



حوكمة الشركات الممولة برأس المال المخاطر -دراسة نظرية للعلاقة بين

المخاطر برأس المال/مسير -

Corporate governance of societies financing buy venture capital_A theoric study of relationship between venture capital /manager_

ط.د/ خليفة ساهل زينب

جامعة الجزائر 3، الجزائر

z.khelfa_sahel@univ-skikda.dz

تاريخ القبول: 5/ 2018/5

تاريخ الاستلام 2018/5/01

الملخص :

نسعى من خلال هذا البحث إلى تحليل العلاقة بين المخاطر برأس المال/ مسير المؤسسة الممولة في ضوء مجموعة من النظريات التي تناولت هذه العلاقة الخاصة بالدراسة والتحليل، حيث أعطت كل نظرية من هته النظريات إيضاعات وإيضاحات من أجل فهم أكثر لهذه العلاقة التي توجد في قلب العملية التمويلية برأس المال المخاطر. وسنقوم بذلك من خلال محورين: الأول تناول مفهوم وأهمية التمويل برأس المال المخاطر، في حين خصص الثاني لأهم النظريات المفسرة للعلاقة "مخاطر برأس المال/مسير" وآليات حوكمة هذه العلاقة.

الكلمات المفتاحية: رأس المال المخاطر؛ مخاطر برأس المال؛ مسير المؤسسة الممولة؛ آليات الحوكمة، مؤسسات صغيرة و متوسطة.

تصنيف JEL: G3

Abstract :

We aim from this paper to analyze the relationship between the risk / capital of the institution funded in the light of a set of theories that dealt with this relationship of study and analysis, where each theory gave him explanations for more understanding of this relationship that is in the heart Financing process with venture capital. We are going to concretize it through two main axes: the first is to address the concept and importance of financing with venture capital, while the second is devoted to the most important theories explaining the relationship "capital / path risk" and governance mechanisms of this relationship.

Key words : venture capital, capital risk, financing institution path, governance mechanisms, small and medium enterprise.

JEL classification codes: G3

مقدمة.

إن موجة الاقتصاد الحديث وثورة التكنولوجيا الحيوية في بداية الألفينيات، غير وأعاد تنظيم و توجيه نهج العديد من المستثمرين إزاء المؤسسات والمشاريع الابتكارية ذات معدلات نمو جد عالية. أحد الأطراف الأساسية التي تأثرت بهذه التطورات هي مؤسسات رأس المال المخاطر، المهندس الأكبر لانفجار فقاعة الانترنت من خلال نمطه التمويلي الخارجي.

هذه المؤسسات ذات طابع تمويلي تساهمي بالأخطار ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية ثم انتقلت إلى باقي دول العالم. ويعتبر رأس المال المخاطر خيارا تمويليا استراتيجيا للمشاريع الاستثمارية ذات درجة مخاطرة مرتفعة بحيث تعجز البنوك التقليدية عن تلبية حاجياتها التمويلية. كما لا تكفي هذه المؤسسات بتقديم التمويل فقط بل تتميز أيضا بمتابعة ومرافقة نشطة للمؤسسة الممولة مع غياب أي شكل من أشكال الضمانات.

إن هذا التغير الكبير في عالم التمويل الخارجي، كان له وقع كبير على العلاقة القائمة بين الممول والمسير، حيث وفي ظل التمويل برأس المال المخاطر الذي يمارس ضمن علاقة تعاقدية بين شركة رأس المال المخاطر والمؤسسات المستفيدة من التمويل تظهر العديد من المشاكل والنزاعات. أغلب الدراسات التي قامت بتحليل هذه العلاقة اهتمت بالميكانيزمات النوعية للرقابة والتقييم في إطار نظرية الوكالة، حيث أنه نتيجة لهذه العلاقة التعاقدية ونظرا لارتفاع مستوى المخاطر تظهر صراعات ومشاكل بين الطرفين، تركزت أهمها في تضارب المصالح، حيث يسعى كل من الممول والمسير لتحقيق مصالحه الشخصية بانتهازية من خلال تعظيم عائداته المالية في ظل حالة من عدم التأكد وعدم تماثل المعلومات.

إن الاعتماد على نظرية الوكالة في فهم ودراسة العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يعد ناقصا، حيث أن نظرية الوكالة تنظر إلى

الطرفين المتعاقدين على أنهما متعارضان، غير أن هذه العلاقة يمكن أن تكون تشاركية تساهم في تحقيق أهداف المؤسسة وتؤدي إلى خلق القيمة.

هناك عدة مقاربات حديثة يمكن إضافتها إلى نظرية الوكالة لدراسة و تحليل العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة، من بين هذه المقاربات نجد: نظرية العدالة الإجرائية والمقاربة المعرفية للحوكمة .

إشكالية الدراسة: على ضوء ما سبق، يمكننا طرح الإشكالية التالية: ما هي أهم النظريات التي تطرقت إلى تفسير وتحليل العلاقة بين المخاطر برأس المال والمسير، وآليات حوكمتها في ظل هذه النظريات؟

أهمية الدراسة: تتمثل أهمية هذه الدراسة في محاولة تقديم تفسير للعلاقة القائمة بين المخاطر برأس المال ومسير المؤسسة الممولة في ظل بعض النظريات هذا من جهة، وتبرز أهميتها من جهة ثانية في تقديم بعض الآليات والوسائل لحوكمة هذه العلاقة والتقليل من الصراعات بين الطرفين من أجل إنجاح العملية التمويلية.

أهداف الدراسة: نوجزها في النقاط التالية:

- تقديم بعض المفاهيم المتعلقة برأس المال المخاطر، وإبراز أهميته ودوره التمويلي؛
- التعرف على مختلف النظريات التي تطرقت إلى تفسير وشرح العلاقة "مخاطر برأس المال/مسير" (نظرية الوكالة، نظرية العدالة الإجرائية والمقاربة المعرفية للحوكمة)؛
- عرض بعض الآليات المقترحة لحوكمة العلاقة "مخاطر برأس المال/مسير" في ظل هذه النظريات.

