

**الفصل الثالث: دراسة ميدانية حول
محددات العرض على التمويل برأس
المال الاستثماري في الجزائر**

بدأ رأس المال الاستثماري في وقتنا الحالي يحظى باهتمام الباحثين والحكومات، حيث بدأت معظم الدول الاهتمام به وتقديم التحفيزات اللازمة من أجل تطويره لما له من خصائص وأهداف تساعد في التنمية الاقتصادية، وبعد أن تطرقنا في الفصل الأول الى نشأته وأهم مميزاته وخصائصه وبصفة عامة تقديم الإطار النظري لرأس المال الاستثماري، سيتم في هذا الفصل تقديم واقع سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر، ومدى تطوره وأهم شركات رأس المال الاستثماري الناشطة فيه.

وفي اخر الفصل وبعد الاطلاع على الدراسات السابقة سنحاول عرض أهم المحددات التي تؤثر على عرض التمويل برأس المال الاستثماري، لكي يتم في الأخير استنتاج أهم السياسات الإصلاحية والمساعدة على نمو هذه الاستراتيجية التمويلية في الجزائر.

أيضا سيتم التطرق الى مخاطر التمويل برأس المال الاستثماري، بصفة خاصة المخاطر المتعلقة بالعلاقة بين المستثمر المتمثل في (شركة رأس المال الاستثماري) والمقاول الحاصل على التمويل أي (المؤسسة الممولة)، ليتم في الأخير استنتاج أهم اليات الحوكمة التي من شأنها تخفيض نسب فشل المشروع الممول برأس المال الاستثماري.

ولهذا قد تم تقسيم هذا الفصل الى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: واقع سوق رأس المال الاستثماري في الجزائر؛

المبحث الثاني: محددات العرض على التمويل برأس المال الاستثماري؛

المبحث الثالث: حوكمة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة

المبحث الأول: 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: الإطار القانوني لسوق رأس المال الاستثماري في الجزائر

1. نشأة سوق رأس المال الاستثماري بالجزائر

ظهر رأس المال المخاطر بالجزائر في بداية التسعينيات، 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 2008¹ 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

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

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 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.¹

2. 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، وجاء لتنويع المنظومة التمويلية وتطوير وساطة مالية كانت شبه غائبة في الساحة الوطنية، حيث يشير المشرع في المادة الأولى أن القانون يهدف الى تحديد شروط ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري ويحدد في الوقت نفسه كيفية انشاء شركة رأس مال استثماري وسير نشاطها، ويحتوي هذا المنشور القانوني على مجموعة من المواد قسمت الى ستة فصول بالترتيب وهي:²

الفصل الأول: موضوع وقانون أساسي لنشاط رأس المال الاستثماري.

الفصل الثاني: يحدد ممارسات نشاط رأس المال الاستثماري.

¹التقرير السنوي للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، الجزائر، 2010

² Journal officiel de la république Algérienne n°42, **Loi 06-2006**, Apparus le 25/06/2006.

الفصل الثالث: يتناول مواد تحدد قواعد الحصول على مساهمات وقروض من طرف شركات تمويل متخصصة برأس المال الاستثماري.

الفصل الرابع: يشير للموارد المالية لشركة رأس المال الاستثماري.

الفصل الخامس: عرض للأحكام المعمول بها فيما يتعلق بكيفية رقابة المؤسسات الممولة.

الفصل السادس: النظام الضريبي.

وسوف يتم عرض ظروف نشأة سوق رأس المال الاستثماري بالجزائر وكيفية تنظيمها، بغرض فهم تصور الحكومة لهذه السوق.

1.2. تعريف رأس المال الاستثماري عند المشرع الجزائري

يعرف المشرع الجزائري شركات رأس المال الاستثماري في الفصل الأول من القانون رقم 11-06 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 الخوصصة.¹

وقد ركز المشرع الجزائري على تحدد كفاءات تدخل شركة الرأس مال الاستثماري، والتي تتمثل فيما يلي:²

- 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.

- رأس مال التحويل.

2.2. ضوابط الحصول على التمويل عن طريق رأس المال الاستثماري

نص القانون رقم 11-06 الصادر بتاريخ 24 جوان 2006 على مجموعة من الضوابط، ثم تم توضيحها أكثر من خلال المرسوم التنفيذي رقم 56-08 الصادر في 11 فيفري 2008

¹المادة 02 والمادة 03 من القانون رقم 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.
²المادة 04 من القانون رقم 11-06 المؤرخ في 24 جوان 2006 والمتعلق بشركات رأس المال الاستثماري.

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.

1.2.2. 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 وضع 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.¹

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

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.

2.2.2. الضوابط المتعلقة برخصة ممارسة نشاط رأس المال المخاطر

تنص المواد 11، 12 و13 من القانون الصادر في 24 جوان 2006 المتعلق بشركة رأس المال الاستثماري الشروط 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 ضمنا، بالإضافة إلى شروط سحب الرخصة سواء بطلب من مؤسسة رأس المال الاستثماري أو بسبب الإخلال الخطير بالتشريع.

¹ المادة رقم 02 من المرسوم التنفيذي رقم 08-56 الصادر في 11 فيفري 2008، المتعلق بشروط ممارسة نشاط شركة رأس المال الاستثماري.

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

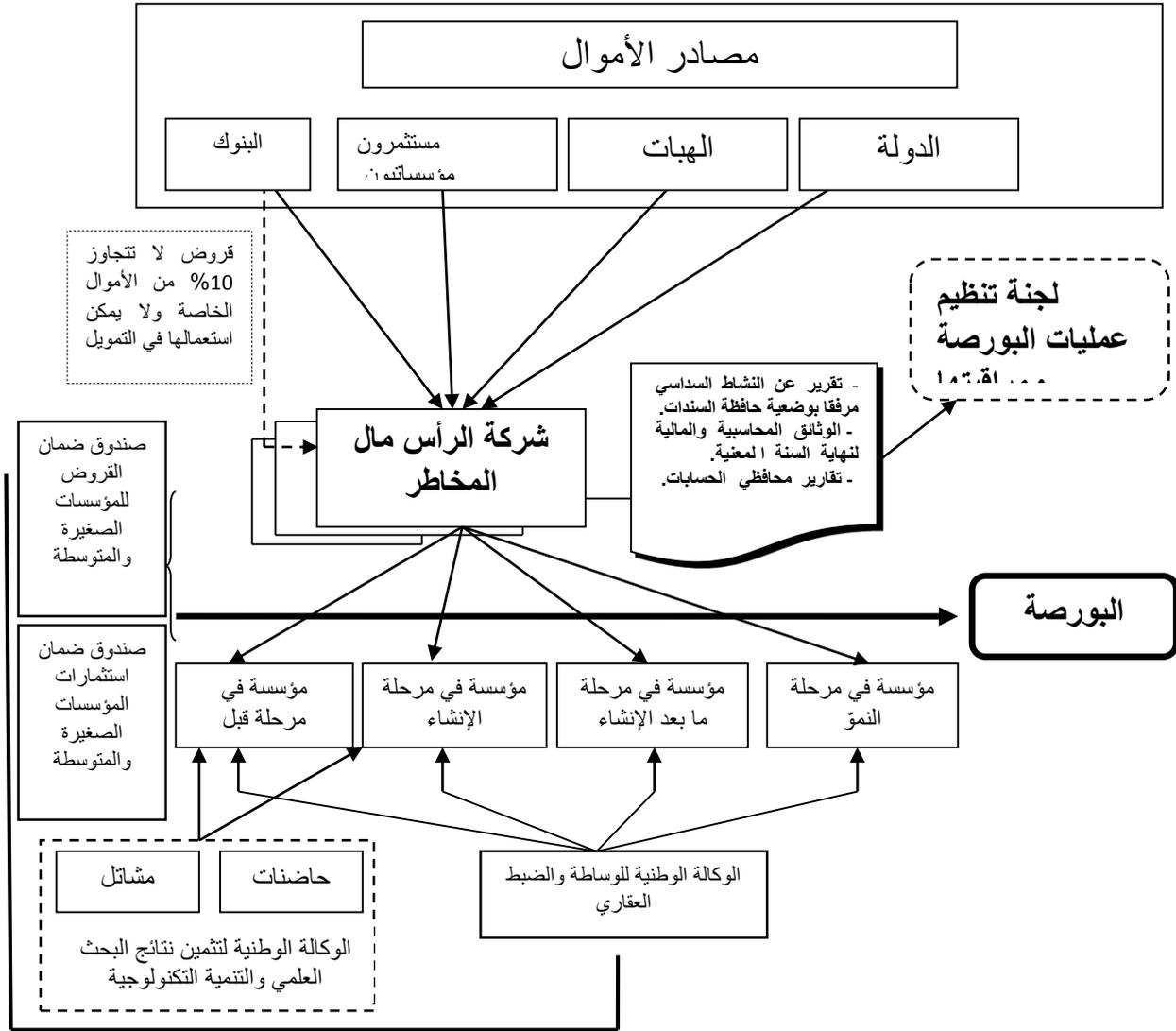
3.2.2. الضوابط المتعلقة بالحصول على التمويل من شركات رأس المال المخاطر

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:¹

- 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.

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

شكل رقم(3-1): التنظيم العام لسوق رأس المال الاستثماري بالجزائر



المؤسسات والهيكل المساعدة

المصدر: محمد شريف بن زواي، هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر (حالة الجزائر)، مذكرة ماجستير بالمدرسة العليا للتجارة - الجزائر، 2011، ص83.

من الشكل نلاحظ أن مصادر الأموال في شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر تتمثل فيك الهيئات، البنوك، المستثمرين المؤسساتيين والدولة، حيث تقوم هذه الهيئات بالمساهمة برأس مال في شركات رأس المال الاستثماري التي تعمل تحت مراقبة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، لكي تقوم فيما بعد شركات رأس المال الاستثماري باستثمار هذه الأموال عن طريق تمويل المشاريع الجديدة في مختلف المراحل المذكورة سابقا.

المطلب الثاني: تطور نشاط شركات رأس المال الاستثماري 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.

ويمكن تقسيم سوق رأس المال الاستثماري إلى ثلاث أنواع من الشركات كالآتي:

جدول رقم(3-1): أنواع شركات رأس المال الاستثماري الناشطة في الجزائر

شركات رأس المال الاستثماري العمومية	شركات رأس المال الاستثماري المختلطة	شركات رأس المال الاستثماري الأجنبية
<p>الجزائر استثمار El Djazair</p> <p>Istithmar</p> <p>سوفينونس SOFINANCE</p> <p>الصندوق الوطني Le FNI للاستثمار</p> <p>صناديق الاستثمار الولائية (48) صندوق)</p>	<p>شركة فينالب Finalep</p> <p>شركة أسيكوم Asicom</p>	<p>AFRICINVEST</p> <p>Abraaj</p> <p>SWICORP</p> <p>RIVA & GARCIA</p>

المصدر: Yazid taalba, Financement de l'économie :role des institutionnels, Alger 3
juin 2014, p16.

