

حوكمة التمويل برأس المال المخاطر-دراسة حالة شركات رأس المال المخاطر الناشطة في
الجزائر-

د. صلواتشي هشام سفيان

hs.salaouatchi@hec.dz

مدرسة الدراسات العليا التجارية

د. عابد نصيرة

N_abed@esc-alger.dz

جامعة -شلف

د.ولد عابد عمر

Omarmg16@hotmail.fr

جامعة شلف

Abstract: This paper will address the most important problems that venture capital firms face with its funded enterprises, due to the emergence of the agency problem between these two parties. In order to reach the objective of this study, it was divided into three main axes. The first axis dealt with the concept of venture capital and its importance, as well as the venture capital companies active in Algeria, while the second axis includes the most important risks that arise when venture capital companies finance their projects and the most important mechanisms. The third axis is a field study on the venture capital companies active in Algeria to identify the most important obstacles to the development of its activity and the most important mechanisms used to control its relationship with its financiers, using a questionnaire directed to the tires of a Venture capital company in Algeria. Finally, we concluded that the relationship between venture capital firms

ملخص: ستتناول هذه الورقة البحثية أهم المشاكل التي تواجه شركات رأس المال المخاطر مع المؤسسات التي تمويلها، 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 المخاطر 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 مموليها، وذلك عن طريق استعمال استبيان موجه لإطارات شركات رأس المال المخاطر في الجزائر. وفي الأخير توصلنا من خلال هاته الورقة البحثية إلى أن العلاقة الموجودة بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة هي علاقة خاصة تتطلب ميكانيزمات معينة من أجل حوكمة هذه العلاقة وبالتالي

and financing institutions is a special relationship that requires specific mechanisms to govern this relationship and thus stimulate the activity of venture capital companies in Algeria Keywords: Venture capital, Governance, Syndication, Staging financing.	تحفيز عمل شركات رأس المال المخاطر في الجزائر. الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر، الحوكمة، التمويل بالشراكة، التمويل بالمراحل.
---	---

المقدمة

يعتبر رأس المال المخاطر خيار تمويلي استراتيجي للمشاريع الاستثمارية، والتي غالباً 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 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:

ماهي 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؛
- الفرضية العامة

يمكن أن تتدخل شركات رأس المال الاستثماري في المشاريع عن طريق المساهمة برأس المال كما يمكنها المشاركة في تسيير المشروع، وبالتالي يفترض في هذه الدراسة أن العلاقة بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين هي علاقة خاصة تستلزم ميكانيزمات خاصة لحوكمة هذه العلاقة.

- الفرضيات الجزئية

تتمثل الفرضيات الجزئية في الآتي:

- يعرف رأس المال الاستثماري تطورا ملحوظا في الجزائر.
- تتحدد طبيعة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين بناء على الاسس التي حددتها نظرية الوكالة لجنسن وماكلين(Jensen&Mekling) بنظرية الوكالة، الخطر المعنوي والاختيار المعاكس.

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 مقاول في الزراعة اهتم بزراعة الزيتون ولجأ إلى

استخدام القروض لعصر الزيتون واستخراج الزيت. واعتبر أصحاب هذه الأموال مقرضين
مخاطرين.^١

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 للإسبانيين والبرتغاليين خلال القرنين الخامس عشر والسادس
عشر الميلادي.. لذا اعتبرتها التجربة صورة مبسطة وأساساً أولياً للنشأة مهنة رأس المال المخاطر.^٢

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*)^٣ ويبدأ نشاط رأس المال
المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينات استجابة لاحتياجات تمويل الشركات
الصغيرة والمتوسطة ولثورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي وخاصة في صناعات
الكمبيوتر والإلكترونيات وتكنولوجيا المعلومات، وانتشرت هذه المؤسسات بعد ذلك في الدول
الأخرى بهدف مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.^٤

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 (EVCA).^٥ 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 فإن المؤسسات الاستثمارية تساعد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في
عملية إنشائها، أو نموها.^٦

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 تتوافر 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 نسبياً^{vii}. 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 وتمثل في:^{viii}

- 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.

