

دور شركات رأس المال المخاطر في تحسين حوكمة المؤسسات الممولة

١ ايدروج جمال

ملخص:

إنّ رأس المال المخاطر يعتبر كأداة تمويلية للمؤسسات التي تجد صعوبات في الولوج إلى التمويل البنكي لقلة ضماناتها وضعف رأسملتها إلا أنّ هذه الشركات رأس المال تواجه مخاطر وهي مخاطر قبل وبعد العملية التمويلية وهي مخاطر الاختيار الغير صائب للمشاريع الممولة بالإضافة إلى المخاطر الأخلاقية. ولمواجهتها تلجأ إلى التأثير على حوكمة هذه المؤسسات للحد منها والعمل على تحسين قدرة هاته المؤسسات على تحقيق المردودية المالية وخلق القيمة عن طريق استعمال ميكانيزمات تعمل على الحد من المخاطر والتقليل من عدم تماثل المعلومات التي تكون مجوزتها لتذليل التصادم التقليدي بينها وبين مسيري هذه المؤسسات في إطار نظرية الحوكمة.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر - تمويل - حوكمة المؤسسات - المؤسسات الصغيرة و

المتوسطة

مقدمة عامة:

أن صعوبة الحصول على التمويلات البنكية من طرف المؤسسات الصغيرة والمتوسطة لتمويل احتياجاتها الاستثمارية وهذا لضعف لرأسملتها وطبيعة النشاطات الاقتصادية والتجارية الممارسة من طرفها والتي عادة ما تكون نشاطات إبتكارية لمنتجات جديدة وخدمات عالية التقنية من جهة وغياب آليات مرنة للتعامل مع هذه الابتكارات التي تطورها مثل هذه الشركات من طرف البنوك لدراسة مخاطرها المالية في عملياتها التمويلية وكذا إلزامية هاته لبنوك باتباع القواعد الحذرة في تسيير مخاطرها المالية من جهة أخرى وفي ظل هذه الظروف ظهرت آليات جديدة وهي آليات مبتكرة وتعمل على التمويل المتخصص لطبيعة المشاريع المقدمة من طرف هاته المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وهي آليات رأس المال المخاطر والتي تهدف إلى مرافقتها في عملياتها التمويلية من خلال تحقيق عائدات مالية تكون أكبر من العائدات على الودائع البنكية بدون مخاطرة.

ولكي تستطيع هذه الآليات المالية المستحدثة من خلية القيمة وتحقيق العائدات المالية المرتفعة، وجب عليها العمل على تحسين الأداء العام للمؤسسات الممولة من طرفها والذي يمر حتما عبر تحسين هيكلتها التنظيمية وحركتها من خلال مختلف الآليات والطرق المتعارف عليها والمعتمدة في تحسين الحركة لتحقيق الهدف الأسمى وهو زيادة الربحية والعوائد المالية خلال كل فترة التمويل وتحقيق فائض القيمة عند انتهاء العملية التمويلية.

إلا أن عدم تماثل المعلومات يعتبر كعائق أساسي لإنجاح مثل هذه الآليات التمويلية والذي يرسم لعلاقات تعتبر كعلاقات تصادمية بين هاته الشركات المتخصصة والمسيرين لتلك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذ أن هذه الخاصية تكون على جميع مراحل العملية التمويلية فهي متلازمة العملية التمويلية فتحيطها بمخاطر قبلية وهي مخاطر الاختبار الغير صائب لمشاريع المنتقاة للتمويل ومخاطر بعدية وهي المخاطر الأخلاقية التي قد تميز سلوكيات المسيرين في انتهاج سياسة اتفاقية في غير صالح هاته الشركات التمويلية ومنه يعتمد في حد من هذه المخاطر على حوكمة هاته المؤسسات الممولة في إطار حوكمة تساهمية تكون نظرية الوكالة ونظرية التكاليف الاقتصادية هما الإطار النظري والتطبيقي لتذليل مثل هاته الصدمات التي تعيق عملها التمويلي من خلال تحسين حوكمتها وضمان حقوق الممولين حتى تستطيع تحقيق القيمة والعائد المالي لكل الطرفين وليس لشركات رأس المال المخاطر فقط.

أهداف الدراسة: تهدف هذه الورقة البحثية إلى تبيان مدى مساهمة هذه الآلية التمويلية المعتمدة من طرف شركات رأس المال المخاطر إلى تحقيق وتحسين حوكمة المؤسسات الممولة من طرفها لتحقيق أفضل عائد مالي.

ولمعالجة هذه الإشكالية قمنا بوضع الفرضيات التالية:

- 1- رأس المال المخاطر هي أداة تمويلية فعالة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة المبتكرة وخاصة لتمويل احتياجاتها الاستثمارية الرأسمالية.
- 2- عدم تماثل المعلومات بين شركات رأس المال المخاطر والمسيرين يؤدي الى تباين المصالح بين طرفي المعادلة التمويلية.
- 3- اعتماد حوكمة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة يرفع من جاهزيتها للحصول على التمويلات اللازمة.

4-تؤثر شركات رأس المال المخاطر في تحسين حوكمة المؤسسات الممولة بمختلف الآليات والأطر مما يؤدي إلى زيادة خلق القيمة وتحسين العائدات المالية لكلا الطرفين.

أولاً: رأس المال المخاطر

1-نشأة رأس المال المخاطر

لقد نشأت فكرة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال سنوات الأربعينيات تحت مسمى venture capital لمراقبة نشأة الصناعات الالكترونية خلال تلك الحقبة الصناعية إلى أن ظهر أول قانون ينظم عمل هذه الأداة التمويلية عام 1958 تحت مسمى "Small business investment campaigns" والذي منحها مزايا مالية و جبائية هامة فتطورت هذه التقنية المالية كثيراً بالاعتماد على هذه التحفيزات الجبائية التي كانت تهدف إلى إعفاءها من الضرائب على فائق القيمة من جهة وتحرير السياسات المالية لصناديق المعاشات الأمريكية ومن ثم انتشرت في باقي بلدان العالم وأخذت المبالغ المالية المستثمرة في هذا القطاع المالي تنمو باضطراد حتى بلغت سنوات 2000 بأكثر من 100,36 مليار دولار خاصة مع تطور الصناعات والتقنيات الحديثة والمبتكرة كتقنيات الانترنت إلا أنه عاد إلى الانخفاض في حدود 20 مليار دولار أما في أوروبا فكانت المبالغ المستثمرة في هذا القطاع أقل مما هو عليه الحال في الولايات المتحدة الأمريكية ويرجع ذلك إلى الفوارق الاقتصادية وبين البيئة الاستثمارية وبين الولايات المتحدة الأمريكية وبقية بلدان العالم الأخرى والثقافة المالية السائدة وكذا اختلاف القوانين المنظمة لمثل هذه الآليات المالية.

