



رقم الترتيب:.....  
رقم التسلسل:.....

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة  
كلية العلوم الإقتصادية و التجارية و علوم التسيير  
قسم علوم التسيير

أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير

بغنوان:

**أثر هيكل الملكية في تحقيق فعالية حوكمة المؤسسات**

- دراسة حالة الجزائر: بالإسقاط على عينة من مؤسسات المساهمة خلال الفترة 2010-2013 -

تحت إشراف: أ.د. عبد الرزاق خليل

من إعداد المترشحة: نعيمة عبيدي

نوقشت و أجزيت علنا بتاريخ: 2017-01-22

أمام اللجنة المكونة من السادة:

رئيسا	جامعة ورقلة	أستاذ التعليم العالي	الدكتور/ مسعود صديقي
مقررا	جامعة قلمة	أستاذ التعليم العالي	الدكتور/ عبد الرزاق خليل
مناقشا	جامعة ورقلة	أستاذ التعليم العالي	الدكتور/ إلياس بن الساسي
مناقشا	جامعة ورقلة	أستاذة التعليم العالي	الدكتورة/ نوال بن عمارة
مناقشا	جامعة الوادي	أستاذ محاضر - أ -	الدكتور/ الأزهر عزة
مناقشا	جامعة الأغواط	أستاذ محاضر - أ -	الدكتور/ لعلا رمضاني

السنة الجامعية: 2016/2015

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تَبَارَكَ الَّذِي بِيَدِهِ الْمُلْكُ وَهُوَ عَلَى كُلِّ شَيْءٍ قَدِيرٌ  
(1) الَّذِي خَلَقَ الْمَوْتَ وَالْحَيَاةَ لِيُذَوِّكُمُ أَيُّكُمْ أَحْسَنُ عَمَلًا  
وَهُوَ الْغَنِيُّ الْغَفُورُ (2).

صدق الله العظيم

قرآن كريم (سورة الملك: الآية 1-2)

الإهداء

## الإهداء

إلى روح جدتي الطاهرة، أبتها و إعترافا بجميلها، و إلتماسا لرضاها، داعيةً لها بالرحمة و الجنة

إلى من كان رضاها أعلى ما أرغب و أسعى و أملك..رمزا و وفاء و تقديرا...  
والدي الحبيب الغالي و أمي الطاهرة الحنون، التي لمهج قلبها و لسانها دوما بالدعاء لي

إلى عائلتي الصغيرة

زوجي....منبع السكينة و التقدير و الوفاء  
إلى مهجة قلبي و فلذة كبدي و ربيع حياتي أولادي "إبراهيم و أحمد"

إلى إخوتي الأعزاء...  
أم الخير، صافية، أسامة و حنان

إلى من كانت مرافقتهم لي في مشواري عوننا لي على إنجاز هذا العمل، زملائي و زميلاتي الفضليات.

إليهم جميعا أهدي ثمرة هذا الجهد

الشكر

## شكر و تقدير

إن الحمد و الشكر لله سبحانه و تعالى أن وفقني و أعانني على إنجاز هذا العمل، فهو أحق أن يشكر و يحمد. و إعترافا بالفضل و تقديرا للجميل أتوجه بجزيل الشكر و الإمتنان إلى الأستاذ الفاضل الدكتور عبد الرزاق خليل الذي كثيرا ما تحمل عناء الإشراف بالتوجيه و النصائح القيمة خلال إنجاز هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر و العرفان إلى كل من ساعدني على إتمام هذا العمل و أخص بالذكر: عمال المركز الوطني للسجل التجاري بالجزائر العاصمة، عمال الديوان الوطني للإحصاء، الأساتذة الأفاضل الذين ساعدوني بتوجيهاتهم و نصائحهم، الأستاذ بن ثابت علال، الأستاذ بوكريف موسى.... و إلى كل من ساعدني على إتمام هذا العمل و لو بكلمة طيبة.

و في الأخير أرجوا من الله سبحانه و تعالى أن يجعله من صالح الأعمال التي ينتفع بها و أن يكتبنا من الذين يجعلون من العلم مسعى و من العمل وسيلة و من النجاح ثمرة تضيء على الأجيال بنور الفهم لتنعكس على إزدهار هذه الأمة و رقيها.

# الملخص

## الملخص:

تحاول هذه الأطروحة معالجة أثر هيكل الملكية في تحقيق فعالية حوكمة المؤسسات، حيث أثبتت التجارب العالمية في ميدان حوكمة المؤسسات أن إختلاف هياكل الملكية هو المتغير الرئيسي في إختلاف نظم الحوكمة عبر العالم، الأمر الذي سينعكس في إختلاف أدوار و مهام آليات الحوكمة المؤسسية، و من ثم إختلاف فعاليتها، مما يطرح أمام كل نظام تحديات خاصة في مجال تفعيل آلياته بما يتناسب مع الممارسات الجيدة لحوكمة المؤسسات، و بإسقاط هذا الموضوع على حالة الجزائر و بالتحديد مؤسسات المساهمة الجزائرية العمومية و الخاصة، تم تركيز الإهتمام في هذه الأطروحة على دراسة أثر هيكل الملكية، من خلال عنصر تركيز الملكية و طبيعة المساهمين، على فعالية كل من مجلس الإدارة، حقوق المساهمين و الإفصاح، إضافة إلى دراسة تأثير هذا العنصر على الهيكل المالي لهذه المؤسسات و بالتحديد على درجة إستدانتها، بهدف تحديد مدى تطابق هيكل الملكية مع الهيكل المالي لهذه المؤسسات و مدى قدرته على توفير الإحتياجات المالية لهذه المؤسسات.

فبعد إستعراض المفاهيم النظرية الخاصة بحوكمة المؤسسات في إطار إختلاف هياكل الملكية، إضافة إلى دراسة أثر هذه الأخيرة على فعالية الآليات السابقة، في ظل إختلاف المداخل المختارة، تأتي الدراسة الميدانية في محاولة لإبراز واقع هذه الآليات في ظل هيكل الملكية المسيطر على مؤسسات المساهمة الجزائرية، بهدف إظهار مدى تطابق واقع هذه الآليات مع الإطار القانوني الذي يحكمها، من جهة و ممارسات الحوكمة الجيدة، من جهة أخرى، حيث أظهرت نتائج الدراسة إدراكا قويا و إجماعا حول أهمية إصلاح آليات الحوكمة المؤسسية بإختلاف مداخلها، بما يتناسب مع هيكل الملكية المسيطر على مؤسسات المساهمة الجزائرية.

الكلمات المفتاح: هيكل الملكية، حوكمة المؤسسات، آليات الحوكمة المؤسسية، مؤسسات المساهمة.

## Résumé :

Cette thèse traite du rôle de la structure de la propriété et sa possible contribution à la bonne gouvernance des entreprises, avec l'étude du cas algérien, en prenant en considération la spécificité de l'environnement algérien, particulièrement la structure de la propriété (la concentration de la propriété et les actionnaires majoritaires) des sociétés SPA algériennes (les sociétés publiques et privées).

Après l'exposé des définitions de la gouvernance des entreprises et le relation avec la structure de la propriété, les théories de la structure de la propriété, les mécanismes et les systèmes de la gouvernance des entreprises dans le cadre de la structure de la propriété, nous nous pencherons sur l'étude empirique du problème à partir d'un échantillon des entreprises SPA algériennes, L'étude se limitera à l'analyse de la réalité du fonctionnement du Conseil d'Administration, le droit des actionnaires, la divulgation financière et l'endettement, en tant qu'instruments de contrôle, dans les entreprises SPA algériennes. Les résultats de la recherche font apparaître une forte perception et un consensus sur l'importance de la réforme des mécanismes de contrôle des entreprises algériennes en conformité avec leurs structures de la propriété.

Mots clés : la structure de la propriété, la gouvernance des entreprises, les mécanismes de la gouvernance des entreprises, Les sociétés par actions (SPA).

# قائمة الجداول والأشكال

## قائمة الجداول

09	الجدول رقم 1.1 - أحدث التقارير التي صدرت على المستوى الدولي.....
57	الجدول رقم 1.2 - العلاقة بين هيكل رأس المال و الهيكل المالي.....
88	الجدول رقم 2.2 - ربحية السهم لمستويات مختلفة من صافي ربح العمليات.....
92	الجدول رقم 3.2 - أثر الرفع المالي على قيمة المؤسسة و تكلفة الأموال طبقا لمدخل صافي الدخل....
164	الجدول رقم 1.3 - قياس متغيرات الدراسة الخاصة بمدخل الأهداف.....
166	الجدول رقم 2.3 - قياس متغيرات الدراسة الخاصة بمدخل الموارد.....
167	الجدول رقم 3.3 - مستويات التأثير لتصنيف إجابات العينة.....
170	الجدول رقم 4.3 - توزيع عينة الدراسة حسب طبيعة الملكية و القطاعات المدروسة.....
171	الجدول رقم 5.3 - رأس المال الإجتماعي حسب طبيعة الملكية.....
172	الجدول رقم 6.3 - تركيبة هيكل الملكية لعينة الدراسة.....
172	الجدول رقم 7.3 - المنصب الوظيفي لعينة الدراسة.....
174	الجدول رقم 8.3 - المؤهل العلمي لعينة الدراسة.....
175	الجدول رقم 9.3 - السن لعينة الدراسة.....
176	الجدول رقم 10.3 - سنوات الخبرة لعينة الدراسة.....
178	الجدول رقم 11.3 - نتائج السؤال رقم 14: الشكل الذي تدار به المؤسسة.....
178	الجدول رقم 12.3 - نتائج السؤال رقم 15: عدد أعضاء مجلس الإدارة.....
	الجدول رقم 13.3 - نتائج السؤال رقم 16: عدد الأعضاء التنفيذيين و غير التنفيذيين
179	بمجلس الإدارة.....
179	الجدول رقم 14.3 - نتائج السؤال رقم 17: أعمار أعضاء مجلس الإدارة.....
180	الجدول رقم 15.3 - نتائج السؤال رقم 18: عدد إجتماعات مجلس الإدارة في السنة.....
	الجدول رقم 16.3 - نتائج السؤال رقم 19: معدل حضور أعضاء مجلس الإدارة في إجتماعات هذا
180	الأخير.....
181	الجدول رقم 17.3 - نتائج السؤال رقم 20: المدة المتوسطة لإجتماع مجلس الإدارة.....
	الجدول رقم 18.3 - نتائج السؤال رقم 21: إزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير
182	العام للمؤسسة.....
183	الجدول رقم 19.3 - نتائج السؤال رقم 22: إجتماعات مجلس الإدارة مع الأعضاء غير التنفيذيين...

- 184 الجدول رقم 20.3 - نتائج السؤال رقم 23: طرق إختيار الأعضاء الجدد في مجلس الإدارة.....
- 185 الجدول رقم 21.3 - نتائج السؤال رقم 24: تجديد العقد مع المدير العام للمؤسسة.....
- 185 الجدول رقم 22.3 - نتائج السؤال رقم 25: تجديد عهدة أعضاء مجلس الإدارة.....
- الجدول رقم 23.3 - نتائج السؤال رقم 26: وجود رابطة عائلية بين المسير ( المدير العام ) و أحد  
186 أعضاء مجلس الإدارة.....
- الجدول رقم 24.3 - نتائج السؤال رقم 27: قيام مجلس الإدارة ببعض العمليات الرقابية دون حضور  
187 المدير العام أو الرئيس المدير العام.....
- الجدول رقم 25.3 - نتائج السؤال رقم 28: تدخل مجلس الإدارة في تعيين محافظ الحسابات و تحديد  
187 أتعابه.....
- الجدول رقم 26.3 - نتائج السؤال رقم 29: الخدمات الإستشارية المقدمة من قبل محافظ الحسابات  
188
- الجدول رقم 27.3 - نتائج السؤال رقم 31: تعيين أعضاء مجلس الإدارة.....  
189
- الجدول رقم 28.3 - نتائج السؤال رقم 32: عدم تجديد عهدة أعضاء مجلس الإدارة في القانون  
190 الأساسي للمؤسسة.....
- الجدول رقم 29.3 - نتائج السؤال رقم 33: طرق تحديد مكافآت أعضاء مجلس الإدارة.....  
190
- الجدول رقم 30.3 - نتائج السؤال رقم 35: تدخل مجلس الإدارة في منع توزيع المكافآت النسبية،  
191 في حالات خاصة.....
- الجدول رقم 31.3 - نتائج السؤال رقم 36: عزل مجلس الإدارة لأحد أعضائه.....  
192
- الجدول رقم 32.3 - إجابات عينة الدراسة بخصوص الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة.....  
193
- الجدول رقم 33.3 - إجابات عينة الدراسة بخصوص الدور الوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة.....  
196
- الجدول رقم 34.3 - إجابات عينة الدراسة بخصوص فعالية الملكية الإدارية في المؤسسات العمومية...  
199
- الجدول رقم 35.3 - إجابات عينة الدراسة بخصوص فعالية الملكية الإدارية في المؤسسات الخاصة...  
200
- الجدول رقم 36.3 - الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة  
204 2010-2013 في المؤسسات العمومية.....
- الجدول رقم 37.3 - مصفوفة الإرتباط بين متغيرات الدراسة في المؤسسات العمومية.....  
205
- الجدول رقم 38.3 - نتائج التقدير المتعلقة بحجم مجلس الإدارة في المؤسسات العمومية.....  
207
- الجدول رقم 39.3 - نتائج التقدير المتعلقة بإستقلالية أعضاء مجلس الإدارة في المؤسسات العمومية...  
208

209	الجدول رقم 40.3 - نتائج التقدير المتعلقة بإزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة في المؤسسات العمومية.....
210	الجدول رقم 41.3 - نتائج التقدير المتعلقة بإزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة في المؤسسات العمومية بعد إستبعاد BLC.....
211	الجدول رقم 42.3 - الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2010-2013 لعينة المؤسسات الخاصة.....
212	الجدول رقم 43.3 - مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة في المؤسسات الخاصة.....
213	الجدول رقم 44.3 - نتائج التقدير المتعلقة بحجم مجلس الإدارة في المؤسسات الخاصة.....
214	الجدول رقم 45.3 - نتائج التقدير المتعلقة بإستقلالية أعضاء مجلس الإدارة في المؤسسات الخاصة....
215	الجدول رقم 46.3 - نتائج التقدير المتعلقة بإزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة في المؤسسات الخاصة.....
216	الجدول رقم 47.3 - نتائج إختبار T-test المتعلقة بالدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة في المؤسسات العمومية و الخاصة.....
217	الجدول رقم 48.3 - نتائج إختبار T-test المتعلقة بالدور الوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة في المؤسسات العمومية و الخاصة.....
218	الجدول رقم 49.3 - نتائج إختبار T-test المتعلقة بتأثير الملكية الإدارية على فعالية مجلس الإدارة في المؤسسات العمومية و الخاصة.....
221	الجدول رقم 50.3 - المعلومات المفصّل عنها في القطاعين الخاص و العام.....
224	الجدول رقم 51.3 - الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2010-2013 في المؤسسات العمومية.....
225	الجدول رقم 52.3 - مصفوفة الإرتباط بين متغيرات الدراسة في المؤسسات العمومية.....
227	الجدول رقم 53.3 - الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2010-2013 في المؤسسات الخاصة.....
228	الجدول رقم 54.3 - مصفوفة الإرتباط بين متغيرات الدراسة في المؤسسات الخاصة.....
231	الجدول رقم 55.3 - نتائج تقدير النموذج رقم 4 في المؤسسات العمومية.....

233	الجدول رقم 56.3- نتائج تقدير النموذج رقم 5 في المؤسسات العمومية.....
233	الجدول رقم 57.3- نتائج تقدير النموذج رقم 6 في المؤسسات العمومية.....
234	الجدول رقم 58.3- نتائج تقدير النموذج رقم 7 في المؤسسات العمومية.....
236	الجدول رقم 59.3- نتائج تقدير النموذج رقم 4 في المؤسسات الخاصة.....
237	الجدول رقم 60.3- نتائج تقدير النموذج رقم 5 في المؤسسات الخاصة.....
238	الجدول رقم 61.3- نتائج تقدير النموذج رقم 6 في المؤسسات الخاصة.....
239	الجدول رقم 62.3: نتائج تقدير النموذج رقم 7 في المؤسسات الخاصة.....

## قائمة الأشكال البيانية

- 23 ..... الشكل رقم 1.1- تقسيمات تعاريف الحوكمة.....
- 54 ..... الشكل رقم 1.2- المداخل الموقفية لقياس الفعالية الحوكمية.....
- 55 ..... الشكل رقم 2.2- ركائز حوكمة المؤسسات.....
- 77 ..... الشكل رقم 3.2- العلاقة بين السياسة التمويلية و حوكمة المؤسسات.....
- 78 ..... الشكل رقم 4.2- وضعيات تطور مؤسسة عبر الزمن.....
- 81 ..... الشكل رقم 5.2- الخيارات المالية من منظور نظرية الوكالة و نظرية تكاليف الصفقات.....
- 93 ..... الشكل رقم 6.2- أثر الرفع المالي على تكلفة الأموال تبعاً لمدخل صافي الربح.....
- 95 ..... الشكل رقم 7.2- مسلك تكلفة الأموال تبعاً للمدخل التقليدي.....
- 97 ..... الشكل رقم 8.2- تكلفة الأموال بدلالة الرفع المالي.....
- 97 ..... الشكل رقم 9.2- العلاقة بين نسبة الإقتراض و تكلفة الأموال حسب مدخل ميلر و مودجلياني.....
- 100 ..... الشكل رقم 10.2- تأثير الإستدانة على تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة في ظل مدخل M-M.....
- 102 ..... الشكل رقم 11.2- العلاقة بين نسبة الإستدانة إلى حقوق الملكية و تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب و تكلفة الإفلاس.....
- 104 ..... الشكل رقم 12.2- قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة مع وجود تكاليف للإفلاس و الوكالة.....
- 104 ..... الشكل رقم 13.2- تأثير نسبة القروض إلى الأموال الخاصة على تكاليف الوكالة.....

117	..... الشكل رقم 14.2 - أنواع مجالس الإدارة.
135	..... الشكل رقم 15.2 - المساهمات المتقاطعة.
136	..... الشكل رقم 16.2 - سلسلة ذات مستويين.
137	..... الشكل رقم 17.2 - سلسلة من ثلاثة مستويات.
163	..... الشكل رقم 1.3 - متغيرات الدراسة حسب مدخل الأهداف.
165	..... الشكل رقم 2.3 - متغيرات الدراسة حسب مدخل الموارد.
174	..... الشكل رقم 3.3 - توزيع المنصب الوظيفي لعينة الدراسة.
175	..... الشكل رقم 4.3 - توزيع المؤهل العلمي لعينة الدراسة.
175	..... الشكل رقم 5.3 - توزيع السن لعينة الدراسة.
176	..... الشكل رقم 6.3 - توزيع سنوات الخبرة لعينة الدراسة.
178	..... الشكل رقم 7.3 - الشكل الذي تدار به المؤسسة.
178	..... الشكل رقم 8.3 - عدد أعضاء مجلس الإدارة.
179	..... الشكل رقم 9.3 - عدد الأعضاء التنفيذيين و غير التنفيذيين في مجلس الإدارة.
179	..... الشكل رقم 10.3 - أعمار أعضاء مجلس الإدارة.
180	..... الشكل رقم 11.3 - عدد إجتماعات مجلس الإدارة في السنة.
180	..... الشكل رقم 12.3 - معدل حضور أعضاء مجلس الإدارة في إجتماعات هذا الأخير.
181	..... الشكل رقم 13.3 - المدة المتوسطة لإجتماع مجلس الإدارة.
182	..... الشكل رقم 14.3 - إزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة.
183	..... الشكل رقم 15.3 - إجتماعات مجلس الإدارة مع الأعضاء غير التنفيذيين.
184	..... الشكل رقم 16.3 - طرق إختيار الأعضاء الجدد في مجلس الإدارة.
185	..... الشكل رقم 17.3 - تجديد العقد مع المدير العام للمؤسسة.
185	..... الشكل رقم 18.3 - تجديد عهدة أعضاء مجلس الإدارة.
186	..... الشكل رقم 19.3 - وجود رابطة عائلية بين المسير ( المدير العام ) و أحد أعضاء مجلس الإدارة.
187	..... الشكل رقم 20.3 - قيام مجلس الإدارة ببعض العمليات الرقابية دون حضور المدير العام أو الرئيس المدير العام.

- 187 الشكل رقم 21.3- تدخل مجلس الإدارة في تعيين محافظ الحسابات و تحديد أتعابه.....
- 188 الشكل رقم 22.3- الخدمات الإستشارية المقدمة من قبل محافظ الحسابات .....
- 189 الشكل رقم 23.3- تعيين أعضاء مجلس الإدارة.....
- 190 الشكل رقم 24.3- عدم تجديد عهدة أعضاء مجلس الإدارة في القانون الأساسي للمؤسسة.....
- 190 الشكل رقم 25.3- طرق تحديد مكافآت أعضاء مجلس الإدارة.....
- 191 الشكل رقم 26.3- تدخل مجلس الإدارة في منع توزيع المكافآت النسبية، في حالات خاصة.....
- 192 الشكل رقم 27.3- عزل مجلس الإدارة لأحد أعضائه.....
- 193 الشكل رقم 28.3- توزيع نسب الإهتمام بالأمر الإستراتيجية في المجلس في القطاع العام.....
- 194 الشكل رقم 29.3- توزيع نسب الإهتمام بالأمر الإستراتيجية في المجلس في القطاع الخاص.....
- 197 الشكل رقم 30.3- توزيع نسب الإهتمام بالأدوار الوقائية و العلاجية في المجلس في القطاع العام...
- 197 الشكل رقم 31.3- توزيع نسب الإهتمام بالأدوار الوقائية و العلاجية في المجلس في القطاع الخاص.
- 221 الشكل رقم 32.3- جهات الإفصاح في القطاعين الخاص و العام.....

# المقدمة

الفصل الأول:

# حكمة المؤسسات

- قراءة تقديمية -

## تمهيد الفصل

لما كانت حوكمة المؤسسات إحدى الصيغ التي لعبت الهزات المالية المتعاقبة - التي مست العديد من دول العالم - دورا في ولادتها، بالإضافة إلى ممارسات الفساد و سوء الإدارة و مشاكل الوكالة التي بدأت تتزايد مع نمو و تطور طبيعة المؤسسات، فإن هناك مجموعة من الأسباب لعبت دورا مشتركا في إعادة إحياء و تطوير حوكمة المؤسسات، و التي بدأت ملاحظها تظهر مع تجربة الكساد الكبير.

و بغية توضيح الأهمية التي حظيت بها حوكمة المؤسسات، بغية توضيح الإطار الكلي الذي إنطلقت منه أبحاث دراسة متغير هيكل الملكية و تأثيراته في حوكمة المؤسسات، سيتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث يتناول المبحث الأول بدايات ظهور الحوكمة و مؤشرات تطورها من خلال توضيح الأسباب التي دفعت إلى الاهتمام أكثر بهذا المفهوم الجديد، في حين تناول المبحث الثاني حوكمة المؤسسات من ناحية المفهوم و الأهمية و الأهداف، ليتناول المبحث الثالث مختلف مبادئ حوكمة المؤسسات الصادرة عن منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية.

## المبحث الأول: بدايات ظهور الحوكمة و مؤشرات تطورها

ظهر الحديث عن الحوكمة بوضوح مع بداية عام 1999 بعد تراكمات من نتائج دراسات حول إخفاق العديد من المؤسسات العملاقة، حيث ساهم حدوث الأزمات و الإنهيار الاقتصادي لدول جنوب شرق آسيا و روسيا و أمريكا اللاتينية و غيرها في تزايد الإهتمام بالحوكمة.

و في محاولة لتوضيح المرتكزات الفكرية لهذا المفهوم، جاء هذا المبحث كمحاولة للإفناء بهذا الغرض من خلال بيان بدايات ظهور المصطلح و إبراز مؤشرات تطوره. و بغية التعرف على بدايات اعتماد الحوكمة كممارسات و من ثم كمصطلح و مفهوم و تطور إستخداماته، وجدنا أنه من المناسب تبيان مراحل تطور هذا المصطلح و شيوعه كممارسات من خلال المراحل التاريخية التالية:

### المطلب الأول: المرحلة الأولى: بداية الظهور و مسببات الإهتمام

تعود الإضاءات الأولى لموضوع حوكمة المؤسسات كممارسات إلى طروحات آدم سميث Adam Smith في كتابه ثورة الأمم، و التي حذر فيها من المشاكل المحتملة للملكية الغائبة للمؤسسات،<sup>1</sup> إذ لمس أثناء عمله كمحامي للمؤسسات إهمالا و إحكاما للسيطرة على إدارة المؤسسات.

فالإهمال يأتي - حسب وجهة نظره- من لا مبالاة المديرين و لا يقظتهم على أموال المالكين بنفس حرص المالكين أنفسهم، و إحكام السيطرة يأتي من إحتمال عمل المديرين لخدمة مصالحهم الشخصية على حساب أهداف المؤسسة و مصالحها.<sup>2</sup>

فحوكمة المؤسسات ليست موضوعا حديثا بالمطلق، فقد بدأ الحديث عنه قبل أكثر من نصف قرن إثر الإختيارات المالية التي حصلت في ول سترت Wall Street عام 1929، حيث بدأ الباحثون بتصور علاقة جديدة بين المؤسسة التي أخذت تكبر و تتطور و تستخدم المئات من العمال، و برؤوس أموال ضخمة، و بين مجتمع قوامه العمال و المستثمرون، الدائنون، مما أظهر الحاجة لنظام يخدم التوازن بين تطور المؤسسة و تطور المجتمع.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - مؤيد الفضل، "التفكير الإداري و الإستراتيجي في عالم متغير"، (عمان: مكتب المجتمع العربي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، 2010)، ص.25.

<sup>2</sup> - زكريا مطلق الدوري، أحمد على صالح، "إدارة التمكين و إقتصاديات الثقة في منظمات أعمال الألفية الثالثة"، (عمان: البازوري، 2009)، ص.347.

<sup>3</sup> - محمود عبابنة، "مدى كفاية نصوص قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 و تعديلاته في تحقيق حوكمة الشركات المساهمة العامة في الأردن في ضوء مبادئ الحوكمة الدولية"، مجلة دراسات علوم الشريعة و القانون، المجلد 39، العدد 1، الجامعة الأردنية، الأردن، 2012، ص.322.

و في عقد السبعينات 1970-1980 أصبحت الحوكمة المؤسسية موضوعا رئيسا للنقاش، و إمتد تداوله إلى مختلف دول العالم، فسلطت الأضواء على الحاجة لحماية جمهور المساهمين و خاصة الأقلية منهم، و تمكينهم من ممارسة حقوقهم في الملكية و زيادة الربحية لمساهماتهم، و التوسع بتحديد واجبات أعضاء مجلس الإدارة، كذلك المديرين التنفيذيين، و رسم إطار مسؤوليتهم القانونية تجاه المؤسسة و المساهمين و تعزيز ولائهم للمؤسسة.<sup>1</sup>

من جراء هذه الإضاءة توجهت الأنظار نحو زيادة الإهتمام بهذه الممارسات لأسباب عديدة أهمها:<sup>2</sup>

- الركود الإقتصادي و الأزمة المالية، التي إمتدت من عام 1920 لغاية عام 1930، و ردود الأفعال الفكرية لهما، عمق المطالبة بزيادة السيطرة على المؤسسات؛

- المطالبة الصريحة، لعالمي الإقتصاد بيرل و مانس Berl et Means عام 1932 بفصل الملكية عن الإدارة، بشرط إيجاد الوسائل التي تضمن السيطرة على الفجوة التي تحدث بين مديري و مالكي المؤسسة جراء الممارسات السلبية؛

- الإدراك المبكر لرواد نظرية الإدارة و في مقدمتهم قانت و هنري Henry et Gant عام 1889 و شستر برنارد Chester Bernard عام 1938 إلى أن مسؤولية إدارة المؤسسة يجب أن لا تقع على عاتق حملة الأسهم فقط، بل يجب أن تشمل جميع الأفراد العاملين فيها، الذين أصبحوا أصحاب مصالح معها؛

- التنبيه، لحتمية حدوث صراع بالمؤسسة عندما يكون هناك فصل بين الملكية و الإدارة، و هو ما يسمى معضلة الوكالة التي أطلقها كل من جيسون و مكلينج Jensen et Mecking عام 1976 و طالبا بإيجاد آليات لمنع حدوث هذه المعضلة؛

- الإنهيار المالي خلال ثمانينات القرن العشرين في أمريكا و إنكلترا و ألمانيا و البلدان الآسيوية، و الذي يكفي التعليق عنه بما قاله البروفسور ليستي تورو Lester. C. Thurow أستاذ الإقتصاد، في كتابه **(مستقبل الرأسمالية)** و الذي مضمونه: "نحن كسمكة كبيرة أخرجت من الماء تتخبط و تضرب بذيلها، عليها أن تجد طريقها إلى الماء من جديد، و في حالة كهذه فإن السمكة لا تعرف أين ستؤدي بها حركاتها تلك، إنها تحس فقط بأن وضعها القائم غير قابل للإحتمال، و أن شيئا ما يجب محاولته".

<sup>1</sup> - محمود عابنة، "مدى كفاية نصوص قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 و تعديلاته في تحقيق حوكمة الشركات المساهمة العامة في الأردن في ضوء مبادئ الحوكمة الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص.322.

<sup>2</sup> - زكريا مطلق الدوري، أحمد على صالح، مرجع سبق ذكره، ص.348-349.

بالإستناد إلى ما تقدم، يظهر أن المرحلة الأولى التي إمتدت من عام 1776 إلى 1989، قد طرحت الحوكمة كممارسات في بعض الأحيان و كوسيلة مطلوبة في أحيان أخرى و كضرورة لا بد منها في أحيان ثالثة، و لم تطرح كمصطلح في حدود الأدبيات، و السبب وراء ذلك يعود إلى القلق المتزايد من جانب المالكين و المنتفعين إزاء أسلوب ممارسة السلطة و الإدارة في المؤسسات.

## المطلب الثاني: المرحلة الثانية: تلميحات المصطلح الجديد و دوافع تبنيه

برز قلق متزايد منذ منتصف عام 1989 من جانب أصحاب المصالح Stakeholders إزاء أسلوب ممارسة السلطة في المؤسسات الحديثة، مرده إلى إتساع الهوة التي تفصل بين الملكية و الإدارة في هذه المؤسسات، إضافة إلى ضخامة المبالغ التي يحصل عليها كبار المدراء التنفيذيين كمكافآت، و هو ما ساهم في زيادة حدة الأصوات المطالبة بفرض المزيد من الرقابة على الإدارة العليا من جميع الجوانب، و هذا الإتجاه الجديد الذي بدأ بالظهور أطلق عليه حوكمة المؤسسات Corporate Governance.<sup>1</sup>

و قد أيد الإتجاه السابق العديد من الكتاب، من بينهم الكايد، الذي إتفق مع وجهات النظر القائلة أن مصطلح الحوكمة قد بدأ في تداوله مع بداية التسعينات من القرن العشرين، إذ يقول أن: "المصطلح المذكور بدأ إستخدامه مع بداية عقد التسعينات من قبل خبراء الإدارة و المنظمات الدولية، كالبك الدولي و صندوق النقد الدولي و مشروع الأمم المتحدة الإنمائي و غيرها من المنظمات الدولية و الإقليمية و المحلية".<sup>2</sup>

كما أن هناك من أشار إلى أن تعاضم الإهتمام بهذا المفهوم في العديد من الإقتصاديات المتقدمة و الناشئة، كان في أعقاب الإنهيارات الإقتصادية و الأزمات المالية التي شهدتها عدد من دول شرق آسيا و أمريكا اللاتينية و روسيا في عقد التسعينات من القرن العشرين.<sup>3</sup>

و لعل أهم الأسباب و الدوافع التي تؤكد ضرورة تبني مفهوم حوكمة المؤسسات يمكن تلخيصها في البنود التالية:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - زكريا مطلق الدوري، أحمد على صالح، "إدارة التمكين و إقتصاديات الثقة في منظمات أعمال الألفية الثالثة"، مرجع سبق ذكره، ص.350.

<sup>2</sup> - زهير عبد الكريم الكايد، "الحاكمية قضايا و تطبيقات"، (القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2003)، ص.7.

<sup>3</sup> - محمد طارق يوسف، "حوكمة الشركات و التشريعات اللازمة لسلامة التطبيق"، بحوث و أوراق عمل ندوة حوكمة الشركات العامة و الخاصة من أجل الإصلاح الإقتصادي و الهيكلي، مبادئ و ممارسات حوكمة الشركات، المنعقد بالقاهرة، جمهورية مصر العربية، نوفمبر 2006، (القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2009)، ص.119.

- الفصل بين الملكية و الإدارة و الرقابة على الأداء؛
- تحسين الكفاءة الإقتصادية؛
- إيجاد الهيكل الذي تتحدد من خلاله أهداف المؤسسة ووسائل تحقيق تلك الأهداف و متابعة الأداء؛
- مراجعة و تعديل القوانين المتحكمة في أداء المؤسسة؛
- زيادة وعي مسؤولي الإدارة و أصحاب المصلحة بإجراءات حوكمة المؤسسات؛
- تقويم أداء الإدارة العليا و تعزيز المساءلة و رفع درجة الثقة؛
- توفير الحوافز الملائمة لمجلس الإدارة و الإدارة التنفيذية للمؤسسة لمتابعة الأهداف التي تتفق و مصالح المؤسسة و المساهمين؛
- تمكين المؤسسات من الحصول على التمويل من طرف عدد كبير من المستثمرين؛
- إمكانية مشاركة المساهمين و الموظفين و الدائنين و المقرضين و إضطلاعهم بدور المراقبين لأداء المؤسسة.

و تأسيسا على ما تقدم، يستشف أن المرحلة الثانية إمتدت من عام 1989 إلى 1999، قد طرحت مصطلح الحوكمة إستجابة لمتغيرات معاصرة فرضتها بيئة التنافس العولمي، و ألزمت المنظمات بضرورة تبني ممارساتها، و هذا يعني تمهيدا لتوسيع إستعمال المصطلح المذكور.

### المطلب الثالث: المرحلة الثالثة: تكييف الجهود و شيوع الإستخدام

شهد عام 1999 جهود بحثية على المستوى الدولي غايتها تأسيس مبادئ و معايير، لتنفيذ ممارسات الحوكمة، حيث تفاوتت جهود و إهتمامات الدول في ممارستها لذلك المفهوم، إضافة إلى تنوع الجهات المسؤولة الداعمة لتطبيقه،<sup>2</sup> من أبرز هذه الجهود نذكر:

<sup>1</sup> - عوض سلامة الرحيلي، "لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات حالة السعودية"، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، المنعقد في الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، نوفمبر 2005، (القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2009)، ص.5-6 .

<sup>2</sup> - Henry Mintzberg, "Pouvoir et gouvernement d'entreprise", (Paris: Editions d'organisation, 2004), pp.86-88.

## الفرع الأول: تقارير و موثيق حوكمة المؤسسات في المملكة المتحدة

تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية و المملكة المتحدة - بريطانيا- من أوائل دول العالم في مجال توفير البيعة السوقية التنافسية للمؤسسات و هو ما يحقق سعيها لتطبيق أفضل الممارسات الإدارية و المالية في المؤسسات سعيا لتعزيز مبدأ الشفافية و المساءلة، و من بين جهود المملكة المتحدة التي تؤكد هذا الإهتمام نذكر:

- في المملكة المتحدة صدر تقرير كادوبري Cadbury في عام 1992 تحت عنوان "الجوانب المالية لإجراءات حوكمة المؤسسات" حيث جاءت الحاجة إلى تشكيل لجنة برئاسة أدريان كادوبري Sir Adrian Cadbury بعد إخفاق مجموعة من الشركات العامة و إنخفاض الثقة في إعداد التقارير المالية، هزت أسواق لندن المالية. حيث إشمتمل التقرير على قواعد بأفضل الممارسات الإدارية و المالية بالمؤسسات، و قد إلتزمت المؤسسات البريطانية المسجلة بسوق الأوراق المالية بلندن بتطبيق و متابعة التوصيات التي أوردها تقرير كادوبري؛<sup>1</sup>

- لم تتوقف إصدارات المملكة المتحدة عند هذا الحد، بل عملت على إصدار مجموعة واسعة من التقارير لتفعيل تطبيق حوكمة المؤسسات في القطاع العام، ففي يوليو 1995 صدرت توصيات قرينبوري Greenbury حول أفضل القواعد لوضع مكافآت أعضاء مجالس الإدارات و المدراء التنفيذيين مع التأكيد على أهمية الإفصاح عن تفاصيل المبالغ المدفوعة لهم ضمن التقرير السنوي؛<sup>2</sup>

- في يونيو من عام 1998 أصدرت لجنة همبل Hampel مجموعة من القواعد و الإجراءات للتأكيد على مسؤوليات وواجبات و إستقلالية أعضاء مجلس الإدارة؛<sup>3</sup>

- كما أصدر مجلس معايير المراجعة البريطاني إرشادات للمراجعين حول كيفية إعداد تقاريرهم مع التأكيد على إجراءات حوكمة المؤسسات؛<sup>4</sup>

- في سبتمبر من عام 1999 صدر تقرير ترنبول Turnbull و الخاص بإلزام إدارة المؤسسات بالإفصاح عن تقويم كفاءة و فعالية الرقابة الداخلية داخل تنظيماتها؛<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - Peter Wirtz, " Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise", ( Paris : Editions la découverte , 2008) , pp.22-23.

<sup>2</sup> - عبيد بين سعد المطيري، "مستقبل مهنة المحاسبة و المراجعة تحديات و قضايا معاصرة، تقنية المعلومات، منظمة التجارة العالمية، تعزيز الثقة و الشفافية"، ( المملكة العربية السعودية: دار المريخ للنشر، 2004)، ص. 112.

<sup>3</sup> - Bertrand Richard, Dominique Miellet, " La dynamique du gouvernement d'entreprises", (Paris : Editions d'organisation, 2003), p.7.

<sup>4</sup> - عبيد بين سعد المطيري، مرجع سبق ذكره، ص. 112.

<sup>5</sup> - نفس المرجع، ص. 113.

- في عام 2000 صدر في المملكة المتحدة تقرير بعنوان مبادئ الحكم الراشد و مدونة لأفضل الممارسات " Principles of good governance and code of best practice " لوضع أحسن القواعد و المبادئ لأفضل الممارسات، و الذي إرتكز على تقرير كادوبري لعام 1992.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: التقارير الدولية الداعية لحوكمة المؤسسات

أما فيما يتعلق بجهود الدول في سبيل تفعيل حوكمة المؤسسات، فإنه و ما إن ظهر تقرير كادبري البريطاني عام 1992 حتى قامت العديد من الدول بإصدار تقاريرها لإصلاح ممارسة إدارة و رقابة المؤسسات. و يمكن تلخيص أشهر و أحدث التقارير التي صدرت على مستوى الدول في الجدول التالي:

---

<sup>1</sup> - عبيد بين سعد المطيري، "مستقبل مهنة المحاسبة و المراجعة تحديات و قضايا معاصرة، تقنية المعلومات، منظمة التجارة العالمية، تعزيز الثقة و الشفافية"، مرجع سبق ذكره، ص. 113.

## الجدول رقم 1.1: أحدث التقارير التي صدرت على المستوى الدولي

سنة الإصدار	الدولة	عنوان التقرير
مارس 2002	جنوب إفريقيا	تقرير كنج الثاني و الذي حل بديلا لتقرير كنج الأول الصادر عام 1992.
يونيو 1999	كندا	تقرير بعنوان: " أين كان المديرون؟" و الذي حل بديلا لتقرير تورونتو Toronto Report الصادر في ديسمبر 1994.
يوليو 1999	فرنسا	تقرير فيينو الثاني Vienot II Report و الذي حل بديلا لتقرير فيينو الأول لعام 1995.
يوليو 2002	بولندا	بيان حول أفضل الممارسات في المؤسسات العامة Best companies practices in public
أكتوبر 1999	اليونان	بيان بعنوان: مبادئ و إجراءات حوكمة المؤسسات في اليونان Principles on corporate governance in greece : Recomendations for it is Competitive Transformation
يونيو 2000	ألمانيا	دستور بأفضل القواعد و الإجراءات الحاكمة للمؤسسات في ألمانيا بعنوان: المدونة الألمانية لحوكمة المؤسسات German code of corporate governance GCCG
مارس 2000	أندونيسيا	صدر عن اللجنة الوطنية للإشراف على تطبيق أفضل الممارسات في المؤسسات تقريرا بعنوان: دليل لأفضل ممارسات الحوكمة Code for good corporate governance
1998	اليابان	صدر عن منتدى قواعد الإجراءات الحاكمة للمؤسسات اليابانية، مبادئ الإجراءات الحاكمة للمؤسسات Corporate Governance Forums of Japan
يونيو 2002	البرازيل	تقرير بعنوان: توصيات حوكمة المؤسسات Recommendations on corporate governance
حديثا	أستراليا	حوكمة المؤسسات : من حيث المبادئ Corporate Governance – volume one حوكمة المؤسسات : من حيث التطبيق Corporate Governance – in principle volume Two : in practice

المصدر: Gérard Charreaux, Peter Wirtz, “ Gouvernance des entreprises, Nouvelles perspectives “, (Paris : Economica, 2006), p.271.

و على الرغم من وجود التشابه بين تلك التقارير، إلا أن هناك بعض الاختلافات في مجالاتها و تركيزاتها بما يعكس القانون المطبق في تلك الدول و الظروف البيئية القائمة في كل دولة.

### الفرع الثالث: جهود الهيئات الدولية و الإقليمية لتفعيل مفهوم حوكمة المؤسسات

لم يقف الأمر عند تعدد و تنوع التقارير الخاصة بحوكمة المؤسسات و التي يجب إتباعها من قبل المؤسسات في الدول التي أعدها، ففي أعقاب الأزمة الآسيوية لعام 1998 جاءت العديد من الجهود المضنية و الملموسة على المستوى الدولي فيما يتعلق بتفعيل مفهوم حوكمة المؤسسات، سواء كان ذلك من خلال المنظمات الدولية

كمنظمة التعاون الإقتصادي و التنمية، البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، أو من خلال الدول نفسها. حيث سيتم في هذا العنصر مناقشة بعض الجهود الدولية - بإستثناء جهود منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية التي سيفرد لها مبحث خاص بها - في مجال تفعيل حوكمة المؤسسات.

## أولاً: البنك الدولي

على الرغم من أن البنك الدولي يشجع دائماً الدول النامية على تبني أفضل الممارسات الدولية و القيام بالإصلاحات القانونية و التشريعية إلا أنه لا يعمل في مجال وضع المعايير أو تحديد القواعد، ذلك أنه يعطي الدعم المناسب على المستوى المحلي و الإقليمي و العالمي.<sup>1</sup>

فعلى المستوى المحلي دعم البنك الدولي مجموعة من التقويمات التي تقوم بها الدول بنفسها لنفسها و التي تحدد على أساسها مواطن الضعف و القوة فيما يخص حوكمة المؤسسات، مما يساعد تلك الدول على ترتيب أولوياتها، و الهدف من التقويم دعم الإصلاح التشريعي و في الوقت ذاته تبني الأعمال التطوعية من القطاع الخاص و هو الأمر الذي يتفق و إطار البنك الدولي العام للتنمية الشاملة الذي يؤكد على حوكمة المؤسسات كعامل أساسي في التنمية، كما أنه يدعو أيضاً إلى إشراك الأطراف المعنية في وضع و تنفيذ إستراتيجية شاملة للإصلاح.<sup>2</sup>

و على المستوى الإقليمي إشتراك البنك الدولي مع الوكالات الدولية الأخرى في رعاية مجموعة من حلقات النقاش التي تخاطب المسؤولين الحكوميين و المشرعين و المنظمين و المؤسسات المحلية و الأجنبية و المستثمرين و وكالات التصنيف للمساعدة في الوصول لرأي يتفق عليه بالإجماع بخصوص الإصلاح.<sup>3</sup>

أما على المستوى العالمي فقد عمل البنك مع منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية لتوسيع دائرة قواعد حوكمة المؤسسات خارج نطاق دول المنظمة، و قد وقع البنك الدولي و منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية مذكرة تفاهم في 21 يونيو 1999 و ذلك لرعاية المنتدى الدولي لقواعد حوكمة المؤسسات، و كان الهدف الأساسي للمنتدى هو مساعدة الدول ذات الدخول المنخفضة و المتوسطة على تحسين المعايير التي تستخدمها في حوكمة المؤسسات بتبني روح المغامرة في مجال الأعمال و المساءلة و تشجيع العدل و الشفافية و تحمل المسؤولية.<sup>4</sup>

1 - مصطفى حسن بسيوني السعدي، "المراجعة الداخلية في إطار حوكمة الشركات من منظور طبيعة خدمات المراجعة الداخلية"، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، المنعقد في الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، نوفمبر 2005، مرجع سبق ذكره، ص.191.

2 - نفس المرجع، ص.191.

3 - نفس المرجع، ص.192.

4 - مصطفى حسن بسيوني السعدي، "المراجعة الداخلية في إطار حوكمة الشركات من منظور طبيعة خدمات المراجعة الداخلية"، مرجع سبق ذكره، ص.192.

و قد توصل البنك الدولي بعد مشاورات مع المنظمات الأخرى إلى وضع نموذج لتقويم حوكمة المؤسسات في الدول النامية، و قد صمم هذا النموذج بحيث يتيح فرصة تقويم نقاط القوة و الضعف في مختلف الأسواق، و هذا التقويم سوف يسهم في التقرير الذي يعده البنك الدولي و صندوق النقد الدولي عن الإلتزام بالمعايير و القواعد، و الذي يلخص المدى الذي وصلت إليه الدول في الإلتزام ببعض المعايير المعترف بها دولياً.<sup>1</sup>

و أكد البنك الدولي على أهمية أن تتضمن قواعد و أسس حوكمة المؤسسات، الإعسار و حقوق الدائنين إلى جانب الشفافية في نظم المحاسبة و المراجعة:<sup>2</sup>

### أ- الإعسار و حقوق الدائنين

في محاولة لتحسين إستقرار النظام المالي العالمي بعد أزمة جنوب شرق آسيا قاد البنك الدولي مبادرة لتحديد الأسس و الخطوط الإرشادية للوصول إلى نظم فعالة للإعسار و دعم الحقوق الخاصة بالعلاقة بين الدائنين و المدينين في الأسواق الناشئة.

### ب- الشفافية في أنظمة المحاسبة و المراجعة

من أجل الحصول على تقارير مالية شفافة للمؤسسة يعتمد عليها كجزء من التقارير الخاصة بمبادرة الإلتزام بالمعايير و القواعد، قام البنك بمراجعة مدى الإلتزام بمعايير المحاسبة و المراجعة في عدد من الدول.

و الأكثر من ذلك أن مؤسسة التمويل الدولية IFC و هي عضو في مجموعة البنك الدولي تشجع أيضاً على قواعد حوكمة المؤسسات و ذلك بشرط أن تقوم المؤسسات التي تستثمر فيها بممارسة قواعد حوكمة المؤسسات و ذلك بالإعتماد على نظم مناسبة للرقابة الداخلية و تقديم التقارير، و ينطبق هذا على وجه الخصوص على البورصة و أسواق الأسهم و السندات الناشئة.

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص.192.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص.192-193.

## ثانياً: صندوق النقد الدولي

بالإضافة إلى مساهمة صندوق النقد الدولي في مبادرة البنك الدولي للإلتزام بالمعايير و القواعد، فقد وضع صندوق النقد الدولي قواعد الممارسات الجيدة الخاصة بشكل أساسي من أجل شفافية السياسات المالية و النقدية و الحكومية، تتمثل بشكل أساسي في:<sup>1</sup>

### أ- قانون السياسات المالية

يشجع صندوق النقد الدولي الأعضاء على تطبيق المدونة القانونية للممارسات الجيدة الخاصة بالشفافية المالية، حيث تؤكد المدونة القانونية للسياسات المالية على أربعة موضوعات هامة.

#### - وضوح الأدوار و المسؤوليات

يجب التفريق بين القطاع الحكومي و\أو الهيئات التابعة له في القطاع العام و سائر قطاعات الإقتصاد، و يجب أن تكون أدوار السياسة و الإدارة في القطاع العام واضحة و يفصح عنها علانية، كما يجب أن يكون هناك إطار قانوني و إداري واضح للإدارة المالية.

#### - توفر المعلومات لدى الجماهير

- يجب أن توفر المعلومات الكاملة للمواطنين حول الأنشطة المالية الحكومية الماضية و الحالية و المتوقعة؛  
- يجب الإلتزام بنشر المعلومات المالية في وقتها.

#### - إعداد الميزانيات و تنفيذها و تقديم التقارير عنها بطريقة واضحة

- يجب أن تحدد و تائق الميزانية أهداف السياسة المالية و إطار الإقتصاديات الكبرى و أسس السياسة بالنسبة للميزانية، بالإضافة إلى المخاطر المالية الأساسية التي يمكن تحديدها؛

- يجب تقديم المعلومات الخاصة بالميزانية بطريقة تسهل تحليل السياسات و تشجع المساءلة؛

- الإجراءات الخاصة بتنفيذ و متابعة المصاريف المتفق عليها مع تحديد طريقة جمع الإيرادات؛

- يجب تقديم تقارير مالية دورية للهيئة التشريعية و المواطنين.

#### - تأكيد النزاهة

<sup>1</sup> - مصطفى حسن بسويوي السعدني، "المراجعة الداخلية في إطار حوكمة الشركات من منظور طبيعة خدمات المراجعة الداخلية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 193-195.

- يجب أن تتوافق البيانات المالية و معايير جودة البيانات المتفق عليها؛
- المعلومات المالية يجب أن تخضع للفحص المستقل.

### ب- قانون الممارسات الجيدة حول شفافية السياسات المالية و النقدية

قام صندوق النقد الدولي بإعداد قانون الممارسات الجيدة الخاصة بشفافية السياسات النقدية و المالية، و قد وضعت إجراءات الشفافية الجديدة في القانون على أساسين أولهما أن السياسات النقدية و المالية من الممكن أن تصبح أكثر فعالية إذا ما عرف المواطنون أهداف السياسة و أدواتها و إذا ما ألزمت الحكومة نفسها بها، و أيضا الإدارة الجيدة تدعوا لأن تكون البنوك المركزية و الهيئات المالية خاضعة للمساءلة خاصة عندما نعطي السلطات النقدية و المالية درجة عالية من الإستقلالية، و قد وضع القانون في سياق تطوير المعايير و قواعد الإفصاح العلني للجماهير و إجراءات الشفافية التي وضعت لدعم النظم النقدية و المالية الدولية و هي تدعوا لدرجة أعلى من الشفافية في البنوك التجارية و مؤسسات السندات و مؤسسات التأمين و البنوك المركزية... إلخ.

### ثالثا: القانون الفدرالي الجديد الأمريكي و مقترحات الإدراج بالبورصة

يري المتتبع لتاريخ الحوكمة و بالذات في الولايات المتحدة الأمريكية أن إفلاس المؤسسات الكبرى و الفضائح المالية التي ظهرت، كانت بمنزلة إرهابيات دفعت لصدور قانون الممارسات الأجنبية الفاسدة في 09-12-1977 - صدر (قانون الممارسات الأجنبية الفاسدة) كأثر مباشر لفضيحة شركة لوكهيد الأمريكية التي تتلخص بأن موظف المبيعات فيها دفع رشاوى لكبار المسؤولين اليابانيين بقصد تمرير صفقة بيع طائرة، و قد تم نشر أسماء المتورطين الذين إستقالوا و تمت محاكمتهم -، ثم صدر في عام 2002 قانون سربن أكسلي Sarbanes-Oxley Act في الولايات المتحدة مع بعض المقترحات الجديدة لكيفية إدراج المؤسسات في الأسواق المالية، و ذلك بهدف إستعادة ثقة المستثمرين بها.<sup>1</sup> و فيما يلي إستعراض أهم هذه القوانين.

<sup>1</sup> - نعيم دهمش، "الحاجة إلى الإبداغ المحاسبي لربط العلاقة ما بين التدقيق الداخلي و الحاكمية المؤسسة"، المؤتمر العلمي الأول حول الإبداغ و التغيير في إقتصاديات المعرفة، جامعة الإسراء، عمان، 29-31 آذار 2005، ص ص.13-14.

## أ - قانون سربن أكسلي Sarbanes-Oxley

حيث تضمنت نصوصه تعزيز المساءلة القانونية لأعضاء مجلس الإدارة عن المخالفات التي يرتكبوها، مع التأكيد على إستقلالية لجان المراجعة، حيث أسهم القانون في تغليظ العقوبات عند التلاعب بالتقارير المالية، و جعل من إصدار السندات بطريقة الإحتيال أو تزوير الميزانية جرمية فيدرالية تصل عقوبتها الحبس من 20 - 25 سنة.<sup>1</sup> كما أن أهم النصوص المختارة فيه هي:<sup>2</sup>

- يجب أن يكون هناك مجلس إشراف جديد لمهنة المحاسبة؛
- ضرورة الشهادة السوية من قبل المدير التنفيذي العام أو المدير المالي حول عدالة القوائم المالية و جميع الضوابط الرقابية الداخلية المستخدمة في المؤسسات؛
- تعريف ما هو المقصود بعضو لجنة المراجعة المستقل؛
- قيام المراجعين الخارجيين بتقديم تقاريرهم مباشرة للجنة المراجعة مع منعهم من تأدية أية خدمات أخرى قد تطلب منهم؛
- وضع إجراءات صارمة و جزائية بالنسبة للمؤسسات التي تقدم قوائم مالية مضللة.

## ب - مقترحات متطلبات الإدراج في بورصة نيويورك

و تتضمن ما يلي:<sup>3</sup>

- أغلبية أعضاء مجلس الإدارة هم أعضاء مستقلين؛
- يطلب من المؤسسات الأمريكية أو غير الأمريكية المدرجة أسهمها في الأسواق المالية أن يكون لها لجنة مراجعة خاصة، مع تحديد كيفية تعيينهم، مع ضرورة أن يكونوا مستقلين؛
- لكي يكون عضو المجلس مستقلاً يجب أن يحدد المجلس و بشكل جازم عدم وجود علاقة مادية ذات أهمية بالنسبة للمؤسسات المدرجة بالأسواق؛
- يطلب من المؤسسات أن يكون لديها وظيفة مراجعة داخلية متميزة، كما يطلب منها أن تتبنى أو تفصح عن إرشادات الحوكمة فيها.

<sup>1</sup> - محمود عبابنة، "مدى كفاية نصوص قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 و تعديلاته في تحقيق حوكمة الشركات المساهمة العامة في الأردن في ضوء مبادئ الحوكمة الدولية"، مرجع سبق ذكره، ص.322.

<sup>2</sup> - نعيم دهمش، مرجع سبق ذكره، ص.13.

<sup>3</sup> - أسامة عبد المنعم السيد علي، "أثر رأس المال الفكري و التدقيق الداخلي على الحاكمية المؤسسية في الشركات الصناعية الأردنية"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على دكتوراه فلسفة في المحاسبة، كلية الدراسات الإدارية و المالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2008، ص.116.

