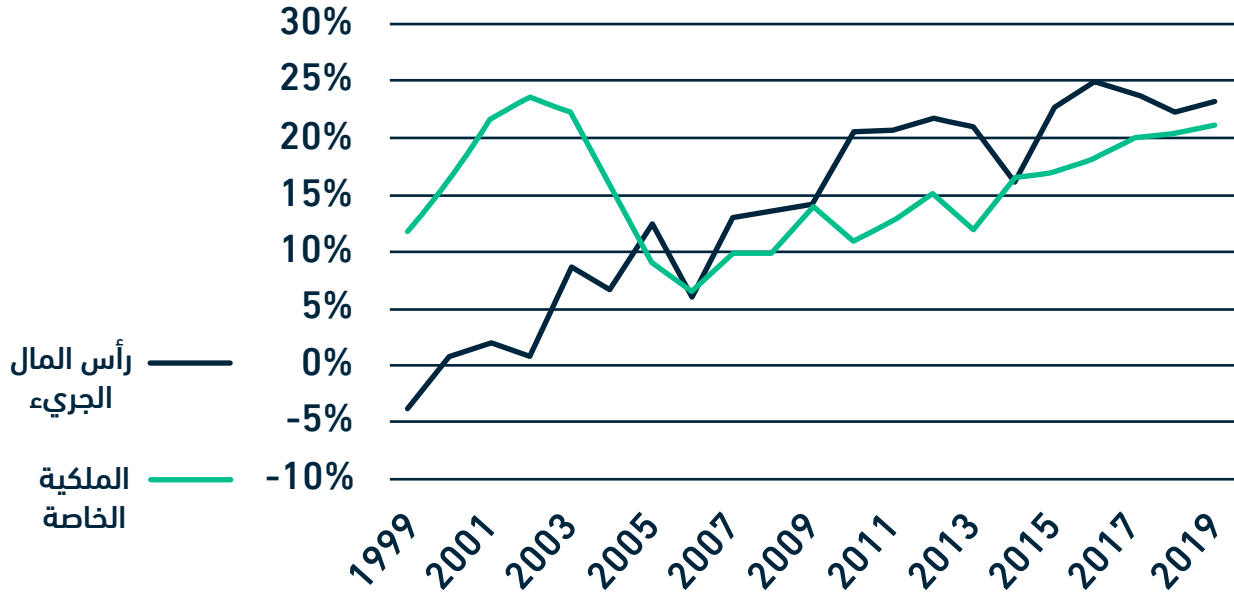
"إن المملكة العربية السعودية لديها الرؤية والموارد والطموح للاستثمار في المشروعات الناشئة بطريقة لا يكاد يراها أحد"<sup>v</sup>

كورتني باول،  
المدير التنفيذي للعمليات والشريك الإداري في  
شركة الاستثمار الجريء الشهيرة (500 جلوبال)



## IV. أفضل الممارسات لتنفيذ برنامج رأس المال الجريء والملكية الخاصة والحفاظ عليه

الشكل رقم 3. معدل العائدات الداخلية (IRR) المجمعة لعمليات استحواذ صناديق الملكية الخاصة وصناديق رأس المال الجريء عالميًا حسب سنة بدء الاستثمار، 1999-2019



ومع ذلك لا يفترض أن يعني هذا أن على المستثمرين تحديد توقيت دخول السوق (أو الخروج منه). حيث لا يعد تحديد توقيت دخول السوق صعباً فحسب بسبب الطبيعة الموسمية لجمع الأموال ومشكلات الوصول وعدم القدرة على التنبؤ باستدعاء رأس المال وتجارجه، بل وجد الباحثون أيضاً أن استراتيجيات الاستثمار في رأس المال الجريء والملكية الخاصة القائمة على تحديد توقيت السوق أنتجت الحد الأدنى من المزايا - وفي بعض الأحيان عائدات أسوأ - مقابل تقديم التعهدات السنوية الثابتة للأموال.<sup>xxiv</sup> وعلى الرغم من ذلك، تعني التقلبات الدورية أن على الشركاء المحدودين البقاء على حالهم خلال الظروف السلبية في السوق. ولم تقتصر التقلبات الدورية المعاكسة على بعض أفضل الصناديق أداءً أثناء فترات هبوط السوق أو بعدها مباشرة، بل إن الابتكار ذاته قد تصيبه التقلبات الدورية المعاكسة في صورة "التدمير الخلاق": فمع انخفاض تكاليف الفرصة البديلة أثناء فترات هبوط السوق، يبدأ رواد الأعمال مشروعاتهم وتستكشف الشركات التقنيات الجديدة.<sup>xxv</sup>

ويمكن أن يسفر قصر النظر أيضاً عن آثار سلبية خطيرة على العائدات. فقد قدمت الأزمة المالية العالمية عدة أمثلة اتخذ فيها الشركاء المحدودون (سواء باختيارهم أو فرض عليهم) إجراءات قصيرة المدى أثرت سلباً على عائداتهم على المدى الطويل. ووجد الباحثون أن الشركاء المحدودين باعوا أصولاً بأقل من قيمتها بمتوسط يصل إلى 50% تقريباً في ضم الأزمة.<sup>xxvi</sup> وذهب بعض المجموعات أبعد من ذلك، حيث تخرجوا نهائياً من برامج رأس المال الجريء والملكية الخاصة، كما أسفر ذلك عن ضياع مليارات من المكاسب في بعض الحالات.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> ويعد المثال الأكثر وضوحاً هو نظام تقاعد الموظفين العموميين في كاليفورنيا ("كالبيرس"). والذي أوقف تعهداته تجاه برنامج الملكية الخاصة الخاص به، وخفض مخصصاته لرأس المال الجريء إلى أقل من 1% بين عامي 2009 و2018، ما أدى إلى خسارة ما يصل إلى 18 مليار دولار من المكاسب عند ازدهار الأسواق الخاصة.

## الاعتبارات المحيطة بإنشاء المحفظة

يتطلب الاستثمار في رأس المال الجريء والملكية الخاصة تخطيطًا حذرًا يشمل بُعدين آخرين على الأقل: التنوع واختيار المدير، مثلما يكون الحال مع الأسواق العامة.