منهج الدراسة: إجابة على إشكالية البحث وتحقيقا للأهداف السابقة الذكر، قمنا اعتماد المنهج الوصفي الذي يتلاءم وطبيعة بحثنا في توضيح أهمية ودور التمويل برأس المال المخاطر، إضافة إلى تفسير العلاقة القائمة بين المخاطر برأس المال والمؤسسة الممولة في ظل بعض النظريات، وأيضا أهم الآليات المتبعة من أجل حوكمة هذه العلاقة.

الدراسات السابقة: إن الدراسات المتعلقة بموضوع حوكمة العلاقة "مخاطر برأس المال/مسير" قليلة خاصة باللغة العربية، نستعرضها أدناه:

✓ دراسة (2002 Éric STEPHANY & Jérôme POUGET) بعنوان: حوكمة

العلاقة بين المخاطر برأس المال/مسير، حيث هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على الأسس والتطبيقات المتعلقة بحوكمة العلاقة بين المخاطر برأس المال/مسير. وخلصت إلى أن ميكانيزمات الحوكمة ذات أهمية كبيرة في التقليل من المشاكل والنزاعات التي قد تطبع العلاقة بين المخاطر برأس المال ومسير المؤسسة الممولة.

✓ دراسة (2005 Anne STEVENOT) بعنوان: حوكمة المؤسسات الممولة برأس

المال المخاطر: من مقارنة مالية إلى مقارنة معرفية. هدفت هذه الدراسة إلى إبراز أهمية ودور المقاربات المعرفية لحوكمة المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر من أجل جعل مساهمة المخاطر برأس المال مساهمة نشطة تؤدي في النهاية إلى خلق القيمة (إبراز الدور المعرفي للمساهم)، وشملت الدراسة على حالة تطبيقية شملت 11 مؤسسة ممولة برأس المال المخاطر.

✓ دراسة (2007 Hicham KHARBOUCHE)، بعنوان: حوكمة الشركات

التمولة برأس المال المخاطر -مقاربة نظرية للعلاقة بين المخاطر برأس المال / المقال، حيث هدفت هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على أهم النظريات التي تناولت العلاقة مخاطر برأس المال / مقال بالدراسة وخصوصية حوكمة هذه العلاقة. وقد تطرق الباحث إلى نظرية الوكالة، إضافة إلى نظرية العدالة الإجرائية ونظرية المعتمدة.

✓ دراسة (2015 Willy Xavier BANENI)، بعنوان: حوكمة العلاقة بين

مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-مع أخذ عينة تتكون من 4 مؤسسات صغيرة والمتوسطة إفريقية-، تندرج هذه الدراسة ضمن إطار الدراسات التي تطرقت لحوكمة المنظمات بصفة عامة، إضافة إلى حوكمة العلاقة بين شركات رأس

المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة و المتوسطة خصوصا. وتهدف إلى تحديد وتوضيح الآليات الموضوعية من قبل مؤسسات رأس المال المخاطر من أجل ضمان شراكة جيدة وفعالة للعلاقة التي تربطها بالمؤسسات الصغيرة و المتوسطة الإفريقية المستفيدة من التمويل.

خطة الدراسة: للإجابة على الإشكالية المطروحة، ارتأينا تقسيم هذه الدراسة إلى محورين: الأول تناول مفهوم وأهمية التمويل برأس المال المخاطر، في حين خصص الثاني لأهم النظريات المفسرة للعلاقة "مخاطر برأس المال/مسير" وآليات حوكمة هذه العلاقة.

1. مفهوم وأهمية التمويل برأس المال المخاطر:

1.1 تعريف رأس المال المخاطر:

رأس المال المخاطر عبارة عن أسلوب أو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية بواسطة شركات تدعى بشركات رأس المال المخاطر. و هذه التقنية لا تقوم على تقديم النقد فحسب كما هو الحال في التمويل المصرفي، بل تقوم على أساس المشاركة، حيث يقوم المشارك بتمويل المشروع من دون ضمان العائد و لا مبلغه، و بذلك فهو يخاطر بأمواله. و لهذا، نرى بأنها تساعد أكثر المؤسسات الصغيرة و المتوسطة الجديدة أو التوسعية التي تواجه صعوبات في هذا المجال.

حسب الجمعية الأوروبية لمهنيي رأس المال المخاطر "EVCA" فإن رأس المال المخاطر: هو كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تضمن في الحال يقينا بالحصول على دخل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد (وذلك هو مصدر الخطر) أملا في الحصول على فائض قيمة مرتفع في المستقبل البعيد نسبيا حال بيع حصة هذه المؤسسات بعد عدة سنوات (السعيد بريش 2005) .

أما تعريف الجمعية الفرنسية للمستثمرين برأس المال (AFIC) فيقول بأن رأس المال المخاطر: "هو استثمار محقق من طرف مستثمرين برأس المال بواسطة الأموال الخاصة و

شبه الخاصة في منشآت شابة أو في طور الإنشاء تتضمن محتوى تكنولوجي كبير" (Pierre Battini 1998).

و من الناحية القانونية يعرف رأس المال المخاطر بـ: "رأس المال المخاطر يحل كنمط اتفاق أو شراكة ينشأ بين منشئ المؤسسة الذي يبحث عن الأموال الخاصة للتطوير التكنولوجي أو الإنتاجي للسلع والخدمات من جهة و صاحب شركة رأس المال المخاطر الذي يوفر هذا التمويل ، و يشمل هذا العقد أو الاتفاق جميع المؤسسات غير المسعرة (المدرجة) في البورصة، و يدوم هذا الاتفاق مدة زمنية طويلة نسبيا (Gill Copin 1986).