## ج- سوق نرداك<sup>1</sup> لمتطلبات الإدراج

حيث أن أهم النصوص المتعلقة بالحوكمة هي:<sup>2</sup>

- يجب أن يكون غالبية أعضاء مجلس الإدارة مستقلين، مع عمل إجتماعات منظمة لهم؛
- لجنة المراجعة تعتبر السلطة الوحيدة المسؤولة عن تعيين و عزل المراجعين الخارجيين؛
- عدم السماح لأي عضو من أعضاء مجلس الإدارة غير المستقلين القيام بالعمل في لجنة التعيين و المكافآت تحت أي ظرف.

بناء على ما سبق فإن المرحلة الثالثة تميزت بخصائص متفردة، أخذت ثلاثة إتجاهات مترابطة، الأول: بناء مبادئ الحوكمة و معاييرها و قواعدها، الثاني: تطبيق تلك القواعد و المبادئ و المعايير عمليا و توسيع مساحة إتمادها دوليا، الثالث: ولادة حقل أكاديمي متخصص يهتم بدراسة الحوكمة و تحليلها و نقدها و تقويمها و العمل على تحسين ممارساتها.

### المبحث الثاني: الحوكمة تعريفها، أهدافها و أهميتها

يعد مفهوم حوكمة المؤسسات من المفاهيم الحديثة التي تبنتها بعض الدول من أجل مواكبة التطورات العالمية في مجال النهوض بالإقتصاديات، إذ يمثل هذا النظام نقطة تحول في إقتصاد تلك الدول تمهيدا لحقبة جديدة من التعاون الإقليمي و الدولي بما يصب في خدمة إقتصادها. حيث سناقش في هذا المبحث الحقيقة اللغوية و الإصطلاحية بما يعطي معنى واضحا و متكاملا للموضوع، كما سنوضح النشأة التاريخية لحوكمة المؤسسات من خلال البحث عن المدى الذي نشأت فيه، إضافة إلى إبراز أهمية و أهداف هذا المصطلح.

### المطلب الأول: التعريف اللغوي و التطور التاريخي لمصطلح الحوكمة

من المعروف أن هناك مصطلحات إنجليزية لها معاني عربية واضحة و متفق عليها إلى حد الإجماع - أحيانا-، في المقابل هناك العديد من المفاهيم، قد لا يكون لها ترجمة حرفية في اللغة العربية تعكس المعنى نفسه أو الدلالات التي تعكسها اللغة الإنجليزية، و يعد مصطلح Governance مثلا على هذه المسألة، إذ عرف هذا

<sup>1</sup> - National Association of Securities Dealers Automated Quotations.

<sup>2</sup> - أسامة عبد المنعم السيد علي، "أثر رأس المال الفكري و التدقيق الداخلي على الحاكمية المؤسسية في الشركات الصناعية الأردنية"، مرجع سبق ذكره، ص.116.

المفهوم عدة إشكاليات أثناء محاولة المفكرين وضع تعريف له، و أهم تلك الإشكاليات تتمثل في إيجاد تعريف مناسب لهذا المصطلح بحيث يعكس المقصود منه.

إلا أن إتساع العولمة التي تشهدها الأسواق العالمية و إستحداث أدوات مالية بصورة مستمرة جعلت مجال حوكمة المؤسسات يتسع ليشمل - إضافة لمداة الإقتصادي - أبعادا قانونية و إجتماعية و سياسية، مما زاد من صعوبات توحيد المصطلح.<sup>1</sup>

لقد عرف نقل مفهوم الحوكمة من اللغتين الإنجليزية و الفرنسية إلى اللغة العربية عدة إشكاليات تتعلق أساسا بتعدد الترجمات من جهة، عدم تعبيرها عن مفهوم Governance من جهة أخرى، حيث لم يتم الإتفاق سواء على المستوى المحلي أو الإقليمي على إستخدام مرادف محدد باللغة العربية لمصطلح Corporate Governance، حيث يرى البعض تسميتها حكم المؤسسات، حكمانية المؤسسات، حوكمة المؤسسات... إلخ.

و فيما يلي أهم المفاهيم المرادفة لحوكمة المؤسسات كما وردت في بعض الدراسات:

- أنها مرادف " للحاكمية المؤسسية"، و ذلك لأن الحاكمية Governance مأخوذة من كلمة Governor الحاكم، و ليس من كلمة Control تحكم، و هو المصطلح الذي تم إعتماده من قبل مجمع اللغة العربية الأردني؛<sup>2</sup>
- أنها مرادف ل " حكم المؤسسات"، " حكمانية المؤسسة"، " التحكم المؤسسي" إلا أنه لا يمكن الركون إلى هذه المصطلحات لأنها توحي بالمعنى الظاهر و هو إعطاء حكم أو سيطرة للمؤسسات على غيرها؛<sup>3</sup>
- أنها مرادف لمفهوم " الإجراءات الحاكمة" بالمؤسسات لضمان تحقيق التوازن في حقوق المصالح المتعارضة؛<sup>4</sup>
- أنها بديل لمفهوم " التحكم في المؤسسة" لأغراض إحكام الرقابة على مديري المؤسسات من قبل مقدمي الأموال، لضمان عدم قيام إدارة المؤسسة بإستغلال أموالهم ذاتيا أو بإستثمارها في مشاريع غير رشيدة إقتصاديا؛<sup>5</sup>

1 - عمار حبيب جهلول، "النظام القانوني لحوكمة الشركات"، (العراق: دار نيبور للنشر، 2011)، ص.ص. 22- 23.

2 - عفاف إسحق أبو زر، " إستراتيجية مقترحة لتحسين فاعلية الحاكمية المؤسسية في القطاع المصرفي الأردني"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، 2006، ص.40.

3 - عمار حبيب جهلول، مرجع سبق ذكره، ص. 23.

4 - عفاف إسحق أبو زر، مرجع سبق ذكره، ص.40.

5 - نفس المرجع، ص.40.

- أنها تقابل مفهوم " ممارسة الإدارة للسلطة الجيدة "، " ضبط المؤسسة "، " السيطرة على المؤسسة "، و ذلك من أجل تحقيق المعاني المرتبطة بالمؤسسة الرشيدة، توجيه المؤسسة، الحكم الصالح للمؤسسة؛<sup>1</sup>
- إقترحت أطراف أخرى تسمية المصطلح " ممارسة السلطة و الرقابة "، و هو مصطلح عام يشمل كل أنواع الرقابة الداخلية و الخارجية على المؤسسة و هو عين ما تصبوا إليه مفاهيم حوكمة المؤسسات.

و في هذا الإطار تجدر الإشارة أن هناك العديد من الآراء إتفقت على إستبعاد "حكم المؤسسات" لما للكلمة من دلالة أن المؤسسات هي الحاكمة أو الفاعلة، كما يتم إستبعاد " الحكمانية" لما يرتبط في بنائها اللغوي مع معنى الآنية، و هو ما يضيع المعنى المقصود، كذلك يتم إستبعاد " الحاكمة " لما قد يحدثه إستخدامها من خلط مع إحدى النظريات الإسلامية المسماة " نظرية الحاكمة " و التي تتطرق للحكم و السلطة السياسية للدولة، إضافة إلى إستبعاد البدائل المطروحة الأخرى لأنها تبتعد عن جذر الكلمة (حكم) فيما يقابل Governance باللغة الإنجليزية، و من ثم فإن "حوكمة الشركات" على وزن فوعلة، تكون الأقرب إلى مفهوم المصطلح باللغة الإنجليزية حيث تنطوي على معاني الحكم و الرقابة من خلال جهة رقابية داخلية أو هيئة رقابة خارجية، كما تحافظ على جذر الكلمة المتمثل في ( ح ك م ) حيث لا يمكن إستبعادها إذا أردنا التوصل إلى مرادف للمصطلح.<sup>2</sup>

و تجدر الإشارة أن هذا المصطلح قد تم إقتراحه من قبل الأمين العام لمجمع اللغة العربية، و قد إستحسنه عدد من متخصصي اللغة العربية و منهم مركز دراسات اللغة العربية بالجامعة الأمريكية بالقاهرة،<sup>3</sup> لذلك من المقترح إستخدام " حوكمة المؤسسات " كمرادف لمفهوم Corporate Governance .

أما على مستوى التطور التاريخي للمصطلح فقد إختلف الكتاب في أصل كلمة Governance، فقد ذهب بعضهم إلى أن مصدر لفظ Governance يعود في الأصل إلى كلمة إغريقية Kubernan، ثم مرت إلى اللغة اللاتينية تحت مصطلح Gubernare، و التي كانت تعني قدرة ربان السفينة و مهارته في إجتياز المخاطر التي تواجهها سفينته في أثناء الرحلة البحرية كالأمواج العالية و العواصف، و ما يتمتع به هذا الربان من قيم و أخلاق و سلوكيات نبيلة في المحافظة على البضاعة و على السفينة و حمولتها، فإذا وصل الربان سالماً إلى الميناء المقصود، و عاد سالماً إلى الميناء الذي إنطلق منه، يطلق عليه " المتحوكم الجيد "، " Good Governor " .<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - هيام عمر كلمات توغوط، " الحاكمة الحضرية الرشيدة"، ( عمان: الروزنا، 2007)، ص ص.115-116.

<sup>2</sup> - عمار حبيب جهلول، مرجع سبق ذكره، ص.23.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص.23.

<sup>4</sup> - محسن أحمد الحضيري، " حوكمة الشركات"، ( القاهرة: مجموعة النيل العربية، 2005)، ص.07.

في حين بعضهم الآخر يقول أن الفراعنة المصريين هم أول من أرسى مبادئ الحوكمة، و كان يقصد بها إرساء التعاليم الصادرة من السلطة الحاكمة التي تتحكم بسلوك الأفراد و التجار، إذ كانت هذه التعاليم تنسب للفرعون الصغير (أولياء العهد)، كما تتضمن التعاليم التي كان يصدرها الحكام إلى أمراء المناطق، كذلك يشمل مفهوم الحوكمة تعاليم السلوك التي كان يصدرها الكهنة و تكتب على المعابد لضبط سلوك الأفراد.<sup>1</sup>

في الأخير نقول أن أسس الحوكمة - من شفافية، إفصاح، عدل، مسؤولية، مساءلة..- و التي هي في أصلها أسس الإصلاح تعد مطلب إسلامي في الأصل، فلا يستطيع أحد أن ينكر أن التجربة الإسلامية تضمنت نموذجاً ساطعاً للحكم الراشد و نظرية سياسية متكاملة أسست له، و لها القدرة على التكرار متى توفرت شروطها.<sup>2</sup>

فكتاب الله و سنة رسوله هما بطبيعة الحال الركيزتان الأساسيتان لهذه النظرية و ذلك بالتركيز على القيم، المبادئ العامة، المنهج و المقاصد التي ينضبط بها الناس، و يستخرجوا منها ما يصلح لأزمجتهم، أحوالهم و ظروفهم.<sup>3</sup>

## المطلب الثاني: التعريف الإصطلاحي لحوكمة المؤسسات

أما بالنسبة لتعريف حوكمة المؤسسات فتجدر الإشارة إلى أنه لا يوجد على المستوى العالمي تعريف واحد متفق عليه، و هذا ما تؤكدُه موسوعة حوكمة المؤسسات Corporate Governance Encyclopedia، و قد يرجع ذلك إلى تداخله مع العديد من الأمور التنظيمية و الإقتصادية و المالية و الإجتماعية للمؤسسات و هو الأمر الذي يؤثر في المجتمع و الإقتصاد بشكل عام.<sup>4</sup>

و في هذا الإطار تعدد وجهات النظر بخصوص مفهوم حوكمة المؤسسات، بحيث يدل كل تعريف عن وجهة النظر التي يتبناها مقدم هذا التعريف، و قد تم تقسيم تعاريف الحوكمة إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تتضمن التعاريف التي قدمتها المؤسسات الدولية للحوكمة و المجموعة الثانية تتضمن التعاريف التي قدمها الكتاب و الباحثون.

<sup>1</sup> - هاشم رمضان الجزائري، حسين عبد القادر معروف، " ماهية حوكمة الشركات"، مجلة العلوم الإقتصادية، المجلد 7، العدد 25، جامعة البصرة، العراق، 2009، ص. 04.

<sup>2</sup> - عبد الرزاق مقرري، "الحكم الصالح و آليات مكافحة الفساد"، مجلة مركز البصيرة للبحوث و الدراسات الإنسانية، العدد 10، دار الخلدونية للنشر و التوزيع، الجزائر، جويلية 2005، ص. 14.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص. 14.

<sup>4</sup> - أبو العطاء نزمين، " حوكمة الشركات سبيل التقدم: مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية"، مجلة الإصلاح الإقتصادي، العدد 8، جامعة القاهرة، مصر، 2003، ص. 47.

## الفرع الأول: تعريف حوكمة المؤسسات من قبل المنظمات الدولية

تعددت التعاريف من قبل المنظمات العالمية و ذلك حسب طبيعة كل منظمة، و في ما يلي بعض هذه التعاريف.

- يعرف البرنامج الإنمائي للأمم المتحدة UNDP<sup>1</sup> حوكمة المؤسسات على أنها: " ممارسة السلطة الاقتصادية و السياسية و الإدارية لإدارة شؤون الدولة على كافة المستويات من خلال آليات و عمليات و مؤسسات تمكن الأفراد و الجماعات من تحقيق مصالحها".<sup>2</sup>
- تعرف منظمة التعاون و التنمية الاقتصادية OECD<sup>3</sup> حوكمة المؤسسات: " إن حوكمة الشركات تتضمن مجموعة من العلاقات بين إدارة الشركة، مجلس إدارتها، مساهميها و ذو المصلحة الآخرين، و تقدم حوكمة الشركات أيضا الهيكل الذي من خلاله توضع أهداف الشركة، تحدد وسائل إنجاز تلك الأهداف و الرقابة على الأداء".<sup>4</sup>
- عرفت حوكمة المؤسسات من قبل مؤسسة التمويل الدولية IFC<sup>5</sup> بأنها: "هي النظام الذي يتم من خلاله إدارة المؤسسات و التحكم في أعمالها".<sup>6</sup>
- و تعرفها لجنة كادبري عام 1992: "بأنها نظام متكامل للرقابة المالية و غير المالية الذي يتم عن طريقه إدارة الشركة و الرقابة عليها".<sup>7</sup>
- كما عرفها البنك الدولي بأنها: "الحالة التي يتم من خلالها إدارة الموارد الاقتصادية و الإجتماعية للمجتمع بهدف التنمية".<sup>8</sup>
- عرف معهد المدققين الداخليين IIA<sup>9</sup> حوكمة المؤسسات بأنها: "العمليات التي تتم من خلال خلال الإجراءات المستخدمة من ممثلي أصحاب المصالح من أجل توفير إشراف على

<sup>1</sup> - United Nations Development Programme.

<sup>2</sup> - زهير عبد الكريم الكايد، "الحاكمية قضايا و تطبيقات"، مرجع سبق ذكره، ص.10.

<sup>3</sup> - Organisation de coopération et de développement économiques.

<sup>4</sup> - كاترين ل، كوشتا هلبليج، جون سوليفان، "غرس حوكمة الشركات في الاقتصادات النامية و الصاعدة و الإنتقالية"، حوكمة الشركات في القرن الحادي و العشرين، (القاهرة: مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2003)، ص.03.

<sup>5</sup> - International Finance Corporation.

<sup>6</sup> - عبد الله عبد الكريم عبد الله، "الحوكمة و الإدارة الرشيدة أداة الإصلاح و إرادة التطوير في المنظمة العربية"، (بيروت: شركة المطبوعات للنشر و التوزيع، 2010)، ص.12.

<sup>7</sup> - Ahmad Naciri, " Corporate governance Around the world", (London and New york: Routledge, 2008), p.24.

<sup>8</sup> - زهير عبد الكريم الكايد، "الحاكمية قضايا و تطبيقات"، مرجع سبق ذكره، ص.10.

<sup>9</sup> - Institute of internal audit.

إدارة المخاطر و مراقبة مخاطر المؤسسة و التأكيد على كفاية الضوابط لإنجاز الأهداف و المحافظة على قيم المؤسسة من خلال حوكمة المؤسسات في المؤسسة".<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: آراء الكتاب و الباحثين فيما يتعلق بحوكمة المؤسسات

لقد تعددت الآراء بين مختلف الباحثين و الكتاب في التعبير عن مفهوم حوكمة المؤسسات، و ذلك بتعدد إهتمامات و تخصصات هؤلاء الكتاب و الباحثين.

- حيث عرفت حوكمة المؤسسات على أنها: "نظام بمقتضاه تدار الشركة و تراقب".<sup>2</sup>
- كما عرفها جرار شارو Gérard Charreaux على أنها: "مجموع الآليات التي تملك قوة التأثير على الحدود التي يستعملها المسيرون عند إتخاذ القرارات في المؤسسة و ذلك للحد من السلطة التقديرية لهم".<sup>3</sup>
- في حين عرفها طارق عبد العال حماد: "بأنها النظام الذي يتم من خلاله توجيه أعمال المنظمة و مراقبتها على أعلى مستوى من أجل تحقيق أهدافها و الوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية و النزاهة و الشفافية".<sup>4</sup>
- كما عرفت الحوكمة بأنها: "مجموعة من القوانين و اللوائح و الإجراءات التي تمكن إدارة الشركة من تعظيم ربحيتها و قيمتها في المدى البعيد لصالح المساهمين".<sup>5</sup>
- كما تعرف بأنها: "مجموعة الآليات و الإجراءات و القوانين و النظم و القرارات التي تضمن كل من الإنضباط و الشفافية و العدالة و بالتالي تهدف إلى تحقيق الجودة و التميز في الأداء عن طريق تفعيل تصرفات إدارة المنشأة الاقتصادية فيما يتعلق بإستغلال

<sup>1</sup> - خلف عبد الله الوردات، "التدقيق الداخلي في إطار حوكمة المؤسسات"، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة المؤسسات، المنعقد في الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، نوفمبر 2005، مرجع سبق ذكره، ص ص. 160-161.

<sup>2</sup> - Gérard Charreaux, " Le gouvernement de l'entreprise", in Yves Simon & Patrick Joffre, Encyclopédie de gestion, (Paris: Economica, 2<sup>e</sup> Edition, 1997), P.1653-1655.

<sup>3</sup> - Olivier Meier, Guillaume Schier, "Entreprises Multinationales, stratégie, restructuration, gouvernance", (Paris: Dunod, 2005), p.262.

<sup>4</sup> - طارق عبد العال حماد، "حوكمة الشركات: المفاهيم - المبادئ - التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2005)، ص. 03.

<sup>5</sup> - إمام حامد آل خليفة، "صناديق الإستثمار و مفهوم الحوكمة"، ملتقى متطلبات حوكمة الشركات و أسواق المال العربية، شرم الشيخ- جمهورية مصر العربية، مايو 2007، (القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2007)، ص. 97.

الموارد الاقتصادية المتاحة لديها بما يحقق أفضل منافع ممكنة لكافة الأطراف ذوي المصلحة و للمجتمع ككل".<sup>1</sup>

- عرفت بأنها: "مجموعة من القوانين و المعايير التي تحدد العلاقة بين إدارة الشركة من ناحية و حملة الأسهم و أصحاب المصالح أو الأطراف المرتبطة بالشركة (مثل حملة السندات، العمال، الدائنين، المواطنين) من ناحية أخرى".<sup>2</sup>
- كما تعرفها إر ملستن Ira Millstein بأنها: "مزيج من القانون و التنظيم و الممارسات الإدارية السليمة للشركات، و الذي يتيح للشركة إستقطاب رأس المال و العنصر البشري و إستخدامها الإستخدام الأمثل من أجل تحقيق قيمة اقتصادية طويلة المدى لمساهميها، مع إحترام مصالح الجهات ذات الصلة و المجتمع ككل".<sup>3</sup>
- كما عرفها منو و منكرز Monks and Minow ، حوكمة المؤسسات بأنها: "علاقة بين عدد من الأطراف و المشاركين التي تؤدي إلى تحديد توجه و أداء المنظمة".<sup>4</sup>
- كما عرفت من طرف شيلفر و فيسهي Shleifer et Vishny عام 1997: "حوكمة المؤسسات تركز على الطريقة التي من خلالها نضمن جذب رؤوس الأموال للمؤسسة التي تعمل جاهدة من أجل تحقيق الإيراد لصالح المستثمرين".<sup>5</sup>
- و عرفها ريد Reed على أنها: "نظام يتم بموجبه توجيه المؤسسة و متابعتها، من أجل تحقيق التوازن بين مصالحها من جهة، مصالح الأطراف الأخرى ذات العلاقة (من مستثمرين، مقرضين، مساهمين، موردين، عملاء...، بالإضافة إل البيئة و المجتمع) من جهة أخرى".<sup>6</sup>

<sup>1</sup> - عبد الوهاب نصر على، شحاتة السيد شحاتة، "مراجعة الحسابات و حوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية و الدولية المعاصرة"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2007)، ص.17.

<sup>2</sup> - محمد مصطفى سليمان، "حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي و الإداري"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2006)، ص.15-16.

<sup>3</sup> - إتحاد المصارف العربية، "الحكم الجيد في المؤسسات المصرفية و المالية العربية في ضوء المعايير المتعارف عليها دولياً"، (بيروت: إتحاد المصارف العربية، 2003)، ص.42.

<sup>4</sup> - عطاء الله و راد خليل، "الدور المتوقع للمدقق الداخلي عند تقديم خدمات التأكيد في البنوك التجارية الأردنية في ظل الحاكمية المؤسسية"، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، المنعقد في الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، نوفمبر 2005، مرجع سبق ذكره، ص.261.

<sup>5</sup> - Frank Bournois et autres , "Comités Exécutifs -voyage au Cœur de la dirigeance", (Eyrolles: Editions d'organisation, 2009), p.697.

<sup>6</sup> - محمد مطر، عبد الناصر نور، "مدى إلتزام شركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحاكمية المؤسسية: دراسة تحليلية- مقارنة القطاعين المصرفي و الصناعي"، مجلة إدارة الاعمال، المجلد 3، العدد 1، الجامعة الأردنية، الأردن، 2007، ص.51.

- كما عرفها نزمين أبو العطاء بالقول: "أن حوكمة المؤسسات معنية بإيجاد و تنظيم التطبيقات و الممارسات السليمة للقائمين على إدارة الشركة بما يحافظ على حقوق حملة الأسهم، حملة السندات، العاملين بالشركة، أصحاب المصالح و غيرهم، و ذلك من خلال تحري تنفيذ صيغ العلاقات التعاقدية التي تربط بينهم، باستخدام الأدوات المالية و المحاسبية السليمة، وفق معايير الإفصاح و الشفافية الواجبة".<sup>1</sup>

في ضوء ما سبق عرضه نستنتج أن مصطلح الحوكمة يثير بعض الغموض لثلاثة أسباب رئيسية:

**السبب الأول:** هو أنه على الرغم من أن مضمون حوكمة المؤسسات و كثيرا من الأمور المرتبطة به ترجع جذورها إلى القرن التاسع عشر، حيث تناولتها نظرية المؤسسة و بعض نظريات التنظيم و الإدارة، إلا أن هذا المصطلح لم يعرف في اللغة الإنجليزية، كما أن مفهومة لم يبدأ في التبلور إلا منذ قرابة عقدين أو ثلاثة عقود.<sup>2</sup>

**السبب الثاني:** في عدم وجود تعريف قاطع وواحد لهذا المفهوم، حيث إستوطنت حوكمة المؤسسات و قبل كل شيء داخل عدة أطراف فاعلة و مختلفة ( المساهمون، المدراء، الموظفون، البنوك، الموردون، الزبائن...) داخل تنوع و إختلاف المواضيع المتناولة ( المعلومة، مكافآت المدراء، إستثمار أسهم الموظفين، المساهمون الصغار...)، حيث نجد في الإطار الأكاديمي أن هناك حقول واسعة تناولت هذا الموضوع ( كالمالية، المحاسبة، قانون المؤسسات، الإقتصاد، تسيير الموارد البشرية، علم الإجتماع....).<sup>3</sup>

**السبب الثالث:** و أخيرا، يرجع السبب في غموض هذا المصطلح إلى أن هذا المفهوم لا يزال في طور التكوين و مازالت الكثير من قواعده و معاييرها في مرحلة المراجعة و التطوير.<sup>4</sup>

أما إذا تمعنا في تحليل التعاريف السابقة، يمكن تقسيمها إلى فئتين:

**الفئة الأولى:** تتعلق بمجموعة الأنماط السلوكية، معبرا عنها بمجموعة من المؤشرات مثل: الأداء، الفعالية، النمو، الهيكل المالي، معاملة المساهمين و أصحاب المصالح الآخرين.

**الفئة الثانية:** و تضم القواعد و اللوائح و الأطر التي تعمل في إطارها المؤسسات ( الإطار المؤسسي) مثل: النظام القانوني، النظام القضائي، النظام السياسي، أسواق العمل، الأسواق المالية، هياكل الملكية... إلخ.

<sup>1</sup> - أبو العطاء نزمين، مرجع سبق ذكره، ص.01.

<sup>2</sup> - سميحة فوزي، "تقييم مبادئ حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية"، ( ورقة عمل رقم 82، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، 2003 )، ص.3.

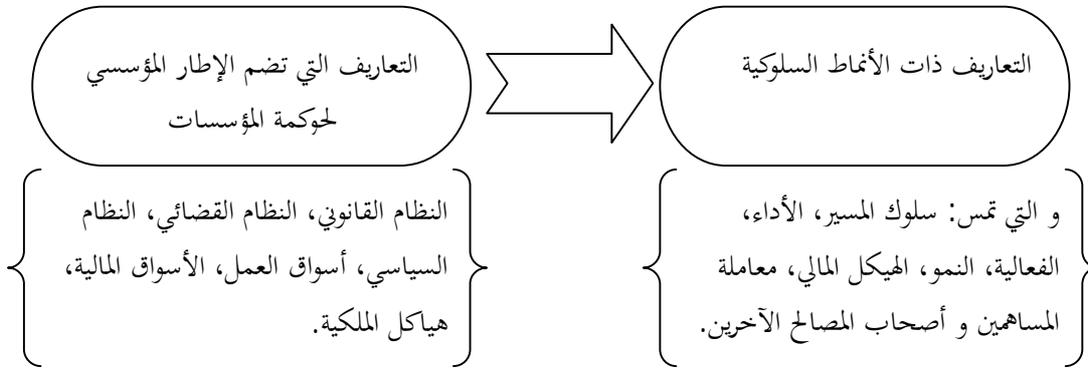
<sup>3</sup> - Eustache Ebondo, Wa Mandzila, " La gouvernance de l'entreprise une approche par l'audit et contrôle interne "، (Paris : Harmattan, 2005), p.13.

<sup>4</sup> - سميحة فوزي، مرجع سبق ذكره، ص.03.

و هذا ما أكده كلسينس Cleassens بقوله: " أن تعاريف حوكمة المؤسسات متنوعة و لا يمكن حصرها، و لكن يمكن تصنيفها إجمالاً إلى مجموعتين، الأولى منها تتعلق بمجموعة الأنماط السلوكية مثل السلوك الحقيقي للمؤسسات، معبرا عنها بمجموعة من المؤشرات مثل: الأداء، الفعالية، النمو، الهيكل المالي، معاملة المساهمين و أصحاب المصالح الآخرين، أما المجموعة الثانية فتتعلق بالإطار المؤسسي لحوكمة المؤسسات و تضم مجموعة القواعد و اللوائح التي تعمل في إطارها المؤسسات، فضلا عن القوانين المستمدة من مصادر تشريعية أخرى مثل النظام القانوني و النظام القضائي، الأسواق المالية و أسواق العمل.<sup>1</sup>"

و يمكن تلخيص تقسيمات تعاريف حوكمة المؤسسات في الشكل التالي:

### الشكل رقم 1.1: تقسيمات تعاريف الحوكمة



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على تعاريف حوكمة المؤسسات

من خلال الشكل السابق، يمكن القول أن الإطار المؤسسي يعتبر المحيط الذي تمارس فيه هذه الأنماط السلوكية، و بالتالي له تأثير في فعاليتها، في إطار التأثير المتبادل الذي يمكن أن يحدث فيما بين هذه الأطر، الأمر الذي يصعب فهم هذه الأنماط السلوكية، و من بين أهم هذه الأطر هيكل الملكية، ذلك أن الحوكمة ليست سوى جزء من محيط إقتصادي أكبر ضخامة تعمل في نطاقه المؤسسات.<sup>2</sup>

و في الأخير يمكن القول أن حوكمة المؤسسات تعني الإطار العام الذي يجمع قواعد و علاقات و نظم و معايير و عمليات تساعد على ممارسة السلطة و التحكم في المؤسسات،<sup>3</sup> إذ أن هذه العناصر تتعلق بأنشطة المؤسسة كافة، المشمولة بنظام الحوكمة و هي:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - Stijn Cleassens, P. H. Fan Joseph, "Corporate Governance in Asia: A survey", International Review of Finance, Volume 03, Issue 02, 2003, p.4.

<sup>2</sup> - Benoit Pige, "Qualité de l'audit: Enjeux de l'audit interne et externe pour la gouvernance des organisation", (Paris : Edition de boeck, 2010), pp.168-169.

<sup>3</sup> - محي محمد مسعد، "عولمة الإقتصاد في الميزان - الإيجابيات و السلبيات"، (مصر: المكتب الجامعي الحديث، 2008)، ص.24.

<sup>4</sup> - موفق الياني، "فصل السلطات و صلاحيات مجلس الإدارة و الشركات العائلية"، ملتقى متطلبات حوكمة الشركات و أسواق المال العربية، شرم الشيخ - جمهورية مصر العربية، مايو 2007، مرجع سبق ذكره، ص.138.

**القواعد:** و تعني بها مجموعة القوانين و الأنظمة و الإجراءات المنظمة لعمل المؤسسة داخليا و خارجيا.

**العلاقات:** و تشمل جميع العلاقات المتداخلة مع كافة الأطراف ذات المصلحة، خاصة العلاقة بين الملاك و الإدارة، العلاقة مع المنظمين القانونيين، الحكومة، العاملين و المجتمع الكبير المحيط بالمؤسسة.

**المعايير:** و تشمل مجموعة المعايير التي تعتمدها المؤسسة عند ممارستها لعملها و تحقيق أهدافها، مثل معايير قياس الأداء و غيرها.

**العمليات:** و هي مجموعة الممارسات التي تقوم بها المؤسسة، مثل تفويض السلطات، إتخاذ القرار، تسلسل التقارير، توزيع المسؤوليات.

حيث أن هذا التعريف الشامل للحوكمة يعنى بجميع العمليات و النظم المتعلقة بإدارة المؤسسة و التحكم فيها، إضافة إلى الإهتمام بالتزام المؤسسات بالمعايير و الأنظمة و الإجراءات التي تحكم العمل، و أخيرا الأدوار التي تمارسها الأطراف ذات المصلحة بالمؤسسة و العلاقات بينها.

### المطلب الثالث: أهداف و أهمية حوكمة المؤسسات

إن تطبيق مفهوم حوكمة المؤسسات يؤدي إلى تحقيق الغرض من وراء تطبيقه، خصوصا إذا كان النموذج المطبق يتلاءم مع الخصائص الإقتصادية لبيئة الأعمال، فقد ظهر مفهوم حوكمة المؤسسات كأحد الحلول المقترحة لمشكلة الوكالة، و التي من شأنها التأثير على أداء المؤسسات و التأثير على الأداء الإقتصادي للدولة ككل،<sup>1</sup> لذلك فإن تطبيق مبادئ حوكمة المؤسسات يساهم في تحقيق المنافع التالية، و هو ما سيتم توضيحه في العنصرين التاليين:

#### الفرع الأول: أهداف حوكمة المؤسسات

تعد حوكمة المؤسسات من أهم العمليات الضرورية و اللازمة لحسن سير عمل المؤسسات، و تأكيد نزاهة الإدارة فيها، و كذلك للوفاء بالإلتزامات و التعهدات و لضمان تحقيق المؤسسات أهدافها، بشكل قانوني و

<sup>1</sup> - سامح محمد رضا رياض أحمد، " دور لجان المراجعة كأحد دعائم الحوكمة في تحسين جودة التقارير المالية دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المصرية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 07، العدد 01، الجامعة الأردنية، الأردن، 2011، ص ص. 47-48.

إقتصادي سليم يضمن الحفاظ على مصالح جميع الأطراف، و هو ما يؤكد أن حوكمة المؤسسات تهدف إلى تحقيق مجموعة كبيرة من الأهداف الرئيسية أهمها:<sup>1</sup>

- تحسين الكفاءة الاقتصادية و زيادة معدل النمو الإقتصادي؛
- زيادة ثقة المستثمرين في أسواق رأس المال بما ينعكس على تخفيض تكلفة رأس المال، فضلا عن تشغيل نظام السوق بصورة فعالة؛
- خلق حوافز و دوافع لدى مجلس إدارة المؤسسة نحو متابعة تحقيق الأهداف التي تحقق مصلحة المؤسسة؛
- فرض الرقابة الفعالة على المؤسسة؛
- تمكين المؤسسة من التمتع بمركز تنافسي جيد بالنسبة لمثيلاتها في سوق رأس المال، بما يؤدي إلى زيادة جذب المستثمرين الذين بإمكانهم تدعيم النمو المالي للمؤسسة؛
- تدعيم النزاهة و الكفاءة في أسواق المال؛
- إيجاد الهيكل الذي تتحدد من خلاله أهداف المؤسسة ووسائل تحقيق تلك الأهداف و متابعة الأداء؛
- المراجعة و التعديل للقوانين الحاكمة لأداء المؤسسات بحيث تتحول مسؤولية الرقابة إلى كلا الطرفين و هما مجلس الإدارة و المساهمون ممثلين بالجمعية العمومية للمؤسسة؛
- عدم الخلط بين المهام و المسؤوليات الخاصة بالمديرين التنفيذيين و المهام و المسؤوليات الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة؛
- تقييم أداء الإدارة العليا و تعزيز المسائلة و رفع درجة الثقة.

## الفرع الثاني: أهمية حوكمة المؤسسات

من خلال الدراسات التي أجريت في العديد من الدول المتقدمة، فإن من أهم مزايا تطبيق حوكمة المؤسسات قيامها بتيسير الحصول على التمويل و بتكلفة أقل، زيادة الجذب للإستثمارات و الشركات الأجنبية، تحسين درجة الثقة مع الأطراف المتعاملة مع المؤسسة، تقليل مخاطر الأزمات المالية للمؤسسة و البنوك و للإقتصاد

<sup>1</sup> - شوقي عبد العزيز الحفناوي، "حوكمة الشركات ودورها في علاج أمراض الفكر والتطبيق المحاسبي"، المؤتمر الخامس لحوكمة الشركات وأبعادها المحاسبية والإدارية والاقتصادية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2005، ص.211.

ككل، تضيق الخناق على فساد المديرين و الموظفين بالمؤسسة و خارجها، دعم الدور الاجتماعي للمؤسسات، كما أن حوكمة المؤسسات تعتبر قيمة تحتسب كأصل من أصول المؤسسة.<sup>1</sup>

و على هذا يمكن القول أن حوكمة المؤسسات تقدم مزايا لكل من المجتمع، المؤسسات و المستثمرين.

فأهمية حوكمة المؤسسات بالنسبة للمجتمع تتمثل فيما يلي:<sup>2</sup>

- تشجيع الإستثمار و التنمية المستدامة؛
- محاربة الفساد؛
- تشجيع التنافس، مع العمل على زيادة الإنتاجية و الابتكار؛
- العمل بكفاءة و تقليل الفاقد؛
- المحافظة على إستقرار الأسواق المالية و تنمية أسواق المال؛
- التشجع على القيام بعلاقات تتمتع بالشفافية بين أصحاب الأعمال و الدولة.

أما من وجهة نظر المستثمرين فتكمن الأهمية في الآتي:<sup>3</sup>

- التأكد من عدم إستغلال الإدارة لأموالهم؛
- التأكد من سعي الإدارة لتعظيم الأرباح؛
- تساعد في رقابة الإدارة بشكل أفضل؛
- تخفيف آثار المخاطر؛
- تساعد في حماية حقوق المستثمرين و المساواة بين المساهمين.

أما من وجهة نظر إدارة المؤسسة فإن الأهمية تتلخص في:<sup>4</sup>

- تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسة؛
- العمل على تحسين أداء المؤسسة، تحسين سمعتها و إستراتيجيتها؛
- تقليل تكلفة رأس المال؛

<sup>1</sup> - مركز المشروعات الدولية الخاصة، " حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة "، ( القاهرة: مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2008)، ص. 06.

<sup>2</sup> - أحمد خضر، " حوكمة الشركات "، ( الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2012)، ص. 180.

<sup>3</sup> - شذى عبد الحسين جبر، " قياس مستوى تطبيق مبادئ حوكمة الشركات و أثره في الوصول إلى القيمة الحقيقية للأسهم: دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق

المالية"، مجلة كلية الرافدين للعلوم، العدد 30، جامعة الرافدين، العراق، 2012، ص ص. 36-37.

<sup>4</sup> - إبراهيم راشد، " حوكمة الشركات و انعكاسها المالية للمصارف - دراسة حالة لأحد المصارف العراقية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 21، جامعة بغداد، العراق، 2009، ص. 07.

- تحقيق معدلات نمو مرتفعة؛
- تساعد في رفع قيمة المؤسسة؛
- رفع قدرة المؤسسة في الحصول على التمويل و توليد الأرباح؛
- تجنب الفساد و الإنهيارات في المؤسسات؛
- إستفاء متطلبات العمولة؛
- المحافظة على الثقة بين المؤسسة و الأطراف ذوي العلاقة.

فإذا كانت تلك هي مزايا حوكمة المؤسسات بصورة عامة، فإننا في ما يلي سنتناول أهمية حوكمة المؤسسات من خلال النظر إليها من منظور قانوني، إقتصادي و إجتماعي.

### أولاً: أهمية حوكمة المؤسسات من الناحية الإقتصادية

فعلى الصعيد الإقتصادي تؤدي الحوكمة الجيدة إلى توجيه المؤسسات نحو كفاءة إستخدام مواردها لتعظيم قيمتها في الأسواق من خلال دعم ميزتها التنافسية، مما يجذب مصادر تمويل محلية و عالمية تقود للتوسع و النمو، مما يؤدي في النهاية إلى خلق فرص عمل جديدة، مع تدعيم إستقرار أسواق المال و الأجهزة المصرفية، وصولاً لتحقيق الكفاءة و التنمية الإقتصادية المطلوبة.<sup>1</sup>

### ثانياً: أهمية حوكمة المؤسسات من الناحية القانونية

أما على الصعيد القانوني فإن أهمية حوكمة المؤسسات جاءت للتغلب على السلبيات المرافقة لتنفيذ التعاقدات التي من الممكن أن ترافق صيغ العقود المبرمة أو القوانين و الأنظمة الأساسية، المنظمة لجميع أنواع المؤسسات المطبقة لمبادئ الحوكمة الخاصة بالمؤسسات.<sup>2</sup>

لذلك يهتم القانونيون بأطر و آليات و مبادئ حوكمة المؤسسات لأنها تعمل و بشكل أساسي على الإيفاء بحقوق مختلف الأطراف داخل المؤسسة و خارجها، بما فيهم حملة الأسهم، مجلس الإدارة، المدراء، العمال، البنوك و أصحاب المصالح، ذلك أن التشريعات الخاصة و اللوائح المنظمة لعمل المؤسسات تعد العمود الفقري لأطر و آليات حوكمة المؤسسات، خصوصاً إذا كان هناك تداخل كبير ما

<sup>1</sup> - مصطفى يوسف كاتي، " الأزمة المالية الإقتصادية العالمية و حوكمة الشركات"، (عمان: دار الرواد، الطبعة الأولى، 2012)، ص. 217-218.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص. 218.

بين قواعد الحوكمة و عدد من القوانين مثل قوانين الشركات، أسواق المال، البنوك، المحاسبة و المراجعة، المنافسة و منع الإحتكار، الضرائب، الخصوصية، البيئة، العمل.<sup>1</sup>

لذلك فإن العمل على إصدار بنود تشريعية لحوكمة المؤسسات يعمل على توفير كفاءة تنظيمية و رقابية للمؤسسات و أجهزة مختصة للإشراف على متابعة الأسواق.

### ثالثا: أهمية حوكمة المؤسسات من الناحية الإجتماعية

أما على الصعيد الإجتماعي من الممكن ملاحظة أن هذا المفهوم ليس مرتبطا فقط بالنواحي القانونية و الإقتصادية و المحاسبية و المالية للمؤسسات، و لكنه يرتبط أيضا و بشكل موسع بجميع النواحي الإقتصادية و الإجتماعية و السياسية. حيث أن هناك تأكيدا موجه للمؤسسات بضرورة إيلاء إهتمامها لجميع أصحاب المصالح، أي بمعنى التأكيد على أهمية المسؤولية الإجتماعية للمؤسسات و التي تحفز هذه الأخيرة على القيام بدور أكبر مرتبط بإهتمامها بتطوير الصناعة و إستقرار الإقتصاد على نحو أكثر من إهتمامها بنواحي الربح و الخسارة لأن هذا الطريق سوف يمهّد لخدمة المجتمع ككل و ليس أفراد معينين.<sup>2</sup>

و في هذا السياق نقول أن أهمية حوكمة المؤسسات تختلف باختلاف نظم حوكمة المؤسسات التي تختلف من دولة لأخرى باختلاف أدوار أصحاب المصلحة، فيما يتعلق بطبيعة السياسات المتبعة و النظم الإدارية الحاكمة و مدى توفر الفرصة للمؤسسات و المساهمين الأجانب لتملك حصص في المؤسسات الوطنية.

### المبحث الثالث: مبادئ حوكمة المؤسسات الصادرة عن منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية OECD

منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية OECD هي منظمة دولية عالمية ظهرت أولا بصورة إقليمية بإسم منظمة التعاون الإقتصادي الأوروبي عام 1948 بعد الحرب العالمية الثانية، لإعادة هيكلة أوروبا بعد الحرب، تغيرت إلى النمط العالمي في عام 1961 فأصبحت تسمى بمنظمة التعاون الإقتصادي و التنمية، و من أهم أهداف المنظمة: مساعدة حكومات الدول الأعضاء و غير الأعضاء على تحسين الأطر القانونية و المؤسسية و

<sup>1</sup> - مصطفى يوسف كاتي، "الأزمة المالية الإقتصادية العالمية و حوكمة الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص ص. 218-219.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص ص. 219-220.

التنظيمية لحوكمة المؤسسات، و توفير الإرشادات لأسواق الأوراق المالية و المستثمرين و المؤسسات لوضع أساليب سليمة لحوكمة المؤسسات.<sup>1</sup>

حيث وافق المجلس في ماي 1999 على مبادئ حوكمة المؤسسات، خلال إجتماع مجلس المنظمة على المستوى الوزاري، و منذ ذلك التاريخ أصبحت مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية لحوكمة المؤسسات تعرف باسم مبادئ حوكمة المؤسسات، و منذ إصدار تلك المبادئ أصبحت تستخدم كمرجعية في العديد من المبادرات الخاصة بالمستثمرين لوضع الإرشادات و الأدلة و القوانين الخاصة بحوكمة المؤسسات و قواعد القيد بأسواق المال حول العالم.<sup>2</sup>

و بالرغم من قيام البنك الدولي و منظمة التمويل الدولية التابعة له و معظم بنوك التنمية الإقليمية، بالبدء أو التوسع في برامج حوكمة المؤسسات منذ نهاية التسعينات من القرن الأخير.<sup>3</sup> و كذلك الحال بالنسبة لبعض المؤسسات المتصلة بالأعمال كمركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE<sup>4</sup> و لجنة بازل للرقابة المصرفية العالمية و المنظمة الدولية للجان الأوراق المالية IOSCO،<sup>5</sup> إلا أن أسبقها صدورا و كذلك أكثرها قبولا هي المبادئ الصادرة عن منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية لعام 1999<sup>6</sup>، و التي تم إعادة صياغتها عام 2004، حيث شارك في دعم هذه المراجعة كل من البنك و صندوق النقد الدولي و بنك التسويات الدولية BIS و منتدى الإستقرار المالي و لجنة بازل للإشراف المصرفي و المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO المنتدى العالمي لحوكمة المؤسسات و المؤسسات الدولية الأخرى ذات الصلة و القطاع الخاص إضافة إلى الإتحادات المهنية.<sup>7</sup>

حيث يتم تطبيق حوكمة المؤسسات وفق ستة معايير توصلت إليها منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية، من هذه المبادئ ما يتعلق بمجلس إدارة المؤسسة، و منها ما يتعلق بأصحاب المصالح في المؤسسة، تكون في الأساس ستة مبادئ أساسية هي:

- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات؛
- حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية؛
- المعاملة المتساوية للمساهمين؛

1 - أحمد خضر، "حوكمة الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص. 106-107.

2 - نفس المرجع، ص. 108.

3 - نفس المرجع، ص. 106.

4 - Center For International Private Enterprise .

5- International Organization of Securities Commissions.

6 - هاشم رمضان الجزائري، حسين عبد القادر معروف، مرجع سبق ذكره، ص. 11.

7 - أحمد علي خضر، " الإتجاهات الحديثة في إعادة هيكلة الشركات: رؤية حول إصلاح الشركات المملوكة للدولة "، ( الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2012)، ص 72-73.

- دور أصحاب المصالح؛
- الإفصاح والشفافية؛
- مسؤوليات مجلس الإدارة.

و قبل ذلك لا بد من توضيح خصائص و أهداف هذه المبادئ من خلال ما سيأتي.

## المطلب الأول: خصائص و أهداف مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية OECD

في البداية لا بد من توضيح أن هذه المبادئ تركز على المؤسسات التي يتم تداول أسهمها في البورصات كما أنها تعتبر أيضا أداة مفيدة في الوقت نفسه لتحسين أساليب الحوكمة للمؤسسات التي لا تتداول أسهمها في البورصة،<sup>1</sup> حيث تتميز مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية بشأن حوكمة المؤسسات بعدد من الخصائص أهمها:

- أنها ليست ملزمة، و لا تهدف إلى تقديم وصفات جاهزة للتشريع الوطني، بل إنها تسعى إلى تحديد الأهداف و إقتراح وسائل متنوعة لتحقيقها، و الغرض منها هو أن تكون نقطة مرجعية يمكن لصناع السياسة إستخدامها عند وضع و إختيار الأطر القانونية و التنظيمية لحوكمة المؤسسات التي تعكس ظروفهم الإقتصادية و الإجتماعية و القانونية و الثقافية الخاصة، كما يمكن للمشاركين في السوق إستخدامها عند تطوير ممارساتهم؛<sup>2</sup>
- أنها دائمة التطور بطبيعتها، و يجب أن يتم عرضها في ضوء حدوث تغيرات كبيرة في الظروف الإقتصادية، و لكي تحتفظ المؤسسات بقدرتها التنافسية في السوق فعليها أن تعمل على الوفاء بالمطالب الجديدة و أن تغتنم الفرص الجديدة، و بالمثل فإن الحكومات عليها مسؤولية هامة في تشكيل إطار تنظيمي فعال يوفر مرونة كافية تسمح للأسواق أن تعمل بفعالية، و أن تستجيب لتوقعات المساهمين و أصحاب المصالح الآخرين؛<sup>3</sup>

<sup>1</sup>- OCDE, "Les nouvelles formes de gouvernance et développement économique", (OCDE : OCDE, 2004), pp. 09-12.

<sup>2</sup> - محمد علي سويلم، " حوكمة الشركات في الأنظمة العربية و المقارنة: بين التنظيم و المسؤولية التأديبية و المدنية و الجنائية"، ( القاهرة: دار النهضة العربية، 2010)، ص. 63.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص. 63.

- أنها تترك للحكومات و المشاركين في السوق حرية أن يقرروا الكيفية التي يطبقون بها المبادئ في وضع و تطوير الأطر الخاصة بهم لحوكمة المؤسسات، أخذين في إعتبارهم التكلفة و العائد؛<sup>1</sup>
- أنها لا توصي بنموذج وحيد سليم لحوكمة المؤسسات، و لكنها توصي ببعض الأساليب المشتركة التي يمكن أن يستوعبها أي نموذج في أي دولة.<sup>2</sup>

فالمبادئ لا تعني بالضرورة التنفيذ الجبري للمتطلبات و القواعد الموضوعية الهامة و الرئيسية الواردة بها، حيث تترك المبادئ مجالاً واسعاً للاختلاف فيما بين الدول عند التطبيق.

كما بينت ديباجة مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية لحوكمة المؤسسات أن أهداف تلك المبادئ هي:<sup>3</sup>

- وضع منظومة للمحاسبة لجميع الأطراف المرتبطة بالمؤسسة؛
- منع تعرض المؤسسة للكوارث؛
- رفع مستوى أداء المؤسسة من خلال توفير الظروف الملائمة.

و مما هو جدير بالذكر أنه لا يوجد أسلوب واحد مناسب لحوكمة المؤسسات يمكن تطبيقه في مختلف الدول، و لكن تختلف كل دولة حسب طبيعتها و نمطها، إلا أن هناك مبادئ أساسية يمكن أن يستند إليها أي نظام للحكومة، و هي المبادئ الواردة من منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية OECD ، فتستطيع الدول الإعتماد عليها في إصدار الإرشادات و التشريعات الملائمة لها لتطبيق نظام حوكمة المؤسسات من خلال تبنيها تلك المبادئ بما يتناسب و أوضاعها الداخلية.

### المطلب الثاني: المبادئ المتعلقة بمجلس الإدارة

تتضمن هذه المبادئ : مبدأ الإفصاح و الشفافية، مبدأ مسؤولية مجلس الإدارة، إلا أنه من الضروري توفر الأساس اللازم لفاعلية إطار حوكمة المؤسسات، إذ أن هذا المبدأ الأخير يعد حاكماً على جميع مبادئ الحوكمة الأخرى. لذلك سنتناول هذه المبادئ في النقاط التالية.

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص.63.

<sup>2</sup> - أحمد خضر، مرجع سبق ذكره، ص.109.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص.110.

## الفرع الأول: ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة المؤسسات

لما كانت مبادئ حوكمة المؤسسات تتميز بعدة خصائص، و التي سبق الإشارة إليها، و من أهمها قابليتها للتطوير، حيث تعد المبادئ دائمة التطور بطبيعتها في ضوء التغيرات التي تطرأ على الظروف المحيطة، حيث قامت منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية لحوكمة المؤسسات عام 2004 بإصدار نسخة جديدة من مبادئها لحوكمة المؤسسات، حيث أصبحت المبادئ تغطي ستة مجالات أساسية بإضافة مبدأ جديد للمبادئ الخمسة السابقة، و هو ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة المؤسسات،<sup>1</sup> حيث يشير المبدأ إلى أنه: " ينبغي أن يشجع إطار حوكمة المؤسسات على شفافية الأسواق و كفاءتها، و أن يكون متوافقاً مع حكم القانون، و أن يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الإشرافية و التنظيمية و التنفيذية".<sup>2</sup>

ذلك أن ضمان إطار فعال لحوكمة المؤسسات يتطلب وضع أساس مؤسسي و تنظيمي و قانوني فعال يمكن أن يعتمد عليه كل المشاركين في السوق لإنشاء علاقاتهم التعاقدية الخاصة، و عادة ما يضم إطار حوكمة المؤسسات عناصر تشريعية و تنظيمية، ترتيبات للتنظيم الذاتي، الإلتزامات الإختيارية، ممارسات الأعمال التي هي نتاج الظروف الخاصة بالدولة و تاريخها و تقاليدها، و من ثم فإن التقريب المرغوب بين التشريع و التنظيم الذاتي و المعايير الإختيارية... إلخ في هذه الناحية سيتباين من دولة إلى أخرى، و مع تراكم الخبرات الجديدة و تغير ظروف الأعمال، قد يتطلب الأمر تعديل مضمون و هيكل الإطار.<sup>3</sup>

و لكي يكون هناك ضمان لوجود أساس لإطار فعال لحوكمة المؤسسات، هناك مجموعة من الإرشادات و العوامل يجب أخذها بعين الإعتبار و هي:<sup>4</sup>

- ينبغي أن يتم وضع إطار لحوكمة المؤسسات بهدف أن يكون ذا تأثير على الأداء الإقتصادي الشامل، نزاهة الأسواق، الحوافز التي يخلقها للمشاركين في السوق و تشجيع قيام أسواق تتميز بالشفافية و الفعالية؛
- ينبغي أن تكون المتطلبات القانونية و التنظيمية التي تؤثر في ممارسات حوكمة المؤسسات في نطاق إختصاص تشريعي ما، متوافقة مع حكم القانون و ذات شفافية و قابلة للتنفيذ؛
- ينبغي أن يكون توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات في نطاق إختصاص تشريعي ما، محددًا بشكل واضح مع ضمان خدمة المصلحة العامة؛

1 - أحمد خضر، "حوكمة الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص.141.

2 - محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص.356.

3 - محمد علي سويلم، مرجع سبق ذكره، ص.67-68.

4 - أحمد خضر، "حوكمة الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص.142.

- ينبغي أن تكون لدى الجهات الإشرافية والتنظيمية والتنفيذية السلطة والنزاهة والموارد للقيام بواجباتها بطريقة متخصصة وموضوعية، فضلاً عن أن أحكامها وقراراتها ينبغي أن تكون في الوقت المناسب وشفافة، مع توفير الشرح التام لها.

حيث يرسي هذا المبدأ الجديد الإطار العام الذي تعمل فيه المبادئ الأخرى، و يحقق أسواقاً تتمتع بالشفافية والكفاءة وسيادة القانون و فصل للمسؤولية بين السلطات، بحيث يسمح بتحقيق مناخ سليم للحوكمة يسمح بالتنافس، مع ضرورة إقامة بعض المؤسسات لدعم إقتصاد السوق.

## الفرع الثاني: الإفصاح و الشفافية

لم تقلل منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية في الإسهام بعرض الإفصاح و الشفافية في النسخة الحديثة، عما ورد بنسخة المبادئ الأولى عام 1999، حيث إهتمت المبادئ بضمن توفير الإفصاح المتساوي و في الوقت المناسب عن المعلومات المادية و غير المادية - حيث تعرف المعلومات المادية بأنها المعلومات التي قد يؤدي حذفها أو تحريفها إلى التأثير على القرارات الإقتصادية التي يتخذها مستخدموا المعلومات-، و إهتمت بمسؤولية المراجع الداخلي و الخارجي عن المعلومات المفصح عنها، و كان من الطبيعي أن تتناول المبادئ الحديثة قابلية المساءلة و المحاسبة للمراجعين الخارجيين و الداخليين، مع الإشارة لواجباتهم تجاه المؤسسة، و أنهم يمارسون كافة ما تقتضيه العناية و الأصول المهنية في عملية المراجعة، و لم يشر إلى ذلك في النسخة الأولى، و ذلك متأثراً بضغوط الأسواق العالمية عقب قضية شركة إنرون و تغير أشهر قوانين الإفصاح في الأسواق العالمية، فنصت مبادئ المنظمة لعام 2004 على مبدأ الإفصاح و الشفافية.<sup>1</sup> و قد أشارت في ذلك إلى أنه: " ينبغي في إطار حوكمة المؤسسات أن يضمن القيام بالإفصاح السليم الصحيح و في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالمؤسسة بما في ذلك المركز المالي، الأداء، حقوق الملكية و حوكمة المؤسسات".<sup>2</sup>

و هناك مجموعة من الإرشادات التي يجب أن تؤخذ بعين الإعتبار لتطبيق مبدأ الإفصاح و الشفافية<sup>3</sup> و

هي:

<sup>1</sup> - أحمد خضر، "حوكمة الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص.125-126.