### 1. التنوع داخل محافظ رأس المال الجريء والملكية الخاصة

يستفيد التنوع داخل محافظ رأس المال الجريء والملكية الخاصة من أفكار نظرية المحافظ الحديثة، التي ابتكرها الراحل هاري ماركويتز الحائز على جائزة نوبل، والتي توضح أن حيازة عدد من الأصول المالية التي لا يكون أداؤها ذا وتيرة موحدة يؤدي إلى تقليل المخاطر لنفس مستوى العائدات (أو أكبر منها). ويعني ذلك، في سياق محافظ رأس المال الجريء والملكية الخاصة، حيازة الصناديق التي تتنوع حسب سنة بدء الاستثمار والاستراتيجية وعوامل أخرى (منها القطاع والعامل الجغرافي)، فضلًا عن زيادة عدد الأموال المملوكة في المحفظة.<sup>6</sup>



يمكن للشركاء المحدودين أن يتعاملوا مع التنوع بطرق أخرى. في بعض الحالات على سبيل المثال وبسبب أحجام الاستثمار المحدودة ومشكلات الوصول، قد لا يكون قيام أحد الشركاء المحدودين بتنفيذ ما يكفي من استثمارات رأس المال الجريء والملكية الخاصة لإنشاء محفظة متنوعة أمرًا غير عملي. ونتيجة لذلك، يلجأ بعض المستثمرين (خاصة الجدد) إلى أدوات رأس المال الجريء والملكية الخاصة المتنوعة بالفعل عوضًا عن ذلك. **ويكون المثال التقليدي لذلك هو صندوق الصناديق** - وهو صندوق يستثمر بشكل انتقائي في صناديق رأس المال الجريء والملكية الخاصة الأخرى، مما يترتب عليه بطبيعة الحال تحمل رسوم إضافية.

<sup>6</sup> على سبيل المثال، تعد سنة بدء الاستثمار واحدة من أهم الاعتبارات عند تنويع محفظة من صناديق رأس المال الجريء والملكية الخاصة، بسبب التباين في تسعير الصفقات وبيئات التخارج. وعند النظر إلى صناديق الاستحواد العالمية، فإن الارتباط بين معدلات العائد الداخلي المجمعة والمحسوبة باستخدام أموال من نفس سنة بدء الاستثمار وتلك الخاصة بسنة بدء الاستثمار السابقة (على سبيل المثال: صناديق بدء الاستثمار لسنة 2000 مقابل صناديق بدء الاستثمار لسنة 2001) هو 0.72 ولكنه ينخفض إلى 0.25 بالنسبة لفروق صناديق بدء الاستثمار لسنة للعامين (على سبيل المثال: صناديق بدء الاستثمار لسنة 2000 مقابل صناديق بدء الاستثمار لسنة 1998) و-0.25 للفروق القديمة لمدة ثلاث سنوات (على سبيل المثال: صناديق بدء الاستثمار لسنة 2000 مقابل صناديق بدء الاستثمار لسنة 1997) بعبارة أخرى، يمكن للصناديق التي سُكلت في سنوات مختلفة أن تقدم فوائد تنويع. المصدر: تحليل الكاتب باستخدام البيانات من مؤشر State Street Private، في 17 أغسطس، 2023.



وعلى النقيض من ذلك، قد يفضل الشركاء المحدودون الأكثر رسوخاً الاستثمار المباشر في الشركات، متجاوزين في ذلك شركات رأس المال الجريء والملكية الخاصة. قد يكلف ذلك الحاجة إلى التحليل المعمق من الفريق ولكنه في نفس الوقت يمنح المستثمرين حرية كاملة في اختيار الاستثمارات وتوقيت التخارج والأرباح المحققة. إلا أن الاستثمارات المباشرة لا تصلح للجميع، حيث يتطلب هذا المسار من المستثمر أن يقوم بدور الشريك العام الحاسم، من حيث بذل المجهود الكافي وللإلزام لتحقيق القيمة والرقابة وما إلى ذلك. حيث تظهر البحوث أيضاً أن الاستثمارات المباشرة تعاني في التغلب على أداء الصندوق. وبما أن تلك الصفقات تستوجب إدارة أكثر نشاطاً ورقابة من المستثمر (مثل الاستثمار في الشركات ذات المراحل الأولية) فإن الأداء يكون أسوأ بشكل عام.<sup>xxvii</sup> تميل المجموعات الراسخة والمتمرسية إلى تحقيق أداء أفضل عند القيام بالاستثمار المباشر، كما هو الحال في الصفقات التي تقل فيها العقبات التي تمثلها المعلومات (مثل الصفقات التي تكون محلية أكثر للمستثمر وتكون أقل تخصصاً).

## 2. أهمية اختيار المدير

بالإضافة إلى تفاوت العائدات بين صناديق رأس المال الجريء والملكية الخاصة، أظهرت البحوث أن مديري الصناديق الذين حققوا أداءً عاليًا في الماضي لن يكونوا بالضرورة قادرين على تكرار هذا الأداء في الصناديق القادمة حيث تشير بيانات أكثر من 30 عامًا من رأس المال الجريء والملكية الخاصة إلى أن المواظبة على الأداء تكون أقوى في رأس المال الجريء مقارنة بصناديق الاستحواذ، لكن تتضاءل هذه الميزة في فئتي الأصول بمرور الوقت.<sup>xxviii</sup> وبناء على ذلك، يجب على الشركاء المحدودين أن تكون لديهم إجراءات قوية لتقييم استثمارات الصناديق المحتملة. ويتضمن هذا الكثير من العوامل الكمية والنوعية، وغالبًا ما يختلف الشركاء المحدودون في رأس المال الجريء والملكية الخاصة في أهمية أي من العاملين أكثر من الآخر. ومع ذلك، فقد حددت الدراسات الاستقصائية للشركاء المحدودين أربعة عوامل مركزية في اختيار مديري الصناديق: سجل النجاحات وتشكيل الفريق وأطروحة الاستثمار ومواءمة الحوافز.

يتطلب تحديد مصادر الصفقات وإدارة شركات المحافظ جهداً شاقاً لتحقيق نتيجة ناجحة.<sup>7</sup> وبناء على ذلك، يجب على الشركاء المحدودين، قبل التعهد برأس المال، أن يكونوا على ثقة من أن المدير المحتمل قادر على أن ينفذ بمهارة استراتيجيتهم وأن يجد الصفقات ويفوز بها وأن يحقق العائدات. وبالنسبة للشركاء العاميين الجدد، الذين ليس لديهم سجل للأداء، يمكن للمستثمرين أن ينظروا في الخبرات السابقة أو الصفقات الفردية التي اكتملت في شركة سابقة. ويمكن أن يظهر الشركاء العامون الجدد نهجهم الاستثماري من خلال تطوير مسار للصفقات المحتملة أو حتى تنفيذ صفقة تكون بمنزلة مثال للصندوق.<sup>xxix</sup>

كذلك يريد الشركاء المحدودون أن يروا أن الفريق مجهز لتنفيذ أطروحة استثمار الصندوق وأن يعمل سويًا بشكل جيد خلال عمر الصندوق، ولا سيما بالنظر إلى أن ذلك القطاع يعتمد على العلاقات بشكل كبير. على سبيل المثال، وجدت دراسة بشأن إنشاء الصفقات أن 31% من الصفقات المنجزة أتت من شبكة علاقات مستثمري رأس المال الجريء وأن مستثمرين آخرين قد قاموا بتقديم مشورة حول 20% منها.<sup>xxx</sup> وعلاوة على امتلاك معرفة ذات صلة بالمجال من خلال الأدوار السابقة (من حيث تقييم الصفقات وإنجازها)، يضيف الفرق الذي يتمتع بجودة عالية أيضاً قيمة إلى شركات المحافظ من خلال تعيين الأشخاص المهرة من شبكاتهم.