2.1 تاريخ رأس المال المخاطر: إن أصل مهنة رأس المال المخاطر يعود إلى الرياضي والفيلسوف اليوناني طاليس (Thalès de Milet) مؤسس علم الهندسة الحديثة، وكان أول مقال في الزراعة اهتم بزراعة الزيتون ولجأ إلى استخدام القروض لعصر الزيتون واستخراج الزيت، واعتبر أصحاب هذه الأموال مقرضين مخاطرين (وفاء عبد الباسط 2001).

بعد حوالي ألفين سنة من الزمن ، و بالتحديد من نهاية القرن الرابع عشر وبداية القرن الخامس عشر، قام البحاران المغامران (Christophe Colomb et Vasco de Gama)، بتمويل رحلاتهما برأس المال المخاطر في إعداد العدة والتجهيز والمؤن وهكذا بفضل هذه الطريقة التي حصل عليها استطاع كريستوف كولومبس فتح الطريق للتسوق والسفر، وقد تكررت تجربة التمويل بالمخاطرة مع رحلات التجارة والاستكشاف للأسبانيين والبرتغاليين خلال القرنين الخامس عشر والسادس عشر الميلاديين . لذا اعتبرت هذه التجربة صورة مبسطة وأساسا أوليا لنشأة مهنة رأس المال المخاطر بل وفتحو آفاقا جديدة وواسعة للنشاط التجاري العالمي.

أما النشأة الحديثة والمعاصرة لرأس المال المخاطر فيعود أصلها إلى الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية من طرف الجنرال الفرنسي George

*Doriot مؤسس رأس المال المخاطر بمفهومه الحديث وصاحب أول شركة متخصصة في رأس المال المخاطر في العالم و هي "الأمريكية للبحث و التطوير" أو "Americain Research and Developement corporation" ، و التي تخصصت في تمويل المنشآت الاقتصادية الإلكترونية الناشئة العالية التكنولوجيا، وذلك في الخمسينات من القرن الماضي. و تطورت بعد ذلك هذه الصيغة تدريجيا حتى اعترف بها القانون التجاري الأمريكي في أواخر السبعينات، و هي الفترة التي شهدت طفرة كبيرة في عدد المؤسسات المنشأة، لينتشر بعد ذلك هذا النمط التمويلي في مختلف دول العالم.

3.1 أهمية التمويل برأس المال المخاطر تتجلى أهمية رأس المال المخاطر من
خلال أهدافه المتمثلة في مواجهة الاحتياجات الخاصة بالتمويل الاستثماري والتغلب على عدم كفاية العرض من رؤوس الأموال بشروط ملائمة من المؤسسات المالية القائمة وتوفير التمويل للمشروعات الجديدة أو عالية المخاطر والتي تتوافر لديها إمكانيات نمو وعائد مرتفع. وبذلك فإن رأس المال المخاطر هو طريقة لتمويل الشركات غير القادرة على تدبير الأموال من إصدارات الأسهم العامة أو أسواق الدين عادة بسبب المخاطر العالية المرتبطة بأعمالها، وهذه الاستثمارات هي لأجل طويلة وغير سائلة وذات مخاطر عالية لكن بعوائد عالية نسبيا (عبد السميع رويضة، اسماعيل حجازي 2006)

2. قراءة نظرية تحليلية للعلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة في ظل النظريات المالية وميكانيزمات حوكمتها.

إن العلاقة التي تربط المخاطر برأس المال ومسير المؤسسة الممولة تعد في قلب العملية التمويلية برأس المال المخاطر وتعتبر من أهم خصوصياته.

* George Doriot (Boston 1899 -1987): مهندس في الميكانيك و ضابط فرنسي و الذي تخرج من جامعة باريس ليقرر بعدها التوجه إلى الولايات المتحدة الأمريكية ليكمل تكوينه في جامعة (Havard business school) سنة 1921 أين أصبح أستاذا للماناجمنت فيما بعد .تم إختياره من طرف مجلة Le wall street journal و ذلك في 29 نوفمبر 1999 من بين عشرة شخصيات التي قامت بتغيير عالم الأعمال حيث احتل جورج دوريو المرتبة السادسة.

1.2 تحليل العلاقة مؤسسة رأس المال المخاطر/ المؤسسة الممولة على ضوء نظرية الوكالة: إن أغلب الأعمال التي تطرقت للعلاقة بين شركة رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة و المتوسطة أدرجت ضمن الإطار النظري للوكالة.

1.1.2 تقديم نظرية الوكالة: نقطة انطلاق نظرية الوكالة أعطيت من خلال مقال تم نشره سنة 1976 من طرف Jenson et Meckling في مجلة journal of Financial economics وكان عنوانه: "نظرية المنظمة". بناء على Jenson et Meckling فإنه يوجد داخل كل المنظمات تعارض للمصالح بين المساهمين و المسيرين غير الملاك (فصل الملكية عن الإدارة)، هذان الطرفان تربطهما علاقة وكالة (Ammar Yahiaoui 2011)، فبالنسبة لهما تعرف نظرية الوكالة على أنها: "عقد يشغل بموجبه شخص أو أكثر (الموكل) شخص آخر (الوكيل) لانجاز أعمال معينة باسمه يتضمن ذلك تخويله صلاحية اتخاذ بعض القرارات" (M. C. JENSEN, W. H.) (MECKLING 1976).

وقد جاء كل ذلك نتيجة انفصال وظائف الملكية عن وظائف اتخاذ القرار، و بالتالي ظهور تباعد في المصالح بين المالكين لرأس المال و بين مصالح مالكي مهارة التسيير أي المسؤولين عن إدارة المؤسسة، مما يوجي إلى هؤلاء المسيرين اعتماد سلوكيات تسييرية و إستراتيجية يحققون بها مصالحهم على حساب مصالح المساهمين. بناء عليه و بهدف إعادة التوازن لمصالح المساهمين نشأت الفكرة الأساسية لنظرية الوكالة، التي اعتبرت عند الكثيرين الإطار الفكري للحوكمة، حيث سعت هذه الأخيرة إلى توضيح كيف تصمم الأطراف المتعاقدة العقود لتقليل التكاليف المرتبطة بها وتخفيض حدة التضارب في المصالح بين طرفي علاقة الوكالة ومحاولة ربط مصالحها، بما يجعل الوكيل يعمل لمصلحة الموكل (MAROIS Bernard, BOMPOINT Patrick 2003).

