

الإطار الحوكمي للعلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة

-دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر-

د. عبد القادر بريش المدرسة العليا للتجارة -الجزائر-

dr.baek70@gmail.com

أ. نصيرة عابد المدرسة العليا للتجارة -الجزائر-

abednacira@yahoo.fr

الملخص

تعتبر شركات رأس المال المخاطر كمساهم خاص في المؤسسات الممولة وذلك للخصائص التي تميز التمويل عن طريق رأس المال المخاطر، وكذلك القوانين التي يفرضها عليها المشرع الجزائري، حيث لا تستطيع المساهمة في مؤسسة معينة بأكثر من نسبة 49% من هذه المؤسسة. وستتناول هذه الورقة البحثية أهم المشاكل التي تواجه شركات رأس المال الاستثماري مع المؤسسات التي تمولها، نظرا لظهور مشكلة الوكالة بين هذين الطرفين.

وللوصول إلى هدف هذه الدراسة تم تقسيمها إلى ثلاث محاور أساسية حيث تناول المحور الأول مفهوم رأس المال المخاطر وأهميته وكذا شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر في حين يتضمن المحور الثاني أهم المخاطر التي تظهر عند قيام شركات رأس المال المخاطر بتمويل مشاريعها وأهم الميكانيزمات التي تحوكم هذه العلاقة، أما المحور الثالث فهو عبارة عن دراسة ميدانية على شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر لمعرفة أهم العراقيل التي تقف أمام تطور نشاطها وأهم الميكانيزمات التي تستعملها لضبط علاقتها مع ممولائها.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر، الحوكمة، التمويل بالشراكة، التمويل بالمرحل.

Abstract

The venture capital companies as a shareholder particularly in enterprises funded by the characteristics that distinguish financing through venture capital, as well as the laws imposed by the Algerian legislature, where they cannot contribute to a specific enterprises with more than 49% of its part. Will address this paper the most important problems faced venture capital companies with its funded enterprises, due to the emergence of the agency problem between this two parties.

In order to reach the goal of this study was divided into three key areas where he addressed the first axis concept of venture capital and its importance, as well as

venture capital firms active in Algeria while includes second axis major risks that appear when do venture capital companies funded projects and the most important mechanisms that governance this relationship, and the third axis is a field study on venture capital companies active in Algeria to know the most important obstacles that stand in front of the development activity and most important mechanisms that it use to adjust the relationship with funders.

Key words: Venture capital, Governance, Syndication, Staging financing.

المقدمة

يعتبر رأس المال المخاطر خيار تمويلي استراتيجي للمشاريع الاستثمارية، وغالبا ما تتميز هذه المشاريع بدرجة مخاطرة مرتفعة بحيث يصعب حصولها على التمويل البنكي، تقابلها توقع عوائد مرتفعة. ونتيجة لوجود علاقة تعاقدية بين شركات رأس المال المخاطر والمسيرين فقد نشأت العديد من المشاكل، تركزت أهمها في مشكلة تضارب المصالح، إذ يعمل المسيرين على تحقيق مصالحهم الذاتية بتعظيم عائداتهم بعدم بذل الجهد على حساب مصلحة أصحاب رأس المال المخاطر، في ظل حالة عدم التأكد وعدم تماثل المعلومات (Asymmetric information) والتي قد تؤدي إلى مشاكل أخرى كالاختيار العكسي Adverse (Selection).

ونتجت عن هذه المشاكل ظهور حوكمة الشركات والتي تقوم على أساس تنظيم العلاقات القائمة بين المساهمين وأصحاب المصالح وبين المسيرين في الشركات، والتي يمكن أن تقلل من مخاطر مشكلة الوكالة، عدم تناظر المعلومات وحالة الاختيار العكسي.

ولهذا ارتأينا من خلال هذه الورقة البحثية معالجة الإشكالية الآتية:

ما هي ميكانيزمات الحوكمة التي تستعملها شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر لحوكمة علاقتها مع مؤسساتها الممولة؟

وللإجابة على هذه الإشكالية تم تقسيم هذه الورقة البحثية إلى المحاور الآتية:

- مفهوم وأهمية رأس المال المخاطر؛
- العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمسيرين وميكانيزمات حوكمتها؛
- دراسة ميدانية على شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر؛

المحور الأول: مفهوم وأهمية رأس المال المخاطر

يعتبر رأس المال المخاطر آلية لتمويل المشاريع الاستثمارية التي غالبا ما تتميز بدرجة مخاطرة مرتفعة وعدم امتلاكها للضمانات الكافية للحصول على التمويل التقليدي، تقابلها توقع عوائد مرتفعة لأنها غالبا ما تتمثل في أفكار، تقنيات أو تكنولوجيا جديدة يمكن أن تحقق أرباح طائلة في حالة نجاحها.

1. ظهور ونشأة رأس المال المخاطر

يرجع ظهور رأس المال المخاطر لأول مرة إلى اليوناني طاليس (Thalés de MILET)، مؤسس علم الهندسة، وكان أول مقال في الزراعة اهتم بزراعة الزيتون ولجأ إلى استخدام القروض لعصر الزيتون واستخراج الزيت، واعتبر أصحاب هذه الأموال مقرضين مخاطرين.¹

وكذلك اعتمد كريستوف كولومبس في القرن الخامس عشر في تمويل رحلاته على رأس المال المخاطر في إعداد العدة والتجهيز والمؤن وهكذا بفضل هذه الطريقة التي حصل عليها استطاع كريستوف كولومبس فتح الطريق للتسوق والسفر، وقد تكررت تجربة التمويل بالمخاطرة مع رحلات التجارة والاستكشاف للأسبانيين والبرتغاليين خلال القرنين الخامس عشر والسادس عشر الميلاديين. لذا اعتبرت هذه التجربة صورة مبسطة وأساسا أوليا لنشأة مهنة رأس المال المخاطر.²

أما النشأة الحديثة لرأس المال المخاطر فكانت بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث تنسب نشأته إلى الجنرال الفرنسي الأصل جورج دوريو (DORIoT) أول مؤسسة رأس مال استثماري في العالم تحمل اسم "الشركة الأمريكية للبحث والتطوير" (ARD :American Research & Development)³. وبهذا بدأ نشاط رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينات استجابة لاحتياجات تمويل الشركات الصغيرة والمتوسطة وللثورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي وخاصة في صناعات الكمبيوتر والإلكترونيات و تكنولوجيا المعلومات، وانتشرت هذه المؤسسات بعد ذلك في الدول الأخرى بهدف مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.⁴

¹ عبد الباسط وفاء، رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص4.