2-تعريف رأس المال المخاطر:

لقد تعددت التعاريف لهاته التقنية المالية والتي يمكن تلخيصها فيما يلي:

2-1 تعريف منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية OCDE

تعرف هذه المنظمة الدولية رأس المال المخاطر على أنه "رأس المال التي تمنحه شركات تستثمر مواردها المالية وترافق مسيري المؤسسات حديثة النشأة والتي لا تكون مدرجة في البورصة فيكون الهدف منه العائد المالي وهذا من خلال خلق القيمة من المؤسسة الحديثة بالتعاون مع شركات رأس المال المخاطر وخبرتها المهنية"

2-2 تعريف الجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر EVCA

تعرف هذه الجمعية المهنية الأوروبية على أنه "جزء من الاستثمار، فرأس المال الاستثماري يستعمل في انطلاق التنمية وتطوير أي نشاط اقتصادي" ويكون "بتقديم أموال خاصة لمؤسسات غير مدرجة في البورصة"

2-3 تعريف الجمعية الفرنسية لرأس المال المخاطر AFIC

أما الجمعية المهنية الفرنسية فتعرفه على أنه "تمويل عن طريقة أموال خاصة لذا فهو معرض لمخاطر المؤسسة.

وهذا بدون ضمانات لا من المبادر ولا من المؤسسة ويأخذ بشكل المساهمة في رأس المال وغالبا ما يكون أقلية في رأسمال المؤسسة وهذا لفترة زمنية تكون أقل من الفترة المرتقبة لنجاح المشروع والذي يجب أن يمنحه النمو والمردودية

2-4 تعريف Freudenberg et Bayanet :

عرف هذان الاقتصاديان رأس المال المخاطر على أنه تمويل خاص موجه أساسا للمؤسسات الحديثة والمبتكرة والتي لها حاجة للتمويل وهذا من أجل تطوير المنتجات وتنمية مؤسساتهم ويكون عن طريق أموال خاصة.

3-المقارنة بين رأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر:

يجب الإشارة إلى أن رأس المال الاستثماري حسب المقاربة الأمريكية لهذا المصطلح تشمل رأس المال المخاطر بالإضافة إلى أنواع مشتقة أخرى تعني الغرض من التفريق بينها وبين هاته الأنواع الأخرى.

فتنقسم هاته العمليات الاستثمارية لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إلى أربعة أصناف وهي:

3-1 رأس المال المخاطر: وتشمل كل عمليات على رأس المال ويستثنى منها رأس المال

الاستحواذي والاستثمارات الهادفة إدراج المؤسسة في بورصة القيم المنقولة.

3-2 رأس المال أليبي: وهي العمليات الاستثمارية التي تهدف إلى التنازل على المؤسسة

الممولة عن طريق استعمال الأدوات المالية الهادفة إلى تحقيق عائد مالي مرتفع كأداة الرافعة المالية.

3-3 رأس المال MEZZAZINE: وهي الاستثمارات عن طريق رأس المال المخاطر من أجل إدراج المؤسسة في بورصة القيم المنقولة والتي تحقق عادة أرباح وفوائد مالية عالية للشركات المتخصصة في هذا النوع من العمليات عن طريق رأس مال المخاطر.

3-4 رأس المال القطاعي: وهي عمليات استثمارية خاصة بقطاع رأس المال الاستثماري والتي يكون هدفها عمليات استحواذ واندماج شركات متخصصة مع شركات من نفس القطاع لزيادة حجم استثماراتها الجغرافية أو التخصصية على قطاع اقتصادي بحد ذاته. ويكمن المعيار المستعمل للفرقة بين رأس المال الاستثماري ورأس المال المخاطر في مدى تطور وأهمية المؤسسة الممولة بمثل هذه الآليات المالية المبتكرة أو طبيعتها وهذا الشكل البياني يفسر بوضوح مثل هذا المعيار التفريقي:-

4/ مميزات رأس المال المخاطر:

يمكننا أن نلخص مميزات رأس المال المخاطر كما يلي:-

- 1 - تمويل وسطي المدة بحيث أن المدة التي يبقى مساهم في رأس المال المؤسسة الممولة هي عادة مدة زمنية محددة ويكون متفق عليها سلفا.
- 2 - مراقبة هذه المساهمة تكون مراقبة فعالة من خلال عقد يجمع المؤسسة الممولة مع شركات رأس المال المخاطر وهو ما يسمى بعقد المساهمين "pacte des actionnaires" من أجل خلق القيمة.
- 3 - المردود المالي المنتظر من العمليات التمويلية يكون من خلال التدفقات المالية المنتظرة خلال المدة الزمنية التي يبقى فيها مساهم في المؤسسة الممولة بالإضافة إلى فائض القيمة المالية من خلال عملية التنازل على تلك الأسهم بالطرق المتفق عليها.
- 4 - عملية التنازل على تلك الأسهم المكتتب بها يكون إما للمسيرين أنفسهم أو لشركات متخصصة من نفس قطاع شركات رأس المال المخاطر أو عن طريق الإدراج في بورصة القيم المنقولة.
- 5 - المساهمة عن طريق الاكتتاب في أسهم المؤسسة الممولة يكون بنسبة أقلية على شرط أن تكون لديها هوامش نمو هامة.

6 - يكون مشروع المؤسسة مشروع مبتكر ويعتمد في عملية الانتقاء على معايير نوعية أكثر منها معايير كمية⁽¹⁾.

