

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المدرسة العليا للتجارة - الجزائر

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية.  
تخصص: مالية.

الموضوع:

الإطار الحوكمي للعلاقة بين شركات رأس المال  
الاستثماري والمسيرين

دراسة تطبيقية على شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في السوق  
الجزائرية

لجنة المناقشة:

من إعداد الطالبة:

أ.د. محمد براق.....رئيسا  
أ.د. عبد القادر بريش.....مشرف  
د. مالك مرهون.....ممتحنا  
د. كمال بوصافي.....ممتحنا

نصيرة عابد

السنة الجامعية: 2013/2012



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
المدرسة العليا للتجارة - الجزائر

مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية والمالية.  
تخصص : مالية.

الموضوع:

الإطار الحوكمي للعلاقة بين شركات رأس المال  
الاستثماري والمسيرين

دراسة تطبيقية على شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في السوق  
الجزائرية

لجنة المناقشة:

أ.د. محمد براق.....رئيسا  
أ.د. عبد القادر بريش.....مشرف  
د. مالك مرهون.....ممتحنا  
د. كمال بوصافي.....ممتحنا

من إعداد الطالبة:

نصيرة عابد

السنة الجامعية: 2013/2012

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

# الشكر

انطلاقاً من حديث - نبينا - محمد صلى الله عليه وسلم والذي قال « من لم يشكر الناس لم يشكر الله »، فإنه ليسرني أن أتقدم بالشكر والامتنان إلى

أستاذي ومشرفي:

الدكتور: عبد القادر بريش، الذي مدني من منابع علمه وتجربته  
بالثـيـر، والذي ما توانى في تقديم المساعدة لي في  
مجالات بحثي، وأحمد الله أن يسره في دربي ويسر به أمري،  
وعمسى أن يطيل الله عمـره ليبقى نبراساً مثلاً  
في نور العلم.

وأقدم بالشكر الجزيل إلى كل أساتذة المدرسة العليا للتجارة بالجزائر  
العاصمة، على مساعدتهم وتوجيهاتهم المفيدة والسديدة.  
كما أتقدم بالشكر إلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب ومن  
بعيد .

# الاهداء

إلى اللذين جعلهما الله عوناً لي فأبياً إلا أن أوقف على القمة

إلى من قال فيهما رب من فوق سبع سموات

( و أخفض لهما جناح الذل من الرحمة ) الآية 24 سورة الإسراء

إلى القلب العطوف الذي تمرني بالعنان أمي الحبيبة، إلى من أزع عني

الصعاب وجعل مشوار العلم في حياتي ممكناً أبي

إلى الذين جعلوا حياتي فرحاً وسروراً إخوتي وأخواتي الأعمام

إلى كل الأصدقاء والزلاء من قريب أو من بعيد كل باسمه

إلى كل الشموع التي تحترق بصدق من أجل أن تنير طرق الآخرين

إلى السائرين إلى الله في صمت، الداعين إليه بحكمة

العاملين لدينه بصدق ووفاء، في زمن عز فيه الصدق والوفاء.

أهدي إليكم جميعاً جمدي هذا، راجية من الله عز وجل أن يوفقنا إلى ما

يحبه ويرضاه.

الفهرس

## الفهرس العام

الفهرس العام	
	الشكر
	الإهداء
I	الملخص
I-VII	الفهرس العام
VIII-IX	قائمة الجداول
X-XI	قائمة الأشكال
XII	قائمة الملاحق
XIII	الملخص
أ-ث	المقدمة العامة
01	الفصل الأول: الإطار النظري لرأس المال الاستثماري
02	المبحث الأول: مدخل لرأس المال الاستثماري
02	المطلب الأول: لمحة تاريخية عن رأس المال الاستثماري
04	المطلب الثاني: مفهوم رأس المال الاستثماري
04	1. تعريف رأس المال الاستثماري
06	2. رأس المال الاستثماري كوسيط مالي
07	3. أنواع شركات رأس المال الاستثماري
07	4. خصائص رأس المال الاستثماري
09	5. أهداف رأس المال الاستثماري
09	6. أهمية رأس المال الاستثماري
11	المطلب الثالث: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال الاستثماري ومبادئ عمل شركات رأس المال الاستثماري
11	1. مراحل التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري
12	2. مبدأ عمل شركات رأس المال الاستثماري
14	3. ميكانيزم عمل شركات رأس المال الاستثماري
19	المطلب الرابع: مقارنة رأس المال الاستثماري بالتمويل التقليدي
19	1. مقارنة التمويل البنكي والتمويل برأس المال الاستثماري
21	2. مقارنة التمويل الإسلامي ورأس المال الاستثماري
22	1.2. صيغ التمويل الإسلامي
23	2.2. تطبيق العقود الإسلامية على التمويل برأس المال الاستثماري
24	المبحث الثاني: تطور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية
25	المطلب الأول: ظهور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

25	1. مراحل تطور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية
26	2. تطور نشاط شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية
28	المطلب الثاني: شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية
28	1. أنواع شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية
29	2. مصدر الأموال لشركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية
30	المطلب الثالث: طرق الخروج من استثمارات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية
32	المطلب الرابع: عوامل نجاح رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة
32	1. روح مقاولاتية عالية
32	2. التجمعات الجغرافية للمؤسسات في شكل عناقيد أو مناطق صناعية
32	3. فعالية نظام الحاضنات
32	4. شركات رأس مال استثماري ذات نفوذ قوي
33	5. التمويل الملائكي
33	6. مساعدات هامة من طرف الدولة
33	7. إطار قانوني وتنظيمي جيد
33	المبحث الثالث: واقع سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر
34	المطلب الأول: نشأة سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر
35	المطلب الثاني: تنظيم سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر
35	1. تعريف رأس المال الاستثماري عند المشرع الجزائري
36	2. ضوابط الحصول على التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري
36	1.2. الضوابط المتعلقة برأس مال شركة رأس المال الاستثماري وطرق التمويل
36	2.2. الضوابط المتعلقة برخصة ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري
37	a. الضوابط المتعلقة بالحصول على التمويل من شركات رأس المال المخاط
39	المطلب الثالث: شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر
39	1. الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP)
39	2. الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف (SOFINANCE)
40	3. الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM)
40	4. الجزائر استثمار (El djazair Istithmar)
41	5. الصندوق المغربي لرأس المال الاستثماري (MPEF :Maghreb) (Private Equity Fund)
41	المطلب الرابع: تضارب المصالح بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين كعائق أمام نمو نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر

41	1. عدم شفافية المعلومات
41	2. الخصائص البسيكولوجية للمقاولين الجزائريين
43	خاتمة الفصل الأول
44	الفصل الثاني: خصائص العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين
45	المبحث الأول: طبيعة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين
45	المطلب الأول: الإطار القانوني لعقد المساهمة بين شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسة الممولة
45	1. الحقوق التي يضمنها عقد المساهمة لشركة رأس المال الاستثماري
46	2. بنود عقد المساهمة
49	المطلب الثاني: المخاطر التي تظهر عبر مراحل تمويل رأس المال الاستثماري
49	1. خطر المشروع
50	2. الخطر المالي
50	3. الخطر التسييري
50	المطلب الثالث: المخاطر التي تظهر عند خروج رأس المال الاستثماري من المؤسسة المستفيدة من التمويل
51	1. مخاطر نقص السيولة
51	2. مخاطر الإفلاس
51	المطلب الرابع: ظهور مشكل الوكالة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين
52	1. تضارب المصالح بين شركة رأس المال الاستثماري والمسي
53	2. عدم تماثل المعلومات
54	المبحث الثاني: العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في ظل نظرية الوكال
55	المطلب الأول: مشاكل نظرية الوكالة
55	1. الاختيار المعاكس (Adverse Selection)
56	2. المخاطرة الأخلاقية (Moral hazard)
58	3. مشكل holdup
59	المطلب الثاني: حدود تطبيق نظرية الوكالة في تحليل العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمسير
59	1. عدم توافق مبادئ نظرية الوكالة على حالة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات المستفيدة من التمويل
59	2. عدم دقة وأهمية المعلومات المخفية من طرف المقاول
60	3. تجاهل ميكانيزمات خلق القيمة
60	4. إنشاء وتطور العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول
60	1.4. قبل الاستثمار
61	2.4. بعد الاستثمار
61	المطلب الثالث: علاقة رأس المال الاستثماري مع المقاول تحت ظل نظرية خلق

	القيمة
61	1. علاقة تبادل مبنية على التعاون
64	2. العوامل التي تؤثر على التعاون بين المقاول وشركة رأس المال الاستثماري
65	1.2. ضغط الوقت
65	2.2. تقاسم المعلومات
65	3.2. العلاقة الاجتماعية
66	4.2. إجراءات التمويل
66	5.2. مكافأة التعاون
66	المطلب الرابع: علاقة رأس المال الاستثماري ومسير المؤسسة الممولة مبنية على الثقة
69	المبحث الثالث: ميكانيزمات الحوكمة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين
69	المطلب الأول: دور حوكمة المؤسسات في حماية حقوق المساهمين
69	1. مفهوم الحوكمة
70	2. تعريف الحوكمة
70	3. مبادئ وأهمية الحوكمة
72	4. دور الحوكمة في المحافظة على حقوق شركات رأس المال الاستثماري والتقليل من تضارب المصالح
74	المطلب الثاني: ميكانيزمات الحوكمة في شركات رأس المال الاستثماري
74	1. الميكانيزمات القانونية
74	1.1. عقد المساهمة
74	2.1. مجلس الإدارة
74	3.1. اتفاقية الاستثمار
74	2. الميكانيزمات المالية
74	1.2. التمويل بالمرحلة (staggering financing)
76	2.2. السندات القابلة للتحويل
77	3.2. التمويل بالشراكة بين المستثمرين (syndication)
80	المطلب الثالث: ميكانيزمات الحوكمة الخارجية وخلق القيمة
80	1. ميكانيزمات الحوكمة في السوق المالية
80	2. ميكانيزمات الحوكمة في سوق السلع والخدمات
80	3. ميكانيزمات الحوكمة وخلق القيمة
80	1.3. مشاركة شركة رأس المال الاستثماري في تسيير المؤسسة الممولة
81	2.3. مصادر خلق القيمة
84	المطلب الرابع: دور الثقة والتعاون بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين في فعالية رأس المال الاستثماري
86	خاتمة الفصل الثاني
87	الفصل الثالث: دراسة ميدانية حول شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في

	الجزائر
88	المبحث الأول: تطور نشاط شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر
88	المطلب الأول: تطور نشاط شركات رأس المال الاستثماري: "الجزائر استثمار" و"الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار"
88	1. شركة الجزائر استثمار ( El Djazair Istithmar )
90	2. نشاط الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار ( ASICOM : Algerian Saudi Investment Company )
91	المطلب الثاني: تطور نشاط الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة ( FINALEP )
93	المطلب الثالث: تطور شركة "سوفينونس" وصندوق الاستثمار "أفريك أنفست"
93	1. تطور الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف ( Sofinance )
93	2. المحفظة المالية للشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف
94	3. الصندوق المغاربي لرأس المال الاستثماري ( MPEF :Maghreb Private Equity Fund )
95	1.3 شركة التنمية الصناعية والتجارية ( Sodinco )
95	2.3 شركة المصبرات الجزائرية الجديدة ( NCA Rouiba )
95	3.3 الشركة المغاربية للتمويل الإيجاري الجزائرية ( MLA )
96	المبحث الثاني: طبيعة ومنهجية الدراسة
96	المطلب الأول: توضيح هدف الدراسة والعلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة
97	المطلب الثاني: تحضير الاستبيان المستعمل في المقابلة وجمع المعلومات
97	1. منهجية جمع المعلومات
97	2. بيانات الدراسة
98	1.2 أسئلة خاصة بإستراتيجية شركة رأس المال الاستثماري
98	2.2 أسئلة خاصة بحوكمة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة
98	3.2 ميكانيزمات الحوكمة المستعملة من طرف شركات رأس المال الاستثماري
99	4.2 أسئلة عامة
99	3. مجتمع الدراسة
99	4. طريقة جمع البيانات
99	5. حدود ومشاكل الدراسة الميدانية
99	1.5 حدود الدراسة الميدانية
100	2.5 مشاكل الدراسة الميدانية
100	المطلب الثالث: مراحل تحضير استبيان المستعمل في المقابلة
101	المبحث الثالث: دراسة وتحليل نتائج المقابلات مع إطارات شركات العينة
101	المطلب الأول: تحليل إستراتيجية شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر

102	السؤال رقم(1): ما هي مراحل التمويل التي تهتم بها شركتكم حسب الأولوية؟
102	1. درجة اهتمام شركات رأس المال الاستثماري بالتمويل في مرحلة الإنشاء
103	2. درجة اهتمام شركات رأس المال الاستثماري بالتمويل خلال مرحلة التطور
104	3. درجة اهتمام شركات رأس المال الاستثماري بالتمويل خلال مرحلة التحويل
105	السؤال رقم(2): ما هي طرق الخروج من المؤسسة الممولة المحددة في إستراتيجية شركة رأس المال الاستثماري حسب الأولوية؟
610	السؤال رقم(3): كم بلغ الطلب على التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري على مستوى شركتكم؟
107	السؤال رقم(4): ما هي مدة التمويل المحددة في إستراتيجية شركتكم؟
108	السؤال رقم(5): من بين التوجهات الآتية ما هو التوجه الذي يناسب إستراتيجية شركتكم؟
109	السؤال رقم(6): هل تعتقد أن مسيري المؤسسات الممولة عن طريق شركتكم يملكون قدرات إدارية وكفاءات تسييرية كافية؟
110	السؤال رقم(7): من بين القيود الآتية، ما هي القيود التي تعرقل نشاط شركات رأس المال الاستثماري؟
111	المطلب الثاني: المشاكل المتعلقة بالحوكمة في شركات رأس المال الاستثماري
111	السؤال رقم(1): ما هي مصادر تضارب المصالح بين شركتكم والمسيرين في المؤسسات الممولة؟
112	السؤال رقم(2): فيما تتمثل تضارب المصالح بين شركتكم ومسيرين المؤسسات الممولة في؟
113	السؤال رقم(3): أي من تضارب المصالح بين المسير وشركة رأس المال الاستثماري الأكثر خطورة بالنسبة لكم؟
113	المطلب الثالث: ميكانيزمات حوكمة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري ومسيرين المؤسسات الممولة
114	السؤال رقم(1): رتب حسب الأولوية لميكانيزمات الحوكمة القانونية الأكثر استعمالاً من طرف شركتكم؟
114	1. أهمية عقد المساهمة بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري
115	2. أهمية اتفاقية الاستثمار بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري
115	3. أهمية مشاركة شركة رأس المال الاستثماري في مجلس الإدارة للمؤسسة الممولة
116	السؤال رقم(2): رتب حسب الأولوية لميكانيزمات الحوكمة المالية الأكثر استعمالاً من طرف شركتكم؟
116	1. أهمية التمويل عبر المراحل بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري
117	2. أهمية التمويل بالشراكة بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري
118	3. أهمية التمويل عن طريق الأوراق المالية القابلة للتحويل بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري

119	السؤال رقم(3): إذا قامت شركة رأس المال الاستثماري باستعمال ميكانيزم التمويل بالشراكة، فما هي شركة رأس المال الاستثماري التي قمتم بالشراكة معها؟
121	السؤال رقم(4): ما هو دور الثقة والتعاون في تعزيز العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري؟
122	المطلب الرابع: تحليل الخصائص العامة للعينة التي أجريت معها المقابلة
122	السؤال رقم(1): المؤهل العلمي
123	السؤال رقم(2): ما هي وظيفتك في الشركة؟
123	السؤال رقم(2): ما هي وظيفتك في الشركة؟
125	خاتمة الفصل الثالث
130-125	الخاتمة العامة
139-131	قائمة المراجع
I-XI	قائمة الملاحق

## قائمة الجداول

الرقم	العنوان
(1-1)	قيمة استثمارات رأس المال المخاطر السنوي للفترة الممتدة بين 2005 و 2011
(2-1)	الفرق بين التمويل البنكي والتمويل برأس المال الاستثماري
(3-1)	تطور أداء شركات رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة
(4-1)	مصادر تمويل شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية
(5-1)	العرض العام على الجمهور للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية
(1-2)	تصنيف وضعيات التعاون
(2-2)	المعلومات المتوفرة في التقارير الدورية (reporting)
(3-2)	أنواع مساهمة رأس المال الاستثماري
(1-3)	مساهمة الجزائر استثمار في المؤسسة الأولى
(2-3)	مساهمة الجزائر استثمار في المؤسسة الثانية
(3-3)	المشاريع الممولة من طرف شركة "أسيكوم"
(4-3)	المحفظة المالية للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة
(5-3)	المحفظة المالية لشركة "سوفينونس"
(6-3)	تطور المبالغ المستثمرة من طرف الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف عن طريق رأس المال المخاطر للفترة 2008-2010
(7-3)	درجة اهتمام شركات رأس المال الاستثماري بالتمويل في مرحلة الإنشاء
(8-3)	درجة اهتمام شركات رأس المال شركات رأس المال الاستثماري
(9-3)	درجة اهتمام شركات رأس المال الاستثماري بالتمويل في مرحلة التحويل
(10-3)	ترتيب طرق الخروج حسب الأهمية
(11-3)	معدل الطلب السنوي على التمويل برأس المال الاستثماري
(12-3)	مدة التمويل
(13-3)	إستراتيجية شركة رأس المال الاستثماري اتجاه المخاطر
(14-3)	قدرات التسيير لدى مسيري المؤسسات الممولة

107	جدول يوضح مستويات مقياس ليكارت الخماسي	(15-3)
107	نتائج إجابات الإطارات حول القيود التي تعيق تطور رأس المال الاستثماري	(16-3)
108	نتائج المقابلة حول أهمية مصادر تضارب المصالح	(17-3)
109	نتائج إجابات الإطارات حول أهم المشاكل التي تواجه شركات رأس المال الاستثماري مع المؤسسات الممولة	(18-3)
110	أهمية تضارب المصالح بين المسير المسير وشركات رأس المال الاستثماري	(19-3)
117	هدف التمويل بالشراكة	(20-3)
118	دور الثقة والتعاون في تعزيز العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة	(21-3)
119	خصائص العينة حسب المؤهل العلمي العلمي	(22-3)
122	وظيفة أفراد العينة	(23-3)
122	عدد سنوات الخبرة لأفراد العينة	(24-3)

## قائمة الأشكال

الرقم	العنوان
(1-1)	تطور رأس المال الاستثماري في بعض الدول للفترة بين 2005 و 2011
(2-1)	رأس المال الاستثماري: وساطة مالية خاصة
(3-1)	مراحل عملية الاستثمار برأس المال الاستثماري
(4-1)	دورة شركات رأس المال الاستثماري
(5-1)	مراحل اختيار المشاريع في للتمويل برأس المال الاستثماري
(6-1)	طرق خروج رأس المال الاستثماري
(7-1)	مقارنة رأس المال الاستثماري بعقود التمويل الإسلامي
(8-1)	تطور رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة الأمريكية ما بين 2000 و 2011
(9-1)	تطور شركات رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة الأمريكية للفترة بين 2000-2011
(10-1)	مصادر اموال شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية
(11-1)	التنظيم العام لسوق رأس المال الاستثماري بالجزائر
(1-2)	مصفوفة مخاطرة/ربحية
(2-2)	مشاكل نظرية الوكالة
(3-2)	مصفوفة إستراتيجية/مكافأة
(4-2)	العوامل المؤثرة على التعاون بين المقاول وشركة رأس المال الاستثماري
(5-2)	دور الثقة في العلاقة بين صاحب رأس المال الاستثماري والمقاول باستعمال نموذج KREPS
(6-2)	مبادئ الثقة في العلاقة بين المسير وشركة رأس المال الاستثماري
(7-2)	دور الحوكمة في تخفيض مشكلة تضارب المصالح
(8-2)	علاقة دورات التمويل بالمؤسسة
(9-2)	محددات الربحية في صناعة رأس المال الاستثماري
(10-2)	الأقطاب الستة لخلق القيمة
(11-2)	علاقة تكاليف الرقابة والثقة
(1-3)	أهمية مرحلة الإنشاء لشركات رأس المال الاستثماري
(2-3)	أهمية مرحلة التطور لشركات رأس المال الاستثماري
(3-3)	أهمية مرحلة التحويل لشركات رأس المال الاستثماري
(4-3)	أهمية طرق الخروج من الاستثمار
(5-3)	معدل الطلب السنوي على رأس المال الاستثماري
(6-3)	مدة التمويل
(7-3)	إستراتيجية شركة رأس المال الاستثماري اتجاه المخاطر

105	قدرات التسيير	(8-3)
109	أهمية تضارب المصالح بين المسير وشركات رأس المال الاستثماري	(9-3)
110	أهمية ميكانيزمات الحوكمة القانونية	(10-3)
111	أهمية اتفاقية الاستثمار	(11-3)
112	أهمية مشاركة رأس المال الاستثماري في مجلس الإدارة	(12-3)
113	أهمية التمويل عبر المراحل	(13-3)
114	أهمية التمويل بالشراكة	(14-3)
115	أهمية التمويل بالأوراق المالية القابلة للتحويل	(15-3)
116	هدف التمويل بالشراكة	(16-3)
117	إجابات أفراد العينة حول دور الثقة والتعاون في تعزيز العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة	(17-3)
118	خصائص العينة حسب المؤهل العلمي	(18-3)
119	وظيفة أفراد العينة	(19-3)
119	عدد سنوات الخبرة لأفراد العينة	(20-3)

## قائمة الملاحق

الصفحة	العنوان	رقم الملحق
I	الاستبيان باللغة العربية	01
VI	الاستبيان باللغة الفرنسية	02

ملخص

**الملخص**

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في أهمية التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري ودوره في تمويل المشاريع والمؤسسات ذات التكنولوجيا والمخاطر المرتفعة، ومعرفة أهدافه وتطوره سواء في الجزائر أو الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة والتي تعتبر مثالا على تطور التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري بالإضافة إلى أنها أول دولة قامت بإنشاء شركة رأس مال مخاطر في العالم، وأيضاً تهدف هذه الدراسة إلى معرفة أهم معوقات تطور رأس المال الاستثماري في الجزائر، وتركز هذه الدراسة على إبراز الجانب الحوكمي للعلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة، مبادئ العلاقة الناشئة بينهما وخصائصها، وكذا أهم ميكانيزمات الحوكمة التي تضعها هذه الشركات لحماية مصالحها في المؤسسات الممولة، ولضمان نجاح استثماراتها.

**الكلمات المفتاحية:** رأس المال الاستثماري، التمويل بالشراكة، التمويل عبر المراحل، الحوكمة، تضارب المصالح، مشاكل الوكالة.

**Abstract**

This study aims to look for the importance of financing through private equity and its role in the financing of projects and institutions of technology and high-risk, and knowledge of its objectives and its development both in developed countries like the United States, which is considered an example of the evolution of financing through private equity as well as it is the first State which create a venture capital company in the world, and also this study aim to know the evolution of private equity in Algeria and the most important obstacles that hinder its development, This study focused on the governance side of the relationship between venture capital firms and institutions funded by. the principles of the evolving relationship between them and their properties, as well as the most important governance mechanisms developed by these companies to protect their interests in the funded institutions, and to ensure the success of their investments.

**Key words:** private equity, financing by syndication, staged financing, governance, interest conflict, agency problems.

لمقدمة العامة

## المقدمة العامة

يتمثل رأس المال الاستثماري في كونه مصدراً من مصادر تمويل المؤسسات، عند مرحلة إنشائها وتوسعها، ويخصص رأس المال الاستثماري لتمويل المشاريع ذات الأفكار التكنولوجية الحديثة بحيث لا يتوفر أصحابها على التمويل اللازم كما يصعب عليهم التمويل عن طريق مصادر التمويل التقليدية من خلال الاقتراض وذلك لارتفاع درجة مخاطرة هذه المشاريع.

وتعتبر شركات رأس المال الاستثماري شريكاً في المشروع يتقاسم المخاطر والأرباح مع صاحب المشروع كما تتمثل خصائص رأس المال الاستثماري في المساهمة برأس المال، متابعة الاستثمارات لمدة طويلة والتدخل النشط والمستمر في تسيير المؤسسة.

ومنه نستنتج أن أرباح شركات رأس المال الاستثماري مرتبطة بالجهد المبذول من طرف أصحاب المشاريع الممولة، وهنا تظهر المخاطر والنزاعات بسبب عدم تماثل المعلومات وتضارب المصالح وهذا ما يؤدي إلى ظهور مشكل الوكالة والاختيار المعاكس.

ولمواجهة هذه النزاعات تلجأ شركات رأس المال الاستثماري إلى ميكانيزمات حوكمة خاصة بها من أجل التقليل من عدم التماثل في المعلومات وتضارب المصالح.

### 1. أهمية الدراسة

تتمثل أهمية هذه الدراسة في إبراز أهمية رأس المال الاستثماري كخيار تمويلي استراتيجي للمؤسسات الاقتصادية الناشئة، وكذا الأهمية التي توليها الدول المتقدمة لهذا النوع من الاستثمارات وخاصة في مجالات التكنولوجيا عالية المخاطرة.

كما توضح هذه الدراسة حدود العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين مع نظرية الوكالة، حيث تبين المخاطر التي تنشأ قبل وبعد إمضاء عقد التمويل.

وتكمن أهمية هذه الدراسة أيضاً في إيجاد ميكانيزمات مناسبة لحوكمة شركات رأس المال الاستثماري.

### 2. أسباب اختيار الموضوع

تتمثل أسباب اختيار الموضوع في طبيعة التخصص والرغبة الذاتية في الدراسة والبحث في موضوع رأس المال الاستثماري، وبصفة خاصة البحث في الإطار الحوكمي للعلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين. ومن جهة أخرى أهمية الموضوع بالنظر إلى النزاعات القائمة بين أصحاب المصلحة (شركات رأس المال الاستثماري) والمسيرين (المقاولين)، وهذا ما يستدعي إلى البحث في ميكانيزمات الحوكمة الواجب استعمالها من طرف شركات رأس المال الاستثماري لمواجهة هذه النزاعات والتقليل من تضارب المصالح بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة.

كما أن تزايد اهتمامات الباحثين الجزائريين بمفهوم الحوكمة، وتزايد الدراسات الأكاديمية التي تطرقت لموضوع الحوكمة كان حافزا لتوجهنا لاختيار هذه الدراسة.

### 3. أهداف الدراسة

نسعى من خلال هذا البحث لتحقيق ثلاثة أهداف، يتمثل الهدف الأول في التعرف على رأس المال الاستثماري، أهميته وتطوره في الجزائر، أما الهدف الثاني فيتمثل في التطرق إلى طبيعة العلاقة الموجودة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين بصفاتها نوع خاص من العلاقة بين أصحاب المصلحة والمسيرين. فيما يتمثل الهدف الثالث في توضيح وإيجاد ميكانيزمات الحوكمة المناسبة لتقليل النزاعات القائمة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين.

### 4. الدراسات السابقة

وقد تناولت عدة دراسات موضوع رأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر عموما وعن حوكمة رأس المال الاستثماري خصوصا، من بين هذه الدراسات نجد:

**1.4.** محمد الشريف بن زواي، هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر (حالة الجزائر)، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، المدرسة العليا للتجارة، 2011.

قدمت هذه الدراسة واقع رأس المال المخاطر في الجزائر، كما وضحت بعض النماذج والتجارب التي قامت بها مجموعة من الدول لتشجيع سوق رأس المال المخاطر.

**4.2 . Samir Yahiaoui, le capital investissement en Algérie : état des lieux et contraintes, mémoire de magistère en science économique, université de Mouloud MAMMRI de Tizi-Ouzou, 2011.**

اهتمت هذه الدراسة ببحث مختلف القيود التي تعرقل نشاط ونجاح مؤسسات رأس المال الاستثماري في الجزائر، وكذا تحليل العلاقة الموجودة بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين.

**4.3. J.B.BARNEY, the relationship between venture capitalists and managers in new firms :determinants of contractual covenants, managerial finance, 20(1994).**

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن الالتزامات التعاقدية يمكن استعمالها كميكانيزم لحوكمة العلاقة الموجودة بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الحديثة النشأة.

**4.4. Jérôme POUGET and Éric STEPHANY, Gouvernance de la relation capital risquer-entrepreneur, 6° Congrès international francophone sur la PME - Octobre 2002 - HEC – Montréal.**

اهتمت هذه الدراسة بتوضيح أسس العلاقة الموجودة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين التي تتميز بتعدد المخاطر من لحظة تدخل رأس المال الاستثماري في

المشروع إلى غاية خروجه منه، واهتم الجانب التطبيقي لهذه الدراسة بدراسة تطبيقية حول العلاقة بين أربع (4) شركات رأس مال استثماري محلية ودولية، بالإضافة إلى (11) مؤسسة ممولة من طرف هذه الشركات قصد الوصول إلى تحليل يعكس واقع هذه العلاقة.

## 5. إشكالية الدراسة

نظرا لخصوصية العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة والتي قد ينتج عنها نزاعات نتيجة لعدم تماثل المعلومات بين الطرفين (شركات رأس المال الاستثماري وأصحاب المؤسسات الممولة) وكذا تضارب المصالح، الأمر الذي يستوجب تدخل آليات الحوكمة كأداة لحماية حقوق أصحاب رأس المال الاستثماري وكذا الممولين.

وعليه وبعد اطلاعنا على بعض الدراسات السابقة في الموضوع يمكننا طرح الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة على النحو الآتي:

## ماهي ميكانيزمات حوكمة العلاقة الموجودة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين؟

وتتفرع من هذه الإشكالية الرئيسية عدة أسئلة فرعية تتمثل في الآتي:

1. ما هو الإطار النظري لرأس المال الاستثماري؟
2. ماهو دور الحوكمة في حماية حقوق شركات رأس المال الاستثماري؟
3. ماهو واقع سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر؟
4. ماهي حدود العلاقة بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين في ظل نظرية الوكالة؟

## 6. فرضيات الدراسة

### 1.6. 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.

### 2.6. الفرضيات الجزئية

تتمثل الفرضيات الجزئية في الآتي:

- يعتبر رأس المال الاستثماري كخيار تمويلي استراتيجي لأصحاب المشاريع، خاصة المشاريع التي تتميز بمخاطرة عالية.

- البيئة الاستثمارية تسمح بتطور التمويل برأس المال الاستثماري.

- 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.

## 7. المنهج المتبع في الدراسة

من أجل معالجة جوانب البحث يتطلب الأمر منهجيا المنهج الاستقرائي باستعمال الوصف والتحليل، وذلك للتطرق إلى مفهوم رأس المال الاستثماري وحوكمة المؤسسات وإبراز حدود العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في ظل نظرية الوكالة، إضافة إلى ذلك الدور الذي يمكن أن تلعبه حوكمة المؤسسات في حماية حقوق المساهمين، أيضا وبصورة أخص تحليل مجموعة من المعطيات التي من خلالها يمكن إبراز أهم ميكانيزمات الحوكمة التي تلجأ إليها شركات رأس المال الاستثماري.

وكذا المنهج الاستقرائي من خلال دراسة شملت شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر، وذلك من خلال استعمال أسلوب المقابلة الشخصية مع أهم إطارات هذه الشركات مع استخدام استبيان وذلك قصد تقييد الأشخاص المستجوبين بالإجابة على الأسئلة المحددة فقط.

## 8. خطة الدراسة

قسمت هذه الدراسة إلى ثلاث فصول:

الفصل الأول يهتم بالمفهوم العام لرأس المال الاستثماري، أهميته وتطوره في الجزائر مع لفت الانتباه إلى تطور رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة الأمريكية وذلك من أجل استخلاص الدروس من تجارب الدول الرائدة في هذا المجال.

أما الفصل الثاني فنهتم من خلاله بمفهوم الحوكمة، أهميتها ودورها في حماية حقوق المساهمين، ومن ثم يتم شرح حدود العلاقة الموجودة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في ظل النظريات المالية.

وفي الفصل الثالث يتم تحليل البيانات المستقاة من طرف عينة من إطارات شركات رأس المال الاستثماري الناشطة بالجزائر، من خلال توزيع استبيان على الإطارات الفاعلين فيها، للتعرف على مختلف النزاعات التي تنشأ بينهم وبين المسيرين، وكذلك الميكانيزمات التي يستعملونها لمواجهة هذه النزاعات والحفاظ على مصالحهم.

# الفصل الأول

الإطار النظري لرأس المال الاستثماري

## الفصل الأول: الإطار النظري لرأس المال الاستثماري

يعد التمويل عن طريق البنوك التجارية المصدر الأساسي لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات الاقتصادية، إلا أنه قد يتعذر على هذه المؤسسات وخاصة المؤسسات حديثة النشأة الحصول على هذا النوع من التمويل البنكي لعدم امتلاكها الضمانات الكافية وارتفاع درجة مخاطرها، وهذا ما ساعد على ظهور وتطور صيغ أساليب بديلة ومستحدثة للتمويل من بينها رأس المال الاستثماري.

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

وسيتناول هذا الفصل مفهوم رأس المال الاستثماري، ظهوره وتطوره التاريخي، أهميته كما يتم بحث تطور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة باعتبارها أول دولة عرفت نشأة مؤسسة رأس مال استثماري والتي تحمل اسم "المؤسسة الأمريكية للبحث والتطوير" (ARD: American Research & Development Corporation) سنة 1945. وفي الأخير يتم التطرق إلى تجربة الجزائر في التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري.

وعلى هذا الأساس تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كالآتي:

- مدخل لرأس المال الاستثماري ؛
- تطور رأس المال الاستثماري وعوامل نجاحه في الولايات المتحدة الأمريكية؛
- واقع شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر؛

## المبحث الأول: مدخل لرأس المال الاستثماري

يعتبر هذا المبحث مدخل عام لمفهوم رأس المال الاستثماري، فقد تم التطرق فيه إلى تاريخ نشأة وظهور التمويل برأس المال الاستثماري، أهميته، دوره في تمويل المؤسسات الاقتصادية الناشئة.

## المطلب الأول: لمحة تاريخية عن رأس المال الاستثماري

يرجع ظهور رأس المال الاستثماري 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.<sup>1</sup>

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 وأساساً أولياً لنشأة مهنة رأس المال المخاطر.<sup>2</sup>

أما النشأة الحديثة لرأس المال الاستثماري 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) سنة 1945.<sup>3</sup> وبهذا بدأ نشاط رأس المال الاستثماري 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.<sup>4</sup>

أما في أوروبا فقد تأسست في بروكسل عام 1983 الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA : European Venture Capital Association)، إذ تطور بفضلها نشاط رأس المال الاستثماري بشكل ملحوظ خلال أربع سنوات منذ إنشائها من 9 مليار إلى 29 مليار دولار، أي بأكثر من ثلاثة أضعاف.

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

<sup>2</sup> Jean Lachman, Capital risque et capital investissement, Edition Economica, Paris, 1999, p17.

<sup>3</sup> Cherif Mondher, Le capital-risque, Revue Banque Edition, Paris, 2000, p: 43.

<sup>4</sup> Richard Thompson, Real venture capital: Building international businesses, Palgrave Macmillan, China, 2008, p 6.

أما في اليابان فقد بلغ النمو خلال نفس هذه الفترة من 3 إلى 10 مليار، في كندا 1,3 مليار، في كوبا من 450 مليون إلى أكثر من 980 مليون دولار. كما بلغ حجم التمويل خلال 1990 في استراليا 800 مليون دولار. أما في "هونغ كونغ" فبلغ حجم التمويل نحو مليار دولار.

ولا يقتصر وجود هذه المؤسسات على الدول الصناعية، بل تعداه إلى الدول النامية، حيث ساهم البنك الدولي (international bank) والشركة الدولية للتمويل (International Finance Corporation) في تأسيس كذلك خلال (1993 - 1994) صناديق استثمار في كل من أمريكا اللاتينية، شرق أوروبا، والدول النامية في آسيا، حيث بلغ مجموع هذه الأموال حوالي 3,2 مليار دولار لدعم وتمويل مشاريع الطاقة في الدول النامية. كما نشأت عدة مؤسسات في ماليزيا والخليج، وإجمالاً يقدر حجم المشاركة الفاعلة في العالم بأكثر من 85 مليار دولار أكثر من نصفها يوجد خارج الولايات المتحدة<sup>1</sup>.

ونظراً لنجاح تجربته وتحقيقه نتائج إيجابية في الولايات المتحدة الأمريكية، سارعت الدول الأخرى إلى تبني هذا النوع من التمويل، لتنشيط اقتصادها، ويمثل الجدول الآتي دليلاً على أهمية رأس المال الاستثماري في بعض الدول وهي (الولايات المتحدة الأمريكية، الصين، كندا، إسرائيل، أوروبا، الهند).

#### جدول رقم (1-1): قيمة استثمارات رأس المال المخاطر السنوي للفترة الممتدة

بين 2005 و2011.

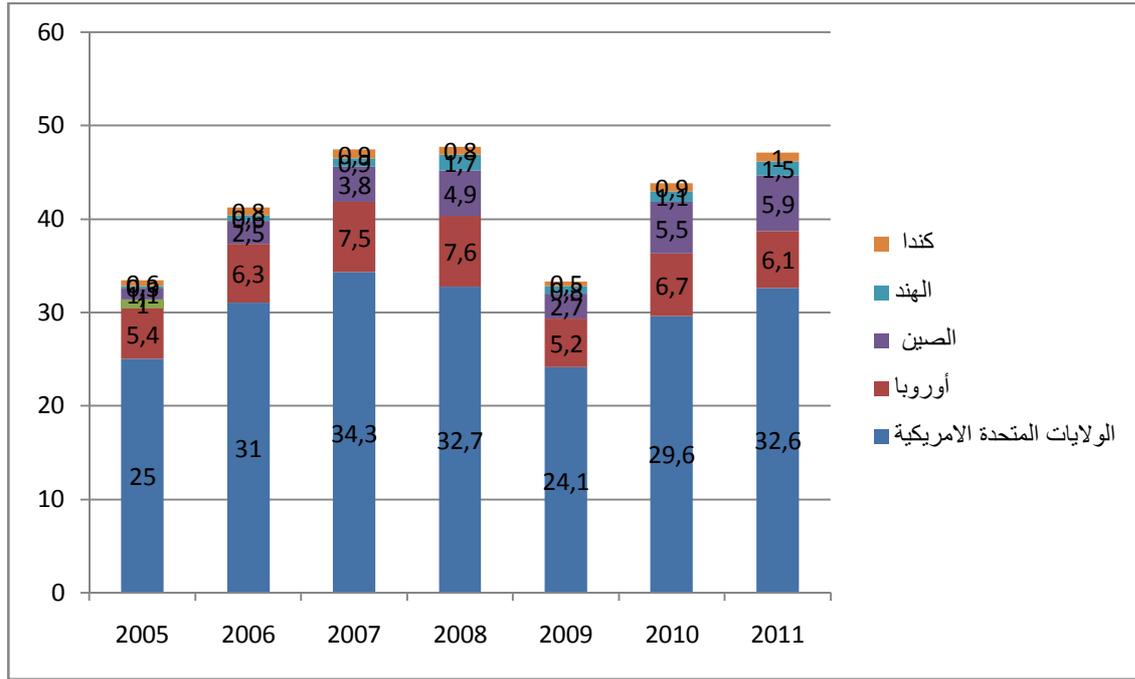
الوحدة: 1مليار دولار

	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005
الولايات المتحدة الأمريكية	32.6	29.6	24.1	32.7	34.3	31.0	25
أوروبا	6.1	6.7	5.2	7.6	7.5	6.3	5.4
الصين	5.9	5.5	2.7	4.9	3.8	2.5	1.1
الهند	1.5	1.1	0.8	1.7	0.9	0.6	0.3
كندا	1.0	0.9	0.5	0.8	0.9	0.8	0.6

المصدر: Global venture capital insights and trends report 2011, Earnest & Young report, 2012, P10.

<sup>1</sup> سماح طلحي، دور مؤسسات رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مع عرض تجارب-، الملتقى الوطني الثاني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتنمية المستدامة واقع وآفاق، يومي 13 و14 نوفمبر 2012، جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي، ص6.

شكل رقم (1-1): تطور رأس المال الاستثماري في بعض الدول للفترة بين 2005 و2011



المصدر: Dow Jones Venture Source, 2012

من خلال المعطيات السابقة نلاحظ تطور الاستثمار عن طريق رأس المال الاستثماري في كل من: الولايات المتحدة، أوروبا، الصين، الهند وكندا. وفي سنة 2009 عرف رأس المال الاستثماري انخفاضا بسبب الأزمة المالية التي بدأت الانتشار سنة 2008، وذلك لعدة أسباب منها انخفاض عرض الأموال على صناديق الاستثمار لنقص السيولة لدى المستثمرين المؤسسيين (شركات التأمين، البنوك، صناديق التقاعد...)، كما أن هذه الأزمة أثرت على العرض العام للجمهور مما أدى إلى ظهور مشاكل واجهت شركات رأس المال الاستثماري في الخروج من مستثمراتها وهذا بدوره أدى إلى انخفاض الأموال المعاد استثمارها. لكن في نهاية سنة 2010 وسنة 2011 استعاد مكانته ليعاود الارتفاع حيث بلغ الاستثمار برأس المال المخاطر في الولايات المتحدة فقط 32 بليون دولار.

## المطلب الثاني: مفهوم رأس المال الاستثماري

## 1. تعريف رأس المال الاستثماري

تعرف الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر (EVCA : European Venture Capital Association) رأس المال الاستثماري وسيلة لتمويل المؤسسات التي تنتم 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.<sup>1</sup> كما يعتبر أيضا رأس المال الاستثماري هو عبارة عن بديل جديد لتمويل المشاريع الاستثمارية، حيث لا يقوم على تقييم الأموال فحسب، بل تقوم على أساس المشاركة، ولهذا فان المؤسسات الاستثمارية تساعد المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في عملية إنشائها، أو نموها.<sup>2</sup>

ويعرف أيضا رأس المال الاستثماري بأنه استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة، يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق، لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد.<sup>3</sup>

وأیضا يمكن تعريف رأس المال الاستثماري أنه كل رأسمال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة، تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد( وذلك هو مصدر المخاطر) (أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل).<sup>4</sup>

مما سبق وبعد استعراض التعاريف يمكننا تحديد تعريف شامل كالآتي: رأس المال الاستثماري هو بديل تمويلي استراتيجي للمؤسسات ذات المخاطر المرتفعة، التي تختلف باختلاف مراحل الاستثمار في المؤسسة، ويقوم على أساس المشاركة، وهذا ما يؤدي إلى تدخل شركة رأس المال الاستثماري في الإدارة وتسيير المؤسسة الممولة.

ويمكن التفريق بين المصطلحين رأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر حيث يوجد اختلاف بين هذين المفهومين يعود إلى اختلاف استعمال المصطلحات بين الولايات المتحدة وأوروبا. حيث أن الولايات المتحدة عادة ما تعتبر أن رأس المال المخاطر (venture capital) هو عبارة عن المساهمة في الأموال الخاصة للمؤسسات الحديثة الإنشاء والتي تكون في مرحلة الانطلاق أو النمو، كما أن الأمريكيين يفرقون بين نشاط التمويل برأس المال المخاطر والتمويل في مرحلة التحويل.

<sup>1</sup> EVCA : European Venture Capital Association

<sup>2</sup> Jean Iachman, *op-cit*, p 47.

<sup>3</sup> Richard Thompson & Palgrave Macmillan, **Real venture capital : building international businesses**, China, 2008, pp: 12-17.

<sup>4</sup> السعيد بريش، رأس المال المخاطر كبدل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية. يومي 17 و 18 أبريل 2006، إشراف مخبر العولمة و اقتصاديات شمال إفريقيا جامعة حسبية بن بو علي بالشلف-الجزائر، ص7.

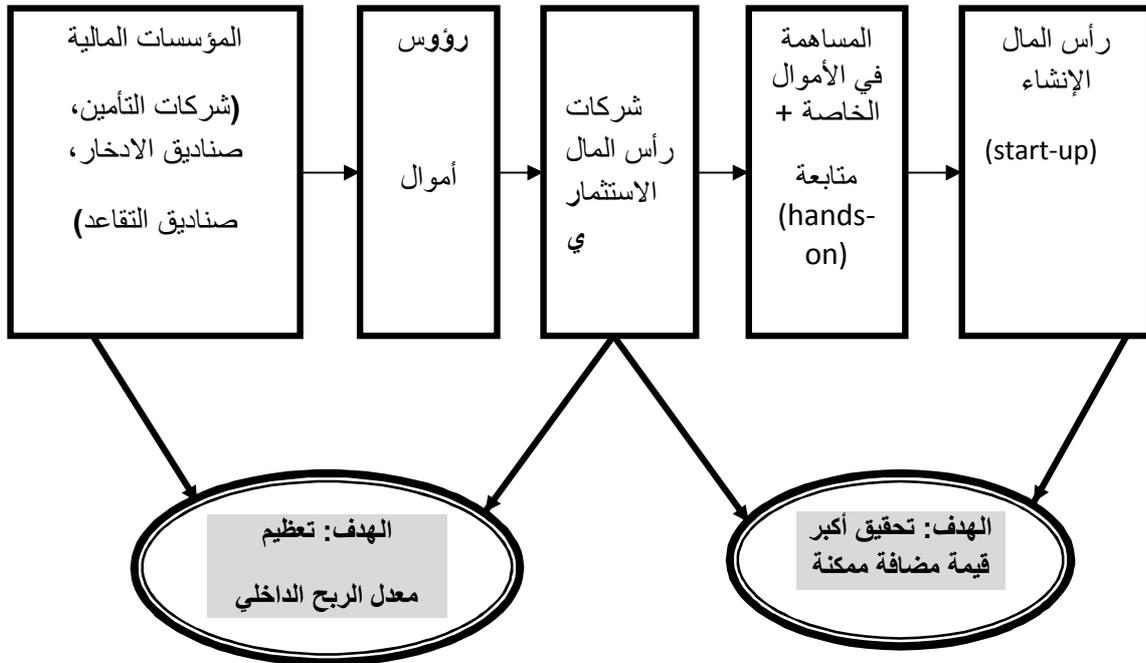
أما في أوروبا فيتم تداول مصطلح رأس المال المخاطر (capital risque) ومصطلح رأس المال الاستثماري (capital investissement) كمرادفين لهما نفس التعريف.<sup>1</sup>

وسيتيم اعتبار رأس المال المخاطر كنوع من أنواع رأس المال الاستثماري في هذه الدراسة، باعتبار أن المشرع الجزائري أخذ بمصطلح رأس المال الاستثماري وهو المصطلح المعمول به في الجزائر.

## 2. رأس المال الاستثماري كوسيط مالي

ويمكن تمثيل الوساطة المالية التي يقوم بها أصحاب رأس المال الاستثماري في الشكل الآتي:

شكل رقم (2-1): رأس المال الاستثماري: وساطة مالية خاصة



المصدر: Cherif Mondher, **le capital risque**, Revue banque, edition, 2000, p19.

من الشكل رقم (1-1) نستنتج الدور الذي تلعبه شركات رأس المال الاستثماري، حيث أنها تقوم بدور الوساطة المالية بين المستثمرين المؤسساتيين\* والمقاولين.