² JEAN LACHMAN, capital risque et capital investissement, édition economica, paris, 1999, p17.

³ Cherif Monder, Le capital-risque, Revue Banque Edition, Paris, 2000, p: 43.

⁴ Richard Thompson, Real Venture Capital: Building International Businesses, Palgrave Macmillan, China, 2008, p 6.

2. تعريف رأس المال المخاطر

تعرف الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA : European Venture Capital Association) رأس المال المخاطر وسيلة لتمويل المؤسسات التي تتسم بارتفاع درجة المخاطرة، ولا تستطيع الحصول على التمويل اللازم من المؤسسات المالية، ويقابل هذا الارتفاع في المخاطر توقع عائد مرتفع خلال المدة التي سيستثمر فيها رأس المال الاستثماري.⁵ كما يعتبر أيضا رأس المال المخاطر هو عبارة عن بديل جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية ، حيث لا يقوم على تقديم الأموال فحسب، بل تقوم على أساس المشاركة، ولهذا فان المؤسسات الاستثمارية تساعد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في عملية إنشائها، أو نموها.⁶

3. أهمية رأس المال المخاطر

من خلال خصائص رأس المال المخاطر يمكن استنتاج أهداف رأس المال المخاطر المتمثلة في مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري والتغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة وتوفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوفر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع. وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، وهذه الاستثمارات هي لأجل طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد عالية نسبيا.⁷

كما يقوم بتوفير المعونة الفنية والإدارية لأصحاب المشاريع، ويضمن لهم المرافقة الحسنة لمشاريعهم، خاصة المقاولين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في مجال الاستثمار. وأيضاً إنشاء وتدعيم شركات رأس المال المخاطر له أهداف أخرى، وهي أهداف تساعد القطاع المصرفي وتتمثل في:⁸

- مساعدة البنوك على توظيف السيولة الزائدة التي تملكها، ولا تستطيع في بعض الأحيان توظيفها بسبب ارتفاع المخاطر والقيود التي يفرضها عليها النظام المصرفي.

- تمويل الابتكارات الجديدة وصناعة البرمجيات والتي لا تستطيع البنوك تمويلها، لدرجة مخاطرها العالية وكذلك عدم امتلاكها للضمانات الكافية.

⁵ EVCA : European Venture Capital Association

⁶ Jean Iachman, **op-cit**, p 47

⁷ رونية عبد السميع وحجازي اسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18 أبريل 2006، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسبية بن بو علي- شلف، 2006، ص309.

⁸ <http://www.idbe-egypt.com/doc/nshat.doc>.

4. شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر

1.4. الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP)

أسست الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP) بعد مجموعة من الاجتماعات التي قام بها بنك الجزائر ووزارة المالية مع البنك الأوربي للاستثمار، الوكالة الفرنسية للتنمية والصندوق الألماني للتعاون من أجل تقديم دعم لتنمية الاستثمار في الجزائر. بتاريخ 15 نوفمبر 1990، تم إمضاء اتفاقية سمحت بإنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة فيما بعد. وقد بلغ رأس مال الشركة عند إنشائها 73.750.000 دج موزعة على بنك التنمية المحلية بنسبة 40%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 40%. وبعد انضمام البنك الأوربي للاستثمار وصل رأس مالها إلى 159.750.000 دج يحوز عليه كل من بنك التنمية المحلية بنسبة 40%، الوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 28,74%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والبنك الأوربي للاستثمار بنسبة 11,26%.⁹

2.4. الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف (SOFINANCE)

هي مؤسسة مالية عمومية متخصصة في الاستثمار يبلغ رأس مالها خمسة ملايين دينار جزائري، تم اتخاذ قرار إنشائها من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998، من أجل تطوير الإنتاج الوطني وتطوير منتجات مالية جديدة، وتم منحها الموافقة لبدء نشاطها من طرف بنك الجزائر في 09 جانفي 2001.¹⁰

3.4. الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM)

أنشئت الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار بموجب اتفاقية بين الجزائر والمملكة السعودية سنة 2004، وتعد أول مؤسسة حكومية متخصصة في رأس المال المخاطر بالجزائر، حدد رأس مالها بثمانية مليارات دينار جزائري (8.000.000.000 دج)، بحيث تم اقتسام رأس المال المكتتب مناصفة بين الحكومتين على أن يتم دفع النصف عند التأسيس، ويدير الشركة مجلس إدارة متكون من ستة أعضاء، يضم ثلاثة من كل دولة.

4.4. الجزائر استثمار (El djazair Istithmar)

"الجزائر استثمار" مؤسسة رأس مال استثماري يحوز رأس مالها البالغ واحد مليار دينار جزائري بنكان عموميان، بنك الفلاحة والتنمية الريفية بنسبة 70% والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسبة 30%، وقد تم تسليمها الاعتماد من أجل بداية نشاطها من طرف وزارة المالية في 6 ماي 2010.¹¹

⁹ منير نوري، أثر الشراكة الأوروبية الجزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 و18 أبريل 2006، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسينية بن بوعلي شلف، ص ص: 870-871.

¹⁰ الموقع الرسمي للمؤسسة: www.sofinance-dz.com، 2013/01/15.

¹¹ Yassine Maamri, **présentation de la société « el djazair istithmar »**, site/pp :3-5.

5.4. الصندوق المغربي لرأس المال الاستثماري (MPEF :Maghreb Private Equity Fund))

ينشط صندوق رأس المال الاستثماري المغربي بثلاث دول مغربية: الجزائر، المغرب وتونس، ويسير عن طريق مجمع "تونانفست" (Tuninvest Group)، بدأ نشاطه لأول مرة في تونس سنة 2000 من طرف المؤسسة المالية الدولية (Société Financière Internationale :SFI)) التي ساهمت في الاستثمار شمال إفريقيا وكمرحلة أولى بدأت بالاستثمار في كل من الجزائر، تونس والمغرب، لتنتقل بعد ذلك إلى ليبيا في المرحلة الثانية.