<sup>2</sup> - مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص.236.

<sup>3</sup> - يقصد بالشفافية، حسب عبد المطلب عثمان محمود، " نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة ميدانية "، ( القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2015)، ص ص 165-166. تحيئة بيئة تكون فيها المعلومات المتصلة بالظروف و القرارات و الأعمال القائمة متاحة و منظورة و قابلة للفهم من جانب كل المشاركين، و لذلك فالشفافية توفير المناخ الذي يتيح كافة المعلومات و البيانات الحقيقية، و يرتبط مفهوم الشفافية بمفهوم المساءلة، فالشفافية تزيد من القدرة على المساءلة من خلال تسهيل عملية الرقابة، أي أن الشفافية و المساءلة يعزز كل منهما الآخر، أما الإفصاح فيقصد به إعداد القوائم المالية بطريقة تتفق مع المبادئ المحاسبية، مع إرفاق مجموعة من التقارير و الملاحظات و الإيضاحات تناول إيضاح أو تفصيل للمعلومات الخاصة بالبنود الواردة في صلب القوائم بحيث لا تستخدم هذه القوائم كوسيلة للغش أو التضليل، لذلك تعتبر الشفافية أكثر عمومية من مصطلح الإفصاح، فهي تمثل حالة من الرغبة في الوضوح و ليست رغبة أو إقتناع من القائمين به في تقديم كل الحقائق، و بالتالي الشفافية في التقارير المالية المنشورة يقصد بها قدرة تلك التقارير على تمكين مستخدميها أو قرائها من إستخلاص الجوهر الإقتصادي للمؤسسة.

أولاً: ينبغي أن يتضمن الإفصاح، و لا يقتصر، على المعلومات التالية:<sup>1</sup>

- النتائج المالية و نتائج عمليات المؤسسة؛
- أهداف المؤسسة؛
- الملكيات الكبرى للأسهم و حقوق التصويت؛
- سياسة مكافآت أعضاء مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين الرئيسيين و المرتبات و المزايا الممنوحة لهم؛
- العمليات المتصلة بأطراف من المؤسسة؛
- عوامل المخاطرة المتوقعة؛
- الموضوعات الخاصة بالعاملين و أصحاب المصالح الآخرين؛
- هيكل الحوكمة و سياساتها، و بصفة خاصة، ما يحتويه أي نظام أو سياسة لحوكمة المؤسسات و العمليات التي يتم تنفيذها بموجبها؛

ثانياً: ينبغي إعداد المعلومات و الإفصاح عنها طبقاً للمستويات النوعية المرتفعة للمحاسبة و الإفصاح المالي و غير المالي.<sup>2</sup>

ثالثاً: ينبغي القيام بمراجعة خارجية مستقلة بواسطة مراجع مستقل، يكون كفاء و مؤهل حتى يمكنه أن يقدم تأكيدات خارجية موضوعية لمجلس الإدارة و المساهمين بأن القوائم المالية تمثل بصدق المركز المالي و أداء المؤسسة.<sup>3</sup>

رابعاً: ينبغي للمراجعين الخارجيين أن يكونوا قابلين للمساءلة و المحاسبة أمام المساهمين، كما أن عليهم واجباً تجاه المؤسسة، هو أن يقوموا بممارسة كافة ما تقتضيه العناية و الأصول المهنية في عملية المراجعة.<sup>4</sup>

خامساً: ينبغي في قنوات بث المعلومات أن توفر فرصة متساوية و في التوقيت المناسب تتناسب مع كفاءة التكلفة لمستخدمي المعلومات ذات الصلة.<sup>5</sup>

سادساً: ينبغي إستكمال إطار حوكمة المؤسسات بمنهج فعال يتناول و يشجع على تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين، السماسرة و وكالات التقييم و التصنيف و غيرها، المتعلقة بالقرارات

1 - مصطفى يوسف كاتي، مرجع سبق ذكره، ص.236.

2 - نفس المرجع، ص.236.

3 - مصطفى يوسف كاتي، " الأزمة المالية الإقتصادية العالمية و حوكمة الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص.236.

4 - نفس المرجع، ص.236.

5 - محمد علي سويلم، مرجع سبق ذكره، ص.107-108.

التي يتخذها المستثمرون، بعيدا عن أي تعارض هام في المصلحة قد يؤدي إلى الإضرار بنزاهة ما يقومون به من تحليل أو ما يقدمونه من مشورة.<sup>1</sup>

إلا أن الإلتزام بتطبيق حوكمة المؤسسات يحتاج دائما لإرادة المشرع ليتدخل لإضفاء الصبغة الإلزامية لتطبيق الإفصاح و الشفافية في المؤسسات و سوق المال لحماية الأطراف المختلفة، ذلك أن القواعد و النصوص المرتبطة بالإفصاح و الشفافية في نطاق مبادئ حوكمة المؤسسات، توجد في العديد من القوانين الخاصة و المتعلقة بتنظيم المؤسسات و البنوك و سوق المال، معايير المراجعة و المحاسبة المتعلقة بتنظيم سوق المال حول العالم، لكنها تظهر بوضوح داخل نصوص القوانين الصادرة حديثا و خاصة في الدول الكبرى، حيث تبنت هذه الأخيرة قواعد الإفصاح و الشفافية بمفهومها الوارد بمبادئ حوكمة المؤسسات، و ذلك إما من خلال قواعد و نصوص داخل القوانين المنظمة لعمل المؤسسات و سوق المال - كقانون سربن أكسلي Sarbanes-Oxley Act 2002 في الولايات المتحدة الأمريكية و قانون الشركات الجديدة Companies Act 2006 الذي صدر في المملكة المتحدة، أو قد تصدر قواعد حوكمة المؤسسات بصورة منفصلة من خلال إصدار قوانين و لوائح خاصة لحوكمة المؤسسات، و إن كانت تلك القوانين بالقطع متصلة بقانون المؤسسات أو سوق المال، كما هو الوضع حديثا في بعض الدول، كبلجيكا 2010 و دولة الإمارات العربية المتحدة، و قد تصدر تلك القوانين بصورة مختلطة فتحمل معنى الإلزام القانوني و القواعد الإرشادية في ذات الوقت، كما هو الوضع في المملكة العربية السعودية - أشارت المادة الأولى من لائحة حوكمة المؤسسات في المملكة العربية السعودية إلى أنه " أ - تبين هذه اللائحة القواعد و المعايير المنظمة لإدارة شركات المساهمة المدرجة في السوق، من أجل ضمان الإلتزام بأفضل ممارسات الحوكمة التي تكفل حماية حقوق المساهمين و حقوق أصحاب المصالح -".<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: مسؤولية مجلس الإدارة

و ينص هذا المبدأ على أنه: " ينبغي في إطار حوكمة المؤسسات أن يضمن التوجيه و الإرشاد الإستراتيجي للمؤسسة، و الرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على إدارة المؤسسة، و محاسبة مجلس الإدارة عن مسؤوليته أمام المؤسسة و المساهمين".<sup>3</sup>

و هناك مجموعة من الإرشادات التي تؤخذ بعين الإعتبار لتطبيق المبدأ المتعلق بمسؤوليات مجلس الإدارة و هي:<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص.108.

<sup>2</sup> - أحمد خضر، "حوكمة الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص.129-130.

<sup>3</sup> - Olivier Meier, Guillaume Schier, OP.Cit, p. 272.

- أولاً: ينبغي لأعضاء مجلس الإدارة أن يعملوا على أساس من المعلومات الكاملة، و بحسن النية، مع العناية الواجبة، بما يحقق أفضل مصلحة للمؤسسة و المساهمين؛
- ثانياً: إذا ما كانت قرارات مجلس الإدارة ستؤثر على مختلف مجموعات المساهمين بطرق مختلفة، فإن على مجلس الإدارة أن يعامل كافة المساهمين معاملة عادلة؛
- ثالثاً: ينبغي لمجلس الإدارة أن يطبق معايير أخلاقية عالية، و ينبغي أيضاً أن يأخذ في الإعتبار مصالح و إهتمامات أصحاب المصالح في المؤسسة؛
- رابعاً: ينبغي لمجلس الإدارة أن يقوم بوظائف رئيسية معينة، تتضمن:
- إستعراض و توجيه إستراتيجية المؤسسة، خطط العمل الرئيسية، سياسة المخاطر، الموازنات التقديرية، خطط العمل السنوية، وضع أهداف الأداء، مراقبة التنفيذ، أداء المؤسسة مع الإشراف على المصروفات الرأسمالية الرئيسية و عمليات الإستحواذ و التخلي عن الإستثمار؛
  - الإشراف على فعالية ممارسات حوكمة المؤسسة و إجراء التغييرات إذا لزم الأمر؛
  - إختيار كبار التنفيذيين بالمؤسسة و الإشراف عليهم و إستبدالهم إذا لزم الأمر، و كذا تحديد مكافآتهم و مرتباتهم، مع الإشراف على تخطيط تداول المناصب؛
  - مراعاة التناسب بين مكافآت كبار التنفيذيين و أعضاء مجلس الإدارة و مصالح المؤسسة و المساهمين في الأجل الطويل؛
  - ضمان الشفافية في عملية ترشيح مجلس الإدارة و إنتخابه التي يجب أن تتم بشكل رسمي؛
  - رقابة أي تعارض محتمل بين مصالح إدارة المؤسسة و أعضاء مجلس الإدارة و المساهمين، بما في ذلك الأطراف ذات صلة القرابة؛
  - ضمان نزاهة حسابات المؤسسة، نظم إعداد قوائمها المالية بما في ذلك المراجعة المستقلة، مع ضمان وجود نظم سليمة للرقابة، و على وجه الخصوص وجود نظم لإدارة المخاطر، الرقابة المالية، رقابة العمليات و الإلتزام بالقانون و المعايير ذات الصلة؛
  - الإشراف على عمليات الإفصاح و الإتصالات.
- خامساً: ينبغي لمجلس الإدارة أن يكون قادراً على ممارسة الحكم الموضوعي المستقل على شؤون المؤسسة من خلال:

<sup>1</sup>- Alain Finet et Autres , “ **Gouvernance d’entreprise Nouveaux défis financiers et non financiers**“, (Paris : De Boeck, 2009), pp. 72-73.

- يجب أن تنظر مجالس الإدارة في تكليف عدد من أعضاء مجلس الإدارة من غير موظفي المؤسسة، ذوي القدرة على ممارسة الحكم المستقل، للقيام بالمهام التي يحتمل وجود تعارض في المصالح بها؛

- عندما يتم إنشاء لجان لمجلس الإدارة، ينبغي لمجلس الإدارة أن يحدد بشكل جيد و أن يفصح عن صلاحياتها، و تشكيلها و إجراءات عملها؛

- ينبغي أن تكون لدى أعضاء مجلس الإدارة القدرة على إلزام أنفسهم بمسؤولياتهم بطريقة فعالة؛

سادسا: حتى يمكن لأعضاء مجلس الإدارة أن يقوموا بمسؤولياتهم، فإنه ينبغي أن تتاح لهم كافة المعلومات الصحيحة ذات الصلة و في الوقت المناسب.

فمسؤولية مجلس الإدارة في ضوء المبدأ هي التوجيه الإستراتيجي للمؤسسة و متابعة الإدارة التنفيذية، كما أن المجلس يتحمل المسؤولية أمام المؤسسة و أمام حملة الأسهم في الإلتزام برعاية مصالح المؤسسة، و يلزم بالإلتزام لها.

### المطلب الثالث: المبادئ المتعلقة بأصحاب المصالح

و قد تضمنت مبادئ حوكمة المؤسسات الصادرة عن منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية ثلاثة مبادئ فيما يتعلق بأصحاب المصالح - يقصد بأصحاب المصالح: هم كل من له مصلحة مع المؤسسة مثل المساهمون، العمال، الدائنون، الموردون، المجتمع... إلخ - هي: مبدأ حماية حقوق المساهمين، مبدأ المساواة بين المساهمين في المعاملة و مبدأ دور أصحاب المصالح. و هو ما سيتم تناوله في النقاط الثلاث التالية.

#### الفرع الأول: حماية حقوق المساهمين

جاءت مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية لحوكمة المؤسسات لضمان حد أدنى من حقوق المساهمين و أصحاب حقوق الملكية في المؤسسات، و قد تناولت المبادئ حماية حقوق المساهمين تحت مبدأ حقوق المساهمين و الوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية و قد أشارت تلك المبادئ إلى أنه: " ينبغي في إطار حوكمة المؤسسات أن توفر الحماية للمساهمين و أن يسهل لهم ممارسة حقوقهم"<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>- Olivier Meier, Guillaume Schier, "Entreprises Multinationales, stratégie, restructuration, gouvernance", OP. Cit, p. 272.

و قد أشارت المبادئ إلى تحقق ذلك من خلال:

أولاً: ينبغي أن تتضمن الحقوق الأساسية للمساهمين الحق في:<sup>1</sup>

- طرق مضمونة لتسجيل الملكية؛
- إرسال الأسهم أو تحويلها؛
- الحصول على المعلومات المادية أو ذات الصلة بالمؤسسة في الوقت المناسب و على أساس منتظم؛
- المشاركة و التصويت في الجمعية العامة للمساهمين؛
- إنتخاب أعضاء مجلس الإدارة و عزلهم؛
- نصيب من أرباح المؤسسة.

ثانياً: ينبغي أن يكون للمساهمين الحق في المشاركة في المؤسسة، و أن يحصلوا على المعلومات الكافية عن القرارات التي تخص أي تغييرات أساسية في المؤسسة مثل:<sup>2</sup>

- تعديل النظام الأساسي أو عقد التأسيس، أو ما يماثلهما من المستندات الحاكمة للمؤسسة؛
- الترخيص بإصدار أسهم إضافية؛
- العمليات الإستثنائية، بما في ذلك تحويل كل أو ما يكاد أن يكون كل الأصول، بما يؤدي في الواقع إلى بيع المؤسسة.

ثالثاً: ينبغي أن يكون للمساهمين فرصة المشاركة الفعالة و التصويت في إجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، و ينبغي أن يحاطوا علماً بالقواعد التي تحكم إجتماعات الجمعية العمومية للمساهمين، بما في ذلك إجراءات التصويت، و ذلك من خلال:<sup>3</sup>

- ينبغي تزويد المساهمين بالمعلومات الكافية في الوقت المناسب فيما يتعلق بجدول أعمال الجمعية العامة و تاريخ إنعقادها و مكانه، و كذلك المعلومات الكاملة و في الوقت المناسب عن الموضوعات التي سيجرى إتخاذ قرارات بشأنها في الإجتماع؛
- ينبغي أن تتاح الفرصة للمساهمين لتوجيه الأسئلة إلى مجلس الإدارة، بما في ذلك الأسئلة المتعلقة بالمراجعة الخارجية السنوية، و وضع بنود على جدول الأعمال الخاص بالجمعية العامة، و إقتراح القرارات في حدود معقولة؛

<sup>1</sup> - Ibid, p. 272.

<sup>2</sup> - Ibid, p. 272.

<sup>3</sup> - مصطفى يوسف كافي، " الأزمة المالية الإقتصادية العالمية و حوكمة الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص.233.

- ينبغي تسهيل المشاركة الفعالة للمساهمين في القرارات الرئيسية الخاصة بحوكمة المؤسسات، مثل ترشيحات أعضاء مجلس الإدارة و إنتخابهم، وكذلك سياسة مكافآت أعضاء مجلس الإدارة و كبار التنفيذيين في المؤسسة، كما ينبغي أن يخضع القسم الخاص بتقديم أسهم لأعضاء مجلس الإدارة و العاملين كجزء من مكافآتهم لموافقة المساهمين؛
- ينبغي أن يتمكن المساهمون من التصويت سواء، مع إعطاء الأثر نفسه للأصوات، تم الإدلاء بها حضوريا أم غيابيا.

رابعا: ينبغي الإفصاح عن الهياكل و الترتيبات الرأسمالية التي تمكن بعض المساهمين من الحصول على درجة من السيطرة لا تتناسب مع ما يملكون من أسهم.<sup>1</sup>

خامسا: ينبغي السماح للأسواق المسيطرة على المؤسسات بالعمل بطريقة تتميز بالكفاءة و الشفافية، و ذلك من خلال:<sup>2</sup>

- ينبغي أن يتم و بوضوح تحديد القواعد و الإجراءات التي تحكم حياة السيطرة على المؤسسات في الأسواق المالية و الإفصاح عنها، كذلك العمليات الإستثنائية مثل الإندماج، بيع حصص جوهريّة من أصول المؤسسة، حتى يتمكن المستثمرون من فهم حقوقهم و الملجأ القانوني لهم، كما ينبغي أن تتم العمليات بأسعار شفافة و في ظل شروط عادية تحمي حقوق كافة المساهمين وفقا لطبقاتهم؛
- ينبغي عدم إستخدام الوسائل المضادة للإستلاء بغرض حماية الإدارة و مجلس الإدارة من المساءلة.

سادسا: ينبغي تسهيل ممارسة كافة المساهمين لحقوق الملكية، بما في ذلك المستثمرين المؤسسين:<sup>3</sup>

- ينبغي للمستثمرين المؤسسين الذين يعملون كوكلاء أن يفصحوا عن حوكمة المؤسسات الخاصة بهم و سياسات التصويت فيما يتعلق بإستثماراتهم، بما في ذلك الإجراءات القائمة لديهم، لتقرير إستخدامهم لحقوقهم التصويتية؛
- ينبغي للمستثمرين المؤسسين الذين يعملون بصفة وكلاء أن يفصحوا عن الكيفية التي يتعاملون بها، مع وجود التعارض المادي للمصالح التي قد تؤثر في ممارستهم لحقوق الملكية الرئيسية الخاصة بإستثماراتهم.

1 - محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص.365.

2 - طارق عبد العال حامد، مرجع سبق ذكره، ص.41-42.

3 - محمد علي سويلم، " حوكمة الشركات في الأنظمة العربية و المقارنة: بين التنظيم و المسؤولية التأديبية و المدنية و الجنائية"، مرجع سبق ذكره، ص.79-81.

سابعاً: ينبغي السماح للمساهمين، بما فيهم المستثمرين المؤسسين، أن يتشاوروا مع بعضهم البعض فيما يتعلق بالموضوعات الخاصة بالحقوق الأساسية للمساهمين وفقاً للتعريف الوارد في المبادئ، مع بعض الاستثناءات لمنع إساءة الإستغلال.<sup>1</sup>

و كل هذا يؤكد حرص المبادئ على ضمان توفير حد أدنى من حقوق المساهمين و الوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية في المؤسسات، حيث تضمن الملكية الآمنة للأسهم، و حق المساهم في تلقي الإفصاح التام عن المعلومات و حقوقه في التصويت و المشاركة في قرارات البيع و تعديل الملكيات و الأصول عند الاندماج و الإستحواذ أو إصدار أسهم جديدة و ذلك للحفاظ على قيمة المؤسسة و أسهم المساهمين فيها.

### الفرع الثاني: المعاملة المتساوية للمساهمين

حرصت مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية على تأكيد غايتها في توفير معاملة متساوية و عادلة للمساهمين بالمؤسسة، حيث أشارت المبادئ إلى ما يلي: "ينبغي في إطار حوكمة المؤسسات أن يضمن معاملة متساوية لكافة المساهمين بما في ذلك المساهمين ذوي الأقلية و المساهمين الأجانب. و ينبغي أن تتاح الفرصة لكافة المساهمين في الحصول على تعويض فعال عن إنتهاك حقوقهم".<sup>2</sup>

و بصفة عامة هناك مجموعة من الإرشادات يجب أخذها بعين الإعتبار عند الإلتزام بتطبيق هذا المبدأ و هي:<sup>3</sup>

- أولاً: ينبغي معاملة كافة المساهمين، حملة نفس طبقة الأسهم، معاملة متساوية حيث يجب:
- في نطاق أي سلسلة رقمية من نفس الطبقة، ينبغي أن تكون لكافة الأسهم نفس الحقوق. و ينبغي أن يتمكن كافة المستثمرين من الحصول على المعلومات المتعلقة بكافة السلاسل و طبقات الأسهم قبل أن يقوموا بالشراء. و ينبغي أن تكون أي تغييرات في حقوق التصويت خاضعة لموافقة تلك الطبقات من الأسهم التي تتأثر سلباً نتيجة لهذا التغيير؛
  - ينبغي حماية المساهمين ذوي الأقلية من إساءة الإستغلال التي يتم إجرائها لمصلحة المساهمين أصحاب النسب الحاكمة، سواء كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر، و ينبغي أن تكون هناك وسائل فعالة للإصلاح بشكل فعال؛

<sup>1</sup> - أحمد خضر، مرجع سبق ذكره، ص. 117.

<sup>2</sup> - Olivier Meier, Guillaume Schier, OP. Cit, p. 272.

<sup>3</sup> - Olivier Meier, Guillaume Schier, "Entreprises Multinationales, stratégie, restructuration, gouvernance", OP. Cit, pp. 272-273.

- ينبغي أن يتم الإدلاء بالأصوات عن طريق فارزي أصوات أو مرشحين لهذا الغرض بطريقة يتم الإتفاق عليها مع المستفيد من ملكية الأسهم؛

- ينبغي إلغاء جميع العوائق التي تعرقل عملية التصويت عبر الحدود؛

- ينبغي أن تسمح العمليات و الإجراءات الخاصة بإجتماع الجمعية العامة، لكافة المساهمين بأن يحصلوا على معاملة متساوية. و ينبغي ألا تؤدي إجراءات المؤسسة إلى زيادة صعوبة أو زيادة تكلفة الإدلاء بالأصوات بدون مبرر.

ثانياً: ينبغي منع تداول الأسهم بصورة لا تتسم بالإفصاح و الشفافية؛

ثالثاً: ينبغي أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة و المديرين التنفيذيين الإفصاح عن وجود أية مصالح خاصة بهم قد تتصل بعمليات أو بمسائل تمس المؤسسة.

و بهذا يكون هذا المبدأ قد ضمن حقوق تصويت متساوية للمساهمين و حماية حقوق الأقلية و حقوق الأجانب و منع إستغلال المعلومات السرية في التعامل و البيع الصوري من الشخص لنفسه.

### الفرع الثالث: دور أصحاب المصالح في حوكمة المؤسسات

حيث أشارت المبادئ إلى أنه: " ينبغي في إطار حوكمة المؤسسات أن يعترف بحقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون أو تنشأ نتيجة لإتفاقات متبادلة، و أن يعمل على تشجيع التعاون النشط بين المؤسسات و أصحاب المصالح في خلق الثروة و فرص العمل و تحقيق الإستدامة للمشروعات القائمة على أسس مالية سليمة".<sup>1</sup>

تتم إحدى النواحي الرئيسية في حوكمة المؤسسات بتأمين تدفق رأس المال الخارجي إلى المؤسسات سواء في شكل حقوق ملكية أو إئتمان، و تتم حوكمة المؤسسات كذلك بإيجاد طرق لتشجيع مختلف أصحاب المصالح في المؤسسة على القيام بالإستثمار في رأس المال البشري و المادي الخاص بالمؤسسة وفقاً للمستويات الإقتصادية المثلى.<sup>2</sup>

و من المهم أن تعترف المؤسسات بأن إسهامات أصحاب المصالح تشكل أحد الموارد القيمة لبناء مؤسسات تنافسية و مربحة، و من ثم فإن المصالح طويلة الأجل للمؤسسات تقتضي ضرورة تعزيز التعاون المنتج للثروة بين أصحاب المصالح.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - طارق عبد العال حامد، "حوكمة الشركات : المفاهيم - المبادئ - التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف"، مرجع سبق ذكره، ص. 43.

<sup>2</sup> - محمد على سويلم، مرجع سبق ذكره، ص.92.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص.92.

و هناك مجموعة من الإرشادات التي يجب أن تؤخذ بعين الإعتبار لتطبيق المبدأ، هي:<sup>1</sup>

- أولاً: يجب إحترام حقوق أصحاب المصالح التي يحميها القانون؛
- ثانياً: عندما يكفل القانون حماية المصلحة، ينبغي أن تكون لأصحاب المصلحة فرصة الحصول على تعويض فعال مقابل إنتهاك حقوقهم؛
- ثالثاً: يجب أن يسمح إطار حوكمة المؤسسات بوجود آليات لمشاركة أصحاب المصالح و تكفل تلك الآليات بدورها في تحسين مستويات الأداء؛
- رابعاً: عندما يشارك أصحاب المصالح في عملية حوكمة المؤسسات، يجب السماح لهم بالحصول على المعلومات ذات الصلة و بالقدر الكافي، و التي يمكن الإعتماد عليها في الوقت المناسب و على أساس منتظم؛
- خامساً: ينبغي لأصحاب المصالح، بما في ذلك الأفراد العاملين و هيئات تمثيلهم، أن يتمكنوا من الإتصال بمجلس الإدارة للإعراب عن إهتمامهم بشأن الممارسات غير القانونية أو غير الأخلاقية، و ينبغي عدم الإنتقاص أو تجاهل حقوقهم إذا ما فعلوا ذلك؛
- سادساً: ينبغي أن يستكمل إطار حوكمة المؤسسات بإطار فعال و كفاء للإعسار، و إطار فعال آخر لتنفيذ حقوق الدائنين.

و الملاحظ أن هذا المبدأ يهدف لإحترام الحقوق القانونية و الإتفاقيات بين أصحاب المصالح و المؤسسة، و كذلك التعاون بينهم، و حق حصولهم على المعلومات، فضلا عن التواصل و التعويض عن المخالفات.

من خلال ما سبق نستنتج أنه و على الرغم من أن مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي تعتبر نقطة بداية مفيدة لبناء نظام حوكمة المؤسسات، إلا أنها تركز على الضوابط الداخلية، كما أنها تستهدف أساسا المؤسسات المقيدة بالبورصة، و التي تعمل في نطاق بيئة قانونية و تنظيمية فعالة بما قدر كاف من المنافسة، و كثير من الإقتصاديات النامية و الصاعدة و الإنتقالية، إما ليس لديها أسواق للأوراق المالية و إما أن بها أسواق مالية مازلت في بدايتها، و فضلا عن هذا، ففي كل الإقتصاديات الصاعدة أو الإنتقالية تقريبا يلاحظ أن مجموعة التشريعات التي توفر الإطار القانوني و التنظيمي الأساسي و البيئة التنافسية، إما أنها ضعيفة أو غير موجودة، و دون هذا الإطار القانوني و التنظيمي فإن الضوابط الداخلية - مهما كانت جودة تصميمها - لن يكون لها سوى أثر ضئيل.

<sup>1</sup> - محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص. 277-280.

## خلاصة الفصل

بناءً على ما سبق فإن الحوكمة كمصطلح جديد تم البدء في استخدامه مع بداية عقد التسعينات، حظيت بقدر كبير من الاهتمام لم تكن لتحظى به في العادة، نتيجة لعدد من حالات الفشل التي منيت بها العديد من المؤسسات في العالم بسبب الأهمية التي يكتسبها هذا المفهوم في إضفاء الثقة و الشفافية و الدقة على المعلومات الواردة في القوائم المالية للمؤسسات و ما ينجر عن ذلك من فائدة تعود على المؤسسة و على الإقتصاد الوطني ككل.

و هنا بدأت الدول تدرك أن مستقبل إقتصادياتها و مصدر ثروتها يرتبط إرتباطاً وثيقاً بالإجراءات السليمة لحوكمة المؤسسات، من أجل ذلك فقد أصدرت منظمة التعاون الاقتصادي و التنمية سنة 1999 المبادئ غير الإلزامية لحوكمة المؤسسات و التي تم تعديلها عام 2004 كدليل عملي للمؤسسات للإسترشاد بها في التطبيق السليم لقواعد الحوكمة و بالتالي فإن الحوكمة و من خلال مبادئها و آلياتها ساهمت في توفير أرضية يمكن الإستعانة بها و تكييفها بالشكل الذي يساهم في إحكام عملية الرقابة في المؤسسة و التي تعتبر الأساس في ضمان حقوق المساهمين و حقوق جميع الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة، و ذلك بالأخذ بعين الإعتبار خصوصية الإطار المؤسسي - النظام القانوني، النظام السياسي، أسواق العمل، الأسواق المالية، هيكل الملكية- الذي له تأثير على الآلية التي يشتغل بها نظام الحوكمة.

الفصل الثاني:

**مداخل الفعالية الحوكمية و**

**تأثيرات هيكل الملكية**



## المبحث الأول: مداخل قياس الفعالية الحوكمية

في هذا المبحث سنتعرف على المداخل التي سنعتمدها لقياس فعالية حوكمة المؤسسات، فالفعالية هي مؤشر لمدى تحقيق الأهداف، و في هذا الإطار سنعتمد على مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية كمؤشر لهذه الأهداف، و التي من المفروض أن تعكس أهداف المؤسسة، فالحوكمة ليست سوى وسيلة لتحقيق غاية أكبر هي تحقيق التسيير و الأداء المؤسسي - و الذي يعرف على أنه: " قدرة المؤسسة على إستخدام مواردها بكفاءة، و إنتاج مخرجات متناغمة مع أهدافها و مناسبة لمستخدميها"<sup>1</sup> - الجيد من جميع جوانبه.

لهذا سنقتصر في هذا المبحث على دراسة مداخل قياس الفعالية الحوكمية، في المطلبين المطلب الأول و الثاني، و إختيار المداخل التي سنعتمدها كأساس لقياس فعالية حوكمة المؤسسات، مع تحديد المتغيرات التي سنختارها لتعبير عن هيكل الملكية و التي سنعتمدها كأساس للدراسة، و هذا في المطلب الثالث.

إن مؤشر الفعالية هو المؤشر الأكثر شمولاً و شيوعاً في تقييم أداء المؤسسة، و هو ما تهتم به المداخل المختلفة لقياس الفعالية، إلا أن دراستنا لهذه المداخل ليس بهدف إسقاطها على الأداء المؤسسي، و إنما الإسترشاد بها في إختيار مداخل قياس فعالية حوكمة المؤسسات، من منطلق أن الأمور التي تم حوكمتها هي أمور شكلت نقاط حساسة في المؤسسة، أثرت على طرق التسيير فيها و من ثم على أدائها، و شكلت عبر حقبة من الزمن مصدراً للعديد من المشاكل.

عرف دافت الفعالية بأنها: " الدرجة التي يحقق فيها النظام أو المنظمة أهدافها"<sup>2</sup>. و بالرجوع إلى مفهوم الحوكمة كنظام - الفصل الثالث - نستطيع القول أن فعالية الحوكمة كنظام هي الدرجة التي يحقق فيها النظام أهدافه.

و تعد الفعالية من المؤشرات المهمة لقياس مدى تحقيق مؤسسة ما أو نظام ما لأهدافه، في إطار البيئة التي تعمل أو يعمل بها، إلا أن تقييم الفعالية ما زال يشكل تحدي كبير للأنظمة و المنظمات على إختلاف أنواعها و أهدافها، لذلك توجد عدة إجتهدات في تحديد نماذج قياس الفعالية، حيث صنف دافت Daft مداخل قياس الفعالية إلى قسمين هما: مداخل الفعالية الموقفية و مداخل الفعالية المتوازنة.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - وصفي عبد الكريم الكسابية، "تحسين فاعلية الأداء المؤسسي من خلال تكنولوجيا المعلومات"، (الأردن: دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، 2014)، ص.77.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص.90.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص.91.

## المطلب الأول: مداخل الفعالية الموقفية

و هي التي تركز على أجزاء محددة من النظام، و تشمل مدخل الأهداف، مدخل الموارد و مدخل العمليات.

### الفرع الأول: مدخل الأهداف

يركز مدخل الأهداف على مدى إنجاز النظام لأهدافه و إلى المدى الذي يحدد فيه النظام أهدافه بطرق تتيح ملاحظة و قياس هذه الأهداف، حيث تمثل أهداف نظام الحوكمة المرحلة الأخيرة من عمل هذا النظام من خلال إنتاج مبادئ و معايير - بصفة إلزامية أو إختيارية - تسترشد بها المؤسسات في عملها، من أجل تحقيق تحكم جيد في تسييرها و أدائها، و في هذا الإطار سننعمد على مبادئ منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية كهدف لهذا النظام، فهذه المبادئ تهدف و بصفة عامة إلى وضع منظومة للمحاسبة لجميع الأطراف المرتبطة بالمؤسسة، تمنع تعرض المؤسسة للكوارث و ترفع من مستوى أداء المؤسسة، من خلال توفير الظروف الملائمة - كما سبق و أن ذكرنا ذلك في الأهداف التي ترمي إلى تحقيقها هذه المبادئ في الفصل الأول-، و يمكن لهذه الأهداف أن تكون بصفة رسمية تنعكس في اللوائح التي تحددها المؤسسة في وثائقها الرسمية، كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية التي تجبر المؤسسات المدرجة في البورصة عن تقديم تقرير بخصوص تطبيقها لمبادئ الحوكمة، كما يمكن لهذه الأهداف أن تكون بصفة إرشادية، تعطي لصناع السياسة نقطة مرجعية يمكن إستخدامها عند وضع و إختيار الأطر القانونية و التنظيمية لحوكمة المؤسسات.<sup>1</sup>

و مع ذلك يوجد لهذا المدخل بعض المشاكل منها:<sup>2</sup>

- تبني هذه المبادئ بصورة آلية، بدون توضيح الكيفية التي يطبقون بها هذه المبادئ، من خلال وضع و تطوير الأطر الخاصة بها، يجعل من تبنيها لهذه الأخيرة يأخذ الطابع الشكلي؛
- عدم ملائمة و تعقيد الأهداف، مع عدم تمثيلها لإهتمامات أصحاب المصالح؛
- إضافة إلى تغير هذه الأهداف مع مرور الزمن، نتيجة تفاعل المؤسسة مع محيطها، مما يعطي لها الصفة التطورية.

<sup>1</sup> - وصفي عبد الكرم الكسابية، "تحسين فاعلية الأداء المؤسسي من خلال تكنولوجيا المعلومات"، مرجع سبق ذكره، ص.92.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص.92.

## الفرع الثاني: مدخل الحصول على الموارد

و يركز هذا المدخل على قدرة نظام الحوكمة على تأمين موارد المؤسسات، و قد عرف دافت Daft الفعالية من وجهة نظر الموارد بأنها: " قدرة المؤسسة أو النظام في الحصول على موارد ذات قيمة و نادرة و التكامل الناجح في إدارة هذه الموارد".<sup>1</sup> حيث تعد المؤسسة أو النظام فعلا إذا تمكن من إستثمار بيئته الخارجية، مما يعني أن هذا المدخل يمثل جانب المدخلات في النظام - الموارد بمختلف أنواعها، سواء كانت موارد ملموسة كالعاملين، الموردین أو غير ملموسة مثل المعرفة و الثقافة التنظيمية... - و في إعتقادنا لهذا المدخل كأساس لقياس فعالية نظام الحوكمة، سنركز على مدى قدرة هذا الأخير على تأمين الموارد المالية للمؤسسات، عبر النظام المالي - و الذي يعرف على أنه: "مجموع الأسواق المالية، الهيئات، المؤسسات المالية و الوسطاء و المستعملة من قبل العائلات و المؤسسات و الدولة و هي تكون هذا النظام و تنظم و تضبط عملياته و تراقبه، من أجل إتخاذ أحسن القرارات المالية، و يظهر هذا النظام سوق الأسهم و السندات و كل الأصول المالية الأخرى و كذلك البنوك و مؤسسات التأمين، حيث تنتقل هذه الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز عبر هذا النظام"<sup>2</sup> - الذي يساهم في تطويره و التأثير عليه مجموعة من العوامل المؤسسية، منها النظام القانوني، النظام السياسي، النظام الإجتماعي... إلخ.<sup>3</sup>

و بغض النظر عن التأثير الذي تحدثه العوامل المؤسسية السابقة في رسم ملامح النظام المالي الذي ينعكس في الأخير على هياكل ملكية المؤسسات، درجة الحماية الممنوحة للمستثمرين، في هذا العنصر سنركز على التأثير الذي يحدثه نظام الحوكمة، من خلال هيكل الملكية، على الهياكل التمويلية للمؤسسات ، أي مدى تأثيره و تأثره بهذه الأخيرة.

و السبب في إعتقاد هذا المدخل، حسب هودج و آل Hodge et Al، هو الإعتقاد بأن فعالية نظام الحوكمة تتأثر بقدرة هذا النظام في الحصول على الموارد بشكل عام و الموارد المالية بشكل خاص، كما أن هناك من الكتاب من أضاف سببا آخر هو أنه يمكننا من خلاله المقارنة بين الأنظمة المختلفة للحوكمة عند إعتقاد هذا المدخل.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - وصفي عبد الكريم الكساسبة، "تحسين فاعلية الأداء المؤسسي من خلال تكنولوجيا المعلومات"، مرجع سبق ذكره، ص.95.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية- شركات تأمين، شركات إستثمار"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000)، ص.13.

<sup>3</sup> - Gérard Charreaux, Peter Wirtz, OP.Cit, PP .312-324.

<sup>4</sup> - وصفي عبد الكريم الكساسبة، مرجع سبق ذكره، ص.95.

### الفرع الثالث: مدخل العمليات الداخلية

إن هذا المدخل بالأساس هو مدخل كفاءة، حيث يركز على مدى إمتلاك نظام الحوكمة لآليات تنفيذية ذات كفاءة و مرنة، تمثل في الأساس الجهات المسؤولة عن تطبيق الحوكمة، الجهات المشرفة على تطبيق الأطر الإدارية داخل المؤسسة و جهات الرقابة.<sup>1</sup>

و تتبع أهمية هذا المدخل من أن الإستخدام الكفء للموارد و تناغم الآليات التنفيذية هي طرق لقياس الفعالية.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني: مداخل الفعالية المتوازنة

و هي التي تعمل على موازنة الإهتمام بمختلف أجزاء النظام و ليس التركيز على جزء واحد، و تشمل مدخل أصحاب المصالح و مدخل القيم المتنافسة.<sup>3</sup>

### الفرع الأول: مدخل أصحاب المصالح

المقصود بأصحاب المصالح: " الجماعات و الأفراد، سواء أكانوا داخل المؤسسة أم خارجها مثل: العمال، المدراء، المقرضون، الموردون، الذين لهم إهتمام أو مصلحة مع أداء المؤسسة"<sup>4</sup>

أي أن أصحاب المصالح هم الجماعات و الأفراد سواء كانوا داخل المؤسسة أو خارجها مثل: العمال، الموردون، المقرضون، الملاك... إلخ، الذين لهم إهتمام أو مصلحة مع المؤسسة، و يعتبر هذا المدخل أحد المداخل التي يعتمدها نظام الحوكمة من خلال التركيز على أصحاب المصالح، فالإعتقاد بأن النظام فعال بالنسبة لأصحاب المصالح، فهذا يعني أن هناك حدا أدنى من الرضا، و يمكن تقييم هذا الرضا كمؤشر على أداء المؤسسة، و هو ما يعتبر من أهم إهتمامات أي نظام للحوكمة، حيث يسعى هذا الأخير من خلال الإجراءات و القواعد و الأطر الإدارية داخل المؤسسة إلى أن تعكس إهتمامات و مصالح جميع الأطراف ذات المصلحة بالمؤسسة.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - عمر وصفي عقيلي، "إدارة الموارد البشرية المعاصرة: البعد الإستراتيجي"، (الأردن: دار وائل للنشر و التوزيع، 2010)، ص.29.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص.29-30.

<sup>3</sup> - وصفي عبد الكريم الكساسبة، مرجع سبق ذكره، ص.91.

<sup>4</sup> - Jacques Igalens, Sébastien Point, " Vers une nouvelle gouvernance des entreprises : l'entreprise face à ses parties prenantes", ( Paris : Dunod, 2009) , pp.10-11.

<sup>5</sup> - وصفي عبد الكريم الكساسبة، مرجع سبق ذكره، ص.100.

فكل مجموعة من أصحاب المصالح تستخدم معيارا مختلفا لقياس فعالية المؤسسة و من ثم فعالية نظام الحوكمة الذي أرسى هذه القواعد و الإجراءات في هذه المؤسسات، و ذلك في إطار إختلاف إهتمام هذه المجموعات.<sup>1</sup>

و لقد حظيت نظرية أصحاب المصالح بإهتمام كبير من طرف الباحثين في مجال الحوكمة، و أبرزهم فردمان، الذي على إثر نشر كتابه المعنون ب: -Strategic Management : A stakeholder Approach-، عام 1984، فرض مفهوم صاحب المصلحة في الأدبيات الإدارية، الذي يقترح أن تنظر المؤسسة بمساواة لمصالح جميع أصحاب المصالح، فهذه النظرية تتبع إذن إيديولوجية جديدة، حيث مسؤولية المؤسسة تجاه الأطراف المكونة لها تسجل كجزء من الإستراتيجية و الحوكمة الجيدة.<sup>2</sup>

مع الإشارة إلى أن أعمال فريدمان سبقتها العديد من الأعمال قبل أن يصبح مفهوم صاحب المصلحة متداولاً في الأدبيات الإدارية، أهمها أعمال دود و بيرنارد Dodd et Barnard عام 1932، و التي أعتبرت أعمالهما الإنطلاقة الأولى لهذه النظرية، من خلال تقديم فكرة مفادها أنه يجب على المؤسسة أن توازن بين المصالح المتنافسة لمختلف المشاركين بغية الحفاظ على تعاونهم اللازم، إضافة إلى أعمال بنروز عام 1959، أعمال ستيمن و رنمن Stymne et Rhenman عام 1965، أعمال أنسوف Ansoff عام 1968 الذي أعتبر أول من إستخدم مصطلح نظرية أصحاب المصالح في تعريفه لأهداف المؤسسة، فهو يعتبر أن مسؤولية المؤسسات هي التوفيق بين المصالح المتضاربة للمجموعات التي لها علاقة مباشرة معها.<sup>3</sup>

ففعالية نظام الحوكمة من خلال أصحاب المصالح، تسعى إلى تكوين نظرية إدارية معيارية و أخلاقية في المؤسسات، تشير إلى أن مسيري المؤسسة لديهم إلتزامات أخلاقية تجاه أصحاب المصالح تتعدى مجرد وظيفة لتعظيم الربح، بل ينبغي أن تندرج في حوكمة المؤسسات حقوق و مصالح غير المساهمين.<sup>4</sup>

و في الأخير فإن أهم ما يمتاز به هذا المدخل هو أنه يعطي نظرة واسعة للفعالية، و يفحص عوامل في البيئة الداخلية و الخارجية للمؤسسة، يعمل على قياس المسؤولية الإجتماعية التي لا يتم قياسها من خلال مدخل الأهداف، الموارد و العمليات الداخلية.

<sup>1</sup> - وصفي عبد الكريم الكساسبة، "تحسين فاعلية الأداء المؤسسي من خلال تكنولوجيا المعلومات"، مرجع سبق ذكره، ص.100.

<sup>2</sup> - Didier Stephany, "Développement durable et performance de l'entreprise -bâtir l'entreprise développement durable " , ( Paris : liaisons, 2003), p.266.

<sup>3</sup> - Ibid, p. 270.

<sup>4</sup> - Ibid, p. 267.

## الفرع الثاني: مدخل القيم المتنافسة

تقوم الفكرة الرئيسية لهذا المدخل على أنه لا يوجد مقياس فردي واحد للفعالية يكون مرضيا وحده، لذا فإن هذا المدخل يعتمد على عاملين رئيسيين - يمثلان مؤشرات هذا المدخل - هما : البيئة الأكثر إلحاحا و تأثيرا على المؤسسة، هل هي البيئة الداخلية أم الخارجية، و قيم الإدارة و مدى إهتمامها بالتحكم، الرقابة، تحقيق المرونة و النمو.<sup>1</sup>

## المطلب الثالث: مداخل و متغيرات الدراسة

بعد تعريفنا لمداخل الفعالية الحوكمية بشكل عام، في هذا المطلب سنوضح مداخل الفعالية الحوكمية التي سنعتمدها في هذه الدراسة كأساس لقياس فعالية حوكمة المؤسسات، مع تحديد المتغيرات التي سنختارها لتعبير عن هيكل الملكية، ذلك أن دراسة تأثير هيكل الملكية - في إطار المداخل المختارة - يأخذ شكل موسع على أساس أن تأثير طبيعة المساهمين في هيكل الملكية و طبيعة من تتركز أو تشتت في أيديهم الملكية ينتج العديد من المتغيرات في هياكل الملكية يمكن دراستها كمتغيرات تعبر عن هذا الهيكل، حيث سنعتمد في التعبير عن هيكل الملكية على عنصر تركز الملكية و بالنسبة لطبيعة المساهمين سنركز على الملكية الإدارية و/أو ملكية بعض كبار المساهمين، التي تقتصر في أغلب الأحيان على الملكية المؤسساتية .

## الفرع الأول: متغيرات هيكل الملكية

إن الحماية القانونية للمساهمين، و التي سبق الحديث عنها، تعتبر غير كافية لأن تضمن لصغار المساهمين حقوق تحكم ( السيطرة) كافية، تشجعهم على استثمار أموالهم بالمؤسسة، ذلك لعدم إمكانية حصول المساهم على حقوق تحكم ( سيطرة) إلا إذا كان من المساهمين الكبار، ذلك أن تأثير هذا الأخير على إدارة المؤسسة سيكون كبيرا إذا كانت حقوق السيطرة مركزة في يد مجموعة محدودة من كبار المساهمين، مع توفير قدر بسيط من المساندة القضائية، و تشير الأبحاث و الدراسات إلى أن تركز الملكية يقوم على عدة أشكال تصب كلها في معنى كبار المساهمين، فقد يكون مستثمر مؤسسي، بنك، دولة، حسب نظام الحوكمة الموجود فيه.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - وصفي عبد الكريم الكسابية، "تحسين فاعلية الأداء المؤسسي من خلال تكنولوجيا المعلومات"، مرجع سبق ذكره، ص.104.

<sup>2</sup> - Mondher Bellalah, "Finance moderne d'entreprise", OP.Cit, p.465.

و في هذا الإطار أشار كل من شلفر و فزهيني A Shleiffer et R W Vishny إلى أن تركز ملكية أسهم المؤسسة في أيدي عدد محدود من المساهمين، أي قيام مساهم أو مجموعة محدودة من المساهمين بإمتلاك نسبة كبيرة من أسهم المؤسسة تتراوح بين 10% و 20%، يحفز هؤلاء المساهمين لجمع المعلومات، مراقبة أعمال الإدارة، ممارسة حق الرقابة على القرارات التسييرية و حث المسيرين على الأداء الجيد، و بالتالي تفادي المشاكل التقليدية الخاصة بصغار المساهمين، و بالتالي يكون لهذا المساهم أو لهذه المجموعة من المساهمين قدرا كافيا من حقوق التصويت إنعكاسا لحصتهم الكبيرة في أسهم المؤسسة، مما يمكنهم من ممارسة الضغط على المسيرين، و مع تجاوز حصة كبار المساهمين 50% من ملكية المؤسسة فإنهم يملكون حق تحكم مطلق و التعامل مع مشكل الوكالة من منطلق أن لديهم مصلحة أساسية في تعظيم أرباح المؤسسة.<sup>1</sup>

في الولايات المتحدة الأمريكية، و بسبب بعض القيود القانونية و التنظيمية، خاصة الحماية القانونية للمساهمين، جعل من الملكية المؤسسية سبيلا لممارسة التحكم و السيطرة، بسبب إرتفاع نسبة ملكية هذه الفئة من المساهمين متمثلة في صناديق التقاعد، صناديق الإستثمار.. إلخ، و في دول أخرى مثل ألمانيا نجد أن البنوك تمثل فئة المساهمين الكبار، في فرنسا نجد أن المساهمات المتقاطعة بين المؤسسات تعتبر الوسيلة الأكثر إستعمالا لممارسة السيطرة، و بالتالي فإن نوعية كبار المساهمين و تأثيرهم المحتمل في ممارسة السيطرة و الرقابة على المؤسسات يختلف حسب الأطر القانونية، التنظيمية و المؤسسية.<sup>2</sup>

و في هذا الإطار إستنتج العديد من الكتاب وجود علاقة إرتباط بين الخصائص التسييرية للمؤسسات و بين طبيعة نظام الرقابة، حيث أظهرت دراسات فاما و جسن Fama et Jensen أن الفعالية بالنسبة للمؤسسات غير المعقدة تتحقق من خلال إرتباط وظائف الملكية بوظائف إتخاذ القرار بوظائف الرقابة، على العكس من ذلك فإن الفعالية بالنسبة للمؤسسات المعقدة، خاصة التي تتميز بكبر حجمها و تشتت ملكيتها، تقوم على إلزامية فصل الوظائف السابقة.<sup>3</sup>

كما أظهر كل من شلفر و فزهيني A Shleiffer et R W Vishny إلى أن النفوذ الفعلي لكبار المساهمين يتوقف على مدى وجود حماية قانونية لعملية التصويت و على ما يملكونه من أسهم، و بالتالي فإن فعالية التحكم و السيطرة من خلال كبار المساهمين تعتمد على فعالية آلية التصويت، مما يوجب ضرورة توفر نظام قضائي عادل و متطور، مما يعني أن تركز الملكية من خلال مساهم أو مجموعة محدودة من المساهمين، قد تصل نسبة ملكيتهم للأغلبية المطلقة في بعض الأحيان، يمكن أن يساعد على فرض سيطرة و رقابة على المؤسسة.<sup>4</sup>

1- Marc-Hubert Depret et autres, "Gouvernement d'entreprise Enjeux managériaux, comptables et financiers", OP.Cit, pp.55-56.

2 - Mondher Bellalah, "Finance moderne d'entreprise", OP.Cit, p.465.

3 - Ibid, p.465.

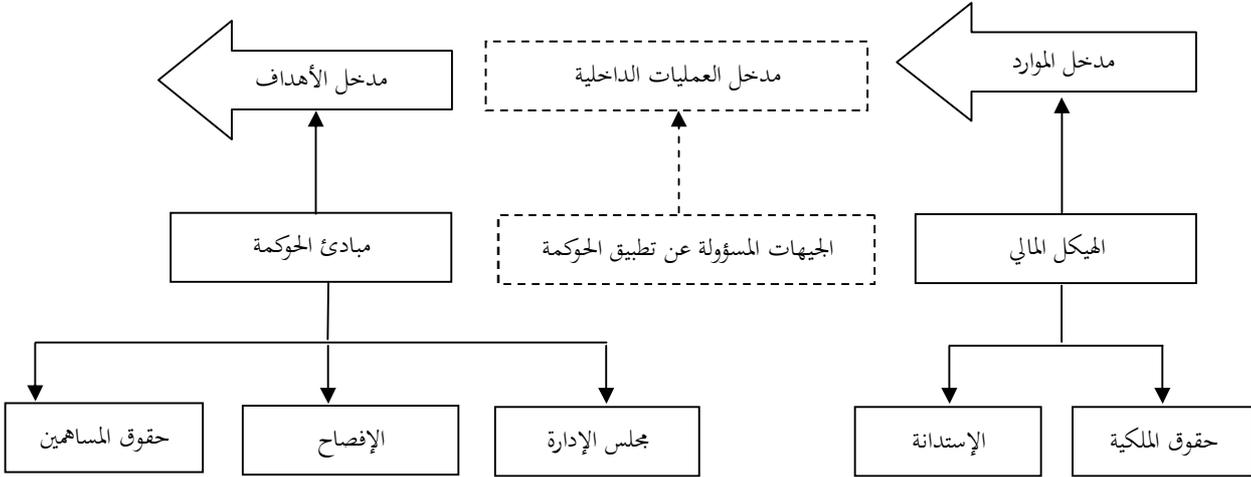
4 - Mondher Bellalah, "Finance moderne d'entreprise", OP.Cit, pp.465-466.

أما بالنسبة لعنصر الملكية الإدارية - و الذي سبق تعريفه في الفصل الثاني-، فلم تتفق الدراسات النظرية على الأثر الذي من الممكن أن يحدثه هذا العنصر في تحقيق فعالية بعض آليات الحوكمة، في حين أن الدراسات الميدانية أظهرت إختلاف و تضارب كبير في النتائج، و بالتالي فإن تأثير هذا العنصر يختلف حسب البيئة التي يطبق فيها، في إطار إختلاف الأطر القانونية و التنظيمية و المؤسسية.

### الفرع الثاني: إختيار مداخل قياس الفعالية الحوكمية و تحديد مؤشرات قياسها

بناءً على ما سبق سنعتمد على المداخل الموقفية لقياس الفعالية الحوكمية و بالتحديد مدخل الموارد و مدخل الأهداف، و يمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

#### الشكل رقم 1.2: المداخل الموقفية لقياس الفعالية الحوكمية



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على مداخل قياس الفعالية الحوكمية.

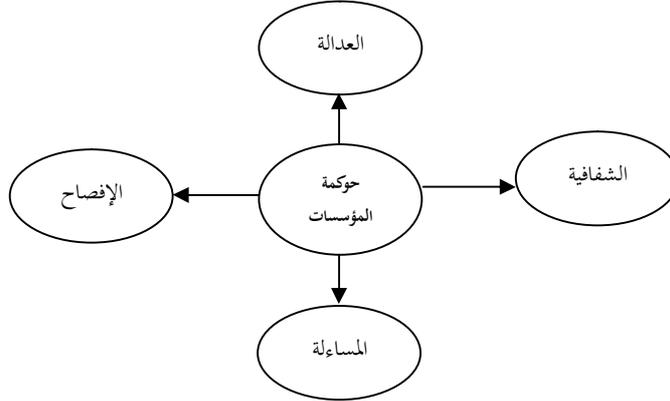
الشكل السابق يوضح مداخل قياس الفعالية الحوكمية التي سنعتمدها كأساس للدراسة، حيث سنقتصر على مدخل الحصول على الموارد، الذي نقتصر فيه على الهيكل المالي و مدى تأثير هيكل الملكية في تحديد تركيبة الخليط المكون له، إضافة إلى مدخل الأهداف و في هذا الإطار إعتدنا المبادئ الصادرة عن منظمة التعاون الإقتصادي و التنمية كأهداف لنظام حوكمة المؤسسات، مقتصرين على ثلاثة مبادئ هي: مسؤولية مجلس الإدارة، حقوق المساهمين و الوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية و الإفصاح - و هو ما سيتم تناوله في المبحثين التاليين -.