<sup>1</sup> To Huy Vu, **Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital risque français**: thèse du Doctorat en Sciences de Gestion, Université Nancy 2, 2010, p25.

\* المستثمرون المؤسساتيون: هيئات مالية تقوم بجمع موارد ادخارية وتكون ملزمة بطبيعتها او بقوانينها بتوظيف جزء هام في شكل قيم منقولة، ومن بين تصنيفات المستثمرين المؤسساتيين: صناديق التقاعد، شركات التأمين، صناديق الودائع والضمانات...

ففي المرحلة الأولى تقوم شركات رأس المال الاستثماري بتجميع الموارد المالية من المؤسسات المالية، وهي بدورها تقوم بالمخاطرة وتمويل المشاريع التي تحتاج إلى التمويل ولا تستطيع الحصول عليه من مصادر التمويل التقليدية لأنها في الغالب تتميز بمخاطرة عالية.

وتهدف شركات رأس المال الاستثماري للحصول على أكبر قيمة مضافة ممكنة للمشروع، لأنها تعتبر كشريك تتقاسم مع صاحب المشروع الأرباح والخسائر وغالبا ما تحصل على نسبة من الأرباح حسب الاتفاق في عقد المساهمة بين شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسة الممولة.<sup>1</sup>

### 3. أنواع شركات رأس المال الاستثماري

تنقسم شركات رأس المال الاستثماري إلى:

أ. شركات غير مرتبطة أو مستقلة: وهي شركات تتميز بتنوع مصادر رؤوس أموالها<sup>2</sup>. المستثمرون المؤسسيون في هذا النوع من الشركات محدودي المسؤولية (Limited Partners)، في حين يعتبر صاحب رأس المال الاستثماري شريك عام (General Partner) له السلطة في اتخاذ قرارات الاستثمار، كما يعتبر هذا النوع من الشركات الأكثر انتشارا في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا.<sup>3</sup>

ب. شركات نصف مرتبطة (نصف مقيدة): هي شركات تابعة لبنك، مؤسسات مالية، شركات التأمين أو مؤسسات صناعية إلا أن المساهم المهيمن الذي يملك أكبر حصة يكون مستثمرا خارجيا.<sup>4</sup>

ج. شركات المقيدة: تشبه الشركات النصف مقيدة إلا أن الحصة الكبيرة منها تعود إلى الشركة الأم، كما تعتبر شركات غير محدودة التمويل.

د. شركات القطاع العام: وهي شركات يعود رأسمالها جزئيا أو كليا إلى منظمة أو مؤسسة عمومية، وعموما تفضل هذا النوع من الشركات المشاريع التي تخلق فرص الشغل وتحقق المصلحة العامة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص8.

<sup>2</sup> Safa Ben Thabet, **Perfermance et private equity :une analyse approfondie des operations de rachat avec effet de levier(LBO)**, Thèse de doctorat dirigé par MOndher Cherif, 2009, p44.

<sup>3</sup> Anders Isaksson, **Studies on the venture capital process**, Umeå School of Business UMEÅ UNIVERSITY, Sweden, 2006, PP:23-24.

<sup>4</sup> Maik Kleinschmidt, **Venture capital, corporate governance, and firm value**, gabler edition wissenschaft, 2007, p21.

<sup>5</sup> Idem, p22.

#### 4. خصائص رأس المال الاستثماري

يعتبر رأس المال الاستثماري نوع خاص من التمويل تلجأ إليه المؤسسات خاصة منها تلك التي لا تستطيع الحصول على التمويل من المصادر التقليدية (البنوك أو الأسواق المالية)، وهذا لدرجة مخاطرتها العالية أو عدم امتلاكها للضمانات الكافية مقابل الديون.

ومن خصائص شركات رأس المال الاستثماري إستراتيجيتها التي تقوم على مبدأ التدخل في تسيير المؤسسة الممولة، وتسمى بإستراتيجية «hands on»، وتعرف عند الفرنسيين بإستراتيجية «mettre la main à la patte»، أي التدخل في تسيير المؤسسة من طرف مالكيها ومشاركة المسير في التسيير والمراقبة أيضا.

ويقوم رأس المال الاستثماري على أساس مبدأ المشاركة، وتدخل شركة رأس المال الاستثماري في المشاريع الممولة كشريك في رأس المال، كما تقدم الدعم والتوجيه في الإدارة، فبالإضافة إلى المشاركة تقوم بالمرافقة حتى ينضج المشروع، ومن هنا يمكن استنتاج خصائص رأس المال الاستثماري في ما يلي:

أ. **المشاركة:** تقوم شركات رأس المال الاستثماري بتمويل أصحاب المشاريع، وتعتبر شريكا تمتلك حصة من المشروع الذي يتم تمويله، عادة ما تحصل على حصة من الأرباح حسب الاتفاق، كما أن الدعم العملي الذي تقدمه للمشاريع التي تقوم بتمويلها يعتبر مفيدا لصاحب المشروع خاصة إذا كان هذا الأخير لا يملك الخبرة اللازمة في مجال الأعمال، فضلا على أن شركات رأس المال الاستثماري تفسح المجال أمام المشاركة طويلة الأجل، حيث لا تخرج من المشروع إلا بعد أن يستوي ويصبح قادر على الإنتاج والنمو.<sup>1</sup>

ب. **الانتقاء:** تقوم شركات رأس المال الاستثماري بتمويل إنشاء مشاريع ذات تكنولوجيا جديدة، أو التوسع في مشروعات قائمة، إعادة هيكلة مشروعات قائمة أو تمويل مشروعات متعثرة والتي غالبا ما تكون ذات مخاطر مرتفعة ولكن أيضا عائد مرتفع. ولهذا يتم انتقاء المشاريع التي سيتم الاستثمار فيها بناء على النتائج المتوقعة والعوائد المتنبأ بها خلال فترة التمويل في المشروع المعني.<sup>2</sup>

ج. **المرحلية:** من خصائص رأس المال المخاطر أن التمويل يتم علي مراحل وليس علي دفعة واحدة، هذه المرحلية تلائم التمويل بالمشاركة وذلك أنه في عقد المشاركة يضطر المستثمر للرجوع إلى الممول للحصول علي التمويل التالي وفي هذا ضمان لصدق المستثمر في عرض نتائج الأعمال ويعطي الفرصة حين فشل المشروع قبل تضاعف الخسارة، أو تعديل خطط المشروع وإصلاح مساره.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> عبد الباسط وفاء، مرجع سبق ذكره، 2001، ص15.

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، ص16

<sup>3</sup> روبينة عبد السميع، حجازي 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 مخير العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسنية بن بوعلي- شلف، 2006، ص308.

د. **التنويع:** يمكن لشركات رأس المال الاستثماري تنويع محفظتها المالية بتنويع المشاريع وذلك قصد التقليل من المخاطر، فما قد تخسره في مشروع ما يمكنها أن تعوضه في مشروع آخر.<sup>1</sup>

هـ. **التنمية والتطوير:** هذا النوع من التمويل قادر على تمويل مشاريع مرتفعة المخاطر والتي لا يتجرأ على خوضها إلا الرواد القادرون، و يعوض هذا الخطر بالمكاسب و العائد المرتفع. وقد ثبت هذا في تمويل شركات مبتدئة مثل " ابل " و "ميكروسوفت " و "جينيبيك" وغيرها " و كانت التقنيات القائمة عليها مجهولة ولم تتحمس لها مصادر التمويل التقليدية. فعادة ما تتدخل شركات رأس المال الاستثماري في المشاريع التي لها أسواق واعدة من ناحية التنمية الاقتصادية.

و. **توسيع قاعدة الملكية:** تستمر الشراكة إلى أن يستوي المشروع، فيجذب العديد من المستثمرين ما حققته أو تطرح كأسهم، و يمول العائد من ارتفاع رأس المال مشاريع أخرى جديدة وبهذا تزيد من قيمة محفظتها المالية.

## 5. أهداف رأس المال الاستثماري

من خلال خصائص رأس المال الاستثماري يمكن استنتاج أهداف رأس المال الاستثماري في النقاط الآتية:

- مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري.
- التغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة.
- توفير 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 نسبياً<sup>2</sup>.
- توفير المعونة الفنية والإدارية لأصحاب المشاريع، وتضمن لهم المرافقة الحسنة لمشاريعهم، خاصة المقاولين الذين لا يملكون الخبرة الكافية في مجال الاستثمار.
- كما أن إنشاء وتدعيم شركات رأس المال الاستثماري له أهداف أخرى، وهي أهداف تساعد القطاع المصرفي وتتمثل في:<sup>3</sup>
- 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.

<sup>1</sup> برييش السعيد، مرجع سبق ذكره، ص10.

<sup>2</sup> روبنة عبد السميع، حجازي إسماعيل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص309.

<sup>3</sup> <http://www.idbe-egypt.com/doc/nshat.do> vue le 17/05/2013.

## 6. أهمية رأس المال الاستثماري

ويمكن أيضا إبراز أهمية رأس المال الاستثماري إلى جانب الأهمية السابقة في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- أ. تدعيم برامج الإصلاح الاقتصادي: نجد أن الدول التي تطبق برامج الإصلاح الاقتصادي والتي تحتاج إلى رؤوس أموال ذات طبيعة خاصة والتي تحتاج إلى هيكلية مالية وفنية، تلعب هذه المؤسسات دورا حيويا في توفير التمويل والخبرة الفنية والإدارية اللازمة لهذا القطاع، وتساهم في الحد من الآثار التضخمية حيث توفر التمويل اللازم للمشروعات الاقتصادية.
- ب. دعم تمويل المؤسسات الجديدة: يمثل دعم المؤسسات الجديدة المجال الطبيعي لنشاط مؤسسات رأس المال المخاطر حيث تقدم الدعم المالي والفني والإداري وكذلك الإرشاد والمتابعة للمؤسسات الجديدة، خاصة في بداية انطلاقها وتمويلها دون اشتراط ضمانات وقيود على هذا التمويل، بخلاف كفاءة فكرة المشروع وفاعلية أشخاصه وهذه الوظيفة هامة جدا لتلك المشروعات خاصة في البلدان النامية.
- ج. دعم المؤسسات المتعثرة: تساهم مؤسسات رأس المال المخاطر في توفير الدعم المالي والفني اللازم وكذلك الإداري للمؤسسات المتعثرة وجذب الاستثمارات إليها، لأنها شريكة فيها، فهي تحرص أشد الحرص على المتابعة الفنية والمالية الضرورية لإصلاح مسارها، لتحفيز المستثمرين وبت روح الطمأنينة في نفوسهم على الاستثمار للاستفادة من الربح الرأسمالي المتوقع أن يحدث في المستقبل بعد أن ينمو نشاطها ويزدهر.
- د. كما يمكن لرأس المال الاستثماري المساهمة في إعادة هيكلة المؤسسات الممولة، كما يمكن لرأس المال الاستثماري المساهمة في عملية الخصخصة التي تحدث في الأسواق النامية من خلال شراء أسهم هذه المؤسسات الاقتصادية والمساهمة في تعظيم قيمتها.

<sup>1</sup> <http://www.mfti.gov.eg/SME/Studies4.htm> vue le 18/02/2013.

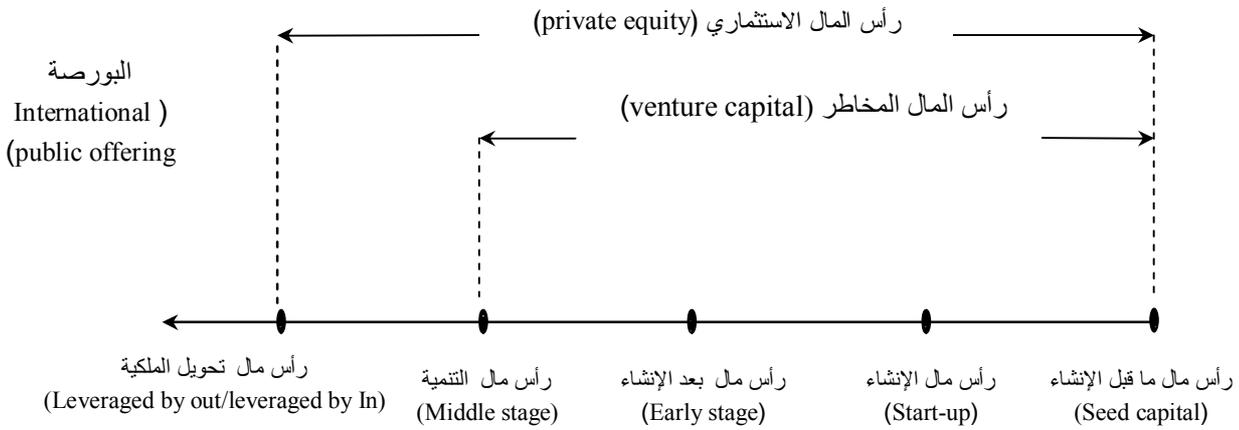
المطلب الثالث: مراحل عملية الاستثمار عن طريق رأس المال الاستثماري ومبادئ عمل شركات رأس المال الاستثماري

تختلف مراحل عملية الاستثمار برأس المال الاستثماري باختلاف مراحل نمو المؤسسة الممولة، وسيتم تحديد في هذا المطلب مراحل التمويل ومبدأ عمل شركات رأس المال الاستثماري.

### 1. مراحل التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري

يوضح الشكل التالي مراحل وأنواع رأس المال الاستثماري

شكل رقم (3-1): مراحل عملية الاستثمار برأس المال الاستثماري



المصدر: Cherif Mondher, op-cit, p21.

من الشكل رقم (2-1) يمكننا استنتاج مراحل عملية الاستثمار برأس المال الاستثماري كالآتي:

أ. رأس المال المخاطر: ويشمل تمويل المراحل الأولى من حياة المؤسسة ويهتم بالمراحل الآتية:<sup>1</sup>

- رأس مال ما قبل الإنشاء (seed capital): تتميز هذه المرحلة بالمخاطرة المرتفعة، لأن احتمال الفشل لمؤسسة ليس لها كيان قانوني في السوق يكون كبيراً، ويتدخل رأس المال الاستثماري في هذه المرحلة لتغطية نفقات البحث وتطوير المنتج وفي الغالب عملية تجربته في السوق ومعرفة مدى الإقبال عليه.

<sup>1</sup> [http://www.evca.com/html/PE\\_industry/glossary.asp](http://www.evca.com/html/PE_industry/glossary.asp)

- رأس مال الإنشاء (start-up): يتدخل رأس المال الاستثماري في بداية النشاط أي في السنوات الأولى من التواجد، حيث تكون في حاجة إلى تمويل تنمية منتج، أو سوق أولي، أو تغطية نفقات تسويق المنتجات، أو البدء في الإنتاج.<sup>1</sup>

- رأس مال بعد الإنشاء (Early stage): يغطي مرحلة البداية التجارية لحياة المشروع ثم المرحلة الأولى من التمويل و التي تغطي نفقات البداية التجارية، وتجمع هذه المرحلة كل المخاطر التي يعاني منها مشروع جديد و شركات رأسمال الاستثماري هي الوحيدة التي تقبل تمويل المشروع خلال هذه المرحلة.<sup>2</sup>

- رأس مال التنمية (Middle stage): يمول مرحلة نمو وتطور مؤسسة تكون قد حققت أرباحا، لكنها تحتاج لتمويل لكي تطور منتجها، أو تحتاج لرأس مال عامل من أجل زيادة قدرتها الإنتاجية أو اكتسابها لمشروع جديد.<sup>3</sup>

ب. رأسمال تحويل الملكية (Leveraged by out/leveraged by In): يستعمل هذا النوع من التمويل عند تغيير الأغلبية المالكة لرأسمال المشروع ، أو تحويل مشروع قائم فعلا إلى شركة قابضة مالية\* ترمي إلى شراء عدة مشاريع قائمة و بالتالي خلال هذه المرحلة تهتم مؤسسات رأس مال المخاطر بتمويل عمليات تحويل السلطة الصناعية و المالية في المشروع ، إلى مجموعة جديدة من الملاك.<sup>5</sup>

## 2. مبدأ عمل شركات رأس المال الاستثماري

تلعب شركات رأس المال الاستثماري دورا لوسيط المالي الذي يقوم بتوظيف الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار، عن طريق المساهمة في رأس مال مؤسسات عادة ما تكون في بداية نشاطها، أو تمر بمرحلة ركود ومتعثرة ماليا، ولهذا فان نظام عمل شركات رأس المال الاستثماري يتميز بوجود أربع (4) محركات أساسية كما يبينه الشكل الصفحة الموالية:

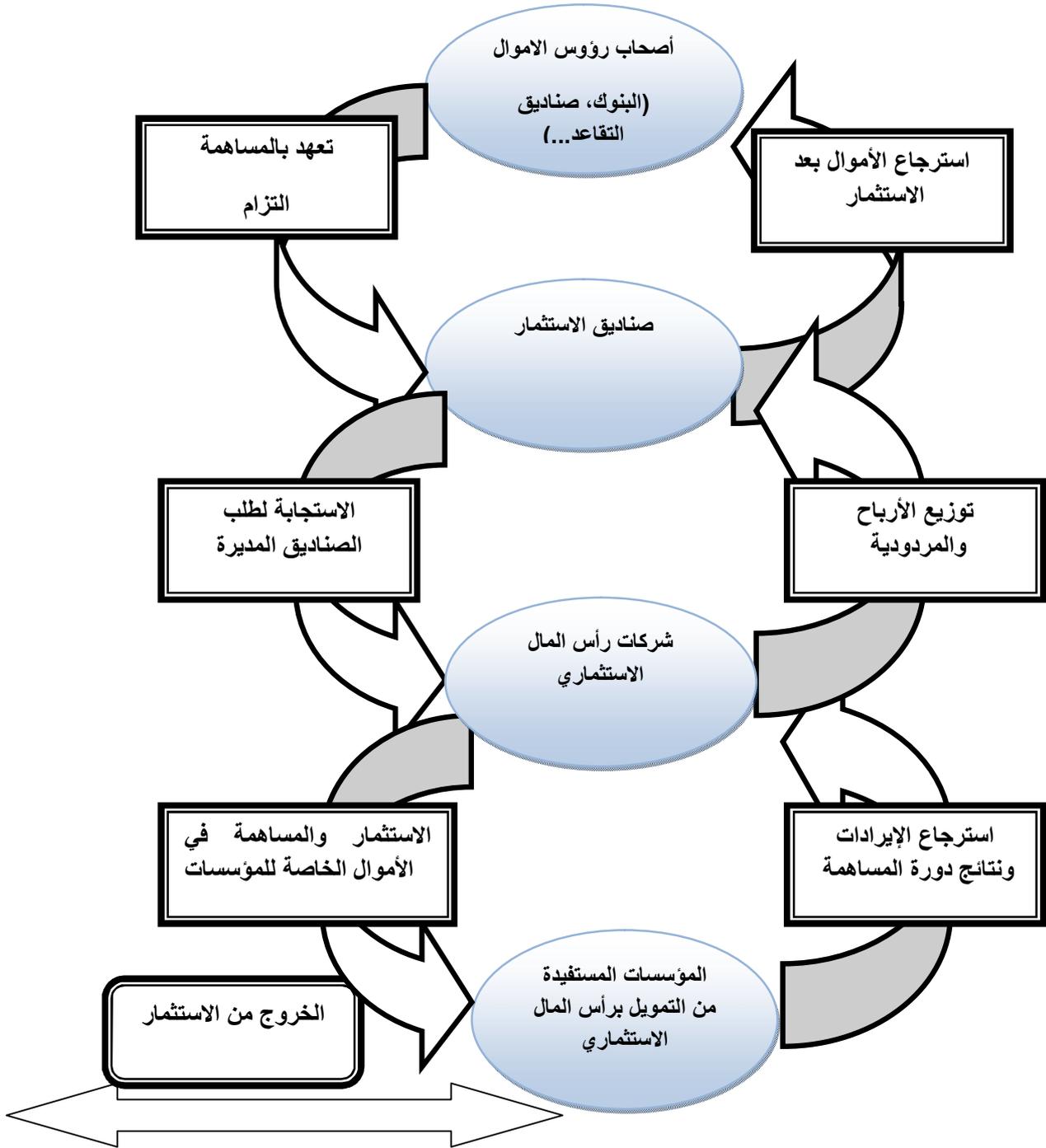
<sup>1</sup> Bessis Joël, **Capital risque et financement d'entreprises** , Economica , Paris ,1988,P-P:23-26.

<sup>2</sup> Murat Tasci, **Venture Capital**, Forbes, 2004, p2.

<sup>3</sup> **Idem**,p2.

\* شركة قابضة مالية: الغرض الرئيسي لهذه الشركة هو المشاركة في رأسمال شركة أو عدة شركات أخرى بغرض السيطرة عليها عن طريق ملكية غالبية أسهمها، وبالتالي تقوم بوضع الخطط العامة لها، ورسم الإستراتيجية الخاصة بهذه الشركات، كما تقوم بتشكيل جميع مجالس إدارات هذه الشركات، وفي الواقع نجدهم أعضاء مجلس الإدارة في الشركة القابضة، وتسمى هذه الشركات التي تسيطر عليها الشركة القابضة بأنها شركات تابعة،  
<sup>5</sup> بريش السعيد، **مرجع سيق ذكره**، ص9.

شكل رقم (1-4): دورة شركات رأس المال الاستثماري



المصدر: Bernard Paulre, Le capital risque aux états unis, Recherche effectuée dans le cadre d'une convention avec CDC institute, Paris, 2003, p30

وكما يبينه الشكل أعلاه نلاحظ أن نظام رأس المال الاستثماري مبني على 4 أطراف أساسيين والمتمثلين في: أصحاب رؤوس الأموال أو المستثمرون الماليين، ويعتبرون كشركاء محدودي المسؤولية (Limited Partners) والذين يستثمرون هذه الأموال في صناديق الاستثمار (Funds) التي تعتبر الطرف الثاني في نظام رأس المال الاستثماري وهي عبارة عن مؤسسات مالية تتولى جمع الأموال ومدخرات الجمهور بموجب صكوك أو وثائق استثمارية موحدة القيمة، ثم يعهد بها إلى جهة أخرى تسمى مدير الاستثمار بغرض توظيف تلك المدخرات مع رأس مال الصندوق في الأوراق المالية أساسا ومجالات الاستثمار الأخرى لصالح المدخرين والمستثمرين معا.<sup>1</sup>

أما الطرف الثالث فهو شركات رأس المال الاستثماري (Venture Capital Firms) حيث تقوم صناديق الاستثمار بإنشائها وتمويل استثماراتها، فهي عبارة عن وسيط مالي تقوم باستثمار أموال صناديق الاستثمار في المشاريع والمؤسسات التي تتميز بدرجة مخاطرة عالية مع توقع تحقيقها لعوائد مرتفعة، وأخيرا يتمثل الطرف الرابع في المؤسسات المستفيدة من التمويل برأس المال الاستثماري والتي تشكل المحفظة المالية لشركات رأس المال الاستثماري.

### 3. ميكانيزم عمل شركات رأس المال الاستثماري

تمر شركات رأس المال الاستثماري بمراحل أساسية للقيام بالتدخل والاستثمار في أي مشروع، وهي كالآتي:

#### 1.3 تحديد إستراتيجية استثمار شركة رأس المال الاستثماري

ككل الشركات، شركة رأس المال الاستثماري تقوم بتحديد إستراتيجية استثمارها، وذلك قصد توضيح سياسة الاستثمار الخاصة بها، ويتم هذا عن طريق:

- تحديد القطاعات التي تستثمر فيها (التجارة الإلكترونية، الإلكترونيك، بيوتكنولوجي، صناعي...).

- المنطقة الجغرافية التي سوف تقوم بالاستثمار فيها.

- تحديد مرحلة نمو المؤسسات المستهدفة (عند الإنشاء، مرحلة النضج...).

- نوع الخطر الذي تستطيع أن تتحمله شركة رأس المال الاستثماري، خطر الزبائن، خطر المنتج...).

<sup>1</sup> Mark St Giles et al, **Managing Collective Investment Funds**, Second Edition, John Wiley Edition, England, 2003, p: 13.

### 2.3. جمع رؤوس الأموال اللازمة

في هذه المرحلة تقوم شركات رأس المال الاستثماري بتقديم دراسة شاملة عن المشاريع التي تود الاستثمار فيها إلى مساهميها وتحاول إقناعهم للحصول على الأموال الكافية لتقوم باستثمارها، وتتمثل مصادر الأموال عموماً في سبعة (7) مصادر هي كالآتي:

صناديق التقاعد (pension funds).

البنوك وشركات التأمين.

الشركات غير المالية والمستثمرون الصناعيون.

الأشخاص المعنويون والعائلات.

وكالات الدولة.

المنظمات والجامعات.

أصحاب رؤوس الأموال الأخرى.

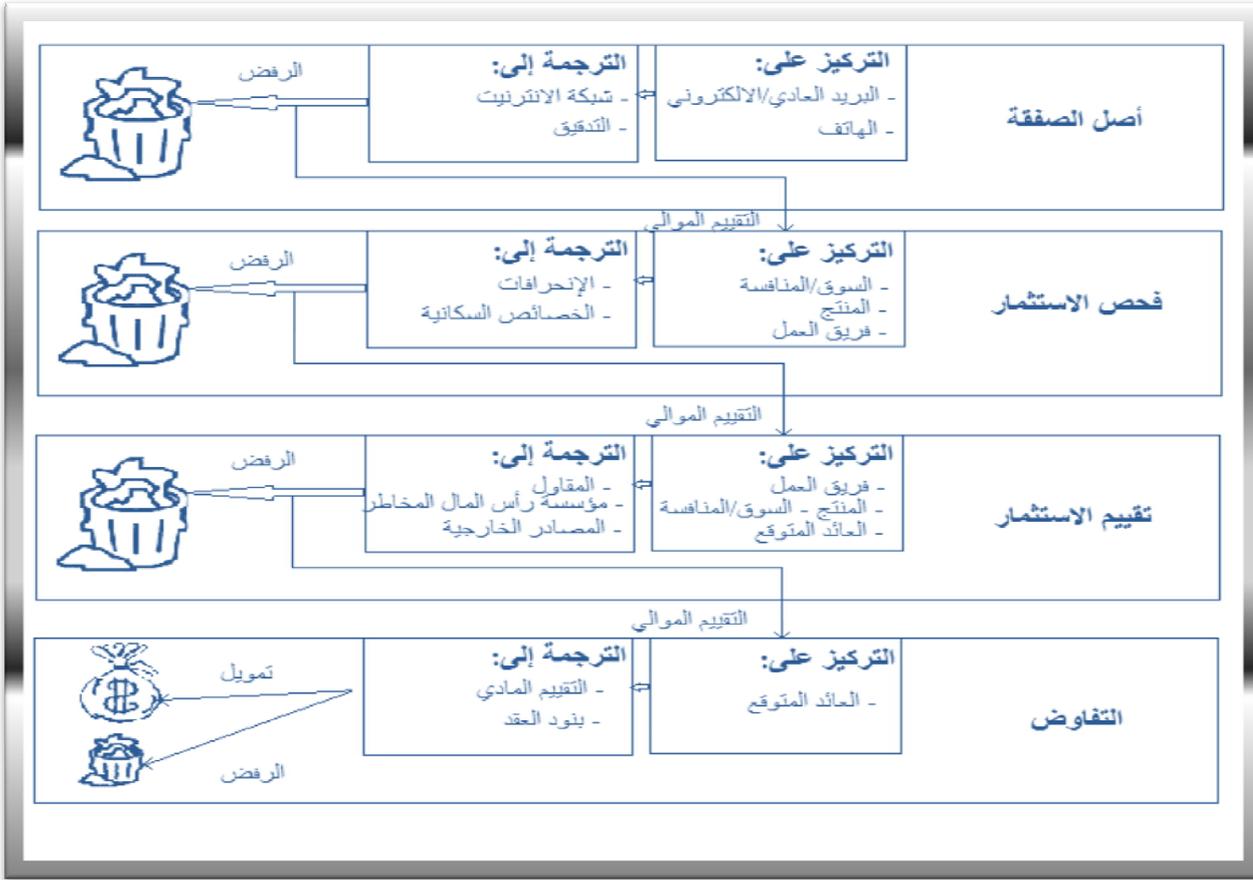
وأكدت دراسة قامت بها الجمعية الدولية لرأس المال المخاطر (NVCA) سنة 2004، على أن أهم مصدر تمويل شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة هو صناديق التقاعد بنسبة 42%، ثم البنوك وشركات التأمين بنسبة 25%<sup>1</sup>.

### 3.3. الاستثمار والتدخل في تمويل المشاريع

في المرحلة الثالثة تقوم شركات رأس المال الاستثماري باختيار المشاريع التي تتوافق مع سياستها الاستثمارية، فعادة قبل اتخاذ شركة رأس المال الاستثماري قرار الاستثمار تقوم بعدة إجراءات كما يبين الشكل في الصفحة الآتية:

<sup>1</sup> NVCA: National Venture Capital Association, 2004.

شكل رقم (1-5): مراحل اختيار المشاريع في للتمويل برأس المال الاستثماري



المصدر: Douglas Cumming, Venture Capital: Investment Strategies, Structures,

and Policies, Wiley & Sons, Canada, 2010, p11.

#### 4.3. متابعة الاستثمار، إعادة الاستثمار وإعداد التقارير

هذه المرحلة موجهة لطرفين هما المقاولين أو أصحاب المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري، وكذلك أصحاب رؤوس الأموال أو المساهمين في شركة رأس المال الاستثماري.

بالموازاة مع مراقبة المؤسسات الممولة، شركات رأس المال الاستثماري وجب عليها تقديم تقارير منتظمة لأصحاب رأس المال أو المساهمين على الأقل مرتين إلى ستة (6) مرات في السنة، وذلك عن:

- كل الاستثمارات الجديدة.
- الخروج من الاستثمارات (بيع مؤسسة ممولة مثلاً).
- النتائج المحققة من طرف المؤسسات الممولة.

### 5.3. الخروج من الاستثمار

تتمثل طرق الخروج من الاستثمار في خمس (5) استراتيجيات أساسية وهي الاستراتيجيات الآتية:<sup>1</sup>

تتمثل الطريقة الأولى في العرض العام للجمهور (IPOs: Initial Public Offerings)، والتي تتمثل في إصدار المؤسسة الممولة لأوراق مالية يتم طرحها للاكتتاب العام.

- بيع الشركة الممولة إلى شركة أخرى أكبر منها وبالتالي عبارة عن عملية إدماج لهذه الشركة في شركة أكبر منها، ويقوم كل من صاحب رأس المال الاستثماري والمقاول ببيع حصتهما لهذه الشركة الأم.

- البيع الثانوي أي أن شركة رأس المال الاستثماري تقوم ببيع حصتها لشركة رأس مال استثماري أخرى أو شركة أخرى ويحتفظ المقاول بحصته.

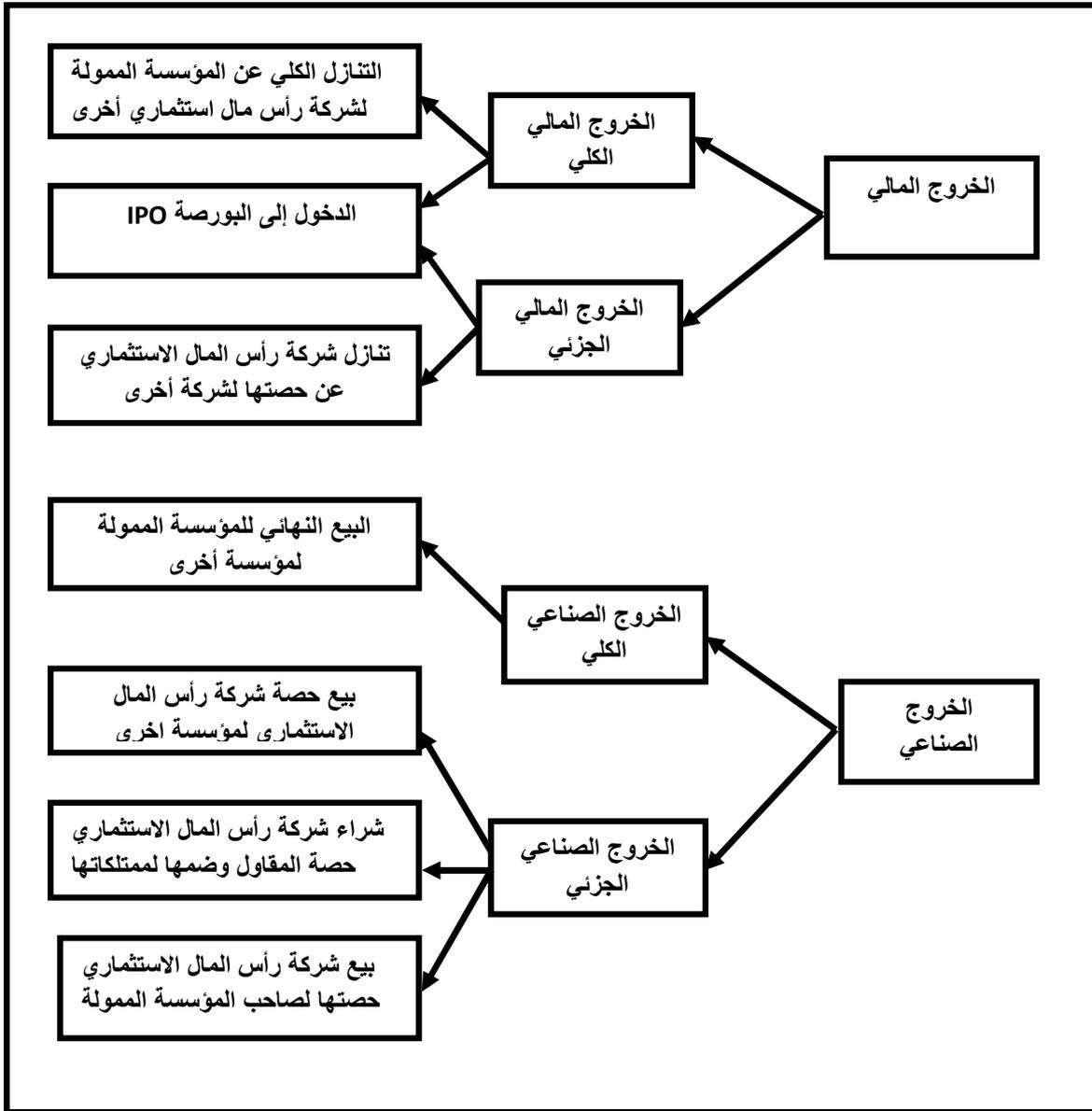
- إعادة الشراء وهنا يقوم المقاول بإعادة شراء حصة شركة رأس المال الاستثماري.

- التصفية في حالة فشل المشروع أو المؤسسة الممولة.

ويمثل الشكل الآتي التفريق بين طرق خروج رأس المال الاستثماري من المؤسسة الممولة، ويميز بين الخروج المالي والخروج الصناعي وبين الخروج الكلي والخروج الجزئي.

<sup>1</sup> Douglas J.Cumming &Sofia A. Johan, **Venture capital and private equity contracting an international perspective**, Elsevier Inc, United States, 2009,p583.

شكل رقم (6-1): طرق خروج رأس المال الاستثماري



المصدر: Guillaume Friedel, Private equity: Acquisition, IPO et performance.

Mémoire de recherche, HEC paris, p6.

## المطلب الرابع: مقارنة رأس المال الاستثماري بالتمويل التقليدي

## 1. مقارنة التمويل البنكي والتمويل برأس المال الاستثماري

أول من قام بدراسة مقارنة بين التمويل البنكي والتمويل عن طريق رأس المال الاستثماري C. Zopounidis، وقدم أكثر توضيح لخصائص رأس المال الاستثماري كالاتي:

- التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري غير محدود زمنيا، بينما التمويل البنكي محدد مسبقا في عقد التمويل.
- التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري لا يشترط الضمانات، فالعلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسة الممولة هي علاقة شراكة وليست علاقة بين الدائن والمدين.
- في التمويل البنكي الفائدة محددة، ثابتة ومؤكدة، عكس التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري العائد عشوائي.

ويبين الجدول الآتي الفرق بين التمويل البنكي والتمويل عن طريق رأس المال الاستثماري:

## جدول رقم (1-2): الفرق بين التمويل البنكي والتمويل برأس المال الاستثماري

البنك	رأس المال الاستثماري	
التمويل بالديون حسب الوضعية المالية (على أساس التحليل المالي) للمؤسسة المقترحة للتمويل	المساهمة في الأموال الخاصة حسب العائد المتوقع للمؤسسة المقترحة للتمويل، نوعية المسيرين، الثنائية منتوج/سوق.	طبيعة التمويل قرار التمويل
تكون محددة مسبقا حسب عقد التمويل	غير محددة مسبقا وعادة ما تكون قصيرة بين ثلاث سنوات و7 سنوات	مدة القرض أو الاستثمار
لا يتدخل البنك في نشاط المؤسسة الممولة إلى غاية وصول تاريخ الاستحقاق.	تتدخل شركة رأس المال الاستثماري في تسيير المؤسسة الممولة وتقوم بالمراقبة الدورية لنشاطها.	التدخل في التسيير
مالية	متنوعة	الكفاءات
يفضل تمويل المؤسسات الكبيرة التي تملك الضمانات الكافية.	المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمؤسسات التي تعاني من تعرقل نشاطها.	حجم المؤسسة الممولة
تفضل تمويل المؤسسات المتطورة ولا تفضل تمويل المؤسسات في طور الإنشاء	جميع مراحل حياة المؤسسة	عمر المؤسسة
التسديد عند تاريخ استحقاق الدين.	المردودية في المدى القصير والمتوسط بالإضافة إلى فائض القيمة عند التنازل.	نوعية الالتزام
تعاقدية (الفوائد)	غير التعاقدية (متعلقة بالفائض في القيمة) وتعاقدية مثل العملات	المكافآت
محدد ومعروف مسبقا ويتمثل في معدل فائدة القرض	متغير عشوائي حسب نجاح أو فشل المشروع	عائد الاستثمار
تجمع أموالها من الادخار العام للأشخاص والمؤسسات.	تجمع أموالها من المستثمرين المؤسساتيين (البنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد...)	الموارد
تتشرط ضمانات كبيرة	دون ضمانات	الضمان

المصدر: Samir Yahiaoui, **Le capital investissemnet en Algérie : état des lieux et**

**contraintes**, Mémoire de Magistère, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2011, p45.

من الجدول يمكن يختلف التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري و التمويل عن طريق القروض البنكية و يتمثل هذا الاختلاف في النقاط التالية:<sup>1</sup>

أ. **التمويل:** يقوم البنك بمنح قروض طويلة و قصيرة الأجل بينما شركات رأس المال الاستثماري تشارك في الأموال الخاصة للمؤسسة الممولة.

ب. **مدة التمويل:** تكون مدة التمويل بالنسبة للبنك تكون محددة و معروفة مسبقا، أما في حالة التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري تكون المدة غير معروفة مسبقا.

ج. **عائد الاستثمار:** عائد الاستثمار معروف و محدد مسبقا (معدل فائدة القرض) بالنسبة للبنوك، أما عائد الاستثمار بالنسبة لمؤسسات رأس المال الاستثماري فهو متغير عشوائي، حسب نجاح المشروع الممول أو عدم نجاحه.

د. **الضمان:** يمنح البنك قروضا للمؤسسات مقابل ضمانات تكون قيمتها أكبر من مبلغ القرض، أما مؤسسات الاستثمار فتقدم تمويلات بدون ضمانات .

هـ. **الموارد:** البنوك هي عبارة عن وسائط مالية حيث أنها تجمع الموارد المالية من ذوي الفائض المالي، لتعيد استثمارها في شكل منح قروض مالية لذووا العجز المالي، ومنه البنوك تستعمل مواردها و جزء من رأسمالها ، بينما تتمثل موارد رأس المال الاستثماري في رأس مالها الخاص.

و. **الزبائن المستهدفين:** البنك يمول كل شخص له ملاءة أي له قابلية سداد القرض فضلا عن قيمة خدمة الدين، بينما رأس المال الاستثماري يمول فقط المشاريع و المؤسسات التي يتوقع أن تحقق نموا اقتصاديا ، أو التكنولوجيات الجديدة.

ي. **نوع الدراسة الأولية من أجل التمويل:** يقوم البنك بتشخيص الحالة المالية للمؤسسة التي تطلب تمويل، و على أساس نسب التحليل المالي (الملاءة، قابلية السداد، نسب السيولة...) يقرر منح القرض للمؤسسة التي يتوقع تسديدها لمبلغ القرض إضافة إلى الفوائد و في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه.

التمويل برأس المال الاستثماري يخصص في الغالب المؤسسات الصغيرة و المشاريع ذات التكنولوجيا الجديدة التي يتوقع أن تحقق عوائد مهمة في المستقبل.

## 2. مقارنة التمويل الإسلامي ورأس المال الاستثماري

يمكن إيجاد أوجه التشابه بين التمويل الإسلامي و التمويل برأس المال الاستثماري الذي يقوم على أساس المشاركة و اقتسام الأرباح و هذا ما يتماشى مع التمويل الإسلامي.

<sup>1</sup> Bouatouata K-D, **le capital investissement : enjeux et perspectives**, Ed, Grand Alger livre, Alger, 2005, p95-96.

## 1.2. صيغ التمويل الإسلامي

تتمثل صيغ التمويل الإسلامي في:

أ. **المضاربة:** هي عقد بين طرفين حيث يقدم الممول رأس المال والطرف الثاني يقدم العمل (المضارب)، على نسبة معلومة من الربح إذا تحقق، وفي حالة عدم تحقيق الربح يسترجع الممول رأسماله، ويخسر المضارب مجهوده، وإذا خسرت المضاربة تحملا كلا الطرفين الخسارة فالممول يخسر رأسماله والمضارب يخسر مجهوداته.<sup>1</sup>

ب. **المشاركة:** تعد صيغ التمويل بالمشاركة من الصيغ الأساسية التي يقوم عليها التمويل الإسلامي، فهي تبرز أن الممول الإسلامي ليس مجرد ممول ولكن مشارك للمتعاملين معه، وأن العلاقة التي تربطه معهم هي علاقة شريك مع شريك وليس دائن مع مدين كما هو الحال في التمويل التقليدي.<sup>2</sup>

وتختلف المشاركة عن المضاربة في كون صاحب الجهد يملك إلى جانب جهده جزء من رأس المال، ولكنه غير كاف للقيام بنشاطه، فيضطر إلى اللجوء إلى طرف آخر ليموله بما يحتاجه، ويتقاسم الطرفان الربح والخسارة، بنسب يتم الاتفاق عليها مسبقاً، فالمشاركة تقتضي وجود جهة تملك المال، وجهة تملك الجهد والمال معاً.

ج. **الإجارة:** هي عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار.<sup>3</sup>

أي أنه عقد يبرم بين طرفين يسمى الأول بالمؤجر (مالك الأصل) والثاني المستأجر (مستخدم الأصل)، حيث يقوم الأول بمنح الثاني حق استخدام الأصل خلال فترة زمنية معينة، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها وذلك مقابل قيمة إيجارية محددة يتم تسديدها في شكل أقساط لنفس الفترة المتفق عليها في العقد المبرم.

د. **المرابحة:** هي أحد بيوع الأمانة التي تقوم على أن البائع يقوم بكشف الثمن الذي كان قد اشترى به السلعة لمن يرغب في شرائها منه.

هـ. **الاستصناع:** هو أسلوب من أساليب التمويل الإسلامي، وهو التعاقد على شراء ما سيصنع حسب المواصفات المتفق عليها، ومثال على ذلك أن يطلب طالب التمويل (الصانع) من البنك صناعة أي نوع من المعدات بحيث يقوم هذا البنك بشراء المواد الأولية وبيعها إلى الصانع مقابل ثمن معين يتم سداده.

<sup>1</sup> مشهور وأميرة عبد اللطيف، الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مكتبة مدبولي، القاهرة، 1990، ص293.  
<sup>2</sup> منى الطيبي، خبرة العمل المصرفي بالحضارة الإسلامية، متوفرة على الموقع: [www.islamonline.com](http://www.islamonline.com) تاريخ المشاهدة 2013/04/10.

<sup>3</sup> الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، الديوان الوطني للطبوعات الجزائرية، الطبعة الثالثة، الجزائر، 2003، ص76.

و. السلم: هو عقد يتم بموجبه بيع سلعة غير موجودة بالذات، بثمن مقبوض في الحال على أن توجد هذه السلعة وتسلم للمشتري في أجل معلوم.<sup>1</sup>

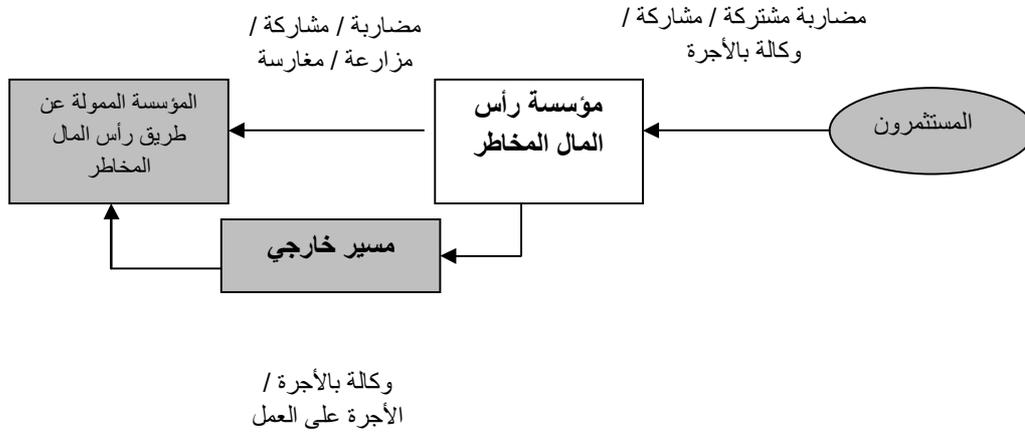
ي. التورق: هو الحصول على النقد، وذلك بأن يشتري سلعة بثمن مؤجل ثم يبيعها لغير بائعها بثمن حاضر.<sup>2</sup>

## 2.2. تطبيق العقود الإسلامية على التمويل برأس المال الاستثماري

يوضح الشكل الآتي مقارنة بين التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري والتمويل

الإسلامي:

شكل رقم (1-7): مقارنة رأس المال الاستثماري بعقود التمويل الإسلامي



المصدر: **Abdullaah Jalil, Islamic Venture Capital: A New Source of Islamic Equity Financing.**

Seminar Ekonomi dan Kewangan Islam, ESSET. Bangi, 29-30 August 2005, p: 7.

من خلال الشكل أعلاه يظهر أن العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمستثمرين يمكن أن تكون عن طريق المضاربة، المشاركة، الوكالة بالأجرة أو مزيج من هذه العقود الثلاثة. وفي حالة العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسة المستفيدة من التمويل، يمكن استعمال عقد المشاركة (العنان) والذي يتضمن المساهمة بالأموال و/أو العمل والمهارة و/أو السمعة (الوجه)، بالإضافة إلى بعض الشروط اللازمة لتكون هذه العقود مطابقة للشريعة الإسلامية، كطبيعة الاستثمار وطريقة الاستثمار التي يتم تبنيها من قبل مؤسسة رأس المال الاستثماري وأن لا يعارض نشاط المؤسسة الممولة الشريعة الإسلامية، فضلا عن الشروط والضوابط المتفق عليها بين شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسة المستفيدة من التمويل، والتي يجب احترامها.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> منى الطيبي، مرجع سبق ذكره، ص9

<sup>2</sup> سامي السويلم، التورق و التورق المنظم دراسة تأصيلية، بحث مقدم الى مجمع الفقه الاسلامي، مكة المكرمة، 2003، ص8.