5/ أهم الأدوات المالية المستعملة من قبل شركات رأس المال المخاطر

إن شركات رأس المال المخاطر تستخدم آليات وأدوات مالية وهذا من أجل الاحتفاظ بالأغلبية في رأس مال المؤسسة الممولة من طرفهما، على الرغم من تحديد نسبة الأقلية المنصوص عليها في القوانين التجارية لبلد مقر المؤسسة من جهة وكذا لاستعمالها من أجل تحقيق عملية خلق القيمة لها وزيادة مرد ودية استثماراتها في تلك المؤسسات من جهة أخرى كما أن هذه الأدوات المالية قد تستعمل من أجل فعالية عملية مراقبتها والحد من المخاطر المالية التي قد تتعرض لها من خلال هذه العمليات التمويلية خاصة وأن بعض المسيرين قد يلجؤون إلى العمل على تعظيم منافعهم على حسابها ويمكن تلخيصها كما يلي:-

5-1 الاكتتاب في رأس مال المؤسسة:

وهي الطريقة التقليدية والمتعارف عليها لدى هذا القطاع المالي ويكون عن طريق الاكتتاب في أسهم المؤسسة صاحبة المشروع لتمويلها والتي تكون متاحة حسب القوانين التجارية السارية المفعول أو حسب القوانين المنظمة لعملها داخل دولة مقر المؤسسة.

وتكون هذه الأسهم المكتتب بها أسهم عادية أو ذات أولوية وهذه الأخيرة هي التي تتعامل بها شركات رأس المال المخاطر⁽²⁾ لأنها تعطيها حقوق إضافية بالنسبة للأسهم العادية وهذا للحد من المخاطر المالية التي تحيط بهذه العمليات المالية والتي من مميزات الأساسية أنها أسهم ذات أولوية للتحويل إلى أسهم عادية في حالة الضرورة إلى تحولها من أسهم ذات أولوية إلى أسهم عادية لأنها أولاً تعطي الحق في الحصول على عوائد مالية عند توزيع الأرباح كما أنها الحماية الأساسية في عدم تخفيض نسبة الرقابة على المؤسسة بالإضافة إلى منحها لحقوق أخرى وحقوق التصويت في الجمعيات العامة والاستثنائية للمساهمين.

5-2 الأدوات المالية الأخرى: وهي الأدوات المالية المستعملة من قبل شركات رأس المال

المخاطر⁽³⁾ وهي في غاية الأهمية لها وهذا حتى تحافظ على معيار الأقلية في رأس مال المؤسسة الممولة ولكنها تمنحها مزايا مالية كزيادة المراقبة على هذه المؤسسات:

- التسيقات في الحساب الجاري للمساهمين.

-السندات العادية أو القابل للتحويل إلى أسهم عادية.

-حقوق الاكتتاب في الأسهم.

-قروض المشاركة.

6- أهم عوامل نجاح رأس المال المخاطر:

إن أهم عوامل نجاح رأس المال المخاطر في تحقيق خلق القيمة وتحقيق العوائد المالية لاستثمارات رأس المال المخاطر يمكن حصرها في ما يلي⁽⁴⁾:

- 1 - مميزات الخاصة بالمقاول والمسيرين.
- 2 - العوامل الاجتماعية والثقافية.
- 3 - العوامل الخارجية لمشروع المؤسسة.
- 4 - العوامل القانونية والجبائية.
- 5 - الخصائص المميزة للمؤسسة (نوعية المنتج، درجة الابتكار).
- 6 - العوامل الخاصة ببيئة وإستراتيجية المؤسسة والعوامل المحددة لحوكمتها.

ثانيا: حوكمة المؤسسات:

1 - مفهوم الحوكمة:

أول الباحثين في موضوع الحوكمة كانا Berle et Means في سنوات الثلاثينيات حيث اهتموا بموضوع فصل الإدارة عن الملكيات لوجود ممارسات سلبية من طرف مسيري المؤسسات وهذا لحماية المساهمين في الشركة⁽⁵⁾.

وفي عام 1976 قام "Jensen and Meckling" بالاهتمام بالحوكمة وهذا للتقليل من المشاكل التي تميز العلاقات بين المساهمين والمسيرين على ضوء نظرية الوكالة التي أبرزت تعارض المصالح بين إدارة المؤسسة والمساهمين وأصحاب المصالح الأخرى مما أدى إلى الاهتمام لتنظيم العلاقة عن طريق هذه الالية⁽⁶⁾.

ويرتبط مفهوم حوكمة المؤسسات بمفهوم نظرية المشروع والتي تعود إلى أواخر القرن التاسع عشر وكذلك ببعض نظريات التنظيم والإدارة.

2 - تعريف الحوكمة:

إذا من الواجب القيام بتعريفها حسب الإطار العام لهذه الورقة البحثية.

2-1 التعريف الأول:

تعرف حوكمة الشركات بأنها مجموعة العلاقات التي تنظم أطر العمل بين إدارة الشركة التنفيذية ومجلس إدارتها والمساهمين فيها والأطراف ذوي العلاقة الآخرين سواء الدائنين أو المتعاملين أو الموردين أو المدنيين وغيرهم⁽⁷⁾.

أي أن هذه العلاقات تهدف أساساً إلى استخدام الأدوات المالية والمحاسبية السليمة وفق معايير الإفصاح والشفافية الواجبة لتحقيق المصالح المشتركة لكل أطراف العملية سلفاً وبالتالى تحدد علاقات الوكالة بين أصحاب الأسهم والمديرين أي أنها تضمن قيام المديرين بالواجبات المنوطة بهم لفائدة المساهمين وفق الوكالة التي منحت لهم من قبل المساهمين.

2-2 التعريف الثاني:

هو الذي وضعه (Shleifer) والذي ينصب على أن حوكمة الشركات هي من الطرق الهادفة إلى ضمان أن يتلقى المساهمين في الشركة عوائد استثماراتهم وتكون حماية لهم للأموال التي استثمروها لتمويل احتياجات الشركة الاستثمارية.

2 3 التعريف الثالث: تعريف المؤسسة الدولية للتمويل IFC:

حوكمة الشركات هي مجموعة الهياكل والعمليات اللازمة لتوجيه وضبط المؤسسات وتحديد توزيع الحقوق والواجبات بين المشاركين الرئيسيين في الشركة بمن فيهم المساهمين وأعضاء مجالس الإدارة والمدراء وكذلك تحديد القواعد والإجراءات الخاصة باتخاذ القرارات بشأن أمور الشركة⁽⁸⁾.