بهدف دراسة تأثير هيكل الملكية - في إطار المتغيرات المختارة- على أداء مجلس الإدارة، حقوق المساهمين و الإفصاح، فسنعتبر هذه الآليات مؤشرات نقيس من خلالها فعالية حوكمة المؤسسات، في ظل إعتداد مبادئ

الحوكمة كميّار- في إطار المدخل المختار-، فالمعيّار هو مليتم القياس بناءً عليه، وهو الإنجاز المخطط أو المستهدف، وهو المرشد والموجه لعملية القياس، الضبط و الإصلاح، أما المقياس هو الأداة التي يتم القياس بها، على سبيل المثال: درجة حرارة جسم الإنسان هي 37 درجة و هي الوضع المعياري النمطي، أما المقياس فهو الترمومتر، و بالتالي فالمقياس هو ما يتلّفقياس به والمعيّار هو ما يتم القياس بناءً عليه والرابط بينهما واضح وقوي، حيث تتم المقارنة بين الإثنين لتحديث عملية التقييم ومن ثم الحكم الصحيح على فعالية هذه المؤشرات، وإتخاذ الإجراءات المناسبة.

بناء على ما قيل في الفصول السابقة، نظريات حوكمة المؤسسات، أهمية و أهداف حوكمة المؤسسات و بناء على مبادئ حوكمة المؤسسات، فإن نظام الحوكمة الفعال يستهدف، مهما كان نوعه، أربعة أمور أساسية هي: العدالة، الشفافية، الإفصاح و المساءلة.<sup>1</sup>

### الشكل رقم 2.2: ركائز حوكمة المؤسسات



المصدر: محمد طارق يوسف، مرجع سبق ذكره، ص.123.

و بالتالي فإن إعتقاد الآليات السابقة كمؤشرات نقيس من خلالها فعالية حوكمة المؤسسات، يصب في تحقيق تلك الركائز، و مبادئ حوكمة المؤسسات ما هي إلا وسيلة أو أداة لتجسيدها، مما يعني أن فعالية نظام الحوكمة ككل - ضمان بقاء و إستمرارية النظام، الدور الوقائي، الدور العلاجي، النظام الأقل تكلفة - مبنية في أساسها على الركائز السابقة، كما أن فعالية حوكمة المؤسسات لا تتحقق إلا من خلال نجاح المؤشرات (الآليات) السابقة في تحقيقها.

<sup>1</sup> - محمد طارق يوسف، "حوكمة الشركات و التشريعات اللازمة لسلامة التطبيق"، مرجع سبق ذكره، ص.123.

## المبحث الثاني: هيكل الملكية في إطار مدخل الموارد

في هذا المبحث سنركز على التأثير الذي يحدثه نظام الحوكمة، من خلال هيكل الملكية، على الهياكل التمويلية للمؤسسات، أي مدى تأثيره و تأثيره بهذه الأخيرة، و هذا في إطار المتغيرات المختارة لهياكل الملكية، و هو ما سيتم معالجته من خلال تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، يتناول المطلب الأول: التعريف بالهيكل المالي، محدداته و مكوناته، في حين يتناول المطلب الثاني: كيفية تأثير الإطار المؤسسي لحوكمة المؤسسات في تحديد نموذج هيكل الملكية، و كيف يساهم هذا الأخير في تحديد المزيج التمويلي للمؤسسات، ليتناول المطلب الأخير التأثيرات السلوكية من جانب المسير و من جانب المساهمين على الهيكل التمويلي، تحت فرضية ثبات الإطار المؤسسي.

### المطلب الأول: الهيكل المالي، تعريفه، محدداته و مكوناته

تحتاج جميع المؤسسات للأموال للمحافظة على بقائها و إستمراريتها، و لتغطية هذه الإحتياجات تتخذ جملة من القرارات المالية، هدفها الأساسي تدير هذه الإحتياجات المالية من مصادر مختلفة، مكونة بذلك المزيج التمويلي المكون لعناصر الهيكل المالي لأي مؤسسة.<sup>1</sup>

في هذا المطلب سنعرف الهيكل المالي من خلال توضيح مفهومه، أهميته و الفرق بينه و بين هيكل رأس المال، لنظهر فيما بعد الأسباب التي تؤدي إلى وجود إختلافات في الهياكل التمويلية بين المؤسسات، و هو ما يتم معالجته تحت ما يسمى بمحددات الهيكل التمويلي، لنتناول في الأخير مكونات الهيكل التمويلي بهدف التعرف على العناصر المكونة له.

### الفرع الأول: تعريف الهيكل التمويلي

قبل أن نعطي تعريفا للهيكل التمويلي، لا بد أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في مجال التمويل، الأول الهيكل المالي و الذي يشير إلى الجانب الأيسر من الميزانية، أو بمعنى آخر المزيج التمويلي الذي يتضمن كافة مصادر التمويل، الطويلة و القصيرة الأجل، الذاتية و الخارجية، و الثاني هيكل رأس المال و الذي يقصد به المزيج التمويلي الذي يتضمن مصادر التمويل الذاتية و الخارجية طويلة الأجل.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال"، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1993)، ص.09.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، (الإسكندرية: توزيع منشأة المعارف، 1998)، ص.5.

و في نفس السياق يشير بوستن و بريدجمن Weston et Bridgman إلى أن الهيكل المالي: " يمثل الجانب الأيسر من الميزانية فهو يعبر عن تركيبة أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول ( الجانب الأيمن من الميزانية)، حيث يمكن تمويل هذه الأصول من مصادر متعددة، مثل رأس المال المملوك، الأرباح المحتجزة، القروض الطويلة و القصيرة الأجل"<sup>1</sup>

كما عرف الهيكل المالي على أنه: "عبارة عن مجموعة من القنوات التمويلية في شكل أموال قادمة للمؤسسة من مصادر مختلفة سواء مالكي المؤسسة ( حقوق الملكية) أو الغير على شكل قروض بكافة أنواعها"<sup>2</sup>

أي أن الهيكل التمويلي عبارة عن: " التركيبة التمويلية التي إعتمدت عليها المؤسسة في تمويل و تغذية كافة أصولها مالياً، شاملة بذلك التمويل الذاتي بكل مفرداته و كذلك التمويل بالديون بمختلف أشكاله، و هو ما يطلق عليه محاسبياً الخصوم و حقوق الملكية"<sup>3</sup>.

أما هيكل رأس المال فيعرف على أنه: " الصورة التي تعكس المصادر التمويلية طويلة الأجل، المتمثلة في الإقتراض طويل الأجل و حقوق الملكية"<sup>4</sup>.

و الجدول التالي يوضح العلاقة بين الهيكل المالي و هيكل رأس المال.

### الجدول رقم 1.2: العلاقة بين هيكل رأس المال و الهيكل المالي

عناصر الميزانية			
هيكل التمويل	الخصوم المتداولة		هيكل الأصول
	الخصوم طويلة الأجل	هيكل رأس المال	
	حقوق الملكية		
	هيكل رأس المال + الخصوم المتداولة = الهيكل التمويلي		

المصدر: محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سبق ذكره، ص. 08.

بناءً على الجدول السابق، فإن هيكل رأس المال هو جزء من هيكل التمويل، و يتأثران زيادة و نقصاً بمقدار التوسع في عناصر الأصول، فكلما زاد حجم الإستثمار في الأصول الثابتة زادت الحاجة لمصادر التمويل طويلة الأجل، و مع زيادة حجم الإستثمار في الأصول المتداولة تزداد الحاجة لمصادر التمويل قصير الأجل، و

<sup>1</sup>- Jonathan Berk, Peter Demarzo " Finance d entreprise " , ( Paris : Pearson, 2008) , pp.449-450.

<sup>2</sup> - أبو الفتوح على فضالة، "الهيكل التمويلية"، (مصر: دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع، 1994)، ص.38.

<sup>3</sup>- Jacques Teulie, Patrick Topsacalian, " Finance " , ( Paris : Vuibert, 1994) , pp.309-310.

<sup>4</sup> - منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر"، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة، 2006)، ص.527.

بالتالي فإن هيكل التمويل المناسب هو الذي يتضمن مزيجاً تمويلياً متناسقاً مالياً، و عليه فإن عناصر الهيكل المالي تتميز بعدد من الخصائص أهمها:<sup>1</sup>

- تعتبر العناصر المكونة لحقوق الملكية كمصادر تمويل ذاتية، لا تتحدد قيمتها النقدية إلا عند تصفية المؤسسة، و تتمثل تكلفة هذه المصادر المالية في مقدار الفائض الموزع، في نفس الوقت تحدد قدرة المؤسسة على الإقتراض في ضوء التدعيم المالي لها عن طريق الإحتياطات و الأرباح المحتجزة سنوياً؛
- تمثل الخصوم طويلة الأجل مصادر مالية خارجية، و هي قيم نقدية يتم الحصول عليها نقداً من الدائنين، و هي واجبة السداد نقداً لهم كإلتزامات مستحقة السداد في مواعيد محددة و بمعدل فائدة يمثل تكلفة الحصول على هذه الأموال، يؤثر على مقدار صافي الربح بعد الفوائد و قبل الضريبة؛
- تتأثر فعالية الهيكل المالي بمدى مساهمة مصادر التمويل الذاتية في تلبية إحتياجات المؤسسة المالية، و بذلك تتحدد نسبة المديونية، و نسبة الديون على حقوق الملكية، و في ضوء هذه العلاقة يتأثر الهيكل التمويلي حسب الحالة المالية للمؤسسة كالأتي:<sup>2</sup>

- إن الإعتماد المتزايد على مصادر التمويل الذاتية مع الإعتماد المحدود على مصادر التمويل الخارجية، يضمن الأمان المالي للمؤسسة، لكن لا يساعد على تحقيق مستوى مرتفع من الربحية، طبقاً لمبدأ "أقل ربحية مع أقل مخاطر مالية"؛
- إن الإعتماد المتزايد على مصادر التمويل الخارجية، قد يساعد على زيادة الربحية مع إختلال هيكل رأس المال و بالتالي هيكل التمويل ككل، لكن لن يتحقق الأمان المالي للمؤسسة و الحد من المخاطر المالية، فيجب تحقيق معدل عائد على الأموال المستثمرة في الأصول يفوق معدل الفائدة في ظل مبدأ: "ربحية معقولة و عائد مناسب يتوازن مع درجة المخاطر المالية"، و إذا لم يتحقق ذلك فإن المؤسسة تقع في دائرة العسر أو الفشل المالي، و تصبح الديون خطراً على هيكل رأس المال.

بناءً على ما سبق، فإن تحقيق التوازن المالي بين عناصر هيكل التمويل لا يعتمد فقط على نسبة الديون إلى حق الملكية و نسبة المديونية، بل يمتد أثره إلى جانب الأصول، من زاوية الإدارة الجيدة المخططة لتدفق الأموال من مصادرها المختلفة بما يتناسب مع عناصر الأصول، بما يحقق أعلى معدل للعائد على الأموال المستثمرة مع مراعاة العوامل التالية:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال"، مرجع سبق ذكره، ص. 08.

<sup>2</sup> - Justin Pettit, "Strategic corporate finance : application in valuation and capital structure", ( USA: Wiley, 2007), pp.141-146.

<sup>3</sup> - محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال"، مرجع سبق ذكره، ص.10-11.

- إن زيادة نسبة الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة عن الأصول المتداولة و صعوبة تحويلها إلى نقدية، مع الإعتماد على مصادر التمويل الخارجية طويلة الأجل لتمويل التوسع في الأصول الثابتة، يؤدي بالمؤسسة إلى العسر المالي؛
- يؤدي زيادة نسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول عن نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول إلى إختلال الحالة المالية للمؤسسة، لأن الأصول المتداولة تتضمن عناصر تختلف في سلوكها و العوامل المؤثرة فيها عن بعضها البعض، فمثلا إنخفاض كفاءة تحصيل مديونيات البيع الآجل و تحويل جزء منها لديون معدومة، يجعل عنق المؤسسة تحت رحمة العملاء، مع إنخفاض فعالية مصادر التمويل الذاتية، لعدم تحديد أفضل مجال لإستخدام الأموال في عناصر الأصول المختلفة؛
- يتطلب تحقيق التوازن بين عناصر هيكل التمويل، تحقيق التوازن بين الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة و المتداولة، الذي يتوقف على طبيعة العلاقة بين مستوى كفاءة نشاط الإنتاج و المبيعات، مع زيادة معدل النمو في المبيعات عن معدل النمو في عناصر التكاليف السنوية، و الإدارة الجيدة للأصول المتداولة، و تحقيق معدل عائد على الأموال المستثمرة في الأصول أكبر من معدل الفائدة.

### الفرع الثاني: محددات الهيكل التمويلي

يختلف الهيكل المالي من المؤسسة لأخرى، فبعض المؤسسات تعتمد كلياً على أموال الملكية، في حين يتوسع البعض الآخر بشكل كبير في إستخدام الأموال المقترضة بأنواعها المختلفة، و السؤال المطروح هو ما هي الأسباب التي تؤدي إلى وجود مثل هذه الإختلافات في الهياكل التمويلية بين المؤسسات؟ و الجواب هو أن هذه الإختلافات هي نتيجة العديد من العوامل التي يجب أخذها بعين الإعتبار عند تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها المؤسسة، حيث تصنف هذه العوامل إلى مجموعتين: عوامل خارجية و أخرى داخلية.<sup>1</sup>

### أولاً: المحددات الخارجية

و نقصد بها العوامل المرتبطة بالبيئة الخارجية للمؤسسة و التي لا يمكن التحكم فيها عادة، و بالتالي لا يتطلب الأمر سوى التكيف معها، و تتمثل هذه العوامل في:

<sup>1</sup>- Harold Bierman, "The capital structure decision", ( New york : Springer, 2003), pp.01-06.

## أ - الحالة الاقتصادية

و يقصد بها حالات الإنكماش و الرواج الاقتصادي و مدى تأثيرها على مكونات الهيكل التمويلي، الإستدانة و أموال الملكية، فإذا كانت هذه الأخيرة أقل من الأولى، فإن المؤسسة تتعرض إلى مخاطر أكبر في حالة حدوث إنكماش اقتصادي، لكنها تتمتع بعائد أكبر في حالة الرواج الاقتصادي، و بالتالي يتعين على الإدارة الموازنة بين العائد و المخاطر الإستثمارية عند دراستها و تقديرها للهيكل المالي.<sup>1</sup> و عموماً فإن الحالة الاقتصادية تتضمن ما يلي:

### - الدورات التجارية

تتسم الدورة التجارية بوجود فترة كساد و فترة رواج، ففي ظل فترات الكساد يجب تخفيض حجم القروض في الهيكل المالي، نظراً لإنخفاض الربحية، أما في أوقات الرواج فالأفضل زيادة الإعتماد على القروض إلى الحد المناسب.<sup>2</sup>

### - طبيعة النظام المالي

يتأثر قرار التمويل بطبيعة النظام المالي، و بالتالي الوسطاء الماليين المعنيين بالعملية التمويلية، بالإضافة إلى هيكل المحيط المالي و الذي يعطي تغيره المستمر تنوعاً في الوسائل التمويلية المتاحة أمام المؤسسة، و في هذا الصدد تعتبر البورصة البيئة الرئيسية لمصادر التمويل المختلفة، و هذا ما يتوقف بطبيعة الحال على فعالية هذا السوق في الإقتصاد، ففي إقتصاديات المديونية أين تهيمن البنوك بصفة تكاد تكون كلية على تمويل الإقتصاد، قد لا يكون أمام المؤسسة أي خيار للتمويل، و بذلك تضطر إلى اللجوء للبنوك لتغطية إحتياجاتها التمويلية.<sup>3</sup>

### - التشريعات الضريبية و الوفورات

تعد فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، و من ثم تتولد عنها وفورات ضريبية تترك آثاراً إيجابية على المؤسسة، و نظراً للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة و الوفورات الضريبية فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المؤسسة التي لها ضريبة على الدخل بمعدل مرتفع إلى الإعتماد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة، حيث أنه كلما إرتفعت الضريبة التي

<sup>1</sup> - السعيد فرحات جمعة، حاد الرب عبد السميع، "الإدارة المالية و البيئة المعاصرة"، (مصر: المكتبة العصرية، 2001)، ص.248.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص. 248.

<sup>3</sup> - سفيان خليل المناصير، "القرارات المالية و أثرها في تحديد الخيار الإستراتيجي باستخدام إستراتيجية النمو"، (الأردن: دار جليس الزمان للنشر و التوزيع، 2010)،

الطبعة الأولى، ص.42-43.

تخضع لها الأرباح الصافية للمؤسسة إتجهت إلى الإعتماد بدرجة أكبر على المديونية التي تطرح تكلفة الفائدة عليها ضمن بقية المصروفات من الإيرادات عند تقدير الضريبة.<sup>1</sup>

و من المحتمل أن تخفض المؤسسة إعتمادها على الأموال المقترضة و تتجه لفرص بديلة لتحقيق وفورات ضريبية من مصادر أخرى غير فوائد القروض، مثل الإهلاك و الخصومات الضريبية التي تحصل عليها المؤسسة نتيجة تنفيذها إستثمارات جديدة تشجعها الدولة في مناطق محددة.<sup>2</sup>

كما أن معظم الدراسات أشارت إلى أن المؤسسات ذات الإعفاءات الضريبية المرتفعة، مقارنة مع دخلها تحوي على نسب مديونية منخفضة مقارنة مع المؤسسات الأخرى المشابهة، و أن قرار المؤسسة التمويلي يعتمد على مقدار الإعفاءات الضريبية، حيث أن قيام المؤسسة بالإقتراض لتمويل مشاريعها له فوائد ضريبية مقارنة مع قيام المؤسسة بإصدار أسهم جديدة، لأن الربح على الأسهم يدفع بعد دفع الضريبة.<sup>3</sup>

## ب - خصائص الصناعة: و تتضمن العناصر التالية:

### - التقلبات الموسمية

إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاتها بالموسمية يجب أن تهتم بعنصر المرونة في تخطيطها المالي، و التي تعني تلائم الهيكل التمويلي مع الإحتياجات المالية للمؤسسة، لذلك يعدل هيكل التمويل مرنا عندما لا تواجه المؤسسة صعوبات في تدير إحتياجاتها المالية، مع زيادة قدرة المؤسسة على الإقتراض و تغيير عناصر هيكل التمويل بإحلال أحد المصادر محل الآخر.<sup>4</sup>

### - درجة حساسية المبيعات للدخل القومي

إذا كانت الصناعة من النوع الذي تتسم مبيعاتها بالحساسية لتغيرات الدخل القومي، فإنه يتعين عدم التمادي في الإقتراض طويل الأجل، لأنه قد يرجع بنتائج عكسية على الملاك، فضلا عن إحتمال تعرض المؤسسة لمخاطر عدم السداد، و من ثم يكون التمويل الذاتي و الإقتراض قصير الأجل أكثر قبولا لمواجهة حالات التوسع و الإتكماش.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - Aswath Damodaran , "Finance d' entreprise : Théorie et pratique" , ( Paris : de Boeck, 2<sup>E</sup> Edition, 2008), pp.727-728.

<sup>2</sup> - Ibid, p.727.

<sup>3</sup> - S A Ross et autres, " Finance Corporate", ( Paris : Dunod, 2005), pp.551-552.

<sup>4</sup> - محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال"، مرجع سبق ذكره، ص. 15.

<sup>5</sup> - نفس المرجع، ص ص 13-14.

### - دورة حياة الصناعة

يختلف شكل الهيكل التمويلي للمؤسسة باختلاف المرحلة التي تمر بها الصناعة، حيث تمر هذه الأخيرة بالمراحل التالية: مرحلة الإنطلاق، النمو، النضج و التدهور، فكل مرحلة من هذه المراحل تؤثر على شكل الهيكل المالي ففي مرحلة الإنطلاق يفضل الإعتماد على الأسهم العادية، أما في مرحلة النمو يزداد الإهتمام بمعامل المرونة للتأكد من إمكانية الحصول على الأموال عند الحاجة إليها.<sup>1</sup>

### ج- خصائص المؤسسة ذاتها: و تتضمن:

#### - الطبيعة القانونية للمؤسسة

يتأثر الهيكل المالي باختلاف طبيعة المؤسسة القانونية، إذ تميل المؤسسات الفردية و مؤسسات الأشخاص إلى عدم الإعتماد على القروض، خوفا من مخاطر عدم السداد التي قد تصل إلى الممتلكات الخاصة للملاك، وفقا لمبدأ المسؤولية غير المحدودة، أما مؤسسات المساهمة فإنها تكون أكثر قدرة على الإعتماد على القروض طويلة الأجل، و ذلك بسبب إستمرارها و عدم إرتباط بقائها ببقاء الملاك.<sup>2</sup>

#### - حجم المؤسسة

يؤثر حجم المؤسسة بصورة كبيرة على حجم إمكانية إتاحة الأموال من المصادر المختلفة، فالمؤسسات الصغيرة قد تجد صعوبة كبيرة في الحصول على القروض طويلة الأجل، إذا ما قورنت بمؤسسات الأموال ذات الحجم الكبير، مما يجعل هيكلها المالي غير مرن، لذا تعتمد المؤسسات الصغيرة على التمويل الذاتي و الفائض المحجوز لديها كمصادر تمويل طويلة الأجل، لذا يجب على المؤسسة أن تنتفع بأفضلية استخدام حجمها عند التخطيط لهيكلها المالي، و بصفة عامة يمكن القول أن المؤسسات الكبيرة لديها مرونة أكبر في تكوين هيكلها المالي، حيث تستطيع الحصول على القروض بشروط ميسرة و إصدار أسهم عادية و ممتازة و سندات، و بسبب كبر حجم الإصدار تصبح تكلفة أي مصدر مالي في هذه المؤسسات الكبيرة أقل من المؤسسات صغيرة الحجم.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - Aswath Damodaran, OP.Cit, pp.758-759.

<sup>2</sup> - سمير محمد عبد العزيز، "التمويل و إصلاح خلل الهياكل المالية"، (الإسكندرية: مكتبة الإشعاع الفنية، 1997)، ص ص.259-260.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص ص.260-259.

## ثانيا: المحددات الداخلية

و يقصد بها تلك العوامل المرتبطة بالبيئة الداخلية للمؤسسة، و التي تخضع لسيطرة المؤسسة، و نذكر منها:

### أ- درجة إستقرار و نمو المبيعات

هناك علاقة مباشرة بين إستقرار المبيعات و هيكل التمويل من زاوية نسبة المديونية، فكلما كانت المبيعات مستقرة لدرجة كبيرة فإنه يمكن الإعتماد على الديون كمصادر مالية خارجية بنسبة ثابتة من إجمالي الأصول دون تحمل المزيد من التكاليف الثابتة و التعرض للمخاطر المالية.<sup>1</sup>

أما فيما يخص نمو المبيعات فإن زيادة معدل هذه الأخيرة بنسبة معينة تزيد ربحية السهم، معدل العائد على الأموال المستثمرة في الأصول بنسبة كبيرة، كما أن الإعتماد على الديون كمصدر تمويلي سيكون محدودا أو ثابتا عند نسبة محددة من إجمالي الأصول أو من قيمة حقوق الملكية لزيادة فعاليتها كمصدر مالي ذاتي عن طريق الأرباح المحتجزة.<sup>2</sup>

### ب- هيكل الأصول

إن المؤسسات التي تمثل الأصول الثابتة فيها نسبة كبيرة من إجمالي الأصول تستطيع الإعتماد على الديون كمصادر مالية بنسبة كبيرة عن المؤسسات التي تمثل الأصول المتداولة فيها نسبة كبيرة، مع الأخذ بعين الإعتبار هامش تغطية الأصول الثابتة للديون، و مدى سهولة أو صعوبة رهن الأصل و تحويله لنقدية.<sup>3</sup>

ذلك أن وجود أصول تقدم كضمان، من شأنه أن يجعل تكلفة الوكالة للقروض أقل من تكلفة الوكالة لحقوق الملكية، أما إذا لم توجد أصول يمكن تقديمها كضمان فسوف ترتفع تكلفة الوكالة للقروض، مما يدفع المقرضين لوضع شروط يترتب عليها في النهاية إرتفاع تكلفة الإقتراض، مما يضطر المؤسسة للإعتماد بدرجة أكبر على حقوق الملكية.<sup>4</sup>

1 - محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سبق ذكره، ص. 15.

2 - محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال"، مرجع سبق ذكره، ص. 14.

3 - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص. 95.

4 - نفس المرجع، ص. 95.

## ج- المخاطر المالية و مخاطر الأعمال

لأن عمليات أي مؤسسة تتضمن قدرا من مخاطر الأعمال، و مع الإعتماد المتزايد على الديون الذي يحدث إختلالا في هيكل التمويل، فإن هذا يؤدي إلى تركيز أثر مخاطر الأعمال على مصادر التمويل الذاتية، هذا إلى جانب المخاطر المالية المصاحبة لقدرة المؤسسة على سداد الإلتزامات المستحقة عليها في مواعيدها.<sup>1</sup>

## د- الربحية

يتوقع أن تتجه المؤسسات التي تتميز بإرتفاع معدل ربحيتها و تتاح لها فرصة إحتجاز الأرباح، إلى الإعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة و بدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة.<sup>2</sup>

و بالتالي فإن أسلوب التمويل سواء كان بالملكية أو الإقتراض يؤثر على ربحية المؤسسة و بالتالي ربحية السهم، و من هنا فإنه من الواجب على متخذ القرار الإهتمام بمدى تأثير إختيار معين للتمويل على القيمة السوقية للسهم على المدى الطويل، حيث أن المحدد الأساسي في عملية الإختيار و المفاضلة بين هياكل رأس المال المختلفة يتوقف على مقدار العائد المتوقع لحملة الأسهم العادية و درجة التقلب و المخاطرة المرتبطة بهذا العائد.<sup>3</sup>

## هـ- تركيز الملكية

يعتقد جيسن و مكلينج أن المؤسسات التي تتركز ملكية أسهمها في يد عدد محدود من الملاك، تفضل الإتجاه إلى الإقتراض عن زيادة حقوق الملكية بدخول شركاء جدد، ذلك أن رغبة المساهمين الكبار في السيطرة على المؤسسة قد تجعلهم يفضلون الإقتراض عن التمويل بالملكية، لأن إصدار أسهم جديدة يفقدها السيطرة على المؤسسة، و في حالة إتسم الوضع المالي للمؤسسة بالضعف فسوف تصدر أسهم جديدة خوفا من مخاطر عدم القدرة على سداد ديونها و من ثم التعرض إلى الإفلاس، الأمر الذي يعرض أفراد الإدارة الحالية لفقدان وظائفهم، كما أن تخفيض

1 - نفس المرجع، ص.95.

2 - أحمد بوراس، "تمويل المنشآت الإقتصادية"، مرجع سبق ذكره، ص.99.

3 - نفس المرجع، ص.99.

الإعتماد على القروض، في هذه الحالة، يعرض المؤسسة إلى مخاطر الإستحواذ و الإستلاء عليها من مستثمرين آخرين.<sup>1</sup>

### الفرع الثالث: مكونات الهيكل التمويلي

يعبر الهيكل المالي للمؤسسة عن الصورة التي تعكس مصادر التمويل، حيث تتخذ هذه الأخيرة تصنيفات عديدة، و تبعا لمعيار الملكية و المدة، تقسم مصادر التمويل إلى مصادر تمويل مملوكة طويلة الأجل، مصادر تمويل مقترضة طويلة الأجل، مصادر تمويل قصيرة الأجل.

#### أولاً: مصادر التمويل المملوكة طويلة الأجل

تمثل مصادر التمويل المملوكة طويلة الأجل، و التي تمثل في نفس الوقت جزء من الهيكل المالي، أساسا في الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة، و سوف نتعرض في هذا العنصر لكافة هذه المصادر.

#### أ - الأسهم العادية

السهم العادي مستند ملكية و له ثلاثة قيم، قيمة إسمية، قيمة دفترية و قيمة سوقية، القيمة الإسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم و عادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في القيمة الإسمية مضافا إليها الإحتياطات و الأرباح المحتجزة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة و أخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق المالي، و قد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية.<sup>2</sup>

و يصدر هذا النوع من الأسهم مؤسسات المساهمة العامة، حيث تعتبر هذه الأسهم المصدر الرئيسي لتمويل هذا النوع من المؤسسات خاصة في مرحلة التأسيس.<sup>3</sup> حيث يتمتع صاحب السهم العادي بعدة حقوق أهمها:<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - عاطف وليم أندراوس، "التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات"، (مصر: دار الفكر الجامعي، 2008)، ص.405.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، رومية قرياقص، "أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية - شركات تأمين، شركات إستثمار"، مرجع سبق ذكره، ص.246.

<sup>3</sup> - عبد الوهاب يوسف أحمد، "التمويل و إدارة المؤسسات المالية"، (عمان: دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2008)، ص.82.

<sup>4</sup> - نفس المرجع، ص.83-84.

### - حق التصويت

يحق لكل حامل سهم عادي حضور إجتماع الجمعية العامة للمؤسسة و التصويت أو توكيل أي شخص لينوب عنه في حضور الإجتماعات و التصويت، و بالتالي يمكن لحملة الأسهم العادية التأثير على إدارة المؤسسة عن طريق التصويت و إنتخاب مجلس الإدارة و التأثير على المقترحات التي يتقدم بها بشأن التوسع في عمليات المؤسسة، سياسة توزيع الأرباح أو زيادة رأس مال المؤسسة.

### - الحق في الأرباح الموزعة

يحق لكل مساهم الحصول على حصته من الأرباح الموزعة و يكون توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية بعد توزيعها لحملة الأسهم الممتازة و الإلتزامات الأخرى.

### - المشاركة في أصول المؤسسة عند التصفية

في حالة الإفلاس، يتم تسديد الإلتزامات إتجاه حملة السندات و الدائنين و حملة الأسهم الممتازة، و ما تبقى يوزع على حملة الأسهم العادية كل حسب عدد الأسهم التي يملكها.

### - حق البيع و الشراء

يحق لحملة الأسهم العادية بيع و شراء المزيد من الأسهم كما يجوز لهم المطالبة بالأولوية في حالة إصدار أسهم جديدة.

أما بالنسبة لمميزات و عيوب الأسهم العادية فتتمثل في:<sup>1</sup>

- **مميزات الأسهم العادية:** تتمتع الأسهم العادية ببعض المميزات أهمها أن السهم العادي ليس له تاريخ معين للإستحقاق و بالتالي لا يتم تخصيص مبالغ لتسديدها، كما أن السهم العادي لا يمثل إلتزاما بالنسبة للمؤسسة، فإذا حققت المؤسسة أرباحا تقوم بتوزيع جزء منها إذا قرر مجلس الإدارة ذلك، و في الأخير فإن الأسهم العادية سهلة البيع و الشراء.

- **عيوب الأسهم العادية:** إحتمال فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة، بسبب التبادل السريع للأسهم و دخول مساهمين جدد، فإصدار أسهم عادية جديدة يقسم حملة الأسهم إلى قسمين، القسم الأول لحملة الأسهم القدامى و القسم الثاني مملوك لحملة الأسهم الجدد، إضافة إلى أنه لا يجوز إعفاء الأرباح الموزعة على المساهمين من الضريبة لأنها لا تعتبر تكاليف.

<sup>1</sup> - عبد الوهاب يوسف أحمد، "التمويل و إدارة المؤسسات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص. 84.

## ب- الأسهم الممتازة

تجمع السهم الممتاز بين خصائص الأسهم العادية و السندات، فهي تشبه الأسهم العادية من حيث أنها حصة في رأس المال المؤسسة، و في حالة توزيع الأرباح يحق لمالكها المطالبة بحقوقها، و تشبه السندات في أن لها أرباحاً محددة، و لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت في مجلس الإدارة، إلا أنهم يتمتعون بالأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على حقوقهم في حالة التصفية.<sup>1</sup>

و من مزايا الأسهم الممتازة نذكر:<sup>2</sup>

- إصدار هذه الأسهم لا يؤثر على السيطرة في المؤسسة و ذلك لإنعدام حقها في التصويت؛

- لا تحتاج المؤسسة إلى رهن أصولها عند إصدار أسهم ممتازة؛

- لا تحمل موعد إستحقاق محدد.

و من عيوبها:

- حق التوزيعات بنسب مئوية ثابتة ( عند تحقيق الأرباح غالباً)؛

- تعتبر تكلفة إصدار الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة إصدار السندات.

## ج- الأرباح المحتجزة

تمثل الأرباح المحتجزة أحد المصادر الهامة للتمويل الذاتي التي تلجأ إليه المؤسسة لتغطية إحتياجاتها طويلة الأجل، و تمثل الأرباح المحتجزة الرصيد التراكمي لذلك الجزء من الأرباح السنوية الذي لم يتم توزيعه على ملاك المؤسسة أو الذي لم تضعه كإحتياجات، و تستخدم المؤسسة الأرباح المحتجزة لتمويل عمليات النمو و التوسع، كما تستخدمها أيضاً لإجراء أي توزيعات على المساهمين في الأحوال التي لم تحقق فيها أرباح.<sup>3</sup>

و لا يصاحب الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي تكلفة إصدار كما هو الحال بالنسبة للأسهم العادية، الأمر الذي يعزز من ميزة الأرباح المحتجزة كمصدر ذاتي للتمويل طويل الأجل في مواجهة الأسهم حيث تنخفض تكلفتها النسبية مقارنة بالأسهم العادية.

<sup>1</sup> - محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات"، (الأردن: دار الشروق للنشر و التوزيع، 2005)، ص.100-101.

<sup>2</sup> - محمود محمد الداغر، "الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات"، مرجع سبق ذكره، ص. 102.

<sup>3</sup> - عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص.87.

و من مزايا الأرباح المحتجزة:<sup>1</sup>

- تكلفة الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل منخفضة مقارنة بغيرها؛
- لا تحتاج لرهن موجوداتها؛
- كلما تراكمت الأرباح المحتجزة أكثر و زاد إستخدامها في التمويل كلما إنعكس ذلك إيجابيا على السعر السوقي و القيمة الدفترية للسهم.

و من عيوبها:<sup>2</sup>

- إستخدام الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل بشكل متكرر و الإكثار من حجز النتيجة عدة سنوات؛
- قد يتعذر على مؤسسات المساهمة المبتدئة الإستفادة من هذا المصدر؛
- يتطلب أحيانا من المؤسسة إصدار أسهم مجانية مقابل إحتجاز أرباح المساهمين مما يزيد من كلفة إستخدام هذا المصدر.

### ثانيا: مصادر التمويل المقترضة المتوسطة و الطويلة الأجل

إن التمويل المقترض هو من مصادر التمويل الأساسية في المؤسسات و أخذت تشكل أحد بدائل الإستثمار لدى العديد من المستثمرين. و من بين المصادر الأساسية للتمويل المقترض ما يلي:

#### أ- السندات

السند عبارة عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة و يحمل سعر فائدة ثابت، و تلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الإستحقاق بالإضافة إلى دفع فوائد سنوية، و يختلف السند عن القرض في أن السند يباع إلى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي أو المؤسسات، كما يمكن أن يباع السند إلى شخص آخر أو مؤسسة أخرى قبل تاريخ إستحقاقه، لكن بسعر أقل من قيمته عند الإستحقاق.<sup>3</sup>

تتأثر أسعار السندات بالظروف في الأسواق المالية و بأسعار الفائدة السائدة في السوق، فعندما ترتفع أسعار الفائدة بشكل يزيد عن الفائدة التي يدفعها السند تنخفض القيمة السوقية

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص. 87.

<sup>2</sup> - عبد الوهاب يوسف أحمد، "التمويل و إدارة المؤسسات المالية"، مرجع سبق ذكره، ص. 87.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص. 85-86.

للسندات و ذلك لأن المستثمرين لا يرغبون في السند في هذه الحالة و العكس عندما تنخفض معدلات الفائدة.<sup>1</sup>

و من مزايا السندات:<sup>2</sup>

- يعتبر السند أقل مخاطرة من الإستثمارات الأخرى و ذلك لتمتع حامله بالأولوية في إسترجاع أمواله عند التصفية؛
- لحامل السند دخل ثابت و في أوقات محددة؛
- غالبا ما تكون تكلفة السند أقل من كلفة غيره من أدوات الدين الأخرى.

و من عيوبها:<sup>3</sup>

- الدخل الثابت قد يتأثر بالتضخم بمرور الوقت؛
- تخصص المؤسسة سنويا مبالغ كبيرة تدفعها كفوائد على السندات مما يؤثر على سيولتها و بالتالي فهي تشكل عبئا عليها؛
- لا يجوز لحامل السند التصويت أو التدخل في شؤون الإدارة؛
- بما أن السندات أداة دين طويلة الأجل فقد تواجه المؤسسة ظروفًا سيئة تكون فيها غير قادرة على الوفاء بسداد الدين أو دفع الفوائد عليها مما يعرضها لخطر الإفلاس و التصفية.

## ب- القروض المصرفية المتوسطة و الطويلة الأجل

تعد إحدى مصادر التمويل المتاحة طويلة الأجل و التي تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي كالمصارف و مؤسسات التأمين أو من مؤسسات خارجية، و تكون مدتها أكثر من سنة، و بخلاف السندات تمثل القروض وسيلة عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلالها إنتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما.<sup>4</sup>

كما تتوقف شروط القرض على تقييم المركز المالي و إمكانية الطرفين، حيث أن من أسباب إختيار التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل يعود إلى الصعوبات التي تواجهها المؤسسة في إصدار أسهم جديدة أو عدم إمكانية حصولها على مصدر تمويل مناسب، كما يوفر هذا النوع من

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص. 86.

<sup>2</sup> - S A Ross et autres, " Finance Corporate", OP.Cit, pp.130-134.

<sup>3</sup> - Ibid, pp.131-133.

<sup>4</sup> - Ibid, pp.481-482.

الإقتراض بعض الميزات الضريبية على إعتبار أن الفائدة على القرض و العمولة المدفوعة تخفض من الربح الخاضع للضريبة، هذا مع الأخذ بعين الإعتبار العوامل التي تحد من إمكانية الحصول على القرض مثل حالة عدم توفر الضمانات الكافية لتغطية مبلغ القرض أو محدودية قدرة المقترض على تسديد إلتزاماته.<sup>1</sup>

أما بالنسبة لمزايا و عيوب القروض طويلة الأجل، فهي لا تختلف عن السندات فكلاهما مصدر خارجي للتمويل طويل الأجل ، غير أن السندات تتميز بإمكانية إستدعائها في حالة إنخفاض أسعار الفائدة، بينما تتميز القروض بالسرعة و المرونة بإعتبارها نتاج لمفاوضات مباشرة دون أي وسيط بين المقرض و المقترض، و تبعاً لذلك تتصف إجرائتها بالسهولة و البساطة النسبية، حيث تتيح هذه الخاصية إمكانية تغيير بنود العقد في حالة حدوث تغييرات في الظروف الإقتصادية تستدعي تغيير هذه الشروط، و هو ما يصعب تحقيقه مع المصادر الأخرى للتمويل طويل الأجل.<sup>2</sup>

### ج- التأجير التمويلي للأصول الرأسمالية

تمثل عقود الإيجار طويلة الأجل إتفاق بين مؤجر و مستأجر بموجبه يمنح المؤجر المستأجر حق إستخدام أصل معين منقولاً كان أو غير منقول - يملكه المؤجر - خلال فترة محددة مقابل مبلغ نقدي يدفع دورياً و يسمى بالإيجار.<sup>3</sup>

و قد إنتشرت عمليات تأجير المعدات و الآلات خلال العقدین الأخيرين كوسيلة للحصول على تلك الأصول بدلا من إقتراض النقدية اللازمة لشرائها.<sup>4</sup>

و يعرف التأجير التمويلي بأنه: " أسلوب من أساليب التمويل يقوم بمقتضاه الممول - المؤجر - بشراء أصل رأسمالي يتم تحديده ووضعه مواصفاته بمعرفة المستأجر الذي يتسلم الأصل من المورد على أن يقوم بأداء قيمة إيجارية محددة للمؤجر كل فترة زمنية معينة مقابل إستخدام و تشغيل هذا الأصل".<sup>5</sup>

<sup>1</sup>- S A Ross et autres, " Finance Corporate", OP.Cit, p. 482.

<sup>2</sup> - عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص.387.

<sup>3</sup> - سمير محمد عبد العزيز، "التأجير التمويلي و مداخله المالية - المحاسبية-الإقتصادية-التشريعية-التطبيقية"، (الإسكندرية: مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى، 2001)، ص.77.

<sup>4</sup> - بسام هلال مسلم القلاب، "التأجير التمويلي: دراسة مقارنة"، (الأردن: دار الراية للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2009)، ص.28.

<sup>5</sup> - سمير محمد عبد العزيز، "التأجير التمويلي و مداخله المالية - المحاسبية-الإقتصادية-التشريعية-التطبيقية"، مرجع سبق ذكره، ص.80.

و في ظل هذه العلاقة التعاقدية يحتفظ المؤجر بحق ملكية الأصول الرأسمالية المؤجرة، و يكون للمستأجر في نهاية مدة العقد أن يختار بين أحد البدائل التالية:<sup>1</sup>

- شراء الأصل المؤجر نظير ثمن يتفق عليه يراعى في تحديده ما سبق سداده من قبل المستأجر إلى المؤسسة المؤجرة من مبالغ خلال فترة التعاقد؛
- تجديد عقد الإيجار من قبل المستأجر مع المؤسسة المؤجرة لمدة أخرى بالشروط التي يتفق عليها الطرفان مع الأخذ في الاعتبار تقادم الأصل المؤجر؛
- إرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة.

و قد تكون عقود الإيجار طويلة الأجل ملائمة في حالات معينة و غير ملائمة في حالات أخرى، حسب كفاءة متخذي القرار، لا سيما المسيرين الماليين و مدى جدية تكوينهم و خبرتهم في المفاضلة بين تقنيات تمويل الإستثمارات، و فيما يلي نستعرض أهم مزايا و عيوب عقود الإيجار طويلة الأجل.<sup>2</sup>

### - مزايا عقود الإيجار طويلة الأجل

- تمثل أهم مزايا عقود الإيجار طويلة الأجل فيما يلي:<sup>3</sup>
- يقدم تمويلا كاملا لقيمة الأصل من الآلات و المعدات بنسبة 100% و هذا ما لا يتوفر عادة في أساليب التمويل الأخرى؛
- تمكن المستأجر من إستنفاد التكلفة الكلية المترتبة على عقد الإيجار و تحميلها على الإيرادات مما يؤدي إلى تخفيض ضرائب الدخل؛
- توفير شروط و إجراءات تتسم بالمرونة التي قد يتعذر توفرها في حالة إختيار المستأجر لأسلوب الإقتراض و الشراء بدلا من الإستئجار؛
- تسمح للمستأجر بإستبدال الأصول المستخدمة لديه بأصول أخرى أكثر كفاءة و أكثر جودة في الإنتاج خلال فترات قصيرة من الزمن مما يؤدي إلى تفادي مخاطر تقادم الأصول كما أن مخاطر القيمة التخريدية تنتقل في أغلب الأحيان إلى المؤجر؛

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، "التأجير التمويلي و مداخله المالية - المحاسبية-الإقتصادية-التشريعية-التطبيقية"، مرجع سبق ذكره، ص. 80-81.

<sup>2</sup> - Kenneth H Marks et autres, "The handbook of financing growth: strategies and capital structure", (USA : Wiley, 2005), pp.89-90.

<sup>3</sup> - سمير محمد عبد العزيز، "التأجير التمويلي و مداخله المالية - المحاسبية-الإقتصادية-التشريعية-التطبيقية"، مرجع سبق ذكره، ص. 78.

- قد لا تؤدي بعض عقود الإيجارات طويلة الأجل إلى ظهور إلتزامات جديدة في قائمة المركز المالي للمؤسسة المستأجرة و بالتالي فلن تتأثر النسب أو المؤشرات المالية لها و من ثم لن تنخفض القدرة الإقتراضية للمؤسسة.

### - عيوب عقود الإيجار طويلة الأجل

- تنحصر أهم العيوب التي تكتنف عملية التمويل بواسطة عقود الإيجار في النقاط التالية:<sup>1</sup>
- بالرغم من أهمية إستعمال عقود الإيجار كوسيلة لتمويل إحتياجات المؤسسة الإستثمارية، إلا أنه لا زال يتميز بالتكلفة المرتفعة من حيث معدلات الفائدة المطبقة عليه، مقارنة بأسعار الفائدة على القروض التقليدية؛
  - عدم إلتزام المؤسسة المستأجرة بالدفع عند حلول الآجال المحددة، مما قد يؤدي إلى زيادة مخاطر عدم التسديد بالنسبة للمؤجر، و في نفس الوقت إرتفاع تكاليف التأخر عن التسديد في الآجال المحددة؛
  - قد يؤدي فقدان أو تلف الأصل المستأجر إلى تحميل المؤسسة لتكاليف مالية جديدة قد لا تؤخذ بالحسبان من قبل المؤجر.

### ثالثا: مصادر التمويل قصيرة الأجل

يقصد بالتمويل قصير الأجل: " تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير، و تلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عادة عن عام".<sup>2</sup>

من خلال التعريف يجب الأخذ بعين الإعتبار مسألتين هامتين بشأن التمويل قصير الأجل: المسألة الأولى تتعلق بالمدى الذي يمكن أن تذهب إليه المؤسسة في الإعتماد على هذا النوع من التمويل، أما المسألة الثانية فتتعلق بكيفية المفاضلة بين المصادر المتاحة منه.

بالنسبة للمسألة الأولى فإن الأمر يتوقف على هيكل أصول المؤسسة كما يتوقف على مدى ميل الإدارة لتحمل المخاطر على النحو الذي يشير إليه مبدأ التغطية، و الذي يقضي بأن يتم تمويل الأصول الدائمة من مصادر تمويل طويلة الأجل، و تمويل الأصول المؤقتة من مصادر تمويل قصيرة الأجل، غير أنه إذا كانت الإدارة من النوع الذي يميل إلى تحمل قدر أكبر من المخاطر، فقد تتماهى في إستخدام المصادر

<sup>1</sup>- S A Ross et autres, " Finance Corporate", OP.Cit, pp.732-735.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص.5.

قصيرة الأجل إلى حد إستخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة، و العكس صحيح بالنسبة للإدارة التي تتميز بنوع من التحفظ الذي يجعلها تمول جزء من أصولها المؤقتة بالإعتماد على التمويل طويل الأجل.<sup>1</sup>

أما بالنسبة للمسألة الثانية و الخاصة بكيفية المفاضلة بين مصادر التمويل قصير الأجل، فإنه يمكن القول بأن هناك إعتبارين رئيسيين في هذا الصدد هما: التكلفة أي الأعباء التي تتحملها المؤسسة و درجة إتاحة المصدر أي إمكانية الإعتماد عليه في تزويد المؤسسة بالإحتياجات المطلوبة.<sup>2</sup>

حيث أن أكثر مصادر التمويل قصير الأجل إستخداما من طرف المؤسسات هما: الإئتمان التجاري و الإئتمان المصرفي.

### أ- الإئتمان التجاري

يعتبر الإئتمان التجاري أحد أشكال مصادر التمويل قصيرة الأجل الشائعة الإستخدام، حيث نجد أن معظم المستثمرين لا يرغبون في دفع قيمة مشترياتهم نقدا، مما يدفع البائعين للسلع و الخدمات و المواد الخام و المستلزمات السلعية، إلى منح المشتري فترة إئتمان تشمل تأجيل دفع قيمة مشترياته، خلال فترة زمنية مقبلة محددة.

بناء على ذلك يعبر الإئتمان التجاري، عن كافة الأعمال و العمليات التي بموجبها يتم بيع البضاعة أو الخدمة على الحساب أو بالأجل، و التي تتم بين مؤسستين يمثل أحدهما المشتري للبضاعة بالأجل أو بأوراق الدفع و المؤسسة الثانية تمثل البائع الذي يبيع البضاعة بالأجل أو بأوراق القبض و هي المؤسسة التي تمنح الإئتمان التجاري للمؤسسة المشتري.<sup>3</sup>

و بالتالي يعرف الإئتمان التجاري بأنه : " نوع من أنواع التمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين، و يتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتجر فيها أو تستخدمها في العملية التصنيعية".<sup>4</sup> و قد تعتمد المؤسسات على هذا المصدر في التمويل بدرجة أكبر من إعتمادها على الإئتمان المصرفي و غيره من المصادر الأخرى قصيرة الأجل.

1 - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص 5-6.

2 - نفس المرجع، ص. 6.

3 - محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سبق ذكره، ص. 252.

4 - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص. 7.

مما يعني أن الائتمان التجاري هو عبارة عن تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المشتري من المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، و أحيانا يحصل عليها بدون تكلفة إذا ما تم منح الائتمان بدون شروط دفع.

و يتضمن الائتمان التجاري كمصدر تمويلي ثلاثة أنواع رئيسية:<sup>1</sup>

- الحساب المفتوح ( الائتمان التجاري المجاني): والذي يسمى بأوراق الدفع، أكثر أنواع الائتمان التجاري إستخداما، نظرا لأنه يرتبط أساسا بشروط و إجراءات البيع و الشراء، و لا يتطلب أية إجراءات رقابية، إذ يتم منح الائتمان بعد التأكد من توفر الحساب الجاري لدى العميل و كونه يتمتع بملاءة مالية جيدة و سمعة في السوق و قدرة على التسديد، و يتطلب إستخدام الحساب المفتوح، قيام البائع بشحن البضاعة للمشتري مرفق بها كافة المستندات، و التي توضح إجمالي قيمة البضاعة المباعة التي قام المشتري بشرائها، و بناءا عليه يتم الدفع خلال مدة زمنية متفق عليها حيث توجد ثقة متبادلة بين البائع و المشتري.
- الكمبيالة: كأحد أنواع و أشكال الائتمان التجاري، تتضمن إلتزام المشتري بدفع مبلغ نقدي معين في تاريخ مقبل متفق عليه، و يقوم البائع بتحرير الكمبيالة التي يوقع عليها المشتري، حتى يتجنب البائع مخاطر عدم سداد المشتري للقيمة المالية المدونة في الكمبيالة، و لإستخدامها كمصدر مالي عند القيام بخضم الكمبيالة لدى البنوك، و بموجب الكمبيالات المسحوبة على المشتري تتم عملية تنظيم و تحطيط التدفق النقدي، بما يمكنه من الوفاء بإلتزاماته المترتبة على الكمبيالات في مواعيد إستحقاقها.
- السندات الأذنية: و التي تعبر عن تعهد كتابي يجره البائع و يوقع عليه المشتري، يلتزم بموجبه المشتري بدفع القيمة المالية المدونة في السند الأذني في تاريخ محدد و بناءا على ذلك فإن تسليم البضاعة للمشتري لا تتم إلا بعد موافقته و تصديقه على مستندات الشراء و الشحن و التأمين على البضاعة، من خلال البنك الذي يكون محل إتفاق الطرفين و الذي عن طريقه يتم تنظيم عمله سداد قيمة المشتريات، و تحتوي السندات الأذنية درجة من الصلاحية و القبول في السوق عند إجراء العمليات النقدية و لذلك يعتبر السند الأذني حوالة مالية نقدية مقبولة من المشتري، تحدد إلتزام البائع بالوفاء بإلتزاماته المالية في مواعيد الإستحقاق.

و كل ما سبق ساهم في منح الائتمان التجاري عدة مزايا:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال"، مرجع سبق ذكره، ص. 253-254.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص. 264-265.

- سهولة الحصول عليه، فلا يتطلب إلا الإتفاق بين البائع و المشتري على الشراء بالأجل على الحساب أو بأوراق الدفع؛
- لا يحتاج إلى إجراءات رسمية و مفاوضات، لأن البيع بالأجل أحد مكونات السياسة الداخلية التي تتضمنها لوائح المؤسسة الداخلية؛
- يعتبر أرخص مصادر التمويل قصيرة الأجل و أكثرها مرونة و أقلها تكلفة؛
- تساعد مدة الإئتمان المشتري على تخطيط سياسة تحصيل أوراق القبض و التدفق النقدي.

### ب- الإئتمان المصرفي قصير الأجل

يعتبر الإئتمان المصرفي قصير الأجل أهم المصادر المالية للمؤسسات بعد الإئتمان التجاري، خاصة أنه يتم بين مؤسسة و بنك و يترتب عليه حصول المؤسسة على مبلغ نقدي محدد القيمة و المدة و طريقة السداد و الفائدة، و تستطيع المؤسسة أن تقترض من البنك إحتياجاتها المالية الإضافية عند الحاجة إليها، أو إلغاء عملية الإقتراض في أي وقت تشاء بالإتفاق مع البنك، مع ملاحظة أن جميع هذه العمليات تتم في الأجل القصير.<sup>1</sup>

و تنقسم القروض المصرفية إلى نوعين رئيسيين هما:<sup>2</sup>

- القروض غير المضمونة: يتم الإقراض بموجب القروض غير المضمونة، عن طريق مذكرة أو طلب قرض يوقع عليه المقترض للأموال في البنك، محددًا فيها قيمة القرض و وقت الإقتراض، و تعتبر المؤسسات الكبيرة الحجم أكثر المؤسسات إعتقادًا على القروض غير المضمونة، لأنها في الغالب تتمتع بمركز إئتماني يحتوي أقل درجة من المخاطر؛
- القروض المضمونة: و يتم اللجوء إليها عندما يتطلب الحصول عليها من البنك رهن أحد أصول المؤسسة مقابل عدم الوفاء بقيمة القرض عندما يحين ميعاد السداد، و يحدد هذا الأصل في طلب الإقتراض، لذلك فإن أغلب هذه القروض يمكن الحصول عليها من المؤسسات المالية، و نادرا ما تلجأ المؤسسات لمثل هذه القروض.

<sup>1</sup> - عبيد على أحمد الحجازي، "مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض و بيان كيفية معاملته ضريبيا"، (مصر: دار النهضة العربية، 2001)، ص.78.

<sup>2</sup> - محمد عثمان إسماعيل حميد، مرجع سبق ذكره، ص ص. 272-273.

- و مهما كان نوع الإئتمان المصرفي قصير الأجل، فإنه يتميز بعدد من الخصائص، أهمها:<sup>1</sup>
- من حيث شكل القروض، لا تختلف من حيث أسس و مبادئ الإقتراض و طريقة الإقتراض، سواء قام بذلك فرد أو مؤسسة، خاصة إذا كانت المؤسسة صغيرة الحجم، و يعتبر الحد الأقصى للإقتراض من العوامل التي يتفق عليها بين البنك و المؤسسة، وفقا لقدرة البنك على الإقتراض، و الحالة المالية للمؤسسة.
  - تقوم البنوك بإقتراض المؤسسات الصغيرة و الكبيرة الحجم، لكن مقدار القرض و مدته، ترتبط بعدد من المتغيرات أهمها ربحية المؤسسة و حجم الأموال المستثمرة في الأصول، و حالة السيولة المالية و معدل العائد على الأموال المستثمرة؛
  - أن معظم القروض قصيرة الأجل غالبا ما تكون غير مكفولة بضمان معين، و لكن إذا كانت هناك مخاطر مالية يتعرض لها البنك و لم يتوفر الأمان المالي، فإنه يطلب ضمان لتوفير هذه الحماية المالية، لذلك تظهر القروض قصيرة الأجل المكفولة بضمان بضاعة أو أصل ثابت معين.