<sup>3</sup> Abdullaah Jalil, **Islamic venture capital: A new source of islamic equity financing**, Seminar Ekonomi dan Kewangan Islam, ESSET. Bangi, 29-30 August 2005, pp: 8-9.

يدخل عقد الوكالة بالأجر في مفهوم رأس المال الاستثماري، عند لجوء مؤسسة رأس المال الاستثماري إلى مسيرين/مؤسسات خارجية (عادة ما يكون هؤلاء عبارة عن مختصين في القطاع المستثمر فيه)، وذلك من أجل مساعدة وإرشاد المؤسسة المستفيدة من التمويل.

ومن جهة أخرى يمكن استعمال عقود الاستصناع في التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري حيث أن رأس المال الاستثماري يشجع الصناعات والابتكارات الجديدة، شرط أن تحترم هذه الصناعات الشريعة الإسلامية.<sup>1</sup>

كما يمكن استعمال عقود إسلامية أخرى، عندما تكون المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري تنشط في القطاع الفلاحي، كعقود المزارعة\*، المغارسة\* والمساقاة\*.<sup>2</sup>

### المبحث الثاني: تطور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

كانت النشأة الحديثة لرأس المال الاستثماري في أمريكا عام 1946 أول مؤسسة متخصصة في رأس المال الاستثماري في العالم وهي مؤسسة تخصصت في تمويل الشركات الإلكترونية، وهكذا بدأ نشاط رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية في الخمسينيات استجابة لاحتياجات التمويل بالنسبة للشركات الصغيرة والمتوسطة والثورة الجديدة في مجال التقدم التكنولوجي وخاصة في صناعة الكمبيوتر، ونمت مؤسسات رأس المال الاستثماري نموا مذهلا واستطاعت أن تحقق قفزة نوعية، فقد استطاعت تلك المؤسسات تجميع 5, 2 مليار دولار تضاعفت بعد عشر سنوات بمقدار 12 مرة، إذ بلغ حجم المساهمات في مؤسسات رأس المال الاستثماري نهاية 1987 نحو 2 مليار دولار.<sup>3</sup>

وفي سنة 2000، عرف رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية دفعا قويا بسبب التطور التكنولوجي والتحكم في التضخم، ليبلغ أقصى مستوياته، إلا أن أزمة سنة 2007 حالت دون بلوغ مستويات سنة 2000 مرة أخرى.<sup>4</sup>

1 Jacques Saint-Pierre, Finance islamique et capital-risque, université LAVAL, working paper, 2008, p50.

2 Abdullaah Jalil, op-cit, 2005, pp8-9.

**المزارعة\***: هي إجارة الأرض ببعض ما يخرج منها بين المالك والزارع، حيث يؤجر المالك أرضه للمزارع من أجل زرعها على أن يقتسما المحصول بعد نضجه.

**المغارسة\***: المغارسة تكون في الأشجار حيث يقوم العامل بغراسة أرض بيضاء لحساب صاحبها، حتى إذا أصبح ذلك الشجر منتجا أخذ العامل جزءا من الأرض والشجر كأجرة له على ذلك العمل.

**المساقاة\***: هي أن يقوم العامل بسقي أشجار وأرض المالك على أن يقتسما في الأخير ثمار هذه الأرض.

<sup>3</sup> رابع خوني، رقية حساني، آفاق تمويل وترقية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر، ملتقى وطني حول تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة وتطوير دورها في الاقتصاديات المغربية، جامعة سطيف- الجزائر، أيام 25- 28 افريل 2003، ص94.

<sup>4</sup> Bernard Guilhon & Sandra Montchaud, Le capital-risque : mécanisme de financement de l'innovation, Lavoisier, Paris, 2008, pp: 26-43.

## المطلب الأول: ظهور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

عرف رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة عدة مراحل منذ نشأته إلى غاية تطوره الحالي ويمكن عرض هذه المراحل في الآتي:

### 1. مراحل تطور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

شهدت الولايات المتحدة أول ظهور لرأس المال الاستثماري (**Private Equity**) ورأس المال المخاطر (**Venture Capital**)، وبقيت منذ ذلك الحين الرائدة في هذا النوع من التمويل.

أنشئت أول شركة رأس مال استثماري شركة الأبحاث والتطوير الأمريكية: (**American Research and Development: ARD**) سنة 1946 من طرف الجنرال الفرنسي جورج دوريو (**Georges Doriot**) الأمريكي الأصل، وكانت هذه الشركة عبارة شركة استثمار مقيدة بالبورصة.

وتمثلت مهام هذه الشركة في المساهمة في رؤوس أموال المؤسسات الصغيرة، ذات المخاطر المرتفعة والتكنولوجيا المتقدمة والجديدة، في ظل الدمار الذي تركته الحرب العالمية الثانية، ورغم انخفاض نسب الاستثمار للمؤسسات الاستثمارية في تلك المدة إلا أن شركة (**ARD**) حققت نجاحا حيث ارتفعت قيمة استثماراتها من 70 000 دولار إلى 335 مليون دولار خلال 30 سنة من إنشائها.<sup>1</sup>

وبين سنة 1955 و1969 عرف رأس المال الاستثماري تطورا ملحوظا نظرا للظروف الملائمة والتي تمثلت في: تطور السوق المالية الأمريكية والتي سمحت بتوفير ميكانيزمات الخروج لشركات رأس المال الاستثماري، وظهور المسؤولية المحدودة (**LP: Limited**) (**Patnerchip**) عام 1958 وكذا إنشاء (**SBA : Small Bussiness Administration**)، وتنوعت شركات رأس المال الاستثماري بين مقيدة بالبورصة وشركات الاستثمار الصغيرة (**SBICs: Small Business Investment Corporate**) وهي عبارة عن مؤسسات خاصة تعنى بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحصل على دعم دائم من طرف الحكومة الأمريكية.

<sup>1</sup> Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Trainar, Private equity et capitalisme français, rapport, paris, 2008, p29.

وتعتمد SBICs في قيامها بالتمويل على قدرتها الخاصة على اقتراض الأموال من الخزينة الأمريكية بمعدلات منخفضة.<sup>1</sup>

كما عرف رأس المال الاستثماري نموا في الثمانينات نتيجة لتغيير قوانين مؤسسات الاستثمار (صناديق التقاعد، مؤسسات التأمين) والذي لعب دورا مهما في جذب الأموال نحو شركات رأس المال الاستثماري، حيث ارتفع رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة من 4,5 مليار دولار سنة 1980 إلى 36 مليار دولار سنة 1997، وهذا التطور الذي عرفته سوق رأس المال الاستثماري انعكس إيجابا على السوق المالية الأمريكية IPO.

وبعد ذلك عرف سوق رأس المال الاستثماري استقرارا في بداية التسعينيات، إلا أنه عاود الارتفاع من جديد في بداية سنة 2000 حيث ارتفع من 51,3 مليار دولار سنة 1999 إلى 100,36 مليار دولار سنة 2000.

## 2. تطور نشاط شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

شهدت الولايات المتحدة ازدهارا كبيرا في مجال رأس المال الاستثماري، حيث بلغ أوجه سنة 2008 حيث وصل رأس المال الاستثماري إلى 268,94 مليون دولار، وكان هذا أكبر حد وصل إليه، كما يعتبر رأس المال الاستثماري العامل الذي أنقذ أمريكا من التخلف أمام اليابان ويبين الجدول الآتي تطور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة للفترة الممتدة بين سنة 2001 و 2011.

### جدول رقم (1-3): تطور أداء شركات رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة

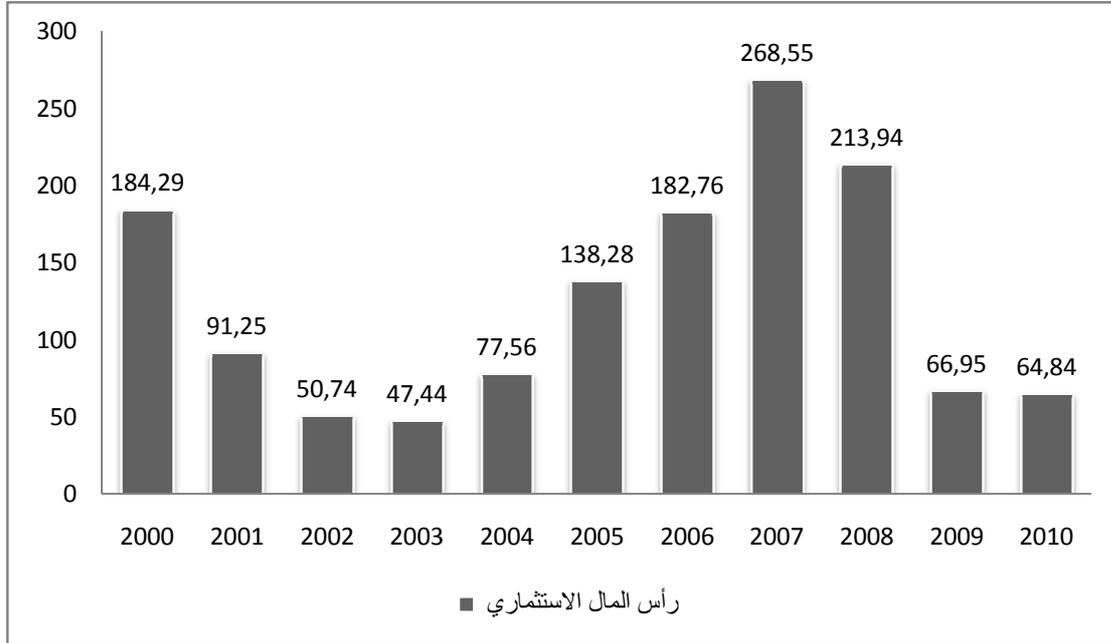
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
رأس المال الاستثماري	184,29	91,25	50,74	47,44	77,56	138,28	182,76	268,55	213,94	66,95	64,84	91,30
عدد شركات رأس المال الاستثماري	809	462	322	283	369	435	441	495	441	305	336	372

المصدر: Thomson & National Venture Capital Association, [www.nvca.org](http://www.nvca.org), 2012, p22.

<sup>1</sup> Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi et Philippe Trainar, op-cit, 2008, p30.

شكل رقم (8-1): تطور رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة الأمريكية

ما بين 2000 و 2011



المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول أعلاه

شكل رقم (9-1): تطور شركات رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة الأمريكية للفترة

بين 2000-2011



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (2-1)

من خلال الشكل رقم(1-9) يتضح تطور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية حيث بلغ أقصاه سنة 2008 بسبب التطور التكنولوجي ، إلا أن أزمة الرهن العقاري حالت دون وصوله إلى مستويات أكبر، بسبب تدهور الثقة في السوق المالية، وتأثر البنوك والمؤسسات المالية الأمريكية، ومواجهتها للإفلاس.

### المطلب الثاني: شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

1.أنواع شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية  
تتمثل شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة في أربع أنواع هي كالتالي:

- الصناديق المالية لرأس المال المخاطر (Financial Venture Capital Funds): وهي عبارة عن فروع لمؤسسات مالية خاصة البنوك التجارية، وغالبا ما تكون المؤسسات الممولة أحد زبائن المؤسسة الأم (البنك التجاري)، يتم الاستثمار فيها من أجل الحصول على عائدات الاستثمار مقابل تقديم الخبرة المالية اللازمة.<sup>1</sup>

- شركات رأس المال المخاطر مستقلة: أو تابعة لمؤسسات غير مالية غالبا ما تكون مؤسسات صناعية، تقوم بتمويل المؤسسات التكنولوجية التي هي في مرحلة ما بعد الإنشاء بغرض الحصول على التكنولوجيا.<sup>2</sup>

- شركات رأس المال المخاطر ذات المسؤولية المحدودة: <sup>3</sup> وهي عبارة مؤسسات تمويل تم تأسيسها من قبل مؤسسات رأس مال مخاطر متخصصة، وهو الشكل الأكثر شيوعا في الولايات المتحدة الأمريكية.

- مؤسسات الاستثمار الصغيرة (Small Business Investment Companies (SBICs)): وهي عبارة عن مؤسسات خاصة أسست سنة 1958، تعنى بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وتحصل على دعم دائم من طرف الحكومة الأمريكية. وتعتمد SBICs في قيامها بالتمويل على قدرتها الخاصة على اقتراض الأموال من الخزينة الأمريكية بمعدلات منخفضة، وتعد النوع

<sup>1</sup> William L. **Meggison, Toward a Global Model of Venture Capital?**, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 16 . 1 , United States, 2004, p 97.

<sup>2</sup> To Huy Vu, **op-cit**, 2010, P35

<sup>3</sup> To Huy Vu, **op-cit**, 2010, P35.

الوحيد لمؤسسات رأس المال المخاطر التي تعتمد في هيكلتها المالية على الديون أكثر من الأموال الخاصة.<sup>1</sup>

2. مصدر الأموال لشركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية قامت الجمعية الأمريكية لرأس المال المخاطر NVCA بدراسة حول مصادر تمويل شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 2004 وكانت النتائج الملخصة في الجدول الآتي:

جدول رقم (1-4): مصادر تمويل شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية في سنة 2004

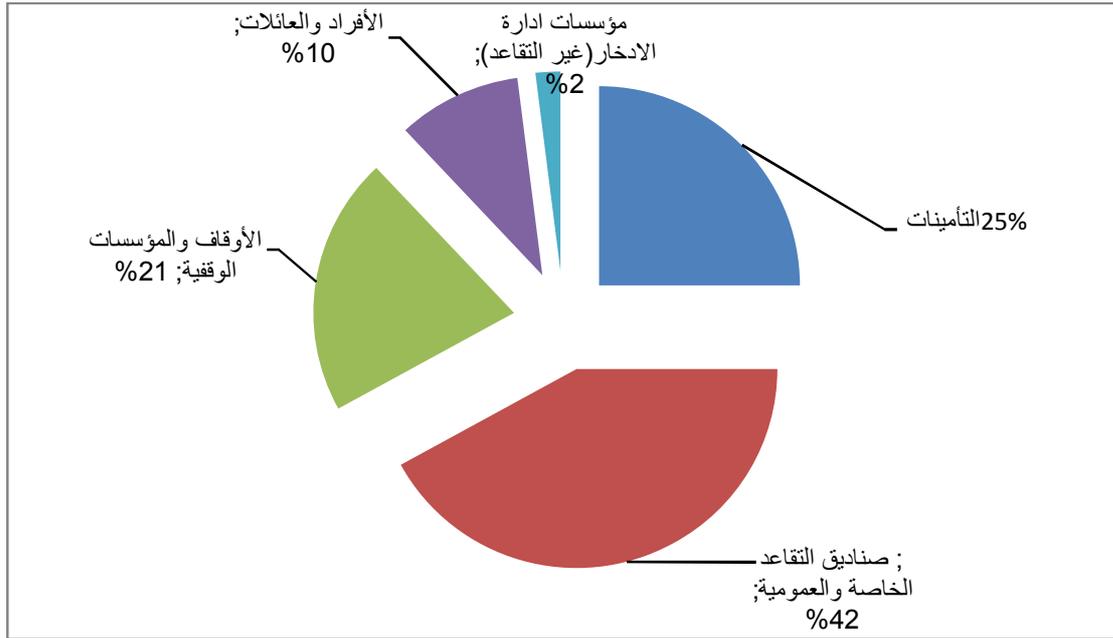
المصدر	نسبة المساهمة في رأس المال المخاطر
التأمينات	25%
صناديق التقاعد الخاصة والعمومية	42%
الأوقاف والمؤسسات الوقفية	21%
الأفراد والعائلات	10%
مؤسسات ادارة الادخار(غير التقاعد)	2%

المصدر: NVCA year book 2004

ويوضح الشكل الآتي نسب المستثمرين المساهمين في تمويل شركات رأس المال الاستثماري:

<sup>1</sup> William L. Megginson, op-cit, 2004,p98.

شكل رقم(10-1):مصادر اموال شركات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: NVCA Yearbook 2004

المطلب الثالث: طرق الخروج من استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

تتميز شركات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية بكونها مستثمرة لفترة طويلة، لها الرغبة في إعطاء قيمة مضافة لمؤسسات خاصة، ومن ثم الحصول على عائدات عند بلوغ هذه الاستثمارات مرحلة النضج. وهناك ثلاث طرق أساسية للخروج من الاستثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية، تتمثل الأولى في عملية العرض العام على الجمهور. أما الثانية، فهي بيع المؤسسة مباشرة لمؤسسة أخرى، وأخيراً إعادة بيع المؤسسة للمقاول (البيع الثانوي).

ويعد الخروج عن طريق العرض العام على الجمهور الطريقة الأكثر تفضيلاً في الولايات المتحدة الأمريكية. وتزايدت أهمية عملية العرض العام على الجمهور للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري إلى أن تجاوزت نصف عمليات العرض العام على الجمهور خلال سنة 1999 والتي جمعت 71 مليار دولار في نفس السنة، ووصل عدد عمليات العرض العام على الجمهور للمؤسسات الممولة برأس المال الاستثماري سنة 2010 إلى 72 عملية والتي جمعت حوالي 7017,5 مليون دولار.<sup>1</sup>

ويبين الجدول الآتي تطور عدد عمليات العرض العام على الجمهور للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية:

<sup>1</sup> National Venture Capital Association, **venture impact: The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy**, Fifth Edition 2009, [www.ihsglobalinsight.com](http://www.ihsglobalinsight.com), 13/12/2012, p: 9.

جدول رقم (1-5): العرض العام على الجمهور للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية

السنة/الثلاثي	عدد عمليات العرض العام على الجمهور	إجمالي المبالغ المعروضة (مليون دولار)
2005	57	4482,4
2006	57	5117,1
2007	86	10326,3
2008	6	470,2
2009	12	1642,1
2010	72	7017,5
2011	14	1375,8

المصدر: National Venture Capital Association, [www.nvca.org](http://www.nvca.org), 17/12/2012.

يوضح الجدول رقم (1-5) تطور عدد ومبالغ عمليات العرض العام على الجمهور من قبل المؤسسات الممولة من طرف رأس المال الاستثماري للفترة الزمنية التي تمتد بين 2005 و2011، ويوضح الجدول أيضا الانعكاس السلبي لأزمة 2007 على سوق رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة الأمريكية، حيث أثرت هذه الأخيرة على قنوات الخروج من الاستثمارات وبالأخص عملية العرض العام على الجمهور، وانخفضت عدد عمليات العرض العام على الجمهور من 86 عملية سنة 2007 إلى 6 عمليات عرض للمؤسسات الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري على الجمهور العام سنة 2008 فقط، و 12 عملية سنة 2009. كما أثرت الأزمة أيضا على حجم الاستثمارات وعددها، بسبب انخفاض قيمة المبيعات، إذ وصل عدد الاستثمارات الممولة بين مختلف مراحل الاستثمار إلى 3047 استثمار سنة 2009، والتي تمثل حوالي 19,5 مليار دولار فقط مقابل حوالي 30 مليار دولار سنة 2007. غير أن عمليات العرض العام على الجمهور سنة 2011 تواصل بالوتيرة الايجابية نفسها التي بدأت بها سنة 2010. فبحلول 2011، كان هناك 14 صفقة، جمع من خلالها حوالي 1,4 مليار دولار.

## المطلب الرابع: عوامل نجاح رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية رائدة في مجال رأس المال الاستثماري وذلك بسبب عدة عوامل نذكر منها:

### 1. روح مقاولاتية\* عالية

هناك عدة خصائص تبيّن عوامل نجاح مؤسسات رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة منها تقبل الأفكار الجديدة والمنتجات الجديدة وأيضاً ثقافة نجاح التجارب السابقة وتقبل الفشل.

### 2. التجمعات الجغرافية للمؤسسات في شكل عناقيد أو مناطق صناعية\*

تملك الولايات المتحدة الأمريكية مجموعة هامة من العناقيد الصناعية تضم مجموعة من المؤسسات التي انطلقت من الصفر ثم أصبحت مؤسسات هامة على المستوى الدولي.

### 3. فعالية نظام الحاضنات\*

تمثل الحاضنات جور مكمل للتجمعات الجغرافية للمؤسسات، وتقدم حاضنات الأعمال مجموعة من الخدمات والتسهيلات، واليات المساندة والاستشارة لأصحاب المشاريع من أجل الانطلاق في مشروعهم.<sup>1</sup>

وتعتبر الحاضنات الأمريكية من خير نموذج لكل الدول الأخرى، حيث حققت نجاحات كبيرة، خاصة في القطاع التكنولوجي.

### 4. شركات رأس مال استثماري ذات نفوذ قوي

تعتبر شركات رأس المال الاستثماري الأمريكية الأكثر نشاطاً وفعالية مقارنة بشركات الدول الأخرى، حيث تمثل نسبة 95% من سوق رأس المال الاستثماري العالمي.

- **روح المقاولاتية\***: هي حالة خاصة تتم من خلالها خلق ثروات اقتصادية واجتماعية، لها خصائص تعتمد على عدم التأكد، والتي تدمج فيها أشخاص ينبغي أن تكون لهم سلوكيات ذات قاعدة تتخصص بتقبل التغيير وأخطار مشتركة، والأخذ بالمبادرة والتدخل الفردي للمزيد من المعلومات أنظروا: صندرة سايبى، **سيرورة انشاء المؤسسة**، دار المقاولاتية، 2010. ص6.
- **العناقيد والمناطق الصناعية\***: تتمثل بكونها جمعاً جغرافياً لشركات تربطها علاقات في سلسلة القيمة المضاعفة وعلاقات رابطة رأسية (أمامية وخلفية) وأفقية مبنية على تبادل السلع والخبرات والموارد البشرية، كذلك توافر خلفية اجتماعية وسلوكية تدعم الترابط بين المؤسسات الاقتصادية.
- **الحاضنات\***: هي المكان الذي يقوم بتقديم خدمات وخبرات وتجهيزات لتسهيل الراغبين بتأسيس مؤسسات صغيرة تحت إشراف فني وإداري من قبل أصحاب خبرة واختصاص

<sup>1</sup> قاسم كريم، عدنان مريزق، **دور حاضنات 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، ص550.

### 5. التمويل الملائكي (Business Angel)

تتدخل في هذه المرحلة الأموال القريبة من المطور مثل الأقرباء والأصدقاء والزملاء و مؤسسات الرعاية في مجال الفكرة الجديدة والتي تتبع للجامعات والمراكز البحثية و مكاتب الإدارة البلدية و تكون في الغالب على شكل تقاسم لرأس المال أو قروض بدون فوائد أو منح.<sup>1</sup> ويحتل هذا النوع من التمويلات جزءا كبيرا في الولايات المتحدة وهذا لرغبة المؤسسات الكبيرة التي تملك أرباحا طائلة في استثمار أموالها في المؤسسات الصغيرة والمشاريع الجديدة، ورغبة منها باكتساب المزايا الضريبية، والتقليص من حجم ضرائب أرباحها.

### 6. مساعدات هامة من طرف الدولة

وجود سياسة حكومية محفزة حيث حاولت الحكومة الأمريكية إنشاء محيط يدعم تطور الأعمال التجارية، كما قدمت بعض الامتيازات لتحفيز رأس المال المخاطر بصفة خاصة كتخفيض معدل الضريبة على أرباح رأس المال.

### 7. إطار قانوني وتنظيمي جيد

طبيعة النظام القانوني في الولايات المتحدة الأمريكية، وخاصة قوانين الإفلاس، كما تقدم السوق الأمريكية مجموعة من آليات الرقابة التي تقلل من عدم تماثل المعلومات أكثر من أي سوق في دولة أخرى، وهذا ما يسمح بتوفير جانب الطلب على رأس المال الاستثماري، باعتبار أن المقاول يريد الحصول على التمويل من مؤسسات رأس المال الاستثماري آخذا بعين الاعتبار السلوك الانتهازي لهذه المؤسسات من خلال محاولتها أخذ الفكرة التي يقوم عليها مشروعه.

<sup>1</sup> Gerald A. Benjamin and Joel B. Marghulis, Angel Capital, How to Raise Early stage Private Equity Financing, Wily Finance, 2005, pp9-12.

### المبحث الثالث: واقع سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر

تم تنظيم سوق رأس المال الاستثماري من خلال القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، ثم تلتها مراسيم تنفيذية وقرارات وزارية، ويهدف هذا المبحث إلى عرض ظروف نشأة سوق رأس المال الاستثماري بالجزائر وكيفية تنظيمها، بغرض فهم تصور الحكومة لهذه السوق وكذا أهم شركات رأس المال الاستثماري الناشطة بالجزائر.

#### المطلب الأول: نشأة سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر

ظهر رأس المال المخاطر بالجزائر في بداية التسعينيات من القرن الماضي، بعد إعطاء الموافقة من طرف مجلس النقد والقرض للشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة (la *financière algéro-européenne de participation*) كمؤسسة مالية متخصصة في التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري، وذلك من خلال القرار رقم 12 الصادر بتاريخ 24 فيفري 1991، غير أن النشاط الفعلي لهذه الشركة بدأ سنة 1995، وهذا في غياب إطار قانوني يضبط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر.

بعد إنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوربية للمساهمة تم إنشاء مؤسسة أخرى، تحمل اسم الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف (Sofinance) تم منحها الموافقة من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998، والتي انطلق نشاطها الفعلي سنة 2001 بعد إعطائها الموافقة من طرف بنك الجزائر.

وفي سنة 2006 صدر القانون رقم 06-11 الذي نص على تحفيزات جبائية وأخرى متعلقة بطرق الخروج مقدمة لشركات رأس المال الاستثماري في الجزائر، ثم تم توضيحها أكثر من خلال المرسوم التنفيذي رقم 08-56 المؤرخ في 11 فيفري 2008<sup>1</sup> والمتعلق بشروط ممارسة شركة رأس المال الاستثماري. حيث تم إعفاء شركات رأس المال الاستثماري من دفع الضريبة على أرباح الشركات بالنسبة للمداخيل المتأتية من الأرباح، نواتج توظيف الأموال، نواتج وفائض قيم التنازل على الأسهم والحصص. وبالنسبة لبقية المداخيل فهي تخضع إلى المعدل المخفض بـ 5%، إلى شرط التزام الشركة بالمحافظة على الأموال المستثمرة في المؤسسات لمدة لا تقل عن خمس سنوات، تحسب ابتداء من أول جانفي من السنة المالية لتاريخ

<sup>1</sup> المرسوم التنفيذي رقم 08-56 الصادر في 11 فيفري 2008، المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة رأس المال الاستثماري.

أي اكتتاب أو اقتناء. كما تم إعفاء شركات رأس المال الاستثماري التي تتدخل في مرحلة قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء (رأس المال المخاطر في مفهوم المشرع الجزائري) من الضريبة على أرباح الشركات لمدة خمس سنوات، ابتداء من تاريخ بداية نشاطها، مع استفادتها من النظام الجبائي الممنوح لمؤسسات رأس المال الاستثماري التي تتدخل في بقية مراحل حياة المؤسسة.

وتمثلت التحفيزات المتعلقة بطرق الخروج من الاستثمار في تعديل شروط القبول في البورصة عن طريق العرض العام على الجمهور والذي يعد الطريقة الأمثل والمفضلة بالنسبة لمؤسسات رأس المال الاستثماري والمقاولين، حيث تم تخفيف الشروط المفروضة مسبقا فيجب على المؤسسات الكبرى التي تطلب قبول سندات رأس مالها في التداول أن يكون لديها رأس مال محرر لا يقل قيمته عن خمسمائة مليون دينار (500.000.000 دج) بدل مائة مليون دينار (100.000.000 دج). كما يجب أن يتم توزيع سندات رأس المال على الجمهور لدى عدد لا يقل عن 150 مساهما بدل 300 مساهم.<sup>1</sup>

### المطلب الثاني: تنظيم سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر

تم تنظيم سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر من خلال القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري، ثم تلتها مراسيم تنفيذية وقرارات وزارية، ويهدف هذا المطلب إلى عرض ظروف نشأة سوق رأس المال الاستثماري بالجزائر وكيفية تنظيمها، بغرض فهم تصور الحكومة لهذه السوق.

#### 1. تعريف رأس المال الاستثماري عند المشرع الجزائري

يعرف المشرع الجزائري شركات رأس المال الاستثماري في الفصل الأول من القانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006، بأنها تلك الشركات التي تهدف للمشاركة في رأس مال الشركة، وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسات في طور التأسيس أو النمو أو التحويل أو الخصخصة.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2010  
<sup>2</sup> المادة 02 والمادة 03 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.

وقد ركز المشرع الجزائري على تحدد كفاءات تدخل شركة الرأس مال الاستثماري، والتي تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

- رأس المال المخاطر، الذي يشمل رأس المال الموجه لتمويل المؤسسات في مرحلة قبل الإنشاء وفي مرحلة الإنشاء.
- رأس مال النمو، الموجه لتنمية المؤسسة بعد إنشائها ومراحل تطورها ونموها.
- رأس مال التحويل.

## 2. ضوابط الحصول على التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري

نص القانون رقم 06-11 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006 على مجموعة من الضوابط، ثم تم توضيحها أكثر من خلال المرسوم التنفيذي رقم 08-56 الصادر في 11 فيفري 2008 والمتعلقة بشروط ممارسة نشاط شركة رأس المال الاستثماري، وأيضا من خلال القانون الوزاري الصادر في 14 مارس 2009 والذي يحدد المعلومات الواجب توفيرها لإسناد ملف طلب رخصة ممارسة رأس المال الاستثماري.

### 1.2 الضوابط المتعلقة برأس مال شركة رأس المال الاستثماري وطرق التمويل

وتضمن الفصل الأول من القانون رقم 06-11 بعض الضوابط المتعلقة برأس مال شركات رأس المال الاستثماري، لكن المرسوم التنفيذي رقم 08-56 الصادر في 11 فيفري 2008 وضح أكثر هذه الضوابط، بحيث حدد رأس المال الاجتماعي الأدنى لشركات رأس المال المخاطر بمائة مليون دينار (100.000.000 دج)، ويسدد بنسبة 50% عند تاريخ تأسيس الشركة و50% وفقا للأحكام المنصوص عليها في القانون التجاري.<sup>2</sup>

ولم يشترط أن يملك شركة رأس المال الاستثماري أشخاص طبيعيين أو معنويين، شرط أن لا يحوز لشخص طبيعي وأفراد عائلته (زوج، أصوله وفروعه) معا أن يملكوا أكثر من نسبة 49% من هذه الشركة.

<sup>1</sup> المادة 04 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.  
<sup>2</sup> المادة رقم 02 من المرسوم التنفيذي رقم 08-56 الصادر في 11 فيفري 2008، المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة رأس المال الاستثماري.

وكذلك بالنسبة للأشخاص المعنويين، لا يجوز لشركة أن تحوز هي وأحد فروعها معا على نسبة تفوق 49% من حصة الشركة بصفة مباشرة أو غير مباشرة.

## 2.2. الضوابط المتعلقة برخصة ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري

تنص المواد 11، 12 و 13 من القانون الصادر في 24 جوان 2006 المتعلق بشركة رأس المال الاستثماري والشروط والمقاييس الواجب توفرها في مسيري شركات رأس المال الاستثماري والأعضاء في الأجهزة التابعة لها. كما تضمن القانون الشروط المتعلقة بمنح رخصة ممارسة نشاط رأس المال المخاطر وأجال تسليمها، وكيفية الطعن في حالة رفض الرخصة صراحة أو ضمناً، بالإضافة إلى شروط سحب الرخصة سواءً بطلب من مؤسسة رأس المال الاستثماري أو بسبب الإخلال الخطير بالتشريع.

لا تمارس شركة رأس المال الاستثماري نشاطها إلا برخصة مسلمة من طرف وزير المالية بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها وبنك الجزائر.

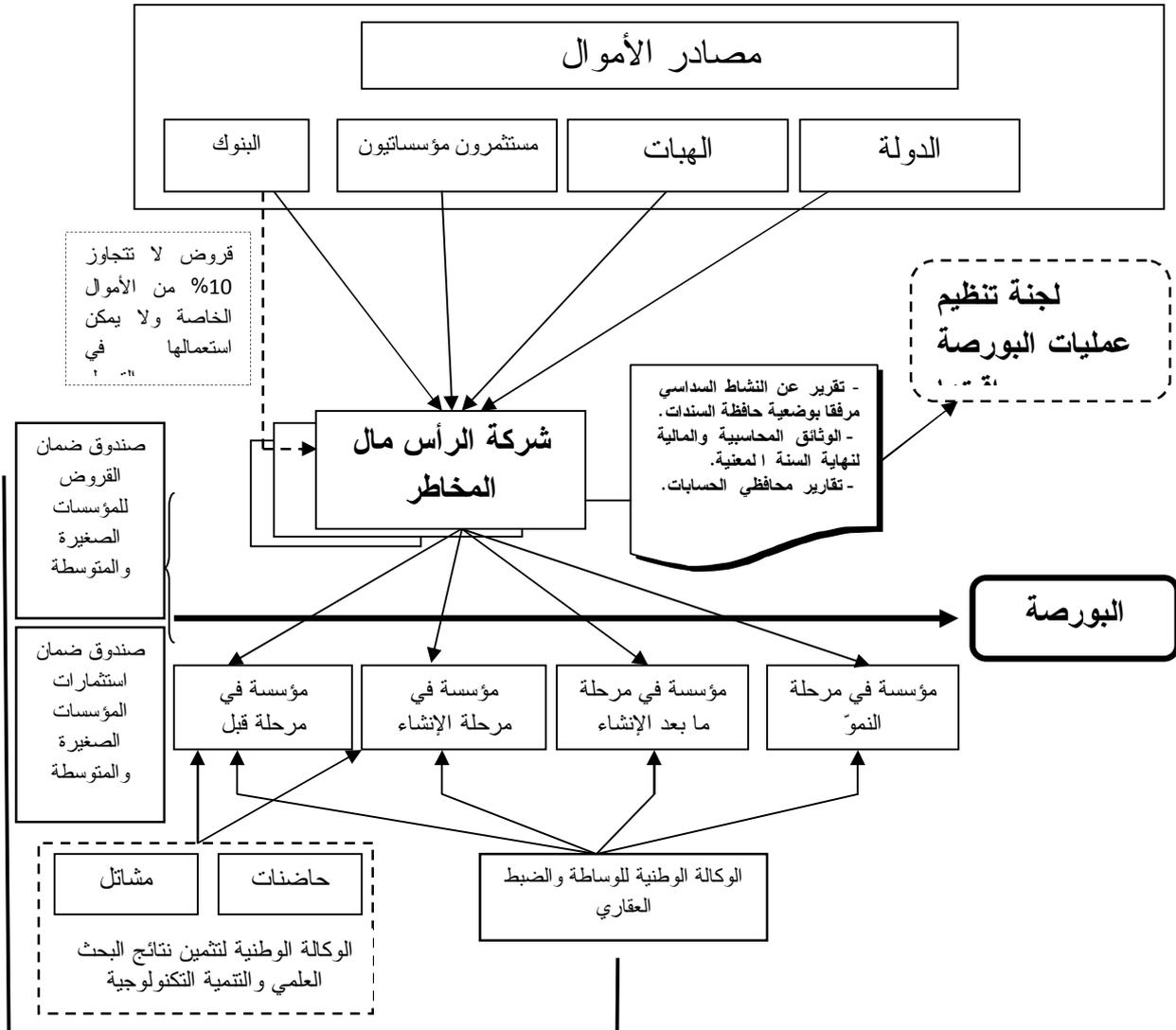
## 3.2. الضوابط المتعلقة بالحصول على التمويل من شركات رأس المال الاستثماري

اهتم الفصل الثالث من القانون الصادر في 24 جوان 2006 المتعلق بشركة رأس المال الاستثماري مجموعة من الضوابط التي يجب أن تلتزم بها شركة رأس المال الاستثماري، والتي يمكن توضيحها كالآتي:<sup>1</sup>

- لا يجوز لشركة رأس المال الاستثماري أن تخصص أكثر من 15% من رأس مالها واحتياطياتها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة.
  - لا يمكن لشركة رأس المال الاستثماري أن تساهم بأكثر من 49% من رأس مال مؤسسة واحدة.
  - لا يجوز لشركة رأس المال الاستثماري أن تساهم في شركة إلا على أساس عقد مساهمة، يتضمن مدة المساهمة في الاستثمار وشروط الانسحاب من المؤسسة الممولة.
  - لا يجوز لشركة رأس المال الاستثماري الحصول على قروض تفوق 10% من أموالها الخاصة، ولا يمكن أن تستعمل الأموال المقترضة في عملية التمويل.
- ويوضح الشكل الآتي التنظيم العام لسوق رأس المال الاستثماري بالجزائر، ويوضح مختلف المؤسسات، الهياكل والهيئات المتدخلة فيها.

<sup>1</sup> المواد 17، 18، 19 و 20 من القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.

شكل رقم (1-11): التنظيم العام لسوق رأس المال الاستثماري بالجزائر



المؤسسات والهيئات المساعدة

المصدر: محمد شريف بن زواي، هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر (حاله الجزائر)، مدررة ماجستير بالمدرسة العليا للتجارة - الجزائر، 2011، ص 83.

### المطلب الثالث: شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر

تتميز سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر بحدائثة نشأتها. لذا فإن عدد مؤسسات رأس المال الاستثماري التي تنشط بها قليل، كما أن أغلب هذه المؤسسات تعبر عن جهود الحكومة لإنشاء سوق رأس مال الاستثماري باعتبار أن هذه المؤسسات تابعة للحكومة بصفة جزئية أو كلية، منها من بدأت نشاطها ومنها من تم تأسيسها حديثا وتتمثل هذه الشركات في:

#### 1. الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP)

تأسست 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%.<sup>1</sup>

وتعتبر الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة أول شركة رأس مال استثماري في الجزائر، بدأت نشاطها الفعلي سنة 1995.

#### 2. 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 لبدأ نشاطها من طرف بنك الجزائر في 09 جانفي 2001.<sup>2</sup>

وتعتبر ثاني شركة رأس مال استثماري ناشطة بالجزائر، وتقوم بنشاط التمويل عن طريق الإيجار إلى جانب نشاطها بالتمويل برأس المال الاستثماري .

<sup>1</sup> 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 مخير العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسين بن بوعلي شلف، ص ص: 870-871.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي للمؤسسة: [www.sofinance-dz.com](http://www.sofinance-dz.com)، 2013/01/15.

إن نشاط رأس مال المخاطر في الجزائر جد حديث وضعيف ومحدود جدا، حيث لا تتعدى نسبة مساهمة (Sofinance) في التمويل (35%) من رأسمال الشركة كحد أقصى وهي نسبة ضعيفة إذا ما قورنت بنظيراتها في الدول المتقدمة كذلك لا تغطي كل الأنشطة، بل ينحصر مجال أعمالها في الصناعات التحويلية للمنتجات الغذائية وتخزين المنتجات الغذائية ومواد التغليف وصناعة الألبسة وتحويل الخشب واستغلال الثروات المنجمية، وكل هذه الأنشطة لا تتطلب مخاطرة كبيرة.<sup>1</sup>

### 3. الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM)

أنشأت 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.

يتمثل نشاطها الحالي في التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في المؤسسات التي هي في مرحلة الإنشاء أو ما بعد الإنشاء، فضلا عن نشاطات أخرى كالإيجار المالي ومنح القروض الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل.<sup>2</sup>

### 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.<sup>3</sup>

وتهدف الجزائر استثمار إلى تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وخاصة التي تعمل في القطاع التكنولوجي، وذلك في إطار برنامج دعم وتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

<sup>1</sup> Khalil Ammar, **LA Banque De Financement Des Petites et Moyennes Entreprises**, Séminaire International sur la promotion du financement de la PME, Alger le 27-28 Septembre 2005,p13.

<sup>2</sup> الموقع الرسمي للمؤسسة: <http://www.asicom.dz>, 2011/10/20

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

## 5. 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 "تونانفت" (Tuninvest Group)، بدأ نشاطه لأول مرة في تونس سنة 2000 من طرف المؤسسة المالية الدولية (Société Financière :SFI 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.

المساهمين الآخرين في الصندوق المغربي لرأس المال الاستثماري كل من: وكالة التنمية الهولندية (FMO)، صندوق التنمية البلجيكي (BIO)، الشركة البلجيكية للاستثمار في الدول النامية، الوكالة الفرنسية للتطوير (AFD)، شركة الترقية والمساهمة من أجل التعاون الاقتصادي (Proparco)، والإدارة من قبل مجمع (Tuninvest Finance Group).

**المطلب الرابع: تضارب المصالح بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين كعائق أمام نمو نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر**

من بين أهم العراقيل التي تقف أمام تطور مهنة رأس المال الاستثماري في الدول النامية عموما وفي الجزائر بصفة خاصة مشكل عدم شفافية المعلومات، وأيضا شخصية المقاولين والمستثمرين، ويمكن تلخيص هذه العوائق في النقاط الآتية:

### 1. عدم شفافية المعلومات

تعتبر ملفات القروض المرفوضة من طرف البنوك الجزائرية مؤشرا على أن المقاولين لا يعتمدون على مكاتب الدراسات في إعداد ملفاتهم التي تترجم خطة المشاريع التي يريدون القيام بها، ولهذا فان عدم شفافية المعلومات لا يسمح بتوفير مناخ ملائم مبني على الثقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمقاولين.

ويمكن تلخيص حالة غياب شفافية المعلومات في العوامل الآتية:

- غياب قاعدة بيانات كمية ونوعية تعكس نشاط المؤسسات الجزائرية في ظل غياب السوق المالية (البورصة)، والتي تعد مصدر من مصادر المعلومات في الدول المتقدمة.
- غياب تنسيقيات أو جمعيات في الجزائر تحمي شركات رأس المال الاستثماري، مثل جمعية رأس المال المخاطر الأوروبية (EVCA: European Venture Capital Association).

## 2. الخصائص البسيكولوجية للمقاولين الجزائريين

تتميز المؤسسات الجزائرية بتفضيلها للاستقلالية، ونفورها من القروض الخارجية والقروض البنكية، وهذا ما يسبب ضعفها وهشاشة هيكلها المالي خاصة في المراحل الأولى من حياتها.<sup>1</sup>

ويتميز المسيرين (المقاولين) في البلدان النامية بعدة خصائص من بينها:

- **كره المخاطرة:** عكس المقاولين في الولايات المتحدة الذين يملكون روح المقاول والمغامرة، فان المقاولين في البلدان النامية غالبا ما يتميزون بالنفور من المخاطر وعدم اقتسام الملكية مع أطراف خارجية.<sup>2</sup>

- **عدم تقبل التغيير:** يتميز المقاولين في البلدان النامية برفضهم التغيير، وحبهم الاستقرار، وهذا ما يعتبر تناقض لأن رأس المال الاستثماري يمثل "عامل تغيير" يغير سلوكيات المسيرين ويطور روح المقاول، كما يتمثل الأثر الإيجابي لسوق رأس المال الاستثماري على الإبداع وكذا البحث والتطوير، فهو ينشط الإبداع، ووفقا لذلك فان فشل السوق مرتبط بالإبداع الغير كافي وعدم تقبل لفكرة التغيير.<sup>3</sup>

- **شخصية المقاول:** في الغالب لا يملك المقاولين وأصحاب المؤسسات الصغيرة الخبرة اللازمة التي تساعدهم على إدارة مشروعهم، من الناحية التقنية، التسويقية، المحاسبية، التمويل، الإنتاج وتسيير المخزون.<sup>4</sup>

وباختصار يمكن أن نلخص ما سبق في أن تطور حرفة رأس المال الاستثماري في الدول النامية عامة، وفي الجزائر خاصة يعتمد على تطور تفكير المقاول وتقبله للتغيير واقتسام الملكية، والقرارات من أجل تحقيق أفكاره على أرض الواقع والتي قد تسجل نجاح تاريخي، وخطوة كبيرة نحو التقدم.

أيضا من أهم عوائق رأس المال الاستثماري المناخ الاستثماري في الجزائر، والبيروقراطية التي تعاني منها مختلف الأطراف وخاصة الإجراءات التي تعيق المقاولين في إنشاء مؤسساتهم، وكذا طبيعة المؤسسات الجزائرية التي يطغى عليها الطابع العائلي، وصعوبة قبول مالكيها فتح رأسمالها لمساهمين من خارج العائلة.

كل هذه العوائق تؤدي إلى زيادة التضارب بين أصحاب شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين (أصحاب المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري)، كما يؤدي إلى ظهور مشكل الوكالة، بسبب عدم تماثل المعلومات، وظهور التعيين المعاكس (adverse selection).

<sup>1</sup> Samir Yahiaoui, op-cit, 2011,p233.

<sup>2</sup> Idem, p234.

<sup>3</sup> Jean Matauk, Financing Innovation: An historical approach, "Journal of Innovation Economics n 06", university of Montpellier 1, France, 2010, pp160.

<sup>4</sup> Salah Aisse, Le capital risque au MAROC :contribution a l'élaboration d'un cadre juridique, fiscale, comptable et d'accompagnement, mémoire présenté pour l'obtention de diplôme d'expertise comptable, Institut supérieure de commerce et d'administration de CASABLANCA, 2003,pp :51-52.

### خاتمة الفصل الأول

يعتبر رأس المال الاستثماري كوسيط مالي مختص في تمويل المشاريع ذات المخاطر المرتفعة، والتي تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل، أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وهذا هو مصدر المخاطر)، أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل في حال بيع حصة هذه المشاريع بعد انتهاء العقد، كما يطرح رأس المال الاستثماري عدة اختيارات تمويلية للمشاريع فهو يمول مرحلة ما قبل الإنشاء، مرحلة الإنشاء، مرحلة النمو والتوسع ومرحلة تحويل الملكية.

كما أن رأس المال الاستثماري هو شكل من أشكال الاستثمار الجماعي لأنه مبني على أساس الملكية المشتركة في الأموال الخاصة، وتقوم معادلة شركات رأس المال الاستثماري على (أفكار إبداعية وتكنولوجيا جديدة/مخاطر مرتفعة/أرباح واعدة).

تعتبر تجربة الولايات المتحدة الأمريكية مرجعا لجميع الدول في مجال تقنية التمويل برأس المال الاستثماري، فهي تحتل المركز الأول المتحكمة والمدعمة لهذه التقنية لما لها من فوائد جمة على المشاريع الجديدة أو المتعثرة التي تحتاج إلى التمويل المالي والتمويل الإداري، حيث تقوم شركات رأس المال الاستثماري بالتدخل وتقديم الاستشارات في تسيير هذه المشاريع.

ظهرت سوق رأس المال الاستثماري بالجزائر حديثا، وتجلت رغبة السلطات الجزائرية في إنشاء هذه السوق بعد وضعها للإطار القانوني الذي يضبطها . وقد عرّف المشرع الجزائري مؤسسات رأس المال الاستثماري بأنها المؤسسات التي تهدف للمشاركة في رأس مال شركة وفي كل عملية تتمثل في تقديم حصص من أموال خاصة أو شبه خاصة لمؤسسة في طور التأسيس، النمو، التحويل أو الخصخصة، وقام من خلال ذلك بحصر عمليات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر في المرحلتين الأوليين من مراحل نمو المؤسسة والمتمثلتين في مرحلة ما قبل الإنشاء ومرحلة الإنشاء.