1. تطور نشاط شركة فينالب "Finalep"

1.1. تقديم الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP)

أسست الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة (FINALEP) بعد مجموعة من الاجتماعات التي قام بها بنك الجزائر ووزارة المالية مع البنك الأوربي للاستثمار، الوكالة الفرنسية للتنمية والصندوق الألماني للتعاون من أجل تقديم دعم لتنمية الاستثمار في الجزائر. بتاريخ 15

نوفمبر 1990، تم إمضاء اتفاقية سمحت بإنشاء الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة فيما بعد. وقد بلغ رأس مال الشركة عند إنشائها 73.750.000 دج موزعة على بنك التنمية المحلية بنسبة 40%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 40%. وبعد انضمام البنك الأوربي للاستثمار وصل رأس مالها إلى 159.750.000 دج يحوز عليه كل من بنك التنمية المحلية بنسبة 40%، الوكالة الفرنسية للتنمية بنسبة 28,74%، القرض الشعبي الجزائري بنسبة 20% والبنك الأوربي للاستثمار بنسبة 11,26%. وتعتبر الشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة أول شركة رأس مال استثماري في الجزائر، بدأت نشاطها الفعلي سنة 1995.

2.1. 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 (2-3): المحفظة المالية للشركة المالية الجزائرية الأوروبية للمساهمة

اسم المؤسسة الممولة	النشاط	مرحلة التطور
الشركة الجزائرية اليونانية Atlas Tobacco spa	زراعة التبغ	رأس المال الإنشاء
Technosolar système photovoltaïque	صناعة اللوحات الشمسية الفوتوفلتائية	رأس المال الإنشاء
الشركة الجزائرية الأوروبية للأدوية والأجهزة الطبية (somedial)	إنتاج حبوب منع الحمل (les contraceptifs)	رأس المال الإنشاء
Conside/Spa	صناعة ميكانيكية	رأس المال الإنشاء
Eis	الصناعة الالكترونية	رأس مال التنمية
Recta Fonderie	الصناعة الميكانيكية	رأس مال التنمية

¹ منير نوري، أثر الشراكة الأوروبية الجزائرية على تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ملتقى دولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية يومي 17 و18 أبريل 2006، إشراف مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي شلف، ص ص: 870-871.

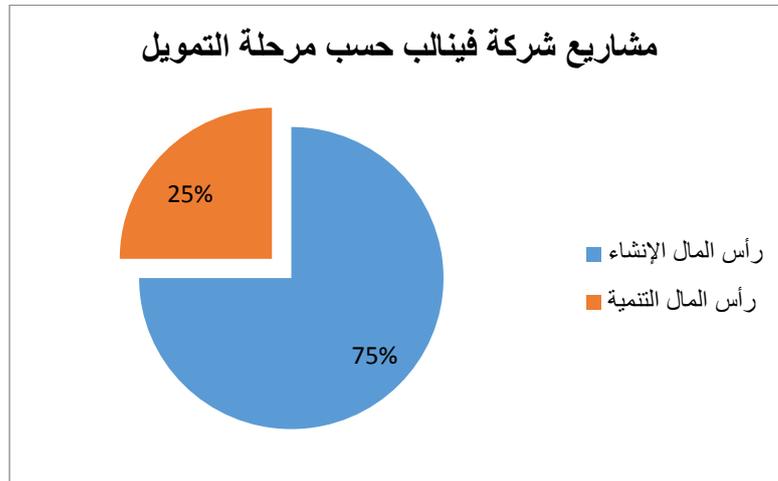
رأس مال الإنشاء	البناء والعقارات	Meditbat
رأس المال الإنشاء	الصناعة الغذائية	Soyamin
رأس المال الإنشاء	الصناعة التحويلية	Métal moda création
رأس المال الإنشاء	الزراعة	Richter
رأس المال الإنشاء	الزراعة الغذائية	Milok
رأس المال التنمية	الصناعة الكيماوية	Cochima

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على وثائق شركة فينالب.

وحسب مدير المساهمات " بلعدي عمر" فإن شركة (FINALEP) تستثمر في الوقت الحالي في حوالي 15 مشروع ، كما أنها سجلت الخروج من ثلاث مشاريع خلال الفترة 2004 و2005 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.

الشكل رقم(3-2): توزيع مشاريع شركة فينالب حسب مرحلة التمويل



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول أعلاه.

2. الشركة المالية للاستثمار، المساهمة والتوظيف (SOFINANCE)

1.2. تقديم المؤسسة: هي مؤسسة مالية عمومية متخصصة في الاستثمار يبلغ رأس مالها خمسة ملايين دينار جزائري، تم اتخاذ قرار إنشائها من طرف المجلس الوطني لمساهمات الدولة في 06 أوت 1998، من أجل تطوير الإنتاج الوطني وتطوير منتجات مالية جديدة، وتم منحها الموافقة لبدء نشاطها من طرف بنك الجزائر في 09 جانفي 2001.¹

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

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.²

2.2. 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 (3-3): 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 مكبرات الالمينيوم	AGMS

¹الموقع الرسمي للمؤسسة: www.sofinance-dz.com، 2013/01/15.

² 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.

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(3-4): تطور المبالغ المستثمرة من طرف الشركة المالية للاستثمار،
المساهمة والتوظيف عن طريق رأس المال المخاطر للفترة 2008-2010
الوحدة:(ب 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 1781 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/ voir le 16/03/2016

3. الشركة الجزائرية السعودية للاستثمار (ASICOM)

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

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.¹

تهدف الشركة الجزائرية السعودية إلى الاستثمار في كل المجالات وجميع القطاعات وعلى وجه خاص في الصناعة والعقار والسياحة والزراعة، 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 ومعظم الأحيان تترأس هذه المجالس وتسهر على وضع قواعد التسيير.²

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

تتلخص فيما يلي:

جدول رقم(3-5): 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 أكوى 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 %

¹- الموقع الرسمي للمؤسسة: <http://www.asicom.dz> ، 2016/10/20

² <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 %	شركة ذات أسهم المسماة سيتي مول CITY MALL فندق 4 نجوم، ذات قدرة استيعاب 150 غرفة
51 %	شركة ذات أسهم المسماة أوسيانو سنتر OCEANO CENTER مركز تجاري مكون من هايبر ماركت و محلات و مطاعم
51%	شركة ذات أسهم المسماة سيتي مول CITY MALL مركز تجاري مكون من سوبر ماركت و محلات و مطاعم و مساحات مخصصة للترفيه
06 %	شركة الجزائر لإيجار المالي EL DJAZAIR IDJAR الإيجار المالي المنقول و الغير منقول
24,5 %	شركة ذات أسهم المسماة راد فابريك RedFabriQ الخدمات في المعلوماتية المتطورة
لم تحدد بعد	سال سندس الجزائر Cell Sands Algeria إنتاج الخلايا المولدة للطاقة (cellules photovoltaïques)

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.

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 2010¹.

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

1.4. مراحل المشاركة في المشروع: تقوم شركة الجزائر استثمار بمجموعة من المراحل وذلك من أجل الاستثمار في أي مشروع، وتتلخص هاته المراحل في:

المرحلة الأولى: وتسمى مرحلة الاتصال بالمستثمر، ويتعلق الأمر بالاتصال الأولي لشركة الجزائر استثمار مع حامل المشروع. هذا الأخير يتقدم بطلب شراكة وملخص عن مشروعه.

المرحلة الثانية: تسمى مرحلة فحص المشروع، في حالة ما إذا توجت الاتصالات بنجاح، يتقدم المستثمر بطلب إلى إدارة شركة " الجزائر استثمار " مدعم بخطة عمل مفصلة. ويتجسد التزام شركة " الجزائر استثمار " من خلال التوقيع على مذكرة تفاهم "خطاب النوايا" الذي يهدف إلى تأكيد عزم الطرفين على إنشاء علاقة شراكة والتي تنص أيضا على الإجراءات الأولية للإنشاء، مشيرا إلى بعض الشروط لهذا البروتوكول (الموقع و تقييم للمشروع، وضع خطة عمل، ...)

المرحلة الثالثة: مرحلة عرض الملفات وذلك بعد دراسة تفصيلية للمشروع (تحليل مالي، قانوني، تقني)، يعرض الملف إلى لجنة الاستثمار و/أو مجلس الإدارة لاتخاذ قرار.

المرحلة الرابعة: وهي مرحلة إضفاء الطابع الرسمي للمشاركة ويحدد إذا كان المشروع مقبولا أم لا، ففي حال الرد بالسلب على طلب المساهمة، تقدم إدارة " الجزائر استثمار " إشعار خطي للمستثمر توضح فيه أسباب الرفض. في حال الرد بالإيجاب يقوم الطرفان بالتوقيع على " عقد المساهمين " أو " عقد الشركاء «. ويتضمن هذا الأخير، التزامات الطرفين وكذا طرق التسيير والخروج.

المرحلة الخامسة: تتم في هذه المرحلة إجراءات تأسيس المؤسسة حيث يتخذ الطرفان الإجراءات

¹ Yassine Maamri, présentation de la société « el djazair istithmar », site/pp :3-5.

القانونية لإنشاء المؤسسة (إعداد القانون الأساسي للشركة، التسجيل بمركز السجل التجاري، تحرير رأس المال...).

المرحلة السادسة: تتعلق هذه المرحلة بالمتابعة التي تمارسها "الجزائر استثمار" على المشاركة وهذا من خلال القيام بزيارات ميدانية وإعداد التقارير الدورية.

المرحلة السابعة : مرحلة الخروج من المشاركة وتكون من خلال عدة استراتيجيات حسب الاتفاق بين صاحب المشروع شركة الجزائر استثمار:

- التنازل على حصصها في الشركة لفائدة الشريك الحالي.
- أو بيع بالتراضي أغلبية رأسمال المؤسسة إلى مستثمر صناعي أو إلى صندوق استثماري آخر.
- أو التنازل على الحصص عن طريق البورصة

رغم حداثة إنشاء شركة الجزائر استثمار إلا أنها تتميز بنشاط وحركية عبر 16 ولاية جزائرية وذلك عن طريق استثمارها باستعمال أموال صناديق الاستثمار الولائية موازاة مع القرار الوزاري الذي ينص على إنشاء 48 صندوق استثمار على مستوى كل ولاية، ويمكن تلخيص نشاط الجزائر استثمار منذ إنشائها وبداية نشاطها كالاتي:

بلغ عدد طلبات التمويل برأس المال الاستثماري على شركة الجزائر استثمار سنة 2011 حوالي (203) طلب،¹ وقد قامت بالاستثمار في مؤسستين كالاتي:

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

¹ Yassine Maamri, op-cit, p94.