3-3 التعريف الرابع: (G. Chaux):

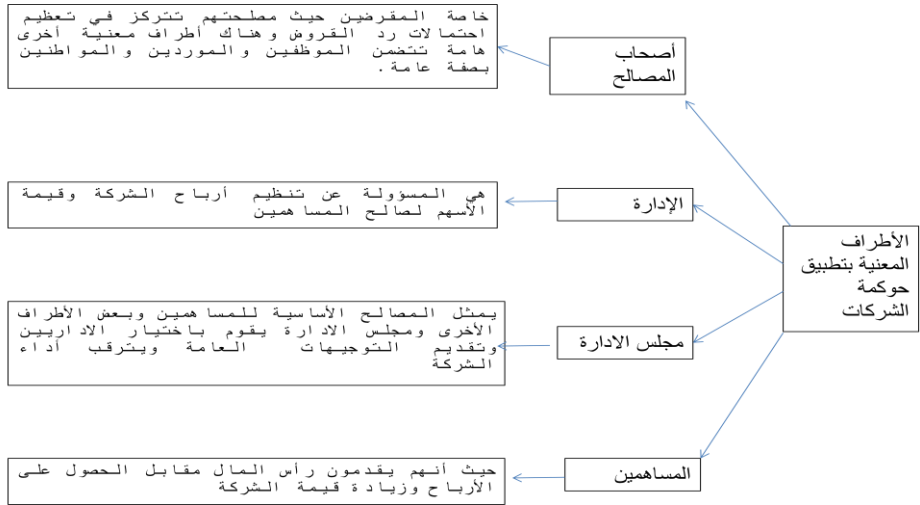
عرف هذا الباحث الحوكمة بـ "مجموعة المكنيزات التي هدفها تحديد الصلاحيات والتأثير على قرارات المديرين"⁽⁹⁾.

3 - مبادئ حوكمة الشركات:

لقد أصدرت منظمة التعاون (OCDE) عام 1998 والتعديلات اللاحقة (2004) أهم محددات الحوكمة المثالية الذي أعده (Annabel Bismuth et Adrin Blundell و wignall)⁽¹⁰⁾ والذي يجب أن يتضمن المبادئ التالية:

- 1 - ضمان وجود إطار فعال لحوكمة الشركات.
- 2 - حماية حقوق المساهمين.
- 3 - مبدأ المساواة بين المساهمين في المعاملة.
- 4 - دور أصحاب المصالح في الحوكمة
- 5 - الإفصاح والشفافية
- 6 - مسؤولية مجلس الإدارة

صورة متكاملة لحوكمة 1) رسم رقم (



المصدر: أمين السيد أحمد لطفي - المراجعة الدولية وعولمة اسواق الرأس المال، الدار الجامعية،
قواعد حوكمة الشركات:

لخصت منظمة المشروعات الدولية الخاصة CIPE عام 2003 مجمل القواعد التي من الواجب توفرها في حوكمة المؤسسات كما يلي⁽¹¹⁾:

- 1 - **الشفافية:** وهي الموضوعية اللازمة للشركة من خلال عملية الإفصاح السليم والمناسب عن كل ما يخصها من الناحية المالية والغير مالية.
- 2 - **المساءلة:** هي محاسبة كل المسؤولين على نتائج الشركة تجاه المسؤولين عن طريق الهيئات المنوط بها عمليات الرقابة الداخلية أو من المدققين الخارجيين عن الشركة.
- 3 - **المسؤولية:** تحديد أطر المسؤوليات والصلاحيات التي يتمتع بها كل هيئة إدارية في الشركة ومنه تحدد مسؤوليات المديرين.
- 4 - **الوضوح:** أي وضوح وشفافية وعدالة عمليات الإفصاح.
- 5 - **الاستقلالية:** وهي الآليات المعتمدة التي تلغي من تضارب المسؤوليات وكيفيات تشكيل مجالس الإدارة بكل حرية واستقلالية وفق لمصالح المساهمين.
- 6 - **لجنة التدقيق:** وهي الهيئة المكلفة - بالدور الوقائي لتعزيز الرقابة الداخلية ومتابعة تنفيذ القرارات ومتابعة تنفيذ التوصيات من قبل مجلس الإدارة.
- 7 - **العدالة:** ضمان معاملة عادلة بين المساهمين والاعتراف بحقوق مساهمين وذو المصالح الذين ينشئهم القانون.

ثالثاً- دور المشاركون في نظام الحوكمة لتحسين حوكمة الشركات

يقوم المشاركون في تفعيل حوكمة الشركات من خلال المصالح التي يريدون تحقيقها فتنشأ علاقة متشابهة وتصادمية ولإيجاد الأرضية التوافقية التي من خلالها يضمنون قيام وتفعيل الآليات والدعائم التي تعمل على تحقيق هذه المصالح المنشودة وبفضل هذه التفاعلات التي يخضعونها للقانون والتنظيم من جهة والتكييف الاختياري ولقوى السوق من جهة أخرى وهم: - المساهمون - المؤسسين (أصحاب المشاريع) الحكومة⁽¹²⁾

وقيل تفصيل هذا التفاعل علينا أولاً الإحاطة بأهم المخاطر التي تعترض هذه الشركات في عمليات التمويل.

تواجه شركات رأس المال المخاطر تحديات في عمليات التمويل التي تقوم بها وهي شبيهة بمخاطر الائتمانية التي تواجه البنوك والمثلة في مخاطر الائتمان لأن هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة تكون عرضة لتقلبات السوق والاقتصاد بصفة عامة وقد تزيد هذه المخاطر التمويلية عندما تتوسع هذه الشركات في النمو وأخذ حصص أكبر في السوق التمويلية مما يزيد من مخاطرها التمويلية.