المحور الثاني: العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمسيرين وميكانيزمات حوكمتها

تواجه شركة رأس المال الاستثماري عدة مخاطر خلال القيام باستثماراتها وذلك لعدة أسباب، وتتمثل غالبا أسباب هذه المخاطر في:¹² أن المقاول يحتاج إلى تمويل وليس مشارك حيث أن طبيعة وشخصية المقاول الذي يكره الوضع تحت الرقابة، أو تلقي الأوامر، والشراكة مع شركة رأس المال المخاطر تجعله معرض للمساءلة عن قراراته واستراتيجياته، وهذا ما يزيد من مخاطر انحراف المسير عن التزامات عقد المساهمة المذكورة سابق، وما قد يخلق مشكل الخطر الأخلاقي.

وأیضا شعور المقاول بالخوف من أصحاب شركة رأس المال الاستثماري، حيث يقوم رأس المال المخاطر على معادلة (تكنولوجيا متقدمة - مخاطر كبيرة - أرباح واعدة)، لهذا فهو يعمل في حالة يسودها عدم التأكد، وعدم تماثل المعلومات، وككل عملية مالية فان الخطر يظهر في كل مرحلة لاتخاذ القرار، وقبل تطبيق نظرية الوكالة على العلاقة بين شركة رأس المال المخاطر وصاحب المشروع الممول يجب تحليل ما إذا كانت هذه العلاقة تتوفر على الشرطين الأساسيين وهما: تضارب المصالح، وعدم تماثل المعلومات.

1. تضارب المصالح بين شركة رأس المال الاستثماري والمسير

يظهر تضارب المصالح بين شركة رأس المال المخاطر والمسيرين في ثلاث (3) عوامل أساسية تتمثل في: الانتهازية، المدة والخطر، وتنقسم الانتهازية إلى الانتهازية الإدارية والتي تعتبر نتيجة للسلوك القيادي للمسير حيث يمكن أن يتصرف المسير عكس مصلحة المالك، بالإفراط في استعمال ثروة المستثمر، كالزيادة في نفقات البحث والتطوير، أخذ أجور مرتفعة أو عدم بذل مجهودات كبيرة لتحقيق فعالية المؤسسة.¹³ والانتهازية التنافسية: وتتمثل هذه الانتهازية في إمكانية مباشرة المسير نشاطا منافسا للنشاط الأول، وإنشائه لمؤسسة أخرى

¹² Briane Hill and Deepower, **inside secrets to venture capital** , john wiley & sons, inc, 2001, pp14-17.

¹³ J .B.Barney, the relationship between venture capitalists and managers in new firms:Determinants of contractual covenants, Managerial Finance volume20 Number 1 in Emralad Backfiles 2007, 1994, p20

خاصة به، ويمكن للمسير أن يبحث عن زيادة ثروته وتحسين وضعيته الاجتماعية (prestige) على حساب مصلحة المساهم (شركة رأس المال المخاطر).¹⁴

أما الخطر الثاني فيتمثل في المدة الزمنية حيث يفضل المسيرين المردودية في الأجل القصير، ويتخذون قرارات الاستثمار على هذا الأساس عوضاً عن القرارات التي تهدف لخلق القيمة في المدى الطويل، وفي حالة التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري الذي يعتبر تمويل قصير الأجل يتراوح غالباً بين 3 إلى 7 سنوات على الأكثر، فإن شركة رأس المال المخاطر تسعى إلى توجيه سياسة المؤسسة الممولة في هذا الاتجاه مستبعدة هدف خلق القيمة في المدى الطويل.¹⁵ تعتبر المخاطر متغير أساسي في كل عملية مالية، ويتمثل في احتمال خسارة الطرفين (شركة رأس المال المخاطر والمسير) في حالة فشل المشروع الممول، وذلك لعدة أسباب تتمثل في: عدم تماثل المعلومات، أهمية المبالغ المستثمرة، نقص السيولة، مساهمة المسيرين بكل ثروتهم المالية والبشرية.¹⁶

2. عدم تماثل المعلومات

تتميز أي سوق بعدم تماثل المعلومات في حالة اختلاف نوعية وكمية المعلومات المتوفرة عند الطرفين سواء المنتج أو المستهلك حول سلعة أو خدمة معينة.¹⁷

وتم ذكر سابقاً أن رأس المال المخاطر يمول المؤسسات والمشاريع الغير مقيدة بالبورصة، حيث تتميز هذه المؤسسات بحجمها الصغير، وعدم خضوعها لقيود قانونية تلزمها بنشر المعلومات حول نشاطها، كما أنها لا تخضع غالباً للمراقبة المالية الدائمة، وهذا ما يخلق عدم تماثل المعلومات لأن شركة رأس المال الاستثماري لا تملك المعلومات الكافية عن المؤسسة التي ستقوم بتمويلها.¹⁸ ويمكن التفريق بين عدم تماثل المعلومات خلال مرحلتين قبل العقد وبعد العقد:

1.2 قبل العقد (précontractuelle): قبل عملية التمويل وإمضاء العقد غالباً ما أحد الأطراف يملك معلومات أكثر من الطرف الآخر، فمثلاً المقاول أو صاحب المشروع يملك معلومات أكبر من شركة رأس المال الاستثماري حول مشروعه المقترح للتمويل والبيئة التي سوف ينشأ فيها هذا المشروع، خلافاً عن الخبراء في شركة رأس المال المخاطر الذين قد لا يتمكنون من فهم الخصائص والأهداف الحقيقية من هذا المشروع وهنا

¹⁴ Idem, p20.

¹⁵ Hicham KHARBOUCHE, La Gouvernance des Entreprises Financées par Capital Risque: une revue théorique de La relation Capital Risqueur/Entrepreneur, Laboratoire EUROPERFORMANCE - UFR de Sciences Economiques et de Gestion, 2007, p4.

¹⁶ Idem, p5.

¹⁷ C. Marchand, Economie des interventions de l'état, ED.PUF, paris 1999, P12.

¹⁸ Philippe Desbrières, la relation capital - investissement dans les firmes industrielles et commerciales, Working Papers FARGO, No1000502, Université de Bourgogne, 2000 , p6.

يمكن أن يحدث الاختيار العكسي للمشاريع فيتم رفض المشاريع الجيدة التي يمكن أن تحقق أرباحاً واعدة في المستقبل وقبول مشاريع أخرى لا تتميز باحتمالات كبيرة لتحقيق أرباح مستقبلية، نتيجة لعدم تماثل المعلومات.