ومن بين عوائق تطور رأس المال الاستثماري في الجزائر، ركزت هذه الدراسة على العوائق الإدارية المتمثلة في العوائق النفسية للمسيرين الجزائريين وقلة طموحهم وتوجههم نحو الإبداع والأفكار الجديدة، وكذلك نقص المعلومات، حول المؤسسات الجزائرية، مما يزيد من تضارب وتعقيد العلاقة بين المسيرين وأصحاب شركات رأس المال الاستثماري وهذا ما قد يشكل عائقا أمام نمو رأس المال الاستثماري في الجزائر.

# الفصل الثاني

الفصل الثاني: خصائص العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين

### الفصل الثاني: خصائص العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين

تتميز العلاقة بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين (أصحاب المؤسسات الممولة) أو المقاولين، بأنها علاقة تعاقدية بين المساهمين والمسيرين، بما أن شركة رأس المال الاستثماري تقوم بتوظيف أموالها في مؤسسات جديدة أو مؤسسات قائمة تحتاج إلى تمويل.

ونتيجة لوجود علاقة تعاقدية بين شركات رأس المال الاستثماري 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 الاستثماري، في ظل حالة عدم التأكد وعدم تماثل المعلومات (Asymmetric information) والتي قد تؤدي إلى مشاكل أخرى كالاختيار العكسي (Adverse Selection) والخطر المعنوي (Moral hazard).

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

وسيتناول هذا الفصل بالتفصيل العلاقة بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين ، وكذا المخاطر التي تتميز بها سواء قبل عقد التمويل والمساهمة، أثناء عملية التمويل، أو عند خروج شركة رأس المال الاستثماري من المؤسسة الممولة، كما سوف يعرض هذه العلاقة في إطار النظريات المالية، ويتم إسقاطها على مآزق السجينين، لتحليلها أكثر والتعمق في خصائصها، وفي الأخير سيتم التطرق إلى مفهوم الحوكمة وأهميتها في التقليل من تضارب المصالح بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين، وأهم الميكانيزمات التي من شأنها أن تنظم هذه العلاقة الخاصة.

ومن أجل الوصول إلى هذه الأهداف فقد قسم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث هي كالآتي:

- طبيعة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين؛
- علاقة شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في ظل النظريات المالية؛
- حوكمة العلاقة التعاقدية بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين؛

### المبحث الأول: طبيعة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين

يعتبر رأس المال الاستثماري عبارة عن أسلوب أو تقنية تقوم من خلاله شركات رأس المال الاستثماري، بتمويل مشاريع استثمارية تتميز بمخاطر مرتفعة على العموم على أن يتم استرداد رأس المال المستثمر به في نهاية برنامج الاستثمار بعد إدراج عائد يحسب على أساس الربح المحقق، ومن دون تقديم أي ضمان عند إبرام عقد المشاركة، حيث يتحمل المخاطر كلياً أو جزئياً الخسارة في حالة فشل المشروع الممول. لذا لا تقتصر مؤسسات رأس المال الاستثماري على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي بل تعمل أيضاً على تقديم المساعدة في إدارة الشركة بما يحقق تطور المؤسسة ونجاحها من أجل التخفيف من حدة المخاطر، الخسائر المحتملة وتجنباً لتضارب المصالح بين المؤسسة الممولة وبين هذه الشركات.

### المطلب الأول: الإطار القانوني لعقد المساهمة بين شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسة الممولة

بعد أن يتقدم المقاول أو صاحب المؤسسة الراغبة في التمويل برأس المال الاستثماري بطلبه وبعد تقييمه وفحصه من طرف الخبراء، وبعد أن يتم قبول المشروع المقترح للتمويل تأتي مرحلة التفاوض، والتي يقوم فيها بمفاوضات حول شروط خاصة بالاستثمار مع المقاول صاحب المشروع. خلال هذه المرحلة، كل خطوة تقوم بها مؤسسة رأس المال الاستثماري تكون بناءً على المعلومات التي تم جمعها وترجمتها من قبل، إذ تتضمن هذه المرحلة التقييم المادي للمشروع وتحديد بنود العقد، التي تمثل حماية من خطر الوكالة، والخطر المعنوي.<sup>1</sup>

ويتمثل عقد المساهمة (the shareholder's agreement) في الوثيقة الأساسية التي تحدد نوع العلاقة بين المقاول وشركات رأس المال الاستثماري، كما يحدد طريقة التدخل في المؤسسة الممولة والأدوات المالية المتدخل بها (الأسهم، الأوراق المالية الهجينة القابلة للتحويل)...)، وطرق الخروج من المشروع الممول، ويضمن لشركة رأس المال الاستثماري الحق في تسيير المشروع، وحق المراقبة واتخاذ القرار، خلال مراحل التمويل وعند الخروج من الاستثمار.<sup>2</sup>

#### 1. الحقوق التي يضمنها عقد المساهمة لشركة رأس المال الاستثماري

ويضمن عقد المساهمة لشركة رأس المال الاستثماري عدة حقوق تتمثل في الآتي:

**1.1. حق الرقابة (control right):** يلعب تخصيص حق الرقابة دوراً مهماً في نجاح استثمار رأس المال الاستثماري حيث إذا تخطى المقاول عن حق الرقابة، كل الحصص المالية التي يحصل عليها تكون مستقلة عن ما يثبتته من مهارة وقدرة على الرقابة، والشيء نفسه بالنسبة للتدفقات النقدية اللاحقة الناتجة عن الاستثمار، أما في حالة احتفاظه بحق

<sup>1</sup> Douglas Cumming, Op-cit, 2010, pp: 19-21.

<sup>2</sup> Cherif Mondher, Ingénierie financière & private Equity, Revue banque edition, 2003, p23.

الرقابة تصبح عائدات الاستثمار المنتظرة من طرف كل من المقاول ومؤسسة رأس المال الاستثماري مرفقة بنسبة من المخاطرة، والتي تتوقف على مهارة المقاول.<sup>1</sup>

ومن خلال الدراسة التي قام بها الباحثان " آلي وجرننت " GERTNET et alii سنة (1994) حول أهمية الرقابة في العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول، حيث أثبتنا أن شركة رأس المال الاستثماري تسعى للمحافظة على حق الرقابة لتحسن أدائها في خلق القيمة من جهة، ومن جهة أخرى للمحافظة على حق تصفية الأصول، وفي دراسة أخرى قام بها الباحثان KAPLAN & STROMBERG سنة 2000 حول 200 عملية تمويل برأس المال الاستثماري، توصلنا إلى أن توزيع حق الرقابة مرتبط بأداء المؤسسة الممولة، فكثافة عدد الأسهم في أيدي المساهمين متعلقة بالوضعية المالية للمؤسسة، فإذا كانت وضعية المؤسسة جيدة سيضحي المساهمون بحق الرقابة مقابل حقوق مالية جديدة أي أسهم جديدة.<sup>2</sup>

**2.1. حق الحصول على التدفقات النقدية (Cash flow right):** يمثل حق الحصول على التدفقات النقدية الوسيلة المفضلة لتحفيز المسير، لتخفيض تكاليف مشكل الوكالة تقوم شركة رأس المال الاستثماري بدفع مبلغ نقدي للمسير مقابل جهده المبذول، ولو لم يكن لهذا الجهد أثر مادي، مثل أن يساهم في تحسين سمعة شركة رأس المال الاستثماري فقط.

**3.1. الحق عند التصفية (liquidation right):** ويعتبر الحق في التصفية مهما لان المسير غالبا ما يتمسك بمشروعه رغم أنه لا يملك أملا بتحقيق مردودية في المستقبل، وهذا ما أكده الباحثان CORNELLI et YOSHA سنة 1997.

## 2. بنود عقد المساهمة

لضمان هذه الحقوق، وضعت شركة رأس المال الاستثماري وثيقة تختصر فيها مختلف البنود التي يجب مناقشتها مع المقاول قبل الشروع في عملية التمويل، ونفرق بين نوعين من البنود الموجودة في عقد المساهمة: بنود متعلقة بالتسيير والمراقبة، وبنود متعلقة بتركيبة وإنشاء المساهمة.

### 1.2. البنود المتعلقة بالتسيير والمراقبة

تهتم هذه البنود بتنظيم العلاقة الإدارية بين شركات رأس المال الاستثماري وصاحب المشروع. وتحتوي هذه البنود على الشروط الآتية:

<sup>1</sup> Yuk-Shee Chan & others, "**Learning, Corporate Control and Performance Requirements in Venture Capital Contracts**", International Economic Review, Vol. 31, No. 2, Blackwell Publishing for the Economics Department of the University of Pennsylvania and Institute of Social and Economic Research - Osaka University, 1990, p: 366.

<sup>2</sup> Kaplan et Stromberg, "**How do venture capitalists choose investments?** ", Working Paper, University of Chicag, 2000, p128.

- **المراجعة والتدقيق:** لشركة رأس المال الاستثماري الحق في القيام بتدقيق معمق لحسابات المؤسسة الممولة، وذلك في أي وقت تريد، حسب الحاجة أو حسب تجاوزات صاحب المشروع.<sup>1</sup>

- **تكوين لجنة مراقبة:** يتضمن عقد المساهمة إنشاء لجنة مراقبة تتكون من صاحب المشروع، بعض الإطارات العليا في المؤسسة وممثلين لشركة رأس المال الاستثماري، كما يمكن أن تضم مراقبين خارجيين، من مهام هذه اللجنة توفير المعلومات الكافية وبصفة منتظمة عن سوق المؤسسة الممولة، وتضمن احترام الأهداف المحددة مسبقاً.<sup>2</sup>

- **عدم المنافسة:** خلال مرحلة الاستثمار وتواجد رأس المال الاستثماري في المشروع الممول فإن صاحب المشروع يمنع من تداول أي نشاط منافس للنشاط الأول.<sup>3</sup>

- **إعداد التقارير (reporting):** من أجل التقليل من عدم تماثل المعلومات، وضعت شركات رأس المال الاستثماري هذا البند لتجبر صاحب المشروع على إعداد تقارير بصفة منتظمة يشرح فيها الحالة المالية للمؤسسة، ونتائج القرارات المتخذة على القوائم المالية (الميزانية، حساب النتائج، تقرير حول النشاط،...)<sup>4</sup>.

**2.2. البنود المتعلقة بتركيبة وإنشاء المساهمة في المؤسسة الممولة:** تهتم هذه البنود بالمحافظة على حقوق المساهمين (شركات رأس المال الاستثماري)، والمحافظة أيضاً على التوازن المالي. وتتضمن هذه البنود ما يلي:

- **بند عدم ذوبان الملكية (Anti-dilution):** أو لا مصطلح dilution يعني ذوبان الملكية وهو انخفاض في نصيب الملكية النسبية الذي يحدث نتيجة لقيام الشركة بزيادة عدد الأسهم القائمة، ومن الممكن أن يؤثر ذوبان الملكية على عائد السهم، وعلى كوبونات توزيع الأرباح.<sup>5</sup>

هذا البند يسمح لشركة رأس المال الاستثماري في حالة ما إذا تم رفع رأس مال المؤسسة الممولة، أو إصدار أسهم جديدة، بالمحافظة على نفس الحصة أو النسبة في هذه المؤسسة، ويقوم الممول بالتعهد لشركة رأس المال الاستثماري بالطلب من المساهمين الآخرين بتخفيض حصتهم من رأس مال المؤسسة لتحافظ شركة رأس المال الاستثماري على حصتها قبل عملية التوسع والزيادة في رأس المال.<sup>6</sup>

وبالنسبة لشركة رأس المال الاستثماري فهذا البند يسمح لها إلى جانب الحفاظ على حصتها الحفاظ على حق المراقبة.

<sup>1</sup>CHERIF Mondher et Stéphane DUBREUILLE, création de valeur et capital investissement, collection Synthex Pearson education, France, 2009, p163.

<sup>2</sup>CHERIF Mondher et Stéphane DUBREUILLE, op-cit, 2009, p164.

<sup>3</sup> Idem, p164.

<sup>4</sup> Idem, p164

<sup>5</sup> Corporate Governance Concepts, “By Center for International Private Enterprise”, Arabic Translation, Center for International Private Enterprise , 2003 , P 2.

<sup>6</sup> Cherif Mondher, op-cit, 2000, p78.

- أسبقية الدفع عند التصفية: يضمن هذا البند في حالة تصفية المشروع أو المؤسسة الممولة، فلشركة رأس المال الاستثماري الأولوية في تحصيل أموالها المستثمرة.<sup>1</sup>

- (Earn out): هو بند مالي ينص على أن جزء من ثمن شراء مؤسسة (prix d'achat)

سوف يدفع في المستقبل شرط أن تحقق المؤسسة الممولة الأرباح المتوقعة، ويهدف هذا البند إلى تخفيض مشاكل التقييم بعد التمويل والتحفيز على الأداء والفعالية، ويعتبر كأداة للتحويل من مخاطر (risk shifting) دون الفعالية نحو البائع (صاحب المؤسسة الممولة).<sup>2</sup>

ويلزم هذا البند صاحب المؤسسة الممولة ببذل الجهود لتحقيق تدفقات نقدية مستقبلية، وتحقيق فعالية المؤسسة، فهو يربط عائداً المقاول بمجهوداته ومهاراته المبذولة لنجاح المشروع.

ويتميز هذا البند بتوفير عدة مزايا تتمثل في:<sup>3</sup>

- التخفيض من الفرق بين سعر العرض وسعر الطلب.

- حماية المشتري من المفاجآت الغير سارة.

- تقلل من التقدير المبالغ للتدفقات النقدية المستقبلية من طرف البائعين.

- تمنح تحفيزاً للبائع الذي سيبقى مسير للمؤسسة الممولة بعد خروج رأس المال الاستثماري.

- تجنب الارتباط المالي الكلي (up-front financing) لشركة رأس المال الاستثماري.

- تطابق سعر الاكتتاب (Ratchet): في حالة ما إذا قرر أي من الطرفين شركة رأس المال الاستثماري أو صاحب المشروع بيع حصته لطرف ثالث، فإن الطرف الثاني له الأولوية في هذا العرض بنفس السعر وبنفس الشروط التي منحها للطرف الثالث.<sup>4</sup>

**المطلب الثاني: المخاطر التي تظهر عبر مراحل تمويل رأس المال الاستثماري**

تواجه شركة رأس المال الاستثماري عدة مخاطر خلال القيام باستثماراتها وذلك لعدة أسباب، وتتمثل غالباً بأسباب هذه المخاطر في:<sup>5</sup> 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 الاستثماري تجعله معرضاً للمسائلة عن قراراته واستراتيجياته، وهذا ما يزيد من مخاطر انحراف المسير عن التزامات عقد المساهمة المذكورة سابقاً، وما قد يخلق مشكل الخطر الأخلاقي.

<sup>1</sup> Idem, p78

<sup>2</sup> Cherif Mondher, op-cit, 2009, p165.

<sup>3</sup> Idem, p165.

<sup>4</sup> Bouatouata K-D, les idées de financement des start-up, colloque international, Medinnov 13 et 14 Avril 2005, château Gombert, Marseille, p14.

<sup>5</sup> Briane Hill and Deepower, inside secrets to venture capital, john wiley & sons, inc, 2001, pp14-17.

وأيضاً شعور المقاول بالخوف من أصحاب شركة رأس المال الاستثماري، حيث يقوم رأس المال الاستثماري على معادلة (تكنولوجيا متقدمة - مخاطر كبيرة - أرباح واعدة)، لهذا فهو يعمل في حالة يسودها عدم التأكد، وعدم تماثل المعلومات، وكل عملية مالية فإن الخطر يظهر في كل مرحلة لاتخاذ القرار، وتتمثل المخاطر التي تظهر خلال مراحل التمويل كالاتي:

وتتمثل المخاطر التي تعترض نشاط شركات رأس المال الاستثماري في:

### 1. خطر المشروع (Business risk)

وهو عبارة عن دالة لمرحلة المشروع ونوعيته (تكنولوجيا جديدة أو غير جديدة) فكلما كان المشروع يطور تكنولوجيا جديدة لم تكن موجودة من قبل كلما زادت نسبة المخاطرة، وأيضاً مرحلة المشروع فكلما كان المشروع في مراحله الأولى كلما زادت المخاطرة، والشكل التالي يبين مصفوفة مخاطرة / مردودية (Rewards/Risk) حسب مراحل المشروع.<sup>1</sup>

شكل رقم (2-1): مصفوفة مخاطرة/ربحية

رأس مال ما قبل الإنشاء (ربحية مرتفعة/مخاطر كبيرة)	رأس مال الإنشاء (ربحية مرتفعة/مخاطر متوسطة)
رأس مال بعد الإنشاء (ربحية مرتفعة/مخاطر منخفضة)	رأس مال التنمية والتحويل (ربحية متوسطة/مخاطر منخفضة)

المصدر: Richard Thompson, op-cit, p13.

### 2. الخطر المالي (Financial risk)

يرتبط الخطر المالي بنوعية تمويل المشروع عن طريق رأس المال الاستثماري: استثمار بالأقلية (minoritaire) بالأموال الخاصة في رأس مال مؤسسة صغيرة غير مقيدة في البورصة أو مشروع في طور الإنشاء، أكثر خطراً من تمويل بالأغلبية (majoritaire) بالأموال الخاصة أو التمويل بالديون.

وترتبط المخاطر المالية بخصائص المشروع الممول من جهة وخاصة التمويل من جهة أخرى، وتتمثل في: عدم سيولة الأوراق المالية، غياب ميكانيزمات مراقبة عملية المساهمة

<sup>1</sup> Eric stéphany et Gérôme pouget, gouvernance de la relation capital risqueur-entrepreneur, 6° Congrès international francophone sur la PME - Octobre 2002 - HEC - Montréal, p2.

والتمول برأس المال الاستثماري غير مرتبط بتاريخ استحقاق معين، فتاريخ الخروج من الاستثمار يعتمد على توفر إمكانيات الخروج.<sup>1</sup>

### 3. الخطر التسييري (Management risk)

تنشأ هذه المخاطر من حالة عدم التأكد بسبب عدم تماثل المعلومات، والتي تخلق مشكل الاختيار العكسي قبل إمضاء العقد بين صاحب المؤسسة التي تحتاج إلى التمويل، وشركة رأس المال الاستثماري، ومشكل الخطر الأخلاقي الذي ينشأ بعد إمضاء عقد المساهمة، بسبب التصرفات الانتهازية من طرف المسير.<sup>2</sup>

#### المطلب الثالث: المخاطر التي تظهر عند خروج رأس المال الاستثماري من المؤسسة المستفيدة من التمويل

يطبق على رأس المال الاستثماري مقولة "رأس المال الاستثماري عبارة عن زواج بوعد بالطلاق"، وتعني هذه العبارة أن رأس المال الاستثماري يدخل كشريك عن طريق المساهمة بالأموال الخاصة للشركة الممولة إضافة إلى تقديم الإرشادات والتدخل في تسييرها، وهذا لمدة معينة تتراوح بين 3 إلى 7 سنوات، وتتعدد طرق الخروج من المؤسسة الممولة والتي تم ذكرها سابقا في الفصل الأول.

و تواجه شركات رأس المال الاستثماري مشاكل حول المعلومات المتعلقة بقيمة المؤسسة والرقابة على تسييرها، وتكون هذه المشاكل حاضرة أكثر عند اختيار طريقة الخروج عن طريق العرض العام على الجمهور، بحيث لا يتوفر للملاك الجدد الوقت اللازم لجمع المعلومات حول المؤسسة وتحليلها.<sup>3</sup>

ومن معوقات تطور رأس المال الاستثماري عدم توفر ميكانيزمات الخروج من الاستثمار، وذلك لوجود عدة مخاطر تتمثل في:<sup>4</sup>

#### 1. مخاطر نقص السيولة

ويتمثل في عدم قدرة شركة رأس المال الاستثماري الخروج من المؤسسة الممولة في الأجل المحددة والمنتبأ بها سابقا، وذلك لعدم تحصيل العائد المقدر أو عدم توفر الاستراتيجيات اللازمة لخروج رأس المال الاستثماري، مثل أن شركة رأس المال الاستثماري تريد الخروج عن طريق العرض الثانوي للجمهور إلا أن السوق المالية غير نشيطة كما هو الحال في الجزائر.

<sup>1</sup> Amina Ouerdane, **le financement des petites et moyennes entreprises par le capital risque-le cas Algérienne-**, mémoire magistère, l'école supérieure de commerce Alger, 2007, p58.

<sup>2</sup> Eric Stephany, Jérôme POUGET, **Op-cit**, 2002, p4.

<sup>3</sup> Douglas J. Cumming & A. Johan Sofia, **Op-cit**, 2009, p: 592

<sup>4</sup> Eric Stephany, Jérôme POUGET, **op-cit**, 2002,p5.

## 2. مخاطر الإفلاس

وتسمى أيضا بمخاطر "موت عقد المساهمة"، باعتبار شركات رأس المال الاستثماري كدائنين باقين، ولهذا فاحتمال تحصيلهم قيمة استثماراتهم ضعيفة مقارنة بدائنين المؤسسة الممولة الآخرين.

وتتعلق هذه المخاطر بطبيعة هذا النوع من التمويل الذي يقوم على أساس تحمل المخاطرة، والمشاركة في رأس مال المؤسسة الممولة، ففي حالة نجاح المشروع الممول فسوف تحقق شركة رأس المال الاستثماري أرباحا كبيرة أما في حالة فشله فسوف تخسر أموالها المستثمرة فيه، ولهذا يجب على شركة رأس المال الاستثماري أ، تقوم باختيار استثماراتها بصفة موضوعية ودقيقة قبل القيام بالمساهمة، ووضع ميكانيزمات جيدة تلزم صاحب المشروع بذل المجهود لنجاح مشروعه وتحقيق منفعة الطرفين.

## المطلب الرابع: ظهور مشكل الوكالة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين

يعتبر شاهلمان (sahalman) سنة 1990) من الأوائل الذين قاموا بدراسة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في إطار نظرية الوكالة، وقام بتحليل هذه العلاقة في ظل الاختيار المعاكس، الخطر الأخلاقي ووضع (holdup). كما تطرق "جنسن" و"ماكلين" (Jensen & Mekling) سنة 1976 إلى مشكل الوكالة الناجم عن انفصال الملكية عن الإدارة، حيث لا يقوم الوكلاء باتخاذ قرارات تخدم المصلحة العليا للرئيس بالضرورة، وإنما من المحتمل أن المدراء يفضلون تحقيق مصالحهم الشخصية، ويعرف جنسن وماكلين علاقة الوكالة بأنها: عقد يقوم بموجبه واحد أو أكثر من الأفراد أي الموكل بتعيين واحد أو أكثر أي الوكيل لكي ينجز بعض الأعمال والخدمات بالنيابة، وبالمقابل يفوض الأصيل الوكيل في اتخاذ بعض القرارات.<sup>1</sup>

وتفترض نظرية الوكالة المؤسسة كإنها علاقة تعاقدية ظاهرة أو باطنية بين الأطراف الاقتصادية (المسيرين، المساهمين، الدائنين، العمال...)، وهذه العلاقة مبنية على النظرية الاقتصادية النيوكلاسيكية، التي تفترض أن كل عون يتصرف بصفة عقلانية يبحث عن تعظيم منفعته في إطار عقوده، وهذا ما يؤدي إلى تصادم وتضارب المصالح بين الأعوان.

شرطين أساسيين لتسمية أي مشكل بمشكلة وكالة وهما: تضارب المصالح بين الرئيس والمسير، والمعلومات الغير كاملة والعدم تماثلة بين الطرفين. ويمكن تفسير تضارب المصالح بين المسير والمالك باختلاف دالة منفعة كل منهما، ويمكن تخفيض مشكل الوكالة بوضع عقد يلزم المسير الحفاظ على منفعة المالك إلا أن عدم تماثل المعلومات تحول دون ذلك.

وقبل تطبيق نظرية الوكالة على العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري وصاحب المشروع الممول يجب تحليل ما إذا كانت هذه العلاقة تتوفر على الشرطين الأساسيين وهما: تضارب المصالح، وعدم تماثل المعلومات.

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم - المبادئ - التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، دار الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص: 67.

### 1. تضارب المصالح بين شركة رأس المال الاستثماري والمسير

يظهر تضارب المصالح بين شركة رأس المال الاستثماري والمسيرين في ثلاث (3) عوامل أساسية تتمثل في:

**1.1. الانتهازية (opportunisme):** خلال التمويل برأس المال الاستثماري يمكن أن نميز بين نوعين من الانتهازية هما: الانتهازية الإدارية (opportunisme manageriale) والانتهازية التنافسية (opportunisme competitiv)<sup>1</sup>.

**1.1.1. الانتهازية الإدارية:** وتعتبر 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.<sup>2</sup>

**2.1.1. الانتهازية 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 الاستثماري).<sup>3</sup>

**2.1. المدة (Time):** 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 الاستثماري الذي يعتبر تمويل قصير الأجل يتراوح غالبا بين 3 إلى 7 سنوات على الأكثر، فإن شركة رأس المال الاستثماري تسعى إلى توجيه سياسة المؤسسة الممولة في هذا الاتجاه مستبعدة هدف خلق القيمة في المدى الطويل.<sup>4</sup>

وتتماشى هذه الوضعية مع تفكير المساهمين في أي مؤسسة حيث يفضل المساهم الأرباح الأنية أو في المدى القصير، على حساب استمرارية الشركة وخلق القيمة على المدى الطويل.

### 3.1. الخطر

تعتبر المخاطر متغير أساسي في كل عملية مالية، ويتمثل في احتمال خسارة الطرفين (شركة رأس المال الاستثماري والمسير) في حالة فشل المشروع الممول، وذلك لعدة أسباب تتمثل في:

<sup>1</sup> J. B. Barney, **the relationship between venture capitalists and managers in new firms: Determinants of contractual covenants**, Managerial Finance volume 20 Number 1 in Emralad Backfiles 2007, 1994, p20.

<sup>2</sup> J. B. Barney, **op-cit**, 1994, p20

<sup>3</sup> **Idem**, p20.

<sup>4</sup> 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.

عدم تماثل المعلومات، أهمية المبالغ المستثمرة، نقص السيولة، مساهمة المسيرين بكل ثرواتهم المالية والبشرية<sup>1</sup>.

## 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.<sup>2</sup> وتم ذكر سابقا أن رأس المال الاستثماري 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.<sup>3</sup> 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 الاستثماري 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 المنفق عليها في العقد، وتحدث في حالة عدم قدرة المساهم (شركة رأس المال الاستثماري) على مراقبة سلوك المسير.

في حالة عدم تماثل المعلومات تخلق تكاليف تسمى تكاليف الوكالة ويتم التنبؤ بها من طرف شركة رأس المال الاستثماري حسب درجة تقدير سلوك المسير المتحيز عن مصالح شركة رأس المال الاستثماري، وقدم جنسن وماكلين (Jensen & Mekling) سنة 1976 نموذجا لهذه التكاليف النقدية والغير النقدية والغير نقدية كالاتي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> Idem,p5.

<sup>2</sup> C. Marchand, **Economie des interventions de l'état**, ED.PUF, paris 1999,P12.

<sup>3</sup> Philippe Desbrières, **la relation capital - investissement dans les firmes industrielles et commerciales**, Working Papers FARGO, No1000502, Université de Bourgogne, 2000 , p6.

<sup>4</sup> TO HUY Vu, **op-cit**, 2010, p97.

- تكاليف المراقبة (monitoring costs): تتمثل في النفقات التي تنفقها شركة رأس المال الاستثماري لوضع إجراءات وميكانيزمات لتحفيز المسير على بذل مجهود أكبر لتحقيق مصلحة المؤسسة في إطار المحافظة على حقوق شركة رأس المال الاستثماري.

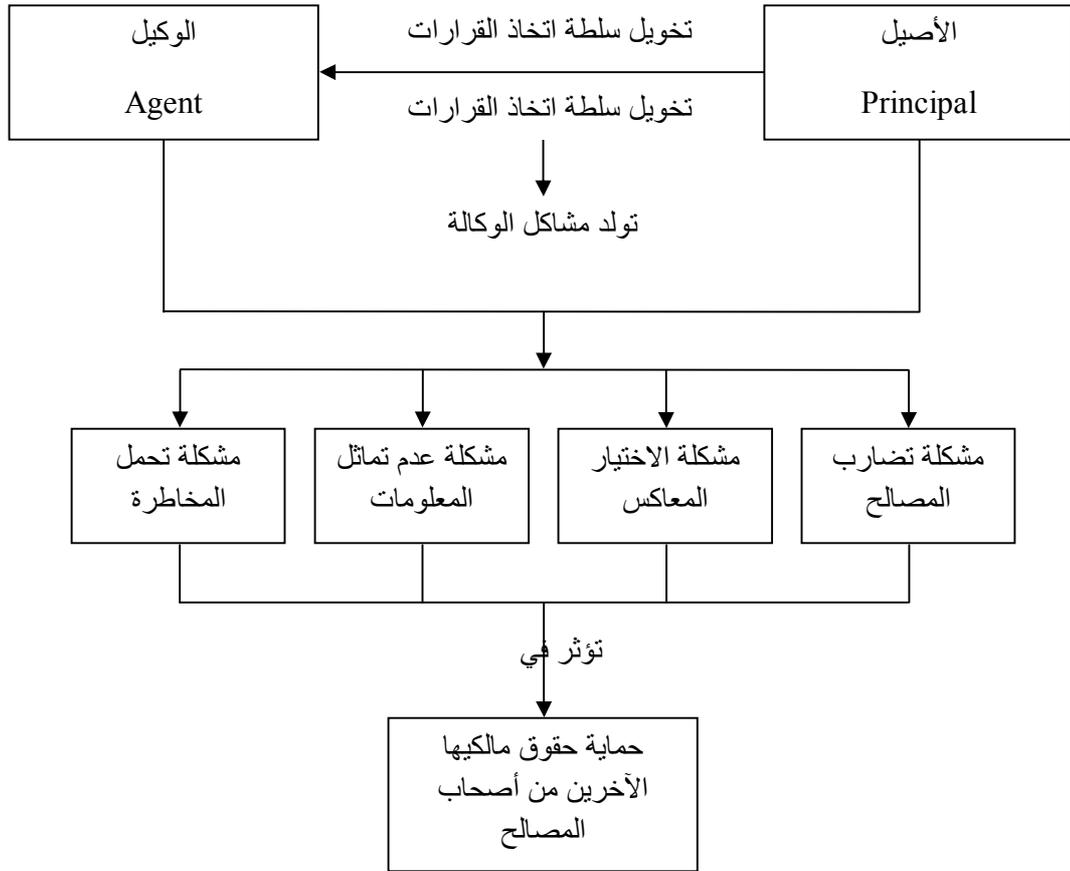
- تكاليف حسن التصرف (Bounding costs): يتحمل هذه التكاليف الوكيل (صاحب المشروع الممول) ليضمن للموكل (شركة رأس المال الاستثماري) حسن النية وحسن التصرف ويضمن عدم قيامه بتصرفات ضد مصلحة هذه الأخيرة، كتحمل صاحب المشروع تكاليف المحامي لقضية ما، أو تكاليف القيام بالتدقيق والمراجعة للمؤسسة الممولة.

- التكاليف المتبقية (Residual costs): وهي تكاليف انخفاض قيمة المؤسسة الممولة نتيجة لتضارب المصالح بين شركة رأس المال الاستثماري والمسير، وتعتبر تكاليف وهمية، وتمثل تكاليف الفرصة البديلة، وتحملها شركة رأس المال الاستثماري.

#### المبحث الثاني: العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في ظل نظرية الوكالة

تعد نظرية الوكالة تعبير للعلاقة التعاقدية بين مجموعتين تتضارب أهدافها وهما كلا من الأصلاء (المالكين) والوكلاء (المدراء) وتهدف نظرية الوكالة إلى صياغة العلاقة بين هذه المجموعتين بهدف جعل تصرفات الوكيل تنصب في تعظيم ثروة المالكين. ومن خلال هذه العلاقة تنشأ العديد من المشاكل، لعدم وجود عقود كاملة والشكل الآتي يوضح ذلك.

## الشكل رقم (2-2): مشاكل نظرية الوكالة



المصدر: مسير ورباب وهاب، دور المعلومات المحاسبية في تقويم الأداء الإستراتيجي في ظل مفاهيم نظرية الوكالة - دراسة ميدانية في عينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2009، ص34.

من الشكل تتمثل مشاكل الوكالة في:

### 1. الاختيار المعاكس (Adverse selection)

حسب أكرلوف (Akerlof) 1970 فإن الاختيار المعاكس هو عدم القدرة على الحصول على المعلومات الشاملة فيما يخص خصائص سلعة ظاهرة (حيث أستشهد في ذلك بسوق السيارات) الأمر الذي يجعل من المستحيل التفريق بين النوعية الجيدة والرديئة، وبالتالي يقود إلى الاتفاق على سعر وحيد في السوق، مما يؤدي إلى إلغاء السلعة الجيدة من السوق.<sup>1</sup>

وفي إطار العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري وصاحب المشروع يظهر الاختيار العكسي في مرحلة اختيار المشاريع التي ستمولها شركة رأس المال الاستثماري، حيث يواجه

<sup>1</sup> David CARASSUS, Nathalie GARDES, **Audit Légal Et Gouvernance D'entreprise : une lecture théorique de leurs relations**, Conférence internationale de l'enseignement et de la recherche en comptabilité, Bordeaux, 29-30 septembre 2005, p:7.

الخبراء المتخصصين بدراسة ملفات طلبات التمويل مشكل الاختيار العكسي، وسوء تقدير احتمالات نمو وتطور المشروع المختار للتمويل.

ويمكن أن يقوم مسير المؤسسة الطالبة للتمويل بالمبالغة في كفاءة وفعالية نشاط المؤسسة، كما يمكن أن يوهم الخبراء المختصين في دراسة طلبات التمويل، بمردودية مستقبلية واعدة لمشروعه، ويرتبط مشكل الاختيار العكسي مباشرة بقطاع المؤسسة الممولة، مرحلة التمويل ونوعية المعلومات المتاحة من طرف المسير لتقييم احتمالات نمو المشروع المقترح للتمويل.

ومن جهة أخرى فإن الاختيار المعاكس يشرح عقلانية رؤوس الأموال في المؤسسات الجديدة، شركات رأس المال الاستثماري لا تملك ميزات معلوماتية مختلفة عن بقية مصادر التمويل الأخرى، في المقابل المسير أو صاحب المشروع يعلم أن مشروعه يتميز بمخاطر مرتفعة، فالمسیر الغير كفي سوف يقوم بمشاركة رأس المال الاستثماري من أجل اقتسام المخاطرة، والمسیر الكفاء يفضل تسيير مشروعه بنفسه وعدم اقتسام السلطة و التدفقات النقدية المستقبلية للمشروع.<sup>1</sup>

كما أن رأس المال الاستثماري يعتبر وسيلة لتخفيض مشكل الاختيار العكسي، وعدم تماثل المعلومات كما وضع الباحث شان (Chan) سنة 1983 حيث حدد أهمية دور رأس المال الاستثماري في تخفيض خطر الاختيار العكسي في سوق تمويل المقاولين، وذلك بالتقييم المباشر لملفات طلبات التمويل، وضع ميكانيزمات مناسبة للمراقبة والسياسة الحذرة لشركات رأس المال الاستثماري في اختيار المشاريع القابلة للتمويل وذلك بصفتها وسيط مالي، تقوم باستثمار أموال المؤسسات المالية والمستثمرون الماليين.<sup>2</sup>

## 2. المخاطرة الأخلاقية (Moral hazard)

قدم ستيفليتز ( Stiglitz ) سنة 1981 مثالا عن الخطر الأخلاقي، وذلك عندما يحاول المقاول دائما الإعلان عن عوائد ضعيفة حول مشروعه، للاستئثار بالثروة التي تم إنشاؤها للحصول على مصالح من طريقة للتسيير هي أقل مثالية من وجهة نظر قيمة الشركة أو المستثمر و يمكنه تنفيذها بدون علم المستثمر<sup>3</sup>. كما يمكن تعريف المخاطرة الأخلاقية بأنها تصرف أحد طرفي العقد بشكل يخالف ما تم الاتفاق عليه في العقد مسبقا.

<sup>1</sup> Stefan Povaly Private Equity Exits: Divestment Process Management for Leveraged Buyouts, Springer Berlin Heidelberg New York, 2007, pp: 130-132

<sup>2</sup> Chan Y, Learning, control and performance requirements in venture capital contrast, international economic review, Vol31, 1990, pp:365-381.

<sup>3</sup> فاضل عبد القادر، بالحديا عبد الله، إعادة هندسة التمويل لمعالجة الخطر الأخلاقي لإدارة الخطر الأخلاقي في النظام المالي، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة عنابة، الجزائر، 18-19/11/2009، ص:3.

بعد إمضاء العقد بين صاحب المؤسسة وشركة رأس المال الاستثماري ، تجد هذه الأخيرة نفسها بمواجهة مخاطر مجهودات المسير، موازاة مع سياستها الاستثمارية غير المثلى، المزايا غير النقدية والسلوك الانتهازي للمسيرين.

وتتمثل هذه المخاطر غالبا في:

### 1.2. مشكل مجهود المسير: (problème d'efforts des gérants)

يصعب قياس أو تقييم مستوى المجهود المبذول من طرف المسير صاحب المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال الاستثماري، فشركة رأس المال الاستثماري بمجرد حصولها على عقد الاكتتاب في مؤسسة ما فسوف تهتم بالبحث عن فرص استثمارية أخرى أكثر من اهتمامها بمؤسسة ممولة سابقا، وهنا إذا كانت المؤسسة الممولة ضعيفة الأداء يصعب على شركة رأس المال الاستثماري تحديد المشكل إذا كان عدم بذل المسير المجهودات اللازمة أو المحيط الاقتصادي الذي تنشط به هذه المؤسسة<sup>1</sup>.

### 2.2. مشكل تقييم المحفظة المالية: (Problèmes d'évaluation du portefeuille)

تواجه شركات رأس المال الاستثماري مشكل « window-dressing » حيث يقوم المسير بتزيين القوائم المالية، ليوهم شركة رأس المال الاستثماري بفعالية مؤسسته.

أيضا يختص رأس المال الاستثماري بتمويل المؤسسات غير المقيدة بالبورصة، والتي تتميز بصعوبة تقييمها نتيجة غياب سعر السوق، عكس الشركة المقيدة بالبورصة التي يمكن تقييم أصولها من خلال السعر الجاري بالبورصة.

كذلك ليس هناك تاريخ أو طريقة معينة لقيام شركة رأس المال الاستثماري بتقييم محفظتها المالية، لذا يملك المسير الوقت الكافي لمعالجة معدل العائد الداخلي بالاعتماد على القيمة المتبقية لرأس المال، واختيار الوقت المناسب للقيام بتقييم مؤسسته.

### 3.2. سياسة استثمار غير مثالية: (Une politique d'investissement sous optimale)

يتمثل هذا المشكل في الحجم الأمثل للمشروع، ففي حالة ما قامت شركة رأس المال الاستثماري بتمويل مؤسسة بالديون أي استعمال الأوراق المالية القابلة للتحويل، فان صاحب هذه المؤسسة سوف يميل إلى تخفيض حجم مشروعه وبالتالي تخفيض الاستثمار ككل.

أما في حالة تدخل شركة رأس المال الاستثماري بالمساهمة في الأموال الخاصة فهذا يؤدي إلى المسؤولية المحدودة للمقاول، حيث يتحمل أصحاب رأس المال الاستثماري فقط مخاطر فشل المشروع، كما يؤدي هذا التمويل إلى دفع المقاول لاستثمار الأموال في مشاريع مرتفعة المخاطر.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Mahieux X, La gestion déléguée dans les fonds de capital investissement: relation d'agence et clauses contractuelles des fonds, Revue d'économie financière mars, 2010 , p98.

<sup>2</sup> TO HUY Vu, op-cit, 2010, 108.

#### 4.2. سلوك المقاول اتجاه الخطر: (La perception du risque des entrepreneurs)

ينشأ هذا المشكل عندما لا يحترم أصحاب المؤسسات الممولة التزامات التعاون مع شركة رأس المال الاستثماري وذلك لاختلاف الطرفين حول شعورهما وميولهما نحو الخطر، كما أوضحت بعض الدراسات أنه يمكن تغيير سلوك المقاول نحو الخطر مع الزمن، بعد تجارب الناجحة وحسن تقديرهم للمخاطر.

#### 3. مشكل holdup

تتمثل مشكلة holdup في محاولة المسير بالقيام بتصرفات مخالفة للعقد، ولمصلحته الخاصة مضرا بمصلحة شركة رأس المال الاستثماري، منتهزا خاصية العقود غير كاملة بسبب عدم تماثل المعلومات، ويجبر المساهم بهذا التصرف بإعادة التفاوض معه حول العقد المتفق عليه سابقا<sup>1</sup>.

وتتزايد مخاطر هذا المشكل بزيادة خصوصية المشروع بالنسبة لشركة رأس المال الاستثماري، وللتقليل من هذه المخاطر على شركة رأس المال الاستثماري وضع ميكانيزمات محكمة للمراقبة والتحفيز على مستوى المؤسسة التي قامت بتمويلها.

<sup>1</sup>Maik Kleinschmidt , op- cit, 2007,p64.

**المطلب الثاني: حدود تطبيق نظرية الوكالة في تحليل العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمسير**

توجد عدة تناقضات تجعل من الصعب تطبيق نظرية الوكالة على العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول تتمثل في:<sup>1</sup>

**1. عدم توافق مبادئ نظرية الوكالة على حالة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات المستفيدة من التمويل**

- تفترض نظرية الوكالة الرشادة الناقصة، أي أن المقاول يبحث عن تعظيم دالة منفعته، وهذه الحالة لا تنطبق على مسير المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة.

- تقوم نظرية الوكالة على تضارب المصالح بين المقاول وشركة رأس المال الاستثماري وهذا ليس موافق عليه في حالة التمويل برأس المال الاستثماري.

- الانتهازية المفترضة من طرف المقاول والتي تعتبر محور نظرية الوكالة غير صحيحة ومحدودة في حالة التمويل برأس المال الاستثماري، وذلك بسبب التدقيق والدراسة الجيدة لطلب التمويل ومتابعة الاستثمار من طرف شركة رأس المال الاستثماري طيلة مدة الاستثمار.

**2. عدم دقة وأهمية المعلومات المخفية من طرف المقاول**

حيث رغم أن المقاول يخفي معلومات حول مخاطر مشروعه، ونوعية كفاءاته وخبرته في التسيير والإدارة، إلا أن هذه المعلومات تبقى غير مهمة، وذلك لأنه وبالدرجة الأولى من مصلحته نجاح المشروع وبالتالي عليه بذل كل ما يوسع من مجهود لتعظيم قيمة مؤسسته.

ومن جهة أخرى المقاول عبارة عن شخص له طموحات كبيرة عادة ما يملك فكرة جديدة ولا يملك التمويل اللازم، لذا يلجأ إلى رأس المال الاستثماري لتمويل مشروعه، وفي الحقيقة هو لا يمكنه التنبؤ بما يستطيع تقديمه من مجهودات في المستقبل، وبالإضافة إلى أن من صلاحيات شركة رأس المال الاستثماري تغيير مسير المؤسسة الممولة وتعيين مسير أكثر خبرة حسب البنود المتفق عليها في عقد المساهمة.<sup>2</sup>

ومن نقاط ضعف نظرية الوكالة في تفسير العلاقة بين المقاول وشركة رأس المال الاستثماري أنها ركزت الاهتمام بطرف واحد من العلاقة وهو المقاول، حيث اهتمت بإمكانية ممارسة هذا الأخير لتصرف الانتهازية، والإخلال بالعقد، متجاهلة إمكانية تصرف شركة رأس المال الاستثماري تصرفاً انتهازياً، لأنها تملك معلومات خاصة حول إستراتيجية الخروج من المؤسسة الممولة التي يمكن أن تلجأ إليها عند وصول تاريخ الاستحقاق.

<sup>1</sup> Cherif Mondher, op-cit, 2003, p31.

<sup>2</sup> Hicham Boukharbache, op-cit, pp :9-11.

### 3. تجاهل ميكانيزمات خلق القيمة

من أحد حدود تطبيق نظرية الوكالة على العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمسير هي تجاهلها لميكانيزم خلق القيمة في المؤسسة الممولة، عكس المقاربات الأخرى المنبعثة من النظرية السلوكية والإدراك التي حاولت تغطية هذه الفجوة، حيث ركزت اهتمامها بعملية خلق القيمة في المؤسسة، وقامت بتفسيرها عن طريق التبادل، تراكم الخبرات والمعارف في المؤسسة والثقة المتبادلة، وأثبتت الدراسات السابقة دور الثقة في مجلس الإدارة لتفسير أداء المؤسسات الممولة برأس المال الاستثماري.

كما أفادت بعض الدراسات على أن انتهازية المقاول ليست المسلمة الجيدة لنظرية الوكالة حيث أن شركة رأس المال الاستثماري يمكن أن تختار إستراتيجية الإخلال (defection) مفضلة البعد المالي للمؤسسة عن طريق تعظيم مردودية أموالها المستثمرة، مضررة باحتمال تطور ونمو المؤسسة الممولة.

وأيضاً أوضحت هذه الدراسات أن نظام الرقابة والتحفيز يعتبران الميكانيزمان الأساسيان لحوكمة العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول، في حين أشارت دراسات أخرى إلى أن الثقة والالتزام بين المقاول وشركة رأس المال الاستثماري كمنفذ للتعاون والربح المتبادل.

### 4. إنشاء وتطور العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول

تمثل نظرية الوكالة مثالا لشرح العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول لأنها تتضمن مبدأ فصل الملكية المالية والرقابة، وتقوم نظرية الوكالة على مبدأ اختلاف دالة المنفعة لكل من الوكيل والأصيل، وعلى أن كل طرف يبحث عن تعظيم منفعته، وهذا ما يؤدي إلى ضرورة توجيه سلوك المسير نحو تحقيق مصلحة المساهم مما يستوجب وجود تكاليف الوكالة، ومن حدود تطبيق نظرية الوكالة في تحليل العلاقة بين المسير وشركة رأس المال الاستثماري أن تكاليف الوكالة في هذه الحالة تكون غير متساوية خلال مراحل تطور المؤسسة الممولة، ونميز بين تكاليف الوكالة قبل الاستثمار، وتكاليف بعد الاستثمار كما يلي:

#### 1.4.1 قبل الاستثمار

تختلف أهداف شركة رأس المال الاستثماري والمسير خلال هذه المرحلة، حيث تركز شركة رأس المال الاستثماري على إجراءات دراسة المشروع وكفاءات المقاول، في حين يركز المقاول على الحصول على التمويل اللازم لنجاح مشروع.

تمويل مؤسسة في مرحلة الإنشاء (start-up) يتميز بمخاطرة عالية لأن المنتج يكون غير معروف في السوق وما زال في مرحلة التجربة، مبيعات المؤسسة منخفضة، وهذا ما يجعل حالة عدم التأكد تميز هذا النوع من التمويل، وعلى أصحاب رأس المال الاستثماري أخذها بعين الاعتبار في حساب المردودية المتوقعة للمؤسسة الممولة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Jonathan D.Arthurs et Lowell W.Businetz, Theoretical Foundations of the Venture Capitalist / Entrepreneur Relationship:Current Issues and Future Directions , University of Oklahoma, Norman, OK 73019-4006, 2003, p12.