أما تطبيقها في مجال المالية فأتى لتبرير تفويض المسؤولية بين المتعاقدين، باعتبار أن الموكل ضحية عدم تماثل المعلومة، يترك المجال للوكيل للتصرف اعتمادا على

المعلومات التي يمتاز بقدرته على الحصول عليها. لكن الإشكال المطروح هو إمكانية انحراف الوكيل عن المهمة الموكلة إليه، و بحثه عن تحقيق منفعته الذاتية، وذلك بتسييره للأمور في الاتجاه الذي يخدم مصالحه الخاصة، ما يدخل الطرفين في صراع مصالح . ويعتبر العقد، حسب نظرية الوكالة، الأداة المركزية التي تقود التنسيق بين الطرفين، حيث يهدف الموكل إلى الحد من الاختلاف بوضع نظام تحفيزات/عقوبات ووسائل مراقبة(محمد السبتي 2009).

هناك فرضيتان أساسيتان من أجل إقامة علاقة وكالة وهما: فرضية اختلاف الأولويات لأطراف العلاقة، وفرضية عدم تماثل المعلومة.

2.1.2 تطبيق نظرية الوكالة في تحليل العلاقة بين شركة رأس المال المخاطر و المؤسسة الممولة: حسب (Fama(1983، تعد نظرية الوكالة نظرية مؤسسية تسمح بتحليل المؤسسة الصغيرة و الكبيرة أيضا. ما بالنسبة ل Monther cherif (2000) ، تؤسس نظرية الوكالة إطارا نظريا متناسقا للتركيبة المالية للمؤسسة الصغيرة و المتوسطة الابتكارية. في حين (Gabrie et Jaquier (1994 يعتبران بأن هذه النظرية تقدم عدة ميزات من أجل فهم أفضل للعلاقة مؤسسة رأس المال المخاطر/مؤسسة ممولة من خلال ثلاث نوافذ أساسية هي:

- أنها أعطت مفهوما للمنظمة: حيث تعرف المؤسسة بأنها عملية هندسة لمجموعة من العلاقات التعاقدية؛
- أنها تمثل طريقة لتحليل ومقارنة بين أشكال المنظمات انطلاقا من خصائص العقد؛
- تعد مبدأ أساسيا في اختيار الأشكال التنظيمية حسب الفاعلية.

مع ذلك، فإن العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر و المؤسسة الممولة تتطور وتتغير تبعا لمختلف مراحل تطور المشروع، أيضا تجد نظرية الوكالة كل تأثيرها في شرح مرحلة ما قبل الاستثمار.

ومهما كان الشكل الذي تأخذه علاقة الوكالة بين المؤسسة الممولة ومؤسسة رأس المال المخاطر، فإنها تحمل العديد من المخاطر التي يمكن أن تظهر عكس تيار العقد.

- قبل العقد: قبل عملية التمويل وإمضاء العقد، غالبا ما يملك أحد الأطراف معلومات أكثر من الطرف الآخر. فمثلا المقاول أو صاحب المشروع يملك معلومات أكبر من مؤسسة رأس المال المخاطر حول مشروعه المقترح للتمويل والبيئة التي سوف ينشأ فيها هذا المشروع خلافا عن الخبراء في مؤسسة رأس المال المخاطر الذين قد لا يتمكنون من فهم الخصائص والأهداف الحقيقية من هذا المشروع. وهنا، يمكن أن يحدث الاختيار العكسي للمشاريع، فيتم رفض المشاريع الجيدة والتي يمكن أن تحقق أرباحا واعدة في المستقبل، وقبول مشاريع أخرى لا تتميز باحتمالات كبيرة لتحقيق أرباح مستقبلية نتيجة لعدم تماثل المعلومة.

- بعد العقد: تتمثل نتائج عدم تماثل المعلومات بعد إمضاء العقد في الخطر الأخلاقي أو المعنوي، وتتلخص في: إخلال أحد الأطراف بالالتزامات المتفق عليها في العقد وتحدث في حالة عدم قدرة المساهم (مؤسسة رأس المال المخاطر) على مراقبة سلوك المسير.

3.1.2 ميكانيزمات الحوكمة وفق نظرية الوكالة: إن تطبيق العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة يرتكز على التنسيق بين عدة روافع من الرقابة حسب مستوى الخطر. نستعرض أهم هذه الروافع نذكر:

1.3.1.2 الروافع المالية: وتتمثل في :

✓ **التمويل بالمرحله (financement par étape):** إن عملية التمويل بالمرحله يعتبر الآلية الأكثر أهمية من أجل رقابة المؤسسة الممولة، كما يسمح بتقليل المخاطرة الأخلاقية والسلوكيات الانتهازية من طرف المسير وحته على بذل مجهودات أكبر في المراحل القادمة من حياة المؤسسة (William A. Sahlman 1990).

✓ **الأوراق المالية 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. و تستعمل شركات رأس المال المخاطر 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.

✓ **التمويل بالشراكة بين المستثمرين (syndication):** يقصد بالشراكة بين المستثمرين هو التحالف بين شركتين أو أكثر من شركات رأس المال المخاطر، من أجل الاستثمار المشترك في مؤسسة ما واقتسام الأرباح. تعبر الشراكة في الرغبة في اقتسام وتقليل المخاطرة، فالتمويل الجماعي من أكثر من مستثمر لمؤسسة واحدة سوف يؤدي إلى: اقتسام المخاطرة المرتبطة بالاستثمار، تحسين قدرتهم على خلق القيمة، إضافة إلى جمع معلومات أكبر حول المشروع المحتمل تمويله، تحسين اتخاذ القرارات، تمويه أداء وفعالية المستثمرين (window-dress).