جدول رقم(3-6): مساهمة الجزائر استثمار في المؤسسة الأولى

البيان	سنة 2011
حصة شركة الجزائر استثمار	49%
حصة صاحب المؤسسة	51%
الممولة	
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(3-7): مساهمة الجزائر استثمار في المؤسسة الثانية

البيان	سنة 2011
حصة شركة الجزائر استثمار	14.7%
حصة صاحب المؤسسة	15.3%
الممولة	
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.¹

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 "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 وكمحلة 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).

6. شركة : AfricInvest حيث يتم تسيير هذا الصندوق من تونس عن طريق شركة Tunisinvest financial group والتي لها فرعين احداها في الدار البيضاء بالمغرب والأخرى في الجزائر ولها العشرات من المشاريع التي تديرها، وتم تمويل الصندوق من طرف Maghreb Private Equity Fund I وMaghreb Private Equity Fund II وثلاث شركات جزائرية وهي SODINCO و NCA rouiba وشرك التأجير Maghreb leasing Algérie.²

7. شركة التطوير والمساهمة لتعاون الاقتصادي : Proparco تأسست سنة 1977 من طرف الوكالة الفرنسية للتنمية بهدف تمويل القطاع الخاص هي عبارة عن شركة مالية للتطوير مرافقة ويشرف عليها الوكالة الوطنية للتطوير ومن مساهمين من الشمال

¹ Rapport annuel COSOB, 2011, p94/www.cosob.com.

² إبراهيم مزبود، نحو تفعيل طرق التمويل غير التقليدية في الجزائر - التمويل برأس المال المخاطر، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى العلمي حول "أثر التحرير المالي على السياسة النقدية في الجزائر بين (1990- 2010)، مجلة الاقتصاد الجديد، مجلد رقم 10، 2014ن ص 105.

والجنوب (مؤسسات مالية فرنسية، دولية، شركات) وتتمثل مهمة هذه الشركة في تفضيل الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية وتطويرها لصالح التنمية.¹

8. الصندوق الجزائري الكويتي للاستثمار : **Le FAKI** عبارة عن مؤسسة مالية تعمل على المساعدة على عمليات الاستثمار مقابل هامش ربح أو خلال النشاط بالنسبة للشركات التي حصلت على قروض.

9. صندوق رأس المال المخاطر للبنك الوطني الخارجي الجزائري **BEA** و **SIPAREX** الفرنسية: أطلقت شركة الهندسة المالية الفرنسية **Spirex** بالاشتراك مع البنك الوطني الخارجي الجزائري صندوق رأس المال المخاطر موجه للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، حيث جاء إنشاء هذا الصندوق في إطار سياسة الحكومة التي فرضت على البنوك إنشاء فروع خاصة برأس مال الاستثماري، ويقدر رأس مال الصندوق ب 50 مليون أورو والذي يباشر عمله ابتداء من سنة 2010.²

المبحث الثاني: محددات العرض على التمويل برأس المال الاستثماري في الجزائر

إن إثبات صحة الفرضيات ودراسة علاقة المتغيرات التي تساهم في تطوير المهنة تتطلب دراسة طويلة الأجل لبيانات رقمية، لتوضيح العلاقة في الأجل الطويل بين محددات الطلب والعرض على التمويل برأس المال الاستثماري.

لكن هذا النوع من الدراسات يتطلب نماذج قياسية تثبت صحة العلاقة بين المتغيرات وتبين في الوقت نفسه نمو أو تراجع حجم مبالغ رأس المال الاستثماري، وذلك باستخدام معادلات قياسية ودراسة العلاقات السببية وعلاقات التكامل المشترك، من خلال قاعدة بيانات لعدة سنوات.

سنشير في هذا المبحث الى نتائج دراسات قياسية سابقة قام بها مجموعة من الباحثين، سواء كانت دراسة قياسية لبلد واحد أو دراسة شملت عدة دول، وبعد استعراض هذه الدراسات سنقوم باستنتاج أهم المحددات التي تساهم في تطور أو تدهور المبالغ المستثمرة في مهنة التمويل برأس المال الاستثماري.

¹ إبراهيم مزبود، مرجع سبق ذكره، ص 106.

² إبراهيم مزبود، مرجع سبق ذكره، ص 104.

المطلب الأول: أهم الدراسات القياسية السابقة حول محددات العرض على التمويل برأس

المال الاستثماري

هناك عدة دراسات قياسية حول هذا الموضوع، سواء دراسة حالة حول الولايات المتحدة الأمريكية، أو دراسة حالة حول مجموعة من الدول الأوروبية، أو حتى البلدان العربية، نذكر منها:

1. دراسة الباحثين (2000) Jen & wells

قاما الباحثين بدراسة العلاقة السببية بين متغيرات الاقتصاد الكلي المفسرة ومبالغ رأس المال الاستثماري المستثمرة في مجموعة من البلدان شملت 21 بلد وذلك لمدة زمنية معينة تراوحت بين 1986 و1995، وبالرغم من صعوبات هذه الدراسة إلا أن الباحثين استطاعا أن يستخلصا نموذج قياسي اختبر فيه العلاقة بين رأس المال الاستثماري والمتغيرات الآتية:

- مبالغ الإصدار الأولي في بورصة الأوراق المالية.
- معدل نمو الناتج الوطني.
- معدل نمو الرسملة في البورصة.
- مرونة سوق العمل.

2. دراسة الباحثة: (2011) M.Lounes

حاولت في نفس السياق هذه الباحثة بناء نموذج قياسي مختلف يجمع متغيرات نظرية الاستثمار ومتغيرات كلية، لها علاقة نظرية مع حركة رؤوس الأموال والاستثمار في المحافظ المالية، ومنها سعر الفائدة، معدل النمو، نشاط سوق المال (البورصة)، وميزانية البحث والتطوير، ومتغيرات أخرى اعتبرتها الباحثة محددات أخرى مفسرة لديناميكية رأس المال الاستثماري، واستندت الدراسة إلى قاعدة بيانات دورية، صدرت من مختلف الهيئات الحكومية، والجمعية المهنية لرأس المال المخاطر.

3. دراسة (1995) Sunil Jagwani

قام الباحث بإجراء دراسة قياسية على العوامل المؤثرة في سوق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، واستعمل قاعدة معلومات للمدة الزمنية الممتدة من 1978 إلى 1995، ووصل إلى أن التمويل برأس المال الاستثماري يتأثر بكل من:

- ربحية السوق الصناعية: هناك علاقة طردية بين ا
- الضريبة على الأرباح الرأسمالية.
- البحث والتطوير.
- معدل الفائدة.

1.5. ربحية السوق الصناعية

في دراسة الباحث (1995) Sunil Jagwani أكد على تأثير نشاط رأس المال الاستثماري بمعدل ربحية السوق الصناعية، فكلما كان الربح المتوقع في قطاع الصناعات الجديدة كلما زادت نسبة استثمارات شركات رأس المال الاستثماري المخاطرة والعكس صحيح.¹

أما في دراسة الباحثين Black & Gilson فقد تطرقا الى محدد أكثر شمولية يتمثل في النمو الاقتصادي، وركزا الباحثين على دراسة أثر النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية على نشاط رأس المال الاستثماري.²

وخلصت هذه الدراسة الى أنه هناك علاقة طردية بين النمو الاقتصادي والعرض على التمويل برأس المال الاستثماري، حيث كلما زاد النمو الاقتصادي لبلد معين كلما زاد الطلب على التمويل بصفة عامة وبما في ذلك الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري.

9.1. الضريبة على الأرباح الرأسمالية

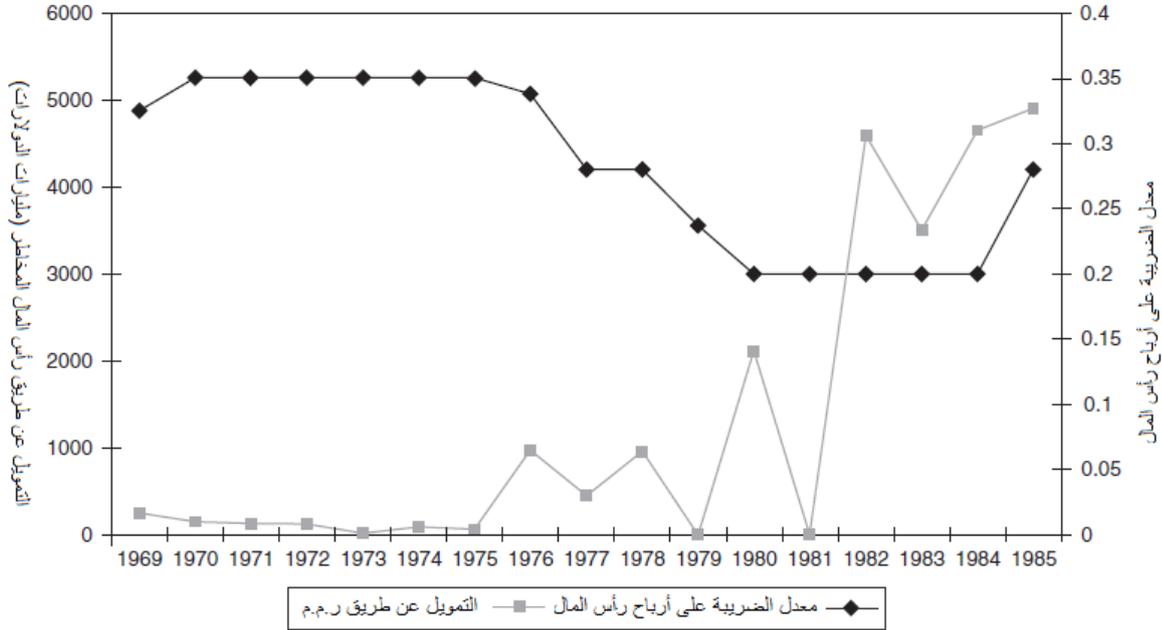
أثبتت معظم الدراسات السابقة أن وجود سياسة حكومية محفزة حيث حاولت الحكومة الأمريكية إنشاء محيط يدعم تطور الأعمال التجارية، كما قدمت بعض الامتيازات لتحفيز رأس المال الاستثماري بصفة خاصة كتخفيض معدل الضريبة على أرباح رأس المال، وتقديم رأس المال اللازم لتغطية الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

ويبين الشكل الموالي العلاقة بين معدل الضريبة على أرباح رأس المال والتمويل عن طريق رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية.

¹ Sunil Jagwani, supply and demand of venture capital in the U.S., The parc place economist, VOL 8, p91.

² B.BLAK & R. GILSON; Does venture capital require an active stock market?: journal of financial economic ; vol 22; p653.