## المطلب الثاني: الهيكل المالي و حوكمة المؤسسات

في المطلب السابق، تناولنا أهم محددات الهيكل التمويلي، و قمنا بتقسيمها إلى محددات خارجية و أخرى داخلية، من هذا المنطلق و في إطار دراسة تأثير هيكل الملكية على المزيج التمويلي للمؤسسات، فإن الإطار المؤسسي لحوكمة المؤسسات، و الذي يحمل في طياته نموذج هيكل الملكية، له تأثير في تحديد المزيج التمويلي للمؤسسات، و هو ما سنحاول دراسته في هذا المطلب.

## الفرع الأول: نظام حوكمة المؤسسات و سياسة التمويل

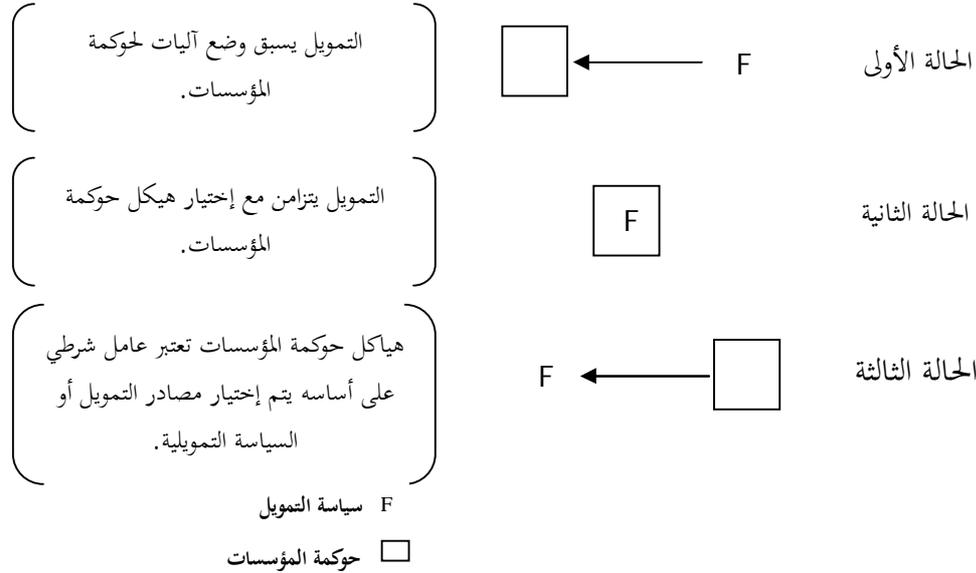
إن فهم التأثير الذي من الممكن أن يمارسه المساهمون مهما كانت طبيعتهم، و كذا السلوك التسيري الممارس من طرف المسير، على السياسة التمويلية و من ثم المزيج التمويلي للمؤسسة، لا يمكن أن يحدث إلا من خلال فهم الإطار المؤسسي الذي يعمل في إطاره نظام الحوكمة، ذلك أن النظام المالي و الذي ينعكس على السياسة المالية للمؤسسات قد تكون وسيلة ضغط في إبراز بعض آليات حوكمة المؤسسات عن غيرها من الآليات الأخرى، كما أن التمويل قد يتأثر بالآليات الرقابة الموضوعية، مما يعني أن العلاقة بين هياكل الملكية و المزيج التمويلي لا تأخذ إتجاه واحد، فالمورد المالي المتبني و المتاح من طرف الأنظمة الوطنية لحوكمة المؤسسات، يحدد

<sup>1</sup> - محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال"، مرجع سبق ذكره، ص.270.

ملامح نظام الحوكمة المتبنى و من ثم ملامح هيكل الملكية، و يصبح بذلك نظام حوكمة المؤسسات كمعرف لمجمل الخيارات المالية المتاحة في دولة معينة.<sup>1</sup>

فالمستثمرين الماليين الذين يساهمون برؤوس أموالهم يحاولون بشتى الطرق إختيار آليات رقابية من أجل المحافظة على رأس مالهم المستثمر، و هو ما يجعل من دراسة العلاقة بين سياسة التمويل و حوكمة المؤسسات معقدة، فيمكن للتمويل أن يسبق حوكمة المؤسسات ( أي يسبق وضع آليات حوكمة المؤسسات)، كما يمكن للبعدين أن يتحركا في نفس الوقت، و في حالات أخرى نظام حوكمة المؤسسات يضع قيود بشأن السياسة التمويلية، ذلك أن الحماية القانونية للمستثمرين الماليين، بهدف جلب موارد مالية، قد تشجع على تشتت الملكية، و بالتالي تبني نظام حوكمة يشجع الآليات التي تضمن هذه الحماية.<sup>2</sup> و الشكل التالي يلخص العلاقة بين السياسة التمويلية و حوكمة المؤسسات.

### الشكل رقم 3.2: العلاقة بين السياسة التمويلية و حوكمة المؤسسات



المصدر: Peter Wirtz, "Politique de financement et gouvernement d'entreprise", OP.Cit, p.93.

من الشكل السابق، نلاحظ أن الحالة الأولى تشتت ضرورة وجود موارد مالية قبل بداية التطبيق الفعلي لبعض آليات حوكمة المؤسسات، و من ثم فيمكن للمسير أن يستعمل موارد المؤسسة المالية كوسيلة ضغط ضد بعض الآليات الإنضباطية لحوكمة المؤسسات، أما الحالة الثانية فتفترض ضرورة أن يتحرك البعد التمويلي مع لحظة وضع آليات حوكمة المؤسسات، من منطلق أن المستثمرين الماليين للعديد من المؤسسات يؤكدون على ضرورة وجود آليات رقابية تحمي إستثماراتهم المالية، فإذا أخذنا على سبيل المثال حالة مؤسسة تتركز ملكيتها في يد

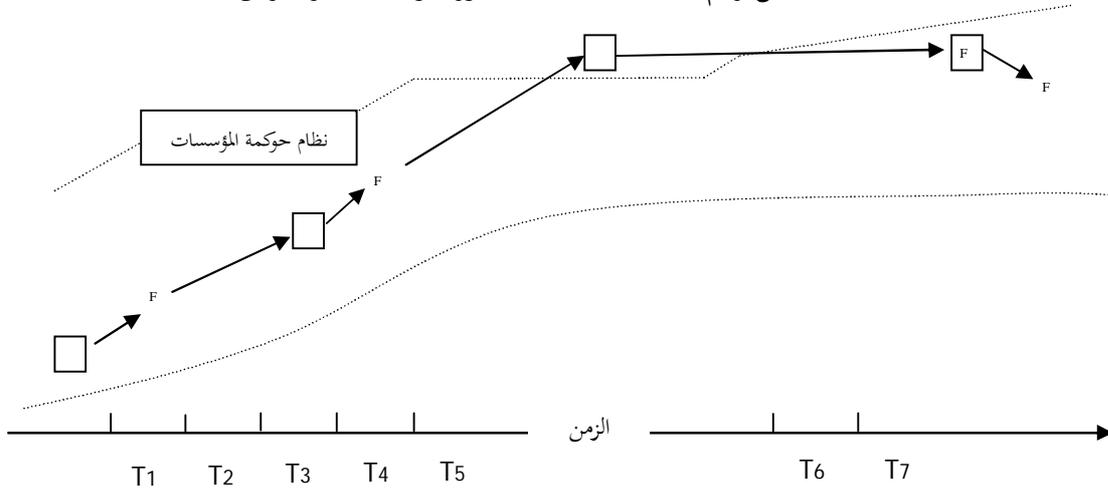
<sup>1</sup> - Peter Wirtz, "Politique de financement et gouvernement d'entreprise", OP.Cit, pp.101-102.

<sup>2</sup> - Ibid, p. 92.

مجموعة من كبار المساهمين، و إذا إفترضنا أن هذه المؤسسة قررت رفع رأس مالها عن طريق إصدار أسهم جديدة، في هذه الحالة سنتوقع حدوث تراجع في فعالية هيكل الرقابة بعد عملية رفع رأس مالها الذي نتج عنه التخفيض من درجة تركيز ملكية هذه المؤسسة، و بالتالي فإن الأدوات الرقابية التي كان يستعملها كبار المساهمين، من أجل ممارسة رقابة مباشرة على المسير، تنخفض فعاليتها، و في الأخير الحالة الثالثة، ترى أن هياكل حوكمة المؤسسات تضع قيود أمام مجموع الخيارات المالية المتاحة.<sup>1</sup>

و بالتالي فإن العلاقة بين حوكمة المؤسسات و سياسة التمويل تأخذ طابع ديناميكي يتغير عبر الزمن، و يمكن لمؤسسة ما أن تمر بجميع الحالات السابقة خلال فترة حياتها تكيفا مع تغيرات هياكل حوكمة المؤسسات و الحاجة إلى الموارد المالية، و هو ما يوضحه الشكل التالي.

#### الشكل رقم 4.2: وضعيات تطور مؤسسة عبر الزمن



المصدر: Peter Wirtz, "Politique de financement et gouvernement d'entreprise", OP.Cit, p.94.

من خلال الشكل السابق، الخط المتقطع يشير إلى نظام حوكمة المؤسسات، هذا الأخير يعتبر ثابت نسبياً، لكنه يتطور مع الزمن، تبعاً للعلاقة الديناميكية بين حوكمة المؤسسات و سياسة التمويل، في ظل الممارسات التسييرية التي تستطيع إستعمال المزيج التمويلي من أجل صنع إستراتيجية تسمح بتغيير القيود و الأدوات الرقابية التي توضع أمام المسير، الأمر الذي يغير من فعالية هياكل و آليات حوكمة المؤسسات، التي تنعكس في الأخير على تغيير هياكل الملكية، و هذا في ظل علاقة ديناميكية تبادلية، تحدث تصدعات على مستوى نظام الحوكمة، خاصة عندما يكون الخيار التمويلي غير متوافق مع الإطار المؤسسي.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- Peter Wirtz, "Politique de financement et gouvernement d'entreprise", OP.Cit, pp. 92-93.

<sup>2</sup>- Ibid, p. 94.

## الفرع الثاني: أنظمة حوكمة المؤسسات، الإطار المؤسسي و الخيارات المالية

بناء على ما سبق، فإن الإطار المؤسسي يعتبر المحدد الأساسي لمدى وجود و تطور الأسواق المالية و المؤسسات المالية بشكل عام في دولة معينة، الأمر الذي ينعكس على تحديد هيكل المساهمين، فتطور الأسواق المالية، على سبيل المثال، بدون توفير حماية قانونية للمستثمرين، يضعف من إستعمال هذا المورد، الأمر الذي يؤثر في الأخير على شكل هيكل ملكية المؤسسات، مما يعني أن الإطار المؤسسي أو المؤسسي بشكل عام يؤثر على السياسة المالية المتبناة في دولة معينة و هذه السياسة تؤثر على شكل هيكل ملكية المؤسسات، في هذا العنصر سنركز على الأبعاد المؤسسية التي لها علاقة مباشرة بسياسة التمويل.

أظهرت دراسة La Porta et Al عام 1999 أن القواعد التي تهيكل نظام حوكمة المؤسسات تسعى للمحافظة على مختلف أصناف المساهمين أو المستثمرين، من أجل ضمان مساهمة هذه الأصناف في التمويل، و هنا يظهر التسهيل المؤسسي في مدى قدرة المؤسسة في الوصول إلى مختلف إمكانيات التمويل المتاحة.<sup>1</sup>

في حين إعتد تحليل Berglof عام 2000 على دراسة آليات إرتباط نظام الحوكمة بإمكانيات التمويل، حيث قام بالإعتماد على العديد من الأنظمة المالية الموجودة على المستوى العالمي، و ربط العلاقة بين كل صنف بأنظمة الرقابة المستعملة، و خلص إلى نتيجة فحواها أن الأنظمة التي تعتمد على التمويل البنكي ( دول إقتصاديات الإستدانة) تعتمد على آليات رقابية تختلف عن الآليات الرقابية المستعملة في الأنظمة التي تعتمد على الأسواق المالية، و في هذا دليل على أن الإطار المؤسسي بتشريعاته و قوانينه يلعب دور كبير في تحديد الخيار المالي المتاح أمام المؤسسة، و هو ما ينعكس في الأخير على هيكل الملكية المختارة، حيث عادة ما تتميز دول إقتصاديات الإستدانة بهياكل ملكية مركزة، في حين الطابع المميز للدول التي تعتمد في تمويلها على تطور الأسواق المالية هو هياكل الملكية المشتتة، و هو ما تم توضيحه في الفصل السابق، على أن هذه النتيجة لا تعني أن السياسة التمويلية أو إختيار المزيج التمويلي يكون محددًا دائمًا بدقة من طرف الإطار المؤسسي، و عليه يمكن القول أن نظام حوكمة المؤسسات يعكس مجمل الخيارات المالية المتاحة أمام المؤسسات بشكل عام، و ليس بشكل مفصل.<sup>2</sup>

و خلاصة القول أن تطور أنظمة حوكمة المؤسسات من الممكن أن يشكل تأثيرًا على فهرس السياسة التمويلية للمؤسسات في دولة معينة، كما يمكن أن يشكل التمويل في بعض الحالات متغير وسيطي في تغيير أنظمة حوكمة المؤسسات، و ذلك عندما تشكل السياسة التمويلية متغير شرطي تعكس بظلالها على نظام

<sup>1</sup> - Peter Wirtz, "Politique de financement et gouvernement d'entreprise", OP.Cit, p. 116.

<sup>2</sup> - Ibid, pp. 118-119.

حوكمة المؤسسات بشكل عام، و عليه فإن طرق التمويل تؤثر على شكل نظام حوكمة المؤسسات، و من المحتمل أن تغير هذه الطرق من محتوى الآليات المستعملة من قبل هذا النظام.<sup>1</sup>

### المطلب الثالث: الهياكل التمويلية من منظور نظريات الحوكمة

في المطلب السابق، تناولنا دور الإطار المؤسسي كمحدد للسياسة المالية و نظام الحوكمة بشكل عام، و مساهمته في تحديد أو تعريف الخيارات المالية المتاحة أمام المؤسسات، في هذا المطلب سنركز على دراسة التأثيرات السلوكية من جانب المسير و من جانب المساهمين على الهيكل التمويلي، تحت فرضية ثبات الإطار المؤسسي، و إنطلاقاً من نظريات حوكمة المؤسسات، و ذلك من خلال تقسيم هذا المطلب إلى ثلاثة عناصر يتناول العنصر الأول المزيج التمويلي في ظل نظرية الوكالة و نظرية تكاليف الصفقات، في حين يتناول العنصر الثاني هذا المزيج في ظل نظرية التجذر.

#### الفرع الأول: الهيكل التمويلي في ظل نظرية تكلفة الوكالة و نظرية تكاليف الصفقات

إن الوضع الأمثل الذي يسعى إليه أي نظام حوكمة هو أن يتطابق هذا الأخير مع الخيارات التمويلية المتاحة في ظل الإطار المؤسسي، و مع ذلك فيمكن لهيكل المساهمين و كذا السلوك التسييري الممارس من طرف المسيرين و\أو الدائنين، التأثير على المزيج أو الهيكل التمويلي للمؤسسات، عن طريق تغيير تشكيلة هذا الهيكل بالشكل الذي يخدم مصالحهم، و ذلك من منطلق التعارض الموجود بين مصالح هذه الأطراف، و هو ما حاولت نظرية الوكالة و نظرية تكاليف الصفقات معالجته، و ذلك عن طريق إنتاج الآليات التي تفي بحماية أصحاب رؤوس الأموال، سواء كانوا مساهمين أو\و دائنين.<sup>2</sup>

و في هذا الإطار تسعى آليات حوكمة المؤسسات إلى الحد من المساحة التقديرية للمسير، في إطار الهدف التسييري الذي يؤكد مصالح المستثمرين الماليين، بإعتبارهم وكلاء، في إطار تحملهم مخاطر الدائن المتبقي مما يجعلهم يتوقعون تعويض يناسب تعويض مساهمتهم، فالتنظيم الداخلي لنظام الحوكمة يجب أن يوفر حماية لمختلف أصناف المساهمين تشجعهم على تمويل المؤسسة، و هنا تبرز الخيارات المالية في مدى قدرتها على تدنية تكاليف الوكالة، و

<sup>1</sup> - Peter Wirtz, "Politique de financement et gouvernement d'entreprise", OP.Cit, p. 120.

<sup>2</sup> - Ibid, p. 55.

ذلك بالأخذ بعين الاعتبار خصائص المؤسسات، خاصة ما يتعلق بإمكانيات التمويل الذاتي و خصوصية الأصول.<sup>1</sup>

فإذا أخذنا النموذج المالي لوليامسن Williamson عام 1988، في إطار نظرية تكاليف الصفقات، نجد أن هذا الأخير يفترض ضمناً أن نظام حوكمة المؤسسات يرتبط و بشكل نظامي بحوكمة الأسواق، عندئذ يرتبط رأس المال الخاص و بشكل دائم بالحوكمة الداخلية أو بالنظام الداخلي للحوكمة Gouvernance hiérarchique، و في هذا الإطار، المؤسسات التي تتميز بوجود تخصص كبير في أصولها تفضل التمويل عن طريق أموالها الخاصة من أجل تدنية تكاليف الصفقات، ذلك أن عقود الدين لا تسمح بمتابعة الوضعيات الطارئة المتعلقة بالإستثمار الخصوصي.<sup>2</sup>

فإذا ركزنا على تكاليف الصفقات، فإن نظام حوكمة المؤسسات يحلل كمجموعة من المتغيرات التي ترتبط بهذه التكاليف، من أجل مطابقة هيكل الحوكمة مع مختلف أنواع الصفقات، و هو ما يعني أن نظام حوكمة المؤسسات يحدد خصائص مختلف الخيارات المالية في إطار المحافظة على مصالح مختلف المستثمرين، أي تحديد القيود المؤسسية التي تحدد الخيار المالي القوي المرتبط بتدنية تكاليف الصفقات و تكاليف الوكالة، على إعتبار أن هذه الأخيرة هي آلية من آليات الحوكمة تساهم في تحديد الشكل التمويلي الذي يساهم في تحديد أدنى مستوى لهذه التكاليف.<sup>3</sup> و الشكل التالي يوضح هذه العلاقة.

### الشكل رقم 5.2: الخيارات المالية من منظور نظرية الوكالة و نظرية تكاليف الصفقات



المصدر: Peter Wirtz, "Politique de financement et gouvernement d'entreprise", OP.Cit, p.56.

و في الأخير، و في إطار دراسة العلاقة بين حوكمة المؤسسات و الهيكل المالي، في ظل نظريات تكلفة الوكالة و تكاليف الصفقات، لا يكفي أن نشرح العلاقة السابقة بالإعتماد على الإطار المؤسسي، ذلك أن العديد من الدراسات التجريبية أظهرت نتائج متناقضة مع هذا الأخير، مما يوحي أن السلوك الممارس من طرف

<sup>1</sup> - Peter Wirtz, "Politique de financement et gouvernement d'entreprise", OP.Cit, p. 56.

<sup>2</sup> - Ibid, p. 56.

<sup>3</sup> - Ibid, p. 57.

المسير يمكن أن يتخذ من الهيكل التمويلي وسيلة لتحقيق إستراتيجيات شخصية، و هو ما سنحاول توضيحه في العنصر التالي.

### الفرع الثاني: الهيكل التمويلي في ظل نظرية التجذر

إن نظرية التجذر ما هي إلا إمتداد لنظرية الوكالة و نظرية تكاليف الصفقات، أتت على ضرورة إعادة النظر في فعالية الآليات الرقابية المتناولة من طرف النظريتين السابقتين، في هذا الإطار سنركز على دراسة تأثيرات الجانب السلوكي للمسير فيما يتعلق بالخيار المالي أو الخيارات المالية، و إستعمالها كوسيلة من قبل المسير من أجل إضعاف الآليات الإنضباطية الموضوعة أمامه، و ذلك ببناء إستراتيجيات تجذرية خاصة به، تهدف إلى بقائه في المؤسسة.<sup>1</sup>

حيث قام شلفر و فزهيني A Shleiffer et R W Vishny عام 1989 بدراسة السلوك التجذري من خلال سياسة التمويل، ذلك أن هذه الأخيرة لها تأثير على حجم المساحة التقديرية للمسير، بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، حيث يظهر التأثير غير المباشر من خلال الإستراتيجية التجذرية التي تسعى إلى تحديد الهيكل التمويلي كأساس أو كمبرر لتمويل الأصول الأكثر خصوصية، أو تمويل المجالات الإستثمارية التي يمتلك فيها هذا المسير مهارة خاصة، في حين يكون التأثير مباشرا، إذا سعى المسير المتجذر إلى التأثير في المزيج التمويلي بالشكل الذي من خلاله يؤثر على فعالية آليات الحوكمة الموضوعة بهدف الحد من حجم السلطة التقديرية له، و بذلك يوسع من حجم هذه الأخيرة، و في هذا الإطار يفضل المسير المتجذر التمويل الذاتي أولا ثم التمويل الخارجي ثانيا.<sup>2</sup>

و هنا إعتبرت نظرية التجذر كعامل ديناميكي في قلب نظريات حوكمة المؤسسات، بالتأكيد على أن السلوك التجذري للمسيرين يسعى إلى توسيع مساحتهم التقديرية، و يجعل من آليات الحوكمة عاجزة على تخفيض هذه المساحة، و بالتالي فإن التأثير الذي يمارسه المسير على المزيج التمويلي لا يعد أكثر من وسيلة لتحقيق الهدف السابق.<sup>3</sup>

إلا أن ما قيل سابقا، لا ينفي أن التجذر في بعض الحالات يحافظ على بقاء المؤسسة، عندما يستعمل هذا الأخير من طرف المسير كوسيلة يؤكد من خلالها عدم تضييع الثروة التي ساهم في إنشائها مجموع الأطراف ذات المصلحة، و هنا يعتبر التجذر كوسيلة للمحافظة على خصوصية العامل البشري التسييري، ذلك أن المسير لا

<sup>1</sup>- Aswath Damodaran , “Finance d' entreprise : Théorie et pratique“, OP.Cit, pp.737-738.

<sup>2</sup>- Ibid, p. 738.

<sup>3</sup>- Hubert de la Bruslerie , “ Finance d'entreprise“, ( Paris : Economica, 2001), p.224.

يبحث على خلق و إنشاء الثروة التنظيمية، إلا إذا تأكد من عدم إنفراد الأطراف الأخرى ذات المصلحة بها، بدون أن يكون له أي نصيب منها.<sup>1</sup>

و في الأخير، يمكن القول أن نظرية التجذر تجاوزت الإطار المؤسساتي الذي إعتمدت عليه نظرية الوكالة و نظرية تكاليف الصفقات، من حيث أن الآليات التي توضع من طرف هذا الإطار المؤسساتي لنظام حوكمة المؤسسات تهدف في المقام الأول إلى الحد من السلطة التقديرية للمسير، من خلال خلق آليات رقابية تحد من هذه السلطة، و في نفس الوقت من إرتفاع تكاليف الوكالة و تكاليف الصفقات، في حين أخذت نظرية التجذر طابع ديناميكي حركي أكد أن السلوك التجذري للمسيرين يمكنه أن يتجاوز الآليات الرقابية الموضوعة من طرف الإطار المؤسساتي، و بالتالي تأثيره على المزيج التمويلي يمكنه أن يحدث تغييرات هيكلية في نظام حوكمة المؤسسات الداخلي، و بالتالي التأثير على فعاليته.<sup>2</sup>

#### المطلب الرابع: العلاقة بين هيكل الملكية و الهيكل المالي من منظور الحوكمة

تناولنا في العناصر السابقة لهذا المطلب، كيف يمكن للإطار المؤسساتي لنظام حوكمة المؤسسات أن يحدد الخيارات الكبرى المتاحة أمام المؤسسات و التي تساهم في تحديد مزيجها التمويلي، و كيف يمكن لهذا المزيج أن تحصل عليه تغييرات بفعل الممارسات التجذرية للمسيرين.

في هذا العنصر سنتناول التأثير الذي من الممكن أن يحدثه هيكل الملكية على سياسة الإستدانة المتبناة من قبل المؤسسة و من ثم على الهيكل التمويلي للمؤسسة، حيث سنتناول أولاً مفهوم الرفع المالي و كيفية تأثيره على الهيكل المالي و ذلك بغية إظهار أهمية عنصر الإستدانة ضمن مكونات الهيكل التمويلي، لنتناول في العنصر الثاني تأثير هذه الأخيرة على الهيكل التمويلي من خلال تناول مختلف المداخل التي عاجلت هذا الأخير، لنتناول في الأخير التأثير الذي من الممكن أن يحدثه هيكل الملكية كأحد محددات تركيبة رأس المال على عنصر الإستدانة.

<sup>1</sup>- Hubert de la Bruslerie , “ Finance d’entreprise“, OP.Cit, p. 224.

<sup>2</sup>- Peter Wirtz, “Politique de financement et gouvernement d’entreprise“, OP.Cit, pp.56-57.

## الفرع الأول: الرفع المالي و الهيكل التمويلي

الرافعة هي من التطبيقات الأساسية في علم الفيزياء، و يتلخص مفهومها في مضاعفة القوة الميكانيكية باستخدام ذراع على نقطة إرتكاز ( محور)، بأخذ نفس المبدأ سنحاول في هذا العنصر دراسة التأثير الذي يحدثه الرفع المالي على الهيكل التمويلي، من خلال التطرق لمفهوم الرفع المالي و مخاطره، الفرق بينه و بين الرفع التشغيلي، حيث سنحاول إعطاء تعريف لمفهوم كل من الرفع المالي و الرفع التشغيلي و محاولة ربط كل نوع بالمخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المؤسسة.

### أولاً: الرفع التشغيلي و مخاطر الأعمال

في اللغة نجد أن أحد المعاني لكلمة رفع هو التأثير أو الفعالية، ففي السياسة يوصف الشخص بأن له تأثير عندما يمكنه، على سبيل المثال، بكلمة واحدة أو تصرف بسيط أن يحقق الكثير، و في علم الطبيعيات تعني كلمة رفع استخدام أداة صغيرة نسبياً لرفع أشياء ثقيلة نسبياً، و في مجال الإدارة المالية يقال أن المؤسسة تتسم بدرجة عالية من الرفع التشغيلي عندما يترتب على تغير ضئيل في حجم المبيعات تغير أكبر في صافي ربح العمليات، و هذا بسبب وجود التكاليف الثابتة غير المالية، مع ثبات العوامل الأخرى على حالها، بناء عليه يعرف الرفع التشغيلي على أنه: " الفكرة التي تقتضي بأنه بسبب وجود التكاليف الثابتة التشغيلية، المرتبطة بالتشغيل العادي لعملياتها، يترتب على تغير المبيعات بنسبة معينة تغير في صافي ربح العمليات بنسبة أكبر".<sup>1</sup>

مما سبق فالرفع التشغيلي يتعلق بالجزء العلوي من قائمة الدخل، أي التغير الحاصل في الإيراد قبل الفائدة و الضريبة نتيجة التغير في المبيعات، و تتمثل التكاليف الثابتة هنا بالتكاليف التشغيلية ( أي التكاليف التي تترتب على مزاوله المؤسسة لعمليات المعهودة).

و عادة ما يصعب على المؤسسة، أو المدير المالي بشكل خاص التحكم في درجة الرفع التشغيلي و ذلك لإرتباطها بأساليب الإنتاج.<sup>2</sup>

بناء عليه يرتبط الرفع التشغيلي بمخاطر الأعمال، و التي يقصد بها تذبذب ربح العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة أو ظروف النشاط الذي تمارسه المؤسسة، حيث ينظر إلى هذه المخاطر على أنها أهم متغير يحدد التشكيلة التي يتكون منها هيكل رأس المال، حيث تتفاوت مخاطر الأعمال من صناعة لأخرى، بل و من مؤسسة إلى أخرى في نفس الصناعة، حيث أن أهم المتغيرات المؤثرة عليها، التغير في حجم الطلب

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص.253.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص.262.

على منتجات المؤسسة، التغيير في أسعار منتجاتها و مدخلاتها، مرونة الطلب على ما تنتجه من سلع و خدمات و نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية، فمثلا مؤسسات الطيران لا يتوفر لها بدائل عن الطائرات و أنظمة الدعم و التشغيل اللازمة لها، و بالتالي لا تجد مهريا من بذل إستثمارات هائلة في الأصول الثابتة، التي يترتب عليها مستويات عالية من التكاليف الثابتة، بالمقابل يمكن للمؤسسات الصناعية مثلا الإختيار بين اليد العاملة و الأجهزة و المعدات الآلية.<sup>1</sup>

و من أجل توضيح فكرة الرفع التشغيلي ندرج المثال التالي: إذا كان سعر الوحدة 150 دج، التكاليف المتغيرة للوحدة 50 دج و التكاليف الثابتة الكلية 500 ألف دج.

$$C \times P = G + C \times V \quad \text{لدينا من جهة:}$$

حيث :

$C$ : كمية المبيعات؛

$P$ : سعر بيع الوحدة؛

$G$ : إجمالي التكاليف الثابتة؛

$V$ : التكلفة المتغيرة للوحدة.

فإن نقطة التعادل، و هي النقطة التي تهدف إلى تحديد حجم المبيعات الذي يكفي لتغطية كافة التكاليف، أي حجم المبيعات الذي لا تحقق المؤسسة عنده ربح أو خسارة، كما تهدف أيضا إلى تقدير

$$C = \frac{500000}{150 - 50} = 5000 \quad \text{الربح عند كل مستوى ممكن للمبيعات،}^2 \text{ هي عندما يبلغ حجم المبيعات}$$

حيث يكون صافي ربح العمليات مساويا للصفر، فإذا افترضنا تغير في عدد الوحدات المباعة من 10000

وحدة إلى 5000 وحدة أي بنسبة إنخفاض قدرها 50 %، يترتب عليها إنخفاض في صافي ربح العمليات بنسبة

أكبر قدرها 100 %  $\left( \frac{0 - 500000}{500000} \times 100 \right)$ ، كذلك فإن إرتفاع حجم المبيعات من 10000 وحدة

إلى 15000 وحدة أي إرتفاع بنسبة 50 %، يؤدي إلى إرتفاع أكبر في صافي ربح العمليات بنسبة 100 %  $\left( \frac{1000000 - 500000}{500000} \times 100 \right)$ .

فالمثال السابق وضح الفكرة الأساسية للرفع التشغيلي، و التي تقتضي بأنه بسبب وجود التكاليف

الثابتة يترتب على تغير المبيعات بنسبة معينة تغيرا في صافي ربح العمليات بنسبة أكبر، أما إذا لم تتغير

التكاليف الثابتة، فإن تغير المبيعات بنسبة معينة سيؤدي إلى تغير بنفس النسبة في صافي ربح العمليات.

حيث تحسب درجة الرفع التشغيلي وفق العلاقة التالية:

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص.251.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص.242-243.

$$= \frac{C (P - V )}{C (P - V ) - G}$$

بعد معرفة فكرة الرفع التشغيلي، نريد الآن معرفة التأثير الذي يحدثه التغير في حجم التكاليف الثابتة على درجة الرفع التشغيلي، فبالرجوع إلى المثال السابق نفترض أن قيمة التكاليف الثابتة 800 ألف بدلا من 500 ألف، مع بقاء باقي المعطيات على حلقها، فإن درجة الرفع التشغيلي عند 10000 وحدة من المبيعات تساوي 5.

$$\frac{10000 (150 - 50 )}{10000 (150 - 50 ) - 800000} = 5$$

و بمقارنة درجة الرفع عند تكاليف ثابتة قدرها 500 ألف دج، يتضح أن زيادة التكاليف الثابتة قد ترتب عليها زيادة في درجة الرفع التشغيلي (الذي ينجم عن وجود تكاليف تشغيل ثابتة)، حيث أن هذا الأخير هو سلاح ذو حدين فهو يساهم في زيادة العائد في حالة زيادة حجم المبيعات، و زيادة مخاطر إنخفاض العائد بل و ربما التعرض للخسارة و ذلك في حالة إنخفاض حجم المبيعات.<sup>1</sup>

لكن مع ثبات التكاليف الثابتة، فإن التغير في حجم المبيعات له تأثير عكسي على درجة الرفع التشغيلي، فدرجة الرفع التشغيلي عند حجم مبيعات قدره 6000 وحدة هو 6 أما درجة الرفع التشغيلي عند 10000 وحدة هو 2  $\frac{6000 (150 - 50 )}{6000 (150 - 50 ) - 500000} = 6$  ، و بالتالي فإن زيادة المبيعات من شأنها أن تؤدي إلى إنخفاض درجة الرفع التشغيلي أي إنخفاض معدل الزيادة في صافي ربح العمليات، بينما يؤدي نقص المبيعات إلى زيادة درجة الرفع التشغيلي أي زيادة معدل الإنخفاض في صافي ربح العمليات.<sup>2</sup>

و في الأخير، فإن التغيير الذي يطرأ على التكاليف الثابتة في درجة الرفع التشغيلي، له بالغ الأثر في السياسة التي يمكن أن تنتهجها المؤسسة، فيمكن للمؤسسة في بعض الفترات، خاصة فترات الراج، أن تستبدل التكاليف المتغيرة بالتكاليف الثابتة، لتستفيد من درجة الرفع التشغيلي، كما يمكنها في فترات أخرى، خاصة فترات الكساد، أن تستبدل التكاليف الثابتة بالتكاليف المتغيرة، و إذا ما حدث ذلك فإنها تستطيع أن تعظم ثروة الملاك في الحالة الأولى، كما تستطيع أن تحد من التأثير السلبي على ثروة الملاك في الحالة الثانية، و هنا يظهر بوضوح أثر الرفع التشغيلي على هيكل رأس المال، فكلما كانت درجة الرفع التشغيلي مرتفعة، كلما زادت مخاطر الإفلاس و أصبح من الأفضل تخفيض حجم الإقتراض في هيكل رأس

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص.126.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص.126.

المال، حيث تضمن المؤسسة قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه المقرضين، إذا ما حدث إنخفاض في إيرادات المبيعات أو حدث إرتفاع في التكاليف دون أن تعوضها زيادة في سعر بيع الوحدة.<sup>1</sup>

### ثانيا: الرفع المالي و المخاطر المالية

أما فيما يتعلق بالرفع المالي، فإن إختيار هيكل التمويل المناسب و توفر القدرة على إيجاد البدائل التمويلية يعطي المؤسسات القدرة على التحكم التام بمستويات الرفع المالي، هذا الأخير الذي يعرف على أنه: "الدرجة التي تعتمد فيها المؤسسة على القروض في تمويل أصولها، حيث تظهر الرافعة المالية في قائمة الدخل كمصرف للفوائد".<sup>2</sup>

أما بالنسبة لمنير إبراهيم هندي فقد عرف الرافعة المالية على أنها: "التذبذب الحاصل في الربح بعد الضريبة، أي التذبذب في العائد المتبقي للمساهمين بسبب إستخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة و المتمثلة في القروض و الأسهم".<sup>3</sup>

بناءً عليه ينشأ الرفع المالي من وجود التكاليف المالية الثابتة المتمثلة في فوائد القروض و توزيعات الأسهم الممتازة، أي أن الرافعة المالية هي نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، و قبل تناول الأثر الذي من الممكن أن يحدثه الرفع المالي على ربحية السهم، نتعرف أولاً على مفهوم المخاطر المالية، التي تختلف في طبيعتها عن مخاطر الأعمال، فإذا كانت هذه الأخيرة ترتبط بقرارات الإستثمار، أي مدى التغير أو التقلب في العائد على الأصول، فإن المخاطر المالية ترتبط بالقرارات المالية، فالمؤسسة التي تقوم بتمويل احتياجاتها المالية المختلفة بأموال الملكية بالكامل لا تتعرض للخطر المالي، لكن عندما تصبح القروض جزءاً من هيكل رأس المال ينشأ الخطر المالي، و يرجع إلى أن إستخدام القروض يؤدي إلى زيادة التقلبات في عائد المساهمين و احتمال العجز عن الوفاء بالديون.<sup>4</sup>

و لما كان جانب من المخاطر المالية يرتبط بالظروف العامة، و من ثم لا يمكن للمؤسسة التخلص منها تماماً، فإنه يمكن القول بأن إحتواء هيكل رأس المال على قروض و أسهم ممتازة من شأنه أن يزيد من المخاطر التي يتعرض لها الملاك، أي حملة الأسهم العادية.<sup>5</sup>

1 - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص. 125-128.

2 - عبد الوهاب يوسف أحمد، مرجع سبق ذكره، ص. 90.

3 - سفيان خليل المناصير، مرجع سبق ذكره، ص. 48.

4 - سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص. 284.

5 - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص. 128-129.

و كما هو الحال بالنسبة للتكاليف الثابتة للأعمال التي تسبب الرفع التشغيلي، فإن التكاليف التي تسبب الرفع المالي هي الأخرى سلاح ذو حدين، فبسبب إستخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في فوائد القروض و توزيعات الأسهم الممتازة، فالمؤسسة التي تتحمل قدرا كبيرا من التكاليف المالية الثابتة، تتعرض لتغير بمعدل أكبر في العائد المتاح للملاك نتيجة تغير بمعدل أقل في صافي ربح العمليات، من ناحية أخرى، إذا إنخفض صافي ربح العمليات بنسبة معينة، فلا بد أن يصحب ذلك إنخفاض في العائد المتاح للملاك بنسبة أكبر.<sup>1</sup>

و لتوضيح فكرة الرفع المالي سوف نقارن بين ثلاث حالات يوضحها الجدول التالي.

### الجدول رقم 2.2: ربحية السهم لمستويات مختلفة من صافي ربح العمليات

إرتفاع 50%		إنخفاض 50%		البيان الحالة
الحالة 3	الحالة 2	الحالة 1	الحالة	
900,000	600,000	300,000		صافي ربح العمليات (الربح قبل الفائدة و الضريبة) EBIT
100,000	100,000	100,000		فوائد القروض
800,000	500,000	200,000		صافي الربح بعد الفائدة و قبل الضريبة EAIBT
320,000	200,000	80,000		ضريبة 40%
480,000	300,000	120,000		صافي الربح بعد الضريبة EAIT
120,000	120,000	120,000		توزيعات الأسهم الممتازة
360,000	180,000	0		صافي الربح المتاح للملاك
20,000	20,000	20,000		عدد الأسهم العادية
18	9	0		ربحية السهم
↑ 100% إرتفاع		↑ 100% إنخفاض		

المصدر: منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص. 132.

الجدول السابق يكشف عن تماثل في التكاليف المالية الثابتة و تباين في صافي الربح قبل الفائدة و الضريبة، و كما يبدو فإن تغيرا (بالزيادة أو النقصان) في صافي الربح قبل الفائدة و الضريبة بنسبة 50%، يترتب عليه تغيرا (بالزيادة أو النقصان) في ربحية السهم بنسبة 100%، و هي فكرة الرفع المالي.

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص. 128.

حيث تعطى درجة الرفع المالي وفق العلاقة التالية عند مستوى معين من صافي الربح قبل الفائدة و الضريبة وفق العلاقة التالية:<sup>1</sup>

$$FV = \frac{EBIT}{EBIT - F^*}$$

حيث:

$EBIT$ : صافي الربح قبل الفائدة و الضريبة؛

$F^*$ : الأعباء المالية الثابتة؛

$FV$ : درجة الرفع المالي.

فدرجة الرفع المالي عند صافي ربح قدره 600.000 دج هو 2.

$$FV = \frac{600000}{600000 - \left( 100000 + 120000 \times \frac{1}{1 - 0.4} \right)} = 2$$

مع ملاحظة أن التكاليف المالية الثابتة تتمثل في فوائد القروض 100.000 دج و توزيعات الأسهم الممتازة على أساس ما قبل الضريبة أي  $\left( \frac{120000}{1 - 0.4} \right)$ ، و هذا يعني أن الزيادة في صافي ربح العمليات بنسبة 50% يترتب عليه إنخفاض في ربحية السهم العادي أو صافي الربح المتاح لحملة الأسهم العادية بنسبة 100%.

### الفرع الثاني: تأثير الإستدانة على الهيكل التمويلي

بناءً على ما سبق يترتب على زيادة التكاليف الثابتة المالية زيادة في درجة الرفع المالي، و ذلك مع بقاء العوامل الأخرى على حالها، لكن ما أثر ذلك على قرار تشكيل الهيكل التمويلي؟ من أجل الإجابة على هذا السؤال، يجب الأخذ بعين الإعتبار أن القرار الأخير يتحكم في تشكيله عاملين أساسيين هما: ربحية السهم العادي، من خلال التأثير على العوائد، أي المحافظة على ثروة الملاك، بالإضافة إلى تكلفة الأموال التي يتكون منها خليط الهيكل المالي.<sup>2</sup> و هو ما سنتناوله من خلال التطرق إلى مداخل الهيكل المالي.

لقد أثارت مشكلة إختيار الهيكل التمويلي جدلاً حاداً من خلال وجهات النظر المتناقضة بين كتاب الإدارة المالية، و على ضوء النظرية المالية، فإن دراسة تأثير الإستدانة على الهيكل المالي، و التي تنعكس في الأخير على القيمة السوقية للسهم العادي و\أو تكلفة التمويل، تمت عبر ستة مقاربات أساسية، هي:

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص. 134.

<sup>2</sup> - Ludwig M Lachmann, "Capital and its structure", (USA: Humane Studies, 1990), p.35-37.

- مدخل صافي الربح؛
- مدخل صافي ربح العمليات؛
- المدخل التقليدي؛
- مدخل ميلر و مديكلياني؛
- نظرية التوازن؛
- نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل.

و قد إعتمدت المداخل الأربعة الأولى على مجموعة من الفرضيات أهمها:<sup>1</sup>

- عدم وجود ضرائب أو تكلفة للإفلاس؛
- لا توجد تكلفة للإصدار أو تكلفة لبيع و شراء الأوراق المالية؛
- سياسة التوزيعات ثابتة لا تتغير، كما أن المؤسسة توزع كافة الأرباح أي لا توجد أرباح محتجزة؛
- ثبات القيمة الكلية التي يتضمنها هيكل رأس المال مع إمكانية تغيير نسبة الإقتراض، و يتم ذلك بأن تقوم المؤسسة بإصدار سندات جديدة و إستخدام حصيلتها في شراء جزء من الأسهم العادية التي أصدرتها، كما يمكن أيضا إصدار أسهم عادية و إستخدام حصيلتها في إعادة شراء السندات؛
- القيمة المتوقعة لصافي ربح العمليات ثابتة لا تتغير من سنة لأخرى؛
- تستخدم المؤسسة نوعان من الأموال هما حقوق الملكية و السندات الدائمة، التي ليس لها أي تاريخ إستحقاق؛
- إن توقعات المستثمرين متجانسة بشأن التوزيع الإحتمالي لصافي ربح العمليات؛
- لا توجد ضرائب أو تكلفة إفلاس؛
- تساوي معدلات الفائدة على الإقتراض و الإقتراض.

و في محاولة الإجابة على السؤال السابق سنركز في هذا العنصر على معالجة المداخل السابقة.

### أولا: مدخل صافي الربح (صافي دخل المساهمين)

يفترض مدخل صافي الربح أن تكلفة كل من الإقتراض ( الإستدانة) و تكلفة حقوق الملكية ( تكلفة الأموال الخاصة) ثابتة لا تتغير بتغير نسبة الإقتراض، فإرتفاع أو إنخفاض نسبة الإستدانة في هيكل رأس المال، لا يترتب عليها إرتفاع أو إنخفاض في معدل العائد الذي يطلبه الملاك أو المقرضون، و طالما أن تكلفة الإقتراض أقل من تكلفة الأموال الخاصة، فإن الإعتماد على الإقتراض في التمويل بنسبة أكبر من

<sup>1</sup> - C A Vailhen , “Finance :Evaluation de l’entreprise et cout du capital“, ( Paris: Vuibert, 1981), p.13.

الأموال الخاصة يؤدي إلى إنخفاض التكلفة الكلية للأموال، التي تتضمن تكلفة كل عنصر من العناصر التي يتضمنها هيكل رأس المال، و بالتالي إرتفاع قيمة المؤسسة.<sup>1</sup>

و من أجل توضيح كيفية تأثير الإستدانة على تكلفة القروض و تكلفة حقوق الملكية، نحتاج إلى إسترجاع بعض صيغ التكاليف لا سيما تكلفة الإقتراض، تكلفة التمويل بالأسهم و التكلفة المتوسطة المرجحة التي تعتبر ضرورية للتحليل، و قد تم حساب تكلفة كل عنصر كالآتي:<sup>2</sup>

$$K_d = \frac{R}{D}$$

حيث :  $K_d$ : تكلفة الإستدانة؛

$R$ : الفوائد المستحقة الدفع؛

$D$ : القيمة السوقية للقروض.

$$K_e = \frac{E}{P}$$

حيث :  $K_e$ : تكلفة أموال الملكية ( الأموال الخاصة)؛

$E$ : الأرباح الموزعة؛

$P$ : القيمة السوقية للسهم.

فمع ثبات  $K_d$  و  $K_e$  إضافة إلى أن  $K_d \geq K_e$ ، فإن الإستخدام المتزايد للإقتراض لتعظيم إيرادات حملة الأسهم سيترتب عليه قيمة أعلى للمؤسسة من خلال القيمة الأعلى للسهم، و على ذلك سينخفض المتوسط المرجح لتكلفة الأموال، و الذي يقاس بالمعادلة التالية:

$$K_o = \frac{EBIT}{V} = \frac{NOI}{V}$$

حيث :  $K_o$ : التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال؛

$V=P+D$ : القيمة السوقية للمؤسسة ( القيمة الكلية للمؤسسة)؛

$NOI$ : صافي الدخل التشغيلي المتوقع و الذي يمثل الإيرادات قبل الفائدة و الضريبة  $EBIT$

كما يمكن أن تقاس التكلفة الكلية للأموال  $K_o$  أيضا من خلال المعادلة التالية.

$$K_o = K_d + \left( \frac{D}{D + P} \right) + K_E \left( \frac{P}{P + D} \right)$$

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، "التأجير التمويلي و مداخله المالية - المحاسبية-الإقتصادية-التشريعية-التطبيقية"، مرجع سبق ذكره، ص 215-216.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص 215-216.

بناءً عليه فإن زيادة نسبة القروض في الهيكل المالي يتيح للمؤسسة زيادة قيمتها السوقية و تخفيض تكلفة الأموال.

و الجدول التالي يوضح أثر درجات الرفع المالي المختلفة على قيمة المؤسسة و تكلفة الأموال تبعاً لمفهوم مدخل صافي الدخل، بإفتراض أن صافي الدخل التشغيلي هو 100.000 دج، تكلفة أموال الملكية  $K_e=10\%$  و القروض  $K_d=5\%$ .

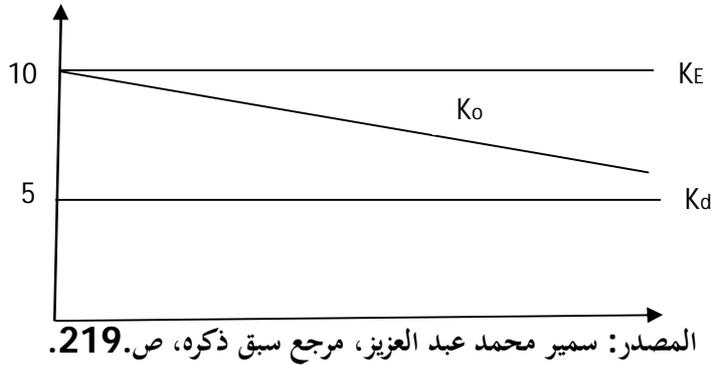
### الجدول رقم 3.2: أثر الرفع المالي على قيمة المؤسسة و تكلفة الأموال طبقاً لمدخل صافي الربح

100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	صافي الدخل التشغيلي NOI ألف دج
100	90	80	70	50	40	30	20	10	0	الفوائد R (أرقام إفتراضية)
0	10	20	30	50	60	70	80	90	100	صافي الدخل المتاح للمساهمين NI=NOI -R
0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	kd
0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	ke
0	100	200	300	500	600	700	800	900	1000	القيمة السوقية لأموال الملكية $S = \frac{NOI - R}{K_e}$
2000	1800	1600	1400	1000	800	600	400	200	0	القيمة السوقية للقروض $D = \frac{R}{K_d}$
2000	1900	1800	1700	1500	1400	1300	1200	1100	1000	القيمة السوقية للمؤسسة $V = S + D$
%5	%5.3	%5.6	%5.9	%6.7	%7.1	%7.7	%8.3	%9.1	%10	التكلفة الكلية للأموال $K_o = \frac{NOI}{V}$
%100	%94.7	%88.9	%82.3	%66.7	%57.1	%46.4	%33.3	%18.2	%0	الرفع المالي $\frac{D}{V}$

المصدر: سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص.218.

و يتمثل البيانات الموضحة في الجدول بياناً نحصل على الشكل التالي، و الذي يتضح منه أنه طبقاً لمدخل صافي الدخل، و الذي يفترض عدم تغير  $K_d$  و  $K_e$  مع تغير الرفع المالي، و طالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأموال الخاصة، سينخفض المتوسط المرجح لتكلفة الأموال بحيث يتجه إلى التساوي مع تكلفة الاقتراض 5% عند مستوى رفع مالي 100%.

### الشكل رقم 6.2: أثر الرفع المالي على تكلفة الأموال تبعاً لمدخل صافي الربح



و عليه يكون أفضل هيكل تمويلي في ظل هذا المدخل هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكبر نسبة ممكنة (حتى و لو كانت 100%) من الأموال المقترضة.<sup>1</sup>

يتضح مما سبق أن هذا المدخل به عيوب، منها أن إفتراض ثبات كل من تكلفة الديون و تكلفة الأموال الخاصة (أموال الملكية)، نستنتج من خلالها أن المقرض لا يمارس أية ردود أفعال عن التغيرات التي تحصل في الهيكل التمويلي للمؤسسة، و بالتالي فهو لا يغير شروط الاقتراض تبعاً لتغير الهيكل التمويلي، أي أن زيادة المديونية التي من المفروض أن تزيد من المخاطر المالية للمتعاملين مع المؤسسة لا ينعكس على سلوكهم في شكل زيادة الشروط التي تضمن حقوقهم، بالمقابل فإن تناقص المديونية من المفروض أن يحسن صورة المؤسسة في نظر المساهمين و يساعد في الحصول على ديون بأقل كلفة، لكن هذه الفرضية لا تأخذ بعين الإعتبار، في ظل هذا المدخل، أن تكلفة الديون و تكلفة الأموال الخاصة مستقلين عن الهيكل المالي للمؤسسة، إضافة إلى عدم وجود تكلفة الإفلاس و تجاهلها للمخاطر المالية المرتبطة بالرفع المالي، التي كان من المفترض أن تؤدي إلى إرتفاع تكلفة حقوق الملكية، نتيجة تعرض ربحية السهم لتقلبات أكبر مع زيادة نسبة الاقتراض.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، "التأجير التمويلي و مداخله المالية - المحاسبية - الاقتصادية - التشريعية - التطبيقية"، مرجع سبق ذكره، ص. 216.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص. 217.

## ثانيا: مدخل صافي ربح العمليات

تبعاً لمدخل صافي ربح العمليات  $NOI$  فإن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الإقتراض، أما تكلفة حقوق الملكية المتمثلة في معدل العائد الذي يطلبه الملاك، فترتفع مع كل زيادة في نسبة الإقتراض، كما يفترض هذا المدخل أن زيادة تكلفة رأس المال بسبب الزيادة في تكلفة حقوق الملكية، التي تنجم عن زيادة نسبة الإقتراض، سوف يعوضها إنخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة الناتجة عن زيادة الإعتماد على الأموال المقترضة، و في ظل هذا المدخل لا يوجد هيكل تمويلي أمثل، فسواء إقتضت المؤسسة أم لم تقتض و سواء زادت أم إنخفضت نسبة الإقتراض، فإن تكلفة رأس المال تظل ثابتة مما يترتب عليه ثبات قيمة المؤسسة السوقية.<sup>1</sup>

## ثالثا: المدخل التقليدي

يعتبر المدخل التقليدي وسطاً بين المدخلين السابقين، حيث يفترض وجود هيكل مالي أمثل، أي وجود نسبة إقتراض مثلى تنخفض عندها تكلفة التمويل إلى حدها الأدنى، و بالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، حيث يؤكد هذا المدخل و بوضوح أن تكلفة الأموال يمكن أن تنخفض طالما إستخدمت القروض عند حد معقول، فإذا تجاوزت المؤسسة هذا الحد فسوف تزداد بزيادة الرفع المالي.<sup>2</sup>

و طبقاً للمدخل التقليدي فإن الكيفية التي يتأثر بها الهيكل المالي تبعاً للتغيرات في التكلفة الكلية للأموال يمكن تقسيمها إلى ثلاثة مراحل على النحو التالي:<sup>3</sup>

**المرحلة الأولى:** إن الإفتراض الذي يقوم عليه هذا المدخل هو أن الإرتفاع في معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون بسبب المخاطر التي يتعرضون لها، كذلك الحال بالنسبة لمعدل الفائدة على القروض الذي يظل ثابتاً إلى حد معين من الإقتراض ثم يأخذ بعد ذلك في الإرتفاع التدريجي، و تفسير ذلك أنه على الرغم من أن تكلفة الإقتراض ترتفع تدريجياً بزيادة نسبة الأموال المقترضة، إلا أنه لا يزال مصدر تمويل منخفض التكلفة و بالتالي فإن زيادة الإعتماد عليه سوف تسهم في تخفيض تكلفة الأموال.

**المرحلة الثانية:** بمجرد أن تصل المؤسسة إلى درجة رفع مالي معينة، لا تكون لأي زيادة بعد ذلك تأثير على قيمة المؤسسة أو التكلفة الكلية للأموال، و يرجع ذلك إلى الزيادة في  $Ke$  - و مرجعها الخطر المالي -

<sup>1</sup> - سمير محمد عبد العزيز، "التأجير التمويلي و مداخله المالية - المحاسبية - الإقتصادية - التشريعية - التطبيقية"، مرجع سبق ذكره، ص 221-223.

<sup>2</sup> - Jacques Teulie , Patrick Topsacalian, OP.Cit, p.315.

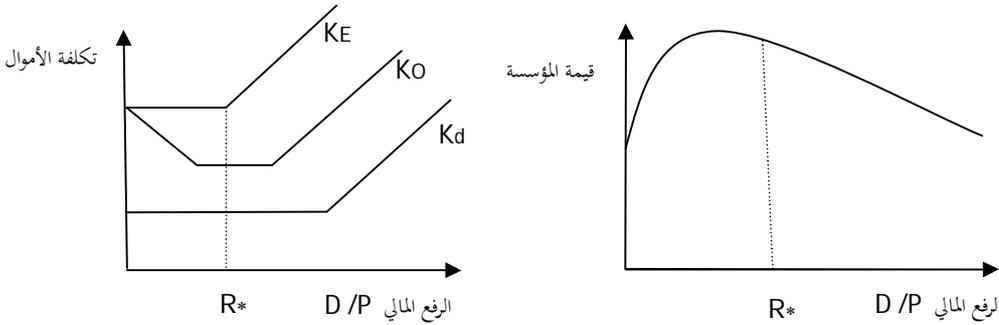
<sup>3</sup> - Robert Cobbaut, "Théorie financière", ( Paris : Economica, 4<sup>E</sup> Edition, 1997), pp.378-383.