2.3.1.2 الميكانيزمات القانونية: تتمثل في:

✓ **عقد المساهمة:** يعتبر عقد المساهمة الوثيقة الأساسية التي تتحدد من خلالها نوعية وطبيعة التمويل بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة، يوضح أيضا طرق تدخل رأس المال المخاطر، نوعية الأوراق المالية المستعملة (أسهم، أوراق مالية قابلة للتحويل...). إن هذا العقد بمعنى أوسع، يحدد التسوية المؤقتة (le modus vivendi) لهذه العلاقة، ويمكن له أيضا في بعض الأحيان أن يحدد تاريخ خروج مؤسسة رأس المال المخاطر من رأس المال (K-D Bouatouata 2005).

✓ **مجلس الإدارة:** يعتبر مجلس الإدارة كميكانيزم لحوكمة العلاقة بين المسير وشركة رأس المال المخاطر، فهي عبارة عن مفتاح للرقابة يقلل من التصرفات الانتهازية

للمسير، ومن جهة أخرى تحسن تسيير المؤسسة، وذلك بالمساهمة في اتخاذ القرارات الفعالة التي تساهم في تحسين أداء المؤسسة (عبد القادر بريش، نصيرة عابد 2015).
إن تكوين مجلس الإدارة في حالة المؤسسات الصغيرة والمتوسطة والمشاريع الناشئة بصفة عامة ينبغي أن يحظى باهتمام أكبر، بحيث يدخل في تكوينها وتنظيمها مبادئ أساسية لحوكمة المؤسسات ك: حضور المدراء المستقلين والأجانب عن المؤسسة، إشراك قوي للمدراء في حياة المؤسسة (Eric Stephany 2003).

✓ **اتفاقية الاستثمار:** عبارة عن اتفاقية تحدد نوع المساهمة في المؤسسة الممولة، وتتمثل في الإمضاء على بروتوكول الاتفاق بين شركة رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة حول علاقتهما من بداية التمويل إلى نهاية العلاقة (الخروج من رأس المال)، كما تحدد نوعية الأوراق المالية المستعملة من طرف شركة رأس المال المخاطر التي لها الحرية في التدخل بالأسهم العادية، أسهم ممتازة، أوراق مالية قابلة للتحويل (Ammar Yahiaoui 2011).

2.2 نظرية العدالة الإجرائية: مقارنة حديثة من أجل تحليل وفهم العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة.

1.2.2 مفهوم نظرية العدالة الإجرائية: نظرية العدالة الإجرائية هي مقارنة اجتماعية تعالج مفهوم العدالة ضمن الإطار التنظيمي، مع التركيز على مدى إدراك أطراف العلاقة بهذه العدالة. فأمam أي وضعية كانت، تختلف ردة فعل كل طرف من أطراف العلاقة بالنظر إلى مدى إدراكه لماذا سيفعل اتجاه هذه الوضعية. فمن أجل الفهم أكثر، التوقع، رد الفعل، يجب معرفة العوامل المساهمة في مدى إدراك كل طرف لمفهوم العدالة.

يرجع الفضل في بروز العدالة الإجرائية إلى جهود كل من (thisbant et walker 1975) ، حيث قدم الباحثان تعريفا للعدالة الإجرائية مفاده: "أن العدالة الإجرائية عبارة عن إدراك الأفراد للعدالة المتعلقة باستخدام الأساليب والإجراءات والطرائق التي يتم بها تحديد القرارات المتعلقة بالمرجات" (حمد بن سليمان البدران، وحيد بن أحمد الهندي 2010). إن هذه

الإجراءات وحسب باحثين آخرين يشترط خضوعها لمجموعة محددة من المعايير الموضوعية حتى تكون عادلة، والتي تشمل:

- الثبات في جميع الأوقات، والشمولية على جميع الأشخاص بالمنظمة؛
 - الدقة والواقعية بالحصول على معلومات كاملة وصادقة؛
 - الحياد، بوقوف متخذ القرار على نفس المسافة تجاه الأطراف المتأثرين بالإجراءات ؛
- أخلاقية: عن طريق احترام المبادئ و الأخلاق العامة حال تطبيق تلك الإجراءات(أبو القاسم الأخضر حمدي(2015).

2.2.2 تطبيق نظرية العدالة الإجرائية على العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة:

1.2.2.2 مدى إدراك المخاطر برأس المال للعدالة الإجرائية) Hicham Kharbouche(2008): يعد كل من (Sapienza et Korsgard 1996) أول من طرح فكرة الثقة بين المستثمرين والمقاولين، حيث قاما ببناء نموذج يرتكز على نظرية العدالة الإجرائية من أجل شرح أسس علاقة الثقة بين المخاطر برأس المال والمسير. يرتكز هذا النموذج على عنصرين من عناصر عملية اتخاذ الرقابة اللذان يعكسان مدى إدراك العدالة الإجرائية، يتعلق الأمر بـ: ردود الأفعال الإعلامية (feedbacks)، أي المعلومات الجيدة والمفيدة المقدمة من طرف المسير للمخاطر برأس المال من أجل متابعة أداء المؤسسة، والعنصر الثاني يتعلق بمدى تأثير المستثمر على اتخاذ القرارات الإستراتيجية(Ammar Yahiaoui2011).

2.2.2.2 مدى إدراك مسير المؤسسة الممولة للعدالة الإجرائية) Hicham Kharbouche(2008): يعتبر Sapienza أن وجود مستوى كبير من إشراك المخاطر برأس المال في المؤسسة الممولة يخلق إدراك بوجود الثقة عند المقاول. كما حدد Barney et al (1998) عوامل إدراك العدالة من طرف مسيري المؤسسات الممولة في علاقتهم بالمخاطرين برأس المال والتي تتلخص في ثلاث عوامل هي:

- الأخذ بعين الاعتبار مصالح المسيرين أثناء إعداد الإستراتيجية من قبل المخاطر برأس المال؛
- المعلومات المعطاة من قبل المخاطر برأس المال من أجل تطوير أفكار جديدة؛
- حرية المقاولين في تبادل الأفكار من المخاطرين برأس المال.