الشكل رقم (3-3): معدل الضريبة على أرباح رأس المال والتمويل عن طريق رأس المال
المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية



المصدر: Douglas J. Cumming & Sofia A. Johan, Op-cit, 2009, p: 83.

3.3. البحث والتطوير

خلصت هذه الدراسة الى أنه توجد علاقة تفسيرية بين ميزانية البحث والتطوير ونمو مبالغ رأس المال الاستثماري، فكلما زادت ميزانية البحث والتطوير سواء كان ذلك من طرف الحكومة، المؤسسات الاقتصادية أو الخواص، كلما زاد العرض على التمويل برأس المال الاستثماري في السنوات القادمة، ويفسر الباحثين أن الزيادة في نفقات البحث والتطوير ساهم في رفع حجم الابتكارات الصناعية في السنوات الموالية، ومن ثم الزيادة في عدد صفقات التمويل برأس المال الاستثماري لفائدة المبدعين والمقاولين لتحويل أفكارهم الى مشاريع حقيقية وناجحة.

4.3. معدل الفائدة

تعتبر معدلات الفائدة أهم مؤثرات تحليل حركات النقود وتوازنات الاقتصاد الكلي، كما تمثل أداة عملية للسياسات النقدية، فقد اعتبر رواد المدرسة الكلاسيكية أن سعر الفائدة هو الثمن الذي يدفع لاستخدام رأس المال وهو يحقق التوازن بين الطلب والعرض على رؤوس الأموال.

أثارت معدلات الفائدة نقاشا كبيرا بين الباحثين في مختلف المدارس الاقتصادية، وهذا لدورها في تحديد حجم الاستثمار الكلي، ويشير بعض الباحثون أن العرض على التمويل برأس المال الاستثماري يتأثر بسعر الفائدة، ومستويات التضخم، ففي حالة ارتفاعها تكون أكثر جاذبية من عوائد مماثلة فيها مخاطرة كبيرة، فيكون لهذا الوضع أثر مباشر على المحافظ المالية المخصصة لحقوق الملكية بالأخطار.

وأثبتت دراسة Boumini & Semen (2009) أن تغير أسعار الفائدة لها تأثير كبير على حجم المبالغ المعروضة خاصة في فترات تكون فيها الظروف الاقتصادية متذبذبة، كما أن العرض على التمويل برأس المال الاستثماري حساس لعوائد المؤسسات الممولة.¹

وبناء على عدة بحوث أجريت في الولايات المتحدة الأمريكية والتي خلصت الى أنه يوجد ارتباط عكسي بين أسعار الفائدة السائدة والعرض على التمويل برأس المال الاستثماري، كما أن حجم الأموال المخصصة للدورات المقبلة تتأثر بالعوائد الفعلية المحققة لصناديق الاستثمار، وبالتالي ينخفض العرض على التمويل برأس المال الاستثماري إذا كان معدل العائد الداخلي أقل أو يساوي أسعار الفائدة.

4. دراسة الباحثين (2009) Boumini & Semen

تعتبر هذه الدراسة من أهم الدراسات التي تناولت المحددات الميكرو اقتصادية، سواء في دراسة بيانات بلد واحد أو عدة بلدان، وتمثلت أهم المحددات المدروسة من قبل هذين الباحثين في الجدول الآتي:

¹S. BOUMINI & ASEMEN ; Op.Cit; p 120.

جدول رقم(3-8): النتائج القياسية لمحددات العرض لرأس المال الاستثماري

المتغيرات المفسرة	Gopers & lener (1998) USA	Jen & Wells (2000)	Shetler (2003)	Boumini & Semen(2009)
	21 دولة	14 دولة	16 دولة	
السوق الأولي IPO	غير مؤثر	أثر إيجابي + في مرحلة التوسع	غير مستخدم	أثر إيجابي في مرحلة الاقلاع
رسملة البورصة	غير مؤثر	غير مؤثر	أثر إيجابي + في مرحلة التوسع	أثر إيجابي + في مرحلة التوسع
الناتج الوطني الخام PIB	أثر إيجابي	غير مؤثر	غير مؤثر	أثر إيجابي + في مرحلة التوسع
سعر الفائدة	غير مؤثر	غير مستخدم	غير مستخدم	أثر إيجابي + في مرحلة التوسع
البحث والتطوير	أثر إيجابي	غير مستخدم	أثر إيجابي	أثر إيجابي + في مرحلة التوسع
الضرائب على الأرباح	غير مؤثر	غير مستخدم	غير مستخدم	غير مستخدم
مساهمة شركات التأمين	أثر إيجابي	أثر إيجابي	أثر إيجابي ليس في جميع البلدان	غير مستخدم
مرونة سوق العمل	غير مستخدم	أثر سلبي	أثر إيجابي	أثر سلبي
الاشهار المالي	غير مستخدم	غير مستخدم	غير مستخدم	غير مستخدم
الأخطار السياسية	غير مستخدم	غير مستخدم	غير مستخدم	أثر سلبي حالة الفساد.

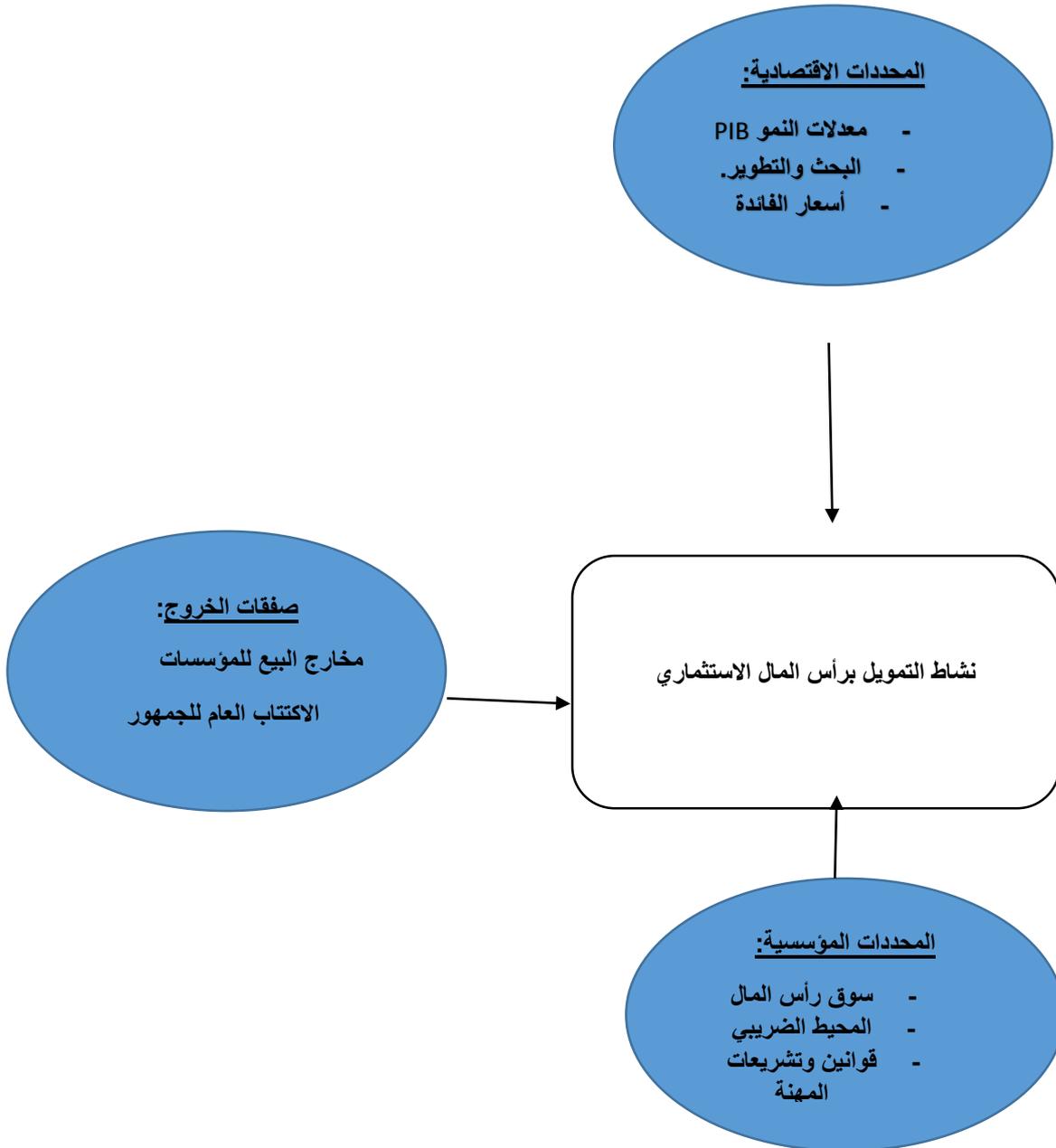
المصدر: M.Lounes ; Les principaux déterminants de la dynamique de capital
risque, modélisation et etude empirique sur les données Américaine ; université

Val de Marne ; France ; Janvier 2011, p08.

5. دراسة الباحثين: Sandra MONTCHAND & Bernard GUILHON 2006

يعتبر الهيكل الاقتصادي والاجتماعي من بين أهم المحددات التي تؤثر على التمويل برأس المال الاستثماري، حيث صنفها هذين الباحثين الى ثلاث مجموعات، حيث توجد في كل مجموعة محددات قد تساهم في تطوير مهنة رأس المال الاستثماري، كما يبينه الشكل الاتي:

شكل رقم(3-4): محددات نمو عرض رأس المال الاستثماري



Source: Sandra Motchand & Bernard Guilhom, Op-Cit, p152.

المطلب الثاني: المحددات الاقتصادية على التمويل برأس المال الاستثماري

من خلال المسح المكتبي لأهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع العرض على التمويل برأس المال الاستثماري، أو مفاتيح نمو ونجاح هذا النوع من التمويل، وأيضا من خلال الدراسة الميدانية عن طريق المقابلة مع إطارات ومدراء شركات رأس المال الاستثماري، يمكن استنتاج أهم المحددات التي تؤثر على تطور عرض شركات رأس المال الاستثماري في الجزائر والتي تتمثل فيما يلي:

1. النمو الاقتصادي

من خلال الدراسة التي قام بها كل من Black & Gilson(1998) التي اهتمت بدراسة والعلاقة بين النمو الاقتصادي في الولايات المتحدة الأمريكية ونمو نشاط التمويل برأس المال الاستثماري، واستنتج الباحثين أن حدوث نمو اقتصادي سيرفع العرض على التمويل برأس المال الاستثماري، وأيضا سيرتفع الطلب على التمويل من طرف المؤسسات الاقتصادية بصفة عامة ومنه سيؤثر إيجابا على الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري، أي كنتيجة نهائية هناك علاقة طردية بين النمو الاقتصادي ونمو سوق رأس المال الاستثماري.