وترتبط خلفيات الفريق أيضاً بتوقع كيفية تحقيق المديرين للعائدات. يمكن أن يستخدم الشركاء العامون عوامل مختلفة (إدخال تحسينات تشغيلية في الشركات، باستخدام موازنة الأرباح أو الاستفادة من دعم القروض، وغير ذلك)،<sup>xxxix</sup> ومن ثم من المهم إدراك استراتيجية إضافة القيمة للصندوق. وفي السنوات الأخيرة ركز الشركاء المحدودون والشركاء العامون على حد سواء على مجال التحسين التشغيلي الذي يساهم في العائدات (أي إنماء العمل أو تنقيحه بدلاً من الاعتماد على الهندسة المالية أو نهج "ال شراء بسعر منخفض والبيع بسعر عال" بشكلٍ حصري). تتمتع المهارات التشغيلية بأهمية خاصة أثناء فترات الهبوط: فقد وجدت إحدى الدراسات أن معدل العائد الداخلي المتوسط للفترة من 2009 إلى 2013 في صناديق الملكية الخاصة التي بدأت الاستثمار مع فريق إنشاء القيمة التشغيلية المكرس كانت أعلى بنسبة 5% في المطلق مقابل الصناديق التي لم يكن لديها فريق كهذا.<sup>xxxii</sup> وترجح البحوث أيضاً أن الشركات التي لديها أطروحات استثمار متخصصة ترتبط بتفوق الأداء،<sup>xxxiii</sup> وأن الشركات المتخصصة (وكذلك الشركات ذات الخبراء المتخصصين) حققت معدلات نجاح صفقات أعلى.<sup>xxxiv</sup>

<sup>7</sup> في إحدى الدراسات الحديثة لشركات رأس المال الجريء، يجد كتاب الدراسة أن شركات رأس المال الجريء المتوسطة تنجز أربع صفقات فقط في العام، ولكن تدرس الشركة 101 استثمار محتمل لكل صفقة منجزة.

وأخيراً، يرغب المستثمرون في رؤية حوافزهم تتلاقى مع حوافز مديريهم. وتعد فلسفة الاستثمار المشتركة والاستعداد للتفاوض، نيابةً عن الشركاء العامين بشأن هيكل الأجور ومكافآت الأداء والأحكام ذات الصلة من المؤشرات الإيجابية عند تقييم المديرين. **ومن المهم أيضاً للمستثمرين تقييم عدالة هياكل التعويضات المادية داخل شركات رأس المال الجريء والملكية الخاصة بغرض ضمان استقرار الفريق، نظراً لأن الشركاء المحدودين يتشاركون مع الشركاء العامين على المدى الطويل.** كما أن عدم المساواة الاقتصادية داخل شركات رأس المال الجريء والملكية الخاصة له عواقب سلبية (مثل الانفصال، والافتقار إلى التحفيز، ومغادرة أصحاب الأداء العالي).<sup>xxxv</sup>

## إضفاء الطابع المؤسسي

إضفاء الطابع المؤسسي هو عملية تساعد على إنشاء أساس للنمو وتجعل النجاح قابلاً للتكرار والنماء. في رأس المال الجريء والملكية الخاصة يجب أن تعكس إجراءات المستثمر منظور طويل الأجل لمنع الدوافع قصيرة الأجل التي يمكن أن تتسبب في آثار ضارة على المدى الطويل. وفي الوقت ذاته، يجب أن تكون هناك إجراءات لمراقبة أداء أي استثمار بشكل ملائم ولتفهم كيفية تحقيق المديرين للعائدات.

إضفاء الطابع المؤسسي يضم أيضاً عناصر **"بناء العلامة التجارية"** أو كيف تصبح مستثمراً مرغوباً به. ويساعد هذا الأمر المنظمة ليس فقط على أن تجتذب الأشخاص الموهوبين بل أيضاً على اجتذاب أفضل الشركاء العامين. ويركز الشركاء العامون على بناء قاعدة مستثمرين مستقرة ومتنوعة تفهم القطاع ويمكن الاعتماد عليها لرأس المال. وفي هذا الصدد، تظهر أهمية إجراءات إضفاء الطابع المؤسسي التي تضمن استقرار الفريق وتعكس الالتزام المستمر بالاستثمار طويل الأجل.

وختاماً، على الرغم من الطبيعة طويلة الأجل لرأس المال الجريء والملكية الخاصة، **يتم التعجيل بالأطر الزمنية لعملية صنع القرار**، ولا سيما بالنظر إلى المنافسة المتصاعدة. وعلى ذلك من المهم أن يوجد إجراء ذو معايير استثمارية واضحة (القطاع والمعيار الجغرافي وأحجام المعاملات وملاءمة المحفظة وما إلى ذلك) في صيغة قوائم مراجعة وكذلك فرض الإسراع في اتخاذ القرارات. ويرتبط بذلك القدرة على تقييم المديرين الحاليين، حيث إن قرار إعادة الاستثمار في الصندوق التالي للشركاء العامين هو الوسيلة المحورية التي يمكن بواسطتها للشركاء المحدودين تعديل محافظتهم والاستفادة من المعلومات الداخلية التي تم الحصول عليها أثناء عملية الاستثمار، وممارسة ضغوط الحوكمة على الشركاء العامين.<sup>xxxvi</sup> ويساعد أيضاً الاختيار الأفضل للصناديق اللاحقة في شرح الفروق التاريخية الملحوظة في الأداء بين الأنواع المختلفة للشركاء المحدودين.<sup>xxxvii</sup>

## دراسة الحالة: شركة محمد إبراهيم السبيعي وأولاده للاستثمار



لتقديم مثال واقعي لأفضل ممارسات الشريك المحدود في العمل، نقدم أدناه دراسة حالة لشركة محمد إبراهيم السبيعي وأولاده للاستثمار ("ماسك")، وهي شركة استثمارية مملوكة لعائلة مقرها الرياض وتتجاوز قيمتها مليارات الدولارات.