3.2.2 علاقة الثقة كآلية لحوكمة العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر

والمؤسسة الممولة: إن الثقة تعد آلية مهمة للشراكة، حيث تعتبر أداة حوكمة وأيضاً تلعب دوراً مهماً في عملية خلق القيمة، وتعمل بالتكامل مع باقي أدوات الحوكمة التي تم ذكرها سابقاً. في إطار العملية التمويلية برأس المال المخاطر، فإن توفر مناخ يسوده الثقة يمكن اعتباره كشرط أساسي من أجل نجاح التمويل، حيث أن لكل طرف مصالحه: فمؤسسة رأس المال المخاطر تجد الوسيلة من أجل تقييم أفضل للقدرة الحقيقية للمؤسسة الممولة وتسييرها، ومن جهة مسير المؤسسة الممولة يمكن أن يعدل شروط التمويل المقترحة من الممول. وتنتج عن توفر عنصر الثقة عدة ميزات منها: تشجيع الشراكة بين الطرفين، تخفيض تكاليف الرقابة، تخفيض التكاليف المرتبطة بتنصيب المسيرين، إضافة إلى التأثير على عملية خلق القيمة.

3.2 المقاربة المعرفية لحوكمة العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة (la gouvernance cognitive):

1.3.2 مفهوم المقاربة المعرفية: إن تطور مفهوم المقاربة المعرفية للحوكمة من خلال شرح العلاقة بين الموارد وخلق القيمة، جاء كاستجابة لنقائص النظريات التعاقدية (نظرية الوكالة والعدالة الاجرائية) التي أهملت في مجملها عامل أساسي هو الديناميكية الإنتاجية، كما تعتبر مكملة لها من أجل تفسير وفهم عدد مهم من الظواهر التنظيمية. إجمالاً، إن الاختلاف بين المقاربات المعرفية والمقاربات التعاقدية هو في "المعرفة" (la connaissance)، وليس في المعلومة (l'information)، التي تعتبر رهان العلاقة بين

مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة الممولة، حيث تم الانتقال من مفهوم المنظمة كمعالج للمعلومة إلى مفهوم المنظمة كمعالج للمعرفة.

2.3.2 الحوكمة المعرفية في المؤسسات الممولة برأس المال المخاطر: إن النظريات المعرفية للحوكمة تعتبر بأن رهان الحوكمة يتعدى بعدها التأديبي، وبأنه يتواجد في قلب خلق عملية خلق القيمة. أيضا، تعتبر الدراسات الحديثة بأن المساهم يعتبر كعنصر جالب للمصادر المعرفية وحامل لنظرة إستراتيجية. إن العلاقة الوثيقة بين المخاطر برأس المال والمسير تعتبر مشجعة للتبادل والمساهمة المشتركة في إعداد إستراتيجية المؤسسة، وأيضا لتبادل المصادر المعرفية في إطار التأثير المتبادل.

1.2.3.2 التعاون المنتج بين المساهم والمسير (الشراكة المنتجة) (Anne)

(Stévenot): في ظل التأثيرات المتبادلة بين المساهم والمسير تتشكل القرارات وتبنى المعارف، فرهان الحوكمة المعرفية إذن هو التبادل وخلق المصادر المعرفية، تجميع المعلومات والمعارف التي تمنح المؤسسة ميزة تنافسية مستدامة، وبالنتيجة تؤدي إلى خلق القيمة. يقوم المخاطر برأس المال بتطوير قدرات المسير بصفة عامة على التحري والبحث والتصور، وبناء مؤهلات استثمارية جديدة، كما يقوم أيضا بحماية وتقييم قاعدة المصادر المعرفية للمؤسسة والمسير (معارف، مؤهلات، سمعة... إلخ).

2.2.3.2 الدور المعرفي للمساهم-المرافق: إن مصطلح "النموذج المعرفي

للحوكمة" يعود للفرنسي Charreaux ، حيث صمم محور البحث في حوكمة المؤسسات، والذي يختلف عن النموذج الكلاسيكي للحوكمة، باعتبار أن المؤسسة ليست عقدة العقد ولكن باعتبارها "مخزن للمعارف". إذن، فتحليل حوكمة المؤسسات يجب أن يجلب أهمية أساسية لبناء الكفاءات والمعارف، للابتكار، لإدراك فرص استثمارية جديدة ولخلق القيمة.

في إطار عملية خلق القيمة، يولي النموذج مكانة مهمة للقدرات التسييرية في تنسيق "المخططات المعرفية"* لمختلف الأطراف، ولتسهيل التنسيق بين هاته الأطراف من أجل خلق فرص جديدة. يرتكز جزء مهم من خلق القيمة إذن على قدرة المسير في إقامة هدف مشترك بين مختلف الأطراف الدائنة (مساهمين، دائنين، مسيرين... إلخ) عن طريق خلق وتسيير واقتسام المعارف والمهارات. يضم هذا النموذج اهتمام المنظمات بفهم كيفية دمج الأهمية المتزايدة لتسيير المعارف و الابتكار في حوكمة المؤسسات.

فحسب (Charreaux 2000)، يمكن للمساهمين أنفسهم أن يخلقوا نزاعات معرفية بسبب القيود المفروضة على المسير عند وضع أو تنفيذ الإستراتيجية المختارة. إذن، هذه الوضعية تخلق تكاليف معرفية، كما هو الحال في الأدبيات الاقتصادية والمالية الكلاسيكية (كتكاليف الوكالة)، التي يجب على المساهم مراقبتها وأيضاً العمل على تدينتها من تعظيم قيمة استثماره.