1 - أهم المخاطر التي تواجه شركات رأس المال المخاطر:

1-1 مدخل نظرية الوكالة:

حسب Sahlmann (1990) ⁽¹³⁾ فإن أهم المخاطر التي تواجه هذه الشركات في عمليات التمويل التي تقوم بها وهي مخاطر الاختيار الغير صائب والمخاطر الأخلاقية ومخاطر التحويل ويعتمد لفهم هذه المخاطر على نظرية الوكالة التي طورها Meckling Et jensen عام 1976 وبعده FAMA 1980 واللدان اعتبارا المؤسسة مجموعة من العقود بين مجموع المعنيين بالمؤسسة واعتبرا حوكمة المؤسسة عبارة على العقد الذي يجمع بين عدة أشخاص (الموكل والموكل له) فيلجأ الموكل إلى الموكل له للقيام بعمل ما، مما ينشئ من خلال العقد سلطة القرار وهي أساسية لفهم العلاقات التي تنشأ بين المساهمين (الموكل) والمديرين (الموكل لهم) في تسيير المؤسسة والتي تنشأ عنها مخاطر تتحملها شركات رأس المال المخاطر في سياق عمليات التمويل التي يقوم بها لصالح المؤسسة لتعظيم القيمة وتحقيق الأرباح إذ أن المديرين والمساهمين لهم دوال منفعة مختلفة وكل منهما يعمل على تعظيمها ⁽¹⁴⁾.

1-1-1 مخاطر الاختيار الغير صائب:

وهي المخاطر التي تتحقق حتى قبل الدخول في العملية التمويلية والتي تتعرض لها شركات رأس المال المخاطر وهي الاختيار الغير صائب؛ إذ أن شح المعلومات لديها على ربحية المشروع وعدم تماثل المعلومات التي تكون عليها أطراف عملية التفاوض وذلك لتقييم القيمة المالية للمشروع ومدى قدرته على خلق القيمة وقيمة التدفقات النقدية المستقبلية وكذلك على قدرة المقاولين على القيام بهذه المهمة التسييرية مما يجعلها تقدم على اختيار المشاريع ذات المخاطرة العالية إذ حسب ARMIT et all (1990) فإن المقاولين الأقل كفاءة سيلجئون إلى الاعتماد على شركات رأس المال لتقاسم المخاطر لمشاريعهم أما الأكفاء منهم فإنهم سيعتمدون على أنفسهم في تسيير مشاريعهم وهذا حتى لا يتقاسموا سلطة القرار أو تقسيم الأرباح المستقبلية.

إلا أن بعض الباحثين يؤكدون على أن هذه الشركات لها من المعلومات ما يمكنها من تجاوز المخاطر عن طريق الخبرة المكتسبة على عدة قطاعات اقتصادية وذلك عن طريق التقييم الموضوعي لمدى ربحية هذه المشاريع.

1-2-1 المخاطر الأخلاقية:

تتجلى هذه المخاطر الأخلاقية في المرحلة اللاحقة التي تلي عملية التمويل من قبل شركات رأس المال المخاطر إذ المسيرين قد يلجئون إلى سلوك غير أخلاقي اتجاه المساهمين (شركات الرأس المال المخاطر) وهذا بالعمل على تعظيم منافعهم من المؤسسة بدل العمل على تعظيم القيمة وزيادة الأرباح كأن يعمدون إلى انتهاج سياسة استثمارية توسعية تكون من خلال مكاسب نفعية خاصة على حساب المؤسسة وهذا ما ذهب إليه العديد من الباحثين التي يكون فيها استحالة مراقبة المسيرين لعدم تماثل المعلومات.

1-3-2 مخاطر التحويل:

وهي الحالة التي من خلالها يتمكن المسير من العمل على تعظيم منفعه وهذا من خلال الثغرات الموجودة في العقود التمويلية التي تربطه بشركات رأس المال المخاطر وتكون هذه الحالة عندما يكون المشروع ذو تقنية عالية ولم يتمكن من الوقوف على هذه المميزات التقنية فلا يحدد معالم العقد بدقة فيستعملها المسير لصالحه، كل هذه المخاطر قد تضطر شركات رأس المال المخاطر إلى انتهاج سياسة الرقابة⁽¹⁵⁾ والتي من أجلها تقوم بدفع مصاريف وتحمل تكاليف إضافية هي: إن Capy et Hirigoyen⁽¹⁶⁾ (2001) يؤكدان على أن اختلاف وجهات النظر حول المخاطر؛ فشركات رأس المال المخاطر قد تستطيع تنويع محافظها الاستثمارية وهذا راجع لقدرتها المالية التي تتمتع بها في حين أن المسيرين على عكس المساهمين لا يولون أهمية للمخاطر ويعتمدون على تنويع المخاطر لدى المساهمين فلا يكون سلوكهم من أجل المصلحة الخاصة للمساهمين.

1-2-2 مدخل نظرية تكاليف الاقتصادية للمعاملات:

إن أهم مصادر التضاد بين المساهمين والمسيرين حسب نظرية تكاليف الاقتصادية للمعاملات حسب Bareney et all 1999 يمكن تلخيصها في حالتين⁽¹⁷⁾:

الحالة الأولى: مقتنصو الفرص التسييرية opportunitisme managérial :

وهي الحالة التي من خلالها يقوم المسيرين بإتباع سلوك غير سوى بالإنقاص من قيمة المؤسسة وهذا عن طريق الانفاق الغير عقلاني كاتباع سياسة أجور غير عقلانية والإنفاق على البحث والتطوير الغير المفضي إلى نتائج ملموسة ولانتاج سلع أو خدمات مبتكرة.

الحالة الثانية: مقتنصو الفرص التجارية opportunisme commercial:

وهي الحالة التي يعتمد فيها المسيرون إلى مغادرة المؤسسة والالتحاق بالمؤسسات المنافسة للمؤسسة الأولى التي كانوا يسيرونها مما قد يلحق الضرر الكبير بالمؤسسة الأولى لانهم يحملون موهم كل المعارف وكفاءاتهم وقد يحملون معهم حتى بعض الأسرار الخاصة بالمؤسسة الممولة من طرف شركات رأس المال المخاطر، وللحد من هذه المخاطر التي تؤدي إلى هذا التباين في وجهات نظرهم تلجأ هذه الشركات إلى اتباع جملة من الترتيبات الرقابية مما يحملها مصاريف وتكاليف هاته الرقابة وهي:

1-2-1 التكاليف المتحملة من جهة شركات رأس المال المخاطر:

1-1-2-1 مصاريف المراقبة: وهي مصاريف هيكلية المراقبة وتخفيض المسيرين.