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%.^{ix}

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 لبداية نشاطها من طرف بنك الجزائر في 09 جانفي 2001.^x

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 مكون 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.^{xi}

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 (SFI:Société Financière Internationale) 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 المخاطر عدة مخاطر خلال القيام باستثماراتها وذلك لعدة أسباب، وتتمثل غالبا أسباب هذه المخاطر في:^{xii} 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 سابقا، وما قد يخلق مشكل الخطر الأخلاقي.

وأیضا شعور المقاول بالخوف من أصحاب شركة رأس المال المخاطر 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.^{xiii} والانتهازية التنافسية: وتتمثل هذه الانتهازية في إمكانية مباشرة المسير نشاطا منافسا للنشاط الأول، وإنشائه لمؤسسة أخرى خاصة به، ويمكن للمسير أن يبحث عن زيادة ثروته وتحسين وضعيته الاجتماعية (prestige) على حساب مصلحة المساهم (شركة رأس المال المخاطر).^{xiv}

أما الخطر الثاني فيتمثل في المدة الزمنية حيث يفضل المسيرين المردودية في الأجل القصير، ويتخذون قرارات الاستثمار على هذا الأساس عوضا عن القرارات التي تهدف لخلق القيمة في المدى الطويل، وفي حالة التمويل عن طريق رأس المال المخاطر الذي يعتبر تمويل قصير الأجل يتراوح غالبا 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.^{xv} 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 ثرواتهم المالية والبشرية.^{xvi}

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.^{xvii}

وتم ذكر سابقا 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 غالبا للمراقبة المالية الدائمة، وهذا ما يخلق عدم تماثل المعلومات لأن شركة رأس المال الاستثماري لا تملك المعلومات الكافية عن المؤسسة التي ستقوم بتمويلها.^{xviii} ويمكن التفريق بين عدم تماثل المعلومات خلال مرحلتين قبل العقد وبعد العقد:

1.2. قبل العقد (précontractuelle): قبل عملية التمويل وإمضاء العقد غالبا ما أحد الأطراف يملك معلومات أكثر من الطرف الأخر، فمثلا المقاول أو صاحب المشروع يملك معلومات أكبر من شركة رأس المال الاستثماري حول مشروعه المقترح للتمويل والبيئة التي سوف ينشأ فيها هذا المشروع، خلافا عن الخبراء في شركة رأس المال المخاطر الذين قد لا يتمكنون من فهم الخصائص والأهداف الحقيقية من هذا المشروع وهنا يمكن أن يحدث الاختيار العكسي للمشاريع فيتم رفض المشاريع الجيدة التي يمكن أن تحقق أرباحا 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 المخاطر 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 المخاطر^{xix}.

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 الممولة^{xx}.

3. اتفاقية الاستثمار

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

ثانياً: الميكانيزمات المالية

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

1. التمويل بالمرحل (staggering 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 القادمة.^{xxi}

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 متكلفة لحماية مصالحها، وتجنب الفشل المالي، ومن هذه السياسات الأوراق المالية القابلة للتحويل، وقد أكد بعض الدراسات على أن شركات رأس المال الاستثماري تستعمل دائما 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 بذل الجهود اللازمة لنجاح الاستثمار.^{xxii}

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. تعبر الشراكة في الرغبة في اقتسام وتقليل المخاطرة، فالتمويل الجماعي من أكثر من مستثمر مؤسسة واحدة سوف يؤدي إلى اقتسام المخاطرة المرتبطة بالاستثمار، تحسين قدرتهم على خلق القيمة، جمع معلومات أكبر حول المشروع المحتمل تمويله، تحسين اتخاذ القرارات، تمويه أداء وفعالية المستثمرين (window-dress) وأخيرا لإنشاء وضعية قانونية لشركة رأس المال المخاطر.^{xxiii}

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 المخاطر، 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 المخاطر لتقوم بتنظيم علاقتها مع مؤسسات محفظتها المالية، وذلك من خلال المقابلة الشخصية لإطارات شركات رأس المال المخاطر الناشطة بالجزائر.

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

جدول رقم(1): إجابات إطارات شركات رأس المال المخاطر حول القيود التي تعيق استثماراتهم

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 الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss

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 وأيضا غياب شفافية المعلومات، ويأتي بالدرجة الثانية من الأهمية انتهازية المسيرين وعدم ملائمة جو الأعمال في الجزائر، ويجدر الإشارة إلى أن إطارات 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 المخاطر.