### إنشاء برنامج استثمار لرأس المال الجريء والملكية الخاصة شركة محمد إبراهيم السبيعي وأولاده للاستثمار<sup>8</sup>

تمثل البداية كشريك محدود في رأس المال الجريء تحدياً - ولكن من خلال كسب فهم عميق لفئة الوصل وتطبيق أفضل الممارسات، يمكن للمستثمرين التأكد بشكل أفضل من النجاح الأولي والمستدام لبرامجهم الاستثمارية في رأس المال الجريء. وكان أحد الشركاء المحدودين الذين حققوا هذا الإنجاز هي شركة ماسك، وهي شركة استثمارية مملوكة لعائلة رجل الأعمال السعودي الراحل محمد إبراهيم السبيعي.

تأسست شركة ماسك، التي يقع مقرها في الرياض، بشكل حصري لإدارة أصول أسرة محمد إبراهيم السبيعي. وتدير الشركة محفظتها البالغة عدة مليارات من الدولارات باستخدام نهج ذي ثلاثة أفرع للاستثمار في الملكية العامة والملكية الخاصة والعقارات. ويوجد عنصران في استراتيجية الملكية الخاصة هما: الاستثمار المباشر والاستثمارات بصفة الشريك المحدود في صناديق رأس المال الجريء وحصص النمو الرئيسية. وتشكل برنامج استثمار رأس المال الجريء بعد تعيين الرئيس التنفيذي الجديد في 2021 كوسيلة لتنويع محفظة الأسرة وانفتاحها على جميع المناطق الجغرافية. ونتيجة لذلك، يركز برنامج استثمار رأس المال الجريء على الفرص المتاحة في الولايات المتحدة، وبشكل انتقائي للفرص في أوروبا، بشكل يستكمل الممتلكات المحلية للمحفظة.

<sup>8</sup> تستند هذه الدراسة إلى مقابلة مع موظفي ماسك والموقع <https://masic.com.sa/> وتمت مراجعتها من جانب ماسك، لتوضي الدقة.

## يحتوي برنامج استثمار ماسك لرأس المال الجريء على أفضل ثلاث ممارسات على وجه الخصوص.

1. الحفاظ على منظور طويل المدى.
2. اختيار مدير قوي.
3. التنوع.

أولاً: تدرك ماسك أن "رأس المال الجريء هي فئة أصول طويلة الأجل، ولذلك يجب أن يكون لديك رؤية بعيدة المدى في كيفية تأثير ذلك على شركتك." ينعكس هذا المنظور في كيفية إدارة الشركة في تحديات السيولة لاستثمارات رأس المال الجريء. تشدد ماسك على أهمية الحفاظ على السيولة خلال فترة استثمار الصندوق - وهي أول سنتين إلى خمس سنوات من عمر الصندوق عمومًا - لضمان تلبية جميع طلبات رأس المال. في البداية، توصي ماسك بأن يقوم الشركاء المحدودون بالنظر في كيفية تأثير نوع الصندوق على تخطيط التدفق النقدي. فعلى سبيل المثال: تدرك شركة ماسك أن صناديق المرحلة المبكرة قد توفر عائدات أكبر، ولكن صناديق المرحلة المتأخرة يمكن أن توفر توزيعات الأرباح في وقت أقرب. وفي ظل استراتيجيات استثمارات الصندوق الخاصة بهم، يجب على الشركاء المحدودين التخطيط "لمنحنى الارتفاع على شكل حرف J أو J-curve" لتجنب أي أزمات سيولة - أو الأسوأ من ذلك، وهو التعثر في سداد طلبات رأس المال الخاصة بهم.

بالإضافة إلى العائدات السيئة من المبيعات القسرية لاستثمارات رأس المال الجريء، فإن التعثر في سداد التزامات الفرد كشريك محدود له آثار سلبية شديدة على المصداقية. وتؤكد ماسك على أن **السمعة هي السلعة الثمينة في رأس المال الجريء للوصول إلى كبار المديرين** من ناحية الأداء ويحتاج الشركاء المحدودون إلى بناء شبكات ومراجع واسعة النطاق. تؤكد ملاحظات ماسك أن التفاوت الكبير في العائدات بين مديري الصناديق في الربع الأعلى والأدنى، وحقيقة أن استثمارًا واحدًا في شركة كبرى يمكن أن يجعل الصندوق "رابحًا"، يبرزان أهمية الاختيار الدقيق لمدير الصندوق. تشير ماسك إلى أن الشركاء المحدودين في صناديق رأس المال الجريء لديهم في الواقع دور محدود - "أنت لا تشارك في العمليات اليومية ولا في أي قرارات استثمارية لأنك تستثمر في صندوق مجهول المآل". ونتيجة لذلك، يجب على المستثمرين توشي الحذر بشأن الجهة التي يضعون أموالهم معها في شراكة تمتد لعقد من الزمن. ومع ذلك ماسك ليست خائفة من دعم مديرين جدد ذوي كفاءة عالية. وتدرك الشركة أنه من خلال المخاطرة بالتعهد بمبلغ صغير من رأس المال لمديرين جدد، فقد تجد أفضل مدير في الربع القادم وتكتسب وصولًا طويل الأمد إلى صناديق الشركاء العاميين.

أخيراً، فإن تنويع الاستثمارات يعد الاعتبار الأساسي لبرنامج ماسك لرأس المال الجريء. وتدرك الشركة أن رأس المال الجريء هو **قطاع متقلب، يمر بمراحل "صعود" و"هبوط"** ويجب على الشركاء المحدودين أن يكونوا "متوافقين مع هذه العوامل واتخاذ الإجراءات اللازمة للتخفيف منها، وللحد من أي آثار سلبية لهذه التقلبات الدورية." بالإضافة إلى الرؤية الطويلة المدى، تقلل ماسك من تأثير التقلبات الدورية والمخاطر الأخرى من خلال التنويع عبر القطاعات، والمراحل، وبخاصة الفترات الزمنية، عن طريق التعهد بمبلغ ثابت سنويًا للمشاركة في رأس المال الجريء. سيساعد التنويع الشريك المحدود على تجاوز التحولات الهابطة في السوق وتعويض الأداء الضعيف من أي استثمار فردي.