1-2-2-1 التكاليف الأخرى:

وهي التكاليف التي تتحملها شركات رأس المال المخاطر في حالة الاختلاف مع المسيرين حول وجهات النظر حول الأهداف المالية الواجب تحقيقها من هذا التمويل. كل هذه التكاليف ستعمل حتما على إنقاص في قيمة الأرباح المرجوة من هذا التمويل وبالتالي سيكون هناك انخفاض في القيمة المتحصل عليها والتي يكون مصدرها الأساسي هو عدم تماثل المعلومات علما أن هذه المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي عادة ما تكون غير مدرجة في البورصة وقد لا تلتزم بمعايير الإفصاح المحاسبي والمالي لقوائمها المالية مما يزيد من عدم تماثل المعلومات. كل هذا يستدعي وضع ميكانيزمات حوكمية فعالة داخل المؤسسة وذلك بتحديد عقد ملائم الذي يسهل المشاركة الأساسية لكل طرف (المساهمين -المسيرين) من اجل إنجاح المؤسسة.

1-2-3 التكاليف المتحملة من طرف المسيرين:

1-2-3 مصاريف الالتزام:

المصاريف التي يتحملها المسيرين لتبيان حسن نيتهم كاعتماد نظام معلوماتي محاسبي يسمح لشركات رأس المال المخاطر من تتبع أدائهم التسييرية وتبيان النتائج المتحصل عليها في عملهم التسييري للمؤسسة .

1 - الإطار النظري لعمل شركات رأس المال المخاطر لتحسين الحوكمة:

1-2 : نظرية الوكالة:

إن مصطلح الحوكمة يعني صلاحية استعمال السلطة والإدارة والرقابة. فالحوكمة هي مجموعة القواعد التي تسيّر المؤسسة أي الكيفية التي تمنح وتوظف بها هذه القواعد. فمن مهام الحوكمة العمل على تجنب الصراعات الداخلية في المؤسسة حتى لا تفقد القيمة لذا فشرركات الرأس المال المخاطر تأخذ قسط كبير في تسيير وحوكمة المؤسسة والعمل على نجاح استثماراتها.

أما G. Charreaux (1997) ⁽¹⁸⁾ فأكد على أن حوكمة المؤسسات هي مجموعة الميكانيزمات التي هدفها تحديد الصلاحيات والتأثير على قرارات المسيرين.

يعتمد على نظرية الوكالة لتدليل الصراعات التي تواجه المساهمين في علاقتهم بالمسيرين التي عادة ما تكون متنافرة أو تصادمية والتي تعتمد على إيجاد الإطار التعاقدي الملائم لتعظيم القيمة والذي من خلاله تتحدد الأطر الهيكلية لتحقيق هذا الهدف والذي من الواجب أن يتضمن واجبات وحقوق طرفي العقد.

نظرية تكاليف التعاقد:

يؤكد (Williamson) (1988) ⁽¹⁹⁾ على فكرة أن حوكمة المؤسسات يجب أن تخفض من تكاليف التعاقد وهي تكاليف اللازمة لشركات رأس المال من البحث على المعلومات أو التفاوض أو إبرام العقود ومراقبة هذه العقود والكيفية التي تسيّر عليها هذه العقود وهي تؤكد على أن طبيعة نشاط المؤسسات في عملياتها الاستثمارية وخاصة أنها تستثمر في أصول غير مادية فهي بحاجة إلى تمويلات من طبيعة أخرى لذا وجب أن يكون الحل هو شركات رأس المال المخاطر كفاعل في حوكمة هذه المؤسسات.

معايير تقسيم الحوكمة من طرف شركات رأس المال المخاطر تقويم:

تعتمد شركات رأس المال المخاطر على عدة معايير لتقييم حركة المؤسسات المراد تمويلها لكي تستطيع معرفة مدى جاهزية هذه المؤسسات على تحسين وتعظيم القيمة لحسابها وهي⁽²⁰⁾:

- هيكلية مجلس الإدارة (وجود أعضاء منه مستقلين).
- حماية حقوق المساهمين (حماية مبدأ لكل سهم)
- الشفافية ونوعية الإفصاح الموجه للمساهمين.
- عدم وجود إجراءات للحد من عمليات الاستحواذ على المؤسسة من قبل أطراف خارجية على المؤسسة.

- نشر كل مل يتعلق بأجور والحوافز المالية للمسير بين وضمان أن تكون هذه الأخيرة متلائمة مع الأهداف المرجوة عن المردودية المالية.

الآليات التعاقدية لتأثير على تحسين الحوكمة:

تقوم شركات رأس المال المخاطر باستعمال الأمثل لحق التصويت في الجمعية العامة التي من خلالها تتعزز حوكمة المؤسسة باستعمال حقوق التصويت من اجل⁽²¹⁾:

- تغيير هيكلية المجلس الإدارة.
- إعادة النظر في سياسة توزيع الأرباح.
- التأثير على الاستراتيجية على المدى البعيد.
- تغيير هيكلية رأس المال.
- إبداء الرأي فيما يخص مشاريع الاستحواذ.

يجب الإشارة هنا إلى خصائص التشريع القانوني المنظم لحماية حقوق المساهمين، وهما:

- **الحالة الأولى:** من الممكن أن تأثر في استعمال حقوق التصويت في الجمعية العامة وهي حالة أن يكون هناك تشريع قوي بحمي المساهمين ذو الأقلية مما يعني الفصل بين حقوق الملكية والرقابة⁽²²⁾.

- **الحالة الثانية:** وهي حالة ضعف التشريع الذي تكون حماية حقوق الأقلية طبيعية وهي حالة تطابق حقوق الملكية مع الرقابة مما يؤدي بهذه الأقلية في رأس مال المؤسسة إلى الاستحواذ على حصص أكبر حتى تستطيع من تفعيل الرقابة على المؤسسة.