## 2.4. بعد الاستثمار

تعتبر تكاليف الوكالة محدودة في هذه المرحلة حيث أن مجرد قبول شركة رأس المال الاستثماري تمويل مؤسسة معينة فهذا يعني أن هذا المشروع والمقاول يناسبان إستراتيجيتها في التمويل ويحققان عائد مهم في المستقبل، وبالمقابل تضع ميكانيزمات للرقابة والتحفيز من خلال عقد المساهمة لضمان نجاح استثمارها.<sup>1</sup>

**المطلب الثالث: علاقة رأس المال الاستثماري مع المقاول تحت ظل نظرية خلق القيمة**  
اهتمت الدراسات الاقتصادية بتحليل علاقة شركة رأس المال الاستثماري والمقاول في ظل نظرية الوكالة، كما أن هناك أبحاث أخرى مبنية على المقاربات الاجتماعية فسرت هذه العلاقة مثل نظرية العدالة الإجرائية (la justice procedurale)، نظرية الثقة، نظرية التبادل...

وتتمثل أهمية هذه الدراسات في تحليل مبادئ وأساسيات العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسير من جهة، ومن جهة أخرى بتحليل مساهمتها في نجاح عملية التمويل برأس المال الاستثماري.

## 1. علاقة تبادل مبنية على التعاون

لتوضيح علاقة التبادل والتعاون بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول قام الباحثان (Daniel M. Cable et Scott Shane) سنة 1997 بتحليل هذه العلاقة في المشاريع الجديدة (Start up) تحت ظل مازق السجينين\*، واستخلصا من هذه الدراسة أهمية التعاون بين الطرفين لنجاح المشروع الاستثماري.

استعمل الباحثان مازق السجينين لشرح العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول وذلك لسببين هما:

- تعميم النتائج المتحصل عليها من تحليل العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول عن طريق نظرية الوكالة، حيث أن هذه الأخيرة ركزت اهتمامها على السلوك الانتهازي للمقاول متناسية فكرة أن المستثمر يمكن أن يلجأ إلى الانتهازية أيضا.

<sup>1</sup> Idem, p13.

\* مازق السجين هي مشكلة أساسية في نظرية الألعاب أظرت أصلا من قبل ميريل فلود و ملفين دريشر العاملين في مؤسسة راند في عام 1950، وصاغها ألبرت جورج تاكر وأعطاه اسم "معضلة السجين (Poundstone)"، (1992). يمكن وصف المعضلة على النحو التالي: تم اعتقال شخصين للاشتباه بهما في جريمة، إلا أن الشرطة ليس لديها أدلة كافية لإدانة أي منهما، ويبقى الاعتراف هو سيد الأدلة. قام المحقق بفصل السجينين ثم عرض على كل منهما بشكل منفرد نفس الصفقة: سوف يطلق سراح المشتبه به فوراً إن أقر بفعل صاحبه، ويسجن الآخر فترة العقوبة الكاملة عشر سنوات. يعلم المشتبه بهما أنهما إذا التزما الصمت فلا يمكن إثبات الجريمة ويسجن كل واحد منهما ستة أشهر فقط. في المقابل، إذا أقر كل واحد منهما بصاحبه يسجن كل منهما خمس سنوات.

- تركيز نظرية الوكالة على تدرج العلاقة بين الأصيل والوكيل الخاضع للرقابة، واقترح الباحث Sahlman تصنيف لنتائج التمويل برأس المال الاستثماري وأوضح إمكانية الإخلال الثنائي لكلا الطرفين (défection bilatérale).

### 1.1. إستراتيجية التعاون

يمكن لكل طرف تتبع استراتيجيين سواء استراتيجيه التعاون مع الطرف الثاني (لحصول على عوائد متبادلة مع التضحية بمصالحه في المدى القصير) أو إستراتيجية الإخلال (البحث عن الأرباح الفردية والتضحية بالعوائد المتبادلة في المدى الطويل)، وتحدد أجرة كل طرف حسب الإستراتيجية المنتهجة من قبل الطرف الآخر.

وتتمثل أرباح كل طرفين في كل حالة من الحالات الأربع كما يلي:

**T: temptation** إغواء الأناني (الربح للطرف المتعاون مقابل التعاون من الطرف الثاني).

**R: reward** مكافأة التعاون لكلا الطرفين.

**P: punishment** عقوبة الأنانية (الربح لكلا الطرفين).

**S: sucker's payoff** مكافأة المخدوع (الربح للطرف المتعاون مقابل إخلال الطرف الثاني).

حيث:  $T > R > P > S$

وتتمثل مصفوفة إستراتيجية/ مكافأة لكل طرف حسب الإستراتيجية المتبعة:

شكل رقم (2-3): مصفوفة إستراتيجية/مكافأة

	$C_d$	$D_d$
$C_{cr}$	R=3, R=3	S=0, T=5
$D_{cr}$	T=5, S=0	P=1, P=1

المصدر:

ملاحظة:

$D_d$ : الإخلال من طرف المسير.

$D_{cr}$ : الإخلال من طرف شركة رأس المال الاستثماري.

$C_d$ : التعاون من طرف المسير.

$C_{cr}$ : التعاون من طرف شركة رأس المال الاستثماري.

ففي حالة اللعبة تتكرر مرة واحدة فقط كلا الطرفين حسب النظرية (السجينين) يقومان بخيانة بعضهما أي الإخلال عن الشريك الآخر، ويحصلان على نتيجة أقل من النتيجة الممكن الحصول عليها في حالة التعاون كما يبينه الجدول السابق، وأيضا حسب توازن ناش<sup>1</sup> (Nash)\*،

<sup>1</sup>Daniel M. Cable and Scott Shane, **A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships**, Academy of Management, The Academy of Management Review, Vol. 22, No. 1 (Jan., 1997), pp. 142-176.

فان كلا الطرفين يلجان إلى إستراتيجية الإخلال لأنه مهما كانت الإستراتيجية المختارة من طرف اللاعب الثاني فهذه هي الإستراتيجية التي تمكنه من الحصول على أكبر ربح.

وتعتبر إستراتيجية التعاون دالة متزايدة لعدد مرات لعب اللاعبين، حيث يقوم التعاون على مبدأ "معطاء-معطاء" لكلا اللاعبين، ففي حالة ما اختار اللاعب الأول التعاون في المرة الأولى، فالمرّة الثانية من اللعبة سوف يقوم باختيار إستراتيجية مناسبة حسب الإستراتيجية التي لعبها اللاعب الثاني، وتم تحديد ثلاث (3) عوامل أساسية تؤثر في التخلي عن هذه الإستراتيجية أو تكرارها وتتمثل في الآتي:

- درجة الحساسية: وتتمثل في سرعة استجابة الإستراتيجية غير التعاونية، أي الإجابة بالإخلال.
- l'indulgence: حيث أنه يمكن للاعب أن يأخذ حالة التعاون كمرجع ويمكن أن يعود لها في حالة تخلي الطرف الثاني عن إستراتيجية الإخلال، أي أن اللاعب يجاوب على إستراتيجية الإخلال بالإخلال، ويمكن أن يختار التعاون في حالة تعاون اللاعب الآخر.
- الشفافية: وتتمثل في سهولة تحديد الإستراتيجية المناسبة من طرف اللاعبين، دون الخلط في مفهومها أو نتائجها.

ويمكن تمييز أربع استراتيجيات أساسية في حالة التمويل برأس المال الاستثماري، كما يبينه الجدول الآتي:

#### جدول رقم (2-1): تصنيف وضعيات التعاون

الحالة رقم (1): الانحراف الثنائي	ويمكن تفسير هذه الوضعية بالأسباب الآتية:
- أهمية تكاليف الفرص التي تستدعي انحراف الطرفين،	
- محدودية الموارد، يمكن أن يجد المقاول مشروع آخر يوفر له	
- مردودية أكبر مما يؤدي إلى انقطاع علاقته مع رأس المال	
- الاستثماري.	
الحالة رقم (2): انحراف مدير	أهم أسباب انحراف مدير المؤسسة الممولة هي:
المؤسسة الممولة	- غياب الاتصال وتبادل المعلومات.
	- السلوكيات الانتهازية وعدم احترام الالتزامات.
الحالة رقم (3): انحراف	يمكن تفسيره ب:
رأس المال الاستثماري	- مشكل قياس وتقييم مخاطر المساهمة.

الحالة رقم (4): التعاون بين وتمثل الحالة الأكثر ملائمة للطرفين في حالة التمويل برأس المال

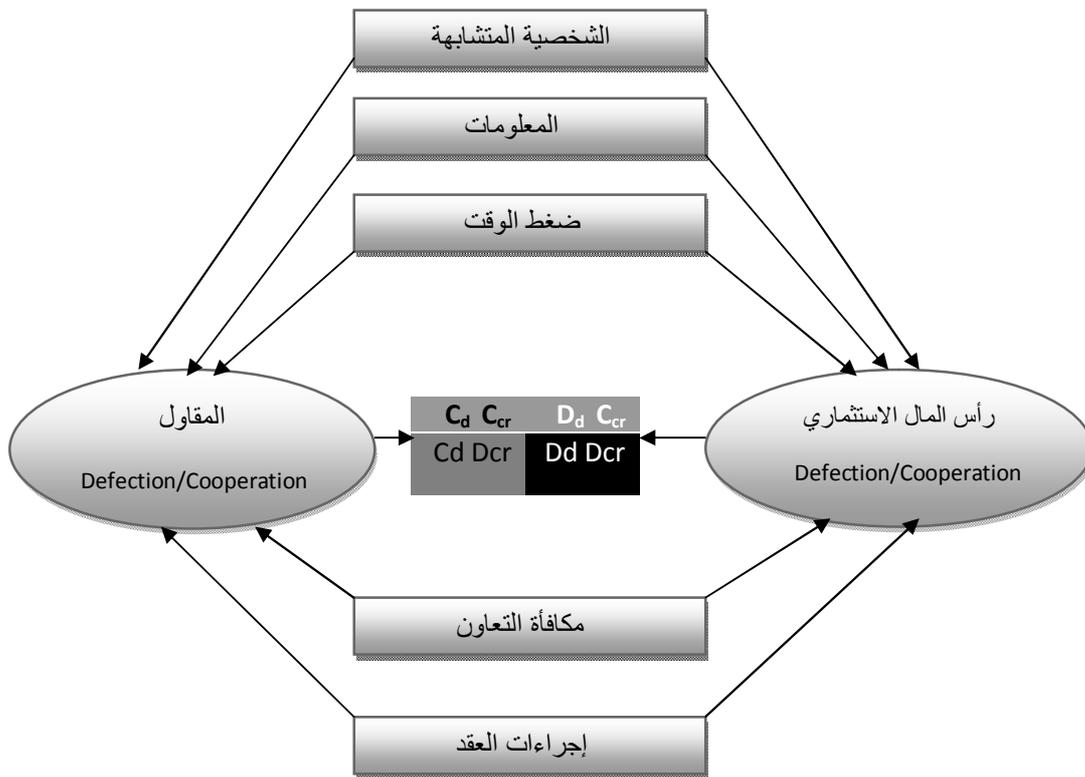
\*توازن ناش (Nash equilibrium) هو حالة من حالات اللعب يتوصل فيها كل الأطراف للعب ردودهم المثلى على بعضهم البعض. ضمن هذا التوازن، تصل اللعبة إلى حالة من الاستقرار يحقق فيها كل اللاعبين أفضل المكاسب المتوفرة لهم، ولا يمكن لأحد منهم أن يحسن من مكاسبه بتغيير خياره فردياً.

المصدر: Eric Stephany, op-cit, 2003, p169.

## 2. العوامل التي تؤثر على التعاون بين المقاول وشركة رأس المال الاستثماري

اقترح (CABLE et SHANE) سنة 1997 نموذج مفسر لعلاقة التعاون بين المقاول وشركة رأس المال الاستثماري عن طريق مأزق السجينين حيث يوجد (خمس) 5 عوامل أساسية تؤثر على التعاون بين هذين الطرفين كما يبينه الشكل الآتي:

شكل رقم (2-4): العوامل المؤثرة على التعاون بين المقاول وشركة رأس المال الاستثماري



المصدر: Daniel M. Cable and Scott Shane, op-cit, p153.

### 1.2. ضغط الوقت

المدة الزمنية التي تفصل بين تاريخ الحصول على مخطط الأعمال من المقاول، وتاريخ اتخاذ القرار بالتمويل تتأثر بنوع المشروع المقترح للتمويل، مرحلة تطوره، حجم التمويل، نوعية التسيير، نوعية التكنولوجيا لبعض القطاعات كالمعلوماتية، والاتصال، كل هذه العوامل تؤثر على مدة اتخاذ قرار المساهمة.

ويواجه المقاول ضغط الزمن الذي يدفعهم للتعاون مع شركات رأس المال الاستثماري وذلك لعدة أسباب تتمثل في: عدم امتلاك هذا الأخير للموارد المالية اللازمة لمباشرة مشروعه، وغالبا ما يقوم باستثمار جميع مدخراته المالية في المشروع وهذا ما يؤدي به إلى التعاون مع شركة رأس المال الاستثماري من أجل نجاح المشروع.

كما أن درجة تطور المحيط وظهور الاختراعات الجديدة يؤثر على السلوك التعاوني للمقاول، خاصة إذا كان يتميز مشروعه بفكرة جديدة أو تكنولوجيا جديدة، ففي هذه الحالة المقاول مضطر للتعاون مع أصحاب رأس المال الاستثماري من أجل سرعة تنفيذ المشروع، قبل أن ينفذ من قبل مقاول آخر، مما يعرضه لفقدان الميزة التنافسية وقد يؤدي إلى فشل المشروع.

كما أن شركات رأس المال الاستثماري تواجه أيضا ضغط الزمن، فهي تعتمد على العائد المتوقع لاختيار المشروع المناسب للتمويل، ويعتبر الزمن أهم عنصر في حساب العوائد المالية ويقاس أداء شركات رأس المال الاستثماري بالعوائد المحققة على الزمن. ففي حالة توقع شركة رأس المال الاستثماري عوائد مرتفعة سوف تقوم بالتعاون مع المقاول بصفة سريعة من أجل مباشرة هذا المشروع المربح، وطرح المنتج في السوق والوصول إلى مرحلة تحقيق الأرباح.<sup>1</sup>

### 2.2. تقاسم المعلومات

يسمح تقاسم المعلومات بالتقليل من عدم تماثل المعلومات بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول، وأثبتت بعض الدراسات على أن قرار الاستثمار في مؤسسة معينة يعتمد على قدرة هذه المؤسسة على الاتصال وتوفير المعلومات المناسبة وفي الوقت المناسب للمستثمرين، وتسمح نوعية المعلومات والتواصل المستمر للمستثمر بمعرفة إستراتيجية المؤسسة الممولة، وهذا ما يؤدي إلى التعاون مع الطرفين.

### 3.2. العلاقة الاجتماعية

وجود علاقة شخصية بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمقاول سوف تؤدي إلى التعاون بين هذين الطرفين، أيضا تقاسم هذين الأخيرين نفس الثقافة، نفس الاهتمامات أو انتمائهما لنفس القطاع سوف يؤثر إيجابا على السلوك التعاوني بينهما.

<sup>1</sup> Daniel M. Cable and Scott Shane, *op-cit*, pp:152-154.

## 4.2. إجراءات التمويل

يجبر أصحاب رأس المال الاستثماري المقاول على التعاون عن طريق وضع عدة إجراءات حاسمة في عقد المساهمة من أجل حماية أموالها المستثمرة في مشروع هذا الأخير، وتتمثل هذه الآليات في السندات القابلة للتحويل، التمويل عبر المراحل، وعدة آليات أخرى.

## 5.2 مكافأة التعاون

نميز علاقة طردية بين مكافأة التعاون والتعاون بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمقاول، حيث أن ارتفاع مكافأة التعاون يؤدي إلى زيادة التعاون بين هذين الطرفين والعكس صحيح.<sup>1</sup>

ومما يجب ذكره أن مكافأة التعاون لا تمثل قيمة نقدية، فهي معنوية تتمثل في صورة المؤسسة الممولة، فانخفاض تضارب المصالح بين الأعوان داخلها يحسن من صورتها أمام الجمهور، ويؤدي التعاون بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول أيضا إلى استقرار المؤسسة الممولة.

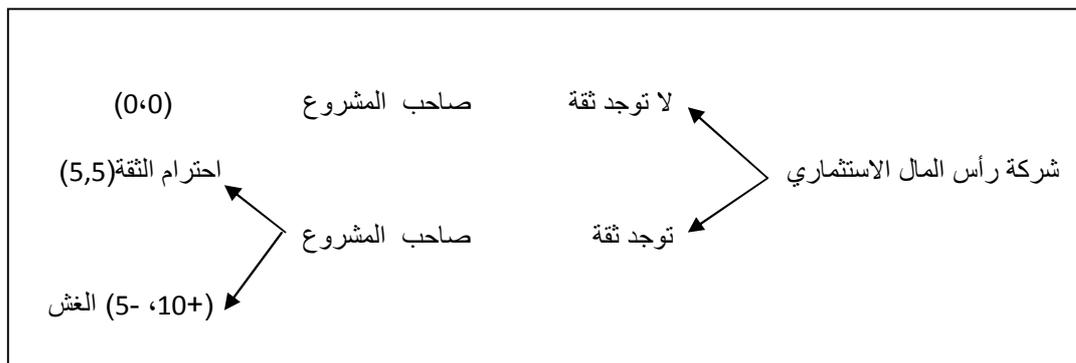
## 3. علاقة رأس المال الاستثماري ومسير المؤسسة الممولة مبنية على الثقة

تلعب الثقة دورا أساسيا في العلاقات التجارية عامة والعلاقة بين الممول وصاحب رأس المال خاصة.

وتتمثل الثقة بين طرفين A و B بحسن ظن الطرف الأول A في التصرفات المستقبلية للطرف الثاني B وأنه سوف يقوم باحترام التزاماته اتجاهه.<sup>2</sup> ويمكن شرح دور الثقة في العلاقة بين صاحب رأس المال الاستثماري والمقاول باستعمال نموذج \*KREPS.

شكل رقم (2-5): دور الثقة في العلاقة بين صاحب رأس المال الاستثماري والمقاول

باستعمال نموذج "KREPS"



المصدر: Kreps . D, Corporate culture, and economic theory,

<sup>1</sup> *Idem*, pp :154-156 .

<sup>2</sup> Eric stéphany, la relation entre capital risqueur entrepreneur,

\*KREPS (1950) هو أستاذ في كلية الدراسات العليا لإدارة الأعمال في جامعة ستانفورد، وهو أحد منظري نظرية اللعبة وخبير اقتصادي وهو معروف لتحليله لنماذج الاختيار الديناميكية وغير المتعاونة نظرية اللعبة، وخاصة فكرة التوازن المتتابعة، التي طورها مع كلية إدارة الأعمال ستانفورد.

Edition, perspective on positive political economy, Cambridge university Press, Alt J Shepsie K. pp143.

حسب نموذج KREPS شركة رأس المال الاستثماري بمواجهة إستراتيجيتين أساسيتين هما:

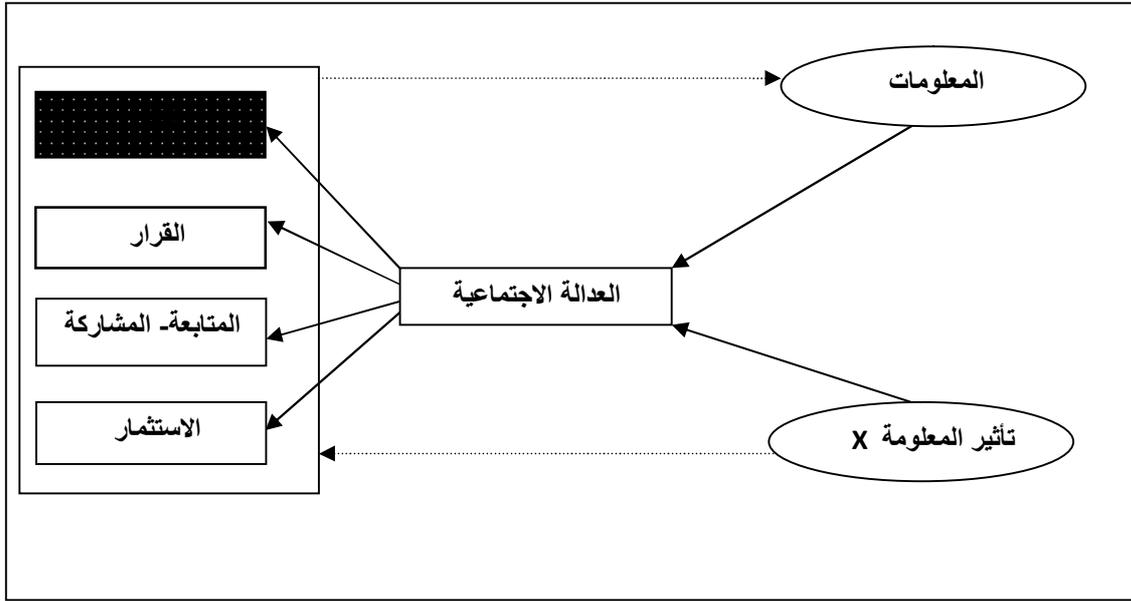
- الحالة الأولى (0,0) شركة رأس المال الاستثماري لا تقوم بتمويل المشروع المقترح للتمويل لأنها لا تثق في المقاول.

- الحالة الثانية شركة رأس المال الاستثماري تثق بالمقاول وبالتالي تقوم بتمويل مشروعه، وفي هذه الحالة يمكن أن نلاحظ وجود حالتين هما كالآتي:

- الحالة الأولى (5,5): احترام عقد الشراكة بين الطرفين، وتعاونهما من أجل تعظيم قيمة المشروع.
- الحالة الثانية (-5, +10): عدم احترام عقد الشراكة بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول، وفي هذه الحالة شركة رأس المال الاستثماري تخسر (-5) والمقاول يربح (+10).

تسمح الثقة بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمقاول في تجنب النزاعات التي لا يمكن التنبؤ بها والتحوط منها عن طريق وضع البنود اللازمة في عقد المساهمة، أي أن الثقة تعتبر من ميكانيزمات الحوكمة الباطنة عكس ميكانيزمات الحوكمة الأخرى الظاهرة في عقد المساهمة.

شكل رقم (2-6): مبادئ الثقة في العلاقة بين المسير وشركة رأس المال الاستثماري



المصدر: Sapienza H et KorsgardM A, procedural justice in entrepreneur /investor relation , Academy of Management Journal, Vol39, n°3, pp544-574, 1996.

## المبحث الثالث: ميكانيزمات الحوكمة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين

يتناول هذا المبحث ميكانيزمات الحوكمة التي تستعملها شركات رأس المال الاستثماري لتقوم بحوكمة وتنظيم العلاقة بينها وبين المؤسسات المستفيدة من التمويل.

## المطلب الأول: دور حوكمة المؤسسات في حماية حقوق المساهمين

## 1. مفهوم الحوكمة

تعود جذور حوكمة الشركات إلى Berle & Means اللذين يعدان أول من تناول موضوع فصل الملكية عن الإدارة وذلك في عام 1932. وتأتي آليات حوكمة الشركات لسد الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي الشركة من جراء الممارسات السلبية التي يمكن أن تضر بالشركة.

وقد ارتبطت الحوكمة بمفهوم انفصال الملكية عن الإدارة من خلال أن كل طرف يسعى إلى تحقيق مصلحته ولو على حساب الآخرين، وتجلي هذا الارتباط كون إطار الحوكمة يسعى إلى ضمان الانضباط السلوكي والتوازن في تحقيق مصالح جميع الأطراف، وكيفية الرقابة الفعالة وإدارة المخاطر<sup>1</sup>.

وهناك مجموعة من العوامل ساهمت في تطور مفهوم الحوكمة تتمثل في الآتي:

- مع انفجار الأزمة المالية الآسيوية في عام 1997، أخذ العالم ينظر نظرة جديدة إلى حوكمة الشركات. والأزمة المالية المشار إليها، قد يمكن وصفها بأنها كانت أزمة ثقة في المؤسسات والتشريعات التي تنظم نشاط الأعمال والعلاقات فيما بين منشآت الأعمال والحكومة. وقد كانت المشاكل العديدة التي برزت إلى المقدمة في أثناء الأزمة تتضمن عمليات ومعاملات الموظفين الداخليين والأقارب والأصدقاء بين منشآت الأعمال والحكومة، وحصول الشركات على مبالغ هائلة من الديون قصيرة الأجل في نفس الوقت الذي حرصت فيه على عدم معرفة المساهمين بهذه الأمور وإخفاء هذه الديون من خلال طرق ونظم محاسبية "مبتكرة"، وما إلى ذلك<sup>2</sup>.

- مع تصاعد قضايا الفساد الشهيرة وانهيار شركة إنرون (Enron) سنة 2001 و شركة وورلدكوم (Worldcom) سنة 2002<sup>3</sup>.

- ممارسات الشركات متعددة الجنسية في اقتصاديات العولمة، حيث تقوم بالاستحواذ والاندماج بين الشركات من أجل السيطرة على الأسواق العالمية. فرغم وجود الآلاف من الشركات متعددة

1 طارق عبد العال حماد، نفس المرجع السابق، 2007، ص: 2.

2 الدوغجي، علي حسين، حوكمة الشركات وأهميتها في تفعيل ونزاهة التقارير المالية، مجلة دراسات محاسبية مالية، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، العدد السابع، 2009، ص: 14.

3 عبد الوهاب نصر علي، شحاته السيد شحاته، مراجعة الحسابات و حوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص ص 141-145.

الجنسية فإن هناك 100 شركة فقط هي التي تسيطر على مقدرات التجارة الخارجية على مستوى العالم، من خلال ممارستها الاحتكارية.

- اكتسب المفهوم أهمية كبرى بالنسبة للديمقراطيات الناشئة؛ نظرا لضعف النظام القانوني الذي لا يمكن معه إجراء تنفيذ العقود وحل المنازعات بطريقة فعالة. كما أن ضعف نوعية المعلومات تؤدي إلى منع الإشراف والرقابة وتعمل على انتشار الفساد وانعدام الثقة.

## 2. تعريف الحوكمة

تم تعريف الحوكمة على أنها "مجموعة من القوانين والنظم والقرارات التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء عن طريق اختيار الأساليب المناسبة والفعالية لتحقيق خطط وأهداف المنظمة".<sup>1</sup> وتعرف أيضا بأنها "النظام الذي يُوجّه ويراقب المؤسسات".<sup>2</sup> كما يمكن تعريف حوكمة المؤسسات على أنها "العلاقة بين المؤسسة والمساهمين التي تحدد وتراقب اتجاه الإستراتيجية وأداء المؤسسة".<sup>3</sup>

وسوف يتم الاعتماد في هذه الدراسة على أن الحوكمة هي مجموعة من الآليات والميكانيزمات التي تهدف إلى تقليل تضارب المصالح بين المالك والمسير في المؤسسة.

وتعرفها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "بأنها ذلك النظام الذي يتم من خلاله توجيهه وإدارة شركات الأعمال. ويحدد هيكل الحوكمة الحقوق والمسؤوليات بين مختلف الأطراف ذات الصلة بنشاط الشركة مثل مجلس الإدارة والمساهمين وأصحاب المصالح، كما يحدد قواعد وإجراءات اتخاذ القرارات المتعلقة بشؤون الشركة، كذلك يحدد الهيكل الذي يتم من خلاله وضع أهداف الشركة ووسائل تحقيقها ووسائل الرقابة على الأداء"

## 3. مبادئ وأهمية الحوكمة

### 1.3 مبادئ حوكمة المؤسسات

لحوكمة المؤسسات مبادئ عديدة قد تختلف من جهة إلى أخرى، وذلك حسب اتجاهات الباحثين في هذا المجال، وسنكتفي بعرض مبادئ الحوكمة التي تم نشرها من طرف منظمة OCDE سنة 2004 والمتمثلة في المبادئ الآتية<sup>4</sup>:

#### 1.1.3. ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة المؤسسات

حيث تعمل الحوكمة على ضمان شفافية وكفاءة الأسواق بما يتوافق و حكم القانون. مع تحديد وتوزيع واضح للمسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية وهذا ما يؤدي إلى التأثير الإيجابي على الأداء الاقتصادي الشامل، ونزاهة الأسواق، والحوافز التي يخلقها

<sup>1</sup> Sarker & Mvjvmdar, **Strategic Business Management and Banking – Deep & Deep Publication**, newdelhi – India, 2005, p:4.

<sup>2</sup> Hélène PLOIX, **gouvernance d'entreprise pour tous, dirigeant, administrateurs et investisseurs**, collection HEC, paris, 2006, p: 9.

<sup>3</sup> Yadong LUO, **Corporate governance and accountability in multinational enterprises: Concepts and agenda**, **Journal of International Management**, 11 (2005) 1 – 18, p: 2.

<sup>4</sup> Hélène PLOIX, **Op-cit.**, pp:17-31.

للمشاركين في السوق، وتشجيع قيام أسواق تتميز بالشفافية والفعالية. كما تعمل على جعل المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر في ممارسات حوكمة المؤسسات في نطاق اختصاص تشريعي ما، متوافقة مع حكم القانون، وذات شفافية، وقابلة للتنفيذ.

### 2.1.3. الشفافية والإفصاح

ونقصد هنا بالشفافية بين المديرين ومجلس الإدارة، ومجلس الإدارة مع المساهمون، وهذا المبدأ يركز على الرقابة في المؤسسات وتنظيم العلاقات بين أصحاب المصالح، وهنا نوضح أن الشفافية والإفصاح لا تنتهي عند تقديم المعلومات وإنما تتعداها وهذا ما سنتطرق إليه لاحقاً<sup>1</sup>.

### 3.1.3. احترام حقوق المساهمون

ويتمثل ذلك من خلال تسهيل للمساهمين ممارسة حقوقهم بما فيها حق التصويت، وعلى مجلس الإدارة القيام بدوره في تسهيل هذا التصويت باعتباره يمد ثقة كبيرة في السوق، إضافة إلى الحق في الإعلام بشؤون المؤسسة، وإيضاح لهم الدور الذي يمكن أن يلعبوه في القرارات التي ستتخذ والحق في الحصول على أرباح المؤسسة.

### 4.1.3. حقوق أصحاب المصالح

يجب أن يعترف في إطار حوكمة المؤسسات بحقوق ذوي المصالح التي تم إقرارها وفقاً للقانون وتشجيع التعاون بينهم وبين المؤسسة، وهم الأطراف الذين تتقاطع مصالحهم مع بقاء واستمرار المؤسسة (النقابة، المستهلكون، البنوك، الموردون، المساهمون... إلخ) وهذا بإشراكهم في آليات تحسين أداء المؤسسة، و تمكينهم من الإطلاع على المعلومات المطلوبة.

### 5.1.3. المعاملة المتساوية للمساهمين

تضمن الحوكمة تحقيق المساواة في معاملة كافة المساهمين بما فيهم الأقلية و المساهمين الأجانب، وفي الحصول على المعلومات.

### 6.1.3. تحديد مسؤوليات مجلس الإدارة

بما يعني التوجيه والإرشاد الاستراتيجي للشركة والرقابة الفعالة على إدارة الشركة، كما يعني محاسبة مجلس الإدارة عن مسؤوليته أمام الشركة والمساهمين<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> Bushman, Robert & others, **Financial Accounting Information, Organizational complexity & Corporate Governance Systems**, Journal of Accounting & Economics, Vol 37, 2004, p4168.

<sup>2</sup> Kopeikina Luda, **The Elements of Aclear Decision**, Mitsloan – Management Review, Vol 47, 2006. P20.

#### 4. دور الحوكمة في المحافظة على حقوق شركات رأس المال الاستثماري والتقليل من تضارب المصالح

يشير مفهوم حوكمة الشركات، بشكل عام، إلى القواعد والمعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية، وحملة الأسهم وأصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة ( حملة السندات والعمال والموردين والدائنين والمستهلكين من ناحية أخرى ). وبشكل أكثر تحديداً، يقدم هذا الاصطلاح إجابات لعدة تساؤلات من أهمها: كيف يضمن المالكون ألا تسيء الإدارة استغلال أموالهم؟ كيف يتأكد هؤلاء أن الإدارة تسعى إلى تعظيم ربحية وقيمة أسهم الشركة في الأجل الطويل؟ ما مدى اهتمام الإدارة بالمصالح الأساسية للمجتمع في مجالات الصحة والبيئة؟ وأخيراً، كيف يتمكن حملة الأسهم وأصحاب المصالح من رقابة الإدارة بشكل فعال؟<sup>1</sup>.

سعي أطراف الوكالة (المالك والمدير) وراء تعظيم مصالحهم الشخصية، ومن ثم من المتوقع أن يقوم بتصرفات تؤثر سلباً في مصلحة الطرف الآخر ومن ثم في قيمة المؤسسة واستمرارها كما أن كل طرف يعترف أن رفاهية الشخصية تعتمد على ديمومة واستمرار المؤسسة ولكن بنفس الوقت له الحافز لاتخاذ الأفعال التي تخفض قيمة المؤسسة وفرصة الاستمرار.

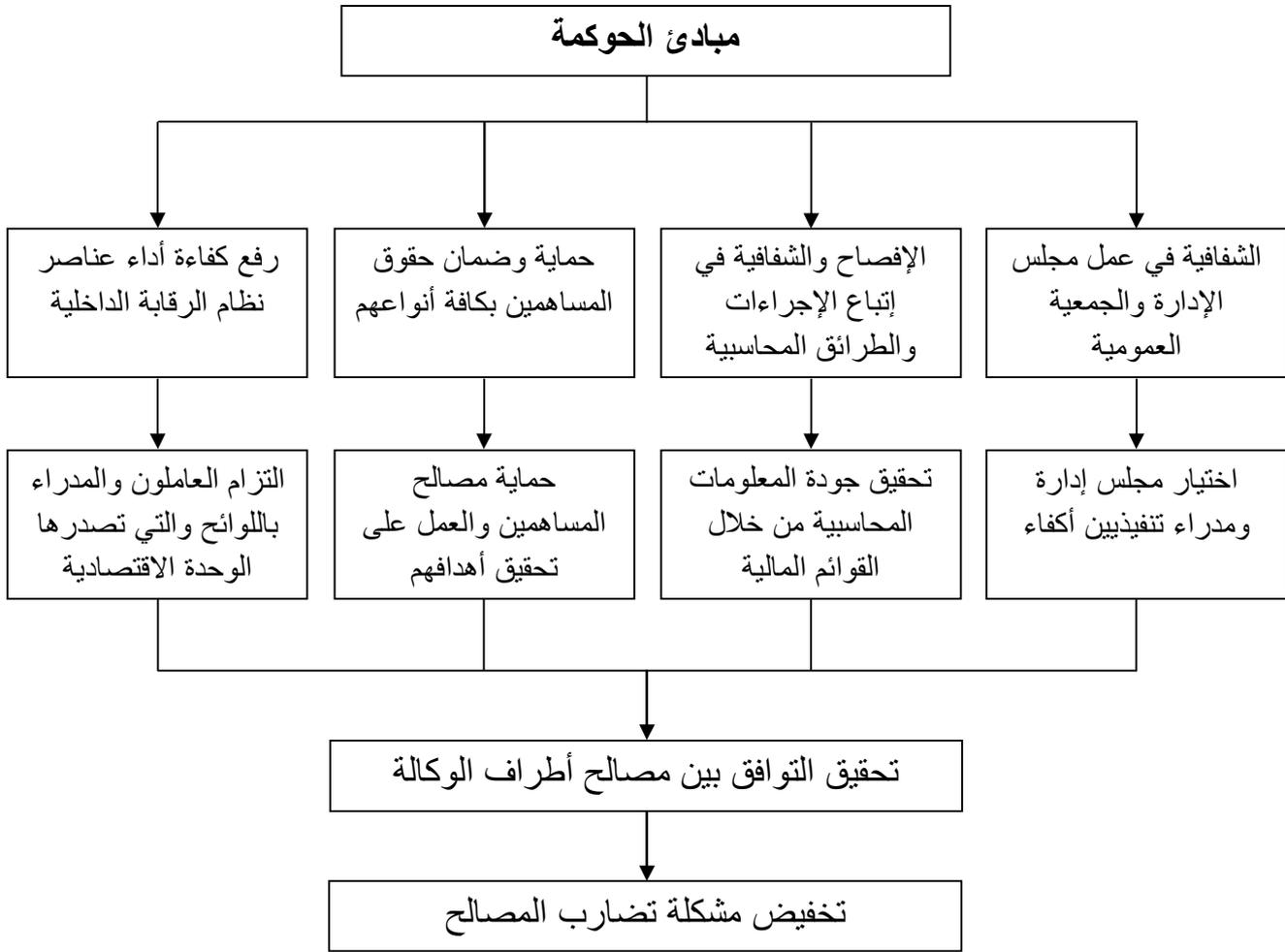
ومن هنا ظهرت الحوكمة كآلية لمواجهة مخاطر الوكالة، والتقليل من تضارب المصالح، وحماية حقوق المساهمين كما تساعد على تحفيز المسير على العمل لتحقيق مصلحة المؤسسة، وعدم القيام بتصرفات انتهازية.

وتتعدد ميكانيزمات حوكمة الشركات بين ميكانيزمات قانونية تتمثل في الحل التعاقدية بين المسير والمساهم، وميكانيزمات مالية تتمثل في التحفيزات المالية للمسير وهذا للتقليل من حالة عدم تماثل المعلومات.

ويمثل الشكل الآتي دور الحوكمة في تخفيض مشكل تضارب المصالح:

<sup>1</sup> Fawzy, S, **Assessment of Corporate Governance in Egypt**. Working Paper No. 82, Egypt, The Egyptian Center for Economic Studies, 2003, p: 6.

شكل رقم (2-7): دور الحوكمة في تخفيض مشكلة تضارب المصالح



**المصدر:** بتول محمد نوري وعلي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، ملتقى دولي حول الأبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، الجامعة المستنصرية، كلية العلوم الاقتصادية، العراق، 2010، ص22.

### المطلب الثاني: ميكانيزمات الحوكمة في شركات رأس المال الاستثماري

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

#### 1. الميكانيزمات القانونية

تتمثل الميكانيزمات القانونية في:

##### 1.1. عقد المساهمة

يعتبر عقد المساهمة الوثيقة الأساسية التي تحدد نوعية وطبيعة التمويل بين شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسة الممولة، يوضح طرق تدخل رأس المال الاستثماري، 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 الاستثماري<sup>1</sup>.

##### 2.1. مجلس الإدارة

يعتبر مجلس الإدارة كميكانيزم لحوكمة العلاقة بين المسير وشركة رأس المال الاستثماري، 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<sup>2</sup>.

##### 3.1. اتفاقية الاستثمار

تحدد نوع المساهمة في المؤسسات الجديدة النشأة وتتمثل في الإمضاء على بروتوكول الاتفاق بين شركة رأس المال الاستثماري 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 الاستثماري التي لها الحرية بالتدخل بالأسهم العادية، أسهم ممتازة أو أوراق مالية قابلة للتحويل.

#### 2. الميكانيزمات المالية

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

##### 1.2. التمويل بالمراحل (staging financing)

أكد شاهلمان (Sahلمان) (1990) أن التمويل بالمراحل يعد من أهم ميكانيزمات حوكمة المؤسسة الممولة من طرف شركة رأس المال الاستثماري، حيث تسمح لهذه الأخيرة بمراجعة قرارها التمويلي وجمع معلومات أكثر عن المؤسسة الممولة، ويسمح التمويل بالمراحل

<sup>1</sup> Bouatouata,K-D, **le capital investissement : Enjeux et perspectives**, Edition Grand Alger Livre, Alger,2005, p12.

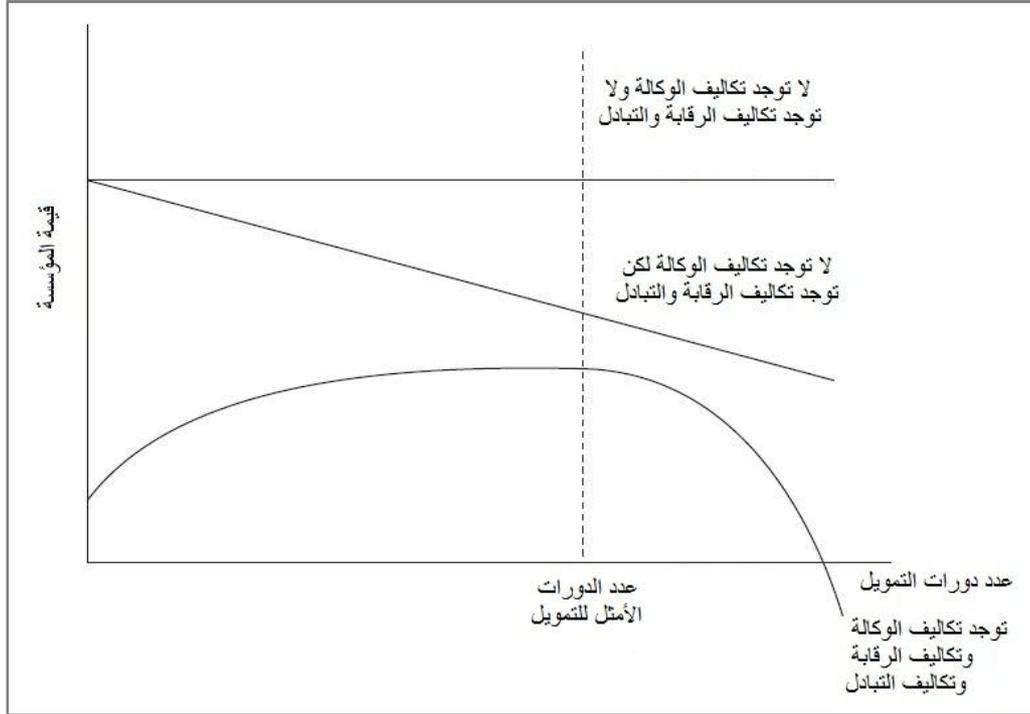
<sup>2</sup> Maik Kleinschmidt , **op-cit**, 2007,p104.

بتقليل المخاطرة الأخلاقية والسلوكيات الانتهازية من طرف المسير، الذي سوف يقوم بمجهود أكبر في المرحلة الأولى للتمويل للحصول على التمويل في المراحل القادمة.<sup>1</sup>

العلاقة بين تخفيض تكاليف الوكالة وتحمل تكاليف التبادل وبين عدد دورات التمويل موضحة في الشكل (2)، حيث في حالة عدم وجود تكاليف الوكالة، التكاليف القانونية وتكاليف الرقابة، لا تتأثر قيمة المؤسسة بعدد دورات التمويل، لكن في حالة عدم وجود تكاليف الوكالة ووجود كل من تكاليف الرقابة والتكاليف القانونية لكتابة العقد، تنخفض قيمة المؤسسة كلما زاد عدد دورات التمويل. أما في حالة وجود كل من تكاليف الوكالة وتكاليف الرقابة، يكون هناك عدد دورات أمثلي، يعتمد على مقدار تكاليف الرقابة والتكاليف القانونية نسبة إلى الدرجة التي من خلالها يخفض عدد دورات التمويل من تكاليف الوكالة.

<sup>1</sup> Susheng Wang and Hailan Zhou, Staged Financing in Venture Capital: Moral Hazard and Risks, working paper, 2002, pp:3-5.

شكل رقم (2-8): علاقة دورات التمويل بالمؤسسة



المصدر: Douglas J. Cumming & Sofia A. Johan, *Op-cit*, 2009, p:47.

## 2.2. 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 الاستثماري 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 بذله المجهودات اللازمة لنجاح الاستثمار.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> 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.

### 3.2. التمويل بالشراكة بين المستثمرين (syndication)

يقصد بالشراكة بين المستثمرين هو التحالف بين شركتين أو أكثر من شركات رأس المال الاستثماري، 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 حول المشروع المحتمل تمويله، تحسين اتخاذ القرارات، تمويه أداء وفعالية المستثمرين (window-dress) وأخيراً لإنشاء وضعية قانونية لشركة رأس المال الاستثماري.<sup>1</sup>

وتختلف نظرة الباحثين للتمويل بالشراكة إلى ثلاث: فمنهم من يعتبر التمويل بالشراكة هي وسيلة لاقتسام المخاطرة، وآخرون يعتبرون الشراكة بين شركات رأس المال الاستثماري وسيلة لاقتسام وجمع معلومات أكبر حول المشروع المقترح للتمويل قبل قرار التمويل وأيضاً بعده، أي في مرحلة متابعة الاستثمار، أما النظرة الأخيرة فتتمثل في أن الشراكة عبارة عن أداة ضمان وتعمل الشراكة بين المستثمرين على زيادة تدفق فرص الاستثمار.<sup>2</sup>

#### 1.3.2. دوافع الشراكة بين المستثمرين

تلجأ شركات رأس المال الاستثماري إلى التمويل بالشراكة لاستعمالها كوسيلة لحوكمة المؤسسة الممولة، وأيضاً لكي تكتسب الخبرة من شركات رأس المال الاستثماري الأخرى المشتركة معها في تمويل المشاريع، ودوافع أخرى ملخصة في النقاط الآتية:<sup>3</sup>

#### 1.1.3.2. تحسين قدرات خلق القيمة

تسعى شركة رأس المال الاستثماري عن طريق الشراكة مع مستثمرين آخرين في نفس المجال إلى اكتساب الخبرة في التمويل وخلق القيمة في المؤسسات الممولة التي تكون محفظتها المالية، وتحسن قدراتها على التدخل في التسيير إلى جانب المساهمة بالأموال، وأكدت الدراسة التي قام بها الباحثان (Brander et al) سنة 2002 على أن أكبر دافع للشراكة بين المستثمرين هو الرغبة في تحسين الكفاءات والفعالية في تمويل وتسيير المؤسسات الممولة عن طريق اقتسام الخبرات بين هذه الشركات.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Muriel Dal-Pont Legrand et Sophie Pommet, **Les choix de syndication du capital risque : diversification du risque versus création de valeur**, Université de Nice-Sophia Antipolis et GREDEG CNRS, 2008, pp2-4.

<sup>3</sup> Amina Hamdouni, **op-cit**, pp : 3-5.

<sup>4</sup> Brander J.A., R. Amit and W. Antweiler, **Venture capital syndication: improved venture selection versus the value-added hypothesis**, Journal of Economic and Managerial Strategy, 2002, pp : 423-452.

### 2.1.3.2. اقتسام المعلومات

من خلال الدراسة التي قام بها الباحث (Bygrave) سنة 1989 أن المتغير الأكثر تفسيراً للشراكة بين المستثمرين هي اقتسام وتبادل المعلومات بين المستثمرين، حيث كلما كان عدد المستثمرين أكبر كانت المعلومات المجموعة حول المشاريع المقترحة للتمويل أكثر وهذا ما يساعد على اختيار المشاريع التي يمكن أن تحقق تدفقات نقدية مستقبلية.<sup>1</sup>

### 3.1.3.2. اقتسام المخاطرة

من خصائص التمويل برأس المال الاستثماري المخاطرة العالية وعدم تماثل المعلومات ولذا تلجأ شركات رأس المال الاستثماري إلى الشراكة بين المستثمرين لتوزيع محفظتها المالية والتقليل من المخاطر، وتعتبر الشراكة بين المستثمرين هي الإستراتيجية الوحيدة المتبقية التي تمنح شركة رأس المال الاستثماري الفرصة للاستثمار في عدد أكبر من المؤسسات، وعادة ما يتم اللجوء إلى هذه الإستراتيجية عندما تتميز العائدات المتوقعة لشركة رأس المال الاستثماري بتباين كبير أو عندما يشكل الاستثمار نسبة كبيرة من أصول المستثمرين.