2.2. **بعد العقد (post-contractuelle):** تتمثل نتائج عدم تماثل المعلومات بعد إمضاء العقد في الخطر الأخلاقي (Moral hazard)، وتتمثل في إخلال أحد الأطراف بالالتزامات المتفق عليها في العقد، وتحدث في حالة عدم قدرة المساهم (شركة رأس المال المخاطر) على مراقبة سلوك المسير.

3. ميكانيزمات حوكمة العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر ومؤسساتها الممولة

تتمثل ميكانيزمات الحوكمة التي تستعملها شركات رأس المال المخاطر للمحافظة على مصالحها في نوعين أساسيين هما ميكانيزمات قانونية وأخرى مالية:

أولاً: الميكانيزمات القانونية

تتمثل الميكانيزمات القانونية في:

1. عقد المساهمة

يعتبر عقد المساهمة الوثيقة الأساسية التي تحدد نوعية وطبيعة التمويل بين شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسة الممولة، يوضح طرق تدخل رأس المال المخاطر، ونوعية الأوراق المالية (أسهم، أوراق مالية قابلة للتحويل...)، كما يمكن أن يحدد تاريخ الخروج، ويمثل عقد المساهمة كشرط قبلي للتمويل من طرف شركة رأس المال المخاطر¹⁹.

2. مجلس الإدارة

يعتبر مجلس الإدارة كميكانيزم لحوكمة العلاقة بين المسير وشركة رأس المال المخاطر، فهي عبارة عن مفتاح للرقابة يقلل من التصرفات الانتهازية للمسير، ومن جهة أخرى تحسن تسيير المؤسسة، وذلك بالمساهمة في اتخاذ القرارات الفعالة التي تساهم في تحسين أداء المؤسسة الممولة²⁰.

3. اتفاقية الاستثمار

تحدد نوع المساهمة في المؤسسات الجديدة الناشئة وتتمثل في الإمضاء على بروتوكول الاتفاق بين شركة رأس المال المخاطر وصاحب الشركة المقترحة للتمويل حول علاقتها من بداية التمويل إلى نهاية العلاقة، كما تحدد اتفاقية الاستثمار نوعية الأوراق المالية المستعملة من طرف شركة رأس المال الاستثماري التي لها الحرية بالتدخل بالاسهم العادية، أسهم ممتازة أو أوراق مالية قابلة للتحويل.

¹⁹ Bouatouata K-D, les ides de financement des start-up, colloque international, Medinnov 13 et 14 Avril 2005, château Gombert, Marseille.

²⁰ Maik Kleinschmidt, Venture Capital, Corporate Governance, and firm value, gabler edition wissenschaft, 2007.,p104.

ثانياً: الميكانيزمات المالية

تتمثل ميكانيزمات الحوكمة التي تستعملها شركة رأس المال المخاطر للمحافظة على مصالحها في المؤسسة الممولة، ونقل من التصرفات الانتهازية للمسير في الآتي:

1. التمويل بالمرحل (staging financing)

أكد شاهلمان (Sahalman) (1990) أن التمويل بالمرحل يعد من أهم ميكانيزمات حوكمة المؤسسة الممولة من طرف شركة رأس المال المخاطر، حيث تسمح لهذه الأخيرة بمراجعة قرارها التمويلي وجمع معلومات أكثر عن المؤسسة الممولة، ويسمح التمويل بالمرحل بتقليل المخاطرة الأخلاقية والسلوكيات الانتهازية من طرف المسير، الذي سوف يقوم بمجهود أكبر في المرحلة الأولى للتمويل للحصول على التمويل في المراحل القادمة²¹.

2. السندات القابلة للتحويل

الأوراق المالية القابلة للتحويل هي أوراق مالية عادة ما تكون سندات أو أسهم ممتازة، والتي يمكن تحويلها إلى أوراق مالية مختلفة وبالأخص إلى أسهم عادية للمؤسسة. في أغلب الحالات، يقرر حامل الورقة المالية القابلة للتحويل كيف ومتى يتم التحويل.

تستعمل شركات رأس المال المخاطر سياسات استثمارية مكلفة لحماية مصالحها، وتجنب الفشل المالي، ومن هذه السياسات الأوراق المالية القابلة للتحويل، وقد أكد بعض الدراسات على أن شركات رأس المال الاستثماري تستعمل دائماً الأوراق المالية القابلة للتحويل في تمويل المقاولين وخاصة عندما لا تكون متأكدة من نجاح المشروع، ويعتبر هذا الميكانيزم وسيلة لمعاقبة صاحب المؤسسة في حالة عدم بذله المجهودات اللازمة لنجاح الاستثمار.²²

3. التمويل بالشراكة بين المستثمرين (syndication)

يقصد بالشراكة بين المستثمرين هو التحالف بين شركتين أو أكثر من شركات رأس المال المخاطر، من أجل الاستثمار المشترك في مؤسسة ما واقتسام الأرباح.

تعتبر الشراكة في الرغبة في اقتسام وتقليل المخاطرة، فالتمويل الجماعي من أكثر من مستثمر لمؤسسة واحدة سوف يؤدي إلى اقتسام المخاطرة المرتبطة بالاستثمار، تحسين قدرتهم على خلق القيمة، جمع معلومات أكبر

²¹ Susheng Wang and Hailan Zhou, **Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks**, working paper, 2002, pp:3-5.

²² Robert P. Bartlett, **Managing Risk on a \$25 Million Bet: Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation**, bepress Legal Series, University of Georgia School of Law, 2006, p13.

حول المشروع المحتمل تمويله، تحسين اتخاذ القرارات، تمويه أداء وفعالية المستثمرين (window-dress) وأخيرا لإنشاء وضعية قانونية لشركة رأس المال المخاطر.²³

المحور الثالث: دراسة ميدانية على شركات رأس المال المخاطر الناشطة في الجزائر

تتميز العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمسيرين أو أصحاب المؤسسات الممولة، بعدة مخاطر تتمثل في المخاطر القبلية(قبل العقد) والمتمثلة في الاختيار المعاكس للمشاريع، نتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المؤسسات الممولة وشركات رأس المال المخاطر، وصعوبة تقييم المخاطر المرتبطة بالمشاريع المحتمل تمويلها. وكذلك المخاطر البعدية(بعد العقد) والتي تتمثل في المخاطرة الأخلاقية نتيجة لتضارب المصالح بين الطرفين، ولجوء أحد أو كلا الطرفين للتصرف الانتهازي الذي من شأنه أن يعرقل نجاح الاستثمار، وعدم تطور المؤسسة الممولة والوصول إلى الأهداف المسطرة قبل التمويل وهي تعظيم قيمة المؤسسة الممولة.