2. نتائج المقابلة حول أهمية مصادر تضارب المصالح

جدول رقم(2): إجابات إطارات شركات رأس المال المخاطر حول أهم مصادر تضارب المصالح مع المؤسسات الممولة

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

المصدر: من إعداد الباحثون بالاعتماد على برنامج Spss.

الملاحظ من الجدول هو أن إجابات إطارات العينة عن مصادر تضارب المصالح بين شركات رأس المال المخاطر 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 إطارات العينة موافقة يوافقون على مصادر تضارب المصالح السابقة الذكر. كما يتبين من خلال الإجابات المتعلقة بفقرات هذا السؤال أن هناك شبه إجماع بين إطارات شركات رأس المال المخاطر 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 المخاطر في التصويت خلال الجمعية العامة وباعتبار شركة رأس المال المخاطر 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 المخاطر مع المؤسسات الممولة

جدول رقم(3): أهم المشاكل التي تواجهها شركات رأس المال المخاطر مع أصحاب 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 الباحثون بالاعتماد على نتائج المقابلات واستخدام برنامج Spss.

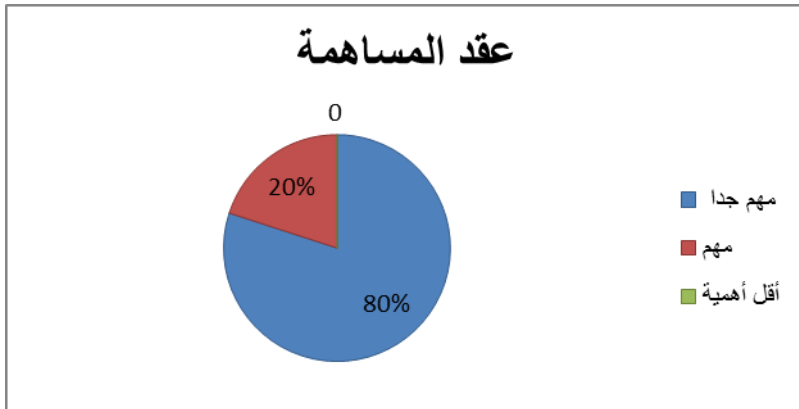
من الجدول نلاحظ أن إطارات شركات رأس المال المخاطر موافقة بصفة عامة على فقرات السؤال رقم(2) حول المشاكل التي تواجهها مع المؤسسات الممولة، حيث بلغ المتوسط الحسابي لمجموع الفقرات 4,12 والذي ينتهي إلى المجال [من 3,40 إلى 4,19] مما يدل على موافقة أفراد العينة على المشاكل السابقة الذكر.

4. ميكانيزمات حوكمة العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر ومسيرين المؤسسات الممولة

1.4. أهمية عقد المساهمة بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر

ومن خلال المقابلة الشخصية لمجموعة من إدارات شركات رأس المال المخاطر 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 المخاطر:
شكل رقم(1):أهمية ميكانيزمات الحوكمة القانونية



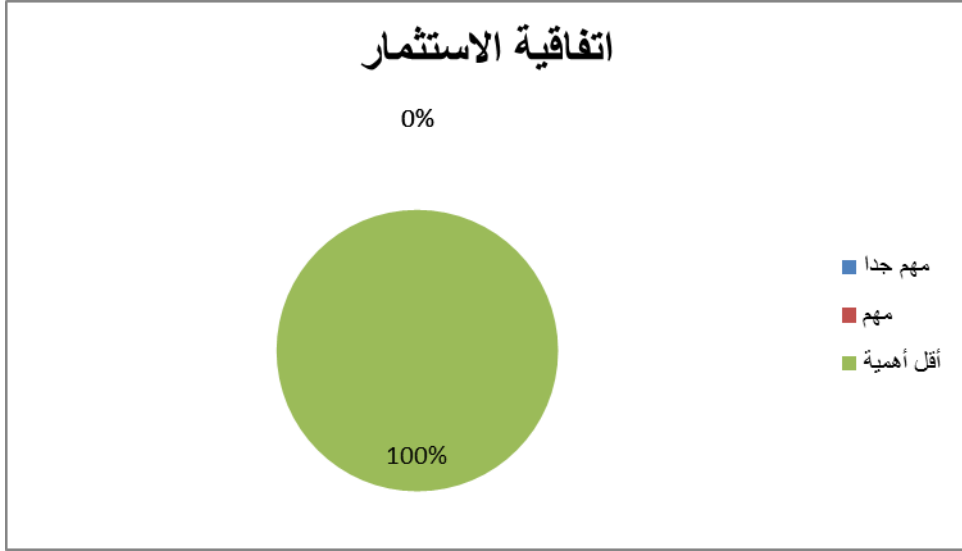
المصدر: من إعداد الباحثون بالاعتماد على نتائج المقابلة وبرنامج Spss.