كما أكدت دراسة من نفس النوع قامت بها الجمعية المهنية الأمريكية لرأس المال المخاطر NVCA، أن غياب الاستقرار الاقتصادي في أوائل التسعينات في دول أمريكا الجنوبية كان السبب في تدهور وعدم نمو نشاط التمويل برأس المال الاستثماري، حيث استخلصت أنه توجد علاقة قوية وموجبة بين الاستقرار الاقتصادي للبلد ونمو سوق رأس المال الاستثماري.¹

2. نفقات البحث والتطوير

ان تطور الاقتصاد في عصر العولمة وتفعيل ما يسمى اقتصاد المعرفة، والذي يقتضي دعم الاستثمارات التكنولوجية في كل أطوار المؤسسات الاقتصادية، وخاصة أنشطة البحث والتطوير، فقد تجسدت كل الاختراعات التي عرفتها البشرية بنشاط الممولون المخاطرون بأموالهم، لتحويل فكرة تبدو مستحيلة الى منتج تجاري وجني أرباح خيالية.

¹وزارة المالية، تطبيق تجربة رأس المال المخاطر مع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ملخص تنفيذي، ص 56.

اهتم الباحثين (2001) Gopers & leaner بدراسة محددات التمويل برأس المال الاستثماري، وتوصلوا في النهاية أن هناك علاقة ديناميكية بين المبالغ المستثمرة في التمويل برأس المال الاستثماري والمبالغ المخصصة للبحث والتطوير، فمن خلال دراسة معمقة لقاعدة بيانات لفترة حددت ب 30 سنة وباستخدام تقنيات قياسية واختبار مجموعة من المتغيرات منها نفقات البحث والتطوير والمبالغ الاجمالية المستثمرة في التمويل برأس المال المخاطر، توصلوا الى أن هناك علاقة طردية بين هذين المتغيرين.¹

3. معدلات الفائدة

ويشير بعض الباحثون أن العرض على التمويل برأس المال الاستثماري يتأثر بسعر الفائدة، ومستويات التضخم، ففي حالة ارتفاعها تكون أكثر جاذبية من عوائد مماثلة فيها مخاطرة كبيرة، فيكون لهذا الوضع أثر مباشر على المحافظ المالية المخصصة لحقوق الملكية بالأخطار.

4. تطور السوق المالي

خلصت دراسة (2000) Jen & Wells أن للبورصة دورا محوريا في تطوير رأس المال الاستثماري، ووصفها الباحثين بالمحور الأساسي لنشاط هذا السوق، غير أن النتائج المتحصل عليها من خلال هذه الدراسة أثبتت الارتباط الإيجابي بين نشاط البورصة (الإصدار الأولي للجمهور IPO) والتمويل برأس المال الاستثماري في المراحل المتقدمة من التمويل فقط، وهذه النتائج تتطابق مع نتائج بحوث أخرى قام بها عدة باحثين أمريكيين.²

5. معدل نمو المقاولاتية

الطلب على رأس المال الاستثماري من خلال وجود مقاولين قادرين على بدء مشاريع ذات عائدات كبيرة وامتلاكهم القدرة على توسيعها.

حققت الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوروبية نجاحات وانجازات معتبرة والتي ساهمت في رفع اقتصاديا تهما، وتحقيق نهضتهما العلمية بفضل الانسان المبدع، المحب للمخاطرة والمثابرة، كما يشهد العالم اليوم تحول الدول النامية نحو مسار مماثل حيث طورت نسبيا

¹ Paul GOPERS & J LERNER; The Venture Capital Revolution; Journal of economies perspectives; Vol 15; p155

² Paul Gompers & Anna Kovner& josh Lerner& David Scherfsteur ; Venture Capital Investment Cycles; The Impact of Public Markets; Harvard University Reviews ; December 2005, p28.

وضعها السابق بفعل التطور الفكري والثقافي لأفراد المجتمع بشكل عام، وتطور حس
المقاولاتية لبناء جيل جديد قادر على الابداع.¹

6. الضرائب على الأرباح

أثبتت معظم الدراسات السابقة أن وجود سياسة حكومية محفزة حيث حاولت الحكومة
الأمريكية إنشاء محيط يدعم تطور الأعمال التجارية، كما قدمت بعض الامتيازات لتحفيز رأس
المال الاستثماري بصفة خاصة كتخفيض معدل الضريبة على أرباح رأس المال، وتقديم رأس
المال اللازم لتغطية الاحتياجات المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

المطلب الثالث: المحددات الثقافية والبيئية على عرض التمويل برأس المال الاستثماري

يعتبر الهيكل الاقتصادي والاجتماعي من أهم محددات الوساطة المالية برأس المال
الاستثماري، غير أن البعد الثقافي للمجتمع والأفراد يعد عاملا مهما ومؤثرا ديناميكيا في مهنة
رأس المال الاستثماري، وتشير معظم الدراسات على أن نجاح الولايات المتحدة الأمريكية في
تطوير وساطتها المالية عائد الى البيئة الثقافية القائمة على حسن استخدام الموارد وثقافة الأفراد
وحبهم للمخاطرة ووجود المؤسسات المالية المستعدة للمغامرة، ويمكن استنتاج أهم هذه المحددات
من خلال الدراسات السابقة حول الموضوع والتي تتمثل في:

1. الثقافة التنظيمية

تعتبر الثقافة التنظيمية من أهم المحددات التي تحكم فعالية شركات رأس المال
الاستثماري، حيث تقوم هذه الشركات بانتقاء مشاريعها الممولة بعناية، ومن بين معايير الانتقاء
هو شخصية المالك المسير، الذي ينبغي أن يسلك سلوكا سليما يتوافق مع مخطط العمل
(Business Plan)، ولذلك فإن تحقيق الأهداف المسطرة وعلى رأسها تعظيم قيمة المؤسسة
الحاصلة على التمويل، يتطلب بلا شك إدارة الموارد المتاحة بشكل سليم ومثالي وذلك باستخدام
المعارف التنظيمية، ودراسة البيانات والمعلومات اللازمة التي تؤثر على السير الحسن لنشاط
المؤسسة.²

¹ Emite-michel HERNARDEZ ; **l'entreprenariat approche théorique** ; Edition
l'harmattan ; Paris ; France ; 1999.p05.

²سمير سخنون، فرص تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة برأس المال المخاطر حالة تونس، الجزائر، المغرب، رسالة
دكتوراه علوم اقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد-تلمسان، الجزائر، 2013، ص201.

وتحدد شركات رأس المال الاستثماري ثقافة المنظم من خلال برمجة لقاءات ومقابلات متكررة معهن وذلك بعد القبول الأولي لمخطط العمل، والهدف من هذه اللقاءات المباشرة مع صاحب المشروع المقترح للتمويل هو تحديد ثقافته التنظيمية، التي لا يمكن أن تحددتها الشهادات الجامعية، حيث يمكن أن تكون مكتسبة ميدانيا. ويفترض أن تحصل شركة رأس المال الاستثماري على صورة واضحة لفكرة صاحب المشروع، قدراته التنظيمية، درجة استيعابه، طموحاته المستقبلية، درجة قبوله للمشورة الفنية والإدارية وغيرها من الملامح الشخصية وبالتالي إمكانية حصر عوامل نجاح أو فشل المشروع الممول.¹

2. البيئة الاجتماعية

تعتبر البيئة الاجتماعية من المحددات الأساسية في مجال التمويل وتنفيذ العقود، ولذلك فهي من بين المحددات الأساسية للتمويل برأس المال الاستثماري في البلدان النامية.

ويشير الباحث (2006) F. Prevost إلى أن البعد الثقافي والاجتماعي يساهمان تطور المهنة أو ركودها، ويستلهم هذه النظرة من تجربة الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يرى أن البيئة الاجتماعية والثقافية فيها تمتاز ببعد ثقافي يقدر روح المجازفة والمبادرة والمخاطرة، ومثال على ذلك جامعة هارفارد HARVARD التي تعرض على طلابها أفكار لبناء حياتهم المهنية، ويحاول الأساتذة تأسيس هذه الأفكار بصورة واضحة في أذهان الطلاب.

ومن بين المظاهر المساعدة على تطور رأس المال الاستثماري في الولايات المتحدة الأمريكية، هو نظرة الفرد الأمريكي الى الفشل، والذي يعتبره جزء من النجاح حسب المثل القائل: "إذا لم تنجح فجرب ثم جرب مرة أخرى".²

3. البيئة التكنولوجية

تلعب البيئة التكنولوجية دورا مهما في تحديد حجم الطلب على التمويل برأس المال الاستثماري، فقد استخلص كل من (2001) Gopers & leaner إلى أهمية البحوث والابتكار في زيادة الطلب على التمويل بهذه التقنية.

¹ سمير سحنون، مرجع سبق ذكره، ص 201.

² F. PREVOST ; **Op.Cit** ; P118.

***التجمعات الصناعية:** هي عبارة عن مجموعة من القطاعات الصناعية المندمجة والمتكاملة فيما بينها، تضم صناعات صغيرة ومتوسطة وصناعات كبرى، تجمع بينها عقود تدعى هذه العقود بعقود التعاون التكنولوجي، وهي شكل من أشكال المقولة الباطنية.

كما أشار الباحث (Shertler 2003) أنه يمكن للدول أن تطور هذه البيئة من خلال التعليم والتدريب وأيضا انشاء التجمعات الصناعية*، حتى يستطيع من خلالها الافراد المبدعين والمؤسسات التكنولوجية والممولون بصفة عامة أن يوفرُوا سويا بيئة متكاملة للرفع من القدرات التكنولوجية.¹

كما أن هناك محددات أخرى تؤثر على التمويل برأس المال الاستثماري تتمثل في القوانين والتشريعات. حيث أثبتت دراسة تجربة الولايات المتحدة الأمريكية الدور الذي تؤديه القوانين والتشريعات المتعلقة برأس المال الاستثماري في تطور مبالغ التمويل بهذه المهنة، كما أن تطور المنظومة القانونية للأسواق المالية من شأنها أن توفر طرق الخروج لرأس المال الاستثماري وبالتالي تطوره.

ومشكلة الدول النامية هو افتقارها الى المنظومة المؤسسية حيث تكون كفيلة بتطوير رأس المال الاستثماري، وافتقارها أيضا الى منظومة الاستثمار في المشاريع الابتكارية، وهذا ما خفض فعالية التمويل برأس المال الاستثماري في الدول النامية بصفة عامة والدول المغربية بصفة خاصة.