التي تكاد تعادل مزايا إنخفاض  $K_d$ ، و هي النقطة التي تكون عندها قيمة المؤسسة أعلى ما يمكن و التكلفة الكلية للأموال أقل ما يمكن، و هي تعكس وضع الهيكل المالي الأمثل.

**المرحلة الثالثة:** بعد ذلك تبدأ قيمة المؤسسة في التناقص مع زيادة درجة هذا الرفع، كما ترتفع التكلفة الكلية للأموال، و يحدث هذا بسبب أن المستثمرين يشعرون بدرجة عالية من الخطر المالي تفوق ميزة الإقتراض ذو التكلفة المنخفضة.

و خلاصة المراحل الثلاثة هي أن تكلفة الأموال دالة في الإستدانة، فهي تتناقص مع زيادة الإستدانة و بعد الوصول إلى أقل نقطة أو مجال تبدأ في التزايد، و العلاقة بين تكلفة الأموال و الإستدانة، يمكن توضيحها بيانيا في الأشكال التالية.

### الشكل رقم 7.2: مسلك تكلفة الأموال تبعاً للمدخل التقليدي



المصدر: Jacques Teulie , Patrick Topsacalian, OP.Cit, p.318.

يتضح من الشكلين السابقين أن منحنى تكلفة الأموال  $K_o$  مقعر الشكل داخل إطار أفقي، و هذا يعني أن هناك مدى للهيكل المالية المثلى و بالتحديد هناك نقطة محددة تكون عندها تكلفة الأموال أقل ما يمكن هي النقطة  $R^*$ ، يحدد عندها الهيكل المالي الأمثل، أما المنحنى  $K_E$  فيفترض فيه أنه يزيد بدرجة طفيفة في البداية ثم بمعدل سريع بعد ذلك.

و في الأخير فقد تعرض المدخل التقليدي لإنتقادات، خاصة من طرف ميلر و مودجلياني Modigliani et Miller في تحليلهما الذي سنتعرض له.

### رابعا: مدخل ميلر و مودجلياني Modigliani et Miller

في هذا العنصر سنحاول معالجة أعمال كل من ميلر و مودجلياني على مرحلتين:  
 المرحلة الأولى: أعمال ميلر و مودجلياني Modigliani et Miller سنة 1958 في ظل غياب الضرائب.  
 المرحلة الثانية: أعمال ميلر و مودجلياني Modigliani et Miller سنة 1963 في ظل وجود الضرائب .

## أ- مدخل ميلر و مودجلياني في ظل غياب الضرائب

قدم هذان الباحثان تحليلا لإثبات أن تكلفة الأموال لا تتأثر بتغير نسبة الإستدانة (الإقتراض)، و هو ما يتفق مع صافي ربح العمليات، و ذلك من أجل إثبات أن تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة مستقلين عن هيكلهما التمويلي، حيث قام هذا المدخل على نفس الفرضيات السابقة بالإضافة إلى ما يلي:<sup>1</sup>

- وجود أسواق كاملة و هو ما يعني أن للمستثمرين حرية شراء و بيع الأوراق المالية، عدم وجود مصاريف خاصة ببيع أو شراء السندات أو ما شابه ذلك من مصاريف، إضافة إلى تميز المستثمرين بالسلوك العقلاني؛
- يمكن للأفراد و المؤسسات الإقراض و الإقتراض دون حدود؛
- غياب تعارض المصالح (أي أن المسير يسعى لخدمة مصالح المساهمين)؛
- يمكن تصنيف المؤسسات إلى مجموعات متجانسة من المخاطر، حيث نعتبر المؤسسة متمميتا إلى مجموعة متجانسة من المخاطر إذا كانت لإيراداتها المتوقعة نفس صفات الخطر؛
- فرضية غياب الضرائب و تكلفة الإفلاس.

بناء على الفروض السابقة يرى ميلر و مودجلياني أنه بالنسبة للمؤسسات التي لها نفس فئة المخاطرة أن قيمة المؤسسة لا تعتمد على شكل مزيج الأموال من حقوق الملكية و الإقتراض، لكن تقدر هذه القيمة برسملة صافي ربح العمليات المتوقع من أصول المؤسسة، و قد عبر M-M عن هذا الرأي بالمعادلة التالية.<sup>2</sup>

$$K_o = K_e \left( \frac{P}{P+D} \right) + K_d \left( \frac{D}{P+D} \right)$$

حيث:  $K_o$ : يمثل المعدل الذي تتم به الرسملة.

و المعادلة الأخيرة تبين أن  $K_o$  هي المتوسط المرجح لمعدلات العائد المتوقع على حقوق الملكية و القروض، أو المتوسط المرجح لتكلفة الأموال.

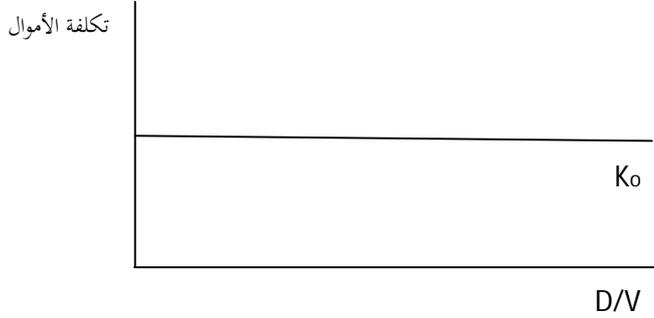
و لقد سبق تعريف تكلفة الأموال من قبل على أنها: صافي دخل العمليات المتوقع مقسوما على القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أظهر M-M أن القيمة السوقية للمؤسسة لا تتأثر بنسب مزيج الهيكل التمويلي، فإن معنى ذلك أن تكلفة الأموال تصبح غير مرتبطة بالهيكل المالي و تكون

<sup>1</sup>- Mondher Bellalah, "Gestion financière, Diagnostic, Evaluation, Choix des projets et des investissements", ( Paris : Economica, 2<sup>E</sup> Edition, 2004), p.164.

<sup>2</sup>- Ibid, pp. 164-165.

مساوية لمعدل الرسكلة  $K_0$ ، و بالتالي دالة تكلفة الأموال تأخذ الشكل التالي و التي تظهر أن متوسط تكلفة الأموال ثابتة و لا تتأثر بالرفع المالي أو لا تتأثر بدرجة الإستدانة.<sup>1</sup>

### الشكل رقم 8.2: تكلفة الأموال بدلالة الرفع المالي



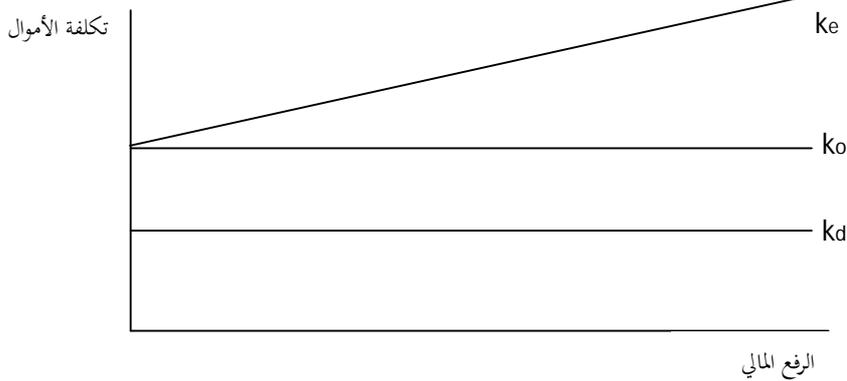
المصدر: سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص.231.

ما هو ملاحظ على تحليل M-M هو إفتراضهما أن  $K_0$  تظل ثابتة، بينما وجهة النظر التقليدية و الأكثر إنتشارا تؤكد على أن  $K_0$  (تكلفة الأموال) هي دالة للرفع المالي، و هذا لا يكون صحيحا إلا إذا ظلت تكلفة الإقتراض ثابتة لأي درجة من درجات الرفع المالي، لكن الواقع العملي يؤكد أن تكلفة الإقتراض تزداد إذا زادت القروض على حد معين.<sup>2</sup>

و مع ذلك يؤكد M-M على أنه حتى و لو زادت تكلفة القروض  $K_d$  فإن المتوسط المرجح لتكلفة الأموال  $K_0$  سيظل ثابتا، بينما  $K_0$  (تكلفة الأموال الخاصة) ستزداد بمعدل متناقص مع زيادة تكلفة القروض (أو تكلفة الإستدانة)، حتى تتلاشى.<sup>3</sup> و هو ما يوضحه الشكل التالي.

### الشكل رقم 9.2: العلاقة بين نسبة الإقتراض و تكلفة الأموال حسب مدخل ميلر و

مودجلياني



<sup>1</sup> - Jacques Teulie, Patrick Topsacalian, “ Finance “, OP.Cit, pp.329-321.

<sup>2</sup> - Ibid, pp. 320-321.

<sup>3</sup> - Ibid, p.322.

المصدر: Jacques Teulie , Patrick Topsacalian, OP.Cit, p.321.

و التفسير الذي قدمه M-M هو أن زيادة تكلفة الإقتراض  $K_i$  يجعل بعض المستثمرين يتحولون للبحث عن المخاطرة بعد أن كانوا يتجنبونها، و هو ما لا يبدو منطقيا، حيث أن زيادة الإستدانة بدرجة كبيرة يزيد من مخاطر المؤسسة، لزيادة إحتتمالات عدم القدرة على الوفاء بالديون و الإفلاس تبعا لذلك، و هو ما يعني أن تكلفة الأموال  $K_0$  لا يمكنها أن تنخفض أو تبقى ثابتة بزيادة نسبة الإستدانة.<sup>1</sup>

و هو ما جعل تحليل كل من M-M يقف على أرضية ضعيفة في الدفاع عن موقفهما من قضية زيادة درجة الرفع المالي لأقصى درجاته، و هو ما جعلهما يعيدا تقييم تحليلهما في ظل وجود الضرائب.

ب- مدخل ميلر و مودجلياني في ظل وجود الضرائب

قبل توضيح وجهة نظر كل من M-M في ظل وجود الضرائب، بخصوص الهيكل المالي، لا بد من توضيح أهم الإنتقادات الموجهة للتحليل السابق، و التي تمحورت في مجملها على مسألة واقعية النموذج، و التي أهمها النقاط التالية:<sup>2</sup>

- أن وجود تكاليف لعمليات بيع و شراء الأوراق المالية يتعارض و نتائج تحليل M-M، ذلك أن القيمة السوقية لمؤسسة تستخدم الرفع المالي ستكون أكبر؛
- أن إحلال الرفع المالي الشخصي من قبل بعض المستثمرين محل الرفع المالي للمؤسسة أمر غير مسموح به في الحياة العملية، الأمر الذي يخلخل ركنا هاما من أركان تحليل M-M ، فإذا أفلست أحد المؤسسات المستخدمة للرفع المالي فإن الخسارة تقع على كل مستثمر بمقدار حصته في المؤسسة، أما إذا إستخدم أحد المستثمرين الرفع المالي الشخصي فحده لا يخسر فقط حصته و إنما عليه أيضا سداد القرض، و تفسير ذلك وجود مسؤولية محدودة للمؤسسات عكس المسؤولية غير المحدودة للأفراد، و هو ما يضع كل منها في منزلة مختلفة عن الآخر في سوق رأس المال؛

<sup>1</sup> - Jacques Teulie, Patrick Topsacalian, “ Finance “, OP.Cit, p.322.

<sup>2</sup>- S A Ross et autres, OP.Cit, pp.517-519.

- الفرض القائل بأن المؤسسات و الأفراد يمكنهم الإقتراض أو الإقراض بنفس معدل الفائدة، هو فرض بعيد عن الواقع، ذلك أن المؤسسات تمتلك حجم معين من الأصول الثابتة الأمر الذي يجعلها تتمتع بدرجة ثقة أكبر من تلك التي يتمتع بها الأفراد؛
- إن إدخال الضرائب يسقط نتائج تحليل M-M حيث أن الفوائد التي تدفعها المؤسسة على الإقتراض تعتبر من المصاريف واجبة الخضم من وعاء ضريبة الأرباح، و هو ما يعني أن تكلفة الإقتراض بالنسبة للمؤسسة تكون أقل من معدل الفائدة المتعاقد عليه، حيث أن الفوائد تمنح المؤسسة ميزة ضريبية تعود بإيرادات أكثر على الملاك و المقرضين.

بعد هذه الإنتقادات، حاول ميلر و مودجلياني سنة 1963 إستدراك الوضع و ذلك بشأن تأثير الإقتراض على قيمة المؤسسة، و لكن في ظل وجود ضرائب، حيث أشار النقد الأخير لفروض M-M بعدم صحة ثبات قيمة و تكلفة أموال المؤسسة مع تغير درجة الإستدانة (الرفع المالي) إذا فرضت ضرائب على دخل المؤسسات، و هو ما دعى بميلر و مودجلياني إلى مراجعة تحليلهما حيث لاحظا زيادة قيمة المؤسسة أو إنخفاض تكلفة الأموال بزيادة درجة الإستدانة، نتيجة خصم فوائد القروض من وعاء الضريبة.<sup>1</sup>

فمع إدخال الضرائب على أرباح المؤسسات فإن قيمة مؤسسة مقترضة ( التي تستخدم الرفع

$$V_L = V_U + T_D \quad \text{المالي) تعطى بالعلاقة التالية:}^2$$

حيث :  $V_L$ : القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة؛

$V_U$ : القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة؛

$T_D$ : القيمة الحالية للوفورات الضريبية الناجمة عن الإقتراض.

$$V_L = \frac{R_E(1-T)}{K_E^*} + K_d \frac{D \times T}{K_d}$$

حيث :  $R_E$ : الربح قبل الضرائب و الفوائد؛

$T$ : معدل الضريبة على دخل المؤسسة؛

$K_E^*$ : معدل الرسملة بعد الضرائب لصافي دخل المساهمين ( أو معدل الرسملة بعد

الضريبة لمؤسسة غير مدانة)؛

$D$ : القيمة السوقية للقروض؛

$K_d$ : تكلفة الإقتراض.

<sup>1</sup> - S A Ross et autres, " Finance Corporate", OP.Cit, pp.520-523.

<sup>2</sup> - Ibid, p.523.

و عليه تشير المعادلة الأخيرة إلى أن القيمة السوقية لمؤسسة L تخضع أرباحها للضرائب تعادل القيمة السوقية للمؤسسة U و التي تماثلها في نفس درجة المخاطرة بالإضافة إلى TD القيمة الحالية المخصومة للوفر الضريبي الناشئ من إعتبار فائدة القروض من الأعباء الواجبة الخصم، و عليه حسب هذا المنطق، فإن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي تكون فيه نسبة الإقتراض (الإستدانة) أكبر ما يمكن و التي يتولد عنها حجم أكبر من الوفورات الضريبية.<sup>1</sup>

أما بالنسبة للتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال في ظل خضوع دخل المؤسسة للضريبة فتكون

$$K_o = [K_E \times P / P + D] + [K_d(1-T)D / P + D]$$

حيث :  $K_E$  : تكلفة الأموال الخاصة بعد الضريبة لمؤسسة مقترضة و التي تعطى صيغتها

$$K_E = K_E^* + (K_E^* - K_d)(1-T) \frac{D}{P}$$

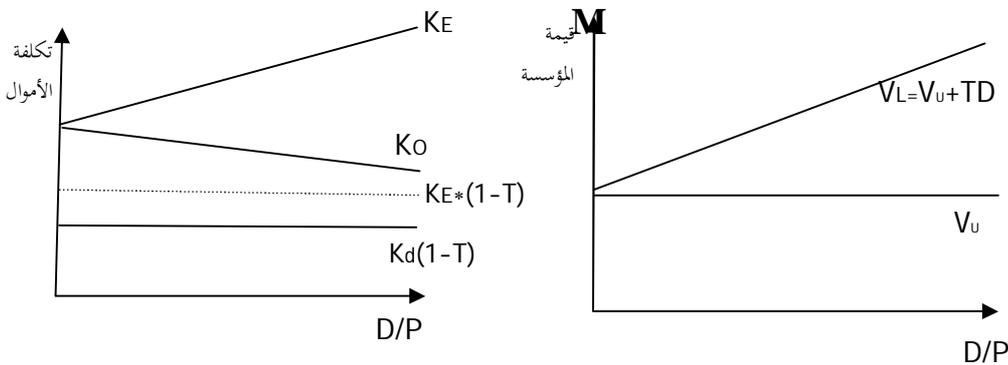
بتعويض عبارة  $K_E$  في المعادلة السابقة، فإن التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال تعطى بالشكل

$$K_o = K_E^* \left[ 1 - \frac{TD}{D + P} \right]$$

حيث تظهر المعادلة السابقة أن التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال هي على علاقة عكسية

مع نسبة القروض، فكلما زادت هذه النسبة إنخفض المقدار  $\left[ 1 - \frac{TD}{D + P} \right]$  و من ثم إنخفاض  $K_o$  بالتبعية، و بالتالي فإن أدنى قيمة للتكلفة المتوسطة المرجحة تكون عند الإعتماد بالكامل على القروض في التمويل، و تصبح المعادلة السابقة بالشكل التالي:  $K_E = K_E^*(1-T)$ ، و هو ما يوضحه الشكل التالي:

### الشكل رقم 10.2: تأثير الإستدانة على تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة في ظل مدخل M-



المصدر: S A Ross et autres , OP.Cit, p.526.

<sup>1</sup>- S A Ross et autres, "Finance Corporate", OP.Cit, pp.524-525.

و هكذا إتجه M-M في تصحيحهما للآراء السابقة إلى القول بأنه نتيجة خصم الفوائد لأغراض ضريبية تمكن المؤسسة من تخفيض تكلفة الأموال بزيادة درجة الرفع المالي، و بالتالي و من أجل تحقيق هيكل مالي أمثل، يجب على المؤسسة توظيف أكبر قدر ممكن من القروض، و هو ما يتعارض مع الواقع العملي، الذي يشير إلى أن المؤسسات لا تتجه إلى توظيف قدر كبير جدا من القروض، لأن المقرضين يحجمون عن إقراض المؤسسات ذات الدرجة العالية من الرفع المالي خوفا من مخاطر الإفلاس.<sup>1</sup>

### خامسا: نظرية العلاقات التوازنية

تقتضي نظرية العلاقة التعويضية أو التوازنية بأن القرار المحدد لنسبة الإقتراض، هو محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة، الذي تحدثه الوفورات الضريبية و التأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس و تكلفة الوكالة، بناء عليه سنعالج هذا العنصر على مرحلتين:

- المرحلة الأولى: إدخال تكلفة الإفلاس على نموذج M-M، و من ثم على معدل المردودية الأمثل؛
- المرحلة الثانية: و التي عرفت تعديلات في هذا النموذج بالأخذ بعين الإعتبار تكلفة الوكالة.

### أ- تأثير الإستدانة في ظل وجود تكلفة الإفلاس

تعطي الإستدانة للمؤسسة أثر إيجابي من حيث الرفع المالي الموجب و من حيث إرتفاع القيمة السوقية للمؤسسة بمقدار ما تحققه من وفورات ضريبية، لكن عندما تصل الإستدانة إلى حد معين تبدأ معها مخاطر الإفلاس بالظهور مصطحبة معها تكاليف الإفلاس متضمنة مجمل الخسائر التي تتعرض لها بسبب إنخفاض أدائها، قبل إظهار إفلاسها.<sup>2</sup>

و هنا تتكون تكلفة الإفلاس من تكاليف بعضها مباشر و بعضها غير مباشر، تتضمن التكاليف المباشرة المصاريف الإدارية و القانونية، هذا بالإضافة إلى الخسائر الناجمة عن بيع الأصول بقيمة أقل من قيمتها الدفترية، أما التكاليف غير المباشرة فتتمثل في إنخفاض أرباح المؤسسة، إما بسبب إنخفاض كفاءة التشغيل أو بسبب إرتفاع حجم الفوائد نتيجة زيادة الأموال المقترضة أو نتيجة إرتفاع معدل الفائدة الذي يطلبه المقرض.<sup>3</sup>

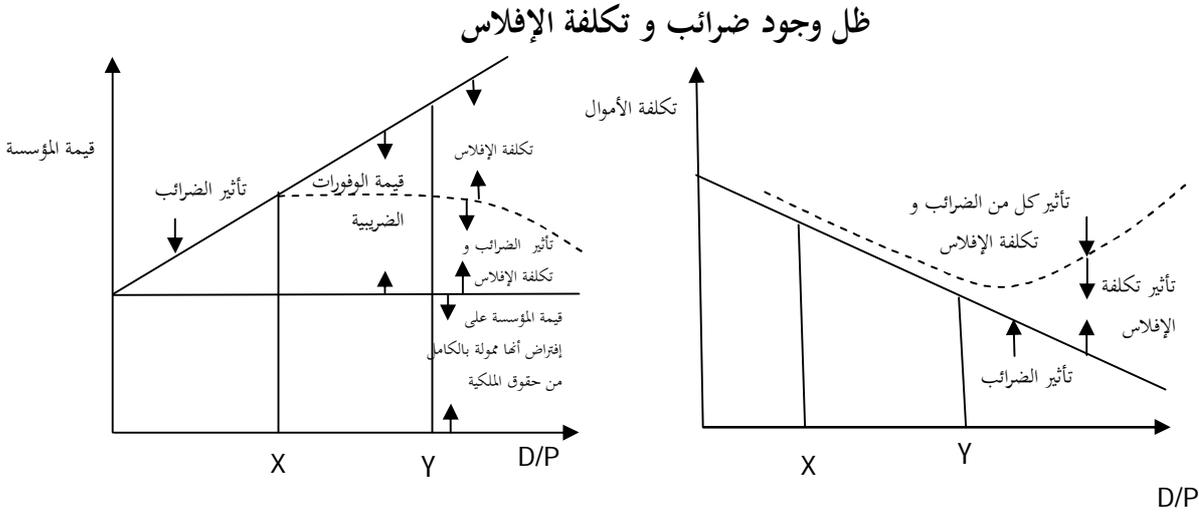
<sup>1</sup> - Robert Cobbaut, "Théorie financière", OP.Cit, p.390.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص.246.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص ص. 246-247.

فعندما تكون نسبة الإقتراض عند مستوياتها الدنيا، فإن مخاطر الإفلاس تزداد مع زيادة نسبة الإقتراض، و ذلك في علاقة خطية، تستمر العلاقة على النحو السابق إلى أن تصل نسبة الإقتراض إلى نقطة معينة بعدها تبدأ مخاطر الإفلاس في الإرتفاع بمعدل أكبر من معدل الزيادة في نسبة الإقتراض، وزيادة هذه المخاطر يترتب عنها زيادة في معدل العائد المطلوب على الإستثمار في أسهم و سندات المؤسسة، مما يعني إرتفاع تكلفة الأموال و بالتالي إنخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، و عليه تحدد نسبة الإقتراض الأمثل عند النقطة التي تكون عندها تكلفة الأموال عند حدها الأدنى، و هو ما يوضحه الشكل التالي.

### الشكل رقم 11.2: العلاقة بين نسبة الإستدانة إلى حقوق الملكية و تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة في ظل وجود ضرائب و تكلفة الإفلاس



المصدر: منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص 253-

.255

من خلال منحني تكلفة الأموال، نلاحظ أن تكلفة الأموال تستمر في الإنخفاض إلى غاية النقطة X، و هي النقطة التي تبدأ تكلفة الإفلاس عندها بالظهور، و قبل هذه النقطة تخضع تكلفة الأموال لتأثير الضرائب فقط، مما يترتب عليه إنخفاض في تلك التكلفة، بعدها تستمر تكلفة الأموال في الإنخفاض و لكن بمعدل أقل من ذي قبل، و ذلك بسبب أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفورات الضريبية، و هذا إلى غاية النقطة Y و هي النقطة التي تبدأ فيها تكلفة الأموال بالإرتفاع، و عند هذه النقطة تبدأ تكلفة الإفلاس في الإرتفاع و التي تفوق قيمتها قيمة الوفورات الضريبية.

و عليه فإن النسبة المثالية للإقتراض في ظل وجود تكلفة الإفلاس تحدد عند النقطة Y، و هي النقطة التي تبلغ فيها تكلفة الأموال حدها الأدنى و قيمة المؤسسة حدها الأقصى.

## ب- تأثير الإستدانة في ظل وجود تكلفة الوكالة

إن تعريف المؤسسة كمجموعة من العقود، كما سبق و أن ذكرنا ذلك، هو نتيجة إبرام الملاك لعقدين رئيسيين هما: أولاً توكيل مسيرين من أجل إدارة شؤون المؤسسة، ثانياً العقد المبرم مع الدائنين الذين تلجأ إليهم المؤسسة لتغطية إحتياجاتها التمويلية، فالملاك بهدف تأكدهم من أن الإدارة تسعى إلى تحقيق مصالحهم، يتكبدوا تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة، و هي تعد بمثابة مصاريف واجبة الدفع من أجل التأكد من حسن تأدية الوكلاء لمهامهم، كذلك الأمر بالنسبة للتعارض القائم بين الملاك و الدائنين، نتيجة إختلاف تفضيلات المخاطرة، من شأنه أن يولد تكاليف وكالة، فعلى أساس أن الإدارة تسعى في المقام الأول لخدمة مصالح الملاك و ليس المقرضين، بناءً على وجهة نظر كل من جيسن و مكلينج المعتمدة على نظرية المؤسسة، فمن المتوقع أن يؤدي الإفتراض إلى تشجيع الإدارة على إتخاذ قرارات إستثمارية تنطوي على قدر كبير من المخاطرة، و هو ما قد يضر بمصالح الدائنين، الذين يدركون جيداً نوباً الملاك، و بالتالي يصبح من الضروري القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة، حيث يطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضون من أجل القيام بعمليات المتابعة بتكاليف الوكالة، و التي عادة ما ينقلونها للملاك عن طريق رفع معدلات الفائدة على الأموال التي يقرضونها، الأمر الذي يجبر الملاك على رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الإستثمار، و النتيجة هي إرتفاع تكلفة الأموال و إنخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، و هو ما يوجب على الإدارة الموازنة بين العائد الذي يحصل عليه مصدر تمويلي معين و المخاطر التي يتعرض لها.<sup>1</sup>

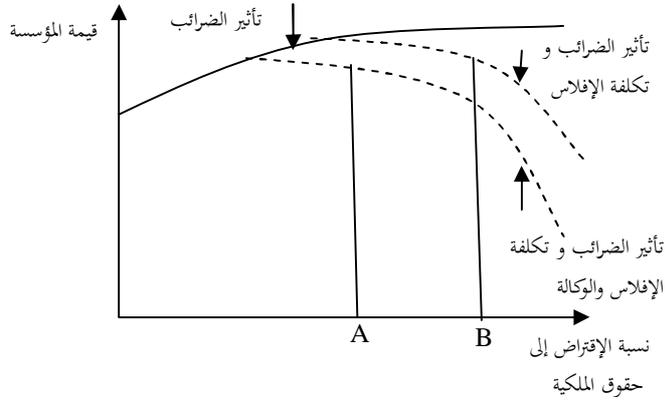
و أضاف بريجهام و جابنسكي Brigham et Gapenski عام 1987 أن رغبة الإدارة في إستغلال الدائنين لصالح الملاك قد تأخذ صورة إعادة تشكيل هيكل الأصول بالتخلص من تلك التي تنطوي على مخاطر منخفضة و عائد منخفض و إحلالها بإستثمارات تنطوي على مخاطر مرتفعة و عائد مرتفع - و هو ما يتطابق مع تحليل Williamson و قضية الإستثمار في أصول أكثر خصوصية - و في جميع الحالات يجني الملاك ثمار النجاح بينما قد يشارك الدائنين في الخسائر إذا ما تعرضت المؤسسة للإفلاس.<sup>2</sup>

بناءً عليه فإن ظهور تكاليف الوكالة إلى جانب تكاليف الإفلاس، يخفض من نسبة الأموال المقترضة داخل هيكل رأس المال، فكلما ظهر عنصر جديد للتكلفة كلما إنحنى منحني القيمة من الأعلى نحو الأسفل، و هو ما يوضحه الشكل التالي.

<sup>1</sup>- S A Ross et autres, "Finance Corporate", OP.Cit, p.557.

<sup>2</sup>- منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص ص 258-259.

## الشكل رقم 12.2: قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة مع وجود تكاليف للإفلاس و الوكالة

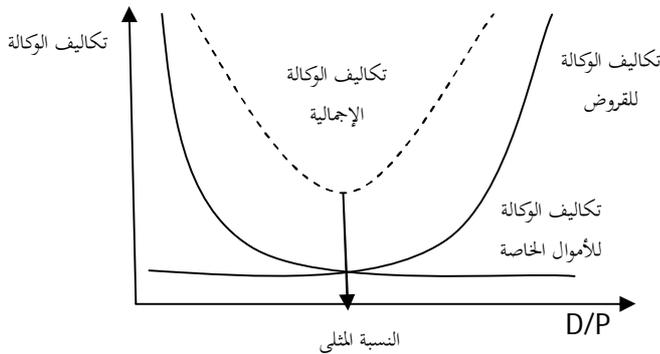


المصدر: منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص.260.

من خلال الشكل السابق نلاحظ أن نسبة الإقتراض المثالية التي تكون عندها قيمة المؤسسة عند حدها الأقصى و تكلفة الأموال عند حدها الأدنى، قد إنخفضت من النقطة B إلى النقطة A ، مع ملاحظة أن هذه النقطة تتعادل عندها الوفورات الضريبية الناجمة عن الإقتراض مع مجموع تكلفة الإفلاس و الوكالة، و بعد هذه النقطة يحدث العكس و تنخفض قيمة المؤسسة بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الوكالة.

و العرض السابق يعد محاولة لإظهار العلاقة بين تكاليف الوكالة و الرفع المالي ممثلا في نسبة القروض إلى الأموال الخاصة، و الشكل التالي يظهر العلاقة السابقة.

## الشكل رقم 13.2: تأثير نسبة القروض إلى الأموال الخاصة على تكاليف الوكالة



المصدر: Jacques Teulie , Patrick Topsacalian, OP.Cit, p.330.

من خلال الشكل السابق، نلاحظ أن تكلفة الوكالة للقروض على علاقة طردية مع نسبة الإستدانة، ذلك أن كبر حجم القروض يؤدي بالدائنين إلى إتخاذ قرارات أكثر صرامة و يزيد من

حرص الدائنين على عدم خسارة أموالهم عن طريق رفع معدلات الفائدة على القروض، و بالتالي إرتفاع تكلفة الوكالة للقروض، أما بالنسبة لتكاليف الوكالة للأموال الخاصة ففتحها نحو الإنخفاض كلما إرتفعت نسبة الإستدانة إلى الأموال الخاصة، ذلك أن حجم الأموال الخاصة يتناقص لصالح الأموال المقترضة لتنتقل بذلك مهمة مراقبة الإدارة للدائنين، و عليه تتحقق النسبة المثلى للإستدانة عندما تبلغ التكاليف الإجمالية للوكالة حدما الأدنى.<sup>1</sup>

و في الأخير، و بناءا على ما سبق، فإن على مؤيدي نظرية العلاقات التوازنية أن يعترفوا بأنه من الصعب على المسير أن يصيغ في صورة كمية دقيقة العوائد و التكاليف المصاحبة للإقتراض، بما يمكنه من إحداث التوازن، الذي في ظله تصل القيمة السوقية للمؤسسة إلى أقصى حد لها، غير أن هذا لا يمنع من قبول وجهة النظر التي تقضي بأن هناك هيكل مالي أمثل لكل مؤسسة، يتغير عبر الزمن مع التغير الذي يطرأ على ظروف المؤسسة و على أسواق رأس المال.<sup>2</sup>

و في الأخير، و حتى و إن لم تزودنا نظرية العلاقات التوازنية بتحديد كمي للهيكل التمويلي الأمثل، إلا أنها زودتنا بثلاثة مؤشرات هامة تضمن سلامة إتخاذ القرار بشأن الهيكل التمويلي، و هي: مستوى المخاطر، تركيبة الأصول، مستوى الربحية.

### سادسا: نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل ( نظرية التمويل السلمي)

أشار مايرز Myers عام 1984 إلى أن الهيكل المالي هو ببساطة النتيجة التراكمية للقرارات المالية، و السؤال الجوهرى هو كيف لهذه القرارات، بدون أن تتدخل في تحديد الخليط المستهدف من القروض و حقوق الملكية، أن ترتب أفضلية مصادر التمويل إنطلاقا من التمويل الداخلى ( التمويل الذاتى) أولا ثم التمويل الخارجى ( الديون و الأسهم العادية)، و في الحالة الأخيرة فإن المؤسسة تفضل الديون على الأسهم العادية، مما يعني أن منطق هذه النظرية ينطلق من تفضيل التمويل الداخلى على التمويل الخارجى.<sup>3</sup>

و السبب في وقوع التمويل الداخلى في قمة سلم التفضيل، يكمن في أنه مصدر عادة ما لا يواجه بالمعارضة، إضافة إلى أنه يعفي المدراء من السعي للإتصال بالمقرضين و المستثمرين المحتملين، كما يبعد المؤسسة عن الوقوع تحت تأثير منطق سوق رأس المال في حالة إصدار المزيد من الأسهم، فإصدار السندات

<sup>1</sup> - Jacques Teulie, Patrick Topsacalian, " Finance ", OP.Cit, pp.329-330.

<sup>2</sup> - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص.299.

<sup>3</sup> - S A Ross et autres, " Finance Corporate", OP.Cit, pp.561-562.

مثلا ينطوي على معارضة أقل كما أن تكلفة الإصدار المصاحبة لها عادة ما تكون أقل، و ذلك مقارنة بإصدار الأسهم العادية، بناءً عليه من الأفضل للمؤسسة أن تعطي الأولوية في التمويل للأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم عادية أو اللجوء إلى الإقتراض، و يرجع ذلك إلى كون السياسة المالية تقضي بعدم زيادة نسبة الأموال المقترضة، بل يرجع إلى أنها ليست في حاجة إلى ذلك، طالما أنه بإمكانها تغطية احتياجاتها بإحتجاز جزء من الأرباح، و العكس صحيح إذا كانت المؤسسة تحقق مستوى منخفض من الربحية، ليس هذا فقط، بل قد يكون من الأفضل لها أن تعمل على توفير سيولة لمواجهة الظروف الطارئة، و ذلك على شكل نقدية أو أوراق مالية سهلة التسويق، حتى لا تضطر إلى إصدار أسهم عادية.<sup>1</sup>

إضافة إلى ذلك، فمن بين أسباب تفضيل التمويل الداخلي و عدم إصدار أسهم جديدة، هو أنه في ظل نقص المعلومات عند المستثمرين مقارنة بما لدى الإدارة، سوف يظل المستثمرون يفسرون قرار الإصدار على أنه نتيجة أن القيمة السوقية للسهم مغال فيها، و أن الإدارة تسعى لإستغلال المستثمرين المحتملين لصالح المستثمرين القدامى، و كل ما سبق يصب في التطورات التي حدثت بخصوص شروط إحترام التسلسل الهرمي أو إحترام أفضليات التمويل الموضحة في هذه النظرية، و التي درست بشكل خاص من قبل Leary et Roberts عام 2005 ، Fama et French عام 2002 ، Frank et Goyal عام 2003 ، Wilson et Waison عام 2002 و غيرها من الأعمال النظرية الأخيرة التي أكدت أن إحترام أفضليات التمويل حسب هذه النظرية قد يكون أيضا نتيجة لأحدث أخرى كالمشاكل المرتبطة بالمعلومات غير المتماثلة و تكاليف الوكالة، تضارب المصالح... إلخ.<sup>2</sup>

### سابعاً: نظرية الإشارة ( نظرية عدم تماثل المعلومات )

بالرجوع إلى النظريات السابقة، نجد أن مداخل مدجلياني و ميلر وضعت الأموال المقترضة في المقدمة بغرض الإستفادة من الوفورات الضريبية، بينما وضعت نظرية ترتيب أفضليات مصادر التمويل الأرباح المحتجزة في المقدمة لأسباب سبق ذكرها، و من هذا التعارض توصل ستيفورات مايرز إلى نظرية عدم تماثل المعلومات، و هي نظرية وفرت مناخ ملائم لتفسير النظرية السابقة.<sup>3</sup>

فالإفتراض الذي إنطلق منه مايرز أسقط فرض تماثل المعلومات لمدجلياني و ميلر، كما أسقط مفهوم السوق الكامل الذي يقضي بأن جميع المتعاملين لديهم نفس القدر من المعلومات، فالإفتراض الذي إنطلق منه يتسم بواقعية أكثر، من حيث أن الإدارة لديها معلومات أكثر من تلك المتوفرة لدى المساهمين )

<sup>1</sup> - Ibid, pp.562-563.

<sup>2</sup> - S A Ross et autres, " Finance Corporate", OP.Cit, pp.563-564.

<sup>3</sup> - منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، مرجع سبق ذكره، ص.306.

(الملاك)، و هو ما وفر مناخ لتفسير نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل، التي يتم الإشارة إليها بأشكال عديدة منها: سياسة توزيع الأرباح، إصدار أسهم عادية، مستوى الإستدانة... إلخ، و عليه بإمكان المدراء في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة و فعالة تميزها عن المؤسسات الأخرى ذات الأداء الأقل، خاصة في ظل صعوبة تقليده من طرف مؤسسات ضعيفة.<sup>1</sup>

و بالتالي تقضي نظرية عدم تماثل المعلومات بأن التمويل بالأموال المقترضة أفضل بكثير من التمويل بإصدار أسهم عادية، ليس بسبب الوفورات الضريبية على فوائد القروض، و لكن بسبب التأثير السلبي لإصدار الأسهم العادية على الملاك القدامى، إنطلاقاً من فرضية عدم تماثل المعلومات، مما يجعل إصدار الأسهم العادية لا يكون إلا في حالة وجود فرصة إستثمارية غير عادية لا ينبغي تفويتها، أو أن الإدارة تسعى لخدمة مصالح حملة الأسهم الحاليين، بل أكثر من ذلك تقضي النظرية الإعتماد كلما أمكن على الأرباح المحتجزة في التمويل، قبل اللجوء إلى الأموال المقترضة، بدون الإفراط في ذلك، حتى تبقى على طاقة إقتراضية إحتياطية تستعملها في الظروف الطارئة، حتى لا تضطر إلى إصدار أسهم عادية جديدة.<sup>2</sup>

### الفرع الثالث: الإستدانة و تأثير هيكل الملكية

إن ما تناولناه سابقاً يندرج في إطار إلقاء الضوء على المكانة التي حضي بها متغير الإستدانة، و كيف أخذ هذا الأخير أهمية إختلفت أبعادها بإختلاف المداخل المتناولة لهذا العنصر، الأمر الذي جعلنا نختار عنصر الإستدانة للتعبير عن الهيكل المالي و محاولة دراسة الأثر الذي من الممكن أن يحدثه هيكل الملكية كأحد محددات تركيبة رأس المال على هذا العنصر، أضف إلى ذلك أن خصائص حقوق الملكية من حيث تركيزها و تشتتها، تتحكم فيها عوامل مؤسسية تتعلق بنظام حوكمة المؤسسات ككل، هذه العوامل ترتبط بالإطار المؤسسي الذي يحدد درجة تطور الأسواق المالية و قنوات التمويل المتاحة بشكل عام أمام المؤسسات، و هو العنصر الذي تناولناه في المطلب الثاني و المطلب الثالث من هذا البحث، مما يعني أن لعنصر الإستدانة تأثير كبير في تحديد شكل الهيكل التمويلي، خاصة من حيث إستعماله من قبل المسيرين أو من قبل كبار المساهمين كوسيلة لتحقيق أهدافهم، بناءً عليه سنتناول في هذا العنصر تأثير هيكل الملكية - بالتركيز على الملكية المركزة بصفة عامة و/أو الملكية الإدارية- بإعتباره متغير مستقل، على الإستدانة بإعتبارها متغير تابع، من خلال التطرق إلى تأثير ملكية كبار المساهمين و الملكية الإدارية على الهيكل المالي، من خلال عنصر الإستدانة، و قبل التطرق لذلك لا بد من توضيح الدور الذي من الممكن أن تلعبه سياسة الإستدانة في حل التعارض القائم بين المساهمين و المسيرين بالإضافة إلى الدور الإنضباطي الذي تمارسه على المسيرين.

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص. 306-312.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص. 314.

## أولاً: دور الإستدانة في حل تعارضات المصالح

إذا تمعنا في نظام حوكمة المؤسسات، نجد لا يقتصر فقط على الآليات الداخلية و الخارجية للحوكمة، كما رأينا ذلك سابقاً، ففي الواقع هذا النظام يتكون من جميع الوسائل الدائمة التي تضمن حماية حقوق المستثمرين و حقوق جميع الأطراف ذات المصلحة، فالمساهم يتوقع الحصول على عوائد من وراء استثمار أمواله، نفس الشيء بالنسبة للمقرض فإنه يتوقع تحقيق نتائج إيجابية يحصل من خلالها على فوائده، و بالتالي فإن سياسة الاستدانة تنشئ تعارض و تباعد في المصالح بين المسير و مختلف الأطراف ذات المصلحة، فمن جهة تخفيض تكاليف الوكالة يتحقق عند مستوى معين للإستدانة، و من جهة أخرى فإن السياسة المالية الخاصة بالمؤسسة يمكن أن تشكل إشارة نعرف من خلالها نوباً المسير بالإعتماد على مدى تخفيض تعارضات المصالح، في هذا العنصر سنناقش دور الإستدانة في تأكيد الدور الإنضباطي للمسير، حل مختلف التعارضات القائمة بين مختلف الأطراف ذات المصلحة.

### أ- الإستدانة و دورها الإنضباطي

إن الدور الإنضباطي للمسير ينطلق من فكرة فحواها أن المسير، إذا ترك له القرار، يفضل إستعمال الأموال الخاصة بدلاً من الإستدانة لتمويل إستثمارات المؤسسة، فالمسير يتخوف دائماً من الرقابة الناتجة عن زيادة الإستدانة، لأن زيادة هذه الأخيرة تجبر هذا الأخير على إظهار فعالية أكثر في التسيير من أجل تحقيق مردودية مرتفعة تسمح بتسديد مستحقات الإقتراض، و العكس صحيح في حالة ما إذا كان كبار المساهمين هم من يتحكمون في القرار التسييري في المؤسسة، أي أنهم يفضلون الإستدانة بشكل أكبر لأنها تعمل على زيادة القيمة السوقية للمؤسسة، و هنا يظهر تعارض بين المسيرين و المساهمين بخصوص تفضيل الإستدانة.<sup>1</sup>

ففي عام 1986 درس حسن Jensen مميزات الإستدانة، و خلص إلى أن هذه الأخيرة تعتبر كأداة تحت المسير على إدارة المؤسسة بطريقة فعالة تضمن من خلالها تسديد الديون و الدفع المنتظم للفوائد، و هو ما يجبر المسير على التخلي عن الإستثمارات عديمة المردودية خوفاً من مخاطر الإفلاس، و بالتالي نستطيع القول أن الإستدانة تعمل على تخفيض تكاليف الوكالة، من خلال تخفيض صافي التدفق النقدي المتاح أمام المسيرين، و بالتالي التخفيض من السلطة التقديرية للمسير، مما يعني تحقيق إنضباط أكثر لهذا الأخير، ففي عام 1990 أظهر Stulz أن التعارض القائم بين المسيرين و المساهمين يتولد عندما يختار المسير الإستثمارات التي يتولد عنها تدفق نقدي حر ( أي

<sup>1</sup>- Aswath Damodaran , "Finance d' entreprise : Théorie et pratique", OP.Cit, p.731.

يكون في متناول المسير)، و في هذه الحالة يمكن للمسير التغاضي عن توزيع الأرباح، و بدلا من ذلك يتجهون إلى الإستثمار في المشاريع عديمة المردودية، من أجل تبرير إمتلاكهم للتدفق النقدي السابق، و بالتالي فإن إجبار المسيرين على دفع الديون و أقساط الفوائد يخفض من كمية التدفق النقدي الحر المتاح أمام هذا المسير المتجذر.<sup>1</sup>

### ب- دور الإستدانة في حل النزاعات

إن المداخل المتناولة سابقا، خاصة مدخل ميلر و ميدجلياني Modigliani et Miller ، إنطلقت من فرضية عدم وجود تعارض في المصالح بين مختلف الأطراف ذات المصلحة، و هو ما لا نستطيع تحقيقه على أرض الواقع، و هو ما دعى بالكثير من الكتاب إلى الإهتمام بعنصر الإستدانة، و لكن بالأخذ بعين الإعتبار مختلف التعارضات القائمة بين الأطراف ذات المصلحة، و من بينهم روزيف Rozeff عام 1982 و إيستبرك Easterbrook عام 1984، حيث أظهر أن سياسة توزيع الأرباح يمكنها أن تشكل وسيلة لمراقبة المسيرين عن طريق الإستدانة، و ذلك بقبول أي مستوى للتوزيع طالما أنه لا يترك للمسير سوى التدفق النقدي الذي يكفي لتغطية الإحتياجات الإستثمارية، و بصفة خاصة دفعات الدين و الفوائد، و بالتالي يستعمل الإستدانة كوسيلة لتحقيق إنضباط أكثر للمسير.<sup>2</sup>

ففي عام 1991 أظهر كل من سيرري ورافد Sarig et Ravid وجود علاقة بين سياسة الإستدانة و القيمة السوقية للمؤسسة، ذلك أن الوضع المعتاد يشير إلى أن المؤسسات ذات القيمة المرتفعة تكون إستدانتها أكثر، لكن مع أخذ وضعية عدم تماثل المعلومات بعين الإعتبار فإن نفس المؤسسات السابقة تستعمل الإستدانة بشكل أقل في حالة إرتفاع قيمتها السوقية، مقارنة بحالة ما إذا كانت المعلومات متاحة للجميع و بشكل كامل.<sup>3</sup>

من جهة أخرى إذا كانت الإستدانة تساهم في حل التعرض القائم بين المسير و المساهم، فإنها تساهم من جهة أخرى في خلق تعارضات أخرى بين الدائنين و المساهمين، و بالتالي مصدرا لتكاليف وكالة من نوع آخر، ذلك أن التدفقات النقدية التي ستحققها المشاريع الخطرة ستزيد من القيمة السوقية للمؤسسة، فإذا حققت المشاريع الخطرة عوائد فإن جميع الفوائد ستعود على المساهمين، أما إذا لم تحقق هذه المشاريع الخطرة عوائد فإن المقرض سيشارك في التكلفة، و هذا ما

<sup>1</sup> - Hubert de la Bruslerie, OP.Cit, pp.224-225.

<sup>2</sup> - Robert Cobbaut, "Théorie financière", OP.Cit, p.427.

<sup>3</sup> - Ibid, pp.427-429.

يجعل هذا الأخير يضع محددات و يستخدم أساليب رقابية خوفا من أن يقوم المسير بتصرفات لصالح المساهمين، فمثلا يستطيع المقرض أن يضع شروطا فيما يتعلق بقدرة المؤسسة على الإقتراض في المستقبل، أو يضع محددات على توزيع الأرباح، و بالتالي يمكن القول أن لسياسة الإستدانة أهمية كبيرة يظهر تأثيرها في سلوك المسير.<sup>1</sup>

و في الأخير يمكن القول أن الإستدانة أداة فعالة في تخفيض تكاليف الوكالة و بالتالي تقرب مصالح كل من المساهمين و المسيرين، ذلك أن زيادة المديونية البنكية، على سبيل المثال، تساهم في زيادة الرقابة المنفذة من قبل هذا البنك، كما أن دفع الفوائد في آجالها المحددة، يخفض من إمكانية الإستثمار غير الأمثل من جانب المسير، نظرا لأن ذلك من شأنه تخفيض التدفق النقدي المتاح، مما يدل على أن عقد الإستدانة من شأنه التأثير على منصب المسير، إذا ما حدثت تصفية إستجابة لمطلب البنك.<sup>2</sup>

### ثانيا: أثر الملكية الإدارية على الإستدانة

بعد تعرفنا على الدور الذي من الممكن أن تلعبه الإستدانة في تقرب مصالح كل من المسيرين و المساهمين، و في خلق نزاع بين المساهمين و الدائنين، في هذا العنصر سنحاول دراسة دور الإستدانة لكن على إفتراض وجود ملكية إدارية - أي إمتلاك المسير أو أعضاء مجلس الإدارة لنسبة من رأس مال المؤسسة-، و هل التأثير السابق و النتائج التي توصلت إليها المداخل السابقة بخصوص عنصر الإستدانة تبقى على حالها بدخول هذا المتغير الجديد.

في البداية لا بد من توضيح أن هيكل الملكية يعتبر من المحددات المهمة التي تعرف مدى إنفصال السلطة عن التسيير في المؤسسات، فإختيار الهياكل المشتتة أو المركزة يرتبط بمحاسن و بتكاليف تنتج عن إختيار كل هيكل، فتشتت الملكية يسمح بإمتلاك جزء من أسهم المؤسسة سواء من طرف المستثمرين الأفراد أو من طرف المسيرين، كما يعطي فرصة الإستفادة من توزيعات الأرباح، السيولة و فرص التنوع، لكن إنطلاقا من التعارض القائم بين المسيرين و المساهمين، فإن تشتت المساهمين يفقد إمكانية قيام هذا الأخير بمهام الرقابة المباشرة على المسيرين، مما يجعل تبني آليات للرقابة مكلف بالنسبة لهؤلاء المساهمين الأفراد، و في هذا الإطار أظهرت العديد من الدراسات الميدانية، أمثال دراسة بلوتن و فونترن Bolton et Von Thadden عام 1998، رويل و بيغون Pagano et Roell عام 1998، شليفير و فيزهاني

<sup>1</sup> - Hubert de la Bruslerie, OP.Cit, pp.226-227.

<sup>2</sup> - Aswath Damodaran , "Finance d' entreprise : Théorie et pratique", OP.Cit, pp.731-732.

Shleifer et Vishny عام 1986 ، تحول مشاكل الوكالة التقليدية القائمة بين المساهمين و المسيرين إلى مشاكل وكالة من نوع آخر تربط بين المساهمين الصغار و المساهمين الكبار في هذا النوع من الهياكل، و هذا لسببين رئيسيين:<sup>1</sup>

- أن هياكل حوكمة المؤسسات تحمي و تشجع بروز نوع من أنواع المساهمين المسيطرين من أصحاب مآخذ الرقابة؛
- النظام القانوني لا يحمي المساهمين الصغار.

و بالتالي ما يمكن قوله بخصوص الملكية الإدارية أنها تأثر بشكل معتبر على أداء المؤسسات، حسب تشتت أو تركيز الملكية في نظام حوكمة المؤسسات، إنطلاقا من الدور الذي من الممكن أن تلعبه، ذلك أن هيكل الملكية له تأثير مباشر على إنضباط المسيرين.<sup>2</sup>

و في إطار دراسة التأثير الذي من الممكن أن تمارسه الملكية الإدارية على أداء المؤسسات المالي و من ثم على عنصر الإستدانة، هناك أربعة إتجاهات تناولت هذا التأثير هي:<sup>3</sup>

### - إتجاه تقارب المصالح *Thèse de convergence des intérêts*

أنشئ هذا الإتجاه من طرف بيرل و مانس Berle et Means عام 1932 و طور من طرف حسن و مكليج Jensen et Meckling عام 1976، ملخص هذا الإتجاه هو أنه كلما كانت النسبة المملوكة من طرف المسير كبيرة كلما كان أداء المؤسسة جيد، و هو ما تم تأكيده من طرف أبحاث أخرى مثل دراسة لتشيرغ و باليا Lichtenberg et Palia عام 1999 التي أظهرت أن تغيرات الملكية الإدارية ترتبط إيجابيا بالتغيرات الحاصلة في الإنتاجية، مما يعني أن الملكية الإدارية تؤثر بشكل إيجابي في تحسين الإنتاجية، و هو ما ينعكس في الأخير على قيمة المؤسسة السوقية.

### - إلغاء تأثير هيكل الملكية *La thèse de la neutralité de la structure de propriété*

و ينطلق هذا الإتجاه من أن هيكل الملكية لا يملك أي تأثير على أداء المؤسسات، من منطلق أن الرقابة الممارسة من طرف مجلس الإدارة على المسيرين تعتبر كافية لتضع شروطا أو قيودا خارجية و داخلية تجبر المسير على الإدارة بالشكل الذي يعظم ثروة الملاك.

<sup>1</sup>- Hamid Ullah, "Corporate governance capital structure and firm value", (Great Britain: Lap Lambert Academic publishing, 2012), pp.34-38.

<sup>2</sup>- Hubert de la Bruslerie , " Finance d'entreprise", OP.Cit, pp.233-234.

<sup>3</sup>- Ibid, pp.231-232.

## - إتجاه التجذر *La thèse de l'enracinement*

على عكس الإتجاه الأول و الثاني، إتجاه التجذر ينطلق من فكرة مفادها أن المسير الذي يمتلك حصة معتبرة من رأس مال المؤسسة يلجأ إلى التحكم في جميع الوسائل الرقابية الموضوعة أمامه، بهدف تحقيق منافعه الشخصية و إدارة المؤسسة في خدمة تلك المنافع.

## - وجود علاقة غير منتظمة بين هيكل الملكية و الأداء

### **La thèse de l'existence d'une relation non monotone entre structure de propriété et performance**

العديد من الدراسات، خاصة دراسة شليفير و فيزهاني و مورك Shleifer et Vishny et Morck عام 1988، أكدت أنه لا توجد علاقة خطية منتظمة بين الملكية الإدارية و أداء المؤسسات، حيث أظهرت النتائج أن تركز نسبة الملكية الإدارية في مستوى أقل من 5% من رأس المال يؤكد إتجاه تقارب المصالح، و من 5% إلى 25% تؤكد إتجاه التجذر، و أكثر من 25% تؤكد إتجاه تقارب المصالح في مستواه الأقصى (أي الرجوع تدريجياً إلى عدم انفصال الملكية عن التسيير).