### 4.1.3.2. تحسين قدرات اختيار الصفقات

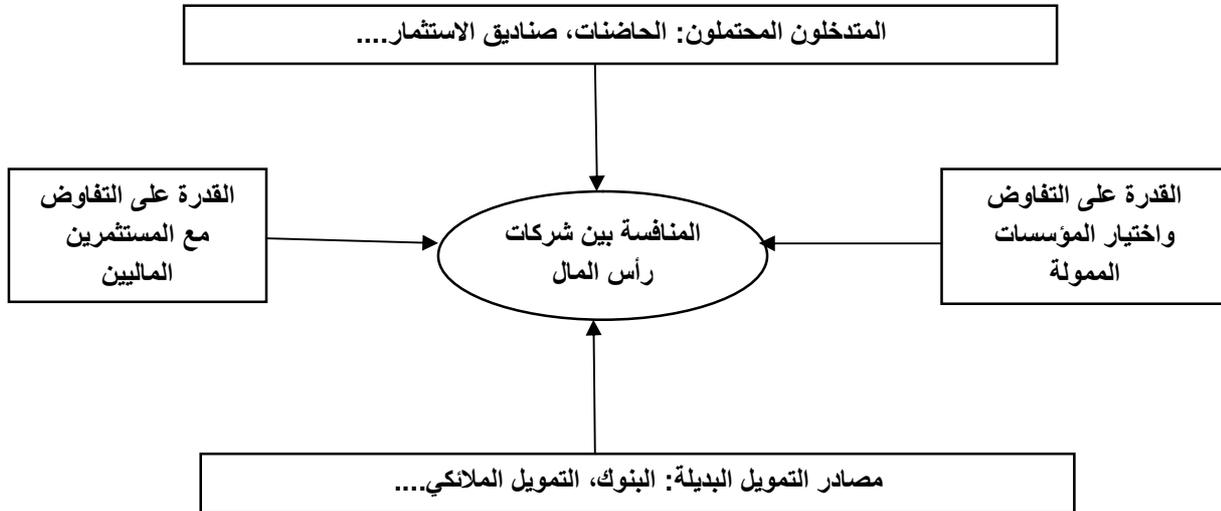
الشراكة بين المستثمرين تقلل من تكاليف ومخاطر اختيار المشاريع القابلة للتمويل، فهي وسيلة للتقليل من عدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال الاستثماري، وبطبيعة الحال هي وسيلة لتحسين اتخاذ القرارات.

وتعتبر القدرة الجيدة على اختيار الصفقات نقطة قوة من نقاط قوة شركة رأس المال الاستثماري لمواجهة المنافسة، والتي ذكرها الباحثان (Wright et Robbie) (1990) محددات المنافسة في صناعة رأس المال الاستثماري وهي: القدرة على التفاوض مع المستثمرين لجلب رؤوس الأموال، القدرة على التفاوض واختيار المشاريع الممولة، المتدخلون المحتملين، المنافسة بين شركات رأس المال الاستثماري، ومصادر التمويل البديلة.

<sup>1</sup> Bygrave WD., Early Rates of Return of 131 Venture Capital Funds Started 1978-1984, Journal of Business Venturing, 1989, pp:93-105.

ويبين الشكل الآتي نقاط القوة الخمس (5) في صناعة رأس المال الاستثماري:

شكل رقم (2-9): محددات الربحية في صناعة رأس المال الاستثماري



المصدر: Eric Stéphan, La relation capital risque/PME fondement et pratique, Edition de :

Boeck université, 2003, p83.

### 5.1.3.2. « Windows dressing » والتمويه والخداع

الشراكة بين المستثمرين هي وسيلة لشركات رأس المال الاستثماري للتمويه والخداع حول كفاءتها وأدائها، حيث تعتبر شركات رأس المال الاستثماري وسيط مالي، تجمع الأموال من المستثمرين الماليين، وتقوم باستثمار هذه الأموال في مؤسسات تتميز باحتمال نمو كبير، و لكي تتمكن من جمع أموال أكثر عليها أن تثبت أدائها الجيد في استثماراتها السابقة، فتلجأ شركة رأس المال الاستثماري للشراكة منتهزة عدم تماثل المعلومات لتختبئ وراء أداء الشركات الأخرى المشتركة معها.<sup>1</sup>

### 6.1.3.2. الوضعية القانونية

تسعى شركات رأس المال الاستثماري للشراكة عن طريق تبادل دعوات الشراكة بين هذه الأخيرة للاستثمار في مشروع معين بهدف الحصول على وضعية قانونية جيدة واكتساب السمعة والشهرة الحسنة، و تسمح الشراكة بين المستثمرين توسيع الرقعة الجغرافية لاستثمارات شركة رأس المال الاستثماري بتمويل مشاريع في مناطق مختلفة عن المنطقة التي تنشط فيها.

<sup>1</sup> Amina hamdouni, op-cit, p5.

### المطلب الثالث: ميكانيزمات الحوكمة الخارجية وخلق القيمة

تتمثل هذه الميكانيزمات في قوانين خارج المؤسسة والتي تؤثر على سلوكيات المقاول بصفة غير مباشرة ، ويمكن التفريق بين ميكانيزمات سوق السلع والخدمات، وميكانيزمات السوق المالية:<sup>1</sup>

#### 1. ميكانيزمات الحوكمة في السوق المالية

تتمثل ميكانيزمات السوق المالية في النصوص التشريعية التي تلزم المسيرين تطبيق الشفافية، ونشر المعلومات عن طريق إعداد تقارير حول نشاط المؤسسة بصفة دورية، لكن تبقى فعالية هذه الأجهزة ضعيفة، فهي وسيلة للحد من مشكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات إلا أنها تفضل المحافظة على استقرار السوق المالية أكثر من حماية حقوق المساهمين.

#### 2. ميكانيزمات الحوكمة في سوق السلع والخدمات

يتمثل هذا الميكانيزم في المنافسة في السوق التي تنشط بها المؤسسة الممولة، والتي تحفز المسيرين على بذل الجهود من أجل عرض منتجات تنافس المنتجات الأخرى، بأفضل علاقة جودة/سعر، لكي يحافظ على حصة المؤسسة في السوق، ولهذا سيلجأ لتخفيض النفقات لتخفيض تكلفة المنتج، وبالتالي سوف يخفض من حجم النفقات التي كان يستعملها لمصلحته الخاصة، وهكذا يعمل هذا الميكانيزم على التقليل من الخطر المعنوي.

#### 3. ميكانيزمات الحوكمة وخلق القيمة

##### 1.3.1. مشاركة شركة رأس المال الاستثماري في تسيير المؤسسة الممولة

يتميز التمويل برأس المال الاستثماري عن التمويل التقليدي أو التمويل البنكي أنه يتدخل بتسيير المؤسسة الممولة « Hands on » ، والمتابعة المستمرة لسير مخطط الأعمال الأولي، وتتعلق درجة تدخل شركة رأس المال الاستثماري في إدارة المؤسسة الممولة بسياسة التمويل والمساهمة المنطق عليها بين الطرفين.<sup>2</sup>

و أوضحت الدراسات السابقة أن العوامل المفسرة لتدخل شركة رأس المال الاستثماري في تسيير المؤسسة الممولة هي كالآتي:<sup>3</sup>

- مرحلة تطور المؤسسة الممولة: تمويل المراحل الأولى من دورة حياة المؤسسة الممولة تحتاج إلى تدخل شركة رأس المال الاستثماري أكثر من المراحل الأخرى.

- درجة المخاطرة: تعتبر درجة المخاطرة عامل مفسر لتدخل شركة رأس المال الاستثماري في إدارة المؤسسة الممولة، ويقصد بالمخاطرة بأبعادها: مخاطرة الأعمال،

<sup>1</sup> Samir yahiaoui, **op-cit**, 2011, p84.

<sup>2</sup> Eric stephany, **op-cit**, p89.

<sup>3</sup> SAHLMAN. W.A, **The structure and governance of venture capital organizations**, Journal of Financial Economics, 1990, pp: 473-521.

مخاطر مشكل الوكالة، وتضارب المصالح والأهداف بين شركة رأس المال الاستثماري وصاحب المؤسسة الممولة.

- خبرة المؤسسة الممولة في التسيير: يمكن حصر تدخل رأس المال الاستثماري في إدارة المؤسسة الممولة في طريقتين هما: تغيير المسيرين والإطارات السابقة بطاقم إداري جديد أكثر خبرة من الطاقم السابق، أو إبقاء الإداريين على حالهم والتعاون معهم في إدارة المؤسسة، ومنه يمكن استنتاج أن تدخل رأس المال الاستثماري في إدارة المؤسسة هو دالة مرتبطة بخبرة وكفاءة الطاقم الإداري لهذه المؤسسة.

- خبرة شركة رأس المال الاستثماري: درجة خبرة شركة رأس المال الاستثماري أيضا تلعب دورا هاما في درجة تدخلها في إدارة المؤسسة الممولة، وأيضا درجة تخصصها فكلما كانت متخصصة في تمويل نشاط معين أو قطاع معين كلما اكتسبت خبرة أكبر في ذلك المجال وكانت لها القدرة على التدخل في تسيير محافظتها المالية.

إلى جانب هذه العوامل يمكن تحديد عوامل أخرى تفسر درجة تدخل شركة رأس المال الاستثماري في تسيير وإدارة المؤسسات المكونة لمحفظتها المالية، وتتمثل في درجة عدم التأكد التي تميز العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول، حجم الاستثمار وأهميته بالنسبة لشركة رأس المال الاستثماري في الأخير البعد الجغرافي أو القرب بشركة رأس المال الاستثماري والمؤسسة الممولة.

### 2.3. مصادر خلق القيمة

أكدت الدراسة التي قام بها الباحثان HELLMAN et PURI سنة 1999 حول 173 مؤسسة في مرحلة الإنشاء (start-up) أن مساهمة رأس المال الاستثماري في هذه المؤسسات ساعد على تقليص المدة بين تاريخ إنشاء المؤسسة وتاريخ طرح المنتج في السوق، أي رأس المال الاستثماري يلعب دورا مهما في تطور المؤسسة وكسب القدرات التنافسية في السوق.

تسعى شركة رأس المال الاستثماري إلى تجنيد موارد تقنية وبشرية لضمان نجاح الشراكة مع المؤسسة الممولة، ويمكن تصنيف ميكانيزمين أساسيين هما:<sup>1</sup>

- **توظيف إطارات خبيرة:** وتتمثل في الغالب هذه الإطارات في مراقب التسيير، مسؤولين إداريين أو مدراء ماليين خاصة في المؤسسات الجديدة التي تعمل في مجال التكنولوجيا المعلوماتية والاتصالات الجديدة، والبيوتكنولوجي، حيث أن هذه الاطارات المعينة من طرف شركة رأس المال الاستثماري تلعب دورا في التعاون والتناسق بين هذه الأخيرة والمؤسسة الممولة.

- **وضع نظام معلومات محاسبي مالي:** ويعد هذا الميكانيزم وسيلة لمراقبة ومتابعة المؤسسة الممولة، وتوفير المعلومات حول حسابات المؤسسة، ولضمان توفير معلومات دورية يجب وضع الوسائل اللازمة والتي تتمثل في:

<sup>1</sup> Eric stephany, op-cit, 2003, p163.

- لوحة القيادة؛
- قوائم تقديرية؛

كما يوضحه الشكل الآتي:

جدول رقم (2-2): المعلومات المتوفرة في التقارير الدورية (reporting)

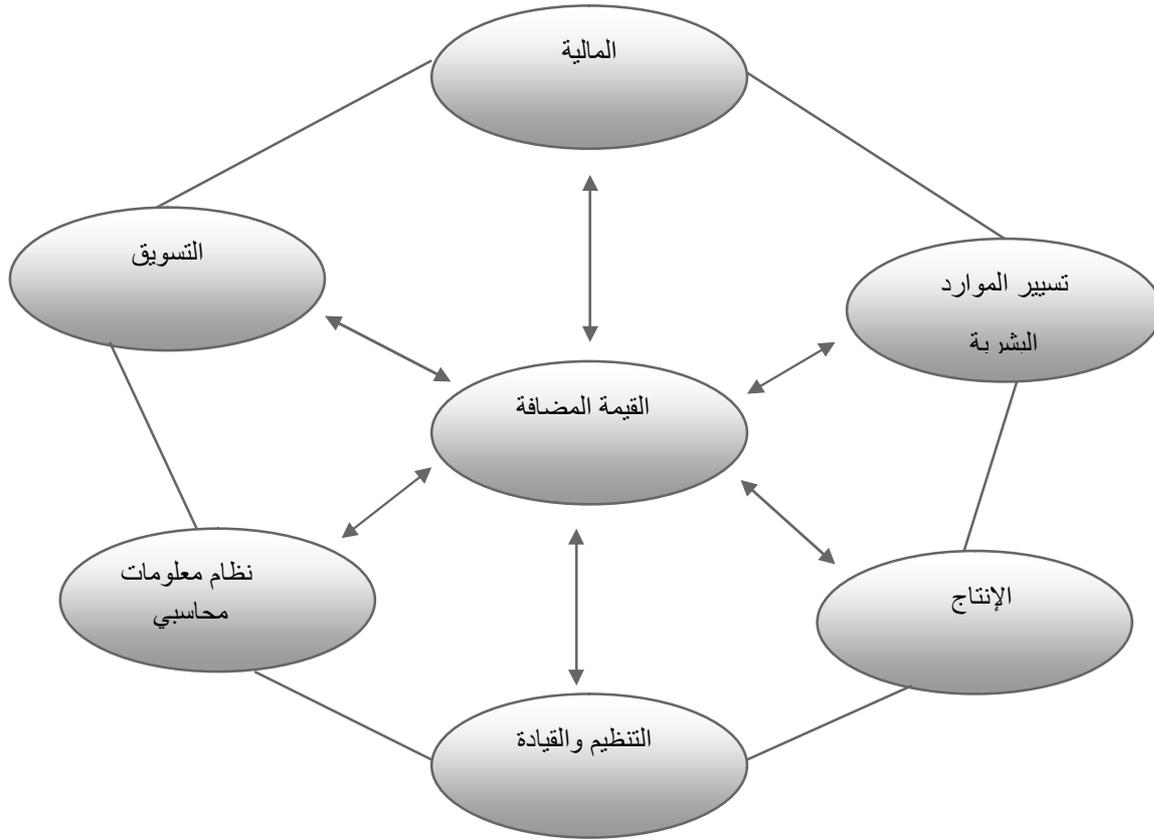
لوحة القيادة	<ul style="list-style-type: none"> <li>- معلومات عامة حول النشاط، الإنتاج، رقم الأعمال.</li> <li>- مؤشرات الأداء: الهامش الإجمالي والصافي، المردودية.</li> <li>- وضعية الخزينة وتطورها.</li> <li>- تطور المخزونات.</li> </ul>
قوائم تقديرية	<ul style="list-style-type: none"> <li>- إعداد ميزانيات ثلاثية.</li> <li>- تقديرات الخزينة.</li> <li>- الموازنة التقديرية.</li> </ul>

المصدر: Eric stephany et Jerome pouget, op-cit, 2002, p13.

وإلى جانب تدخل رأس المال الاستثماري بهذه الوسائل يمكن أن يساهم بمساهمة شكلية عن طريق تقديم النصائح، اقتسام الشبكات (التقنية، المالية، تجارية...)، و مساهمة غير شكلية حيث أن وجود رأس المال الاستثماري في مؤسسة يمثل ضمان لأطراف المصلحة، حيث أنه يمثل إشارة للجودة، وأكدت دراسات سابقة على أن حضور رأس المال الاستثماري في المؤسسة سوف يسمح لها بالحصول على تمويل آخر لم تكن تستطيع الحصول عليه قبل تدخل رأس المال الاستثماري.

علاوة على ذلك يمكن لشركة رأس المال الاستثماري اقتراح على المؤسسة الممولة تغييرات مناسبة لمراقبة المسير لنجاح المشروع، ويمكن أن تمس هذه التغييرات ستة (6) أقطاب من وظائف المؤسسة كما هو موضح في الشكل الآتي:

شكل رقم (2-10): الأقطاب الستة لخلق القيمة



المصدر: Eric stephany, op-cit, 2003, p167.

ويبين الجدول الآتي مختلف طرق مساهمة رأس المال الاستثماري في المؤسسة الممولة:

جدول رقم (2-3): أنواع مساهمة رأس المال الاستثماري

المالية	<ul style="list-style-type: none"> <li>- الحصول على مصادر تمويل من أخرى (القروض...)</li> <li>- تنظيم دورة تمويلية جديدة .</li> <li>- سياسة تخفيض تكلفة رأس المال.</li> <li>- هيكله الوظيفية المالية.</li> </ul>
التسويق	<ul style="list-style-type: none"> <li>- إعادة تحديد الاستراتيجية التجارية للمؤسسة.</li> <li>- تطوير المنتجات الحالية.</li> <li>- البحث عن أسواق جديدة للمؤسسة.</li> <li>- البحث عن قنوات توزيع جديدة.</li> </ul>
تسيير الموارد البشرية	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تعيين إطارات جديدة (مدير مالي، مراقب التسيير...)</li> <li>- احتمال استبدال أعضاء الطاقم الإداري للمؤسسة.</li> <li>- وضع سياسات جديدة للمكافآت.</li> </ul>
نظام المعلومات المحاسبي	<ul style="list-style-type: none"> <li>- إنشاء نظام إعداد التقارير الدورية (reporting).</li> <li>- نشر الميزانية.</li> <li>- وضع طرق جديدة لنشر المعلومات.</li> </ul>

الإنتاج	- خلق منتجات جديدة.
	- تطوير طرق جديدة للإنتاج.
	- تحسين البحث والتطوير.
	- ظهور موردين جدد.
التنظيم والقيادة	- إعداد إستراتيجية المؤسسة.
	- وضع أهداف جديدة.

المصدر: Eric stephany, op-cit, 2003, p167.

### المطلب الرابع: دور الثقة والتعاون بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين في فعالية رأس المال الاستثماري

تمثل الثقة أهم عنصر في العمليات التجارية، وخاصة بين صاحب رأس المال والممول، وتتمثل فوائد الثقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة في الآتي:

#### - فوائد الثقة المتبادلة بين المسيرين وشركات رأس المال الاستثماري

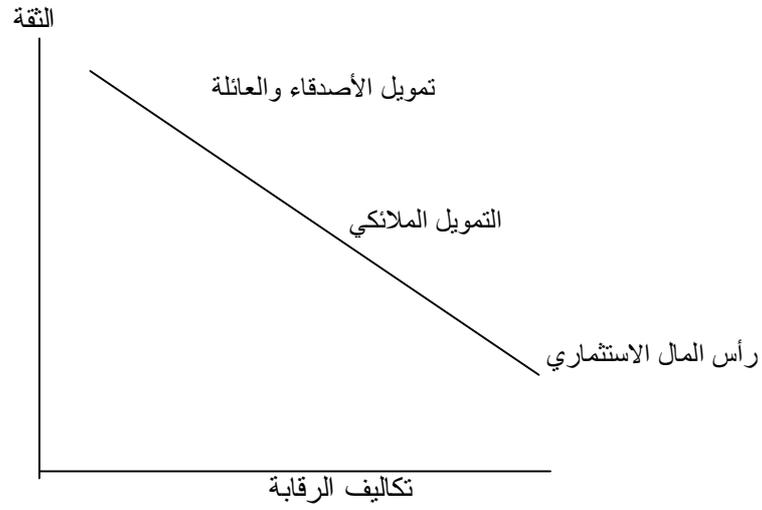
يعتبر رأس المال الاستثماري مساهم خاص بالإضافة إلى قيامها بالتمويل وتوفير الأموال للمؤسسة فهي تقوم بمراقبة ومتابعة استثماراتها، تحت فرضية عدم تماثل المعلومات، السلوك الانتهازي وحالة عدم التأكد، كل هذه الفرضيات تجعل شركة رأس المال الاستثماري تطبق ميكانيزمات شكلية في عقد المساهمة تضمن نجاح استثمارها. إلى جانب الميكانيزمات الشكلية هناك ميكانيزمات غير شكلية، مبنية على الثقة والتعاون بين الطرفين، حيث تسمح الثقة بين الطرفين تسوية الاختلافات التي قد تنشأ بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول، والتي لا يمكن تسويتها عن طريق الميكانيزمات الشكلية.<sup>1</sup> وتتمثل أهمية الثقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمقاول في أهمية وأداء العمل الجماعي والتعاون بين الطرفين، حيث تسمح الثقة بالتعاون في العمل الإداري والتخطيط ووضع إستراتيجية المؤسسة، وهذا ما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الرقابة، عن طريق الاستغناء على ميكانيزمات الرقابة.

كما أن الثقة تسمح بتخفيض تكاليف عدم تنحي المسر (l'enracinement) كما أن الثقة لها دور كبير في نظام خلق القيمة، التخفيض من تضارب المصالح (تكاليف الوكالة، تكاليف عدم تنحي المسير...) وهذا ما يسمح بوضع سياسة استثمار أكثر مردودية.

وتعتبر الرقابة دالة للثقة، فكلما كان مستوى الثقة أكبر بين شركات رأس المال الاستثماري والمقاول كانت تكاليف الرقابة أقل، ويوضح الشكل الآتي علاقة تكاليف الرقابة بالثقة في التمويل برأس المال الاستثماري.

<sup>1</sup> Christophe BONNET, La confiance entre capital investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière, Finance Contrôle Stratégie – volume 8, N°2, juin 2005, pp : 102-103.

شكل رقم (2-11): علاقة تكاليف الرقابة والثقة



المصدر : Shepherd. D et Zacharkis A, the venture capitalist-entrepreneur relationship: control, Trust and confidence in cooperative behavior, venture capital vol 3, n°2, p149.

### خاتمة الفصل الثاني

يعتبر التمويل برأس المال الاستثماري تمويل مرتفع المخاطرة لكونه يهتم بتمويل المؤسسات الجديدة التي لا تزال في مرحلة مبكرة من الإنشاء والمشاريع ذات التقنيات والتكنولوجيات الجديدة، بحيث لا تتوفر لدى متخذي القرار في شركات رأس المال الاستثماري المعلومات الكافية حولها، فحالة عدم التأكد مرتفعة في حالة التمويل برأس المال الاستثماري، وهذا ما يؤدي إلى خلق مشاكل تتمثل في الاختيار المعاكس، والمخاطرة الأخلاقية.

ويمكن تحليل العلاقة الموجودة بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة بتطبيق نظرية الوكالة بافتراض أن شركة رأس المال الاستثماري توكل المسير في المؤسسة الممولة على أموالها من أجل استعمالها لتمويل مؤسسته وفي إطار مصلحتها.

ونتيجة لعلاقة الوكالة بين هذين الطرفين ونتيجة لحالة عدم التأكد وعدم تماثل المعلومات تنتج عدة مشاكل بين شركة رأس المال الاستثماري والمسير في المؤسسة الممولة، قد تؤدي إلى فشل الشراكة بينهما تتمثل في مخاطر قبلية أي قبل إمضاء عقد التمويل مثل الاختيار المعاكس، ومخاطر بعدية بعد إمضاء عقد المساهمة، تتمثل في المخاطرة المعنوية.

ولهذا تضع شركات رأس المال الاستثماري عدة ميكانيزمات لحماية مصالحها في المؤسسة الممولة تتمثل في ميكانيزمات قانونية كعقد المساهمة والمشاركة في مجلس الإدارة، وميكانيزمات مالية تتمثل في التمويل عبر المراحل، التمويل بالشراكة والتمويل عن طريق الأوراق المالية القابلة للتحويل.

لكن تبقى نظرية الوكالة غير كافية لتفسير وتحليل العلاقة الموجودة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة لعدة أسباب منها عدم وجود تضارب المصالح بين هذين الطرفين نتيجة لخصائص التمويل برأس المال الاستثماري الذي يتميز بدقة اختيار المشاريع والمراقبة والمتابعة المستمرة لتطور المشروع، ومن هنا يمكن تحليل العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة عن طريق تطبيق نظريات العدالة الاجتماعية المتمثلة في نظرية التعاون التي تنص على أهمية التعاون بين هذين الطرفين لنجاح المشروع، ونظرية الثقة المتبادلة بينهما التي تبنى على أساس جودة الاتصال وتبادل المعلومات بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين.

# الفصل الثالث

الفصل الثالث: دراسة ميدانية حول شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر

**الفصل الثالث: دراسة ميدانية حول شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر**  
يتمثل هذا الفصل في دراسة ميدانية حول شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في السوق الجزائرية، وتطور نشاطها ومحافظة المالية، وطبيعة العلاقة الموجودة بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة، وأهم النزاعات الموجودة بينهما، والتي تقف كعائق أمام تطور رأس المال الاستثماري، وكذا أهم الميكانيزمات التي تستعملها شركات رأس المال الاستثماري لتجبر المسير على التعاون وعدم الإخلال بعقد المساهمة، وتم الاعتماد في هذه الدراسة الميدانية على أسلوب التحري المباشر، من خلال استبيان كأداة للدراسة الميدانية، حيث تم توزيعه مجموعة من الإطارات في شركات رأس المال الاستثماري، وذلك لمعرفة أهم ميكانيزمات الحوكمة في شركات رأس المال الاستثماري، ولأي مدى يمكن أن تساهم هذه الميكانيزمات في التقليل من تضارب المصالح بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة.

ولتحقيق أهداف هذه الدراسة الميدانية قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث أساسية

كالآتي:

- تطور نشاط شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر؛
- طبيعة ومنهجية الدراسة الميدانية ودراسة إحصائية للاستبيان؛
- تحليل نتائج المقابلة والاستبيان؛

**المبحث الأول: تطور نشاط شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر**  
ازداد الاهتمام في الجزائر بنشاط التمويل برأس المال الاستثماري، وذلك بسبب نجاحاته المحققة في الدول المتقدمة ولما يوفره من مصادر تمويلية لا تستطيع وسائل التمويل التقليدية تحقيقه، وشهدت الجزائر ظهور عدة شركات لرأس المال الاستثماري من أهمها الجزائر استثمار سنة 2010 وزيادة نشاط الشركات الأخرى التي لم تكن تؤدي المستوى المطلوب في غياب قانون ينظم نشاطها إلى غاية سنة 2006.

ويتم عرض في هذا المبحث تطور نشاط أهم شركات رأس المال الاستثماري-رأس المال المخاطر - وصناديق الاستثمار التي تختص في التمويل برأس المال الاستثماري الناشطة بالجزائر والتي قمنا بالدراسة الميدانية على مستواها.

### **المطلب الأول: تطور نشاط شركات رأس المال الاستثماري: "الجزائر استثمار" و"الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار"**

يختص هذا المطلب بعرض تطور شركة الجزائر استثمار والشركة الجزائرية السعودية للاستثمار وأهم المشاريع التي تم الاستثمار فيها.

#### **1. شركة الجزائر استثمار (El Djazair Istithmar)**

الجزائر استثمار مؤسسة رأس مال استثماري بلغ رأس مالها واحد مليار دينار جزائري أنشأت من طرف بنكان عموميان: بنك الفلاحة والتنمية الريفية بنسبة 70% والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط بنسبة 30%، وقد تم منحها الاعتماد من أجل بداية نشاطها من طرف وزارة المالية في 6 ماي 2010.<sup>1</sup>

رغم حداثة إنشاء شركة الجزائر استثمار إلا أنها تتميز بنشاط وحركية عبر 16 ولاية جزائرية وذلك عن طريق استعمال أموال صناديق الاستثمار الولايتية التي قامت الدولة الجزائرية بإنشائها في إطار دعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة موازاة مع القرار الوزاري الذي ينص على إنشاء 48 صندوق استثمار على مستوى كل ولاية، ويمكن تلخيص نشاط شركة الجزائر استثمار منذ إنشائها وبداية نشاطها كالآتي:

بلغ عدد طلبات التمويل برأس المال الاستثماري على شركة الجزائر استثمار سنة 2011<sup>2</sup> حوالي (203) طلب مقابل حوالي (104) طلب تمويل سنة 2012،<sup>3</sup> وقد قامت بالاستثمار في مؤسستين كالآتي:

<sup>1</sup> Rapport annuel COSOB 2011, Avril 2012, p94./ [www.cosob.com](http://www.cosob.com).

<sup>2</sup> Idem, p94./ [www.cosob.com](http://www.cosob.com)

<sup>3</sup> Rapport annuel COSOB 2012, Avril 2013, p58. / [www.cosob.com](http://www.cosob.com)

- المؤسسة الأولى

بلغت حصة الجزائر استثمار في هذه المؤسسة 49%، وحصة صاحب المؤسسة الممولة بنسبة 51%.

جدول رقم(3-1): مساهمة الجزائر استثمار في المؤسسة الأولى

البيان	سنة 2011
حصة شركة الجزائر استثمار	49%
حصة صاحب المؤسسة الممولة	51%
تكلفة المشروع	306 مليون دينار جزائري

المصدر: Yassine Maameri, presentation de la société El Djazair Istithmar, communication, 13/05/2011.p15.

- المؤسسة الثانية

تم تمويل هذه المؤسسة من طرف شركة الجزائر استثمار بالإضافة إلى البنك

جدول رقم(3-2): مساهمة الجزائر استثمار في المؤسسة الثانية

البيان	سنة 2011
حصة شركة الجزائر استثمار	14.7%
حصة صاحب المؤسسة الممولة	15.3%
حصة البنك	70%
تكلفة المشروع	1 مليار دينار جزائري

المصدر: Yassine Maameri, presentation de la société El Djazair Istithmar, communication, 13/05/2011.p15.

وخلال سنة 2012 تلقت شركة الجزائر استثمار حوالي (104) طلب تمويل بمعدل منخفض مقارنة بسنة 2011، (72) طلب تمويل في مرحلة الإنشاء، (29) طلب تمويل مرحلة النمو و(3) طلبات تمويل مرحلة التحويل والتدهور في المؤسسة.

المؤسسات الممولة خلال هذه المرحلة بلغ عددها 4 مؤسسات، وبلغ عدد المشاريع تحت الدراسة حوالي 13 مشروع.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Rapport annuel COSOB, 2011, p94/[www.cosob.com](http://www.cosob.com).

## 2. نشاط الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM : Algerian Saudi Investment Company)

تأسست الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار "أسيكوم" بموجب الاتفاقية الموقعة بين وزارتي المالية لكل من الجمهورية الجزائرية و المملكة السعودية في شهر أفريل 2004 ، و تمت المصادقة عليها في شهر سبتمبر 2004 من قبل الجانب الجزائري و في ماي 2005 من قبل الجانب السعودي، انعقدت الجمعية التأسيسية في مارس 2008 و دخلت الشركة في النشاط في شهر جوان 2008.

يدير الشركة مجلس إدارة مكون من ستة (6) أعضاء، ثلاثة أعضاء يمثلون كل مساهم و يترأس المجلس عضو من جنسية سعودية، أما المديرية العامة فيشرف عليها شخص من جنسية جزائرية. يجتمع مجلس الإدارة بصفة منتظمة على الأقل مرة في كل ثلاثة أشهر.

تهدف الشركة الجزائرية السعودية إلى الاستثمار في كل المجالات و جميع القطاعات و على وجه خاص في الصناعة و العقار و السياحة و الزراعة، بإقامة مشاريع أو المساهمة في مشاريع قائمة أو اقتناء حصص في شركات، منح القروض الاستثمارية - تمنح هذه القروض للمشاريع التي تساهم فيها الشركة-، الإيجار المالي، تمارس الشركة هذا النشاط من خلال إحدى الشركات المساهمة فيها .

ومما يميز الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار أنها في جميع الحالات، تحرص على تمثيلها في مجالس إدارة الشركات التي تساهم فيها و معظم الأحيان تترأس هذه المجالس و تسهر على وضع قواعد التسيير<sup>1</sup>.

منذ دخولها الفعلي في النشاط في جوان 2008، قامت الشركة بعدة عمليات استثمارية

تتلخص في ما يلي:

### جدول رقم (3-3): المشاريع الممولة من طرف شركة "أسيكوم"

المؤسسة الممولة	نشاط المؤسسة الممولة	مساهمة ASICOM
شركة ذات أسهم المسماة روطو الجزائر ROTO ALGERIE	الطباعة الصناعية (كتب مدرسية، مجلات،... الخ)	32 %
شركة ذات أسهم المسماة مؤسسة المواد الحمراء أوراس EPRA	إنتاج الاجور الأحمر للبناء	51 %
شركة روبراك RUBEREC شركة ذات أسهم المسماة شركة المنشآت أكوي فندقية الجزائر SIAHA	إعادة تدوير العجلات المستعملة قرية سياحية و منتزه للراحة- روسيا بارك -متكون من : مركز المعالجة بالماء و فندق، سكنات فندقية (260) ، سكنات	51 %

<sup>1</sup> <http://www.asicom.dz>, date de consultation : le 20/04/2013.

80 %	فردية (26) ، منتزه الألعاب المائية، مطاعم، مسرح على الهواء، مساحات للتسوق ، قاعات العرض...الخ	
51 %	فندق 4 نجوم، ذات قدرة استيعاب 150 غرفة	شركة ذات أسهم المسماة سيتي مول CITY MALL
51 %	مركز تجاري مكون من هايبر ماركت و محلات و مطاعم	شركة ذات أسهم المسماة أوسيانو سنتر OCEANO CENTER
51%	مركز تجاري مكون من سوپر ماركت و محلات و مطاعم و مساحات مخصصة للترفيه	شركة ذات أسهم المسماة سيتي مول CITY MALL
06 %	الإيجار المالي المنقول و الغير منقول	شركة الجزائر لإيجار المالي EL DJAZAIR IDJAR
24,5 %	الخدمات في المعلوماتية المتطورة	شركة ذات أسهم المسماة راد فابريك RedFabriQ
لم تحدد بعد	إنتاج الخلايا المولدة للطاقة (cellules photovoltaïques)	سال سندس الجزائر Cell Sands Algeria

المصدر: <http://www.asicom.dz>, date de consultation : 06/05/2013

كما أن هناك مشاريع أخرى تتعلق بصفة خاصة بإنجاز مراكز تجارية في مختلف المدن الكبرى بالجزائر والشركة في انتظار الحصول على الأراضي لإقامة هذه الاستثمارات.

**المطلب الثاني: تطور نشاط الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة ( FINALEP )**  
سيتم في هذا المطلب عرض تطور أداء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة خلال نشاطها بالجزائر وأهم المشاريع المكونة لمحفظتها المالية.

#### - المحفظة المالية للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة

تملك الشركة المالية الأوروبية للمساهمة خبرة لا بأس بها في مجال التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري، وهذا ما يبينه الجدول الآتي الذي يوضح المشاريع التي قامت هذه الشركة بالاستثمار فيها إلى غاية سنة 2012.

جدول رقم (3-4): المحفظة المالية للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة

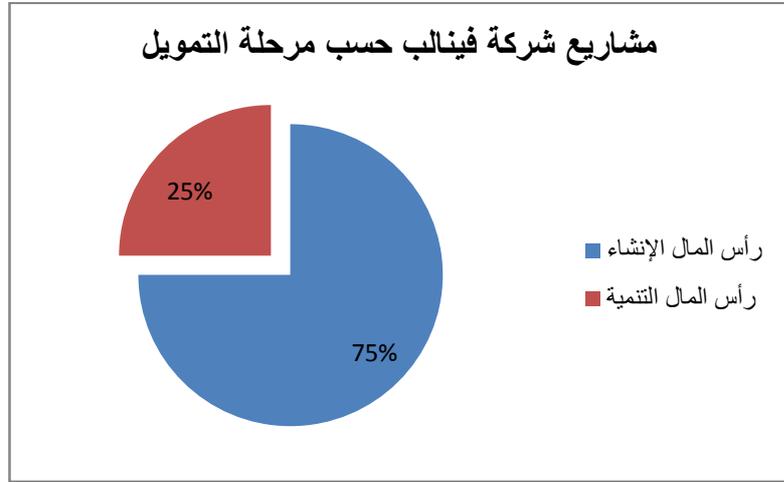
مرحلة التطور	النشاط	اسم المؤسسة الممولة
رأس المال الإنشاء	زراعة التبغ	الشركة الجزائرية اليونانية Atlas Tobacco spa
رأس المال الإنشاء	صناعة اللوحات الشمسية الفوتوفلتائية	Technosolar système photovoltaïque
رأس المال الإنشاء	إنتاج حبوب منع الحمل (les contraceptifs)	الشركة الجزائرية الأوروبية للأدوية والأجهزة الطبية (somedial)
رأس المال الإنشاء	صناعة ميكانيكية	Conside/Spa
رأس مال التنمية	الصناعة الالكترونية	Eis
رأس مال التنمية	الصناعة الميكانيكية	Recta Fonderie
رأس مال الإنشاء	البناء والعقارات	Meditbat
رأس المال الإنشاء	الصناعة الغذائية	Soyamin
رأس المال الإنشاء	الصناعة التحويلية	Métal moda création
رأس المال الإنشاء	الزراعة	Richter
رأس المال الإنشاء	الزراعة الغذائية	Milok
رأس المال التنمية	الصناعة الكيمائية	Cochima

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على وثائق شركة فينالب.

وحسب مدير المساهمات " بلعيدي عمر " فإن شركة ( FINALEP ) تستثمر في الوقت الحالي في حوالي 15 مشروع ، كما أنها سجلت الخروج من ثلاث مشاريع خلال الفترة 2004 و 2005 وعملية خروج أخرى سنة 2008، مع تحقيق عوائد ايجابية.

ويبين الشكل الآتي توزيع مشاريع شركة فينالب حسب مراحل التمويل حيث تملك في محفظتها المالية (9) مشاريع في مرحلة الإنشاء و(3) مشاريع في مرحلة التنمية.

شكل رقم (3-1): توزيع مشاريع شركة فينالب حسب مرحلة التمويل



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على الجدول أعلاه.

المطلب الثالث: تطور شركة "سوفينونس" وصندوق الاستثمار "أفريك أنفست"

### 1. تطور الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف (Sofinance)

تستثمر الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف في المؤسسات التي في مرحلة الإنشاء، التطوير وإعادة الهيكلة، بحيث لا تتجاوز نسبة مساهمتها في رأس المال الاجتماعي لهذه المؤسسات نسبة 35% من رأس مال المؤسسة الممولة، وعلى أن لا يتجاوز حجم التمويل 25% من الأموال الخاصة للشركة، وتتراوح فترة الاستثمار بين 2 و3 سنوات.

### 2. المحفظة المالية للشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف

تتميز المحفظة المالية للشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف بتنوع قطاعات الاستثمار وهذا ما يبينه الجدول الآتي:

جدول رقم (3-5): المحفظة المالية لشركة "سوفينونس"

قطاع النشاط	المؤسسة الممولة
إنتاج المعدات الالكترونية	Coprel
ترقية العقارات	GI/RFS Alger
صناعة التبغ	Staem Alger
صناعة التبغ	Société de tabac a chiquer
صناعة مكبرت الالمينيوم	AGMS

صناعة المنتجات الصحية	Société de produits hygiéniques
صناعة الأغلفة اللينة	Société d'emballage souples
الزراعة	Ferme aquacole

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على وثائق شركة "سوفينونس"

جدول رقم (3-6): تطور المبالغ المستثمرة من طرف الشركة المالية للاستثمار،  
المساهمة والتوظيف عن طريق رأس المال المخاطر للفترة 2008-2010  
الوحدة: (بـ 1000 دج)

السنة	المساهمة في رأس المال	البيع بالإيجار	التعهد بالإمضاء	أوراق مالية ذات عائد ثابت
2008	613 000	4 853 602	232 977	2 178 000
2009	617 500	4 169 222	266 314	2 231 000
2010	622 000	4 309 790	334 205	1 531 000

المصدر: [www.sofinance-dz.com](http://www.sofinance-dz.com)

### 3. 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 :SFI 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.

المساهمين الآخرين في الصندوق المغربي لرأس المال الاستثماري كل من: وكالة التنمية الهولندية (FMO)، صندوق التنمية البلجيكي (BIO)، الشركة البلجيكية للاستثمار في الدول النامية، الوكالة الفرنسية للتطوير (AFD)، شركة الترقية والمساهمة من أجل التعاون الاقتصادي (Proparco)، والإدارة من قبل مجمع (Tuninvest Finance Group).

ويهدف الصندوق المغربي لرأس المال الاستثماري إلى الاستثمار في الأموال الخاصة للمؤسسات الخاصة، ومرافقتها وتطويرها، كما يقوم بتدعيم برنامج الخصخصة في المنطقة في مرحلة تحويل المؤسسات العمومية إلى مؤسسات خاصة، كما يؤدي أيضا دور الوسيط بين المؤسسات الممولة عن طريقه ومصادر التمويل (البنوك، المؤسسات المالية...).

انطلق نشاطه فعليا في الجزائر سنة 2001 عن طريق "أفريك أنفست" (Africinvest) برأس مال قدر بـ 5 مليار دينار جزائري، وقد قام بالاستثمار في حوالي 12 مؤسسة من أشهرها شركة التنمية الصناعية والتجارية: (Sodenco)، شركة المصبرات الجزائرية الجديدة: NCA (Rouiba)، والشركة المغربية للتمويل الإيجاري بالجزائر: (Maghreb Leasing) (Algerie :MLA).

### 1.3. شركة التنمية الصناعية والتجارية (Sodenco)

تعتبر شركة تنمية الصناعية والتجارية (sodenco) أول استثمار قام به صندوق الاستثمار "أفريك أنفست" في الجزائر، وتتخصص هذه الشركة في تركيب وتوزيع الأجهزة الالكترومنزلية، باستعمال العلامة التجارية "هاير" (HAIER)، أصبحت هذه الشركة أكثر تمركزا في الجزائر بعد دخول رأس المال الاستثماري في رأس مالها، واحتلالها على شبكة توزيعية واسعة المدى، وتميزها بميزة خدمة ما بعد البيع (SAV) التي تضمنها لزيائنها.

### 2.3. شركة المصبرات الجزائرية الجديدة (NCA Rouiba)

تعتبر شركة المصبرات الجزائرية الجديدة شركة خاصة ذات مسؤولية محدودة، أنشئت سنة 1966 تختص في الصناعة الغذائية: مصبرات الخضر والفواكه، وتعتبر ثاني أفضل استثمار لصندوق الاستثمار المغربي "أفريك أنفست"، حيث بعد دخول رأس المال الاستثماري في هذه الشركة حققت نجاحا كبيرا سواء في التسيير والادارة حيث أصبحت تطبق مبادئ الحوكمة ومؤخرا تسعى لتطبيق المسؤولية الاجتماعية، كما أنها تحتل المرتبة الأولى في صناعة العصير على المستوى الوطني.

### 3.3. الشركة المغربية للتمويل الإيجاري الجزائرية (MLA)

ومؤخرا قام "أفريك أنفست" بالاستثمار في الشركة المغربية للتمويل الإيجاري الجزائرية، ويلعب "أفريك أنفست" دور الوسيط المالي في بعض عمليات الشراكة سواء الصناعية أو التجارية بين المؤسسات الجزائرية ومؤسسات أخرى محلية أو أجنبية.

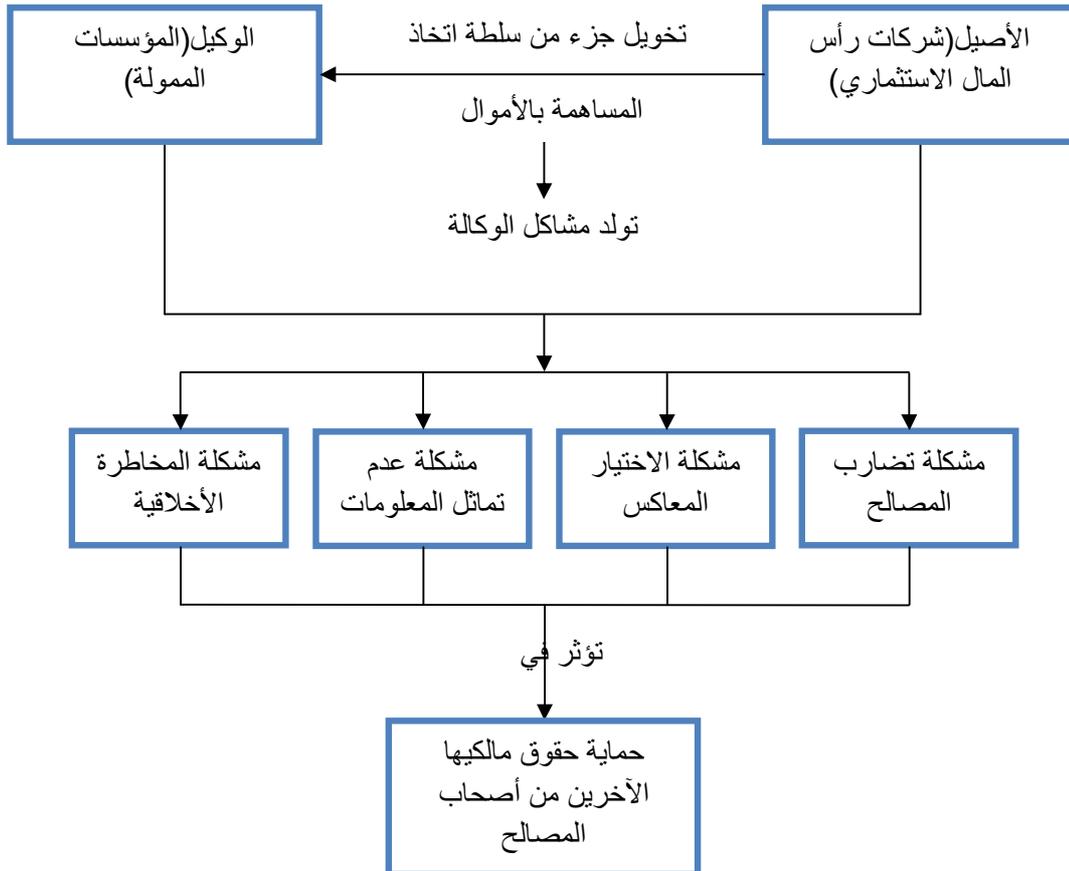
## المبحث الثاني: طبيعة ومنهجية الدراسة

تشمل هذا المبحث توضيح للعلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات المستفيدة من التمويل وكذا طريقة جمع البيانات، والمعلومات التي تم الحصول عليها عن طريق الاستبيان.

## المطلب الأول: توضيح هدف الدراسة والعلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة

يوضح الشكل الآتي العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة أو المستفيدة من التمويل.

شكل رقم (3-6): رسم توضيحي للعلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات المستفيدة من التمويل.



المصدر: مسير ورباب وهاب، نفس المرجع السابق، ص34.

يوضح هذا الشكل العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين أو أصحاب المؤسسات الممولة، والتي تتميز بعدة مخاطر تتمثل في المخاطر القبلية (قبل العقد) والمتمثلة في الاختيار المعاكس للمشاريع، نتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المؤسسات الممولة وشركات رأس المال الاستثماري، 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.

### المطلب الثاني: تحضير الاستبيان المستعمل في المقابلة وجمع المعلومات

#### 1. منهجية جمع المعلومات

من أجل تحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي وذلك بهدف بيان موضوع الدراسة، وتم الحصول على البيانات اللازمة في الجانب التطبيقي من خلال المقابلة الشخصية مع بعض المسؤولين وإطارات شركات رأس المال الاستثماري وتوزيع استمارة استبيان الملحق رقم (01) تم إعدادها لهذا الغرض، بحيث تم توزيعها على أهل الاختصاص عن طريق التسليم والاستلام المباشر من خلال اللقاء مع أفراد العينة.