قام البنك العالمي باستطلاع رأي مئات المستثمرين سنة 1998 استخلص من خلاله أن وفرة التمويل والضغط الضريبي ثم المهارات والأنظمة القانونية تمثل أهم المحددات التي تحكم الاستثمار، وفي دراسة أخرى قام بها البنك العالمي سنة 2008، ذكر فيها مجموعة من العقبات المؤسسية في الدول المغربية وحصرها في خمس عقبات تتمثل في:

- غياب سياسات اقتصادية ذات توجه استراتيجي، وقصور الحوكمة في المؤسسات الحكومية التي تتولى إدارة الاقتصاد.
- عدم وضوح رؤية وتداخل القوانين المنظمة لمهنة رأس المال الاستثماري، وغياب إطار قانوني واضح ينظم النشاط الاقتصادي والتجاري.
- تهميش دور المجتمع المدني في بناء القرارات الاقتصادية.
- محدودية جودة السلع والخدمات.
- قصور البنى التحتية المساندة لقطاع الأعمال.

¹سمير سحنون، نفس المرجع السابق، ص202.

4. محددات أخرى لتطور رأس المال الاستثماري

أشارت دراسة الباحث (Florence Eid (2006) أن أهم محددات رأس المال الاستثماري من وجهة نظر أصحاب شركات رأس المال الاستثماري في حوض البحر الأبيض المتوسط إلى أن أولويات تطوير هذه المهنة هو على عاتق الحكومات من خلال التشريعات القانونية الملائمة، كما أن تنظيم السوق الاقتصادية والمالية من شأنه أيضا تطوير هذا النوع من التمويل وتحسين جودة المشاريع.¹

كما قدم هذا البحث محددات أخرى يراها المستثمرون أساسية من أجل تطوير التمويل برأس المال الاستثماري في المنطقة العربية نلخصها في الجدول الموالي:

¹ Florence EID ; **Private Equity as a Growth Engine : What is means for emerging Market**; business economics reviews ; USA; 2006; p14.

جدول رقم (3-9): محددات تطور رأس المال الاستثماري من وجهة نظر شركات
رأس المال الاستثماري في المنطقة العربية

الترتيب	التركيز	
1	6,9	تعديلات قانونية
2	6,4	تدفق المشاريع
3	6,0	تطور الفكر المقاولاتي
4	5,8	التعريف برأس المال الاستثماري
5	5,1	ادماج تطوير رأس المال الاستثماري ضمن استراتيجية عامة للتنمية
6	4,9	حجم وجودة المشاريع
7	4,6	تطوير كفاءات متخصصة في السوق
8	3,9	دعم الحكومة لرأس المال الاستثماري

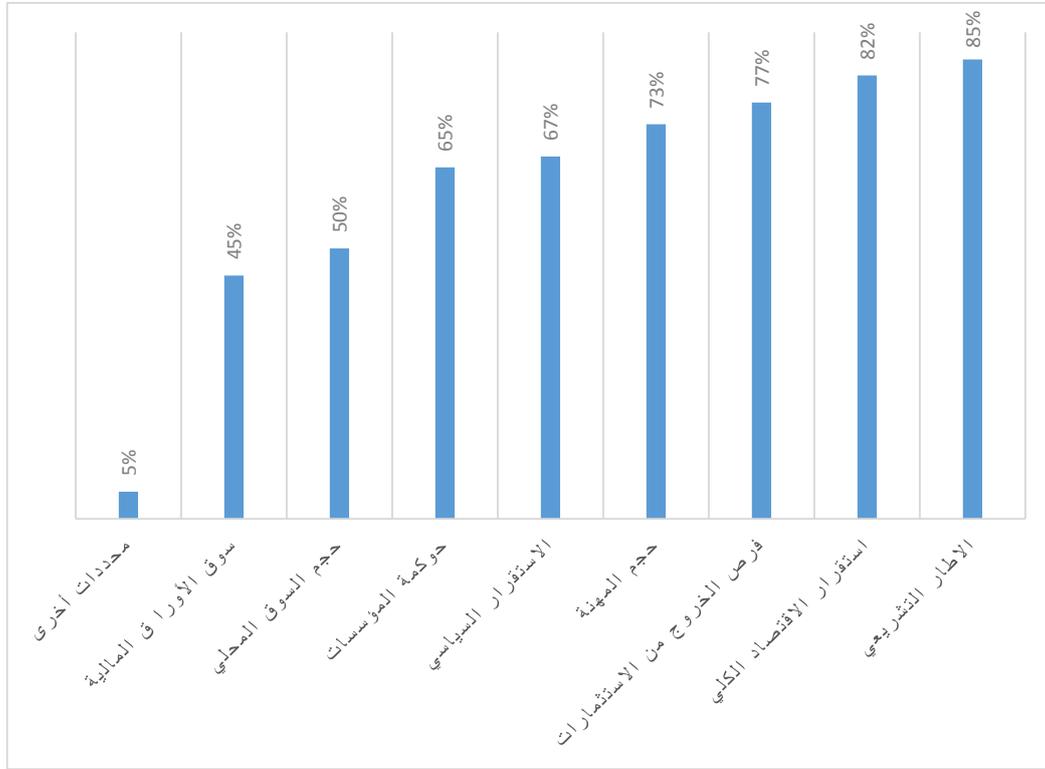
Source : Florance EID ; **Op.Cit** ;P13.

استخلصت الدراسة التي قامت بها¹ Almeida Capital Research (2008) ضمت 50 شركة رأس المال الاستثماري حول محددات رأس المال الاستثماري أن تطور هذه المهنة يرتكز على تطور الاطار القانوني، والاستقرار الاقتصادي للبلد، وأيضا توفر استراتيجيات الخروج الملائمة مستقبلا، فغياب الاطار القانوني والتنظيمي سوف يحد من تطور الوساطة المالية بصفة عامة وتطور رأس المال الاستثماري بصفة خاصة.

ويشير الشكل الموالي إلى ترتيب المحددات حسب منظور الممولين أو أصحاب شركات رأس المال الاستثماري في المنطقة العربية.

¹ Almeida capital research in Emmanuel in NOUTARY ; **Op.Cit** ; p33.

شكل رقم (3-5): محددات الاستثمار في الأسواق الناشئة من وجهة نظر الممولين
المؤسساتيين



Source: Almeida Capital Research ; **Op. Cit** ;p12.

من خلال هذه الدراسات نستنتج أن تطوير مهنة رأس المال الاستثماري يبدأ من خلال تطوير المنظومة القانونية، ومراعاة القوانين التي تمس المهنة بطريقة غير مباشرة، أي ينبغي بناء منظومة قانونية فعالة، تحمي أطراف التعامل سواء المستثمر أو أصحاب المشاريع الذين يفتقرون إلى الكفاءة والخبرة اللازمة في مجال الأعمال.

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).

1. الخصائص البسيكولوجية للمقاولين

تتميز المؤسسات الجزائرية بتفضيلها للاستقلالية، ونفورها من القروض الخارجية والقروض البنكية، وهذا ما يسبب ضعفها وهشاشة هيكلها المالي خاصة في المراحل الأولى من حياتها.¹ 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.²

- **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 الايجابي 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.³

¹ Ammar Yahiaoui, op-cit, 2011,p233.

² Idem, p234.

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

- 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.¹

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).

المبحث الثالث: حوكمة العلاقة بين شركات رأس المال الاستثماري والمؤسسات الممولة

تواجه شركة رأس المال الاستثماري عدة مخاطر خلال القيام باستثماراتها وذلك لعدة أسباب، وتتمثل غالبا أسباب هذه المخاطر في:²

- حقيقة أن المقاول يحتاج إلى تمويل وليس مشارك: طبيعة وشخصية المقاول الذي يكره الوضع تحت الرقابة، أو تلقي الأوامر، والشراكة مع شركة رأس المال الاستثماري تجعله معرض للمساءلة عن قراراته واستراتيجياته، وهذا ما يزيد من مخاطر انحراف المسير عن التزامات عقد المساهمة المذكورة سابقا، وما قد يخلق مشكل الخطر الأخلاقي.

¹ 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.

² Briane Hill and Deepower, **inside secrets to venture capital** , john wiley & sons, inc, 2001, pp14-17.

- شعور المقاول بالخوف من أصحاب شركة رأس المال الاستثماري: يقوم رأس المال الاستثماري على معادلة (تكنولوجيا متقدمة - مخاطر كبيرة - أرباح واعدة)، لهذا فهو يعمل في حالة يسودها عدم التأكد، وعدم تماثل المعلومات.

المطلب الأول: المخاطر التي تعترض العرض على التمويل برأس المال الاستثماري

يتميز التمويل برأس المال الاستثماري بارتفاع درجة مخاطرته، لذا سيتم في هذا المطلب التعرف على المخاطر التي تعترضه أثناء عملية التمويل.

1. المخاطر التي تظهر أثناء عملية التمويل

ككل عملية مالية فان الخطر يظهر في كل مرحلة لاتخاذ القرار، وتتمثل المخاطر التي تظهر خلال مراحل التمويل كالاتي:

1.1. **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، وأيضا مرحلة المشروع فكلما كان المشروع في مراحله الأولى كلما زادت المخاطرة، والشكل التالي يبين مصفوفة مخاطرة / مردودية (Rewards/Risk) حسب مراحل المشروع.¹

شكل رقم (3-6): أنواع المخاطر التي تواجه التمويل برأس المال الاستثماري

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

المصدر: Richard Thompson, **Real Venture Capital**, Building International Businesses, publier par « PALGRAVE MACMILLAN », 2008 p13.

¹ Eric stéphany et G r me pouget, **gouvernance de la relation capital risqueur-entrepreneur**, 6^o Congrès international francophone sur la PME - Octobre 2002 - HEC - Montréal, p2.

2.1. الخطر المالي: 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 خطرا 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 والتمويل برأس المال الاستثماري غير مرتبط بتاريخ استحقاق معين، فتاريخ الخروج من الاستثمار يعتمد على توفر إمكانيات الخروج.¹

3.1. الخطر الإداري: 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.²

2. المخاطر التي تظهر عند خروج رأس المال الاستثماري من المؤسسة الممولة

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.

وتواجه 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

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

² Eric Stephany, Jérôme POUGET, **Op-cit**, 2002, p4.

المؤسسة وتحليلها، مما يفتح المجال لحضور مشكل الوكالة، فضلا عن المشاكل الأخرى، كالتكاليف المرتبطة بتحضير المؤسسة للعرض العام على الجمهور¹.

ومن معوقات تطور رأس المال الاستثماري عدم توفر ميكانزمات الخروج من الاستثمار، وذلك لوجود عدة مخاطر تتمثل في:²

1.2. 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 أن تقوم باختيار استثماراتها بصفة موضوعية ودقيقة قبل القيام بالمساهمة، ووضع ميكانزمات جيدة تلزم صاحب المشروع بذل المجهود لنجاح مشروعه وتحقيق منفعة الطرفين.