3.2.3.2 الشراكة وخلق القيمة: من النظرة المالية للحوكمة إلى مقارنة أكثر توسعا:
إن المسألة المتعلقة بخلق القيمة ومنذ فترة طويلة تعتبر محورية في مختلف التيارات النظرية التي علمت تطور حقل الإستراتيجية. تعتبر حلقة القيمة المشهورة والمقترحة من طرف (Poter 1985) من التفسيرات الأكثر وضوحاً وصواباً.

غير أن الاهتمام بالقيمة المضافة التي يتم خلقها من طرف المساهم إلا من خلال الاهتمام الذي أثير حول مفهوم القيمة المضافة الاقتصادية (EVA) في بداية التسعينات. فكما يذكر (Wachaux 2002) بأن مفهوم القيمة له معنيين: ما يمكن قياسه، وما له منفعة، فالمالية تنسب إلى الأولى في حين أن تسيير الموارد البشرية ينسب للثانية. في هذا

* تعرف في علم النفس بأنها: الأبنية المعرفية الموجودة لدى الفرد ، تتضمن الاعتقادات والافتراضات والتوقعات والمعاني والقواعد التي يكونها الفرد عن الأحداث والآخرين والبيئة ، فهي تشكل الإطار الأساسي الذي يستخدمه الفرد لفهم الذات والعالم والعلاقات الاجتماعية مع الآخرين وتعد هي المسؤولة عن نشأة الأفكار السلبية .

الإطار، من السهل فهم لماذا تكون وجهات النظر مختلفة، وهذا نظرا لأن القيمة التي يجلبها المساهم تدرج ضمن مفهوم أكثر شمولية لحوكمة المؤسسات.

4.2.3.2 دور المخاطر برأس المال في إعداد وتنظيم إستراتيجية المؤسسة

الممولة: إن درجة تدخل المخاطر برأس المال مرتبطة بنموذج الحوكمة المطبق، حيث نميز بين نوعين من التدخل:

- **Hands-off**: وهذا ما يترجم بمستوى تدخل ضعيف أو سيء للمخاطر برأس المال؛
- **Hands-on**: وهذا ما يترجم بتدخل فعال للمخاطر برأس المال من خلال متابعة نشطة ومنتظمة للمؤسسة المرافقة (درجة إشراك المخاطر برأس المال تكون كبيرة هنا).

يمكن للمخاطر برأس المال المساهمة في خلق القيمة للمؤسسة الممولة (المرافقة)، من خلال تدخله في القرارات الإستراتيجية و التنظيمية، هذا بالإضافة إلى مساهمته المالية في حد ذاتها، حيث يعمل على عدة أوجه لخلق القيمة كتحسين الميزات التنافسية، و المؤهلات المميزة المستديمة، استراتيجيات خلق القيمة المالية وتحيين القيم المنتظرة. فالمسير يرى بأن النصائح والتوجيهات المالية أو المتعلقة بإستراتيجية المؤسسة يعتبران أهم عاملين مشجعان على خلق القيمة. إن التدخل أو المساهمة المنتجة للمخاطر برأس المال يركز على تأثيره في عمليات اتخاذ القرار، وعلى الانعكاس الاستراتيجي بشكل أكثر رسمية، منهجية وانتظام (Anne Stévenot). غير أن التدخل القوي للمخاطر برأس المال في متابعة المساهمات يتطلب توفر عدة موارد (بشرية وتقنية) في قلب مؤسسة رأس المال المخاطر حتى تستطيع تمويل التكليف المرتبطة بالمتابعة المنتظمة للمؤسسة.

3.3.2 ميكانيزمات الحوكمة المعرفية: إن المقاربة المعرفية للحوكمة تقودنا إلى تحليل

أنظمة الحوكمة وفقا لمدى تأثيرها على الأبعاد المعرفية لعملية خلق القيمة، إدراك الفرص النمو، التعاون المعرفي، التعلم التنظيمي. هذه الأبعاد المختلفة تتعدى بدرجة كبيرة العلاقة الوحيدة بين المساهمين والمسيرين، مع الأخذ بعين الاعتبار المساهمة المعرفية لكل طرف

والتي غفلت عنها المقاربة الصارمة والانضباطية للحوكمة، التي تقلص من قيمة المساهم وتجعله كجالب بسيط للأموال. إن هذه الإضافة للحوكمة في الأبعاد المعرفية، خصوصا عند تحليل دور المساهمين، لا يجب أن تترك انطباع بأنه يجب إهمال الأبعاد التي تتعلق بتضارب المصالح حول الملكية. على العكس من ذلك، فإن النظريات المعرفية بإمكانها إثراء النظريات التعاقدية من خلال التكامل وليس التعارض عن طريق تفسير الظواهر المالية. إن آليات الحوكمة المعرفية ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم (01): آليات الحوكمة المعرفية

البيان	آليات خاصة بالمؤسسة	آليات لا تتعلق بالمؤسسة
آليات متعددة (مقصودة)	الأنظمة الرسمية ذات التأثير حول إدراك الفرص، التعلم التنظيمي، الشراكة المعرفية (كالدور المعرفي لمجلس الإدارة)	المحيط التشريعي والقانوني، من خلال تأثيره على الجوانب المعرفية.
آليات غير متعددة (غير مقصودة)	الآليات الغير رسمية المؤثرة على إدراك الفرص، التعلم التنظيمي، الشراكة المعرفية كالجوانب المعرفية لثقافة المؤسسة.	الأسواق المسيطر عليها عن طريق الأبعاد المعرفية (تبادل واستحواذ المعارف)

Source : Gérard Charreaux(2002), **l'actionnaire comme apporteur de ressources financières**, revue financière de gestion, n°141, p :102.