4-1 عقد المساهمين:

وهو العقد الأساسي لعمل الشركات رأس المال المخاطر الذي يتضمن الأهداف المسطرة المنتظرة مع تحديد المدة الزمنية اللازمة لسريانه فهو يتضمن عدة محاور لحماية المساهمين وخروجه بعد تلك المدة من رأس المال المؤسسة الممولة وينقسم إلى جزأين رئيسيين هما حقوق الملكية لكل الأموال الممولة للمؤسسة وحقوق الرقابة من أجل تأطير العلاقة مع المسيرين وعادة ما يستعمل آليات لتسيير هذا العقد ونذكر من أهمها:

4-1-1 مجلس الإدارة:

حسب FAMA (1980) لمجلس الإدارة مهمتان أساسيتان هما إبداء الرأي في الاستثمارات الطويلة الأجل من جهة ومراقبة المردودية عمل المسيرين وذلك عن طريق:

- تعيين أعضاء مستقبلين لمجلس الإدارة.
- الفصل بين مهام رئيس مجلس الإدارة والمديرية العامة.
- وضع خلايا خاصة داخل المجلس لمساعدته على اتمام مهامه بأفضل صورة كخلايا التدقيق الاجور والحوافز.
- خلية التوظيف والتعيين
- من الأهمية الإشارة إلى وجوب أن يطلع مجلس الإدارة بمهام المساعدة والنصح في مجال الإستراتيجية ورقابة المخاطر المؤسسة وذلك بوضع خارطة المخاطر التي يمكن لأن تتعرض لها المؤسسة ووضع عمل المجلس لرقابة الجمعية العامة للمساهمين حتى لا ينفرد باتخاذ القرارات لمهمة المؤسسة⁽²³⁾.

4-1-2 نظام حوافز مالية:

وهي من اهم الآليات المستعملة في الحد من تنافر مصالح المسيرين بين مصالح المساهمين وهي تتمثل في حزمة من الإجراءات المالية كسياسة أجور وحوافز مالية للمسيرين وتكون هذه الإجراءات المالية متناسبة مع تحقيق الاهداف المالية المحققة من طرف المؤسسة التي يديرها.

وحسب دراسة قام بها Morck et al (1988) التي درست نسبة حصول المسيرين على نسبة من رأس المال وخلصت إلى أن ما نسبته من 5% إلى 25% فإن مردودية المالية تزيد وعندما تصبح ما بين 25% إلى 45% فإنها تنقص وإذا ما زادت على هاته النسبة فإنها تعود إلى الزيادة بقليل.

كما تستخدم آلية أسهم مجانية التي تفعل عند خروج شركات رأس المال المخاطر من هيكله رأس المال المؤسسة بطرحها من البورصة وبالتالي تتحقق أهداف النظرية الوكالة في تطابق مصالح المسيرين مع مصالح المساهمين وتنفخ المخاطر الأخلاقية في لجوء المسيرين إلى انتهاج سياسة تعظيم منافعهم على حساب المساهمين⁽²⁴⁾.

4-1-3 وضع نظام معلومات محاسبي ومالي:

يتم وضع نظام معلومات محاسبي ومالي حتى يستطيع من خلاله المساهمين الإطلاع على الوثائق المالية وتقليص عدم تماثل المعلومات التي تكون بحوزة المسيرين وهو ما يعزز من عمليات الإفصاح والشفافية اللازمتين لتحسين حوكمة المؤسسة.

4-2 التمويل على مراحل:

وهي الآلية التي من خلالها يكون تمويل المؤسسة يتم على مراحل متتالية فيكون تقييم مرحلي لمدى تحقيق المؤسسة لأهداف المسطرة في عقد المساهمين وهي تعتبر آلية جديدة لتخفيض المخاطر المالية من جهة وتراقب المخاطر الأخلاقية من جهة الأخلاقية من جهة أخرى. لذا فإن هذا هذا التقييم الجزئي للعمليات التمويلية يسمح للشركات رأس المال المخاطر من الحصول على المعلومات المالية لكل مرحلة فتتحسن عملية الحصول على المعلومات مما يحفز المسيرين على تحقيق ما سطر له من مردودية مالية فيتحسن الأداء العام للمؤسسة.

4-3 آلية السوق المالي للاستحواذ على المؤسسة:

من أهم هذه الآليات هي آلية السوق المالي وهي آلية العروض العامة للاستحواذ (OPA) وهي تمثل تهديد للمسيرين المتقاعسين في تحسين سيرهم للمؤسسة وتحسين القيمة للمساهمين التي من خلالها يقوم المساهمين ببيع حصصهم في السوق المالي أو لشركات رأس مال مخاطر أخرى أو حتى عن طريق بيع تلك الحصص لمستثمرين آخرين مما يخفض من القيمة السوقية للمؤسسة الممولة

وبالتالي نعمل هذه الآلية على تخفيض المداخل المالية للمسيرين ويصعب من مهام الحصول على التمويلات اللازمة للمؤسسة.

4 - أهمية هذا التأطير من طرف شركات المال المخاطر على المؤسسة⁽²⁵⁾:

تتجلى أهمية هذا التأطير الذي تمارسه شركات رأس المال المخاطر على المؤسسة من خلال مختلف الميكانيزمات التي تستعملها للتأثير على حوكمة المؤسسة فتحسن من هيكلتها التنظيمية والأداء المالي لها فتزيد من القيمة السوقية عند خروجها من رأس المال المؤسسة المستمرة بها من جهة. ومن جهة أخرى فهي تعطي إشارات واضحة لجميع المتعاملين مع المؤسسة لزيادة الثقة في التعامل معها مثل البنوك والزبائن وحتى العمال من خلال الجدية التي ستميز هذه المؤسسة لتحقيق الأهداف المالية المسطرة لها سلفاً⁽²⁶⁾.

النتائج المتوصل إليها:

- 1 - رأس المال المخاطر أداة بديلة للتمويل البنكي إلا أنها تستخدم أدوات دين هجينة.
- 2 - تواجه هذه الشركات مخاطر في عمليات التمويل قد تظهر قبل وبعد عملية التمويل.
- 3 - عدم تماثل المعلومات والمخاطر الأخلاقية هي أهم المخاطر التي تواجهها هذه الشركات
- 4 - تستخدم هذه الشركات آليات وميكانيزمات. لمواجهة و للتحكم بها.
- 5 - الإطار النظري الأمثل والمستعمل هو نظرية الوكالة لفهم مدى التصادم الذي يحدث بين هذه المساهمين والمسيرين.