بينما تصب استثمارات الشركة لرأس المال الجريء تركيزها على المستوى العالمي، **تؤمن ماسك بنمو منظومة رأس المال الاستثماري في السعودية في القريب العاجل.** كتبت الشركة: "في السنوات القادمة، ستتطور منظومة رأس المال الجريء السعودي بشكل أكبر، وستجذب الكثير من المواهب العالمية وهو الأمر الذي سيشجع بدوره الطابع الابتكاري للشباب." تتوقع الشركة وقوع ثلاثة أحداث رئيسية في السنوات القادمة: سيظهر المزيد من الأفكار المبتكرة من نجاحات "المرحلة الأولى" (مثل شركات طلب توصيل الركاب وتوصيل الطعام)، وسيقوم المزيد من أصحاب رؤوس الأموال في العالم بدخول السوق السعودية والاستثمار في الشركات السعودية الناشئة، كما ستتوسع الشركات الناشئة والشركات الصغيرة والمتوسطة العالمية في المملكة للاستفادة من الإيرادات التي يحركها النمو السريع للاقتصاد.

في ظل المبادرات الحكومية والنمو الاقتصادي السريع ورقمنة الاقتصاد، من المتوقع أن يعزز رأس المال الجريء المزيد من التغيير التقني والابتكار داخل المملكة العربية السعودية. ويعد هذا سبباً إضافياً يدفع الشركاء المحدودين الجدد إلى اتباع نهج كبار المجموعات الاستثمارية مثل شركة ماسك التي تعي تحديات فئة الأصول ذات رأس المال الجريء وتطبق العديد من أفضل الممارسات التي نوقشت في هذا التقرير.

# V الملخص: خريطة الطريق للشركاء المحدودين الجدد

سرعان ما أصبح رأس المال الجريء والملكية الخاصة صناعة عالمية ذات نفوذ وتغلغل وتبلغ قيمتها تريليونات الدولارات. يمكن لفئة الأصول أن تقدم الكثير للمستثمرين، بما في ذلك احتمالية العائدات الضخمة وفوائد تنويع المحفظة. ومع ذلك، فإن الاستثمار الناجح في رأس المال الجريء والملكية الخاصة يمثل تحديًا للمستثمرين الجدد والمخضرمين على حدٍ سواء. وتلخيصاً لما سبق، نختم بخريطة طريق عامة للشركاء المحدودين الجدد.

## خريطة طريق للشركاء المحدودين الراغبين بإنشاء برنامج استثمار رأس المال الجريء والملكية الخاصة

### 1. افهم الأهداف والغايات وعبر عنها

يمكن أن تشمل الأهداف المالية (العائدات المتوقعة وتحمل المخاطر وغيرها) والأهداف الاستراتيجية. انظر فيما إذا كانت الأهداف واقعية وكيفية قيام رأس المال الجريء والملكية الخاصة باستكمال المحفظة برمتها.

### 2. بناء الخبرة الداخلية

فكر في الفريق الذي ستحتاجه لتشغيل برنامج الاستثمار، وإن كنت بحاجة إلى أي موظفين جدد. تعيين مستشارين ذوي علاقات قائمة ومعرفة متعمقة بالقطاع قد يكون أمراً مفيداً.

### 3. عمليات إضفاء الطابع المؤسسي

يجب أن تترسخ رؤية بعيدة المدى في برنامج استثمار رأس المال الجريء والملكية الخاصة. توفر قوائم المراجعة إطاراً بسيطاً لمقارنة الشركاء العاملين المحتملين والاستثمارات (انظر على سبيل المثال [ILPA's sample questionnaire](#)) تأكد من أن جدول التخصيص الخاص بك سيسمح بسيولة كافية لتلبية طلبات رأس المال. ويجب على لجنة الاستثمار النشطة والمستنيرة أن تحدد اتجاهًا واسعًا للسياسة، بينما يتعامل الموظفون مع العمليات اليومية. يجب أن تتم الموازنة بين تقييم أداء الفريق في المدى القريب مع قراراتهم المتخذة بعيدة المدى.

#### 4. طور العلاقات وقم ببناء الشبكات

فكر في كيفية الاستفادة من الاتصالات الحالية وحضور مؤتمرات القطاع والندوات وأحداث التواصل الأخرى لتطوير الأفكار والمراجع. إحصار مستشارين أو طاقم عمل بدوام كامل لديهم خبرة سابقة في رأس المال الجريء والملكية الخاصة يمكنه أن يسرع العملية.

#### 5. قم بالاستثمار في الصناديق

بالنسبة لمستوى معين من المخاطر والعائدات، تأكد من استثمارات الصناديق متنوعة بشكل ملائم على مستويات التوقيت والقطاعات والمراحل وغيرها. ويمكن أن يساعد صندوق الصناديق في حالة كانت الموارد محدودة.

#### 6. راقب الاستثمارات وأدائها

ركز على عدد محدود من مقاييس الأداء بطريقة منظمة وقارنها باستخدام مقارنات معيارية مختلفة في أطر زمنية مختلفة. تتبع المعلومات النوعية عن الشركاء العامين أيضاً، بما فيها خلفيات الفريق وأعضاء الفريق الصغار الذين يشكلون أهمية عالية للصندوق والأفكار المتعلقة بالمحفظة وأكبر استثماراتها والرؤى المتعمقة المجموعة من المحادثات والاجتماعات غير الرسمية.

#### 7. استمر في التعلم

واكب التطورات في منظومة رأس المال الجريء والملكية الخاصة وواصل التعلم. استخدم المعلومات الجديدة في تحسين الاستراتيجيات والإجراءات.





## VIII. التعليقات الختامية

### عن جوش ليرنر أستاذ الخدمات المصرفية الاستثمارية في كلية هارفارد للأعمال

كرس جوش ليرنر حياته لدراسة الأسواق الخاصة. فهو أستاذ الخدمات المصرفية الاستثمارية لجاكوب شيف في كلية هارفارد للأعمال. ونشر العديد من البحوث المكثفة، خلال سنوات عمله في كلية هارفارد للأعمال، بالتركيز على مؤسسات رأس المال الجريء والملكية الخاصة إلى جانب السياسات والابتكار وكيفية تأثيرها على استراتيجيات الشركة. وقد جمعت معظم بحوثه في أحد عشر كتاباً من تأليفه.