إنطلاقاً مما سبق يمكن القول أن نسبة الملكية الإدارية قد يكون لها تأثير عكسي على حجم تكاليف الوكالة، و يعتمد ذلك على مدى الرقابة الخارجية الممارسة على الإدارة، فقد أظهرت دراسة بيسفورد Bailsford عام 2002 أن العلاقة بين الملكية الإدارية و نسبة الإستدانة هي علاقة غير خطية، حيث ترتفع نسبة المديونية بإنخفاض نسبة الملكية الإدارية لتعمل بذلك على تخفيض التضارب في المصالح، أما عندما ترتفع نسبة الملكية الإدارية فإن ذلك يؤدي إلى زيادة إنتهازية المسير في سعيه لتحقيق مصالحه الشخصية، مما يؤدي بالإدارة إلى تخفيض نسبة المديونية في هيكلها المالي.<sup>1</sup>

حيث أظهر كل من فيرند و لنك Friend et Lang عام 1988، فيرند و هبسرود Friend et Hasbrouck عام 1988، جيسن، سيربوق و زورن Jensen, Solberg et Zorn عام 1992، أن إمتلاك المسيرين لنسبة معتبرة من رأس المال يعرضهم لمخاطر عدم التنويع، و بالنتيجة تنخفض نسبة الإستدانة من أجل تخفيض الخطر الذي يعترض المؤسسة، كما أظهر من جهة أخرى كل من باو، أولفر و بيسفورد Bailsford, Oliver et Pua عام 2002 أن إنخفاض نسبة الملكية الإدارية يرتبط إيجابياً بمستوى الإستدانة، إذا إعتبرنا هذه الأخيرة أداة لتقريب مصالح كل من المساهمين و المسيرين، لكن إرتفاع نسبة الملكية الإدارية يخفض من نسبة الإستدانة، ذلك أن المسير يبحث عن تخفيض المخاطر التي تعترضه،

<sup>1</sup>- Sanjiva Prasad, Christopher J Green, "Company financing, capital structure, and ownership: A survey and implications for developing economies", (USA : Vienna , 2001), pp.42-45.

بهدف الاستفادة من مزايا التجذر، إضافة إلى ذلك أظهر العديد من الكتاب أن العلاقة بين ملكية كبار المساهمين و الإستدانة تتغير حسب مستوى نسبة ملكية المسيرين في رأس المال، فعند مستويات منخفضة لهذه الأخيرة، فإن تأثير ملكية كبار المساهمين من خلال القيام بمهام الرقابة يؤدي إلى وجود علاقة موجبة أو إيجابية بين رأس المال المملوك من طرف كبار المساهمين و الإستدانة، أما عند مستويات مرتفعة للملكية الإدارية، فإن التجذر الممارس من قبل هؤلاء المسيرين يركز في أساسه على تقييد أنشطة الرقابة، و في هذه الحالة تكون العلاقة بين نسبة ملكية كبار المساهمين و الإستدانة في مستوياتها الدنيا.<sup>1</sup>

### ثالثا: أثر تركيز الملكية على الإستدانة

في عام 2004 توصل دي لبريلير De La Bruslerie إلى وجود علاقة خطية بين كبار المساهمين ( أصحاب الكتل الرقابية ) و الإستدانة، ففي حالة تركيز الملكية بين عدد قليل من المساهمين، فإن هذه الحالة تدفع هؤلاء المساهمين إلى رفع قدراتهم الرقابية عن طريق تلبية إحتياجاتهم التمويلية المستقبلية عن طريق الإستدانة، بهدف الحفاظ على سيطرتهم و قوتهم الرقابية في هذه المؤسسة، و هو ما يدفعهم إلى تحقيق مصالحهم على حساب صغار المساهمين، و بالتالي تسخير ثروات المؤسسة لخدمة مصالحهم، و هو ما ينطبق على حالة دول إقتصاديات الإستدانة.<sup>2</sup>

ففي عام 2002 إختبر كل من كليزنس و آل Claessens et Al، بالإسقاط على عينة من المؤسسات الآسيوية، تأثير هيكل الملكية على قيمة المؤسسة، و أظهر أن تركيز الملكية في يد كبار المساهمين يؤدي إلى رفع قيمة المؤسسة ( القيمة السوقية للسهم ) و هو ما ينعكس في الأخير على رفع ثروة هؤلاء المساهمين، و العكس صحيح في حالة تشتت الملكية أين تؤثر بشكل سلبي على قيمة المؤسسة، بسبب السلوك التجذري الذي من الممكن أن يمارسه المسير، و بالتالي فإن تركيز الملكية في يد مجموعة من كبار المساهمين يؤثر بشكل إيجابي على قيمة المؤسسة.

و بالإعتماد على فرضيات التجذر، و على فكرة تعارض المصالح، فإن هيكل الملكية المتميز بكبار المساهمين يؤثر عند مستويات مختلفة للإستدانة على حسب الحصة المملوكة من قبل هؤلاء المساهمين، فإذا كانت النسبة المملوكة لا تتمركز في مستوياتها العليا، في هذه الحالة إستعمال الإستدانة بشكل كبير يكون بهدف الحد من اللجوء إلى طرح أسهم جديدة، التي ستساهم في تخفيف حدة تركيز الملكية في يد هؤلاء

<sup>1</sup>- Silke Runger, "The effect of shareholder taxation on corporate ownership structures", (USA : Springer , 2014), pp.5-10.

<sup>2</sup>- Ibid, pp.8-11.

المساهمين، و بالتالي التأثير في شدة و حجم الرقابة الممكن ممارستها من قبل هؤلاء المساهمين و التي تستعمل كوسيلة للتصدي لماخذ الرقابة العدائية.<sup>1</sup>

إضافة إلى ذلك فإن مخاطر الإفلاس المرتبطة بزيادة الإستدانة، إضافة إلى مخاطر التنويع المرتبطة بهؤلاء المساهمين الكبار، تدفع هذا الأخير إلى تجاوز المخاطر السابقة عن طريق الحد من مشاكل التنويع و تخفيض مستوى الإستدانة، و هو ما دعى بالكثير من الكتاب إلى إستنتاج أن العلاقة بين ملكية كبار المساهمين و الإستدانة تأخذ علاقة غير خطية.<sup>2</sup>

و في الأخير يمكن القول أن الدراسات القليلة التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية و الهيكل المالي و ذلك مقارنة بالدراسات التي تناولت العلاقة بين الهيكل المالي و الأداء، أظهرت تضاربا واضحا في النتائج، و هو ما يجعلنا ننظر إلى هذه العلاقة من خلال مجموعة من المسلمات أولها: أن تركز الملكية يعمل على تخفيض فرص الإنتهازية و نزعة المسيرين لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة المساهمين، مما يؤدي إلى تخفيض التضارب في المصالح بشكل عام، فإذا قام كبار المساهمين بمراقبة أداء المسيرين، فمن المتوقع أن لا يعمل هذا الأخير على تعديل نسبة الإستدانة بما يحقق مصالحه الخاصة، مما يدل على أن المؤسسات التي عليها رقابة شديدة من قبل المساهمين، عادة ما تكون نسبة المديونية فيها مرتفعة، ثانيا: أنه بسبب رغبة المسيرين في الإحتفاظ بوظائفهم، فإن من مصالحهم أن تستمر المؤسسة، مما يعني أنهم يرغبون بمديونية منخفضة للتقليل من مخاطر إفلاس المؤسسة، ثالثا: ينظر إلى نسبة المديونية من قبل المساهمين على أنها عامل ضغط و عامل سيطرة على إدارة المؤسسة، و بالتالي فزيادة هذه النسبة يعمل على تقريب مصالح كل من المسيرين و المساهمين، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة.<sup>3</sup>

### المبحث الثالث: تأثيرات هيكل الملكية في إطار مدخل الأهداف

إن تناولنا لأنظمة حوكمة المؤسسات في الفصل السابق كان بهدف إظهار أهمية عنصر هيكل الملكية في تمييز الأنظمة السابقة، و مدى إنعكاس ذلك على آليات عمل آليات حوكمة المؤسسات في كل نظام، و هو ما ظهر بشكل جلي عند دراسة بعض النماذج الدولية على المستوى العالمي، و التي ركزنا فيها على بعض الآليات هي: مجلس الإدارة، الحماية القانونية لحقوق المساهمين و الإفصاح و كيف يؤثر إختلاف عنصر هيكل الملكية على

<sup>1</sup>- Sanjiva Prasad, Christopher J Green, OP.Cit, pp.43-44.

<sup>2</sup>- Sanjiva Prasad, Christopher J Green, "Company financing, capital structure, and ownership: A survey and implications for developing economies", OP.Cit, p.44.

<sup>3</sup>- Vedat Mizrahi, "Ownership structure, Corporate governance, and firm performance", (Great Britain: Lap Lambert Academic publishing, 2011), pp.61-65.

آلية إشتغالها، في هذا المبحث سنحاول دراسة فعالية الآليات السابقة و ذلك بالأخذ بعين الإعتبار هيكل الملكية- بالتركيز على الملكية الإدارية و تركز الملكية - و مدى تأثيره على فعالية الآليات السابقة، وذلك بالإعتماد على مبادئ حوكمة المؤسسات كمعيار، بخصوص مبادئها المتعلقة بمجلس الإدارة، حماية حقوق المساهمين و الإفصاح.

## المطلب الأول: مجلس الإدارة و تأثيرات هيكل الملكية

يوجد في قلب أي نظام من نظم حوكمة المؤسسات مجلس ( أو مجالس) لإدارة المؤسسة تكون مهمته هي توجيه شؤون المؤسسة و الإشراف عليها، و إذا ما نظر إلى المجلس بإعتباره هيئة للرقابة من خلال التمثيل فإنه يتعين الإمام بالعديد من الترتيبات التنظيمية الممكنة و مدى إتساقها مع نظام حوكمة المؤسسات القائم، بالأخذ بعين الإعتبار الخصائص التي تنفرد بها كل دولة من خصائص قانونية، إقتصادية، سياسية...إلخ.

و ما قيل سابقا لا يعني بعد صلة الطريقة التي تطبق بها الرقابة من خلال التمثيل بالموضوع، إذا أن التأثير الحقيقي لمجالس إدارة المؤسسات، أي نطاق و كفاءة التوجيه لا يعتمد بدرجة كبيرة على طريقة ترتيب التمثيل، و إنما على هوية الملاك، و على المنافع التي يحصلون عليها نتيجة ملكيتهم، و أيضا على البدائل المتاحة لديهم للرقابة من خلال التمثيل في مجالس الإدارة، و هذه العوامل هي التي تحدد التطلعات التي يلقيها أصحاب المصالح في المؤسسة على مجالس الإدارة، كما تحدد على نحو فعال السلطات التي تمتلكها هذه المجالس.<sup>1</sup>

في هذا العنصر سنحاول دراسة التأثير الذي من الممكن أن يحدثه متغير هيكل الملكية على كفاءة أداء مجلس الإدارة من خلال التطرق إلى الدور الرقابي لمجلس الإدارة و العوامل المؤثرة فيه، هيكل الملكية و تأثيراته على فعالية مجلس الإدارة من خلال التركيز على ملكية كبار المساهمين ( تركز الملكية) و الملكية الإدارية.

## الفرع الأول: مجلس الإدارة، أنماط السلوك، المهام و العوامل المؤثرة

يناول هذا العنصر أنماط سلوك مجالس الإدارة، الدور الرقابي لمجلس الإدارة، لجان مجلس الإدارة و تدعيم الدور الرقابي، لنتناول في الأخير الدور الإستراتيجي و المعرفي لمجلس الإدارة.

<sup>1</sup> - Peter Wirtz, "Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise", OP.Cit, pp.54-55.

## أولاً: أنماط سلوك مجالس الإدارة

تتشابه أنماط سلوك المؤسسات من عدة جوانب، سواءاً من حيث التنوع، أو من حيث جوانب أخرى هامة، و في هذا الصدد يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع رئيسية من المؤسسات هي:<sup>1</sup>

النوع الأول: و هي المؤسسات التي يمكن أن يطلق عليها إسم "أسلوب الحياة" و التي لا يطمح مديرها و مالكها في تحقيق تقدم كبير، و إنما ينظر إلى مؤسسته - و التي تكون عبارة عن نموذج إداري فردي- كمصدر للدخل، و يوجد الآلاف من هذه المؤسسات لدى معظم الإقتصاديات، لكن حوكمة المؤسسات لا تمثل مفهوما له أهميته في هذا الشأن.

النوع الثاني: و يضم في غالب الأحيان المؤسسات التي هي في صورة مؤسسة تضامن بين شخصين أو مجموعة صغيرة، يتولى أصحاب المؤسسة عملية الإدارة و الإشراف على العمليات المختلفة، ثم يحدث الإندماج فيتحول الشركاء إلى أعضاء مجلس إدارة ذو مسؤولية محدودة، و يكون لدى هذه المؤسسات تطلعات و طموح نحو النمو، حيث يعتمد نجاحها على مدى تحقيق هذا الطموح، و لا تقوم بعض الدول غرب أوروبا ( مثل إنجلترا) بفرض إلتزامات أو لوائح على هذه المؤسسات و ذلك بسبب حجمها، و يمكن فرض لوائح و قواعد إضافية إذا سعت هذه المؤسسات نحو زيادة رأس المال، أما في ألمانيا فيطلب من المؤسسات إعداد هيكل مختلف إذا ما وصلت المؤسسة إلى حجم معين، يتم قياسه طبقاً لعدد الموظفين، لذلك كان من الضروري التفكير في كيفية حل مشكلة إنشاء أفضل إطار عمل خاص بأسلوب حوكمة المؤسسات.

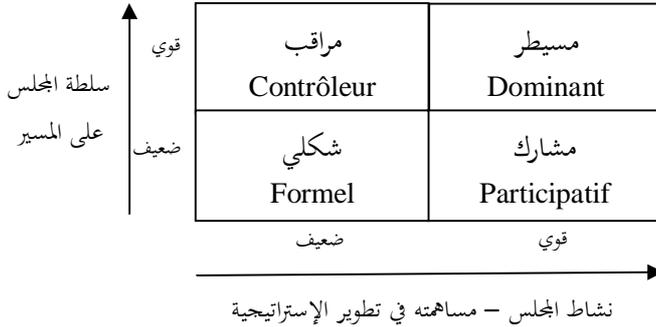
النوع الثالث: من أنواع المؤسسات هو المؤسسات الكبيرة، حيث تنفصل الملكية عن الإدارة و الإشراف ، و قد يتم إنشاؤها من البداية بواسطة الدولة، أو تكون الدولة قد إستولت عليها، لكن هذا لا يجعل هذا النوع من المؤسسات مختلفاً عن مثيلاتها الغربية من حيث الجوانب الهيكلية.

تتشابه المبادئ التي تتحكم في حوكمة المؤسسات بالنسبة للنوعين الثاني و الثالث، بالرغم من وجود وسائل مختلفة لتطبيق هذه المبادئ، و تحت الظروف المناسبة يمكن لأي نوع من هذه الهياكل أن يؤدي عمله المطلوب، مما يعني أن أنماط سلوك مجالس الإدارة، بإعتباره مبدأ من مبادئ حوكمة المؤسسات، و أهميته تختلف حسب الأنواع السابقة، أي على حسب كبر أو صغر هذه المؤسسات و على حسب درجة تشتت أو تركيز الملكية في هذه المؤسسات.

<sup>1</sup> - محمد مصطفى سليمان، " حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي و الإداري"، مرجع سبق ذكره، ص 101-103.

و من أجل تأكيد ما سبق، ذهبت العديد من الدراسات من أجل فهم تأثير مجلس الإدارة على أداء المؤسسة، إلى تصنيف أنواع مجالس الإدارة إلى أربعة أنواع، و ذلك بالإعتماد على بعدين هما : سلطة مجلس الإدارة على المسير - أي مدى تأثيره على نشاط المسير - و نشاط هذا المجلس، حيث أقترح هذا التصنيف من طرف بيرز و زيرا Pearce et Zahra عام 1991، من أجل إختبار الدور الإنضباطي لمجلس الإدارة، بالإعتماد على الدور الرقابي الذي من الممكن أن يمارسه هذا الأخير، و الشكل التالي يبين أنواع مجالس الإدارة حسب البعدين السابقين.

#### الشكل رقم 14.4: أنواع مجالس الإدارة



Gérard Charreaux, "Le gouvernement des entreprises – Corporate governance théories et faits", OP.Cit, المصدر: p.161.

إن النتائج المتوصل إليها من طرف شارو و بيل بيلن Charreaux et Pitol-Belin عام 1992 بخصوص الدراسة السابقة، إعتمدت على معدل مردودية الأموال الخاصة، و توصلوا إلى أنه لا يوجد أي نوع من مجالس الإدارة السابقة الذكر حقق أداء إضافي، إضافة إلى ذلك فإن مجلس الإدارة من نوع مسيطر لم يؤدي إلى تحقيق أداء جيد، و هي نفس النتيجة المتوصل إليها بخصوص مجلس الإدارة من نوع شكلي، هذه النتائج من الممكن أن تظهر متناقضة، إلا أنها لا تعارض ما تم التوصل إليه نظريا بخصوص أن مجلس الإدارة لا يعتبر أكثر من مكون ضمن مكونات نظام الرقابة، مما يعني أن مجلس الإدارة من نوع شكلي لا يحقق أداء سيء إلا إذا كشفت الأنظمة الأخرى للرقابة عجزها عن القيام بوظائفها، فضلا عن ذلك فإن أهمية مجلس الإدارة كنظام للرقابة يظهر بشكل جلي في المؤسسات التسييرية Societe managériale ، و هو ما يؤكد عدم صلاحية مجلس الإدارة من نوع شكلي لهذا النوع من المؤسسات.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - Gérard Charreaux, "Le gouvernement des entreprises – Corporate governance théories et faits", OP.Cit, pp. 161-162.

## ثانيا: الدور الرقابي لمجلس الإدارة

بناء على ما سبق أعتبر مجلس الإدارة أهم تنظيم من تنظيمات حوكمة المؤسسات، يتولى القيام بمهامه الرقابية بناء على تفويض من الجمعية العامة، و في إطار قيامه بهذه المهام فإنه يقوم بتشكيل لجان أو تفويض جهات أو أفراد آخرين للقيام ببعض الأعمال، و بالرغم من أن مجلس الإدارة يتكون من ممثلين تم إختيارهم من مجموعات مختلفة من المساهمين، إلا أنه متى تم تعيين عضو مجلس الإدارة فيجب عليه أن يعتبر نفسه ممثلا لكافة المساهمين و ملتزما بالقيام بما يحقق مصلحة المؤسسة عموما و ليس ما يحقق مصالح المجموعة التي يمثلها أو التي قامت بالتصويت على تعيينه في المجلس فحسب.<sup>1</sup>

لهذا يعتبر الدور الرقابي لمجلس الإدارة من أهم الأدوار التي أكدت عليها تنظيمات حوكمة المؤسسات في إطار الدور الإنضباطي الذي من الممكن أن يقوم به هذا التنظيم، في إطار مراقبته للحالات المالية المحضرة من طرف المؤسسة، المصادقة على بعض الخيارات المحاسبية... إلخ، و مع ذلك الواقع العملي أظهر عدم فعالية الدور الرقابي لمجلس الإدارة، فحسب نظرية الوكالة، تزيد فعالية مجلس الإدارة بنجاح هذا الأخير في تحقيق إنضباط أكثر بالنسبة للمسير، و ذلك من منطلق وجود تعارض طبيعي بين مصالح كل من المسيرين و المساهمين، و بالتالي أعتبر مجلس الإدارة كآلية لإصلاح الفعالية التعاقدية.<sup>2</sup>

و بهدف الوصول إلى أسباب عدم فعالية هذا المجلس، إشتدت المعركة القائمة بين الإطار النظري و التطبيقي منذ سنوات 1990 من أجل الوصول إلى المتغيرات المؤثرة في الدور الرقابي لمجلس الإدارة، و هو ما سنتناوله في هذا العنصر، من خلال التطرق لعنصر إستقلالية مجلس الإدارة ( أي إستقلالية أعضائه)، العوامل المؤثرة في إستقلالية المدراء و أخيرا سيطرة المسيرين على مجلس الإدارة، حيث العوامل السابقة كان لها بالغ الأثر على أداء الدور الرقابي لهذا التنظيم.

### أ- إستقلالية مجلس الإدارة

لقد تغير دور مجلس الإدارة على نحو محسوس خلال الفترة الأخيرة طورت من النظرة التقليدية لمجلس الإدارة التي أعتبرت كنتيجة لمتطلبات قانونية فحسب، حيث كانت الوظيفة الحقيقية الوحيدة لهم هي إستفاء متطلبات القانون، و كانت مجالس الإدارة تتكون من أعضاء من التنفيذيين فحسب، و تدريجيا بدأت مجالس الإدارة بأداء وظائف المتابعة التي تركز على الإشراف الإستثماني على الأداء المالي، كما بدأ تكوين مجلس الإدارة في التغير، حيث أخذت نسبة الأعضاء من غير

1- Roland Perez, " La gouvernance de l'entreprise", OP.Cit, pp.43-45.

2- Korine De Joly, Bertrand Moingean, "Gouvernement d'entreprise débats théoriques et pratiques ", (Paris : Ellipses édition Marketing, 2014), pp.41-42.

التنفيذيين تزداد بإضطراد،<sup>1</sup> و بالتالي نادى العديد من الهيئات العلمية و البورصات العالمية المهتمة بالتطبيق السليم لمفهوم حوكمة المؤسسات، في الوقت الحالي، بضرورة أن يكون هناك توازن في عضوية مجلس الإدارة بين الأعضاء التنفيذيين و الأعضاء غير التنفيذيين، بل ذهبت إلى أكثر من ذلك، بإنشاء اللجان التابعة له مثل لجنة المراجعة، لجنة المكافآت و لجنة التعيينات، التي تقتصر عضويتها على الأعضاء غير التنفيذيين، و من ناحية أخرى فإن وجود مجلس إدارة غالبية من هؤلاء الأعضاء سوف يدعم موضوعية و إستقلالية المجلس في القيام بواجباته الإشرافية تجاه إدارة المؤسسة.<sup>2</sup>

في هذا العنصر سنعالج موضوع إستقلالية مجلس الإدارة، من خلال التعرف على مفهوم الإستقلالية، تركيبة مجلس الإدارة و إستقلاليته و أخيراً تأثير هذه الأخيرة على جودة المعلومة المالية.

### - تعريف المدير المستقل

إذا أردنا التعرف على موضوع إستقلالية أعضاء مجلس الإدارة، فإن مصدرها عادة ما لا يكون قانونياً، و في أغلب الأحيان فإن تقارير الحوكمة عادة ما تحدد بعض التوصيات التي تصب في موضوع الإستقلالية، تبنى في مجملها على مدى وجود تصنيف للمدراء، الذي عادة ما يأخذ ثلاثة أصناف: مدراء داخليين ( تنفيذيين)، مدراء خارجيين ( غير تنفيذيين) و مدراء المنطقة الرمادية ( منطقة وسطى بين الداخليين و الخارجيين)، فظهور هذه المنطقة يبين صعوبة تصنيف المدراء بالأخذ بعين الإعتبار عامل الإستقلالية، فما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية خلال سنوات 1980-1990 أظهر العديد من التعسفات أدت بالسوق المالي الأمريكي إلى إعادة النظر في موضوع الإستقلالية، حيث أظهر تقرير لجنة ريبون Blue Ribbon Committee عام 1999 بعض المؤشرات التي تدل على المنطقة الرمادية منها: طول مدة عقد المسير داخل المؤسسة، تحصل المدراء على مكافآت غير تلك التي يحصل عليها بصفته كعضو، نسبة كبار المساهمين من ذوي السيطرة، علاقة المسير الحالي بالمسير السابق و وجود علاقة تربط بين أعضاء مجلس الإدارة بأي شخص له علاقة بمصالح و أعمال المؤسسة.<sup>3</sup>

و بالتالي الوصول إلى فكرة أن المدراء المستقلين لا تربطهم أي علاقة بالمؤسسة التي يديرونها، على عكس المدراء التنفيذيين غير المستقلين، الذين تربطهم علاقة تعاقدية بالمؤسسة التي يسيرونها في

<sup>1</sup> - Peter Wirtz, "Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise", OP.Cit, p.55 .

<sup>2</sup> - محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص.99.

<sup>3</sup> - Peter Wirtz, "Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise", OP.Cit, pp.55 -56.

إطار ما يسمى بالرابطة التسلسلية في إطار عقد العمل و المسؤولية التنفيذية التي يتكفلون بها، بناء عليه في فرنسا أدرج في تقرير فيونو2 (Viénot II) تعريف عام للإستقلالية: " نقول عن مدير أنه مستقل عن إدارة المؤسسة إذا لم تكن له أي علاقة مهما كان نوعها مع المؤسسة أو مع الفريق الذي ينتمي إليه، تضغط على حرتيه في ممارسة رأيه"<sup>1</sup>.

و في هذا الإطار، هناك مجموعة من الإرشادات التي توفرها مبادئ حوكمة المؤسسات لضمان إستقلالية المجلس و هي:<sup>2</sup>

- وجود عدد كاف من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين المستقلين، لكي يصبح المجلس قادرا على ممارسة التفكير المستقل؛
- وجود شكل من إستقلالية القيادة في المجلس و المتمثلة في شخصية رئيس مجلس الإدارة؛
- إجتماع مجلس الإدارة مع الأعضاء غير التنفيذيين بدون الأعضاء المشاركين في إدارة المؤسسة على إنفراد، لبحث أداء الإدارة؛
- قيام المجلس بنفسه بتحديد طرق عمله، خاصة بالنسبة لكيفية إختيار أعضاء المجلس الجدد.

#### - تركيبة مجلس الإدارة و إستقلاليته

خلص العديد من الكتاب إلى أن القيود القانونية و التنظيمية المتعلقة بإستقلالية مجلس الإدارة تكون عديمة الفعالية و مكلفة في بعض الأحيان، و بالتالي تتجه معظم المقاييس نحو تركيبة مجلس الإدارة و مدى إمكانية مساهمتها في إحداث تقارب بين الإحتياجات الرقابية من جهة و الوصول إلى معرفة خاصة ذات خبرة من جهة أخرى، فإذا أخذنا بعين الإعتبار الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة فإن دور مجلس الإدارة قد تجاوز مجرد الدفاع عن مصالح المساهمين ليتحول إلى آلية تساهم في تأمين أفضل تعاون ممكن بين المساهمين و المسيرين و جميع الأطراف ذات المصلحة، بالطريقة التي يساهم فيها في تحقيق أفضل النتائج عن طريق الكفاءات الخاصة التي يتمتع بها هؤلاء الأطراف (الذين غالبا ما يكونون من الأعضاء التنفيذيين)<sup>3</sup>.

و بالتالي فإن إحداث التوازن بين الأدوار الرقابية لمجلس الإدارة، و التي غالبا ما يقوم بها الأعضاء غير التنفيذيين المستقلين، و الأدوار الإستراتيجية، التي هي من إختصاص الأعضاء التنفيذيين، تظهر صعوبة تحديد تركيبة مثلى لمجلس الإدارة، و بالتالي مقياس أمثل لتركيب مجلس

<sup>1</sup> - Peter Wirtz, "Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise", OP.Cit, p.56.

<sup>2</sup> - محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص.98-99.

<sup>3</sup> - Alain Finet et Autres, OP.Cit, pp.101-102.

الإدارة، إلا أن الضعف الذي منيت به مجالس الإدارة، خاصة بعد قانون سرينيس أكسلي عام 2002، جعل من مؤسستي Nasdaq et Nyse تؤكد على ضرورة أن يكون أغلب أعضاء مجلس الإدارة من المدراء المستقلين، مما يعني أن المقياس الأكثر إستعمالاً لقياس إستقلالية مجلس الإدارة هو عدد الأعضاء غير التنفيذيين في المجلس.<sup>1</sup>

إلا أن الواقع العملي أظهر ندرة أن يكون جل أعضاء مجلس الإدارة من الأعضاء المستقلين، و النتيجة الأبحاث الميدانية حول العلاقة بين إستقلالية مجلس الإدارة و جودة المعلومة المالية، أنتجت مقياسين لإستقلالية مجلس الإدارة هما: نسبة المدراء المستقلين ( أو غير التنفيذيين )، إستقرار المجلس من خلال بعض المتغيرات المرشدة و التي تدل على أن المجلس مستقل في غالبيته.

### - إستقلالية مجلس الإدارة و مستوى جودة المعلومة المالية

أثبتت العديد من الدراسات، خاصة الأمريكية، وجود علاقة عكسية بين إستقلالية مجلس الإدارة و الغش المالي ( Beasley 1996, Uzun et Al 2004, Sharma 2004, Chen et Al 2006 ) ، و هذا في إطار محاولة التعبير عن الإستقلالية بمتغيرات أكثر دقة بدلا من الإعتماد على المعنى الواسع المتضمن في عدد المدراء غير التنفيذيين ( Abbott et Al 2000, Carcello et Nagy 2004 ) فمعظم الدراسات الأمريكية بقيت غير مقنعة في إيجاد متغيرات دقيقة تعبر عن إستقلالية مجلس الإدارة (( Agrawal et Chadha 2005 ) ، مع وجود بعض الدراسات التي أكدت على إرتفاع عدم إنتظامية الحسابات أو المحاسبة، بإنخفاض نسبة المدراء المستقلين في مجلس الإدارة ( Smaili et Labelle 2007 ).<sup>2</sup>

### ب- العوامل المؤثرة على إستقلالية المدراء

نتناول في هذا العنصر بعض المميزات المتوفرة في أعضاء مجلس الإدارة و التي من الواجب أن تراعى في المدراء إذا أخذوا صفة الإستقلالية، و بصفة خاصة سنتناول عنصر الملكية بالنسبة لهؤلاء المدراء بالإضافة إلى عامل الخبرة.

<sup>1</sup> - Alain Finet et Autres , “ Gouvernance d’entreprise Nouveaux défis financiers et non financiers“, OP.Cit, p.102.

<sup>2</sup> - Benoit Pige, ”Gouvernance, Contrôle et Audit des organisations“, OP.Cit, pp.95-96.

## - المدراء المستقلين كمساهمين

إنطلاقاً من فرضية أن الرقابة الممارسة من قبل المدراء المستقلين تكون أكثر صرامة مقارنة بالمدراء التنفيذيين، فإن إمتلاك هؤلاء المدراء المستقلين لنسبة من الأسهم ( في العموم بين 5-10 %) يؤثر في القرارات الإستراتيجية، حيث أثبتت الدراسات الميدانية أن إمتلاك المدراء المستقلين لنسبة من رأس المال ( في حدود النسب المذكورة سابقاً) يعتبر عامل مهم للتنبأ بالغش المالي و المخالفات المالية الناتجة عن وجود تلاعب في المبادئ المحاسبية.<sup>1</sup>

## - عامل الخبرة للمدراء المستقلين

إن قياس إستقلالية مجلس الإدارة بالإعتماد على عامل الخبرة، الذي يقاس بعدد سنوات عمل هؤلاء المدراء المستقلين، يعتبر من أقدم المقاييس المستعملة لتأكيد هذه الإستقلالية.<sup>2</sup>

فالعضو الذي يعمل لسنوات عديدة، يكون له علم جيد بالمؤسسة، إستراتيجياتها، تطبيقاتها المحاسبية أكثر من أي عضو لا يملك هذه الخبرة، إضافة إلى قدرتهم على مواجهة الخيارات الإدارية و مقاومة ضغوطات الفريق، في إطار هذه الفكرة أظهر بيكلي Beasley عام 1996 أن إحتمال الغش المالي ينمو مع متوسط سنوات خبرة هؤلاء المدراء المستقلين، و على العكس من ذلك سجل Xie et Al عام 2003 أن إرتباط المدراء المستقلين بالمسيرين يزيد بزيادة عدد سنوات الخبرة، و هو ما يولد علاقات حميمة بينهم، لهذا السبب أكدت العديد من التقارير و من بينها تقرير بوتن Rapport Bouton عام 2002، إلى عدم إعتبار المدراء الذين إشتغلوا أكثر من 12 سنة في المؤسسة كمدراء مستقلين، و في هذا الإطار أكدت العديد من قوانين الأسواق المالية على ضرورة تخفيض مدة عهدة المدراء إلى 3 أو 4 سنوات قابلة للتجديد، و هذا من أجل ضمان دوران أعضاء مجلس الإدارة، ذلك أن العضو الذي تزداد سنوات خبرته بشكل كبير، فهو إما غير مؤهل لمثل هذا النشاط أو هو في علاقة تواطئية مع مسيري هذه المؤسسة.<sup>3</sup>

1- OCDE, "Gouvernance des entreprises publiques : panorama des pays de l'OCDE ", (OCDE : OCDE, 2005), pp.138-139.

2- Ibid, p.139.

3- Alain Finet et Autres, "Gouvernance d'entreprise Nouveaux défis financiers et non financiers", OP.Cit, p.103.

## ج- مجلس الإدارة و إمكانية ضبط سلوكيات المسير

من بين أهم العوامل التي ترفع من درجة سيطرة المسيرين على مجلس الإدارة و من ثم التأثير على الدور الرقابي لهذا الأخير هي : إزدواجية وظائف الرئيس التنفيذي مع وظائف رئيس مجلس الإدارة، التأثير على تركيبة مجلس الإدارة و أخيرا حجم هذا المجلس.

### - إزدواجية وظائف الرئيس التنفيذي مع وظائف رئيس مجلس الإدارة

يحتل رئيس مجلس الإدارة مكانة كبيرة من حيث إضطراره بمهمة تسيير جدول أعمال المجلس، الإستدعاءات، الترتيب و التنظيم اليومي، و بالتالي من السهل التسليم بأن إزدواجية وظائف الرئيس التنفيذي مع وظائف رئيس المجلس تحد من السلطة الإنضباطية لهذا التنظيم، و في هذا الإطار أكدت أغلب التوصيات الصادرة عن البورصات العالمية، على ضرورة وجود فصل بينوظيفتين، و هو ما يقودنا للتساؤل عن جدوى الإبقاء عن الإزدواجية في مجلس الإدارة، حيث لم يؤكد تقرير بوتن Bouton عام 2002، على سبيل المثال، على حتمية وجود فصل بينوظيفتين و إكتفى بالتأكيد على حتمية وجود تنوع بين كل من المدراء التنفيذيين و المدراء غير التنفيذيين المستقلين.<sup>1</sup>

و في هذا الإطار أظهرت العديد من الدراسات الميدانية نتائج متناقضة بخصوص التأثير الذي من الممكن أن يحدثه هذا الإزدواج، إلا أن دراستين أمريكيتين، دراسة كرسلوا و نوجي Carcello et Nogy عام 2004، أبت و أل Abbott et Al عام 2000، أكدت أن الغش المالي ينمو في حالة إزدواجية وظائف كل من المدير التنفيذي و رئيس مجلس الإدارة.<sup>2</sup>

و في الأخير فإن إزدواجية وظائف كل من المدير التنفيذي و رئيس مجلس الإدارة يحتاج إلى تأكيد على مستوى التأثير السلبي الذي من الممكن أن يمارسه على تسيير النتائج، جودة المعلومة المالية، الأرقام المحاسبية و أخيرا على المستوى القانوني، الذي يعطي الصفة النظامية لهذا الفصل.<sup>3</sup>

1- Franck Bancel, OP.Cit, pp.79-80.

2- Ibid, p.80.

3- Alain Finet et Autres, “ **Gouvernance d’entreprise Nouveaux défis financiers et non financiers**“, OP.Cit, pp.107-108.

## - المسير و تركيبة مجلس الإدارة

إن التأثير الذي من الممكن أن يمارسه المسير على تركيبة (مكونات) مجلس الإدارة، يسمح بتقوية سلطة هذا المسير و بالتالي التخفيض من الدور الإنضباطي لهذا المجلس، و هو ما يمكن أن يحدث بعدة طرق منها: وجود رابطة عائلية بين المسير و عضو مجلس الإدارة، حضور المسير في بعض لجان الرقابة، في إطار الارتباط التسلسلي التعاقدية الذي يربط هذا المسير بالمؤسسة.. إلخ.<sup>1</sup>

كما أن المسير يهدف تقوية تأثيره على المجلس، فإنه يحاول إيجاد مكان له في بعض لجان المراقبة، و على الأخص لجان التعيينات، من أجل رفع تأثيره بالإعتماد على الأبعاد التحذرية التي يمارسها هذا المسير، فضلا عن ذلك فإن حضور الرئيس التنفيذي في أعمال إقتراحات لجنة المكافآت، على سبيل المثال، يشكل هو الآخر عامل ضغط على سلطة المجلس، بناءا عليه، ركزت لجنة الأوراق المالية و البورصات SEC في الولايات المتحدة الأمريكية منذ نوفمبر 2003، على ضرورة أن يكون كل أعضاء لجنة التعيينات و المكافآت، بالنسبة للمؤسسات المدرجة في Nyse، من الأعضاء المستقلين، أما في فرنسا فقد ركز تقرير بوتن Bouton عام 2002 على ضرورة أن يكون أغلبية أعضاء لجنة المكافآت من المدراء المستقلين، أما بالنسبة لأعضاء لجنة التعيينات فبقي هذا التقرير غامضا.<sup>2</sup>

و في الأخير يمكن القول أن تأثير المسير على تركيبة مجلس الإدارة، و من ثم على سلطة المجلس قد يتجاوز الدور الرقابي لهذا الأخير، ذلك أن التأثير الذي يمارسه المسير لا يظهر تأثيره بشكل مباشر، كما يأخذ أشكال عديدة.

## - حجم مجلس الإدارة

عادة ما تساهم مجالس الإدارة ذات الأحجام الكبيرة في المحافظة على تنوع الخبرات، لكن غالبا ما يتم إنتقادها من ناحية عدم قدرتها على أداء أدوار مؤثرة فعالة، خاصة من ناحية تأثيرها على الجانب السلوكي للمجموعة، في هذا الإطار إقترح العديد من الباحثين أحجام مثالية، بين 7-8 أعضاء بالنسبة لدراسة Jensen عام 1993، أقل من 10 أعضاء بالنسبة لدراسة Yermack عام 1996، مع ملاحظة أن تقارير الحوكمة بشكل عام بقيت صامتة بخصوص

<sup>1</sup> - Franck Bancel, OP.Cit, p.77.

<sup>2</sup> - Alain Finet et Autres, OP.Cit, pp.107-108.

الحجم الأمثل لمجلس الإدارة، كما أن الترتيبات القانونية تضع، في العموم، عدد أقصى لهؤلاء الأعضاء.<sup>1</sup>

فالدراسات الميدانية حاولت دراسة التهديد الذي من الممكن أن يمارسه الحجم الكبير لمجلس الإدارة، و جل النتائج توصلت إلى نتائج مبهمة و غامضة في بعض الأحيان، ما عدا دراستين أمريكيتين، دراسة بيزلي Beasley عام 1996 و دراسة أبت و آل Abbott et Al عام 2004، حيث أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين الأداء المالي و المحاسبي من جهة و مجالس الإدارة صغيرة الحجم من جهة أخرى.<sup>2</sup>

### ثالثا: اللجان التابعة لمجلس الإدارة

من بين الأمور التي أضافت فعالية أكبر لعمل مجالس الإدارة هي تزويدها بلجان متخصصة تتولى القيام ببعض الأعمال، مما يساهم في التخفيض من حجم و تعقد المهام الملقاة على عاتق مجلس الإدارة و التي تحول دون أدائه لجميع مسؤولياته على أحسن صورة.<sup>3</sup>

في هذا العنصر سنوضح مفهوم و دور أهم هذه اللجان، التي وجدت بهدف التعزيز من الدور الرقابي لهذا المجلس.

### أ - لجنة المراجعة

يتمثل الهدف الأساسي للجنة المراجعة في الإشراف على السير الحسن لمهام المراجعة الداخلية و الخارجية بما يضمن إستقلالية كبيرة للمراجعة سواء الداخلية أو الخارجية و ذلك بإنتقاء المراجعين الخارجيين بما يضمن قيام هذا الأخير بمهامه على درجة كبيرة من الكفاءة و الفعالية،<sup>4</sup> أما فيما يخص تنظيم هذه اللجنة التي يتم تعيين أعضائها عن طريق مجلس الإدارة فإن هذه اللجنة تتكون من

<sup>1</sup> - Gérard Charreaux, "Le gouvernement des entreprises – Corporate governance théories et faits", OP.Cit, pp. 174-175.

<sup>2</sup> - Alain Finet et Autres, OP.Cit, p. 108.

<sup>3</sup> - Hélène Ploix, "Gouvernance d'entreprise pour tous , dirigeants, administrateurs et investisseurs ", (Paris : Village Mondial, 2<sup>E</sup> Edition, 2006), pp.73- 75.

<sup>4</sup> - فتحي رزق السوفيري، سمير كمال محمد، محمود مراد مصطفى، "الاتجاهات الحديثة في الرقابة و المراجعة الداخلية"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2002)، ص ص.

- ثلاثة أعضاء على الأقل من الأعضاء المستقلين غير التنفيذيين من أعضاء مجلس الإدارة يترأسها رئيس يتولى الإعداد للإجتماعات و عرض الموضوعات عليها.<sup>1</sup>
- حيث تتولى اللجنة القيام بالمهام التالية:<sup>2</sup>
- ضمان تطبيق الإجراءات الخاصة بنظام الرقابة و وظيفة المراجعة الداخلية؛
  - مراقبة و ضمان مهام المراجع القانوني، عن طريق ضمان إستقلالية كل من المراجع الخارجي و مكاتب المراجعة؛
  - متابعة الإجراءات المساعدة على الإتصال المالي.

### ب - لجنة التعيينات

تتكون لجنة التعيينات من أعضاء لا يقل عددهم عن ثلاثة أعضاء من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين المستقلين، حيث يتم تعيينهم من طرف مجلس الإدارة،<sup>3</sup> و في هذا الإطار تتولى هذه اللجنة القيام بمجموعة من الواجبات من بينها دراسة و تحديد الأشخاص المتوقع ترشيحهم لمنصب رئيس مجلس الإدارة و منصب العضو المنتدب و ذلك في ضوء المتطلبات التي تم وضعها من قبل مجلس الإدارة، و لها في هذه المهمة أن تستعين بخدمات إحدى المؤسسات المتخصصة لكي تساعدها في إختيار المرشحين، بالإضافة إلى ذلك تقوم لجنة التعيينات بمراجعة الإرشادات الخاصة بتطبيق قواعد و مبادئ حوكمة المؤسسات و إمداد مجلس الإدارة بالتوصيات الخاصة بتطوير و تحديث تلك الإرشادات و إجراء تقييم ذاتي لأدائها على أساس سنوي، بهدف تحديد ما إذا كانت تقوم بمسؤولياتها بفاعلية أم لا.<sup>4</sup>

### ج - لجنة المكافآت

إن لجنة المكافآت هي لجنة مكونة من أعضاء لا يقل عددهم عن ثلاثة و لا يزيد عن ستة من أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين المستقلين يتم تعيينهم من طرف مجلس الإدارة، أما فيما يخص المهام التي تتكفل بها هذه اللجنة فهي القيام بمراجعة و إعتداد الأهداف المرتبطة بمكافأة العضو المنتدب و القيام بتقييم أدائه في ضوء تلك الأهداف، بالإضافة إلى مراجعة و إعتداد الخطط

<sup>1</sup> - محمد مصطفى سليمان، مرجع سبق ذكره، ص. 129.

<sup>2</sup> - Mohamed Hamzaoui, "Audit, gestion des risques d'entreprise et contrôle interne", (France : Village Mondial ,2005), pp. 29- 30. .

<sup>3</sup> - Hélène Ploix, " Le dirigeant et le gouvernement d'entreprise", OP.Cit, p. 95.

<sup>4</sup> - محمد مصطفى، سليمان، مرجع سبق ذكره، ص. 135.

الخاصة بالحوافز التي يحصل عليها كبار المديرين التنفيذيين بالمؤسسة، و لها في هذه المهمة أن تستعين بخدمات المستشارين من ذوى الخبرة في القيام بمسؤولياتها و ذلك حسب الحاجة لذلك.<sup>1</sup>

#### رابعاً: الدور الإستراتيجي و المعرفي لمجلس الإدارة

إن التأثير طويل المدى لمجلس الإدارة على المؤسسة، لا يتأتى إلا من خلال الأدوار المعرفية و الإستراتيجية التي يمكن لهذا المجلس أن يقوم بها، ذلك أن النظرية التشاركية و بالرغم من إتساعها إلا أنها تبقى سحينة الحدود التعاقدية التي فشلت هي الأخرى في خلق تطورات جديدة و ملائمة للمؤسسة، في محيط أقل ما يقال عنه أنه متغير، كما أن السلوكات الإنتهازية التي طالما سعي إلى تخفيضها بقيت موجودة و إمتدت أثارها إلى التأثير على قيمة المؤسسة و نشاطها، نتيجة أن النظريات التعاقدية تجاهلت أهمية تأسيس الكفاءات و المهارات المميزة التي تستند عليها إستراتيجيات خلق القيمة في ظل ندرة الموارد و التنافس عليها، و هو ما دعت إليه النظريات الإستراتيجية للحوكمة التي إعتبرت أن بقاء المؤسسة مشروط بقدرتها على مراقبة الموارد الضرورية، بطريقة تضمن المحافظة على هذه الموارد و إستمرارية التمويل بها، و هنا وجب على المؤسسة في ظل هذا المحيط الذي يتميز بعدم الثبات أن تندمج مع مجلس إدارتها من أجل جلب الموارد الأكثر أهمية، مع قدرتها على مراقبة هذه الموارد، مما أدى إلى دمج الإعتبارات الإستراتيجية في قلب نظريات الحوكمة بهدف رقابة و حماية الموارد الأكثر أهمية إستنادا إلى مفاهيم أكثر ديناميكية تستوجب تشكيل إستراتيجيات تسمح بخلق القيمة بطريقة ثابتة، و في هذا البعد ستحتاج الحوكمة إلى الإستعانة بالنظريات المعرفية ( التي تجمع خصوصا النظرية السلوكية المستلهمة من أعمال كل من سيمون Simon عام 1947، كيري و مارش Cyert et March عام 1963، النظرية التقييمية Evolutionniste ل ولسن و وينتر Nelson et Winter عام 1982، نظرية الموارد و الكفاءات ل بنروز Penrose عام 1959 ) التي تعتبر أن دور مجلس الإدارة يجب أن يساهم في إنتاج فرص و كفاءات جديدة من خلال إستراتيجيات التجديد، حيث أن النظريات المعرفية و كما يشير إسمها ترتبط بشكل جوهري و أساسي بخلق المعرفة الداخلية الناتجة عن التعلم المؤسسي L'apprentissage Organisationnel، أي قدرة المؤسسة على التجديد و خلق فرص جديدة في ظل محيط متغير بشكل كبير، فمفتاح الأداء سيكون بقدرة المؤسسة و إستعدادها، إنطلاقا من كفاءاتها الإدارية، على تصور فرص جديدة إنطلاقا من إعادة تشكيل محفظة أنشطتها أخذا بعين الإعتبار تطورات المحيط، و هذا ما سيقود مجلس الإدارة إلى القيام بالأدوار التي تمنحه تبريرات جديدة تسهل من تطوير الكفاءات و تساعد على الأخذ بعين الإعتبار خيارات إستراتيجية جديدة، فإذا كانت الأبعاد المالية تركز و بشكل كبير على كيفية

<sup>1</sup> - محمد مصطفى سليمان، " حوكمة الشركات و معالجة الفساد المالي و الإداري"، مرجع سبق ذكره، ص. 137.

ممارسة الرقابة على المسيرين من طرف مجلس الإدارة الذي يسعى من أجل تحقيق هذا الهدف إلى أن تكون المكونات التي تشكل الأغلبية في مجلس الإدارة هم من المدراء المستقلين الخارجيين، فإن البعد الإستراتيجي المعرفي يوجب على المجلس جلب و بصفة أساسية مدراء يستطيعون المساهمة و بشكل جيد في خلق القيمة و الفرص التنافسية، كما يساعد المسيرين على تصور رؤية سهلة للتطوير داخل المؤسسة، مما يعني أن جودة التنوع في مجلس الإدارة لا يمكن إقتصارها على معايير الإستقلالية و الخبرة المتعلقة بموضوع الرقابة و الفصل الجيد بين الأعضاء الداخليين و الخارجيين فقط، و إنما لا بد لهذا التنوع أن يأخذ أبعاد أخرى إستراتيجية تأخذ بعين الاعتبار تطورات المحيط الذي يتطلب هو الآخر أخذ أبعاد أخرى بعين الإعتبار كالمعرفة، التجديد، التطوير...<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: هيكل الملكية و تأثيره على مجلس الإدارة

إن التأثير الحقيقي لمجلس الإدارة لا يعتمد بدرجة كبير على طريقة ترتيب التمثيل و إنما على هوية الملاك و على المنافع التي يحصلون عليها نتيجة ملكيتهم، و أيضا على البدائل المتاحة لديهم للرقابة من خلال التمثيل في مجلس الإدارة، و هذه العوامل هي التي تحدد التطلعات التي يلقيها أصحاب المصالح في المؤسسة على مجالس الإدارة، من الأدوار الرقابية إلى الأدوار الإستراتيجية، كما تحدد على نحو فعال السلطات التي تمتلكها هذه المجالس.

و تعد هوية ملاك المؤسسة على جانب كبير من الأهمية من ناحيتين أساسيتين: حجم ملكيتهم و طبيعة المنافع التي تؤول إليهم نتيجة لهذه الملكية، فالملكية المتناثرة بين عدد كبير من صغار المساهمين تخلق نوعا من مشكلات الرقابة تختلف عن حالة الملكية المركزة، سواءا كان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر.<sup>2</sup>

في هذا العنصر سنحاول معرفة التأثير الذي من الممكن أن يحدثه تركيز الملكية، بالتركيز على ملكية كبار المساهمين بصفة عامة و الملكية الإدارية.

### أولا: تركيز الملكية و تأثيرها على مجلس الإدارة

في حالة الملكية المتناثرة، تكون المشكلة الرئيسية هي عدم كفاية الرقابة نتيجة للإفتقار إلى الإلتزام من جانب الملاك الأفراد، إذ أن الرقابة الفعالة تستلزم عملا جماعيا، و لكن كل من الملاك يكون لديه الحافز في أن يصبح راكبا بالمجان على حساب الآخرين، أما في حالة تركيز الملكية في يد مجموعة من كبار المساهمين،

<sup>1</sup> - Gérard Charreaux, Peter Wirtz, "Gouvernance des entreprises, Nouvelles perspectives", OP.Cit, pp.183-185.

<sup>2</sup> - مارينك هيسيل، "حوكمة الشركات في القرن الحادي و العشرين"، مرجع سبق ذكره، ص.79.

فإن كبار الملاك يكون لديهم كل من الدافع و القدرة على إنفاذ رغباتهم بسهولة نسبية، أي أن القدرة على الإلتزام تخلق مشكلة في حد ذاتها، و هي الرقابة المغلقة التي تنجم عن إمكانية سيطرة الملاك المهيمنين.<sup>1</sup>

إفترض كل من دمستز Demsetz عام 1983، فيزهني و شليفير Shleiffer Vishny عام 1986، أقرور و ميدلكر Agrawal et Mandelker عام 1990 وجود إرتباط موجب بين تركيز الملكية و فعالية الرقابة، أي كلما زاد تركيز الملكية بين عدد قليل من المساهمين، كلما زادت فعالية الرقابة، إلا أن نظرية التجذر أظهرت العكس، ذلك أن فعالية رقابة مجلس الإدارة تستوجب التأثير على السلطة التقديرية للمسير، و هو ما لا يمكن تحقيقه لإرتباط عوائد هؤلاء المساهمين بالمسير المتجذر.<sup>2</sup>

و من أجل إثبات النتائج السابقة، إتجهت دراسات عديدة نحو دراسة تأثير تركيز الملكية على مدة دوران المسير و حالات إزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير التنفيذي، و توصلت النتائج إلى وجود تأثير إيجابي لتركيز الملكية على مدة دوران المسير، أي أن تركيز الملكية يزيد من تجذر المسير، و إلى تأثير سلبي لهذا التركيز على إزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير التنفيذي للمؤسسة، و هو ما يفسر الأداء السيئ لبعض المؤسسات إنطلاقا من ضعف مجالس إدارتها و عدم قدرتها على تفعيل الجانب الرقابي لهذا التنظيم.<sup>3</sup>

إضافة إلى ذلك فإن طبيعة الأعمال التي تؤديها مجالس الإدارة، و الطريقة التي تؤدي بها تلك الأعمال تعتمد على طبيعة علاقات العمل بين الملاك و المؤسسة، فقد يكون لبعض من كبار الملاك علاقات تجارية بالمؤسسة، و قد يحصلون على منافع نتيجة لهذه العلاقات تفوق ما يحصلون عليه في صورة توزيعات للأرباح، فإذا كان الوضع على هذا النحو، فإن هؤلاء الملاك قد يسعون إلى الحفاظ على هذه العلاقات أو توسيع نطاقها بدرجة أكبر من سعيهم لتقوية أداء المؤسسة، و هناك نوع آخر من كبار الملاك، مثل صناديق الإستثمار، ممن لا تكون لديهم مثل هذه المصالح، حيث تقتصر علاقتهم بالمؤسسة في مجال إدارة الأصول المالية.<sup>4</sup>

علاوة على ذلك، فإن مجالس إدارة المؤسسات ينبغي ألا تكتفي بالمسؤولية إتجاه الملاك و إنما ينبغي أن يمتد إهتمامها ليغطي مسؤولية الملاك، و هذا النوع الأخير من المسؤولية هو الذي يعكس القيود التي يضعها كل نظام على الملكية الخاصة، بصفة صريحة أو ضمنية، إذ أنه على الرغم من وقوع تلك المحددات

<sup>1</sup> - Gérard Charreaux, "Le gouvernement des entreprises – Corporate governance théories et faits", OP.Cit, pp. 174-175.

<sup>2</sup> - Ibid, p.132.

<sup>3</sup> - Ibid, p.132.

<sup>4</sup> - ماريك هيسيل، "حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين"، مرجع سبق ذكره، ص.80.

- بشكل عام - تحت نفس الريبة، المتمثلة في إقتصاد السوق، فإنها قد تسفر عن ترتيبات مختلفة للنشاط الإقتصادي، و غالبا ما تكون لهذه الإختلافات تأثيرات ملموسة على أسلوب حوكمة المؤسسات، فعلى سبيل المثال فإن ملكية البنوك لخصص من الأسهم، و هو الوضع الشائع في ألمانيا، كما رأينا ذلك في الفصل الثالث، يعد أمرا غير مسموح به قانونيا في الولايات المتحدة الأمريكية، و ما ينظر إليه بإعتباره أعمالا تعاونية في اليابان يعتبره الأمريكيون أمرا تآمريا، كذلك بينما يعتبر الألمان أن عضوية مجالس الإدارة تعد أمرا مرغوبا، فإن الأمريكيون يعتبرونها أمرا منوطا على التداخل في المصالح، و هكذا.<sup>1</sup>

و بالتالي فإن مثل هذه الإختلافات تحمل في طياتها معايير مختلفة للمسؤولية بالمؤسسات و لقواعد السلوك، علاوة على تحديدها لأدوار و إلتزامات ملاك المؤسسة و أعضاء مجالس إدارتها على حد سواء.