2.4. أهمية اتفاقية الاستثمار بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري

من خلال المقابلة الشخصية التي قمنا بها مع إدارات شركات رأس المال المخاطر 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 إطارات شركات رأس المال المخاطر فيما يخص أهمية اتفاقية الاستثمار:

شكل رقم(2): أهمية اتفاقية الاستثمار



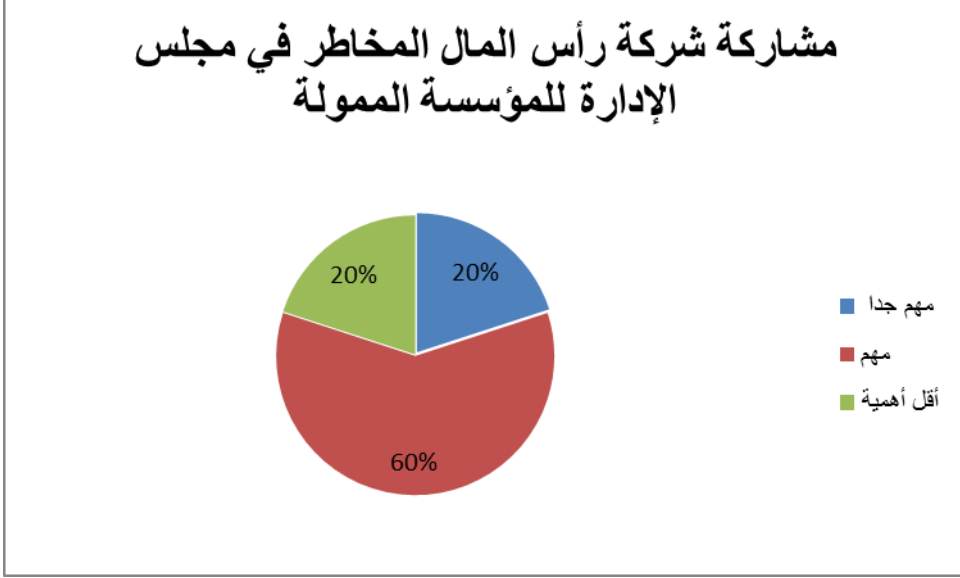
المصدر: من اعداد الباحثون بالاعتماد على نتائج الاستبيان وبرنامج Spss.

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

ومن خلال اطلاعنا حول نشاط شركات رأس المال المخاطر تبين لنا أهمية تمثيل شركة رأي المال المخاطر 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 المخاطر حول أهمية حضور هذه الشركات في مجلس إدارة المؤسسات الممولة في تعزيز حوكمة هذه الأخيرة:

شكل رقم(3): أهمية مشاركة رأس المال المخاطر في مجلس الإدارة



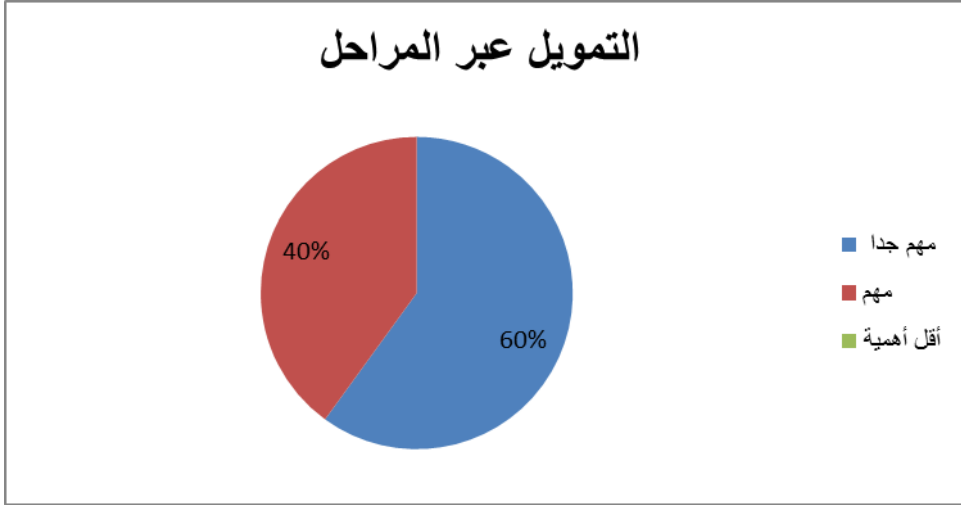
المصدر: من إعداد الباحثون بالاعتماد على نتائج المقابلة واستعمال برنامج Spss.

4.4. أهمية التمويل عبر المراحل بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر

من خلال المقابلات التي قمنا بها مع إطارات شركات رأس المال المخاطر استنتجنا أهمية ميكانيزم التمويل عبر المراحل بالنسبة لهذه الشركات حيث تراوحت آراءهم 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 المخاطر:

شكل رقم(4): أهمية التمويل عبر المراحل



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

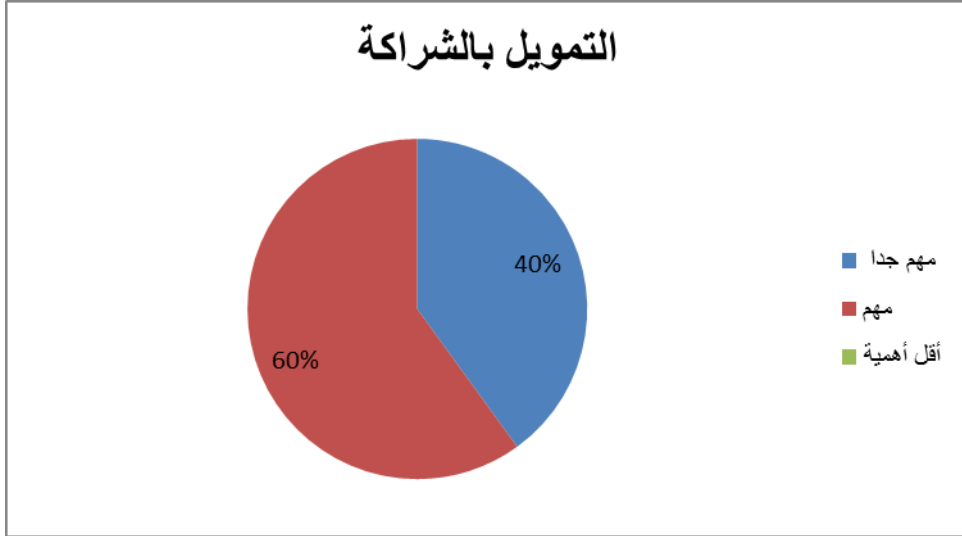
5.4. أهمية التمويل بالشراكة بالنسبة لشركات رأس المال المخاطر

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 أجريتها مع إطارات شركات رأس المال المخاطر 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 المخاطر حول أهمية التمويل عن طريق الشراكة:

اشكل رقم(5): أهمية التمويل بالشراكة

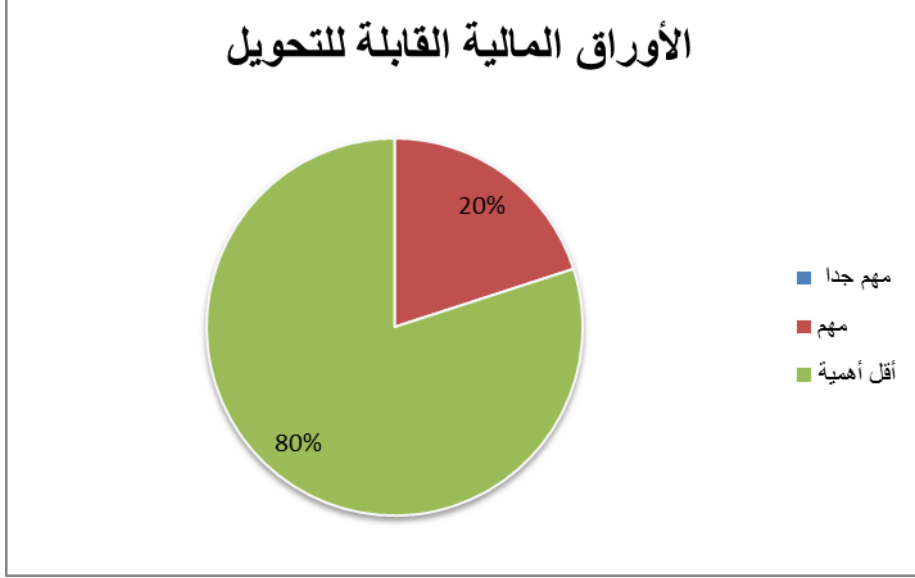


المصدر: من إعداد الباحثون بالاعتماد على نتائج الاستبيان وبرنامج Spss.

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 المخاطر في الشكل الآتي:

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



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

الخاتمة

نتائج الدراسة الميدانية

من خلال هذه الدراسة تم التعرف على مختلف ميكانيزمات الحوكمة التي تستعملها شركات رأس المال المخاطر 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 المخاطر 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 المخاطر في الجزائر هي طبيعة المؤسسات الاقتصادية الجزائرية التي يغلب عليها الطابع العائلي، وعدم قبولها اقتسام الحصص وفتح رأسمالها للأطراف الخارجية.

أيضا من بين النتائج التي استخلصناها من هذه الدراسة أن معظم شركات رأس المال المخاطر في الجزائر تستقبل طلبات متزايدة على التمويل برأس المال المخاطر إلا أنه يبقى مشكل انطلاق أشغال هذه المؤسسات الممولة نظرا للمناخ الاستثماري في الجزائر كما تم ذكره سابقا، وأيضا بعض شركات رأس المال المخاطر 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 المخاطر مما كان يسمح لها بتحقيق أرباح إضافية، إلا أنه بعد دخول رأس المال المخاطر وبعد فرضه التعامل بالشفافية وتوثيق المعاملات، أدى إلى انخفاض قيمة أرباح هذه المؤسسات الممولة.

التوصيات

يعتبر رأس المال المخاطر خيار تمويلي استراتيجي للمؤسسات الاقتصادية، حيث لا يكفي 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 وانهائية 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 والمصداقية.

قائمة المراجع

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

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

ⁱⁱⁱ Cherif Monder, **Le capital-risque**, RevueBanque Edition, Paris, 2000, p: 43.

^{iv} Richard Thompson, **Real Venture Capital: Building International Businesses**, Palgrave Macmillan, China, 2008, p 6.

^v EVCA : European Venture Capital Association

^{vi} Jean lachman, **op-cit**, p 47

^{vii} 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 أفريل 2006، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي- شلف- 2006، ص309.

^{viii} <http://www.idbe-egypt.com/doc/nshat.doc>.

^{ix} منير نوري، أثر الشراكة الأوروبية على تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي:متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 و18 أفريل 2006، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف، ص ص:870-871.
^x الموقع الرسمي للمؤسسة: www.sofinance-dz.com, 2013/01/15.

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

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

^{xiii} 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, p20

^{xiv} Idem, p20.

^{xv} 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.

^{xvi} Idem,p5.

^{xvii} C. Marchand, Economie des interventions de l'état, ED.PUF, paris 1999,P12.

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

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

^{xx} Maik Kleinschmidt, Venture Capital, Corporate Governance, and firm value, gabler edition wissenschaft, 2007.,p104.

^{xxi} Susheng Wang and Hailan Zhou, Staged Financing in Venture Capital:Moral Hazard and Risks, working paper, 2002, pp:3-5.

^{xxii} 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.

^{xxiii} 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.