- 6 - تعتمد على آليات الرقابة في إطار مبادئ الحوكمة فتعمل على التأثير الإيجابي لهيكل المؤسسة وتنظيمها وكذا مراقبة المسيرين وخلق القيمة اللازمة لتحقيق مردودية تمويلاتها.
- 7 - اعتماد حوكمة المؤسسات تعمل على انقاص التصادم مما يقلل من أهم المخاطر التي تواجهها هذه الشركات في عمليات التمويل مما يسمح لها بزيادة هذه العمليات التمويلية لتنمية الاقتصاد وخلق فرص العمل.

التوصيات:

- 1 - وجب تقنين أكثر لبعض قواعد حوكمة الشركات ليتسنى لشركات رأس المال المخاطر الحد من المخاطر التي تواجهها في عملية التمويل.

- 2 - وجب تفعيل للسوق المالي حتى يتسنى لهذه الشركات العمل على بيع حصصها في رأس مال الشركات الممولة عند خروجها من رأس المال المؤسسات الممولة.
- 3 - وجب تفصيل أكبر للسياسة الجبائية حتى يتسنى لهذه الشركات رأس مال المخاطر العمل على تمويل أكبر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمبتكرة.
- 4 - على هذه الشركات أن تعمل على توضيح أكثر لمعايير انتقاء المشاريع المراد تمويله
- 5 - على هذه الشركات اعتماد أطر حوكمة ملائمة لحجم المؤسسة الممولة حتى لا تذهب الجهود اعتماد مبادئ الحوكمة دون تحقيق الأهداف العامة للمشروع.

المراجع

- 1 - Diane Saty KOUAME, Les facteurs de succès ou d'échec des jeunes entreprises Innovantes françaises, selon leurs modes de financement et de gouvernance, thèse de doctorat, Université de Lorraine, 2012.
- 2 - Kaplan.S et Stormberg.P, Venture capital as principals; contracting screening and monitoring, American Economic Review Vol 91 n° 2, May 2001 p 426-430.
- 3-Lachman. J, Stratégie et financement de l'innovation, Economica, Paris 2010
- 4-, Diane Saty KOUAME, Les facteurs de succès ou d'échec des jeunes entreprises Innovantes françaises, selon leurs modes de financement et de gouvernance, thèse de doctorat, Université de Lorraine, 2012, P 99
- 5-د. أحمد نور الدين- ساس فطيمة - مداخللة دور حوكمة الشركات في الحد من الفساد المالي و الاداري للقطاع الخاص الجزائري. ملتقى جامعة بسكرة حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي و الإداري 6-7- ماي 2012
- 6- مسعود دراوسي- ضيف الله محمد الهادي , مداخللة فعالية و أداء المراجعة الداخلية في ظل حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي و الاداري- ملتقى جامعة بسكرة حول حوكمة الشركات كآلية للحد من الفساد المالي و الإداري 6-7- ماي 2012

7- حكم محسن الربيعي - حمد عبد الحسين راض حوكمة البنوك - دار اليازوري - الأردن

2011- ص 23

8- الرحيلي ، عوض سلامة " لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات " حالة السعودية ، أوراق عمل المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار الحوكمة ، بحوث الشركات القاهرة 2005

9- Chareaux.G. Vers une théorie du gouvernement d'entreprise, laboratoire CREGO- Dijon, 1996 p 03.

10- Glachant J. et all, Private equity et capitalisme français, rapport du conseil analyse économique, La Documentation française. Paris, 2008, p157-166.

11 جون سوليفان و هنا ناجرودكيفيتش نظرة الى المستقبل الفوائد الاستثمارية لحوكمة

الشركات بالنسبة لمجتمع الاعمال مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE - واشنطن- الولايات المتحدة الأمريكية 2003.

12 - مها محمود رمزي ربحاوي الشركات المساهمة بين الحوكمة و التعليمات - حالة دراسية للشركات المساهمة العامة العمانية مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية و القانونية المجلد 24 العدد الأول 2008 ص 102,

13- Sahlman. W.A., the structure and governance of venture capital organization, Journal of Financial Economics n° 27(2) USA ,1990, P 473-521

14- Koussay A. le rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des sociétés cotés- DEA sciences de gestion, université Bordeaux 2003- p 5

15- Stévenot. A, la Gouvernance des entreprises finances par capital investissement d'une approche juridico financière à une approche cognitive- XIV conférence internationale de Management stratégique , pays de la Loire 2005- p 3

16- Cappy J., Hirigoyen G. la création de la valeur de l'entreprise, paris, Economica, paris, 2ème Edition 2001.

17- FERDJANI W., analyse du processus décisionnel d'investissement des sociétés du capital risque québécoises, Maitrise en gestion, université du Québec trois rivières, 2000, P 39.

18- Chareaux G. le gouvernement des entreprises, Economica, Paris, 1997.

19- Diane Saty KOUAME, Les facteurs de succès ou d'échec des jeunes entreprises Innovantes françaises, selon leurs modes de financement et de gouvernance, thèse de doctorat, Université de Lorraine, 2012, P 142

- 20- Jeffers.E et Plihon.D, Investisseurs institutionnels et gouvernance d'entreprises, revue d'économie financière vol 63 ,2001- p 137-125.
- 21- Chareaux G., le conseil d'administration et le pouvoir dans l'entreprise, revue économie française » n⁰ 31 p 49-79
- 22-Roe M, Rôle de l'actionnaire et système politique Revue française de Gestion n⁰ 141- P 305 – 345
- 23- Marie Ange Andrieux, Gouvernance d'entreprise et compétitivité, revue sociétal n⁰ 80- p133.
- 24- Koussay A. le rôle des investisseurs institutionnels dans la gouvernance des sociétés cotés- DEA sciences de gestion, université Bordeaux 2003- p 6
- 25- Capy J., Hirigoyen G. la création de la valeur de l'entreprise, paris, Economica, paris, 2ème Edition 2001.
- 26- To HUY .VU, facteurs organisationnels et stratégiques de la performance des fonds de capital disque français – thèse de doctorat, université Nancy 2- 2010, P 112