خاتمة: حاولنا من خلال هذه الدراسة التطرق إلى أهم النظريات التي تناولت العلاقة بين المخاطر برأس المال/ مسير المؤسسة الممولة بالتحليل، إضافة إلى الآليات الموضوعية لحوكمة هذه العلاقة. وتعد العلاقة التي تنشأ بين مؤسسة رأس المال المخاطر

- والمؤسسة الممولة في قلب العملية التمويلية برأس المال المخاطر، حيث تولد مشاكل حوكمة، ينبغي السيطرة عليها أو تجنبها قدر المستطاع من أجل إنجاح العملية التمويلية. وقد توصلنا في نهاية هذه الدراسة إلى جملة من النتائج نوجزها في النقاط التالية:
- يعد رأس المال المخاطر اتجاها عالميا حديثا لتمويل المؤسسات و المشاريع الابتكارية؛
 - تخلق العملية التمويلية برأس المال المخاطر علاقة متميزة تربط المخاطر برأس المال بمسير المؤسسة الممولة؛
 - تعتبر نظرية الوكالة الأساس النظري لأغلبية الأبحاث التي تناولت هذه العلاقة بالتحليل، حيث ركزت على الأبعاد القانونية-المالية؛
 - الاعتماد على نظرية الوكالة في فهم ودراسة العلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة يعد ناقصا، حيث أن نظرية الوكالة تنظر إلى الطرفين المتعاقدين على أنهما متعارضان، غير أن هذه العلاقة يمكن أن تكون تشاركية تساهم في تحقيق أهداف المؤسسة وتؤدي إلى خلق القيمة.
 - تعتبر نظرية العدالة الإجرائية، نظرية المعتمدة والمقاربة المعرفية للحوكمة من المقاربات الحديثة التي تطرقت للعلاقة بين المخاطر برأس المال ومسير المؤسسة الممولة، وعلى عكس نظرية الوكالة ترى هته النظريات إلى أن طرفا العلاقة يتشاركان في نفس الأهداف ولا يتعارضان؛
 - ينبغي أن تكون مساهمة المخاطر برأس المال مساهمة نشطة وتؤدي في النهاية إلى خلق القيمة، وذلك من خلال منحه بعض الحرية وإشراكه في اتخاذ القرارات الإستراتيجية للمؤسسة.

قائمة المراجع:

المراجع باللغة العربية:

أ- الكتب:

1- وفاء عبد الباسط، 2001، رأس المال المخاطر ودورها في تمويل المشروعات الناشئة، دار النهضة العربية، مصر، ص: 4.

ب- المقالات المنشورة في مجلة:

1- أبو القاسم الأخضر حمدي، 2015، أثر العدالة التنظيمية المدركة على مستوى الرضا الوظيفي لدى أعضاء هيئة التدريس، دراسة حالة في كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة الأغواط، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 11، العدد 3، ص: 548.

2- السعيد بريش، 2005، رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في الجزائر-دراسة حالة شركة SOFINANCE، مجلة الباحث، العدد 5، ص: 3.

ج- المقالات المنشورة في ملتقى:

1- عبد القادر بريش، نصيرة عابد، 2015، الإطار الحوكمي للعلاقة بين شركات رأس المال المخاطر والمؤسسات الممولة، ص: 316.

2- عبد السميع رويحة و اسماعيل حجازي، 2006، تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة عن طريق شركات رأس المال المخاطر، الملتقى الدولي: متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية، يومي 71 و 71 أبريل 2006، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي -الشلف-، ص: 309.

د- المذكرات، الرسائل والأطروحات:

1- حمد بن سليمان البدران، وحيد بن أحمد الهندي، 2010، إدراك العدالة التنظيمية وعلاقته بالثقة لدى العاملين في المنظمات الأمنية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، جامعة نايف العربية، المملكة العربية السعودية، ص: 30.

2- محمد السبتي، 2009، فعالية رأس المال المخاطر في تمويل المشاريع الناشئة- دراسة حالة المالية الأوروبية الجزائرية للمساهمة - FINALEP ، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة منتوري ، قسنطينة ، ص:55.
المراجع باللغة الأجنبية:

Ouvrage :

- 1- Eric Stephany, 2003, **la relation capital-risque/PME : Fondements et pratiques**, Ed : De Boeck, Bruxelles.
- 2- G.Copin, 1986, **Capital risque en France, un mode ou une institution** , Revue du financier, p :14.
- 3-MAROIS Bernard, BOMPOINT Patrick, 2003, **Gouvernement d'entreprise et communication financière**, Economica, paris, p : 66.
- 4-P. Battini, 1998, **Capital risque ; mode d'emploi**, Edition d'Organisation, Paris, p :36

Articles :

- 1-Anne Stévenot, 2005, **La gouvernance des entreprises financées par capital-investissement : d'une approche juridico-financière à une approche cognitive**, XIVième Conférence Internationale de Management Stratégique, Pays de la Loire, Angers p : 09.
- 2- Bouatouata K-D, 2005, **les ides de financement des start-up**, colloque international, Medinnov, château Gombert, Marseille, france.
- 3- Gérard Charreaux(2002), **l'actionnaire comme apporteur de ressources financières**, revue financière de gestion, n°141, p :102.
- 4- Hicham Kharbouche, 2008, **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, Université de Reims Champagne Ardenne, p :14.
- 5- M C. JENSEN , W H. MECKLING, 1976, **Theory of the firm : Managerial behaviour, agency cost and ownership owner structure**, Journal of Financial Economics, vol. 3, n° 4, p:5.

6- William A. Sahlman, 1990, **The structure and governance of venture-capital organizations**, Journal of Financial Economics N° 27, North-Holland, p : 506.

ج-المذكرات، الرسائل والأطروحات:

1- Ammar Yahiaoui, 2011, **le capital investissement en Algérie : Etat des lieux et contraintes**, mémoire en vue de l'obtention du diplôme de Magister en sciences économiques, option : Management des entreprises, Université de Mouloud Mammri, Tizi-Ouzou, p : 73.

قائمة الجداول

العنوان	رقم الجدول
آليات الحوكمة المعرفية	01