ويعمل جوش كمدير مشارك لبرنامج الإنتاجية والابتكار وريادة الأعمال التابع للمكتب الوطني لبحوث الاقتصاد، كما أنه يعمل محرراً مشاركاً لمطبوعتهم المعنونة سياسة الابتكار والاقتصاد. كما أسس ويدير معهد بحوث رأس المال الخاص، وهو هيئة غير ربحية مكرسة لتشجيع الوصول إلى البيانات والبحوث، كما عمل كثيراً كقائد ومشارك في مشاريع المنتدى الاقتصادي العالمي وفعالياته. ومن بين شهادات التقدير التي حصل عليها، جائزة بحوث ريادة الأعمال العالمية التي تقدمها الحكومة السويدية وجائزة تشينج سيوي لبحوث رأس المال الجريء.

ويعمل جوش بصفة الشريك الإداري في أسواق بيلا الخاصة، وهي شركة استشارات ومشورة تركز حصراً على تقديم الحلول للتحديات التي تواجه قطاع رأس المال الخاص. ومن خلال بيلا، يقوم بنقل الرؤى التي تسفر عنها بحوثه من القاعات الأكاديمية إلى المكاتب التنفيذية للشركات العميلة، بما يساعد المديرين على التغلب على العوائق الهائلة والدائمة التغير التي تواجه الأسواق الخاصة.



## جمعية رأس المال الجريء والملكية الخاصة

كيان تطويري داعم ومساند لقطاع رأس المال الجريء والملكية الخاصة، تأسس في عام 2019 بموجب قرار من مجلس الوزراء، ليستثمر جهوده التي تدمج بين الخبرة والاحتراف في العمل على معالجة التحديات التي تواجه مديري الصناديق الاستثمارية، والمستثمرين الملائكيين والشركات الناشئة.. من خلال تنسيق اجتماعات تطويرية دورية مع الجهات المعنية من أجل مراجعة الأنظمة واللوائح المتعلقة بالقطاع والارتقاء بالبيئة التشريعية، وكذلك رفع مستوى الوعي بالقطاع عبر برامج تدريبية نوعية، وجلسات حوارية ثرية تسلط الضوء على فرصه الواعدة وتوجهاته المستقبلية، وإضافة إلى ذلك تسعى الجمعية إلى تقديم مميزات حصرية تزيد جاذبية استقطاب المزيد من الاستثمارات المبتكرة وتحفز على أخذ الخطوة الجريئة والمستدامة نحو قطاع رأس المال الجريء والملكية الخاصة، لمزيد من المعلومات يرجى زيارة

<https://vcpea.org.sa>

## الأكاديمية المالية

انطلقت الأكاديمية المالية مُستندة إلى نواتها الأولى عام 1965م، وذلك حينما تأسست تحت اسم معهد التدريب المصرفي كقسم تدريبي يتبع البنك المركزي السعودي (مؤسسة النقد العربي السعودي سابقاً)، بهدف تطبيق أفضل الممارسات التدريبية الدولية، لصقل المهارات الفنية والإدارية للعاملين بالقطاع البنكي آنذاك.

وقد تطورت أعمال المعهد عاماً بعد عام، وتعززت هويته في عام 1989م، ليغطي قطاعي البنوك والتمويل أيضاً تحت اسم "المعهد المصرفي". ومع اتساع نطاق العمل واحتياج قطاع التأمين لتأهيل العاملين فيه، تم تحويل المعهد المصرفي إلى "المعهد المالي" عام 2014م، ليغطي قطاع التأمين أيضاً.

وفي عام 2019م وبالتعاون بين هيئة السوق المالية والبنك المركزي السعودي، تم إنشاء الأكاديمية المالية لتغطي الخدمات في القطاع المالي: "البنوك، والتمويل، والتأمين، والأوراق المالية".

وتعد هيئة السوق المالية والبنك المركزي السعودي شريكين أساسيين في تأسيس الأكاديمية المالية وتغطية ميزانيتها المالية، وذلك وفق مذكرة التعاون الموقعة بينها في هذا الجانب، ضمن مبادرات برنامج تطوير القطاع المالي أحد البرامج الرئيسة لرؤية المملكة 2030.

في عام 2020م أصبحت الأكاديمية المالية جهة ذات كيان اعتباري وإداري مستقل، بناءً على قرار مجلس الوزراء رقم (538) بتاريخ 14 إبريل 2020م، بالموافقة على إنشاء أكاديمية مالية تُعنى بتطوير الكوادر العاملة في القطاع المالي. حتى صدرت موافقة مجلس الوزراء على التنظيم النهائي للأكاديمية المالية في العام 2023م.



**جدا Jada**  
شركة صندوق الصناديق  
Fund of Funds Company

## جدا صندوق الصناديق

أنشئت شركة «جدا» لتحفيز الاستثمار في صناديق الملكية الخاصة ورأس المال الجريء، ومن ثم تمويل نمو قطاع المنشآت الصغيرة والمتوسطة في المملكة من خلال هذه الصناديق بشكل مستدام، وكانت الشركة قد أطلقت إثر قرار التأسيس الصادر عن مجلس الوزراء. أسس صندوق الإستثمارات العامة «جدا» برأسمال استثماري بلغ 4 مليارات ريال سعودي، أي حوالي مليار دولار أمريكي. ويعد إنشاء «جدا» جزءًا مهمًا من رؤية السعودية 2030 ؛ وهي رؤية تمثل خطة حكومية شاملة لتحفيز النمو الاقتصادي. تستثمر «جدا» في صناديق رأس المال الجريء والملكية الخاصة التي تستهدف السوق السعودي، الملتزمة بمعايير محددة فيما يخص الحوكمة والشفافية، وبما يتسق مع الممارسات العالمية في إدارة الصناديق.