2.2. مخاطر نقص السيولة: ويتمثل في عدم قدرة شركة رأس المال الاستثماري الخروج من المؤسسة الممولة في الأجل المحددة والمتنبأ 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.

المطلب الثاني: ظهور مشكل الوكالة بين شركات رأس المال الاستثماري والمسيرين

يعتبر ساهلمان (sahلمان) 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 ووضعية holdup.

¹ Douglas J. Cumming & A. Johan Sofia, **Op-cit**, 2009, p: 592

² Eric Stephany, Jérôme POUGET, **op-cit**, 2002,p5.

تطرق جنسن وماكلين (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.¹

تفترض نظرية الوكالة على أن المؤسسة كأنها 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 منفعة في إطار عقوده، وهذا ما يؤدي إلى تصادم وتضارب المصالح بين الأعوان.

ويجب توفر شرطين أساسيين لتسمية أي مشكل بمشكلة وكالة وهما: تضارب المصالح بين الرئيس والمسير، والمعلومات الغير كاملة وعدم التماثل 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.

1. تضارب المصالح بين شركة رأس المال الاستثماري والمسير

يظهر تضارب المصالح بين شركة رأس المال الاستثماري والمسيرين في ثلاثة (3)

عوامل أساسية تتمثل في:

▪ **الانتهازية: (opportunisme)** خلال التمويل برأس المال الاستثماري يمكن أن نميز بين

نوعين من الانتهازية هما: الانتهازية الإدارية (opportunisme managériale)

والانتهازية التنافسية (opportunisme compétitif).²

¹ طارق عبد العال حماد، حوكمة الشركات (المفاهيم- المبادئ- التجارب) تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص: 67.

² 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, p20.

- 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.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).²

■ **المدة (le temp):** يفضل المسيرين المرذوبة 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.³

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

■ **الخطر (Risque):** 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: عدم تماثل المعلومات، أهمية المبالغ المستثمرة، نقص السيولة، مساهمة المسيرين بكل ثرواتهم المالية والبشرية.⁴

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.⁵

¹ J. B. Barney, op-cit, 1994, p20

² Idem, p20.

³ 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.

⁴ Idem, p5.

⁵ C. Marchand, Economie des interventions de l'état, ED.PUF, paris 1999, P12.

وتم ذكر سابقاً 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 غالباً للمراقبة المالية الدائمة، وهذا ما يخلق عدم تماثل المعلومات لأن شركة رأس المال الاستثماري لا تملك المعلومات الكافية عن المؤسسة التي ستقوم بتمويلها.¹

ويمكن التفريق بين عدم تماثل المعلومات خلال مرحلتين قبل العقد وبعد العقد:

■ **قبل العقد (précontractuelle):** قبل عملية التمويل وإمضاء العقد غالباً ما أحد الأطراف يملك معلومات أكثر من الطرف الأخر، فمثلاً المقاول أو صاحب المشروع يملك معلومات أكبر من شركة رأس المال الاستثماري حول مشروعه المقترح للتمويل والبيئة التي سوف ينشأ فيها هذا المشروع، خلافاً عن الخبراء في شركة رأس المال 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 أرباحاً واعدة في المستقبل وقبول مشاريع أخرى لا تتميز باحتمالات كبيرة لتحقيق أرباح مستقبلية، نتيجة لعدم تماثل المعلومات.

■ **بعد العقد (post-contractuelle):** تتمثل نتائج عدم تماثل المعلومات بعد إمضاء العقد في الخطر الأخلاقي (Moral hazard)، وتتمثل في إخلال أحد الأطراف بالالتزامات المتفق عليها في العقد، وتحدث في حالة عدم قدرة المساهم (شركة رأس المال 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 نموذجاً لهذه التكاليف النقدية والغير النقدية والغير نقدية كالآتي:²

- **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.

¹ Philippe Desbrières, **la relation capital - investissement dans les firmes industrielles et commerciales**, Working Papers FARGO, No1000502, Université de Bourgogne, 2000 , p6.

² TO HUY Vu, **op-cit**, 2010, p97.

- تكاليف حسن النية (Bounding costs): يتحمل هذه التكاليف الوكيل (صاحب المشروع الممول) ليضمن للموكل (شركة رأس المال الاستثماري) حسن النية 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.

3. 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 التفرقة بين النوعية الجيدة والرديئة، وبالتالي يقود إلى الاتفاق على سعر وحيد في السوق، مما يؤدي إلى إلغاء السلعة الجيدة من السوق.¹

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 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، بمرودية 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،

¹ 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.

فالمسير الغير كفي سوف يقوم بمشاركة رأس المال الاستثماري من أجل اقتسام المخاطرة، والمسير الكفاء يفضل تسيير مشروعه بنفسه وعدم اقتسام السلطة والتدفقات النقدية المستقبلية للمشروع.¹

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.²

4. المخاطرة الأخلاقية

قدم ستيفلitz (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 المساهم و يمكنه تنفيذها بدون علم هذا الأخير³. كما يمكن تعريف المخاطرة الأخلاقية بأنها تصرف أحد طرفي العقد بشكل يخالف ما تم الاتفاق عليه في العقد مسبقا.

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

¹ Stefan Povaly, **Op-cit**, 2007, pp: 130-132

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

³ 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.

وتتمثل هذه المخاطر غالبا في:

-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 المؤسسة¹.

-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.

-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.

¹ 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.

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.¹

- 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.

5. 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.² وتزايد 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.

المطلب الثالث: ميكانيزمات حوكمة المؤسسات الممولة برأس المال الاستثماري

أيضا من أجل حماية شركات رأس المال الاستثماري من سلوك المقاول الممول الانتهازي يجي أن تتبنى نظام حوكمة مبني على الميكانيزمات الآتية:

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

¹ TO HUY Vu, **op-cit**, 2010, 108.

²Maik Kleinschmidt , **Venture Capital, Corporate Governance, and Firm Value**, gabler edition wissenschaft, Deutscher Universiats-Verlag,2007,p64.

1. الميكانيزمات القانونية

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 الاستثماري¹.

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 الممولة².

1.1. اتفاقية الاستثمار

تحدد نوع المساهمة في المؤسسات الجديدة النشأة وتمثل في الإمضاء على بروتوكول الاتفاق بين شركة رأس المال الاستثماري وصاحب الشركة المقترحة للتمويل حول علاقتهم من بداية التمويل إلى نهاية العلاقة، كما تحدد اتفاقية الاستثمار نوعية الأوراق المالية المستعملة من طرف شركة رأس

المال الاستثماري التي لها الحرية بالتدخل بالاسهم العادية، أسهم ممتازة أو أوراق مالية قابلة للتحويل.

2. الأدوات المالية

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

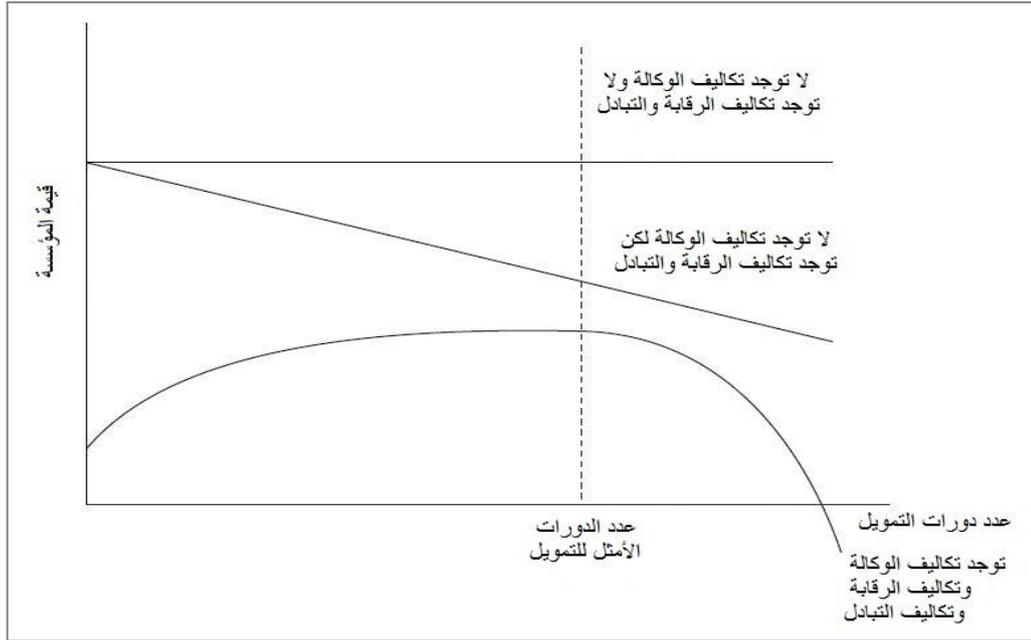
² Maik Kleinschmidt , op-cit, 2007,p104.

1.1. التمويل بالمراحل (staging financing)

أكد ساهلمان (Sahelman) 1990 أن التمويل بالمراحل يعد من أهم ميكانزمات 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 بتقليل المخاطرة الأخلاقية والسلوكيات الانتهازية من طرف المسير، الذي سوف يقوم بمجهود أكبر في المرحلة الأولى للتمويل للحصول على التمويل في المراحل القادمة.¹

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 يفيض عدد دورات التمويل من تكاليف الوكالة.

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



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

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.¹

1 Robert P. Bartlett, Managing Risk on a \$25 Million Bet: Venture Capital, Agency Costs, and the False Dichotomy of the Corporation, beppress 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) وأخيرا لإنشاء وضعية قانونية لشركة رأس المال الاستثماري.¹

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 وأيضا 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.²

1.3.2. دوافع الشراكة بين المستثمرين

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

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

¹ 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.

² 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.

³ Amina Hamdouni, **op-cit**, pp : 3-5.