وتهتم هذه الدراسة بتوضيح المشاكل التي تعيق شركات رأس المال الاستثماري، والتي تقف أمام نجاح استثماراتها، ولهذا سيتم التطرق في هذا الفصل التطبيقي إلى أهم العوائق التي تواجهها مع المؤسسات الممولة، وأهم ميكانيزمات الحوكمة التي تستعملها شركات رأس المال الاستثماري لتقوم بتنظيم علاقتها مع مؤسسات محفظتها المالية، وذلك من خلال المقابلة الشخصية لإطارات شركات رأس المال الاستثماري الناشطة بالجزائر.

1. نتائج إجابات الإطارات حول القيود التي تعيق تطور رأس المال الاستثماري

الجملة	المتوسط الحسابي	درجة الموافقة
غياب شفافية المعلومات	4,6	موافق بشدة
غياب الثقافة التسييرية	4,4	موافق بشدة
غياب ميكانيزمات الخروج	2,6	محايد
انتهازية المسيرين	3,8	موافق
غياب روح المقابلة لدى المقاولين الجزائريين	4,4	موافق بشدة
عدم ملائمة جو الأعمال في الجزائر	4	موافق
جميع الفقرات	3,96	موافق

المصدر: من إعداد
الباحثة بالاعتماد على
مخرجات برنامج Spss.

²³ Amina Hamdouni, **Impact de la syndication sur la performance des entreprises financées par capital-investissement et sur la richesse des parties prenantes**, Congrès de l'AFC, 2011, p2.

ومن خلال عرض الفقرات المتعلقة بهذا المجال على أفراد العينة، كانت معظم الإجابات ايجابية وان تفاوتت درجة قوة تلك الإجابات، إلا أن أكثر الإجابات قوة هي التي تتعلق بغياب الثقافة التسييرية لدى مسيري المؤسسات الممولة، غياب روح المقابلة لدى المقاولين في الجزائر وأيضاً غياب شفافية المعلومات، ويأتي بالدرجة الثانية من الأهمية انتهازية المسيرين وعدم ملائمة جو الأعمال في الجزائر، ويجدر الإشارة إلى أن إطرارات العينة الذين جاوبوا على أسئلتنا كانت أجوبتهم حيادية حول غياب ميكانيزمات الخروج بحيث لا يعتبرون ضعف السوق المالية في الجزائر قيد يقف عائق أمام تطور رأس المال الاستثماري.

2. نتائج المقابلة حول أهمية مصادر تضارب المصالح

الفقرات	المتوسط الحسابي	درجة الأهمية
غياب الشفافية في التسيير	4	مهم
خداع المساهمين بالأغلبية والهيمنة في اتخاذ القرارات	4,4	مهم جداً
عدم احترام مواعيد انعقاد الاجتماعات	3,4	مهم
مجموع الفقرات	3,93	مهم

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Spss.

الملاحظ من الجدول هو أن إجابات إطرارات العينة عن مصادر تضارب المصالح بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة بصفة عامة ايجابية بمتوسط حسابي 3,93 وبدرجة موافق حيث يتبين انتماء المتوسط الحسابي للمجال [من 3,40 إلى 4,19]. مما يدل على أن إطرارات العينة موافقة يوافقون على مصادر تضارب المصالح السابقة الذكر.

كما يتبين من خلال الإجابات المتعلقة بفقرات هذا السؤال أن هناك شبه إجماع بين إطرارات شركات رأس المال الاستثماري على أن أهم مصادر تضارب المصالح بين هذه الأخيرة ومسيري المؤسسات الممولة تتمثل في غياب شفافية التسيير وإمكانية انقلاب المساهمين بالأغلبية على شركة رأس المال الاستثماري في التصويت خلال الجمعية العامة وباعتبار شركة رأس المال الاستثماري مساهمة بالأقلية قد تتعرض لهذه المواقف، وكذلك عدم احترام مواعيد وتوصيات الاجتماعات التي تقوم بها المؤسسة الممولة.

3. نتائج إجابات الإطارات حول أهم المشاكل التي تواجهها شركات رأس المال الاستثماري مع المؤسسات الممولة

العبارة	المتوسط الحسابي	درجة الموافقة
- ارتباط مسير المؤسسة الممولة بالمساهم بالأغلبية	4,6	موافق بشكل تام
- إخفاء المعلومات من طرف مسير المؤسسة الممولة	4	موافق
- عدم تطبيق حلول وتوصيات مجلس الإدارة	3,6	موافق
- طموح المسيرين للبقاء في مناصبهم بالمؤسسة.	4,4	موافق بشكل تام
- الانحراف إلى غايات أخرى للمساهمات المالية عن طريق رأس المال الاستثماري.	4	موافق
مجموع الفقرات	4,12	موافق

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج المقابلات واستخدام برنامج Spss.

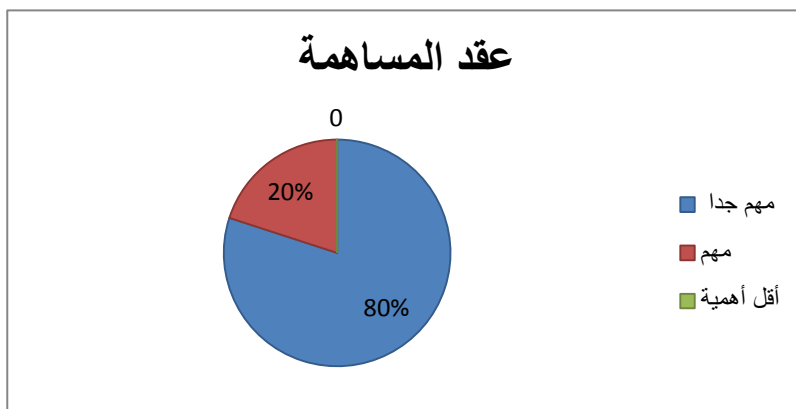
من الجدول نلاحظ أن إطارات شركات رأس المال الاستثماري موافقة بصفة عامة على فقرات السؤال رقم (2) حول المشاكل التي تواجهها مع المؤسسات الممولة، حيث بلغ المتوسط الحسابي لمجموع الفقرات 4,12 والذي ينتمي إلى المجال [من 3,40 إلى 4,19] مما يدل على موافقة أفراد العينة على المشاكل السابقة الذكر.