#### 2. بيانات الدراسة

بعد القيام بمراجعة مجموعة من الكتب والمجلات والمنشورات المتعلقة بالموضوع في جانبه من جانب رأس المال الاستثماري وأهميته كبديل تمويلي للمؤسسات الاقتصادية، ومن جانب آخر أهمية الحوكمة في تقليل تضارب المصالح وحماية حقوق المساهمين بصفة عامة، ودور الحوكمة على أداء شركات رأس المال الاستثماري وحماية مصالحها في المؤسسات الممولة، والتي يمكن أن تساهم في إثراء الموضوع قيد الدراسة، وقد خلصنا إلى أن العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة هي علاقة خاصة تتميز بمخاطر قبلية أي قبل إمضاء العقد والمتمثلة في الاختيار المعاكس للمؤسسات الممولة، ومخاطر بعدية تتمثل في المخاطرة الأخلاقية والانتهازية من طرف المسيرين في المؤسسات الممولة والتي من شأنها أن تؤثر سلبا على أداء شركات رأس المال الاستثماري.

ولهذا تقوم شركات رأس المال الاستثماري بوضع عدة ميكانيزمات لحوكمة المؤسسات التي مولتها، وتتمثل في ميكانيزمات قانونية، وأخرى مالية.

وبناء على ما سبق قمنا في هذا الشق من الدراسة الميدانية بإعداد استبيان يشمل ثلاث محاور أساسية تضم مجموعة من الأسئلة الرئيسية والتي تتضمن بدورها أسئلة فرعية، يمكن تلخيصها فيما يلي:

### 1.2. أسئلة خاصة بإستراتيجية شركة رأس المال الاستثماري

- مراحل التمويل التي يتم الاهتمام بها؛
- كمية الطلب على هذا النوع من التمويل؛
- نوع إستراتيجية الخروج المستعملة من طرف شركة رأس المال الاستثماري؛
- مدة تمويل المشاريع لكل شركة؛
- أهم العوائق التي تقف أمام تطور شركات رأس المال الاستثماري؛

### 2.2. أسئلة خاصة بحوكمة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة

- أهمية عقد المساهمة التفاوض مع المؤسسات الممولة ؛
- مصادر تضارب المصالح بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة؛
- أهم المشاكل الموجودة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة؛

### 3.2. ميكانيزمات الحوكمة المستعملة من طرف شركات رأس المال الاستثماري

- نوع الميكانيزمات المستعملة من طرف رأس المال الاستثماري؛
- الميكانيزمات القانونية؛
- الميكانيزمات المالية؛
- دور التعاون والثقة بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة كميكانيزمات حوكمة؛

#### 4.2. أسئلة عامة

- المستوى التعليمي؛
- الوظيفة في الشركة؛
- عدد سنوات الخبرة؛

#### 3. مجتمع الدراسة

شملت الدراسة الميدانية شركات رأس المال الاستثماري الناشطة بالجزائر العاصمة، وتتمثل في: الجزائر استثمار، الشركة الجزائرية الأوروبية للمساهمة "فينالاب"، الشركة المالية للمساهمة والتوظيف "سوفينونس"، صندوق رأس المال الاستثماري "أفريك انفست" والشركة الجزائرية السعودية للاستثمار "أسيكوم".

#### 4. طريقة جمع البيانات

تتمثل الطريقة المستعملة في جمع المعلومات في المقابلة المباشرة وذلك قصد الحصول على معلومات أكثر موضوعية ومعبرة عن الواقع، مع إطارات شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في السوق الجزائرية، ومختلف المديرين سواء مديريين ماليين أو مديري المساهمات، ولضمان نجاح هذه المقابلة تم الاستعانة باستبيان محضر مسبقا لتقييد إجابات الإطارات الذين تم إجراء المقابلات معهم.

#### 5. حدود ومشاكل الدراسة الميدانية

يشتمل هذا المطلب على إبراز حدود الدراسة الميدانية (المكانية، الزمانية)، في محاولة لضبط هذه الدراسة في إطارها الزماني والمكاني، كما سنأتي على ذكر أهم الصعوبات والمشاكل التي واجهتنا في هذه الدراسة الميدانية.

#### 1.5. حدود الدراسة الميدانية

تتمثل حدود هذه الدراسة الميدانية في الحدود المكانية والحدود الزمانية الآتية:

##### 5.1. الحدود المكانية

شملت هذه الدراسة بعض وأهم شركات رأس المال الاستثماري الناشطة بالجزائر العاصمة .

##### 5.2. الحدود الزمانية

تعتبر نتائج هذه الدراسة الميدانية مرتبطة بالفترة التي قمنا فيها بالبحث، وذلك من بداية شهر أبريل 2013 إلى غاية نهاية شهر ماي 2013.

## 2.5. مشاكل الدراسة الميدانية

في خضم قيامنا بالدراسة الميدانية، واجهتنا بعض الصعوبات والمشاكل يمكن ذكر أهمها في العناصر التالية:

- عدم وجود تجاوب ايجابي من طرف بعض أفراد العينة المستهدفة.
- صعوبة الوصول إلى إطارات بعض شركات رأس المال الاستثماري مما أدى إلى التقليل من أفراد العينة واللجوء إلى مؤسسات تماثلها من حيث الوظائف.
- عدم إمكانية الوصول بالشكل الكافي إلى العينة المراد دراستها من مساهمين وأعضاء مجالس إدارة، لما لهم من دور في زيادة درجة ثقة الدراسة.

## المطلب الثالث: مراحل تحضير استبيان المستعمل في المقابلة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة تم الحصول على البيانات اللازمة في الجانب التطبيقي من خلال المقابلة الشخصية مع بعض المسؤولين والإطارات وتوزيع استبيان (الملحق رقم 01) تم إعدادها لهذا الغرض بحيث تم الاستعانة بالأصدقاء العاملين في احد هذه المؤسسات هذا فيماكما تم الاعتماد على شركة الجزائر استثمار في ترتيب لنا لقاءات مع شركات رأس المال الاستثماري الأخرى.

اتبعت هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي الذي يقوم على دراسة الظاهرة على أرض الواقع وتحليلها، وهو المنهج المناسب والأفضل - في رأي الباحث - لمثل هذه الدراسات، وهذا ما يجعلنا نتعرف على واقع وأهم ميكانيزمات الحوكمة المستعملة في شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر.

## - مراحل تحضير الاستبيان لاستعماله في المقابلة الشخصية

تم إعداد الاستبيان بالاستعانة بكتب ومراجع تتعلق بالموضوع، أين تمت الاستفادة من الخلفية النظرية في صياغة أسئلة الاستبيان مع مراعاة تغطية الأسئلة لفرضيات البحث وفق النهج الموالي:

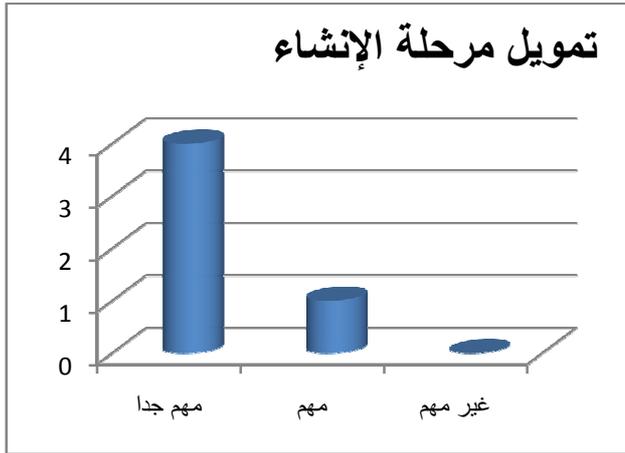
- إعداد استبيان أولي من اجل استخدامه في جمع المعلومات والبيانات؛
- عرض الاستبيان على المشرف وعلى مجموعة من أساتذة المدرسة العليا للتجارة من اجل اختبار مدى ملائمة لجمع المعلومات؛
- تعديل الاستبيان بشكل أولي حسب ما رآه المشرف؛
- إجراء دراسة اختباريه للاستبيان للتأكد من وضوح الأسئلة ودرجة فهمها، وهذا على مستوى أحد الشركات المدروسة وهي شركة "فينال" وتعديلها حسب ما يناسب؛
- توزيع الاستبيان على إطارات شركات رأس المال الاستثماري.

**المبحث الثالث: دراسة وتحليل نتائج المقابلات مع إطارات شركات العينة**  
يتم في هذا المبحث تحليل نتائج المقابلات وإجابات الاستبيان التي تم جمعها خلال الدراسة الميدانية التي قمنا بها على مستوى شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر.

**المطلب الأول: تحليل إستراتيجية شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر**  
يتم في هذا المطلب التعرف من خلال نتائج المقابلات مع المسؤولين وإطارات شركات رأس المال الاستثماري على إستراتيجية كل من هذه الشركات وكل ما يتعلق بمراحل ومدة التمويل، كمية الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري على مستوى هذه الشركات، وأهم العوائق التي تعيق تقدم رأس المال الاستثماري في الجزائر.

السؤال رقم(1): ما هي مراحل التمويل التي تهتم بها شركتكم حسب الأولوية؟  
1. درجة اهتمام شركات رأس المال الاستثماري بالتمويل في مرحلة الإنشاء

جدول رقم(3-7): درجة اهتمام شركات رأس المال الاستثماري بالتمويل في مرحلة الإنشاء  
شكل رقم(3-2): أهمية مرحلة الإنشاء لشركات رأس المال الاستثماري



النسبة	التكرار	درجة الأهمية
80%	4	مهم جدا
20%	1	مهم
0%	0	غير مهم
100%	5	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

#### التعليق

من نتائج تحليل المقابلات مع إطارات شركات رأس المال الاستثماري نلاحظ أهمية تمويل مرحلة الإنشاء بالنسبة لهم حيث بلغت نسبة الشركات التي تهتم بهذه المرحلة من التمويل إلى 80% وهي نسبة كبيرة، وهذا ما يزيد المخاطر المتعلقة بنشاط رأس المال الاستثماري حيث يتم التعامل مع المؤسسات الجديدة، في حين 20% من هذه الشركات اعتبرت التمويل في مرحلة الإنشاء أقل أهمية من الشركات الأخرى.

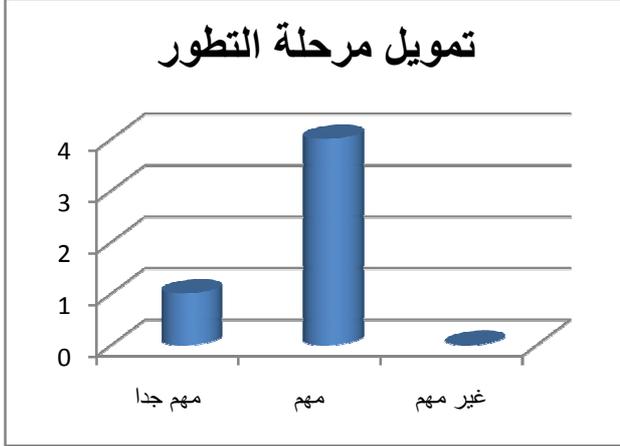
## 2. درجة اهتمام شركات رأس المال الاستثماري بالتمويل خلال مرحلة التطور

شكل رقم (3-3): أهمية مرحلة التطور

جدول رقم (3-8): درجة اهتمام شركات رأس المال لشركات

رأس المال الاستثماري

الاستثماري بالتمويل في مرحلة التطور



درجة الأهمية	التكرار	النسبة
مهم جدا	1	20%
مهم	4	80%
غير مهم	0	0%
المجموع	5	100%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

## التعليق

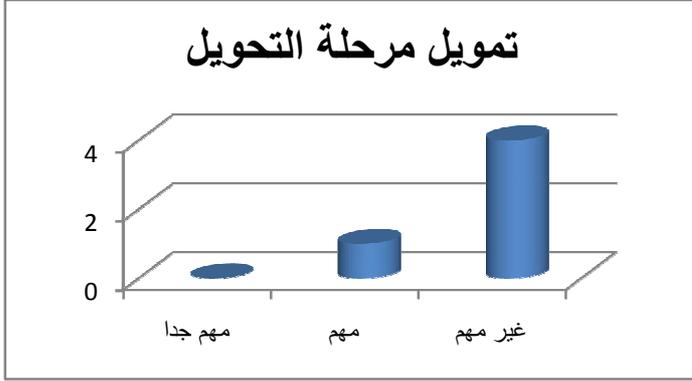
من نتائج التحليل كما هو مبين في الجدول أعلاه نلاحظ اهتمام شركات رأس المال الاستثماري بتمويل المؤسسات في مرحلة التطور والتي تعتبر أقل مخاطرة بالنسبة للمؤسسات الجديدة، لكن هذا لا ينفى عدم توافق بعض إطارات شركات رأس المال الاستثماري مع هذا المنطق وذلك بسبب تفضيلهم لتمويل مؤسسات جديدة عوضا عن مؤسسات ناشطة من قبل وذلك بسبب جو الأعمال في الجزائر الذي يتميز بعدم احترام القانون والتعامل في السوق السوداء.

ومن خلال المقابلة الشخصية لإطارات شركات رأس المال الاستثماري الذين أبدوا لنا بعض المشاكل التي تعيقهم في مجال تمويل مرحلة التطوير، ومثال على ذلك مؤسسة ناشطة تشتري المواد الأولية عن طريق السوق السوداء بأقل تكلفة، وبمجرد دخول شركة رأس المال الاستثماري في رأس مال هذه المؤسسة أصبحت تتعامل هذه المؤسسة بالشفافية واحترام القانون مما يستدعي التعامل بالفواتير وهذا ما أدى إلى ارتفاع سعر المادة الأولية وبالتالي انخفاض رقم الأعمال للمؤسسة الممولة.

## 3. درجة اهتمام شركات رأس المال الاستثماري بالتمويل خلال مرحلة التحويل

شكل رقم (3-4): أهمية مرحلة التحويل لشركات رأس المال الاستثماري

جدول رقم (3-9): درجة اهتمام شركات رأس المال الاستثماري بالتمويل في مرحلة التحويل



النسبة	التكرار	درجة الأهمية
0%	0	مهم جدا
20%	1	مهم
80%	4	غير مهم
100%	5	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

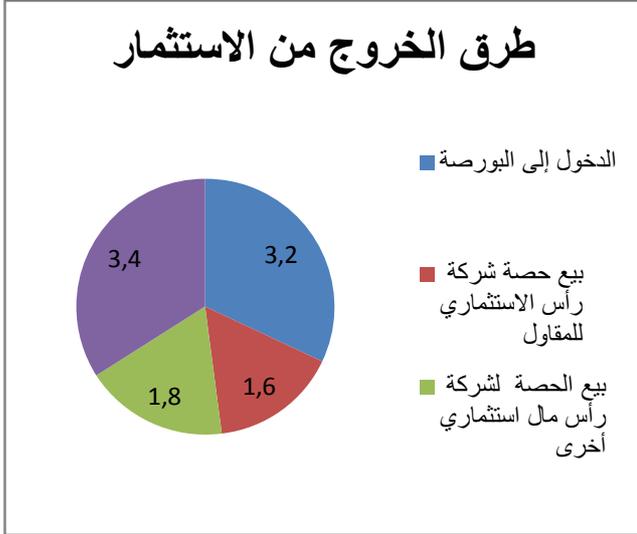
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

## التعليق

من نتائج المقابلات استنتجنا أن شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر لا تهتم بتمويل مرحلة التحويل حيث كانت إجابات معظم الإطارات (نسبة 80%) أن تمويل مرحلة التحويل غير مهم بالنسبة لنشاطهم، إلا أن هناك من يعترف بأهمية تمويل هذه المرحلة (نسبة 20%)، وذلك من وجهة نظرهم أن تمويل مرحلة تحويل المؤسسات خاصة في الفترة التي مرت بها الجزائر وهو خصوصية المؤسسات العمومية، يعد فرصة لتحقيق أرباح طائلة، حيث أثبتت المؤسسات العمومية عجزها مما أدى إلى تدهور قيمتها مما يسهل على شركات رأس المال الاستثماري شراءها بأقل الأسعار، إعادة ترميمها ثم بيعها بقيمة أعلى.

السؤال رقم(2): ما هي طرق الخروج من المؤسسة الممولة المحددة في إستراتيجية شركة رأس المال الاستثماري حسب الأولوية؟

شكل رقم(3-5): أهمية طرق الخروج من الاستثمار



جدول رقم(3-10): ترتيب طرق الخروج حسب الأهمية

طرق الخروج	المتوسط الحسابي	القرار (الترتبة)
الدخول إلى البورصة	3,2	3
بيع حصة شركة رأس المال الاستثماري للمقاول	1,6	1
بيع الحصة لشركة رأس مال استثماري	1,8	2
البيع النهائي للمؤسسة	3,4	4

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

### التعليق

من خلال المقابلات التي أجريناها مع إدارات شركات رأس المال الاستثماري وإجاباتهم على سؤالنا حول أهمية طرق الخروج التي تستعملها شركاتهم، قمنا بحساب المتوسط الحسابي للإجابات ثم استنتجنا أن الطريقة الأكثر استعمالاً أي في المرتبة الأولى هي بيع حصة شركة رأس المال الاستثماري للمقاول أو صاحب المؤسسة وذلك لأنه غالباً هذا الأخير لا يحبذ مشاركة مساهم آخر خارج المؤسسة، أما الطريقة الثانية فهي بيع حصة صاحب المؤسسة لشركة رأس المال الاستثماري وهذا في حالة عجز هذا الأخير عن شراء حصة شركة رأس المال الاستثماري، أما الطريقة الثالثة فهي الدخول إلى البورصة وإن كانت أغلبية شركات رأس المال الاستثماري لا تستعمل هذه الطريقة بسبب ضعف السوق المالية في الجزائر إلا أن في الآونة الأخيرة سجلنا دخول شركة "أنسيا رويبة" (NCA Rouiba) عن طريق شركة رأس المال الاستثماري "أفريك أنفست" (Africinvest)، وتبقى الطريقة الأخيرة وهي بيع المؤسسة نهائياً أي التخلي عن حصة كل من شركة رأس المال الاستثماري وصاحب المؤسسة لمستثمر أجنبي.

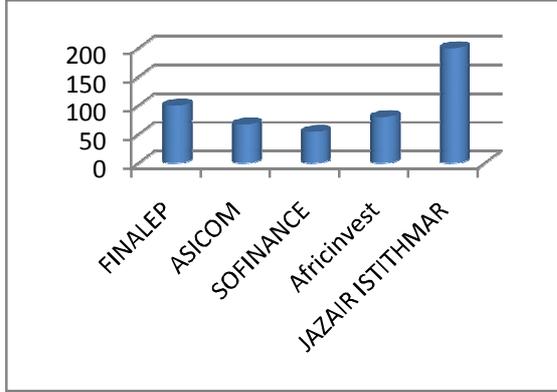
السؤال رقم(3): كم بلغ الطلب على التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري على مستوى شركتكم؟

شكل رقم(3-6):معدل الطلب السنوي عل

جدول رقم(3-11):معدل الطلب السنوي عل

التمويل برأس المال الاستثماري

التمويل برأس المال الاستثماري



الشركة	معدل الطلب على التمويل
FINALEP	100
ASICOM	67
SOFINANCE	54
MAGHREB INVEST	80
JAZAIR ISTITHMAR	200

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

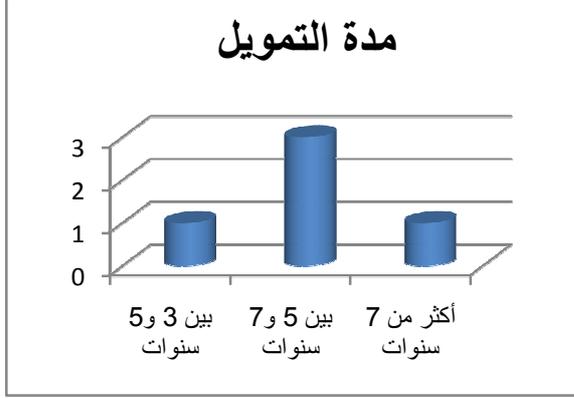
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج

### التعليق

من خلال الإجابات التي تحصلنا عليها نلاحظ أن شركة رأس المال الاستثماري "الجزائر استثمار" تلقت أكبر معدل طلب (200 طلب) رغم حداثة نشأتها (منذ 2010) وذلك راجع إلى تمويلها باستعمال صناديق الاستثمار الولاية (تخصص على مستوى 10 ولايات)، ثم تليها الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP) بمعدل (100 طلب) في حين سجل أصغر طلب على التمويل برأس المال الاستثماري في شركة "سوفينونس" بمعدل (54) طلب وذلك راجع لأن نشاط هذه الشركة لا يركز على التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري فقط وإنما يتمثل في التمويل بالإيجار أيضا.

السؤال رقم (4): ما هي مدة التمويل المحددة في إستراتيجية شركتكم؟

الشكل رقم (3-7): مدة التمويل



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج

جدول رقم (3-12): مدة التمويل

النسبة	التكرار	المدة
20%	1	بين 3 و 5 سنوات
60%	3	بين 5 و 7 سنوات
20%	1	أكثر من 7 سنوات
100%	5	المجموع

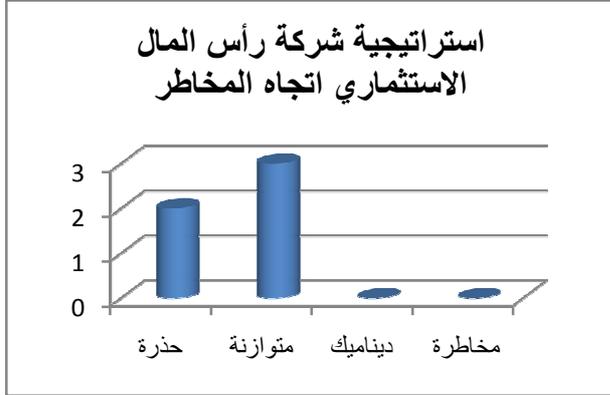
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج

### التعليق

من خلال الإجابات التي تم جمعها من خلال المقابلات يتضح جيدا أن مدة التمويل التي حددتها شركات رأس المال الاستثماري في إستراتيجيتها بين 5 و 7 سنوات وذلك بنسبة (60%) واختلفت إجابات الشركات الأخرى بين 3 و 5 سنوات بنسبة (20%) وأكثر من 7 سنوات أيضا بنسبة (20%).

السؤال رقم (5): من بين التوجهات الآتية ما هو التوجه الذي يناسب إستراتيجية شركتكم؟

شكل رقم (3-8): إستراتيجية شركة رأس المال الاستثماري  
اتجاه المخاطر



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج

جدول رقم (3-13): إستراتيجية شركة رأس المال الاستثماري  
اتجاه المخاطر

الاتجاه	التكرار	النسبة
حذرة	2	40%
متوازنة	3	60%
ديناميك	0	0%
مخاطرة	0	0%
المجموع	5	100%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج

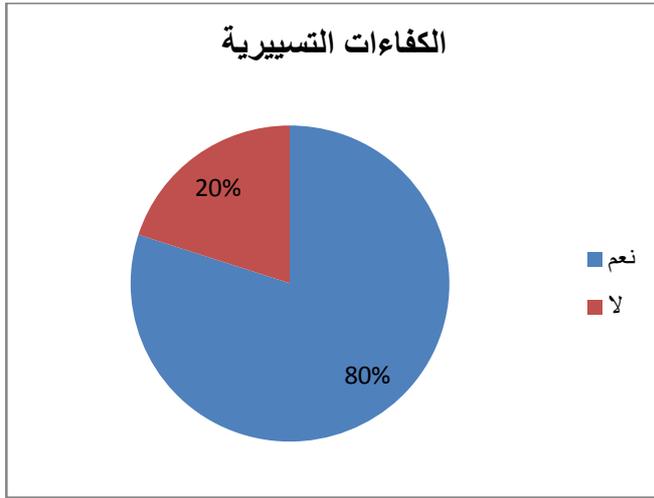
### التعليق

من خلال الأجوبة الممثلة في الجدول والشكل أعلاه يتضح لنا أن شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر تتميز بالتوازن بين المخاطر والعوائد المتوقعة (60%) مع اقترابها من السياسة الحذرة (40%) حسب المقابلات التي قمنا بها مع إطارات هذه الشركات، وهذا ما يوضح عدم تطور رأس المال الاستثماري في الجزائر، حيث أن معظم هذه الشركات لا تملك روح المغامرة الشديدة التي قد تؤدي بها إلى تحقيق عوائد خيالية من خلال خلق مؤسسات جديدة في ميادين جديدة قائمة على تكنولوجيا جديدة.

السؤال رقم(6): هل تعتقد أن مسيري المؤسسات الممولة عن طريق شركتكم يملكون قدرات إدارية وكفاءات تسييرية كافية؟

شكل رقم(3-9): قدرات التسيير

لدى مسيري المؤسسات الممولة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

جدول رقم(3-14): قدرات التسيير

لدى مسيري المؤسسات الممولة

البيان	التكرار	النسبة
نعم	4	80%
لا	1	20%
المجموع	5	100%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج spss

### التعليق

من الجدول والشكل أعلاه نستنتج أن معظم مسيري المؤسسات (80%) التي تتقدم لشركات رأس المال الاستثماري لا يملكون القدرات التسييرية وهذا لأن أغليتهم شباب لا يملكون الخبرة الكافية في مجال التسيير أو تجار بدون كفاءات تسييرية وهذا ما يوتر العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري وهؤلاء الممولين، إلا أن هناك ما يقارب نسبة (20%) يملكون قدرات لا بأس بها حول التسيير والإدارة.

السؤال رقم (7): من بين القيود الآتية، ما هي القيود التي تعرقل نشاط شركات رأس المال الاستثماري؟

تمت الاجابة على هذا السؤال وفقا لخمس بدائل على أساس مقياس ليكارت<sup>1</sup> الخماسي "Likert scale" والجدول الآتي يبين مستويات هذا المقياس:

جدول رقم (3-15): يوضح مستويات مقياس ليكارت الخماسي

التصنيف	موافق بشدة Strongly agree	موافق Agree	محايد Uncertain	غير موافق Disagree	غير موافق بشدة Strongly disagree
الدرجة	5	4	3	2	1

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على المرجع: دلال القاضي، محمود البياتي، منهجية أساليب البحث العلمي وتحليل البيانات باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص113.

جدول رقم (3-16): 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 الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج Spss.

<sup>1</sup> هو مقياس باسم "Likert"

الملاحظ من الجدول هو أن إجابات أفراد العينة عن الفقرات المتعلقة بالقيود التي تعيق تطور رأس المال الاستثماري في الجزائر بصفة عامة ايجابية، حيث يتبين أن المتوسط الحسابي لجميع فقرات هذا السؤال وهو 3,96 و الذي ينتمي الى المجال [4,20-3,40]<sup>1</sup> وهذا ما يشير على مستوى الموافقة على أن كل العوائق المذكورة سابقا تقف أمام تطور نشاط رأس المال الاستثماري.

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 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.

#### المطلب الثاني: المشاكل المتعلقة بالحوكمة في شركات رأس المال الاستثماري

سيتم في هذا المطلب تحليل إجابات وإطرارات شركات رأس المال الاستثماري الخاصة بمشاكل الحوكمة التي تواجههم مع المؤسسات الممولة.

السؤال رقم(1): ما هي مصادر تضارب المصالح بين شركتكم والمسيرين في المؤسسات الممولة؟

جدول رقم(3-17): 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 جدا
عدم احترام مواعيد انعقاد الاجتماعات	3,4	مهم
مجموع الفقرات	3,93	مهم

المصدر: من إعداد الطالبة 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

<sup>1</sup> يمكن تحديد مجال الفئات للمتوسط المرجح من معرفة درجة إجابة أفراد العينة حيث تحديد هذه المجالات كالآتي:  
[من 1 إلى 1,79] يعبر عن "عدم الموافقة بشكل تام"،  
[من 1,80 إلى 2,59] يعبر عن "عدم الموافقة"،  
[من 2,60 إلى 3,39] يعبر عن "الحياد"،  
[من 3,40 إلى 4,19] يعبر عن "الموافقة"،  
[من 4,20 إلى 5] يعبر عن "الموافقة بشكل تام".

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 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.

السؤال رقم(2):فيما تتمثل تضارب المصالح بين شركتكم ومسيرين المؤسسات الممولة في؟  
جدول رقم(3-18):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

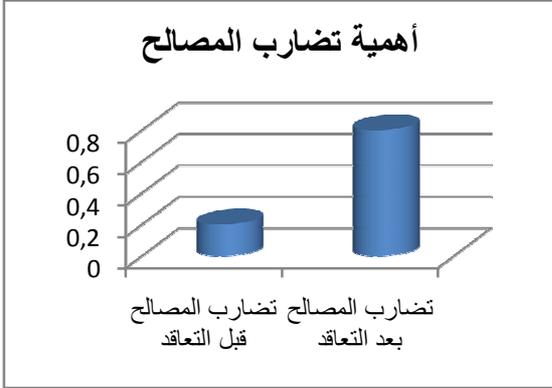
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج المقابلات واستخدام برنامج Spss.

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.

السؤال رقم (3): أي من تضارب المصالح بين المسير وشركة رأس المال الاستثماري الأكثر خطورة بالنسبة لكم؟

شكل رقم (3-9): أهمية تضارب المصالح بين شركات رأس المال الاستثماري

جدول رقم (3-19): أهمية تضارب المصالح بين المسير وشركات رأس المال الاستثماري



البيان	التكرار	النسبة
تضارب المصالح قبل التعاقد	1	20%
تضارب المصالح بعد التعاقد	4	80%
المجموع	5	100%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

### التعليق

من خلال المقابلات التي أجريناها مع إطارات شركات رأس المال الاستثماري يتضح لنا أن المخاطر التي تشكل أكبر تهديد على نشاط لها شركات رأس المال الاستثماري هي المخاطر البعيدة أي بعد التعاقد مع المؤسسة الممولة أي المتمثلة في المخاطر الأخلاقية للمسير والانتهازية، وهذا ما يوضحه الجدول والشكل أعلاه (80%) أما المخاطر القبلية التي تنشأ قبل التعاقد والمتمثلة في الاختيار العكسي للمشاريع فتمثل نسبة (20%) من المخاطر التي تتعرض لها شركات رأس المال الاستثماري.

المطلب الثالث: ميكانيزمات حوكمة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري ومسيرين المؤسسات الممولة.

سيتم في هذا المطلب تحليل إجابات أفراد العينة المدروسة حول أهم الميكانيزمات التي تستعمل من قبل شركاتهم والتي تخفف من تضارب المصالح مع مسيري المؤسسات الممولة.

السؤال رقم(1): رتب حسب الأولوية لميكانيزمات الحوكمة القانونية الأكثر استعمالا من طرف شركتكم؟

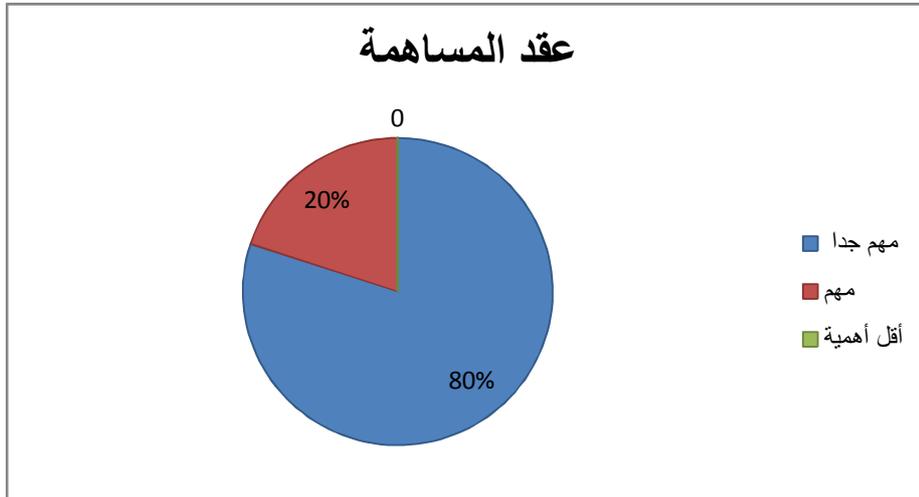
### 1. أهمية عقد المساهمة بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري

يمثل عقد المساهمة الأداة الأساسية والرئيسية في حوكمة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري ومسيري المؤسسات الممولة بحيث يتم تحديد كل الشروط وطرق التمويل، طريقة الخروج من الاستثمار وكل ما يتعلق بطرق تدخل شركة رأس المال الاستثماري في تسيير المؤسسة الممولة.

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(3-10):أهمية ميكانيزمات الحوكمة القانونية



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

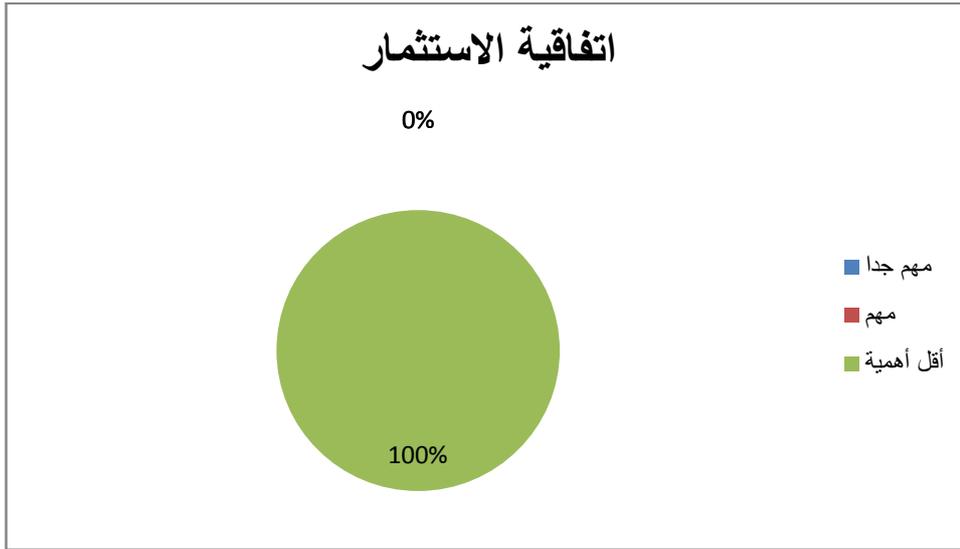
## 2. أهمية اتفاقية الاستثمار بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري

تشبه اتفاقية الاستثمار عقد المساهمة حيث تحدد طرق مساهمة رأس المال الاستثماري في المؤسسات الجديدة (start-up) وتتمثل في إمضاء بروتوكول اتفاق بين مؤسس المؤسسة أي المقاول وشركة رأس المال الاستثماري تبين العلاقة بين بينهما منذ النشأة إلى غاية خروج رأس المال الاستثماري.

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

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

شكل رقم(3-11): أهمية اتفاقية الاستثمار



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

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

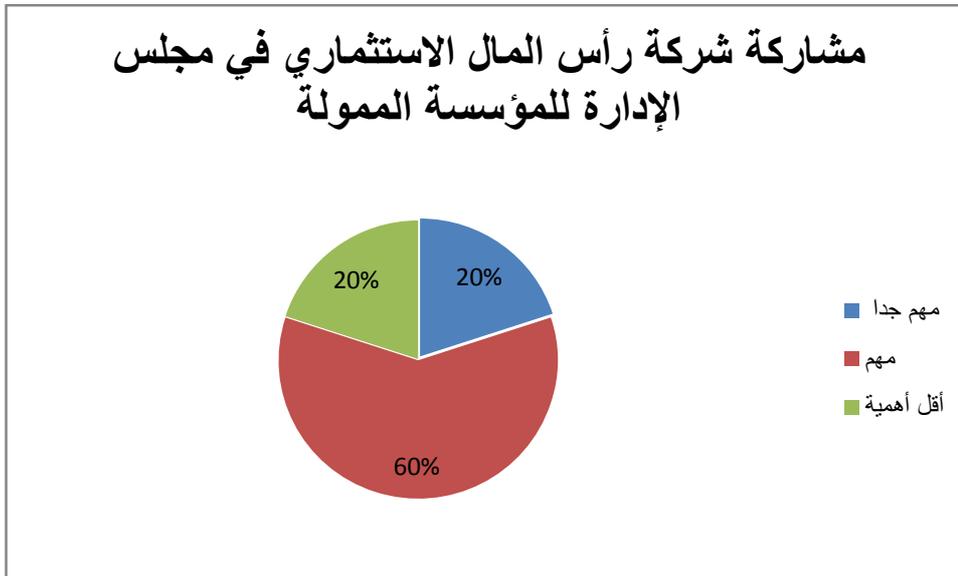
لا يمكن لعقد المساهمة وحده ضبط مسيري المؤسسات الممولة وضمان السير الحسن وتطبيق الاتفاق بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين، ولهذا لابد من تمثيل شركة رأس المال الاستثماري في مجلس الإدارة للمؤسسة الممولة.

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(3-12): أهمية مشاركة رأس المال الاستثماري في مجلس الإدارة



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

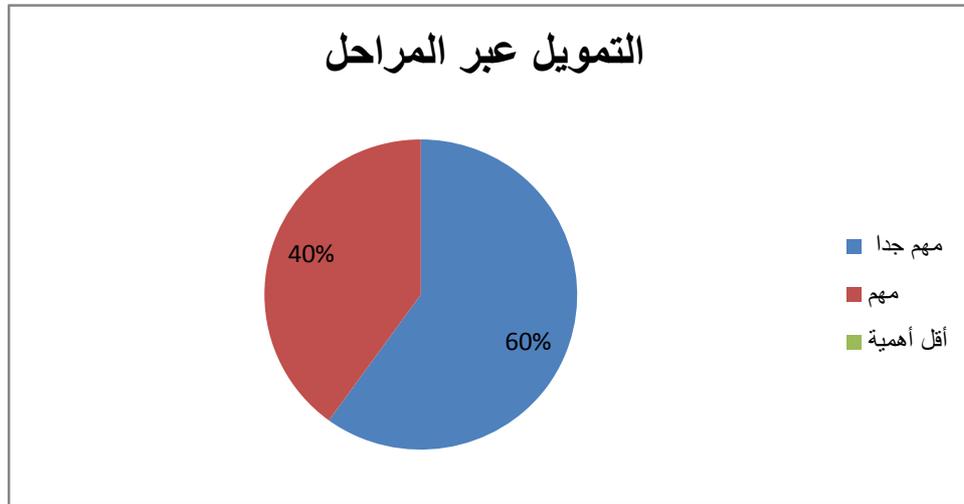
السؤال رقم(2): رتب حسب الأولوية لميكانيزمات الحوكمة المالية الأكثر استعمالا من طرف شركتكم؟

### 1. 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(3-13): أهمية التمويل عبر المراحل



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

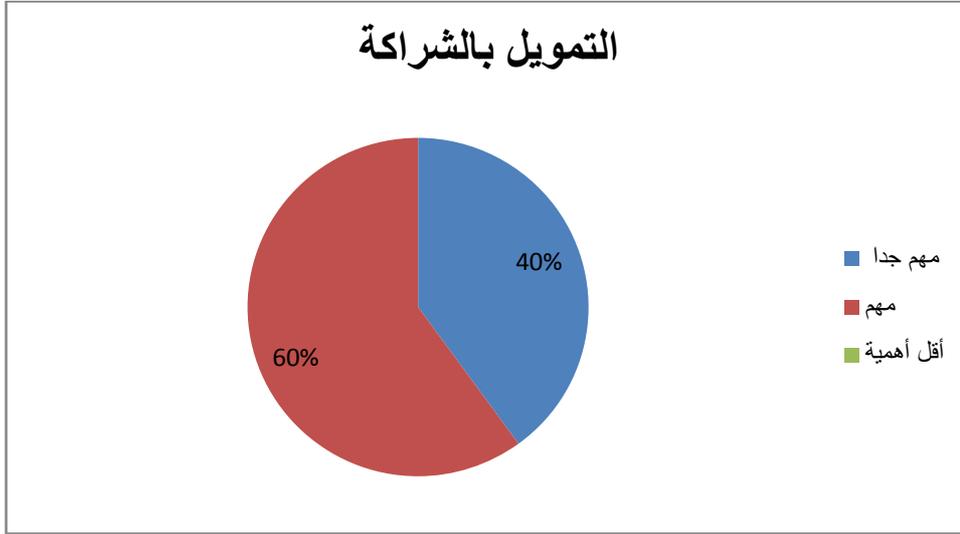
### 2. أهمية التمويل بالشراكة بالنسبة لشركات رأس المال الاستثماري

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 (3-14): أهمية التمويل بالشراكة



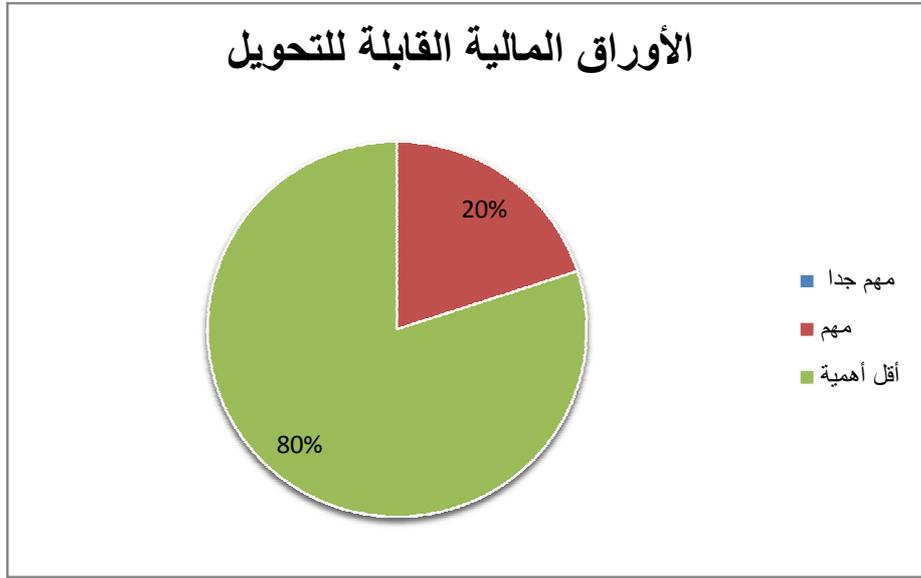
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على نتائج الاستبيان وبرنامج Spss.

### 3. 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 (3-15): أهمية التمويل بالأوراق المالية القابلة للتحويل



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

السؤال رقم (3): إذا قامت شركة رأس المال الاستثماري باستعمال ميكانيزم التمويل بالشراكة، فما هي شركة رأس المال الاستثماري التي قمتم بالشراكة معها؟  
التعليق:

من خلال إجابات إطارات شركات رأس المال الاستثماري قمنا باستنتاج أن هناك عدة علاقات وشراكات تلوح في الأفق فيما بين هذه الشركات، مثل الشراكة التي ستعقد بين الجزائر استثمار وشركة "أسيكوم" وبين الجزائر استثمار و"سوفينونس"، وهذا راجع حسب آرائهم إلى صعوبة الحصول على القروض البنكية نظرا للإجراءات المعقدة والمدة الزمنية التي لا تعمل في صالح هذه الشركات مما يشجعها على القيام بالشراكة مع شركات رأس المال الاستثماري الأخرى لتمويل استثماراتها.

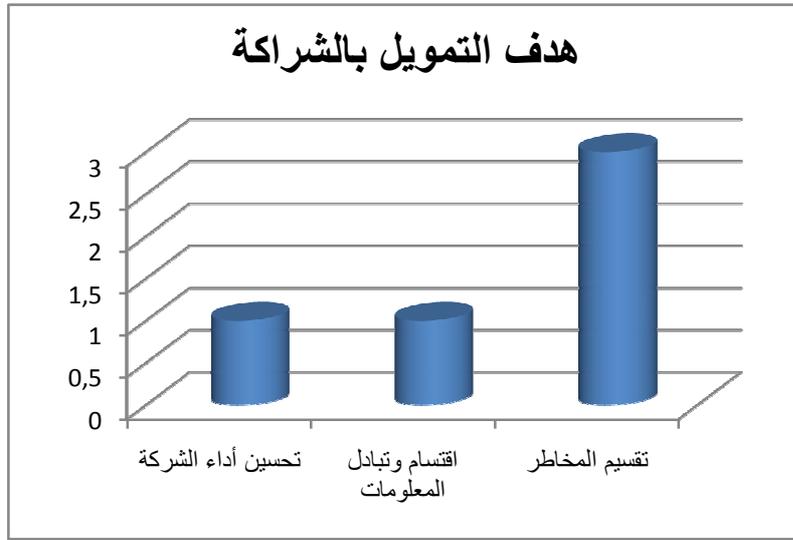
السؤال الخامس: ما هي غايتكم من استعمال التمويل بالشراكة؟

جدول رقم(3-20): هدف التمويل بالشراكة

البيان	التكرار	النسبة
تحسين أداء الشركة	1	20%
اقتسام وتبادل المعلومات	1	20%
تقسيم المخاطر	3	60%

المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Spss.

شكل رقم(3-16): هدف التمويل بالشراكة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Spss.

### التعليق

من الشكل نلاحظ اهتمام شركات رأس المال الاستثماري بالتمويل بالشراكة وذلك من أجل تقسيم المخاطر بالدرجة الأولى ( 60% ) ثم بالدرجة الثانية تحسين أداء الشركة وذلك بالاحتكاك مع الشركات الأكثر خبرة منها، وذلك نتيجة تخصص الشركات في قطاع معين مثلا، كما أنها تلجأ للتمويل عن طريق الشراكة مع مستثمرين آخرين بهدف تبادل واقتسام المعلومات وهذا لتعاون المستثمرين فيما بينهم في جمع المعلومات حول المشاريع المقترحة للاستثمار، وتحسين نوعية دراسة واختيار المشاريع.