# المراجع

- <sup>i</sup> Preqin, 7 سبتمبر ٢٠٢٣. يرجى ملاحظة أن ذلك يتضمن جميع الاستراتيجيات تحت تعريف بيركين لمصطلح "الملكية الخاصة" التي تشمل رأس المال الجريء، والنمو، والاستحواذ، والاستثمار المتوازن، والاستثمار المشترك، وأموال الصناديق، والاستراتيجيات الثانوية، وغيرها.
- <sup>ii</sup> جوش ليرنر ورامانا ناندا، "دور رأس المال الجريء في تمويل الابتكار: ما نعلمه والقدر الذي نحتاج أن نتعلمه"، *نشرة التوقعات الاقتصادية ٣٤ العدد رقم ٣ (٢٠٢٠):* ٢٣٧ - ٦١.
- <sup>iii</sup> زادت المشاريع الناشئة في الشرق الأوسط وشمال أفريقيا لتصل إلى ما يقرب من ٤ مليارات دولار في سنة ٢٠٢٢، ومضة، يناير ٢٠٢٣، <https://www.wamda.com/2023/01/startups-mena-raised-4-billion-2022>.
- <sup>iv</sup> تقرير رأس المال الجريء في المملكة العربية السعودية لسنة ٢٠٢٢. MAGNiTT, 2022. "تقرير رأس المال الجريء في المملكة العربية السعودية لسنة ٢٠٢١". MAGNiTT, 2021. "تقرير رأس المال الجريء في المملكة العربية السعودية لسنة ٢٠٢٠". MAGNiTT, 2020. "تقرير رأس المال الجريء في المملكة العربية السعودية لسنة ٢٠١٩". MAGNiTT, 2019.
- <sup>v</sup> كارلا سيرتن، "انطلاق العصر الذهبي للشركات الناشئة في الشرق الأوسط وسماة أفريقيا"، Wired Middle East، أغسطس ١٨، ٢٠٢٣، <https://wired.me/business/startup-mena-golden-age/> Preqin, obtained April 5, 2023.
- <sup>vi</sup> زملاء جامعة كامبريدج، "الاستثمارات الخاصة: لجنة أمالك الفرعية للاستثمارات". ١٦ سبتمبر ٢٠٢٠.
- <sup>vii</sup> أشلي كان "ما اكتشفناه في أحدث دراساتنا لرسوم وشروط الملكية الخاصة"، *كالان (مدونة)*، ٧ ديسمبر ٢٠٢١ <https://www.callan.com/blog-archive/2021-private-equity-fees-terms/>.
- <sup>viii</sup> "التقرير العالمي للمكاتب العائلية لسنة ٢٠٢٢". يو بي إس ٢٠٢٢.
- <sup>x</sup> "تقرير Preqin العالمي لسنة ٢٠٢٣: الملكية الخاصة". Preqin, 2023.
- <sup>xi</sup> Preqin, 7 سبتمبر ٢٠٢٣.
- <sup>xii</sup> بحث المكاتب العائلية عن مصادر التمويل في ظل اكتساب التحول الاستراتيجي قوة الدفع"، يو بي إس جلوبال، ٨ يونيو ٢٠٢٢، <https://www.ubs.com/global/en/media/display-page-ndp/en-20220608-family-offices-search-diversifiers.html>
- <sup>xiii</sup> "تقرير الثروة لسنة ٢٠٢٣". Knight Frank, 2023, <https://www.knightfrank.com/wealthreport>.
- <sup>xiv</sup> "تقرير الثروة لسنة ٢٠٢٣" (معهد بحوث كيردي سويس، ١٥ يونيو ٢٠٢٣)، فلورا هارلي، "شعوب الثروات"، سلسلة تقارير الثروة (نايت فرانك، ٢٠٢٣). تعرف القيمة الصافية الفائقة بما يزيد عن ٣٠ مليون دولار أمريكي.
- <sup>xv</sup> حاسبة المقارنة المعيارية لجمعية زملاء كامبريدج، في ١٥ سبتمبر ٢٠٢٣.
- <sup>xvi</sup> David T. Robinson and Berk A. Sensoy، "هل يستحق مدير صناديق الملكية الخاصة أجورهم؟ التعويضات والملكية وأداء التدفق النقدي"، *مراجعة الدراسات المالية* ٢٦، (1) no. 11 نوفمبر ٢٠١٣: ٢٧٦٠-٩٧، "الخاصة": الأدلة من شركات رأس المال الجريء، "علوم الإدارة" ٦٦، 4 (أبريل ٢٠٢٠): ١٧٥٦-٨٢، <https://doi.org/10.1093/rfs/hht055>; Niklas Hüther et al., "الخاصة": الأدلة من شركات رأس المال الجريء، "علوم الإدارة" ٦٦، 4 (أبريل ٢٠٢٠): ١٧٥٦-٨٢، <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3274>.
- <sup>xvii</sup> Steven Kaplan and Antoinette Schoar، "العائدات والمواظبة وتدفعات رأس المال"، *The Journal of Finance*، ٦٠ (2005): ١٧٩١-١٨٢٣، <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00780.x>.

- <sup>xviii</sup> حاسبة المقارنة المعيارية لجمعية زملاء كامبريدج، في ٧ سبتمبر ٢٠٢٣.
- <sup>xix</sup> "IMPACT46," IMPACT46, September 15, 2023, <https://impact46.sa/>.
- <sup>xx</sup> "IMPACT46" تطلق صندوق بقيمة ١٣٣ مليار دولار أمريكي، ومضة، ٨ فبراير ٢٠٢٣، <https://www.wamda.com/en/2023/02/impact46-launches-133-million-fund>
- <sup>xxi</sup> "Private Equity," Jadwa, September 15, 2023, <https://www.jadwa.com/en/private-equity>.
- <sup>xxii</sup> Fahad Abuljadayel and Matthew Martin "شركة الملكية الخاصة جدوى تخطط لصفقات بقيمة ٥٣٢ مليون دولار، المزيد من عمليات الإدراج"، *Bloomberg*, December 27, 2022, sec. Markets, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-12-27/saudi-equity-firm-jadwa-plans-532-million-deals-more-listings>.
- <sup>xxiii</sup> مؤشر State Street الخاص، ١٥ سبتمبر ٢٠٢٣.
- <sup>xxiv</sup> Gregory Brown, Robert Harris, Wendy Hu, Tim Jenkinson, Steven Kaplan, and David Robinson. "هل يمكن للمستثمرين أن يحددوا توقيت تعرضهم للملكية الخاصة؟" *Journal of Financial Economics* ١٣٩, 2 (February 1, 2021): ٧٧-٥٦١. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.08.014>.
- <sup>xxv</sup> Tania Babina "الإبداع التدميري في الأعمال": كيف تكون الأزمة المالية محفزاً لريادة الأعمال، *The Review of Financial Studies* ٣٣, 9 (September 1, 2020): ٤٠٦١-٤١٠١. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz110>.
- <sup>xxvi</sup> Taylor Nadauld, Berk Sensoy, Keith Vorkink, and Michael Weisbach. "تكلفة السيولة لاستثمارات الملكية الخاصة: الأدلة من معاملات السوق الثانوية." *Journal of Financial Economics* ١٣٢, 3 (2019): ١٠٨-٨١. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.11.007>.
- <sup>xxvii</sup> Lily Fang, Victoria Ivashina, and Josh Lerner, "انعدام الوساطة في الأسواق المالية: الاستثمار المباشر في الملكية الخاصة"، *Journal of Financial Economics* ١١٦, 1 (1 أبريل ٢٠١٥): ١٦٠-٧٨. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.12.002>.
- <sup>xxviii</sup> Robert Harris, Tim Jenkinson, Steven Kaplan, Ruediger Stucke "هل استمرت المواظبة في الملكية الخاصة؟ الأدلة من صناديق الاستحواذ ورأس المال الجريء"، *Journal of Corporate Finance*, forthcoming, ٢٠٢٣.
- <sup>xxix</sup> Josh Lerner, John D. Dionne, and Abdul Al-Asaad, "Hollie Haynes: المتوقعة" *Harvard Business School*, 30 (30 مارس ٢٠٢٢).
- <sup>xxx</sup> Paul A. Gompers, Will Gornall, Steven N. Kaplan, and Ilya A. Strebulaev "كيف يتخذ أصحاب رأس المال الجريء القرارات؟" *Journal of Financial Economics* ١٣٥, 1 (يناير ٢٠٢٠):
- <sup>xxxi</sup> Shorun Guo, Edith Hotchkiss, and Weihong Song "هل (لا تزال) عمليات الاستحواذ تحقق القيمة؟" *The Journal of Finance* LXVI, no. 2 (April 2021): ٢٣٧-٥١٧.
- <sup>xxxii</sup> "عقد جديد للأسواق الخاصة: McKinsey & Company, February 2020) McKinsey Global Private Markets Review 2020"
- <sup>xxxiii</sup> Maia Gejadze, Pierre Giot, and Armin Schwienbacher "جمع الأموال لدى شركات الملكية الخاصة وتخصصات الشركات"، SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY, May 10, 2015), <https://doi.org/10.2139/ssrn.2083649>; Paul Gompers, Anna Kovner, and Josh Lerner,