4. ميكانيزمات حوكمة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري ومسيري المؤسسات الممولة

1.4. أهمية عقد المساهمة بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري

ومن خلال المقابلة الشخصية لمجموعة من إطارات شركات رأس المال الاستثماري أكدوا لنا أهمية هذا الميكانيزم القانوني الذي يمكن من خلاله تخفيض مخاطر وتضارب المصالح مع مسيري المؤسسات الممولة، وكانت الإجابات بنسبة 80% تعتبر عقد المساهمة مهما جدا ونسبة 20% مهما فقط وذلك لاعتبارهم أن عقد المساهمة لا يكفي وحده ولا يمكنه أن يسد جميع الثغرات التي تسود أي علاقة بين المستثمرين والممولين. ويوضح الشكل الآتي أهمية عقد المساهمة في تعزيز الحوكمة في شركات رأس المال الاستثماري:

شكل رقم(1):أهمية ميكانيزمات الحوكمة القانونية



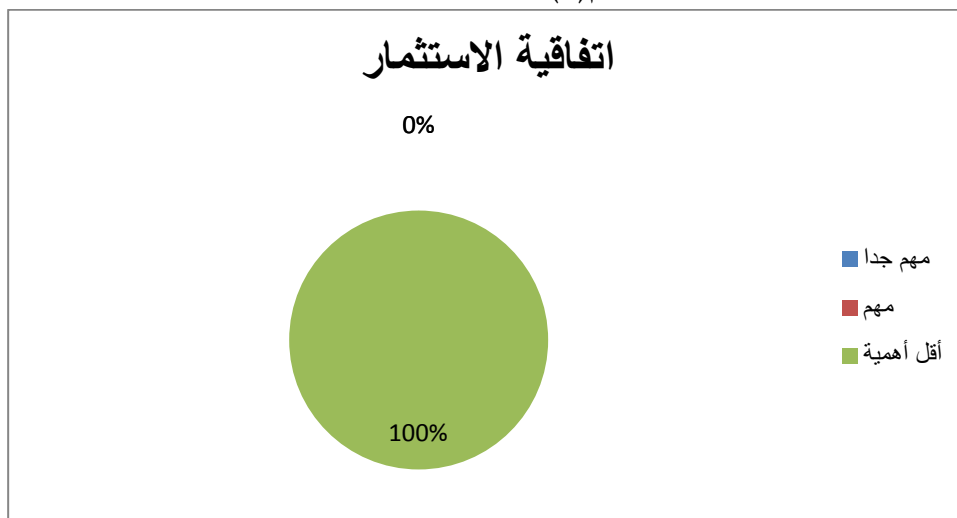
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج المقابلة وبرنامج Spss.

2.4. أهمية اتفاقية الاستثمار بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري

من خلال المقابلة الشخصية التي قمنا بها مع إدارات شركات رأس المال الاستثماري على هامش هذه الدراسة تم إيضاح لنا أن هذه الأخيرة لا تلجأ إلى اتفاقية الاستثمار مطلقا وذلك للاعتقاد أن عقد المساهمة يحل مكانها وليس هناك داعي لوجود هذا الميكانيزم.

ويوضح الشكل الآتي إجابات إدارات شركات رأس المال الاستثماري فيما يخص أهمية اتفاقية الاستثمار:

شكل رقم(2): أهمية اتفاقية الاستثمار

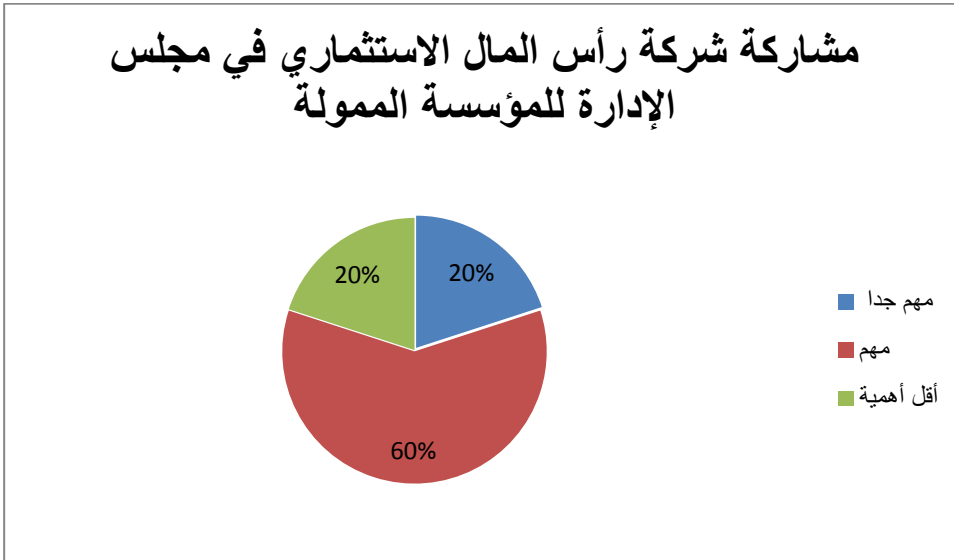


المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاستبيان وبرنامج Spss.

3.4. أهمية مشاركة شركة رأس المال الاستثماري في مجلس الإدارة للمؤسسة الممولة

ومن خلال اطلاعنا حول نشاط شركات رأس المال الاستثماري تبين لنا أهمية تمثيل شركة رأي المال الاستثماري في مجلس الإدارة باعتبارها كمساهمة يحق لها الاطلاع على نشاط وتطور المؤسسة الممولة وكذا من أجل التصويت. إلا أن هناك من يرى أن هذا الميكانيزم هو أقل أهمية وذلك باعتبار أن شركة رأس المال الاستثماري تعتبر مساهمة بالأقلية (Minoritaire) وذلك حسب ما يفرضه عليها المشرع الجزائري. ويوضح الشكل الآتي هيكل الإجابات لإطارات شركات رأس المال الاستثماري حول أهمية حضور هذه الشركات في مجلس إدارة المؤسسات الممولة في تعزيز حوكمة هذه الأخيرة:

شكل رقم(3): أهمية مشاركة رأس المال الاستثماري في مجلس الادارة

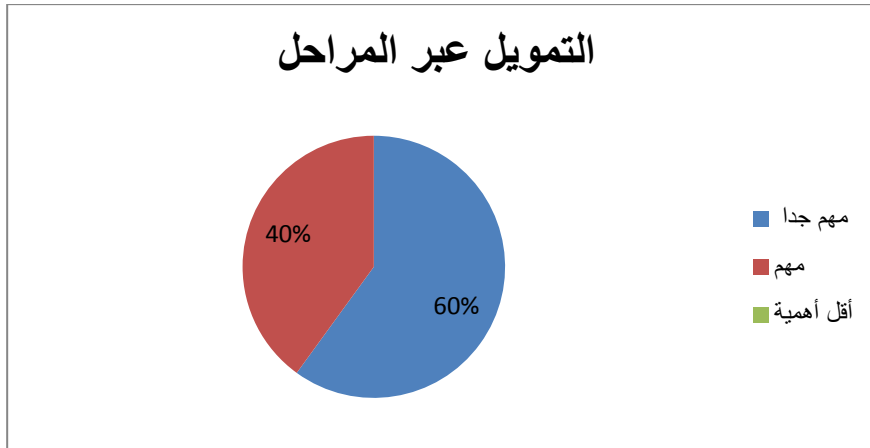


المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج المقابلة واستعمال برنامج Spss.

4.4. أهمية التمويل عبر المراحل بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري

من خلال المقابلات التي قمنا بها مع إطارات شركات رأس المال الاستثماري استنتجنا أهمية ميكانيزم التمويل عبر المراحل بالنسبة لهذه الشركات حيث تراوحت آرائهم بين مهم جدا بنسبة (60%) ومهم بنسبة (40%). ويوضح الجدول الآتي هيكل الإجابات التي تحصلنا عليها عن طريق المقابلة الشخصية مع إطارات شركات رأس المال الاستثماري:

شكل رقم(4): أهمية التمويل عبر المراحل



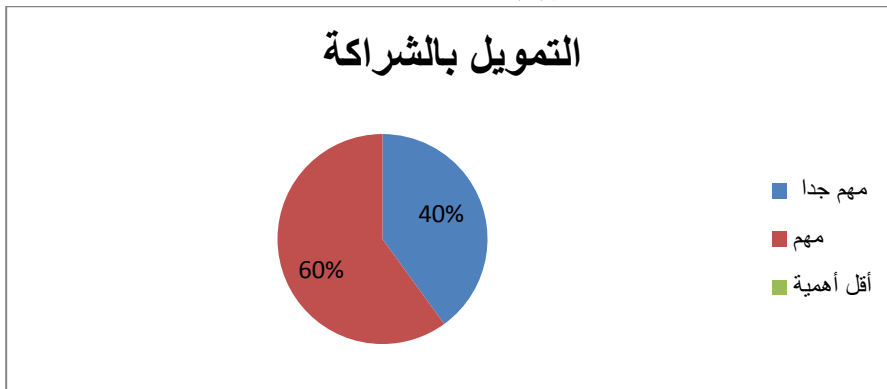
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج المقابلة وبرنامج Spss.

5.4. أهمية التمويل بالشراكة بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري

تعد الشراكة بين المستثمرين وسيلة لتقليل المخاطر وتعزيز الحوكمة في المؤسسة الممولة بتطبيق العلاقة بين تركيز الملكية والحوكمة فكلما كان عدد المساهمين كبيرا كلما تجسدت الحوكمة. ومن خلال المقابلات التي أجريناها مع إطارات شركات رأس المال الاستثماري تم استنتاج أهمية هذا الميكانيزم بالنسبة لهذه الأخيرة، حيث كانت الإجابات بنسبة (40%) مهمة جدا ونسبة (60%) مهمة وهذا ما يعكس أهمية التمويل بالشراكة.

ويبين الشكل الآتي هيكل الإجابات التي تم جمعها من خلال المقابلات مع إطارات شركات رأس المال الاستثماري حول أهمية التمويل عن طريق الشراكة:

شكل رقم(5): أهمية التمويل بالشراكة



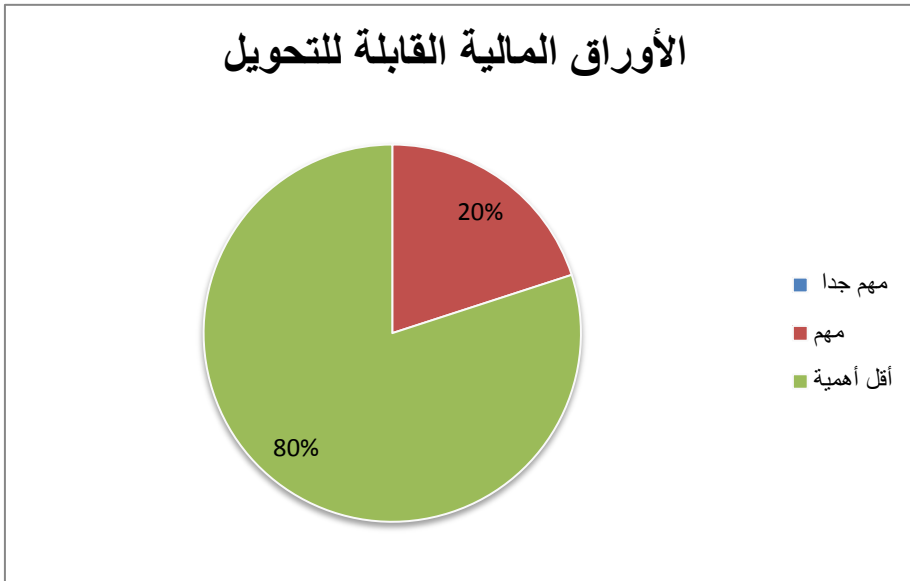
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الاستبيان وبرنامج Spss.

6.4. أهمية التمويل عن طريق الأوراق المالية القابلة للتحويل بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري

يعتبر إطارات شركات رأس المال الاستثماري التمويل عن طريق الأوراق المالية القابلة للتحويل للتحويل أقل أهمية من الميكانيزمين السابقين، وذلك لصعوبة تقبل المسيرين وأصحاب المؤسسات الممولة لوجود هذا الشرط في عقد المساهمة، وصعوبة إقناع المؤسسات الممولة بالتمويل عن طريق الأوراق المالية القابلة للتحويل لأنه يعتبر تهديد لكيانها.