في تحسين الكفاءات والفعالية في تمويل وتسيير المؤسسات الممولة عن طريق اقتسام الخبرات بين هذه الشركات.¹

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.²

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 لتنوع محافظتها المالية والتقليل من المخاطر، وتعتبر الشراكة بين المستثمرين هي الاستراتيجية الوحيدة المتبقية التي تمنح شركة رأس المال الاستثماري الفرصة للاستثمار في عدد أكبر من المؤسسات، وعادة ما يتم اللجوء إلى هذه الاستراتيجية 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 محددات المنافسة في صناعة رأس المال الاستثماري وهي: القدرة على التفاوض مع المستثمرين لجلب رؤوس

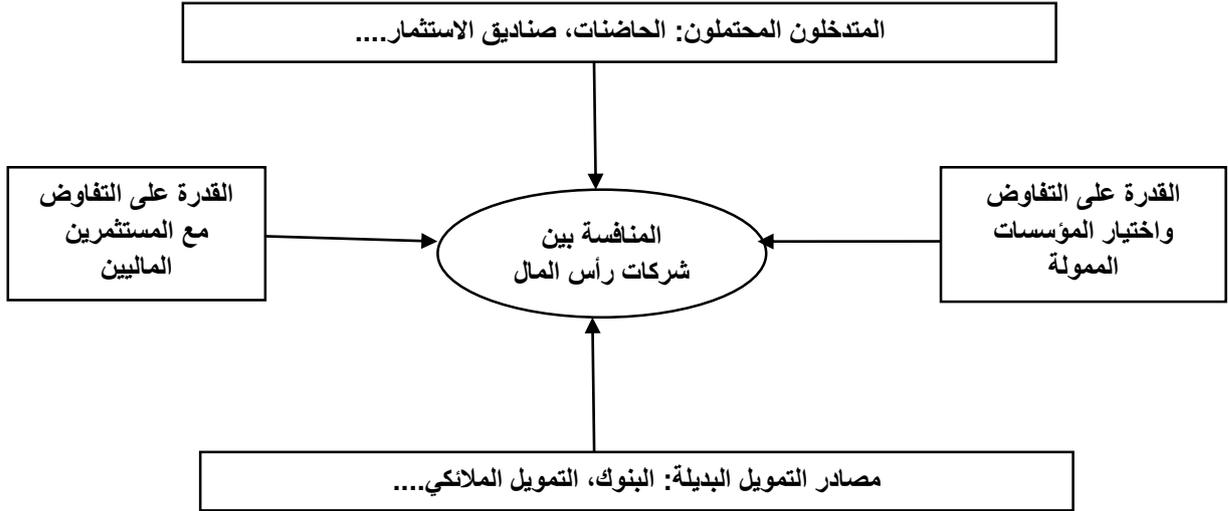
¹ Brander J.A., R. Amit and W. Antweiler, **Venture capital syndication: improved venture selection versus the value-added hypothesis**, Journal of Economic and Managerial Strategy, 2002, pp : 423-452.

² Bygrave WD., **Early Rates of Return of 131 Venture Capital Funds Started 1978-1984**, Journal of Business Venturing, 1989, pp:93-105.

الأموال، القدرة على التفاوض واختيار المشاريع الممولة، المتدخلون المحتملين، المنافسة بين شركات رأس المال الاستثماري، ومصادر التمويل البديلة.

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

الشكل رقم (3-8): محددات الربحية في صناعة رأس المال الاستثماري



المصدر: Eric Stéphanu, La relation capital risque/PME fondement et pratique, Edition de Boeck université, 2003, p83.

5.1.3.2 « Windows dressing » الخداع والتمويه

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، ولكي تتمكن من جمع أموال أكثر عليها أن تثبت أدائها الجيد في استثماراتها السابقة، فتلجأ شركة رأس المال الاستثماري للشراكة منتبهة عدم تماثل المعلومات لتختبئ وراء أداء الشركات الأخرى المشتركة معها.¹

¹ Amina hamdouni, op-cit, p5.

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، وتسمح الشراكة بين المستثمرين توسيع الرقعة الجغرافية لاستثمارات شركة رأس المال الاستثماري بتمويل مشاريع في مناطق مختلفة عن المنطقة التي تنشط فيها.

وكخلاصة يمكن استنتاج أهم المحددات التي تؤثر على العرض على التمويل برأس المال الاستثماري واستخلاص دالة العرض كالآتي:

✓ المتغيرات التابعة

- النمو الاقتصادي؛
- معدلات الفائدة؛
- البحث والتطوير؛
- معدل الضريبة على الأرباح؛

✓ المتغيرات المستقلة

- حجم الاستثمار برأس المال الاستثماري؛

ويبين الجدول الآتي شرح مختلف المتغيرات المستعملة في النموذج:

رمز المتغير	الشرح	نوع العلاقة
حجم رأس المال الاستثماري CI	يمثل إجمالي المبالغ المستثمرة في التمويل برأس المال الاستثماري	متغير مستقل
النمو الاقتصادي CE	ويمثل بحجم الناتج المحلي للبلد PIB	علاقة موجبة (+)
البحث والتطوير RD	يمثل بحجم ميزانية البحث والتطوير لكل سنة	علاقة موجبة (+)
معدلات الفائدة TI	يمثل بمعدل الفائدة في السوق من كل سنة	علاقة عكسية (-)
معدل الضريبة على الأرباح Tax	يمثل بمعدل الضريبة على الأرباح لكل سنة	علاقة عكسية (-)

المصدر: من اعداد الباحثة.

دالة العرض المقترحة:

$$CI = a + \beta_1.CE + \beta_2.RD + \beta_3.TI + \beta_4.TAX$$

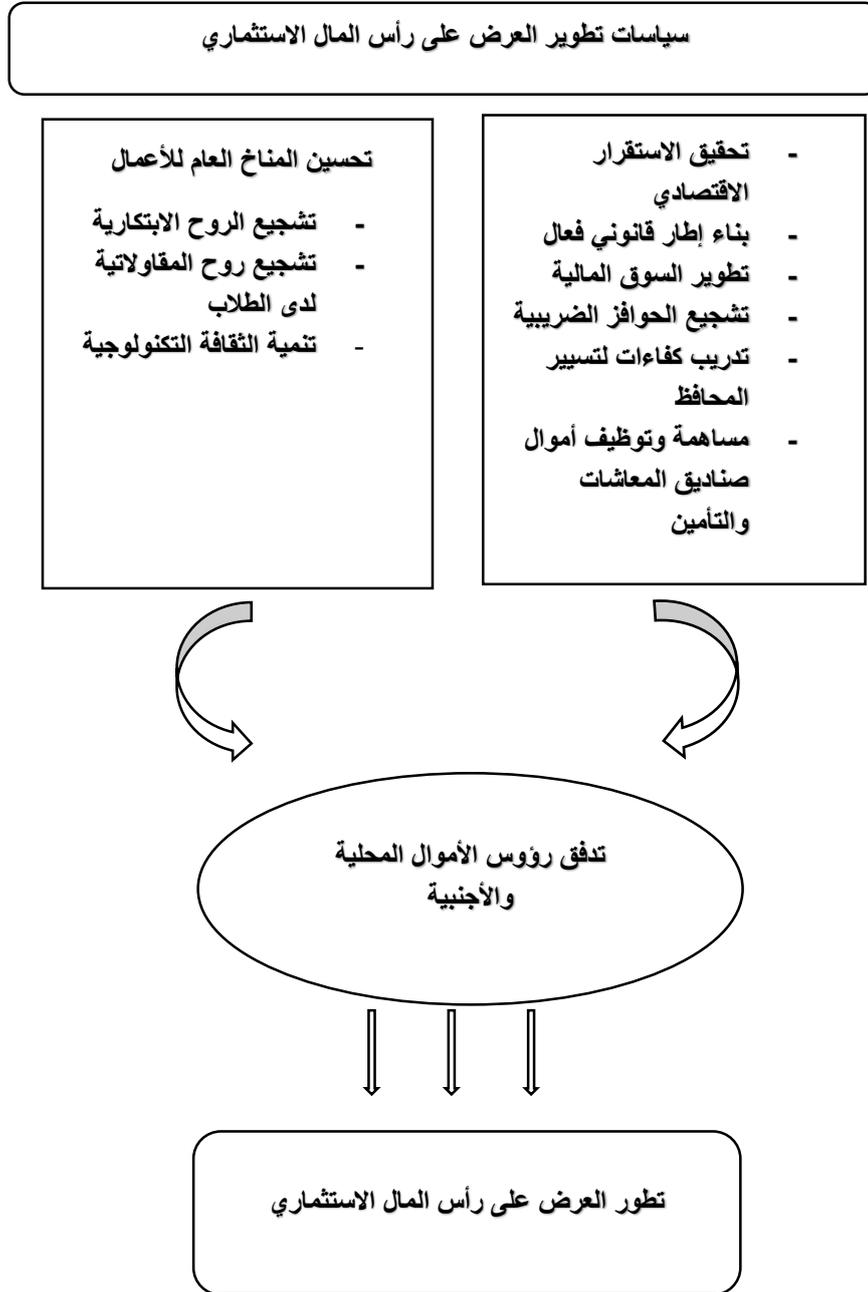
المصدر: من إعداد الباحثة

من خلال دالة العرض نستنتج أن هناك علاقة طردية بين حجم التمويل برأس المال الاستثماري وكل من: الميزانية المخصصة للبحث والتطوير، النمو الاقتصادي للبلد والممثل ب حجم الناتج المحلي الإجمالي، كما أن هناك علاقة عكسية بين كل حجم التمويل برأس المال الاستثماري وكل من: معدل الفائدة السائد في السوق، ومعدل الضريبة على الأرباح.

وللسعي في تطوير العرض على التمويل برأس المال الاستثماري من طرف المستثمرين

نقترح تطبيق الدولة للسياسات الاتية والموضحة في الشكل الموالي:

شكل رقم (3-9): السياسات المقترحة لتطوير العرض على التمويل برأس المال الاستثماري



المصدر: من اعداد الباحثة

من الشكل نستنتج أهم التوصيات التي خرج بها هذا البحث من أجل تطوير مهنة رأس المال الاستثماري، وزيادة عدد شركات التي تعمل بهذه التقنية من التمويل، ومساعدة أصحاب المشاريع المبدعون على تحويل أفكارهم الى واقع، وتأسيس مؤسسات صغيرة من شأنها أن تصبح شركات كبرى، وإلى جانب هذه التوصيات لا ننسى ميكانيزمات الحوكمة التي يجب على شركات رأس المال الاستثماري العمل بها، من أجل تخفيض تضارب المصالح بينها وبين أصحاب المشاريع الممولة، وتقليص نسب فشل استثماراتها، وبالتالي استقرار وتطور الاستثمار برأس المال الاستثماري في الجزائر.

التمويل برأس 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 الحكومة الجزائرية في إنشاء هذه السوق بعد وضعها للإطار القانوني الذي يضبط هذه السوق. 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 عوائق تطور رأس المال الاستثماري في الجزائر، ركزت هذه الدراسة على العوائق الإدارية المتمثلة في العوائق النفسية للمسييرين الجزائريين وقلة طموحهم وتوجههم نحو الإبداع والأفكار الجديدة، وكذلك نقص المعلومات، حول المؤسسات الجزائرية، مما يزيد من تضارب وتعقيد العلاقة بين المسييرين وأصحاب شركات رأس المال الاستثماري وهذا ما قد يشكل عائقا أمام نمو رأس المال الاستثماري في الجزائر.

كما تم تحديد أبرز محددات العرض على التمويل برأس المال الاستثماري، واستخلاص دالة العرض على هذا النوع من التمويل، وتعلق الأمر بكل من المتغيرات الآتية: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل الفائدة السائد في السوق، معدل الضريبة على الأرباح وميزانية البحث والتطوير.