- "التخصص والنجاح: الأدلة من رأس المال الجريء"، *Journal of Economics & Management Strategy*, 18, no. 3 (سبتمبر ٢٠٠٩): ٨١٧-٤٤. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2009.00230.x>.
- Paul Gompers, Anna Kovner, and Josh Lerner.<sup>xxxiv</sup> "التخصص والنجاح: الأدلة من رأس المال الجريء"، *Journal of Economics & Management Strategy*, 18, no. 3 (سبتمبر ٢٠٠٩): ٨١٧-٤٤. <https://doi.org/10.1111/j.1530-9134.2009.00230.x>.
- Victoria Ivashina and Josh Lerner,<sup>xxxv</sup> "ادفع الآن أو فيما بعد." اقتصاديات شركات الملكية الخاصة"، *Journal of Financial Economics* 131 (الشراكة، 1 no. 1 أبريل ٢٠١٥): ٦١-٨٧، <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.07.017>.
- Josh Lerner, Antoinette Schoar, and Wan Wongsunwai,<sup>xxxvi</sup> "مؤسسات ذكية باختيارات حمقاء: لغز أداء الشركاء المحدودين"، *The Journal of Finance*, 62 (2007): ٦٢-٢٣٧ no. 2.
- Ibid.*<sup>xxxvii</sup>
- "تقرير رأس المال الجريء فى المملكة العربية السعودية لسنة ٢٠٢٢". MAGNiTT, 2022. "تقرير رأس المال الجريء فى المملكة العربية السعودية لسنة ٢٠٢١". MAGNiTT, 2021. "تقرير رأس المال الجريء فى المملكة العربية السعودية لسنة ٢٠٢٠". MAGNiTT, 2020. "تقرير رأس المال الجريء فى المملكة العربية السعودية لسنة ٢٠١٩". MAGNiTT, 2019.
- Noor Haider<sup>xxxix</sup> "هل المملكة العربية السعودية أفضل رهاناتك؟"، MAGNiTT, May 12, 2023, <https://magnitt.com/news/saudi-arabia-next-best-bet-53915>.
- Darian M. Ibrahim<sup>xl</sup>, "السلوك غير المحير لهذه الدرجة للمستثمرين الملائكيين" Vanderbilt Law Review, Arizona Legal Studies Discussion, 2009; William R. Kerr, Josh Lerner, and Antoinette Schoar. "عواقب تمويل زيادة الأعمال: الأدلة من عمليات التمويل الملائكية"، *Financial Studies*, no. 1, 2014, ٢٧. [./https://500.co/team](https://500.co/team), 15<sup>xli</sup> "Team," سبتمبر ٢٠٢٣.
- CNW Group, "TVM Capital Healthcare تفتح مكتبا فى الرياض بالمملكة العربية السعودية"، Yahoo Finance, 15 مايو 2023 <https://finance.yahoo.com/news/tvm-capital-healthcare-opens-office-060000183.html>.
- Eliot Brown Rory Jones<sup>xliii</sup>, "الشرق الأوسط يصبح ماكينة سحب الأموال فى العالم"، *WSJ*, سبتمبر 2023 sec. Markets, <https://www.wsj.com/world/middle-east/the-middle-east-becomes-the-worlds-atm-b172f8f8>.
- "2023 TransAct Middle East." بي دبليو إس ٢٠٢٣.<sup>xliv</sup>
- Ibid.*<sup>xlvi</sup>
- Gregory Brown, Robert Harris, Tim Jenkinson, Steven Kaplan, and David Robinson<sup>xlvi</sup> ما الذي تخبرنا مجموعات البيانات التجارية المختلفة عن أداء الملكية الخاصة؟" SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY, December 5, 2015), <https://papers.ssrn.com/abstract=2701317>.
- Brad Barber and Ayako Yasuda.<sup>xlvii</sup> "أداء الصناديق المؤقت وجمع الأموال فى الملكية الخاصة." *Journal of Financial Economics*, 124 (1), ٢٠١٧: ١٧٢-١٩٤, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.01.001>.

Tim Jenkinson, Miguel Sousa, and Rüdiger Stucke<sup>xlviii</sup>, "ما مدى الإنصاف فى تقييمات صناديق الملكية الخاصة؟" SSRN Scholarly Paper (Rochester, NY, February 27, 2013), <https://doi.org/10.2139/ssrn.2229547>.

Gregory W. Brown, Oleg R. Gredil, and Steven N. Kaplan<sup>xlix</sup>, "هل تتلاعب صناديق الملكية الخاصة بالعائدات المبلغ عنها؟" *Journal of Financial Economics* 132 (May 1, 2019): ٩٧-٢٦٧ no. 2, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.10.011>.

Brad Barber and Ayako Yasuda<sup>l</sup>, "أداء الصندوق المؤقت وجمع الأموال فى الملكية الخاصة." *Journal of Financial Economics* 124 (2017): ٩٤-١٧٢ no. 1, <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.01.001>.