وتمثلت إجابات إطارات شركات رأس المال الاستثماري في الشكل الآتي:

شكل رقم (6): أهمية التمويل بالأوراق المالية القابلة للتحويل



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج المقابلات وبرنامج Spss.

نتائج الدراسة الميدانية

من خلال هذه الدراسة تم التعرف على مختلف ميكانيزمات الحوكمة التي تستعملها شركات رأس المال الاستثماري لتحافظ على مصالحها في المؤسسات الممولة، وتم التعرف على الميكانيزمات الأكثر استعمالا من طرف هذه الشركات سواء الميكانيزمات القانونية أو الميكانيزمات المالية.

كما أنه قد سمحت لنا هذه الدراسة بالتعرف على أهم العوائق التي تعيق تطور رأس المال الاستثماري في الجزائر، ومن بين هذه العوائق شخصية المقاولين الجزائريين الذين يسعون خلق تحقيق الأرباح السريعة، في ظل مناخ استثماري غير مشجع في الجزائر وهذا ما يخلق تضارب في المصالح بين الطرف الممول والطرف الممول.

من بين أيضا أهم العوائق التي تواجه شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر هي طبيعة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي يغلب عليها الطابع العائلي، وعدم قبولها اقتسام الحصص وفتح أسماؤها للأطراف الخارجية.

أيضا من بين النتائج التي استخلصناها من هذه الدراسة أن معظم شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر تستقبل طلبات متزايدة على التمويل برأس المال الاستثماري إلا أنه يبقى مشكل انطلاق أشغال هذه المؤسسات الممولة نظرا للمناخ الاستثماري في الجزائر كما تم ذكره سابقا، وأيضا بعض شركات رأس المال الاستثماري تواجه مشكلة تدني قيمة المؤسسات الممولة وخاصة منها التي تم تمويل مرحلة نموها وهذا راجع حسب نتائج المقابلات إلى التعاملات في السوق السوداء التي كانت تتعامل بها هذه المؤسسات قبل دخول رأس المال الاستثماري مما كان يسمح لها بتحقيق أرباح إضافية، إلا أنه بعد دخول رأس المال الاستثماري وبعد فرضه التعامل بالشفافية وتوثيق المعاملات، أدى إلى انخفاض قيمة أرباح هذه المؤسسات الممولة.

الخاتمة والتوصيات

يعتبر رأس المال المخاطر خيار تمويلي استراتيجي للمؤسسات الاقتصادية، حيث لا يكتفي بتقديم الأموال اللازمة لتمويل العمليات الإنتاجية فقط إنما يقوم بتقديم الدعم التسييري والإداري عن طريق المرافقة التي يقدمها للمؤسسات الممولة، ونتيجة لخالة عدم التأكد من نجاح استثمارات شركات رأس المال المخاطر وفي ظل عدم تماثل المعلومات وانتهازية أصحاب المؤسسات الممولة تنشأ عدة مخاطر من شأنها أن تعرقل تطور نشاط هذه الأخيرة.

ومن خلال هذه الدراسة الميدانية التي قمنا بها يمكن استخراج التوصيات الآتية:

- يجب على السلطات الجزائرية تحسين مناخ الاستثمار في الجزائر خاصة بالنسبة للشباب المقاولين الذين يملكون أفكار جديدة.
- الاهتمام بسوق رأس المال المخاطر من خلال تقديم الدعم لهذه الشركات، وتشريع قوانين لحماية من انتهازية أصحاب المؤسسات الممولة.
- تنظيم ملتقيات وندوات لتعريف الشباب الجزائري بالتمويل برأس المال المخاطر وأهميته في تمويل الإبداعات والتكنولوجيات الجديدة.
- تنظيم المشرع الجزائري للمعاملات التجارية وتقليص معاملات السوق السوداء وفرض على المؤسسات الاقتصادية التعامل بالشفافية والمصادقية.

قائمة المراجع

- رويبة عبد السميع وحجازي اسماعيل، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 17 و18 أبريل 2006، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسبية بن بوعلي - شلف، 2006.
- عبد الباسط وفاء، رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، 2001، ص4.
- منير نوري، أثر الشراكة الاوروجزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 و18 أبريل 2006، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسبية بن بوعلي شلف.
- Amina Hamdouni, Impact de la syndication sur la performance des entreprises financées par capital-investissement et sur la richesse des parties prenantes, Congrès de l'AFC, 2011.
- Bouatouata K-D, les ides de financement des start-up, colloque international, Medinnov 13 et 14 Avril 2005, château Gombert, Marseille.
- Briane Hill and Deepower, inside secrets to venture capital, john wiley & sons, inc, 2001
- C. Marchand, Economie des interventions de l'etat, ED.PUF, paris 1999.
- Cherif Monder, Le capital-risque, Revue Banque Edition, Paris, 2000.
- Hicham KHARBOUCHE, La Gouvernance des Entreprises Financées par Capital Risque: une revue théorique de La relation Capital Risqueur/Entrepreneur, Laboratoire EUROPERFORMANCE – UFR de Sciences Economiques et de Gestion, 2007.
- J .B.Barney, the relationship between venture capitalists and managers in new firms:Determinants of contractual covenants, Managerial Finance volume20 Number 1 in Emarlad Backfiles 2007, 1994
- JEAN LACHMAN, capital risque et capital investissement, édition economica, paris, 1999.

- Maik Kleinschmidt, **Venture Capital, Corporate Governance, and firm value**, gabler edition wissenschaft, 2007.
- Philippe Desbrières, **la relation capital – investissement dans les firmes industrielles et commerciales**, Working Papers FARGO, No1000502, Université de Bourgogne, 2000.
- Philippe Desbrières, **la relation capital – investissement dans les firmes industrielles et commerciales**, Working Papers FARGO, No1000502, Université de Bourgogne, 2000
- Richard Thompson, **Real Venture Capital: Building International Businesses**, Palgrave Macmillan, China, 2008.
- Robert P. Bartlett, **Managing Risk on a \$25 Million Bet: Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation**, bepress Legal Series, University of Georgia School of Law, 2006.
- Susheng Wang and Hailan Zhou, **Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks**, working paper, 2002.
- Yassine Maamri, **présentation de la société « el djazair istithmar »**, site/pp :3-5.
- **EVCA** : European Venture Capital Association
- <http://www.idbe-egypt.com/doc/nshat.doc>.
- الموقع الرسمي للمؤسسة: www.sofinance-dz.com، 2013/01/15.