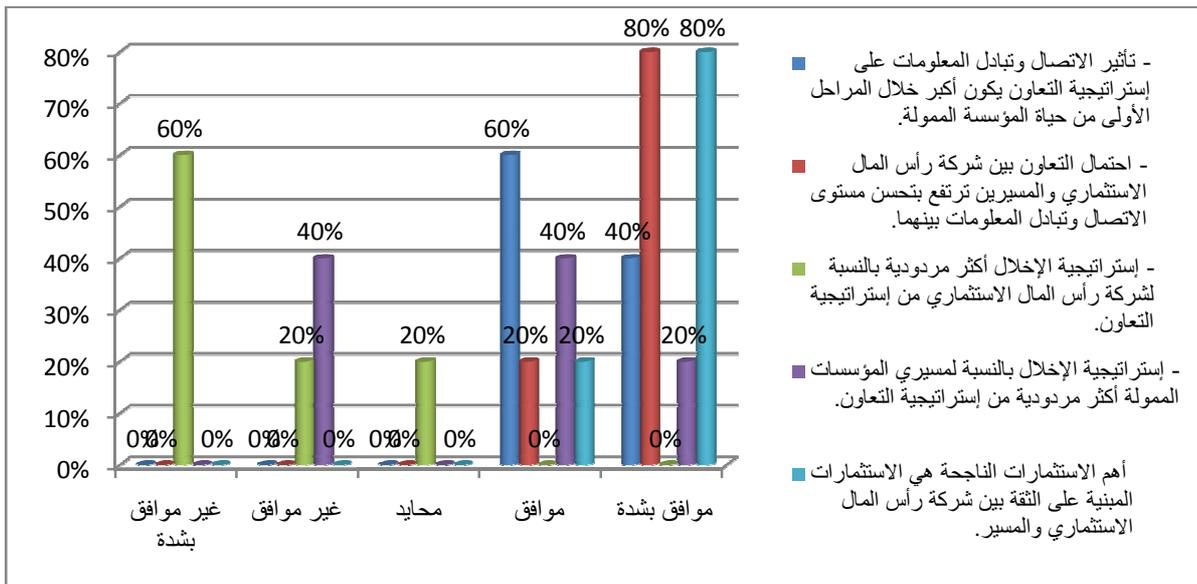
السؤال رقم(4): ما هو دور الثقة والتعاون في تعزيز العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري؟

جدول رقم(3-21): دور الثقة والتعاون في تعزيز العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة

العبارة	المتوسط الحسابي	درجة الموافقة
- تأثير الاتصال وتبادل المعلومات على إستراتيجية التعاون يكون أكبر خلال المراحل الأولى من حياة المؤسسة الممولة.	4,4	موافق بشدة
- احتمال التعاون بين شركة رأس المال الاستثماري والمسيرين ترتفع بتحسّن مستوى الاتصال وتبادل المعلومات بينهما.	4,8	موافق بشدة
- إستراتيجية الإخلال أكثر مردودية بالنسبة لشركة رأس المال الاستثماري من إستراتيجية التعاون.	1,6	غير موافق بشدة
- إستراتيجية الإخلال بالنسبة لمسيري المؤسسات الممولة أكثر مردودية من إستراتيجية التعاون.	3,4	موافق
- أهم الاستثمارات الناجحة هي الاستثمارات المبنية على الثقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمسير.	4,8	موافق بشدة
مجموع الفقرات	3,8	موافق

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Spss.

شكل رقم(3-17): اجابات أفراد العينة حول دور الثقة والتعاون في تعزيز العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج Spss.

## التعليق

الملاحظ من الجدول والشكل السابق نستنتج أن إجابات أفراد العينة عن الفقرات المتعلقة بدور الثقة والتعاون في تعزيز العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة كانت ايجابية، حيث كان المتوسط الحسابي لمجموع الفقرات يساوي 3,8 والذي ينتمي إلى المجال [4,19 - 3,40] وهذا ما يشير إلى مستوى موافقة أفراد العينة على أهمية الثقة والتعاون بينهم وبين المؤسسات الممولة لنجاح الاستثمار.

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 بدور الثقة بين شركات رأس المال الاستثماري ومسيري المؤسسات الممولة في نجاح الاستثمار، وكذلك دور الاتصال في تعزيز التعاون بين هذين الطرفين خاصة في المراحل الأولى من بداية المشروع والتي تتميز بارتفاع المخاطر.

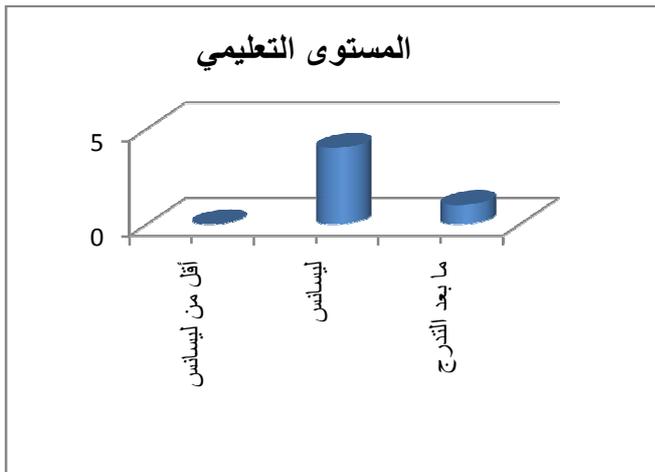
كذلك معظم أفراد العينة موافقون حول ارتفاع احتمال التعاون بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة مع تحسين جودة واحترام مواعيد إعداد التقارير حيث يعتبرون جودة الاتصال مؤشر على حسن احترام العقد بينهم وبين مسير المؤسسة الممولة.

## المطلب الرابع: تحليل الخصائص العامة للعينة التي أجريت معها المقابلة

سيتم في هذا المطلب تحليل الخصائص العامة لأفراد العينة، المستوى التعليمي، الوظيفة في الشركة وعدد سنوات الخبرة.

## السؤال رقم(1): المؤهل العلمي

جدول رقم(3-22): خصائص العينة حسب المؤهل العلمي شكل رقم(3-18): خصائص العينة حسب المؤهل العلمي



البيان	التكرار	النسبة
أقل من ليسانس	0	0%
ليسانس	4	80%
ما بعد التدرج	1	20%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

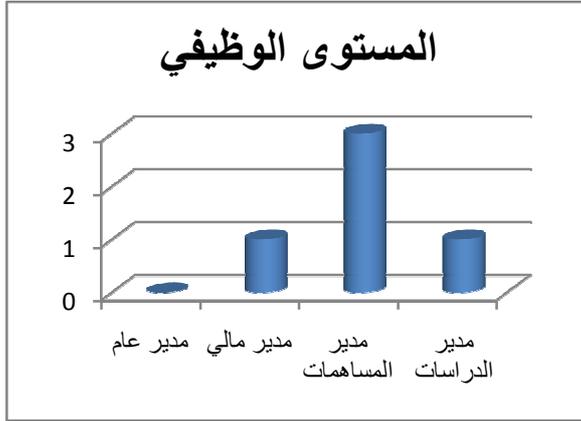
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

فيما يخص المؤهل العلمي فإن غالبية أفراد العينة يحملون مؤهل علمي ليسانس بنسبة 80%، ثم يأتي في المرتبة الثانية المؤهل العلمي ما بعد التدرج والتي كانت نسبته 20% من مجموع أفراد العينة.

السؤال رقم (2): ما هي وظيفتك في الشركة؟

شكل رقم (3-19): وظيفة أفراد العينة

جدول رقم (3-23): وظيفة أفراد العينة



البيان	التكرار	النسبة
مدير عام	0	0%
مدير مالي	1	20%
مدير المساهمات	3	60%
مدير الدراسات	1	20%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

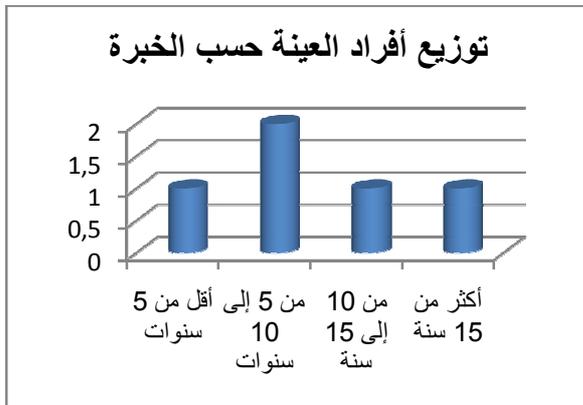
المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

من خلال الجدول والشكل أعلاه نستنتج أن معظم وظائف أفراد العينة تتمثل في مدير المساهمات بنسبة 60% ثم تأتي في المرتبة الثانية كل من وظيفة مدير مالي ووظيفة مدير الدراسات بنسبة متساوية 20%.

السؤال رقم (3): سنوات الخبرة

شكل رقم (3-20): عدد سنوات الخبرة لأفراد العينة

جدول رقم (3-24): عدد سنوات الخبرة لأفراد العينة



عدد سنوات الخبرة	التكرار	النسبة
أقل من 5 سنوات	1	20%
من 5 إلى 10 سنوات	2	40%
من 10 إلى 15 سنة	1	20%
أكثر من 15 سنة	1	20%
المجموع	5	100%

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على برنامج SPSS

من الجدول والشكل أعلاه نلاحظ أن نسبة 40% من أفراد العينة يملكون خبرة تتراوح بين 5 و 10 سنوات، في حين 20% من أفراد العينة تتراوح خبرتهم أكثر من 15 سنة ونسبة 20% أيضا تتراوح سنوات خبرتهم بين 10 و 15 سنة و 20% من أفراد العينة الباقية تملك أقل من 5 سنوات من الخبرة.

## خاتمة الفصل الثالث

تعتبر شركات رأس المال الاستثماري كمساهم خاص في المؤسسات الممولة وذلك للخصائص التي تميز التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري، وكذلك القوانين التي يفرضها عليها المشرع الجزائري، حيث لا تستطيع المساهمة في مؤسسة معينة بأكثر من نسبة 49% من هذه المؤسسة.

فيما يتعلق بالدراسة الميدانية تم التركيز على مجموعة من الإطارات التي تنتمي إلى شركات رأس المال الاستثماري الناشطة بالجزائر، ومن خلال النتائج المتوصل إليها عن طريق تحليل نتائج المقابلات التي أجريناها معهم بينت الدراسة بأنه يوجد مجموعة من المشاكل التي تعرق نشاط رأس المال الاستثماري وتساعد على تزايد تضارب المصالح بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة، بالإضافة إلى أن هناك إجماع على انتهازية مسيري المؤسسات الممولة، ومحاولة استعمال مصادر الأموال لمصلحتهم الشخصية.

كما أنه 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 رأسمالها 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 العامة

### الخاتمة العامة

هدفت هذه الدراسة إلى عدة أهداف تمثلت في: التعرف على رأس المال الاستثماري، أهميته وتطوره في الجزائر، أما الهدف الثاني فيتمثل في التطرق إلى طبيعة العلاقة الموجودة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين بصفتها نوع خاص من العلاقة بين أصحاب المصلحة والمسيرين. فيما يتمثل الهدف الثالث في توضيح وإيجاد ميكانيزمات الحوكمة المناسبة لتقليل النزاعات القائمة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين.

بالإضافة إلى هذا فقد تم التطرق في هذه الدراسة إلى تجربة الولايات المتحدة في هذا النوع من التمويل والتي تعتبر أول دولة أنشأت شركة رأس مال استثماري، كما أثبتت تفوقها في هذا المجال، وتحقيقها لاستثمارات ناجحة.

كذلك حللت هذه الدراسة خصائص العلاقة التعاقدية بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة، حيث تم تحليلها في ظل نظرية الوكالة، وتم التركيز على المشاكل التسييرية التي تواجه شركات رأس المال الاستثماري مع المؤسسات الممولة، ثم بعد ذلك تم تقييم محددات تحليل هذه العلاقة الخاصة في ظل نظرية الوكالة، ليتم بعد ذلك تحليل وتشخيص علاقة شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في ظل النظريات الاجتماعية، وتم تحليل أهمية الثقة والتعاون بين هذين الطرفين لنجاح الاستثمار.

بالإضافة إلى ذلك تم توضيح أهم ميكانيزمات الحوكمة التي تم وضعها من قبل شركات رأس المال الاستثماري للتخفيف من المخاطرة الأخلاقية للمسيرين في المؤسسات الممولة، والتي تم شرحها وتصنيفها إلى ثلاثة أصناف تتمثل في الميكانيزمات القانونية، الميكانيزمات المالية، إلى جانب العوامل الأخرى والتي تتمثل في تحسين جو العمل عن طريق الثقة المتبادلة بين شركات رأس المال الاستثماري ومسيري المؤسسات الممولة، واللجوء للتعاون كمفتاح لنجاح الاستثمار.

أما في الجانب الميداني من دراستنا هذه فقد قمنا بمحاولة إسقاط ما هو نظري على واقع شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر من خلال التقرب منها، لمعرفة مدى تطور استثماراتها، ومعرفة رأيها حول نشاط رأس المال الاستثماري في الجزائر بصفة عامة، والطلب على هذا النوع من التمويل وأهم العراقيل التي تواجهها مع المؤسسات الممولة، وفي الأخير أهم الميكانيزمات التي تضعها كل شركة والتي توليها أكبر أهمية للحد من هذه المشاكل، وذلك من أجل ضمان نجاح استثماراتها.

حيث في دراستنا هذه تم عرض إشكالية حول أهم ميكانيزمات الحوكمة في شركات رأس المال الاستثماري ، وكانت الاشكالية كالاتي:

**ما هي ميكانيزمات حوكمة العلاقة الموجودة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين؟**

حيث بعد معالجة جوانب الإشكالية موضوع الدراسة في الجانبين النظري والميداني، مما سمح لنا بالخروج بمجموعة من النتائج الأساسية، التي تقدم إجابات عن الأسئلة المطروحة وتتيح إمكانية التحقق من الفرضيات الموضوعية، ويمكن عرض هذه النتائج من خلال النقاط التالية:

#### - نتائج الدراسة النظرية

- يعتبر التمويل برأس المال الاستثماري تمويل مرتفع المخاطرة لكونه يهتم بتمويل المؤسسات الجديدة التي لا تزال في مرحلة مبكرة من الإنشاء والمشاريع ذات التقنيات والتكنولوجيات الجديدة. كما يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق، لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد وتعظيم قيمة المؤسسة الممولة.

- ظهر التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري بمفهومه الحديث وتطور في الولايات المتحدة الأمريكية،. يرجع نجاح سوق رأس المال الاستثماري بالولايات المتحدة الأمريكية إلى مجموعة من العوامل كاتساع السوق الأمريكية، الحجم الكبير لرؤوس الأموال المخاطرة، ارتفاع الطلب على رأس المال الاستثماري، وجود الوسطاء الماليين وروح المقولة العالية لدى الأمريكيين وحب المغامرة.

- يعد رأس المال الاستثماري في مفهومه التقليدي قريباً من مفهوم ائترك الربح والخسارة في الاقتصاد الإسلامي. لذا يمكن تطبيق العديد من العقود الإسلامية في سوق رأس المال الاستثماري كالمضاربة، المشاركة... وبالتالي يمكن من خلاله جذب فئة المستثمرين المسلمين الذين لا يتعاملون بالربا.

- أظهرت الحكومة الجزائرية اهتمامها بسوق رأس المال الاستثماري مؤخرًا، إذ قامت بوضع إطار قانوني يضبط هذه السوق سنة 2006، تم من خلاله تحديد الهيئات المسؤولة عن عملية الرقابة في السوق كما تضمن الضوابط والتحفيزات الجبائية التي قدمتها الحكومة لكل من المستثمرين وشركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر.

- توجد خمس طرق رئيسية للخروج من استثمارات رأس المال الاستثماري تتمثل في العرض العام للجمهور، بيع الشركة الممولة إلى شركة أكبر منها وبالتالي عبارة عن عملية إدماج لهذه الشركة في شركة أكبر منها، ويقوم كل من صاحب رأس المال الاستثماري والمقاول ببيع حصتها لهذه الشركة الأم، البيع الثانوي أي أن شركة رأس المال الاستثماري تقوم ببيع حصتها لشركة رأس مال استثماري أخرى أو شركة أخرى ويحتفظ المقاول بحصته، إعادة الشراء وهنا يقوم المقاول

بإعادة شراء حصة شركة رأس المال الاستثماري وفي الأخير التصفية في حالة فشل المؤسسة الممولة.

- يعتبر التمويل برأس المال الاستثماري تمويل مرتفع المخاطرة لكونه يهتم بتمويل المؤسسات الجديدة التي لا تزال في مرحلة مبكرة من الإنشاء والمشاريع ذات التقنيات والتكنولوجيات الجديدة، بحيث لا تتوفر لدى متخذي القرار في شركات رأس المال الاستثماري المعلومات الكافية حولها، فحالة عدم التأكد مرتفعة في حالة التمويل برأس المال الاستثماري، وهذا ما يؤدي إلى خلق مشاكل تتمثل في الاختيار المعاكس، والمخاطرة الأخلاقية.

- يمكن تحليل العلاقة الموجودة بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة بتطبيق نظرية الوكالة باعتبار أن شركة رأس المال الاستثماري توكل المسير في المؤسسة الممولة على أموالها من أجل استعمالها لتمويل مؤسسته وفي إطار مصلحتها.

- نتيجة لعلاقة الوكالة بين هذين الطرفين ونتيجة لحالة عدم التأكد وعدم تماثل المعلومات تنتج عدة مشاكل بين شركة رأس المال الاستثماري والمسير في المؤسسة الممولة، قد تؤدي إلى فشل الشراكة بينهما تتمثل في مخاطر قبلية أي قبل إمضاء عقد التمويل مثل الاختيار المعاكس، ومخاطر بعدية بعد إمضاء عقد المساهمة، تتمثل في المخاطرة المعنوية.

- كحل لمشكل الوكالة القائم بين شركات رأس المال الاستثماري ومسيري المؤسسات الممولة، يحق لمؤسسة رأس المال الاستثماري رئاسة المجلس التنفيذي كما يمكنها استبدال المدير التنفيذي، فضلا عن آلية التحفيز، واستعمال ميكانيزمات قانونية ومالية للتخفيض من تضارب المصالح بين هذين الطرفين.

- تتمثل الميكانيزمات القانونية التي تستعملها شركات رأس المال الاستثماري للرقابة على المؤسسات الممولة في عقد المساهمة، اتفاقية الاستثمار.

-توجد ثلاث آليات للرقابة المالية لشركات رأس المال الاستثماري على المؤسسات الممولة في استعمال الأوراق المالية القابلة للتحويل، تعدد أو الشراكة بين المستثمرين وتمويل الاستثمارات بشكل دوري.

- لكن تبقى نظرية الوكالة غير كافية لتفسير وتحليل العلاقة الموجودة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة لعدة أسباب منها عدم وجود تضارب المصالح بين هذين الطرفين نتيجة لخصائص التمويل برأس المال الاستثماري الذي يتميز بدقة اختيار المشاريع والمرافقة والمتابعة المستمرة لتطور المشروع، ومن هنا يمكن تحليل العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة عن طريق تطبيق نظريات العدالة الاجتماعية المتمثلة في نظرية التعاون التي تنص على أهمية التعاون بين هذين الطرفين لنجاح المشروع، ونظرية الثقة المتبادلة بينهما التي تبنى على أساس جودة الاتصال وتبادل المعلومات بين أصحاب رأس المال الاستثماري والمسيرين.

## - نتائج الدراسة الميدانية

فيما يخص الجانب الميداني فإنه وبناءا على النتائج المتحصل عليها من المعالجة الإحصائية للبيانات المتعلقة بأراء افراد العينة فإنه تم التوصل إلى مجموعة من النتائج، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- تتميز معظم شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر بحذرهما الشديد حول مخاطر الاستثمارات وهذا ما أدى إلى عدم انجاز أي شركة لاستثمار مهم.

- يوجد طلب مهم على التمويل برأس المال الاستثماري من طرف المقاولين الجزائريين، إلا أنه يبقى المشكل الذي يواجه شركات رأس المال الاستثماري هو بطئ إجراءات إنشاء المؤسسات في الجزائر.

- تهتم شركات رأس المال الاستثماري الناشطة بالجزائر بميكانيزمات الحوكمة القانونية أكثر من الميكانيزمات المالية لمواجهة المشاكل التي تواجهها مع المؤسسات الممولة.

- تهتم شركت رأس المال الاستثماري في الجزائر بالتمويل بالشراكة وذلك بعقد شركات فيما بينها، والتي تعتبرها أفضل من اللجوء إلى التمويل البنكي، ورغبة منها لاكتساب الخبرة فيما بينها.

ما 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 أسماها 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.

## توصيات الدراسة

بناء على ما سبق، تقدم الدراسة جملة من التوصيات كآلاتي:

- تحسين بيئة الأعمال الجزائرية، ومحاربة البيروقراطية لتسهيل عملية انجاز المشاريع وإنشاء المؤسسات.
- قيام شركات رأس المال الاستثماري بتحسين قدراتها على دراسة واختيار المشاريع الجيدة.
- قيام شركات رأس المال الاستثماري بالمخاطرة وتمويل المؤسسات ذات التكنولوجيا الجديدة والمنتجات الجديدة، وأصحاب الابداعات الجديدة التي بإمكانها أن تكون ثورة في التكنولوجيا الحديثة وبالتالي تحقق ارباح خيالية.
- المتابعة الجيدة من طرف شركات رأس المال الاستثماري لمسيري المؤسسات الممولة دون الضغط عليهم وتحسين العلاقة بينهم لضمان نجاح الشراكة.
- الاستفادة من تجارب الدول الحديثة في التمويل بهذا النوع وخاصة تجربة الولايات المتحدة الأمريكية، التي أثبتت تفوقها وتميزها بالتمويل برأس المال الاستثماري.

## آفاق الدراسة

- قدمت هذه الدراسة تحليلا لنشاط شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر وأهم المشاكل التي تواجه هذه الشركات مع المؤسسات الممولة، حيث تم تحليل العلاقة بين هذين الطرفين وأهم ميكانيزمات الحوكمة التي يمكن أن تساعد على التقليل من تضارب المصالح بين كلا الطرفين، ومما سبق، يمكن وضع عدة توصيات كآفاق لهذا البحث كآلاتي:
- دراسة محددات الطلب على رأس المال الاستثماري من طرف المقاولين الجزائريين.
  - دراسة أهمية التمويل بالشراكة في تحسين أداء شركات رأس المال الاستثماري.
  - دراسة دور رأس المال الاستثماري في تحسين أداء وتنافسية المؤسسات الممولة.
  - تطوير صيغ التمويل بالمشاركة من خلال برأس المال الاستثماري مع صيغ التمويل الإسلامي.

فائمة المراجع

## قائمة المراجع

## أولاً: المراجع باللغة العربية

## أ- الكتب

- 1- عبد العال حماد طارق ، حوكمة الشركات (المفاهيم- المبادئ- التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 2- مشهور وأميرة عبد اللطيف، الاستثمار في الاقتصاد الإسلامي، مكتبة مدبولي، القاهرة، 1990.
- 3- نصر علي عبد الوهاب ، شحاته السيد شحاته، مراجعة الحسابات و حوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- 4- وفا عبد الباسط، مؤسسات رأس المال المخاطر ودورها في تدعيم المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر.

## ب- المجلات، الملتقيات والمؤتمرات

- 1- بريش السعيد ،رأس المال المخاطر كبديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر، الملتقى الدولي :متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الدول العربية .يومي 17 و 18 أبريل 2006 ، إشراف مخبر العولمة و اقتصاديات شمال إفريقيا جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف-الجزائر .
- 2- الدوغجي وعلي حسين، حوكمة الشركات وأهميتها في تفعيل ونزاهة التقارير المالية، مجلة دراسات محاسبية مالية، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، العدد السابع، 2009.
- 3- 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 حسيبة بن بوعلي - شلف-، 2006.
- 4- السويلم سامي ، التورق و التوريق المنظم دراسة تأصيلية، بحث مقدم إلى مجمع الفقه الإسلامي، مكة المكرمة، 2003.
- 5- طلحي سماح ، دور مؤسسات رأس المال المخاطر في دعم وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة -مع عرض تجارب- ، الملتقى الوطني الثاني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتنمية المستدامة واقع وآفاق، يومي 13 و14 نوفمبر 2012، جامعة العربي بن مهيدي-أم البواقي-.

- 6- الطيبي منى، خبرة العمل المصرفي بالحضارة الإسلامية، متوفرة على الموقع: [www.islamonline.com](http://www.islamonline.com) تاريخ المشاهدة 2013/04/10.
- 7- فاضل عبد القادر وبالحديا عبد الله، إعادة هندسة التمويل لمعالجة الخطر الأخلاقي لإدارة الخطر الأخلاقي في النظام المالي، الملتقى الدولي حول الحوكمة وأخلاقيات الأعمال في المؤسسات، جامعة عنابة، الجزائر، 18-19/11/2009.
- 8- قاسم كريم وعمان مريزق، دور حاضنات 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 بو علي-شلف.
- 9- محمد نوري بتول وعلي خلف سلمان، حوكمة الشركات ودورها في تخفيض مشاكل نظرية الوكالة، ملتقى دولي حول الإبداع والتغيير التنظيمي في المنظمات الحديثة، الجامعة المستنصرية، كلية العلوم الاقتصادية، العراق، 2010.
- 10- نوري منير، أثر الشراكة الأوروبية جزائرية 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 بو علي شلف.

### ج- الرسائل والمذكرات الجامعية

- 1- بن زواي محمد شريف، هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر (حالة الجزائر)، مذكرة ماجستير بالمدرسة العليا للتجارة-الجزائر-، 2011.
- 2- مسير ورباب وهاب، دور المعلومات المحاسبية في تقويم الأداء الإستراتيجي في ظل مفاهيم نظرية الوكالة - دراسة ميدانية في عينة من الشركات الصناعية المساهمة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، 2009.

### د- النصوص التشريعية والتنظيمية

- 1- المرسوم الرئاسي رقم 04-134 المؤرخ في 19 أبريل 2004 والمتضمن القانون الأساسي لصندوق ضمان قروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.
- 2- القانون رقم 06-11 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.
- 3- المرسوم التنفيذي رقم 08-56 الصادر في 11 فيفري 2008، المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة رأس المال الاستثماري.

## هـ - التقارير

- التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2010.

## ي- المواقع الالكترونية الرسمية

1. Thomson & National Venture Capital Association, [www.nvca.org](http://www.nvca.org), 10/09/2011, 23:16.
2. Taiwan Private Equity And Venture Capital Association, [www.tvca.org](http://www.tvca.org), 14/12/2010.
3. الموقع الرسمي لمؤسسة سوفينانس، [www.sofinance-dz.com](http://www.sofinance-dz.com)، 2011/10/20.
4. الموقع الرسمي للشركة الجزائرية السعودية للاستثمار، <http://www.asicom.dz>، 2011/10/20.
5. <http://www.idbe-egypt.com/doc/nshat.doc>
6. - <http://www.mfti.gov.eg/SME/Studies4.htm>/ vue le 18/02/2013
7. - [http://www.evca.com/html/PE\\_industry/glossary.asp](http://www.evca.com/html/PE_industry/glossary.asp)
8. Dow Jones Venture Source, 2012.
9. Yassine Maamri, **présentation de la société « el djazair istithmar »**,

## ثانيا: المراجع بالغات الأجنبية

- 1- Bernard Guilhon & Sandra Montchaud, Le capital-risque : mécanisme de financement de l'innovation, Lavoisier, Paris, 2008.
- 2- Bessis Joël, Capital risque et financement d'entreprises, Economica, Paris.
- 3- Bouatouata K-D, le capital investissement : enjeux et perspectives, Ed, Grand Alger livre, Alger, 2005.
- 4- Briane Hill and Deepower, inside secrets to venture capital, john wiley & sons, inc, 2001.
- 5- C. Marchand, Economie des interventions de l'état, ED.PUF, paris 1999.
- 6- Chan Y, Learning, control and performance requirements in venture capital contrast, international economic review, Vol31, 1990
- 7- CHERIF Monder et Stéphane DUBREUILLE, création de valeur et capital investissement, collection Synthex Pearson éducation, France, 2009.
- 8- Christophe BONNET, La confiance entre capital investisseurs et dirigeants : conséquences comportementales et influence sur la performance financière, Finance Contrôle Stratégie – volume 8, N°2, juin 2005.
- 9- Douglas Cumming, Venture Capital: Investment Strategies, Structures and Policies, Wiley & Sons, Canada, 2010
- 10- Douglas J.Cumming & Sofia A. Johan, Venture Capital and Private Equity Contracting An International Perspective, Elsevier Inc, United States, 2009.
- 11- Eric Stéphane, La relation capital risque/PME fondement et pratique, Edition de Boeck université, 2003.

- 12- Gerald A. Benjamin and Joel B. Marghulis, Angel Capital, How to Raise Early stage Private Equity Financing, Wiley Finance, 2005.
- 13- J. B. Barney, the relationship between venture capitalists and managers in new firms: Determinants of contractual covenants, Managerial Finance volume 20 Number 1 in Emarlad Backfiles 2007, 1994.
- 14- JEAN LACHMAN, capital risque et capital investissement, édition economica, paris, 1999
- 15- Jonathan D. Arthurs et Lowell W. Businetz, Theoretical Foundations of the Venture Capitalist / Entrepreneur Relationship: Current Issues and Future Directions, University of Oklahoma, Norman, OK 73019-4006, 2003.
- 16- Kreps . D, Corporate culture, and economic theory, Alt J Shepsie K. Édition, perspective on positive political economy, Cambridge university Press.
- 17- Mahieux X , La gestion déléguée dans les fonds de capital investissement: relation d'agence et clauses contractuelles des fonds, Revue d'économie financière mars, 2010
- 18- Maik Kleinschmidt, Venture Capital, Corporate Governance, and firm value, gabler edition wissenschaft, 2007.
- 19- Mark St Giles et al, Managing Collective Investment Funds, Second Edition, John Wiley Edition, England, 2003
- 20- Monder Cherif, Ingénierie financière et private equity, Revue Banque Edition, France, 2003.
- 21- Monder Cherif, Le capital-risque, Revue Banque Edition, Paris, 2000
- 22- Murat Tasci, Venture Capital, Forbes, 2004.
- 23- Povaly Stefan, Private Equity Exits: Divestment Process Management for Leveraged Buyouts, Springer Berlin Heidelberg New York, 2007.
- 24- Richard Thompson, Real Venture Capital: Building International Businesses, Palgrave Macmillan, China, 2008
- 25- 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.
- 26- SAHLMAN. W.A, The structure and governance of venture capital organizations, Journal of Financial Economics, 1990
- 27- Sarker & Mvjvmdar, Strategic Business Management and Banking – Deep & Deep Publication, newdelhi – India, 2005.
- 28- Shepherd. D et Zacharkis A, the venture capitalist-entrepreneur relationship: control, Trust and confidence in cooperative behavior, venture capital vol 3.

29-

## 2. les articles, les colloques et les congrès

- 1- - Eric stéphany et Gêrôme pouget, gouvernance de la relation capital risqueur-entrepreneur, 6° Congrès international francophone sur la PME - Octobre 2002 - HEC – Montréal.
- 2- Abdullaah Jalil, " Islamic Venture Capital: A New Source of Islamic Equity Financing", Seminar Ekonomi dan Kewangan Islam, ESSET. Bangi, 29-30 August 2005

- 3- 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.
- 4- Anders Isaksson, Studies on the venture capital process, Umeå School of Business UMEÅ UNIVERSITY, Sweden, 2006.
- 5- Bernard Paulre, Le capital risqué aux états unis, Recherche effectuée dans le cadre d'une convention avec CDC institute, Paris, 2003.
- 6- Bouatouata K-D, les idées de financement des start-up, colloque international, Medinnov 13 et 14 Avril 2005, château Gombert, Marseille.
- 7- Brander J.A., R. Amit and W. Antweiler, Venture capital syndication: improved venture selection versus the value-added hypothesis, Journal of Economic and Managerial Strategy, 2002,
- 8- Bushman, Robert & others, Financial Accounting Information, Organizational complexity & Corporate Governance Systems, Journal of Accounting & Economics, Vol 37, 2004.
- 9- Bygrave WD., Early Rates of Return of 131 Venture Capital Funds Started 1978-1984, Journal of Business Venturing, 1989.
- 10- Corporate Governance Concepts, "By Center for International Private Enterprise", Arabic Translation, Center for International Private Enterprise , 2003.
- 11- Daniel M. Cable and Scott Shane, A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships, The Academy of Management Review, Vol. 22, No. 1 (Jan., 1997).
- 12- David CARASSUS, Nathalie GARDES, Audit Légal Et Gouvernance D'entreprise : une lecture théorique de leurs relations, Conférence internationale de l'enseignement et de la recherche en comptabilité, Bordeaux, 29-30 septembre 2005.
- 13- Fawzy, S, Assessment of Corporate Governance in Egypt. Working Paper No. 82, Egypt, The Egyptian Center for Economic Studies, 2003.
- 14- Hélène PLOIX, gouvernance d'entreprise pour tous, dirigeant, administrateurs et investisseurs, collection HEC, paris, 2006.
- 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.
- 16- Jacques SAINT-PIERRE, Finance islamique et capital-risque, université LAVAL, working paper, 2008.
- 17- Jean Matauk, "Financing Innovation: An historical approach", Journal of Innovation Economics n 06, university of Montpellier 1, France, 2010.
- 18- Jérôme Glachant, Jean-Hervé Lorenzi *et* Philippe Trainar, Private equity et capitalisme français, rapport, paris, 2008.
- 19- Kaplan et Stromberg, "How do venture capitalists choose investments? ", Working Paper, University of Chicag, 2000.

- 20- Khalil Ammar, LA Banque De Financement Des Petites et Moyennes Entreprises, Séminaire International sur la promotion du financement de la PME, Alger le 27-28 Septembre 2005.
- 21- Muriel Dal-Pont Legrand et Sophie Pommet, Les choix de syndication du capital risque:diversification du risque versus création de valeur, Université de Nice-Sophia Antipolis et GREDEG CNRS, travail de recherche, 2008.
- 22- Philippe Desbrières, la relation capital - investissement dans les firmes industrielles et commerciales, Working Papers FARGO, No1000502, Université de Bourgogne, 2000.
- 23- Susheng Wang and Hailan Zhou, Staged Financing in Venture Capital:Moral Hazard and Risks, working paper, 2002.
- 24- William L. Megginson, "Toward a Global Model of Venture Capital? ", Journal of Applied Corporate Finance, Volume 16 . 1 , United States, 2004.
- 25- Yadong LUO, Corporate governance and accountability in multinational enterprises: Concepts and agenda, Journal of International Management, 11 (2005) 1 – 18.
- 26- Yuk-Shee Chan & others, "Learning, Corporate Control and Performance Requirements in Venture Capital Contracts", International Economic Review, Vol. 31, No. 2, Blackwell Publishing for the Economics Department of the University of Pennsylvania and Institute of Social and Economic Research - Osaka University, 1990.

### 3. les thèses et mémoires universitaire

- 1- TO HUY Vu, Les facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital risque français thèse du Doctorat en Sciences de Gestion, Université Nancy 2, 2010.
- 2- Safa Ben Thabet, perfermonce et private equity :une analyse approfondie des operations de rachat avec effet de levier(LBO), thèse de doctorat dirigé par Mondher Cherif, 2009.
- 3- Amina Ouerdane, le financement des petites et moyennes entreprises par le capital risque-le cas Algérienne-, mémoire magistère, l'école supérieure de commerce Alger, 2007.

- 4- Guillaume Friedel, Private equity:Acquisition ,IPO et performance, mémoire de recherche, HEC paris.
- 5- Aisse Salah, Le capital risque au MAROC :contribution a l'élaboration d'un cadre juridique, fiscale, comptable et d'accompagnement, mémoire présenté pour l'obtention de diplôme d'expertise comptable, Institut supérieure de commerce et d'administration de CASABLANCA, 2003.
- 6- Yahiaoui Samir, Le capital investissement en Algérie : état des lieux et contraintes, Mémoire de Magistère, Université Mouloud Mammeri de Tizi-Ouzou, 2011.

قطعة الملاحق

الملحق رقم (1)  
الاستبيان باللغة العربية



القسم الأول: إستراتيجية شركة رأس المال الاستثماري

1. ما هو عدد المشاريع المكونة للمحفظة المالية لشركتكم حسب مرحلة تطور المشروع؟

مرحلة تطور المشروع	مهم جدا	مهم	غير مهم
مرحلة الإنشاء			
مرحلة التطور			
مرحلة التحويل			

2. هل تم الخروج من أحد الاستثمارات التي قمتم بها؟

نعم  لا

5. ماهي طرق الخروج من المؤسسات الممولة المحددة في استراتيجية شركتكم حسب الأولوية؟

- الدخول إلى البورصة (العرض العام على الجمهور).
- بيع المؤسسة الممولة لصاحب المشروع.
- شراء المؤسسة من طرف شركة رأس المال الاستثماري.
- بيع المؤسسة نهائيا.

3. تتراوح مدة تمويلكم للمشاريع بين:

- سنة وثلاث (3) سنوات
- ثلاث (3) وخمسة (5) سنوات
- أكثر من خمس (5) سنوات

4. من بين الاتجاهات الآتية، تعتبر إستراتيجية شركتكم:

- حذرة: مخاطرة ضعيفة وأرباح ومردودية معتدلة.
- متوازنة: مخاطرة ضعيفة ومردودية متوسطة.
- ديناميكية: مخاطرة مرتفعة ومردودية مرتفعة.
- مخاطرة : مخاطرة كبيرة جدا بهدف تعظيم المردودية.

5. هل يمتلك مسيرين المؤسسات الممولة من طرف شركتكم قدرات تسييرية؟

-  نعم  لا

6. من بين القيود التي تعيق تطور التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري من الناحية التسييرية:

الجملة	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1- غياب شفافية المعلومات					
2- غياب الثقافة التسييرية					
3- غياب ميكانيزمات الخروج					
4- انتهازية المسيرين					
5- غياب روح المقابلة لدى المقاولين الجزائريين					
6- قيود أخرى					

ماهي هذه القيود الاخرى؟

.....

القسم الثاني: تضارب المصالح بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين في المؤسسات الممولة

1. ماهي مصادر تضارب المصالح بين والمسيرين في المؤسسات الممولة؟

الجملة	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
1- غياب شفافية التسيير					
2- خداع المساهمين بالأغلبية والهيمنة على اتخاذ القرارات					
3- عدم احترام مواعيد انعقاد الاجتماعات					

2. تتمثل تضارب المصالح بين شركتكم ومسيرين المؤسسات الممولة في:

العبارة	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
- ارتباط مسيرا لمؤسسة الممولة بالمساهم بالأغلبية.					
- إخفاء المعلومات من طرف مسير المؤسسة الممولة					
- ترتبط مخاطر المؤسسة الممولة بمرحلة تطورها.					
- عدم تطبيق حلول وتوصيات مجلس الإدارة					
- طموح المسيرين لبقاء مناصبهم بالمؤسسة.					
- الانحراف الى غايات أخرى للمساهمات المالية عن طريق رأس المال الاستثماري					

3. تعتبر تضارب المصالح بين المسير وشركة رأس المال الاستثماري الأكثر خطورة بالنسبة لأصحاب رأس المال الاستثماري:

- تضارب المصالح قبل العقد
- تضارب المصالح بعد العقد
- أخرى

أذكرها.....  
.....

القسم الثالث: ميكانيزمات حوكمة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري ومسيرين المؤسسات الممولة

1. رتب حسب الأولوية لميكانيزمات الحوكمة الأكثر استعمالاً من طرف شركتكم؟

- عقد المساهمة
- اتفاقية الاستثمار
- مشاركة شركة رأس المال الاستثماري في مجلس الإدارة للمؤسسة الممولة
- ميكانيزمات أخرى

أذكرها.....  
.....

2. ما هي ميكانيزمات الحوكمة المالية الأكثر استعمالاً من طرف شركتكم؟

- التمويل عبر المراحل
- التمويل بالشراكة
- الأوراق المالية القابلة للتحويل
- ميكانيزمات أخرى

أذكرها.....  
.....

3. إذا قامت شركة رأس المال الاستثماري باستعمال ميكانيزم التمويل بالشراكة، فما هي شركة رأس المال الاستثماري التي قمتم بالشراكة معها؟

.....

4. ما هو دور الثقة والتعاون في العلاقة بين شركة رأس المال الاستثماري ومسيري المؤسسات الممولة

العبارة	غير موافق بشدة	غير موافق	محايد	موافق	موافق بشدة
- تأثير الاتصال وتبادل المعلومات على إستراتيجية التعاون يكون أكبر خلال المراحل الأولى من حياة المؤسسة الممولة.					
- احتمال التعاون بين شركة رأس المال الاستثماري والمسيرين ترتفع بتحسن مستوى الاتصال وتبادل المعلومات بينهما.					
- إستراتيجية الإخلال أكثر مردودية بالنسبة لشركة رأس المال الاستثماري من إستراتيجية التعاون.					
- إستراتيجية الإخلال بالنسبة لمسيري المؤسسات الممولة أكثر مردودية من إستراتيجية التعاون.					
- أهم الاستثمارات الناجحة هي الاستثمارات المبنية على الثقة بين شركة رأس المال الاستثماري والمسير.					

### أسئلة عامة

#### 1. المؤهل العلمي

- أقل من ليسانس
- ليسانس
- ماجستير
- دكتوراه

شهادة أخرى، ما هي.....

#### 2. الوظيفة

- مدير عام
- مدير مالي
- عضو في المجلس
- مدقق داخلي

- وظيفة أخرى، ما هي.....

#### 3. الخبرة

- أقل من 5 سنوات
- بين 5 و 10 سنوات
- بين 10 و 15 سنة
- أكثر من 15 سنة

تقبلوا منا فائق الاحترام والتقدير

**الملحق رقم (2)  
مستبيان باللغة الفرنسية**

République Algérienne Démocratique et Populaire

Ecole Supérieure de Commerce-ALGER-



Thème de recherche :

**La gouvernance de la relation entre les sociétés de capital investissement et les dirigeants des entreprises financés**

Elaboré par l'étudiante : **ABED Nacira**

Je suis étudiante à l'Ecole Supérieure de Commerce d'Alger en phase de préparation du mémoire sur le thème de : « **la gouvernance de la relation entre les sociétés de capital investissement et les dirigeants des entreprises financés** », pour l'obtention du diplôme de **Magistère en sciences commerciales et financiers option: Finance**.

**Cas pratique** : sociétés de capital investissement en Algérie

C'est dans ce contexte que je vous prie de bien vouloir de répondre au questionnaire ci- joint, afin me permettre réaliser l'objectif de ma recherche.

Je vous prie de noter, que toute information mentionnée sera utilisée seulement dans le cadre de la présente recherche et ne sera ni diffusée ni divulguée.

Je vous remercie d'avance pour votre compréhension et votre collaboration.

**NB** : ce questionnaire restera anonyme.

**Partie N°1 : la stratégie de la société de capital investissement**

Remarque : mettre une (X) à la réponse adéquate

**1. Quels sont les segments du capital investissement prioritaire dans votre stratégie**

Le segment	Très important	important	Moyennement important	Faiblement important	Non utilisé
Création					
Développement					
Transmission					

**2. est ce que vous avez déjà réinvesti dans une entreprise après le dénouement de la participation ?**

Oui  Non

**3. Classez par ordre de priorité les méthodes de sorties les plus utilisés dans votre stratégie :**

La méthode	Classement (1 -4)
Introduction en bourse	
Rachat par l'entrepreneur	
Rachat par capital investisseur	
La cession d'entreprise	

**4. quel est le nombre moyen annuel de demande de financement par capital investissement reçues par votre société**Le nombre est **5. Quel est l'horizon d'intervention temporel de votre stratégie?**

- Entre 1 et 3 ans
- Entre 3 et 5ans
- Entre 5ans et 7ans
- Plus de 7 ans

**6. Quel est l'horizon d'intervention temporel effectif ?**

- Entre 1 et 3 ans
- Entre 3 et 5ans
- Entre 5ans et 7ans
- Plus de 7 ans

**7. Parmi les orientations suivantes, laquelle correspond le mieux à votre Profil d'investissement ?**

- Prudent : Risque très faible et une rentabilité modérée.
- Equilibré : Risque faible et une rentabilité moyenne.
- Dynamique : Risque élevé dans un objectif de rentabilité élevé.
- Offensif : Risque très élevé dans un objectif de rentabilité maximale.

**8. estimez vous que les dirigeants des entreprises financées par votre société disposent de capacités managériales ?**

- Oui  Non

**9. parmi les critères suivants, lesquels d'après vous affectent et entravent la pratique du capital investissement ?**

Rubrique	Fortement en désaccord	Désaccord	Neutre	d'accord	fortement D'accord
1- Manque de transparence de l'information					
2- L'absence de culture managériale					
3- Absence des mécanismes de sortie					
4- L'opportunisme des entrepreneures					
5- Faible climat général des affaires en Algérie					
6- Autre (citez-le)..... .....					

**Partie N°2 : problèmes liés à la gouvernance d'entreprise**

**1. Jugez vous que le pacte d'actionnaire est suffisamment négocié avec les dirigeants des entreprises financées ?**

- Oui  Non

- Si non : à quel niveau vous situez les insuffisances :

- Les clauses destinées à contrôler la répartition du capital
- Les clauses destinées à organiser les pouvoirs de l'investisseur minoritaire
- Les clauses particulières :

## 2. Quelles sont les sources des conflits d'intérêts entre le capital investisseur et l'entrepreneur ?

Rubrique	Très important	important	Moyennement important	Faiblement important
- L'absence de transparence dans la gestion				
- L'abus de majorité et l'individualisation dans les prises de décision				
- Le non respect de la périodicité de la tenue des réunions des organes statutaires				

## 3- Quels sortes de conflits d'intérêts rencontrés par le capital investisseur et les dirigeants des entreprises en portefeuille:

	Fortement en désaccord	Désaccord	Neutre	d'accord	fortement D'accord
- Rétention de l'information par le dirigeant					
- La non application des résolutions et recommandations des organes statutaires de la société					
- Le détournement à d'autres fins des apports financiers du capital investisseur.					
- Les tentations d'enracinement opérées par le dirigeant au sein de l'entreprise					
- La dépendance du dirigeant vis-à-vis de l'actionnaire majoritaire					

## 4- Quels sont les conflits d'intérêts les plus risqués pour la société de capital d'investissement ?

- les conflits précontractuels.
- les conflits post-contractuels.
- autre.

**Partie N° 3 : les mécanismes de gouvernance de la relation entre le capital investisseur et l'entrepreneure :**

1- **Quels sont les mécanismes ou bien les systèmes les plus importantes mises en place par votre société pour régler ces conflits d'intérêts des entrepreneures ?**

Rubrique	Très important	important	Moyennement important
- les leviers juridiques			
- les leviers financiers			
- Autre( citez le) ..... .....			

2- **Quels sont les mécanismes juridiques les plus importantes mises en place par votre société pour régler les conflits d'intérêts des entrepreneurs ?**

Rubrique	Très important	important	Moyennement important	Faiblement important
- Le pacte d'actionnaire				
- Convention d'investissement				
- La présence de capital investisseur au conseil d'administration				
- Autre(citez le).....				

3- **Quelles sont les leviers financiers les plus importantes mises en place par votre entreprise pour régler les conflits d'intérêts des entrepreneures ?**

Rubrique	Très important	important	Moyennement important	Faiblement important
- Le financement par étapes				
- La syndication				
-Les titres financiers hybrides(convertibles)				
- Autre(citez le).....				

4- **Pour quel but vous utilisez la syndication ?**

- Améliorer la performance de votre société
- Le partage d'information
- Le partage de risque

**5- quelles est le rôle de confiance et la stratégie de coopération entre les sociétés de capital investisseur et l'entrepreneure ?**

	Fortement en désaccord	Désaccord	Neutre	d'accord	Très D'accord
- l'effet de communication sur la stratégie de coopération est grand pendant les premiers stades de développement de l'entreprise					
- la probabilité de coopération entre l'entrepreneur et le capital investisseur est augmentée avec la qualité de leur communication					
- la stratégie de défection de société de capital investissement est plus rentable que la stratégie de coopération.					
- la stratégie de défection des dirigeants des entreprises est plus rentable que sa coopération avec la société de capital investissement.					
- la clé de succès de capital investissement est la confiance entre le capital investisseur et les dirigeants.					

**Question générale**

- Niveau scolaire: inférieure à la licence                       - licence
- magistère                       - Doctorat
- Autre diplômes (s'il vous plaît indiquer) .....

- Fonction:**                      Directeur Général                       Directeur Financier
- Membre du conseil                       Auditeur interne

Autre (s'il vous plaît indiquer).....

- **Expérience:**                      moins de 5 ans                       de 5 à 10 ans
- De 10 à 15 ans                       plus de 15 ans