غير أن المدى الذي يذهب إليه كبار المساهمون في المؤسسات من ناحية إعتمادهم على مجالس الإدارة للإضطلاع بهذه الإلتزامات يتفاوت تبعا لدرجة توفر الوسائل البديلة للرقابة على سلوك المؤسسة، و من أبرز هذه الوسائل اللوائح القانونية، التي تعرف وظائف و مسؤوليات أعضاء مجالس إدارة المؤسسات و الأسواق و المنتجات ، التي تهدد بإزاحة الأطراف التي لا تتسم بالكفاءة نتيجة للإفلاس، و لكن على الرغم من وجود هاتين الآليتين في كافة الإقتصاديات فإن جدواهما كوسائل للرقابة ليست قابلة للجدل، ففعالية القواعد القانونية تعتمد على وجود بنية أساسية قانونية تمكن من إنفاذ القوانين، كما أن أسواق المنتجات تتطلب بيئة تنافسية تمكن من تحقيق الإنضباط لأداء المؤسسات، و توفر الأسواق المالية آلية خارجية أخرى للرقابة على أداء المؤسسات، فهي تمارس ضغطا على المدير لكي يؤدي مهامه بكفاءة، من خلال التهديد بسحب الملاك لأموالهم، لكن كفاءة آلية الرقابة هذه تعتمد على مدى السهولة التي يتسنى للمساهمين غير الراضين أن يعملوا بها على تصفية ممتلكاتهم، أي على مدى عمق و كفاءة هذه الأسواق، ذلك أن الأسواق المالية المتقدمة لا تتيح فقط للمساهمين غير الراضين عن أداء المؤسسة بأن يبيعوا أسهمهم، و إنما تسمح أيضا للذين في مقدورهم إستخدام أصول المؤسسة القائمة على نحو أفضل بأن يتصدوا لمجالس الإدارة و الإدارة التنفيذية من خلال سوق الرقابة على المؤسسات.<sup>2</sup>

و يندرج الدور الذي تلعبه هذه العوامل في تنظيم و عمل مجالس الإدارة، و بشكل خاص عامل ملكية كبار المساهمين، في نطاق ما تناولناه سابقا في عنصر أنظمة حوكمة المؤسسات الذي يعرف بإسم أنظمة حوكمة المؤسسات ذات الملكية المركزة، و الذي إنعكس على بعض النماذج الدولية على المستوى العالمي، مثل النموذج الألماني، النموذج الياباني... إلخ من النماذج العالمية التي تتميز بتركز الملكية مع وجود

<sup>1</sup>- Gérard Charreaux, "Le gouvernement des entreprises – Corporate governance théories et faits", OP.Cit, p. 175.

<sup>2</sup> - مارينك هيسيل، "حوكمة الشركات في القرن الحادي و العشرين"، مرجع سبق ذكره، ص.81.

تفاوت في طبيعة كبار المساهمين و طريقة تأثيرهم على مجالس إدارة مؤسسات المساهمة، هذا بالأخذ بعين الإعتبار وجود تفاوت في الأطر القانونية، التنظيمية، السياسية... إلخ.

### ثانيا: طبيعة كبار المساهمين و تأثيرها على مجلس الإدارة

إضافة إلى ما سبق، طبيعة كبار المساهمين، مثل: المساهمين المؤسسيين، الدولة.. إلخ، تؤثر على شكل الرقابة بصفة عامة، و رقابة مجلس الإدارة بصفة خاصة، فما يتميز به كبار المساهمين من قدرة للوصول إلى معلومات خاصة يكسبهم منفذ جيد للمعلومات، حيث سمى كل من أقرور و ميدلكر Agrawal et Mandelker عام 1992 هذه الحالة بإسم " فرضية المستثمر النشط"، فالمستثمر المؤسسي على سبيل المثال يدير محفظته الإستثمارية لحساب أشخاص آخرين ( زبائن، دولة، .. إلخ) و بالتالي فهم يشجعون خدمات تسيير المحافظ من أجل ضمان عوائد لزبائنهم، يكفي لتعويض إستثماراتهم، الأمر الذي ينمي إرتباط هؤلاء المستثمرين بالفرق المسيرة الحالية من أجل ضمان هذه العوائد، ذلك أن هؤلاء المستثمرين المؤسسيين في حالة تحقيق أداء سيء لتوظيفاتهم (أي المحافظ التي يسيرونها)، فإن ذلك سيحازف بسمعتهم في السوق، و بالتالي فمن مصلحتهم تجنب إستبعاد المسير الحالي، لأن عوائد إستثماراتهم مربوطة بالسياسة التي يتبعها هذا الأخير في خدمة مصالح هؤلاء المستثمرين، و هو الأمر الذي يدفعهم إلى تقليل الفعالية الرقابية لمجلس الإدارة في مواجهة السلوك التجذري للمسيرين.<sup>1</sup>

في مقابل ذلك فإن دور البنوك في ألمانيا، بإعتبارها من أهم كبار المساهمين، أعطي لها وزن كبير في حوكمة المؤسسات الألمانية، و بالتالي فإن التأثير القوي للبنوك على مجالس الإدارة له مساوئ كثيرة، نظرا لأن خبرة البنوك و نظرتها تعد مالية في المقام الأول، و هي تميل إلى تشجيع أن يكون نظام تمويل المؤسسات ذو توجه مصرفي، الأمر الذي يؤدي بهذه البنوك إلى حماية إستثماراتها من خلال تقديم إعتبرات الأمان على إعتبرات الفرص، بمعنى عدم السعي للقيام بالعمليات المرحة التي تنطوي على مخاطرة، و حتى و إن كان هذا البنك مالكا و بشكل جزئي لهذه المؤسسة، فهو قد يستفيد من توزيعات الأرباح، و هو ما دعى إلى إصلاح النظام، و أولى هذه الإصلاحات مقترحات التقليل من حقوق ملكية هذه البنوك و التركيز على متطلبات الإفصاح و هذا من أجل زيادة فعالية مجالس الإدارة، ذلك أن حقوق الملكية الكبيرة لهذه البنوك، وجود هذه الأخيرة في المجالس الإشرافية للمؤسسات المتنافسة، إضافة إلى وجود عضوية متبادلة فيما بين المؤسسات الصناعية ساهم في إضعاف دور مجالس الإدارة كآلية من آليات الرقابة.<sup>2</sup>

1- Gérard Charreaux, "Le gouvernement des entreprises – Corporate governance théories et faits", OP.Cit, pp.133-134.

2 - ماريك هيسيل، "حوكمة الشركات في القرن الحادي و العشرين"، مرجع سبق ذكره، ص.99.

### ثالثا: الملكية الإدارية و تأثيرها على مجلس الإدارة

بالرجوع إلى عنصر الملكية الإدارية نجد أنها ترتبط بشكل كبير بهيكل ملكية المؤسسات، ذلك أن المؤسسات الكبيرة ذات رأس المال المفتوح و المشتت، لا يستطيع المسير أو أعضاء مجلس الإدارة أن يمتلك حصة معتبرة من رأس مال المؤسسة، و هو ما يجسد انفصال الملكية عن التسيير بشكل شبه كلي، على خلاف ذلك في المؤسسات ذات الملكية المركزة، يستطيع المسير أو الإداري أن يمتلك نسبة معتبرة من رأس مال المؤسسة، هذا مع الأخذ بعين الاعتبار درجة تطور أسواق رأس المال، وجود أو عدم وجود أسواق مآخذ الرقابة، الإطار القانوني... إلخ.<sup>1</sup>

من جهة أخرى فإن إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لنسبة معتبرة من رأس المال يؤثر على رقابة المسير، و هو ما يدفع بهؤلاء الأعضاء للدفاع أكثر على مصالحهم، فكلما كانت الحصة المملوكة من قبل هؤلاء المدراء كبيرة، كلما كان تدخل هؤلاء المدراء في التسيير أكبر و كلما إنخفضت درجة انفصال الملكية عن التسيير بشكل أكبر، و هذا بناء على فرضيات نظرية الوكالة، لكن بالأخذ بعين الاعتبار إستراتيجيات التجذر التي من الممكن أن يمارسها المسير، فإن أغلب النتائج الميدانية أكدت على أن ملكية أعضاء مجلس الإدارة تجعل من تأثير هذا الأخير غير فعال لتصدي إستراتيجيات التجذر، و هو ما يضعف من تأثير مجلس الإدارة بإعتباره آلية من آليات الحوكمة التي تهدف إلى ضبط السلوك التسييري داخل المؤسسة، ذلك أن هؤلاء المدراء ينمون إرتباطهم بالفريق التسييري المتجذر، الذي يميل إلى تحقيق عوائد سريعة لهم تتناسب مع ما يمتلكونه من حصص، كما تضمن بقائهم على صدارة كبار المساهمين، إذا كانت نسبة ملكية هؤلاء المدراء كبيرة، و هو ما يجعل من هذا الأخير يتغاضى عن إمكانية تغيير الفريق المسير الحالي.<sup>2</sup>

و من أجل تعميق النتائج السابقة، تم قياس تأثير نسبة رأس المال المملوك من قبل أعضاء مجلس الإدارة على أداء المؤسسة، و تم التوصل إلى تأثير سلبي لهذه النسبة على أداء المؤسسة، و هو ما يؤكد أن ملكية أعضاء مجلس الإدارة لنسبة من رأس مال المؤسسة، في إطار نظرية التجذر، تنمي إرتباط هؤلاء المدراء بالفريق المتجذر، و بالتالي التخفيض من فعالية الرقابة الممارسة من قبل مجلس الإدارة.<sup>3</sup>

1- Gérard Charreaux, "Le gouvernement des entreprises – Corporate governance théories et faits", OP.Cit, p.38.

2- Gérard Charreaux, "Le gouvernement des entreprises – Corporate governance théories et faits", OP.Cit, pp.128-130.

3- Ibid, pp.130-131.

## المطلب الثاني: حماية حقوق المساهمين و تأثيرات هيكل الملكية

تعتبر مؤسسات المساهمة من أهم أعمدة التقدم التجاري و الصناعي و أقوى أداة لتشجيع المشاريع الضخمة و أجمع وسيلة للإستثمار و جمع الأرباح الهائلة بإعتبار الإستثمار محفز أساسي للتنمية الإقتصادية و الإجتماعية، و رغم التطور الكمي و النوعي الذي حضيت به نصوص مؤسسات المساهمة في أغلب الدول، خاصة المتطورة منها، فإن ذلك لم يستطع حل جملة من الإشكاليات التي لا زالت تعرفها هذه المؤسسات خصوصا على مستوى جمعياتها العامة التي تعتبر الأداة الفعالة للتحكم في حياة المؤسسة من خلال إتخاذ قراراتها من طرف المساهمين إعتقادا على قانون الأغلبية، الذي غالبا ما يفضي إلى وجود فئتين من المساهمين فئة تشكل الأغلبية و فئة أخرى تشكل الأقلية تتضارب مصالح كل منهما الشيء الذي قد ينتج عنه إضرار بالمصلحة العامة للمؤسسة بسبب الإخلال بمبدأ المساواة بين المساهمين.<sup>1</sup>

فالمبدأ الأخير، الذي يضمن حماية حقوق كل أصناف المساهمين، أكدت عليه أهم أسس الحوكمة الجيدة للمؤسسات، في هذا المطلب سنحاول دراسة تأثير هيكل الملكية - بالتركيز على الملكية المركزة - على هذا المبدأ و إمكانية الموازنة بين مختلف مصالح أصناف المساهمين، خاصة فئة صغار المساهمين و فئة كبار المساهمين، و مدى تأثير ذلك على إمكانية الرقابة التي من الممكن أن يمارسها هؤلاء المساهمين.

مع الإشارة إلى أن تركيزنا في هذا العنصر سيكون على الأدوات التي تشجع تركيز حقوق الملكية، إنطلاقا من فرضية أن هذه الأخيرة ستساهم حتما في ضياع حقوق الأقلية من المساهمين، ذلك أن تأثير تركيز الملكية على حماية حقوق المساهمين خاصة الأقلية منهم معروف مسبقا و ظهر في أكثر من عنصر في الفصول السابقة، لذا سنركز على الأدوات التي تتخذ منها الدول وسائل لحماية أو تشجيع هذا تركيز، و مدى تبني أطرها القانونية لإجراءات تحمي حقوق المساهمين، و بالتالي عدم وجود هذه الأخيرة يعني أن هناك ميول نحو تشجيع تركيز الملكية.

### الفرع الأول: تركيز حقوق الملكية و أدوات حمايتها

بالرجوع إلى قاعدة تشتت و تركيز حقوق الملكية، أثبت العديد من الكتاب، و من بينهم حسن و فاما (Jensen et Fama)، وجود إرتباط بين خصائص المؤسسات من حيث تشتت و تركيز رؤوس أموالها و بين طبيعة نظام الرقابة، ففي المؤسسات التسييرية ذات رأس المال المشتت يتحقق فصل شبه تام لأدوار المساهمين الرقابية ( أدوار الملكية) على أدوار التسيير و إتخاذ القرار، و هو ما لا يمكن تحقيقه إلا في الأطر القانونية التي تحقق حماية جيدة لصغار المساهمين، مثل ما رأينا ذلك في النظام الأنجلوسكسوني، على العكس من ذلك فالمؤسسات التي

<sup>1</sup> - محمد على سويلم، مرجع سبق ذكره، ص 303-304.

تتميز بوجود تركيز في الملكية، أين لا تنفصل وظائف الملكية عن وظائف التسيير و إتخاذ القرار بشكل كبير، نجد أن أغلب النظم القانونية على المستوى العالمي التي تشجع تركيز الملكية، تعتمد على عدة أدوات من أجل تحقيق ذلك، أهم هذه الأدوات، زيادة الحقوق التصويتية، المساهمات المتقاطعة، و الأشكال الهرمية.<sup>1</sup>

### أولاً: زيادة حقوق التصويت

تستعمل هذه الأداة بهدف إمتلاك و إستخدام أكبر قدر ممكن من حقوق التصويت لغرض التأثير على إدارة المؤسسة و توجيهها وجهات معينة، حيث تجيز بعض القوانين إصدار أسهم بعدة أصوات بدلا من صوت واحد للسهم الواحد ( و نقصد بالتصويت أي التصويت في الجمعية العامة للمساهمين)، و الإنحراف عن قاعدة صوت لكل سهم يعني بطريقة غير مباشرة إصدار أصناف مختلفة للأسهم مع أو بدون حقوق تصويت أو مع حقوق تصويت مزدوجة، و هو ما إعتبره العديد من الكتاب أبسط طريقة لإلساق وظائف الملكية بوظائف الرقابة و التسيير، الأمر الذي يزيد من القوة التأثيرية لأصحاب حقوق التصويت الكبيرة، في مقابل هضم حقوق الأقلية من المساهمين.<sup>2</sup>

أما بالنسبة لآلية التصويت و إستعمالها كوسيلة لزيادة القوة الرقابية لكبار المساهمين، فإن الدول تتفاوت بين مؤيد لها و رافض لها، ففي السويد مثلا إمتلاك نسبة 9.83% من الأسهم يعد كافيا للحصول على 20% من حقوق التصويت في الجمعية العامة، على خلاف ذلك فإن الأسهم ذات حقوق التصويت المزدوجة تعد أمرا ممنوعا في بلجيكا و قليل الإستعمال في البرتغال و إسبانيا و فرنسا و متطور بشكل كبير في ألمانيا.<sup>3</sup>

إلا أن أهم ما يعاب على هذه الأداة هو أن تركيز سلطة التوجيه و التأثير في المؤسسة بيد مجموعة ، قد يشجع هذه الأخيرة على إستغلال وضعيتها لتحقيق مصالحها الخاصة على حساب المصلحة العامة للمؤسسة، و على حساب حقوق الأقلية من المساهمين.

### ثانياً: المساهمات المتقاطعة

يقصد بالمساهمات المتقاطعة وجود مساهمات متبادلة بين مؤسستين أو أكثر، أي إمتلاك كل مؤسسة أسهما صادرة عن المؤسسة الأخرى مشكلة بذلك دائرة مغلقة في رأس المال المملوك لعدد من

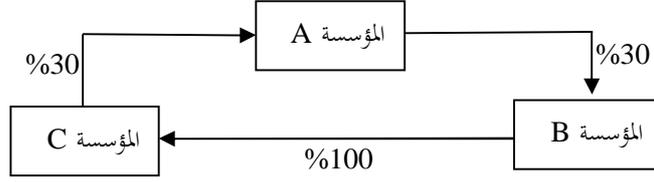
<sup>1</sup> - Mondher Bellalah, "Finance moderne d'entreprise", OP.Cit, pp.465-466.

<sup>2</sup> - Ibid, p.466.

<sup>3</sup> - Mondher Bellalah, "Finance moderne d'entreprise", OP.Cit, p.466.

المؤسسات، و يمكن ملاحظة هذه المساهمات المتقاطعة بين مؤسستين مستقلتين أو بين مؤسسة أم و فروعها، حيث تساهم هذه الأداة بشكل خاص في تقوية الرقابة المتبادلة.<sup>1</sup>

#### الشكل رقم 15.4: المساهمات المتقاطعة



المصدر: Jonathan Berk, Peter Demarzo, OP.Cit, p.955.

الشكل السابق يظهر أن المؤسسة A تملك 30% من رأس مال المؤسسة B، هذه الأخيرة تملك 100% من رأس مال المؤسسة C و هذه الأخيرة تملك 30% من رأس مال المؤسسة A، و بالتالي فالمؤسسة A تملك من خلال هذه المساهمات المتقاطعة  $0.3 \times 0.3 = 9\%$  من حقوق الرقابة في هذه الحلقة، في حين تملك المؤسسة B  $1 \times 0.3 = 30\%$  و المؤسسة C تملك  $1 \times 0.3 = 30\%$  من حقوق الرقابة في هذه الحلقة.<sup>2</sup>

بناءً عليه فإن المساهمات المتقاطعة هي وسيلة من وسائل تركيز الرقابة في يد الكتل الرقابية صاحبة أكبر مساهمات، أي هي وسيلة من وسائل تثبيت سيطرة كبار المساهمين، ففي اليابان مثلاً، تمثل المساهمات المتقاطعة نسبة كبيرة، حيث تزود البنوك بالمجمعات الصناعية بدرجة كبيرة، حيث تراقب و تمويل هذه البنوك نسبة كبيرة من هذه المؤسسات، و هو ما جعل من المساهمات المتقاطعة، خاصة مع البنوك، الطابع المميز للمؤسسات اليابانية، على العكس من ذلك فإن الطابع المميز لهذه المساهمات في كوريا الشرقية لا يرتبط بالبنوك فقط، حيث يلاحظ تنوع في هذه المساهمات المتقاطعة بين عدد من القطاعات المختلفة.<sup>3</sup>

#### ثالثاً: الشكل الهرمي

الهرم هو أداة من بين الأدوات التي يمكن إستعمالها لفصل الملكية عن الرقابة، أي أن كبار المساهمين الذين يمتلكون نسب من أسهم مؤسسة ما لا يستطيعون فرض رقابتهم إلا عند نسب مرتفعة من هذه

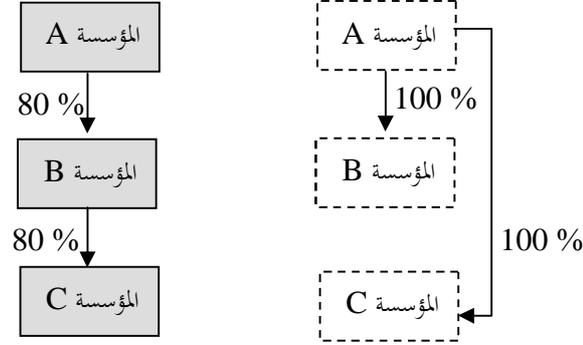
<sup>1</sup> - Jonathan Berk, Peter Demarzo, OP.Cit, p.954.

<sup>2</sup> - Ibid, pp.954-955.

<sup>3</sup> - Jonathan Berk, Peter Demarzo “ Finance d entreprise“, OP.Cit, pp.954-955.

الملكية، مما لا يشجع المستثمرين على إمتلاك نسب صغيرة في مثل هذا النوع من الهياكل.<sup>1</sup> و الشكل التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم 16.4: سلسلة ذات مستويين



المصدر: Jonathan Berk, Peter Demarzo, OP.Cit, p.954.

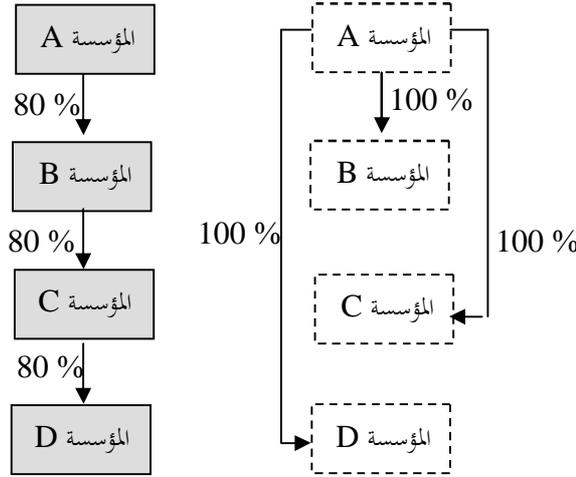
الشكل السابق يعرض سلسلة من مستويين، تحت فرضية أن كل سهم يعطي صوت واحد و أن الرقابة تمارس عند عتبة 50%، حيث تملك المؤسسة A 80 % من رأس مال المؤسسة B ، هذه الأخيرة تملك 80 % من رأس مال المؤسسة C، و بالتالي المؤسسة A تراقب المؤسسة C في حدود نسبة 64 % =  $80 \times 80$  % فقط من رأس المال.<sup>2</sup>

نفترض الآن وجود سلسلة من ثلاثة مستويات، و بالتالي المؤسسة A تراقب المؤسسة D بنسبة  $51\% = 80 \times 80 \times 80$  %، و هو ما يوضحه الشكل التالي.

<sup>1</sup>- Giovanni Marseguerra, "Corporate financial decisions and market value, studies on dividend policy, price volatility and ownership structure", (USA : Springer ,1998), pp. 111- 112.

<sup>2</sup>- Jonathan Berk, Peter Demarzo " Finance d entreprise"، OP.Cit, p.953.

## الشكل رقم 17.2: سلسلة من ثلاثة مستويات



المصدر: Jonathan Berk, Peter Demarzo, OP.Cit, p.954.

و بالتالي كلما كبر حجم السلسلة كلما إنخفضت نسبة الرقابة التي تمارسها المؤسسة الموجودة في قمة الهرم على المؤسسة الموجودة في أسفل الهرم، نتيجة إنخفاض نسبة ملكية المؤسسة الأولى في المؤسسة الثانية، كلما كبر حجم السلسلة، و بالتالي زيادة المؤسسات الوسيطة يخفض من ضغط الرقابة الممارسة من قبل كبار المساهمين، مما يعني أن رغبة كبار المساهمين في ممارسة الرقابة تستدعي إمتلاك نسب كبيرة من رأس المال.<sup>1</sup>

### الفرع الثاني: الآليات القانونية المستخدمة لضمان حماية حقوق المساهمين

لا يكفي أن يعطي القانون أو النظام الأساسي للمؤسسة حقوقاً للمساهم تسمى بالحقوق الأساسية يمارسها بإعتباره مساهماً فيها بجزء من رأس المال و المراد حمايته، و أن المخالفة لذلك سواء من جانب المؤسسة أو الأغلبية بالجمعية العامة يكون جزاءه البطلان، و إنما ينبغي توفير آليات قانونية تهدف إلى حماية تلك الحقوق و نفاذها في مواجهة المؤسسة أو الأغلبية أو الهيئات الإدارية بالمؤسسة.<sup>2</sup>

و ما سبق لا يعني إخضاع الأغلبية لتحكم الأقلية، و هو أمر محظور طبقاً لقانون الأغلبية، و إنما يعني أن المشرع إذا فرض حقا لا بد أن يوفر له الحماية الكافية لضمان نفاذه في مواجهة الغير، فعلى سبيل المثال قد يفرض المشرع بعض الإجراءات الشكلية، و التي تمثل في نفس الوقت حقوقاً للمساهم، كطريقة و مواعيد الدعوة

<sup>1</sup> - Ibid, p.955.

<sup>2</sup> - عماد محمد أمين السيد رمضان، "حماية المساهم في شركة المساهمة: دراسة مقارنة"، (مصر: دار الكتب القانونية، 2008)، ص.693.

لإجتماع الجمعية العامة، شروط النصاب و الأغلبية، شروط إنعقاد الجلسات.. إلخ، فهذه الشروط تمثل ضمانات للمساهم ينبغي أن تستند إلى شرعية أو صفة قانونية حتى لا يساء إستخدامها.<sup>1</sup>

و على إعتبار أن القرارات الصادرة عن الجمعية بالأغلبية الحاضرة أو الممثلة تسري على جميع المساهمين بأغليتهم و أقليتهم، لذلك فطبقا لقانون الأغلبية يفترض أنها تعمل لصالح مجموع المساهمين و ليس لمصلحتها فقط بموجب السلطة الممنوحة لها بقانون الأغلبية، الأمر الذي دعى بالعديد من المشرعين، و من بينهم المشرع الفرنسي، لوضع بعض الضوابط على سلطة الأغلبية قصد بما حماية المؤسسة و الأقلية، لذلك سنتناول في هذا العنصر:

- حق الأغلبية داخل الجمعية العامة ليس مطلقا؛

- نظرية التعسف في إستخدام السلطة كقيد على سلطة الأغلبية.

### أولاً: حق الأغلبية داخل الجمعية العامة ليس مطلقا

إن التشريعات التي تضع قيود على سلطة الأغلبية داخل الجمعية العامة، سواء العادية أو غير العادية، إنما تهدف إلى حماية أقلية المساهمين و إتاحة الفرصة أمامهم للمشاركة في قرارات المؤسسة بالجمعية العامة، مع الأخذ بعين الإعتبار أن تكون حماية أقلية المساهمين تمثل إطارا لحماية مصلحة المؤسسة، ذلك أن الحماية التامة لمصلحة الأقلية قد تشمل عمل الأغلبية، لذلك فإن إتجاه التشريعات نحو وضع بعض القيود على سلطة الأغلبية هو بغرض السماح للأقلية بالمشاركة في قرارات المؤسسة و حماية حقوقها من تعسف الأغلبية.<sup>2</sup>

في هذا العنصر سنبين القيود أو الضوابط التي ترد على سلطة الأغلبية، من خلال ضرورة إحترام إختصاص الجمعية العامة، حماية مصلحة المؤسسة و حقوق الأغلبية و ضرورة صدور قرارات في مصلحة المؤسسة، و هو ما سيتم معالجته من خلال التطرق إلى:

- الأغلبية داخل الجمعية العامة؛

- ضوابط سلطة الأغلبية داخل الجمعية العامة.

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص.695.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص.695.

## أ- الأغلبية داخل الجمعية العامة

إن إعتبار مؤسسات المساهمة من مؤسسات الأموال، أي أنها تقوم على الإعتبار المالي و يغيب فيها الإعتبار الشخصي، تجعل من خروج شريك في مؤسسة المساهمة لا يؤثر على حياة المؤسسة، لذلك فإن معارضة مساهم أو قلة من المساهمين لقرارات الأغلبية داخل الجمعية العامة لا يؤثر على القرار الصادر من الجمعية العامة للمساهمين.

بناءا عليه فإن مؤسسات المساهمة تحتاج إلى قواعد عملية سريعة منعا لعرقلة سيرها و شل نشاطها، لذلك كانت الأغلبية داخل الجمعية العامة هي الحل الأمثل لإمكانية إصدار قرارات تواكب سير المؤسسة و التطورات التي تلحق بها أثناء حياتها، الأمر الذي جعل بعض التشريعات تقنن القواعد المنظمة لعمل الأغلبية، و السؤال الذي يطرح نفسه هو ما المقصود بالأغلبية و ما هو أساس سلطتها.

## - مفهوم الأغلبية داخل الجمعية العامة

إن الأغلبية بالمؤسسة تبدو كمجموعة من الأشخاص الذين يجوزون جزء كبير من رأس المال بالمؤسسة، و يرتبطون فيما بينهم بروابط قوية تجعلهم ينتصرون برأيهم المشترك على تسيير أمور المؤسسة، و بالتالي فإن الأغلبية تتحدد بمعيار عيني و ليس شخصي أي بقدر المساهمة في رأس المال، فقد تمتلك أقلية المساهمين القدر الأكبر من رأس المال، التي يتحدد على أساسها عدد الأصوات التي تحسب لنصاب التصويت، و هذه هي الأغلبية، أما الأقلية فهم الذين يملكون النصيب الأقل من رأس المال حتى و لو تجاوز عددهم عدد المساهمين الذين يملكون أغلبية الحصص في رأس المال.<sup>1</sup>

من خلال ما سبق يتضح أن الأغلبية لها عنصران و هما:<sup>2</sup>

- عنصر مادي: و يعني إمتلاك الأغلبية لعدد من الحصص في رأس المال تمكنها من فرض رأيها على قرارات الجمعية العامة و على أقلية المساهمين؛
- عنصر معنوي: أي وجود روابط معنوية قوية و وجهات نظر مشتركة بين أعضاء مجموعة الأغلبية، أي إتحاد الفكر حول إصدار قرار بآراء هؤلاء رغم معارضة غيرهم من المساهمين داخل الجمعية.

<sup>1</sup> - عماد محمد أمين السيد رمضان، "حماية المساهم في شركة المساهمة: دراسة مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص.706-708.

<sup>2</sup> - عماد محمد أمين السيد رمضان، "حماية المساهم في شركة المساهمة: دراسة مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص.708.

كما أن للجمعية العامة دورا سياديا تتميز به عن الجمعيات الأخرى التي تشملها تشريع تنظيم المؤسسات، فيمكنها أن تصدر قراراتها في مناسبات دعوة الجمعية العامة، و هي قرارات ملزمة، كما أنه ينبغي ملاحظة بأن الأغلبية بالجمعية العامة تتمتع بالصفة القانونية عندما تنشأ بصورة تلقائية، و تكون قراراتها صحيحة في ظل تكوين صحيح بعكس الأغلبية المصطنعة و التي لا تضي عليها الصفة القانونية و لا تسري قرارات الجمعية الصادرة عن الأغلبية في مواجهة المساهمين، مع الإشارة إلى أن التشريعات تختلف في كيفية حساب الأغلبية.<sup>1</sup>

### - أساس سلطة الأغلبية

كان لا ينظر إلى المؤسسة في الماضي إلا كونها عقد كبقية العقود، سواء كان الوضع في مؤسسات الأموال أو الأشخاص، الأمر الذي دعى الفقهاء إلى توسيع مفهومها، و أنها ليست مجرد عقد، بل تتجاوز نطاق العقود، إذ لا يوجد في المؤسسة عقد فحسب و إنما يوجد أيضا تنظيم قانوني يعمل خارج نطاق العقد.<sup>2</sup>

بناء على ما سبق فإن كون المؤسسة عقد، يتعذر معه تعديل أحد البنود أو الشروط الواردة إلا بإجماع الشركاء، الأمر الذي يعتبر أمرا مستحيلا في مؤسسات المساهمة التي يصل فيها عدد المساهمين إلى الآلاف، لهذا لا بد من آلية تمكن من التعديل دون اللجوء إلى الإجماع بهدف الإستجابة للتطورات التي تحيط بالمؤسسة، هذه الآلية هي سلطة الأغلبية التي تم إيجاد أساس لها بالإعتماد على العديد من النظريات.

فنظرية الحقوق الأساسية للمساهم إعتمدت على فكرة أساسية مؤداها، أن الجمعية العامة لها الحق في تعديل النظام في كل نصوصه و لكن هذا التعديل يصير غير قانوني إذا كان من شأنه حمل إعتداء على نقاط محددة غير قابلة للإنقاص، و التي تمثل الوضع الشخصي الذي لا يمكن المساس به للمساهم الشريك، و هذه العناصر تمثل الحقوق الأساسية، و بمقتضى هذه النظرية إتسعت سلطة الأغلبية في تعديل النظام الأساسي، إلا أن الأمر يصعب أيضا بشأن تحديد ما هو حقا أساسيا من عدمه كي لا يدخل في سلطة الأغلبية عند التعديل أو الإلغاء.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص.714.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص.710.

<sup>3</sup> - عماد محمد أمين السيد رمضان، "حماية المساهم في شركة المساهمة: دراسة مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص.717.

في حين أن هناك من أيد أن قانون الأغلبية هو القانون التعاقدى للشركاء، فالمؤسسة يجب أن تنعقد وفقا للمصالح المشتركة للشركاء و المفهوم الضمني أن كل مساهم أو شريك يتخلى و لو جزئيا عن مطالبه الفردية لأجل تحقيق المصلحة المشتركة للمؤسسة، و يلعب قانون الأغلبية هنا كأسلوب لإدارة المؤسسة بتضحية هؤلاء الشركاء من أجل إدارة جيدة لمجموع هذه المصالح، لذلك يمكن القول بأن أساس سلطة الأغلبية هي الإرادة التعاقدية لكل الأطراف.<sup>1</sup>

و هو ما ذهب إليه العديد من الفقهاء الفرنسيين حينما فرقوا بين عقد الإكتتاب و طريقة إدارة رؤوس الأموال، فعقد الإكتتاب ينبغي دائما تحليله بأنه عقد إتفاقي أما إدارة رؤوس الأموال المسددة بواسطة المكتتبين فتتفيذها يكون طبقا للشروط المنصوص عليها بعقد المؤسسة، و لكن بموجب إرادة الأغلبية التي يمكنها تعديل عقد المؤسسة في جميع نصوصه بما يتفق و تنفيذ إدارة الذمة المالية للمؤسسة.<sup>2</sup>

و لقد تم إنتقاد و بشدة أن يكون قانون الأغلبية هو القانون التعاقدى، لأن الخضوع المقبول لا تكون معه الموافقة الممنوحة بموجب التعاقد، فالخضوع لا يكون أعمى و كذلك ممارسة سلطة الأغلبية، لذلك لا يبقى أمامنا سوى أن خضوع الأقلية يكون عنصرا إختياريا أو إيراديا ليكون مبررا لسلطة الأغلبية، و إزاء تعذر تبرير قانون الأغلبية بواسطة إرادة المتعاقد لكل شريك، إتجه الفقه نحو تفسير أكثر نظمي و منطقي و هو قانون الجماعة، لأن الجماعة لا يمكن أن تسير خدماتها بدون هذا الأسلوب الإداري، الذي يقتضي أن تلبية مصلحة الجماعة تتطلب حلا جماعيا و ذلك بموجب قانون الأغلبية، الذي يشترط عند حساب الأغلبية أن تكون صادرة من أصحاب الصكوك التي تعطي فقط الحق في التصويت، و بإعتباره قانون الجماعة فإنه يسري على جميع المشاركين في رأس المال و يقبلونه، و بالتالي مزج قانون الأغلبية بقانون الجماعة، أخذا بعين الإعتبار دور كل منهما عند صدور قرارات على درجة معينة من الأهمية، مع التشديد على نصاب القرارات ذات الأهمية الكبرى في حياة المؤسسة.<sup>3</sup>

## ب- ضوابط سلطة الأغلبية داخل الجمعية العامة

سنتناول في هذا العنصر الضوابط القانونية و التنظيمية التي تحكم سلطة الأغلبية داخل الجمعية العامة حتى لا يمكن القول بأن القرار الصادر من الجمعية العامة يشكل ضرا بالأقلية أو

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص.719.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص.719-720.

<sup>3</sup> - عماد محمد أمين السيد رمضان، "حماية المساهم في شركة المساهمة: دراسة مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص.723-724.

خطرا على مصلحة المؤسسة، و هو ما سنتناوله من خلال التطرق إلى ضرورة إحترام إختصاص الجمعية العامة و صدور قرارات ذات فعالية في مصلحة المؤسسة.

### - ضرورة إحترام إختصاص الجمعية العامة

إن تحديد إختصاصات كل من الجمعية العامة العادية و غير العادية، من طرف أي مشرع، من خلال المسائل التي تعرض عليها من خلال جدول الأعمال، توجب على الأغلبية و هي المختصة بتنفيذ هذه الإلتزامات أو الإختصاصات مراعاة ما تختص به الجمعية العامة سواء العادية أو غير العادية، نظرا لتعلق المسائل بكل منهما بالنظام العام، و بالتالي يقع باطلا إتخاذ قرارات تدخل ضمن إختصاصات جمعية أخرى بنفس المؤسسة، ذلك أن لكل جمعية إختصاص تشريعي محدد، فلا يجوز التعدي على إختصاصات جمعيات أخرى.<sup>1</sup>

### - صدور قرارات ذات فعالية في مصلحة المؤسسة

كل شخص يمكن أن يكون عضوا بالمؤسسة مجرد حيازته لأسهمها يكون له نفس الهدف الذي يسعى إليه المساهمون الآخرون بالمؤسسة و هو البحث عن الأرباح، و مصلحة كل مساهم تبدو أنها تطابق مصلحة المؤسسة، و بواسطة حق التصويت فإن كل المصالح الفردية مفروض فيها أنها تسعى لتحقيق مصلحة المؤسسة، و لكن مثل هذا التطابق في الواقع غير متحقق بين المصالح الفردية و مصلحة المؤسسة، و عليه يصبح مفهوم مصلحة المؤسسة أكثر تعقيدا في ظل التعارضات الكبرى التي تواجه المؤسسة.<sup>2</sup>

لذلك تمثل الجمعية العامة إحدى الآليات القانونية التي تتخذ قراراتها بالأغلبية القانونية لأجل تحقيق سير العمل داخل المؤسسة، و يكون باطلا كل قرار يصدر من الأغلبية بالجمعية العامة و يكون مخالفا لمصلحة المؤسسة، فالسلطة المطلقة التي تتمتع بها الجمعية العامة تسمح لها بحرية أن تتخذ من القرارات ما تحقق به غرض المؤسسة، و تصل قدرتها هنا إلى حد تعديل النظام الأساسي ليتلائم مع التغيرات الإقتصادية المحيطة بها.<sup>3</sup>

1 - نفس المرجع، ص.729.

2 - نفس المرجع، ص.735-736.

3 - عماد محمد أمين السيد رمضان، "حماية المساهم في شركة المساهمة: دراسة مقارنة"، مرجع سبق ذكره، ص.739.

إلا أن الواقع العملي يؤكد عكس ذلك، فالأغلبية دائما هم أصحاب النصيب الأكبر من رأس المال و أن الأقلية ما هي إلا جهة ممولة لباقي رأس المال ليصل إلى النصاب المطلوب أو مقدار رأس المال كما هو مدون بالنظام الأساسي، و تسعى الأغلبية دائما إلى تحقيق أغراضها حتى على حساب المؤسسة ذاتها، الأمر الذي يعجز معه مساهم الأقلية من البحث عن تحريك دعواه الفردية مطالبا ببطلان تلك القرارات لضعف إرتباطه بالمؤسسة و غلبة فكرة حصوله على الربح عن التدخل في إدارة المؤسسة، و لا يعني ذلك أن السلطة المطلقة للأغلبية تجعل مساهمي الأقلية مجردة تماما من أي سلطة، و أن عليهم أن يتحملوا حتى و لو كانت نتائج القرارات تلحق ضررا بهم، و هنا تختلف التشريعات في حمايتها للأقلية، من خلال وضع الآليات الرقابية الكفيلة بمراقبة تصرفات الإدارة، الرقابة على السياسة الاقتصادية و الإجتماعية، الرقابة على السياسة المالية بالمؤسسة، مراقبة قرارات الأغلبية و مدى توافقها مع مصلحة المؤسسة.<sup>1</sup>

### ثانيا: نظرية التعسف في إستخدام السلطة كقيد على سلطة الأغلبية

في هذا العنصر سنتطرق إلى حالات التعسف التي تشوب قرارات الأغلبية بالجمعية العامة، و ذلك بالتطرق إلى:

- مفهوم التعسف؛
- العناصر الأساسية للتعسف؛
- مجالات تطبيق تعسف الأغلبية بالجمعية العامة.

#### أ- مفهوم التعسف

ليس هناك تعريف محدد لمصطلح التعسف، لأن إعطاء مثل هذا التعريف قد يصيب حركة القضاء بالجمود و يحول دون تطور أحكامه، إستجابة للتطورات التي تلحق بالأحكام من تطبيق التعسف، و من بين التعريفات التي أوردت، التعريف الذي وضعه القضاء الفرنسي عام 1961 للتعسف أو بمعنى أدق للقرار التعسفي: "و هو ذلك القرار الذي يصدر عن الجمعية العامة و يكون متناقضا مع مصلحة المؤسسة، و ناتج عن تفضيل أعضاء الأغلبية على حساب الأقلية"<sup>2</sup>، و بالرغم من عدم تعرض المشرع الفرنسي للتعسف بالتعريف، إلا أنه إستخدمه ليحرم بعض تصرفات مديري المؤسسات كالتعسف في الأموال و الإئتمان و السلطات، حالات التعسف

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص.738-747.

<sup>2</sup> - عمار حبيب جهلول، "النظام القانوني لحوكمة الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص.73-74.

في الثقة الذي يرتكبه مديروا المؤسسة بإعتبارهم وكلاء سواء عن المؤسسة أو عن الشركاء، مع الأخذ بعين الإعتبار أن التعسف يتحدد إذا كان القرار في غير صالح المؤسسة أي بهدف البحث عن مزايا شخصية أو لأغراض أخرى غير الغرض المخول لها بموجب السلطة، فإذا كان القانون قد إعتترف بالأغلبية، فليس ذلك أن تصل بقراراتها إلى التعسف.<sup>1</sup>

### ب- العناصر الأساسية للتعسف

لا يكفي القول بأن القرار الصادر عن الجمعية العامة بأغلبية المساهمين الحاضرين ينطوي على تعسف، أي مخالفا لمصلحة المؤسسة، و إنما ينبغي هنا تحديد عناصر التعسف، التي سنتناولها فيما سيأتي:<sup>2</sup>

#### - العنصر المادي للتعسف - الضرر

الضرر المتحقق بقرار الأغلبية المتعسفة قد يقع على المؤسسة أو على الشركاء ذو الأقلية، نتيجة إتاحة الأغلبية لمجلس الإدارة الإعتداء على مصالح الأقلية بإعتباره الجهة المنوط بها تنفيذ قرار الجمعية العامة، و يستدل على الضرر باللجوء إلى القرائن التي تدل على تعسف الأغلبية باللجوء إلى الوقائع السابقة لتصويت، بالمقابل فإنه توجد رابطة سببية بين القرار و هذه الوقائع السابقة.

#### - العنصر المعنوي للتعسف

لا يكفي لقيام التعسف توفر العنصر المادي أي إلحاق الضرر بأقلية المساهمين، كما لا يكفي توفر فقط العنصر المعنوي، أي نية الإضرار بالأقلية داخل الجمعية العامة، بدون توفر العنصر المادي، لأن المشرع لا يعاقب على مجرد التفكير أو البواعث أو الدوافع التي تكنها طالما أنها لم تظهر في صورة ضرر مادي، و هنا تنشأ علاقة سببية بين العنصر المادي و العنصر المعنوي للتعسف.

و لقد إختلف الفقه و القضاء حول مضمون العنصر المعنوي اللازم لقيام التعسف، فيرى البعض أنه لقيام الركن المعنوي يتم الإكتفاء بالآثار المترتبة على صدور قرار الأغلبية، أي حدوث إخلال بالمساواة بين المساهمين، و الإتجاه الثاني يقيم التعسف على معيار شخصي أي البواعث التي تكنها نية الأغلبية.

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص.74.

<sup>2</sup> - نفس المرجع، ص.73-74.

## ج- مجال تطبيق تعسف الأغلبية بالجمعية العامة

هناك العديد من المجالات لتطبيق تعسف الأغلبية بالجمعية العامة، أهمها:<sup>1</sup>

- التعسف عند تكوين الإحتياطي و ترحيل الأرباح؛
- التعسف عند تكوين الإحتياطي الإختياري؛
- التعسف عند توزيع الأرباح المقتطعة من الإحتياطي؛
- التعسف عند تداول الأسهم؛
- التعسف عند زيادة رأس المال؛
- التعسف عند إندماج المؤسسة في مؤسسة أخرى.

و من ثم نستطيع إستنتاج أن الأطر التشريعية التي لا تضع ضوابط على سلطة الأغلبية إنما هي في غالب الأحيان تضييع حقوق الأقلية، مع الأخذ بعين الإعتبار تفاوت الأطر القانونية، من دولة إلى أخرى، في وضع هذه الضوابط، التي غالبا ما تكون أطرها القانونية غير مهتمة بحماية المساهم، كما أن الإطار الذي تمارس فيه هذه الأطر عادة ما يتميز بتركز الملكية.

## المطلب الثالث: الإفصاح و تأثيرات هيكل الملكية

لقد تجاوز مصطلح الإفصاح المحاسبي في مفهومه و هدفه المعاصر مجرد إبلاغ أو عرض نتائج القياس المحاسبي و تفسيرها، بل توسع في نطاقه و مضمونه و أصبح الأمر ينطوي على عرض معلومات كمية أو وصفية، فعلية أو تقديرية، لها تأثيراتها الملحوظة على متخذ القرار، مع الأخذ بعين الإعتبار وجود مجموعة من المحددات الرئيسية المتحكمة في نوع و حجم الإفصاح هي:<sup>2</sup>

- نوعية المستخدم و طبيعة إحتياجاته: لا بد أن تعطي المؤسسات إهتماما خاصا في قوائمها المالية لتلبية إحتياجات المستخدمين الرئيسيين، الذين لهم مصالح مباشرة أو غير مباشرة، حيث من الطبيعي أن تختلف طبيعة المعلومات المفصح عنها في القوائم المالية بإختلاف نوعية المستخدمين في كل دولة؛
- الجهات المسؤولة عن وضع معايير الإفصاح: و تتمثل في الجهات المسؤولة عن تطوير و تنظيم و إصدار معايير الإفصاح، حيث تختلف بإختلاف مداخل التنظيم المحاسبي المعتمدة في كل دولة؛

<sup>1</sup> - عمار حبيب جهلول، "النظام القانوني لحوكمة الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص.75-77.

<sup>2</sup> - محمد طارق يوسف، "الإفصاح و الشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات"، ملتقى متطلبات حوكمة الشركات و أسواق المال العربية، شرم الشيخ- جمهورية مصر العربية، مايو 2007، مرجع سبق ذكره، ص.12-13.

- المنظمات و المؤسسات الدولية: بالإضافة إلى المنظمات و القوانين المحلية فإن المنظمات و المؤسسات الدولية من الأطراف المؤثرة على عمليات الإفصاح، و من أهم هذه المنظمات لجنة معايير المحاسبة الدولية، حيث تحاول تحسين جودة المعلومات المفصح عنها على المستوى العالمي.

بناءا عليه فإن طبيعة المستخدمين للقوائم المالية، خاصة المساهمين، من حيث تشقتهم أو تركيزهم، أو من حيث طبيعتهم، سوف يؤثران في مستوى الإفصاح، الأمر الذي يدعونا إلى دراسته على النحو الذي يبين ماهيته، و مدى تأثير هيكل الملكية - من حيث تركيز الملكية و الملكية الإدارية- في مستوى تحقيقه.

### الفرع الأول: الإفصاح، مفهومه و أنواعه

يعتبر الإلتزام بالإفصاح عن الأوضاع المالية و الإقتصادية للمؤسسة مظهرا هاما من مظاهر الثقة و حسن النية في الحياة التجارية، حيث تنص معظم الشريعات و القوانين في دول العالم على تنظيم عملية الإفصاح المحاسبي و تطلب نماذج للإفصاح يتعين الإلتزام بها عند إعداد القوائم المالية الختامية.

في هذا العنصر سنقتصر في معالجة موضوع الإفصاح على إظهار مفهومه و التطرق إلى أنواعه.

#### أولا: مفهوم الإفصاح

الإفصاح في اللغة هو الفصاحة و البيان، و يقال رجل فصيح، كلام فصيح أي بليغ، لسان فصيح أي طليق و أفصح الأمر أي وضح و بدأ في الظهور، و الإفصاح بصفة عامة يعني إفشاء كل ما يكشف عنه.<sup>1</sup>

و لما كان نظام الإفصاح المتكامل عن المركز الإقتصادي و القانوني للمؤسسة يمثل ضمانا أكيدا من ضمانات تطبيق النظام القانوني لحوكمة المؤسسات، فقد جعلت منه نظرية الحوكمة إلتزاما يترتب على مخالفته قيام مسؤولية الملتزمين به.<sup>2</sup>

و يراد بالإفصاح بصورة عامة: " الكشف عن المعلومات المتعلقة بالنشاط الإقتصادي، و تحديدا الخاصة بجوانبه المالية و القانونية، بما يوفر صورة واضحة عن حقيقة النشاط المفصح عنه".<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - أحمد علي حضر، "الإفصاح و الشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات"، (مصر: دار الفكر الجامعي، 2013)، ص.52.

<sup>2</sup> - عمار حبيب جهلول، مرجع سبق ذكره، ص. 168.

<sup>3</sup> - نفس المرجع، ص. 169.

من جهة أخرى هناك من عرف الإفصاح:" على أنه إتصال المؤسسة بالعالم الخارجي بالوسائل المختلفة، لكشف المعلومات الهامة للمستثمرين و المساهمين و سوق المال و غيرهم من أصحاب المصالح المختلفة بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح و سداد إلتزاماتها".<sup>1</sup>

و يعتبر الإفصاح نظاما إئتمانيا رصينا يمكن الشركاء من ممارسة حقوقهم على الوجه الصحيح و بناء على مبدأ المساواة، حيث يمكن كل الأطراف من الحصول على المعلومات اللازمة لتحقيق رقابته على المؤسسة و إتخاذ القرار المناسب بشأن علاقته معها و المطالبة بحقوقه فيها، و من ثم فإنه يوفر قدرا كبيرا من الحماية للمستثمرين من خلال الإفصاح عن المعلومات التي تتعلق بحقيقة الوضع المالي و القانوني للمؤسسة، بما يمكنهم من تقييم أداء المؤسسة و مستوى المصادقية فيها.<sup>2</sup>

### ثانيا: أنواع الإفصاح المحاسبي

تتعدد أنواع الإفصاح بناء على معايير و إعتبارات مختلفة، نقتصر في هذا العنصر على إبراز أنواع الإلتزام بالإفصاح حسب صفة الإلتزام، الذي يقسم بدوره إلى إفصاح قانوني ( إجباري) و إفصاح إضافي ( إختياري)، و الإفصاح من حيث المجال الذي يقسم إلى إفصاح مالي و إفصاح غير مالي.

#### أ- الإفصاح من حيث الإرادة

ينقسم الإفصاح من حيث الإرادة و مدى الدافع للإلتزام به إلى إفصاح إجباري و إفصاح طوعي، فقد يكون هناك إلتزام طوعي بالإفصاح من جانب الإرادة سواء من الشخص المعنوي أو الأشخاص الطبيعيين.

#### - الإفصاح القانوني ( الإجمالي)

يراد بذلك الإلتزام بالإفصاح عن المعلومات التي تتولى التشريعات المتعلقة بالنشاط الإقتصادي تنظيمه بتحديد الملتمزم بالإفصاح و طبيعة المعلومات المفصح عنها إضافة إلى الوقت المحدد للقيام بذلك.<sup>3</sup>

1 - أحمد علي خضر، "الإفصاح و الشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص. 52.

2 - عمار حبيب جهلول، مرجع سبق ذكره، ص. 169.

3 - محمد طارق يوسف، " الإفصاح و الشفافية كأحد مبادئ حوكمة الشركات"، ملتقى متطلبات حوكمة الشركات و أسواق المال العربية، شرم الشيخ- جمهورية مصر العربية، مايو 2007، مرجع سبق ذكره، ص. 14.

و لأجل حماية المستثمرين و الإحتراز من عمليات الإحتيال غالبا ما تجعل التشريعات الإفصاح عن المعلومات موضوعا لإلتزامات المؤسسة أو سوق الأوراق المالية، سواءا كان ذلك تجاه المتعاملين مع المؤسسة أو مع الغير بصورة عامة، حيث أن الإلتزام بالإفصاح هنا يتخذ جانبا قانونيا تشريعيا مصحوبا بجزاء يضمن تنفيذه.

### - الإفصاح الإضافي ( الإختياري )

لما كان التنظيم القانوني أو التشريعي للإلتزام بالإفصاح غالبا ما يكتفي بالحدود الدنيا لحماية البيئة التجارية و تدعيم الإئتمان فيها، وجه سعي المستثمر نحو الحصول على أكبر قدر ممكن من المعلومات الزائدة على الحد التشريعي، و بالتالي يمثل الإفصاح الإضافي ذلك الجزء من المعلومات التي لا تنص عليها التشريعات و القوانين المالية أو المعايير المحاسبية، و ذلك بهدف تقديم أكبر قدر من المعلومات لمستخدمي القوائم المالية و حتى لا يلجئوا إلى مصادر أخرى للمعلومات قد تكون مضللة.<sup>1</sup>

و هو ما جعل من هذه الحاجة قطبا للمنافسة على جذب الإستثمار و ذلك بأن تتسابق أسواق رأس المال و المؤسسات في وضع برامج طوعية للإفصاح و أبواب متنوعة بغية تقديم صورة أولية عن رصانة عامل الثقة و الإئتمان فيها، كما أن القوانين و إدراكا منها لأهمية المنافسة في تعزيز الإفصاح عن المعلومات، قد تحول المؤسسات صلاحية الكشف عن المعلومات الخاصة بها من عدمه.

### ب- الإفصاح من حيث المجال

ينقسم الإفصاح من حيث مجال المعلومات المفصح عنها وفقا لمبادئ حوكمة المؤسسات، إلى الإفصاح المالي و غير المالي:<sup>2</sup>

### - الإفصاح المالي

الكشف عن البيانات و المعلومات المالية يهتم بكشف النتائج المالية و التشغيلية لحملة الأسهم و غيرهم من أصحاب المصالح، طبقا لمبادئ المحاسبة المتعارف عليها، كما يمكن للمجلس

<sup>1</sup> - نفس المرجع، ص. 16.

<sup>2</sup> - أحمد علي خضر، "الإفصاح و الشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات"، مرجع سبق ذكره، ص. 61-62.

أن يزيد من التوضيحات و يحدد المخاطر، مع توضيح مسؤوليته فيما يتعلق بالإبلاغ المالي عن النتائج المالية و التشغيلية بما يؤدي إلى إطمئنان المطلعين على التقارير.

### - الإفصاح غير المالي

و يهتم بالإفصاح عن نتائج الأداء و المعلومات و العمليات الجوهرية المؤثرة على المؤسسة، و المعلومات التي يجب الإفصاح عنها قد تكون معلومات دورية أو معلومات طارئة، و من أمثلة هذا النوع من الإفصاح: التغيرات الجوهرية في هيكل المؤسسة، قرار شراء الأسهم، الإستحواذ و الإندماج، التعاملات مع الأطراف ذات العلاقة، دخول مستثمر إستراتيجي...إلخ. و لقد أوضحت مبادئ حوكمة المؤسسات مفهوم الإفصاح و العناصر الأساسية الواردة فيه، و هذا في الفصل الأول.

### الفرع الثاني: تأثير هيكل الملكية في مستوى الإفصاح

لما كان الإفصاح عن السياسات و المعلومات المحاسبية ضرورة لمستخدمي القوائم المالية، خاصة شركات الأموال التي تطرح أسهمها للإكتتاب العام، و إعتبره مطلباً من المطالب التي أكدت عليها حوكمة المؤسسات من أجل حماية حقوق الملاك، في هذا العنصر سنحاول معرفة هل لخصائص نظام حوكمة المؤسسات، بالإعتماد على هيكل حقوق الملكية تأثير في مستوى الإفصاح، حيث سنركز على تأثير كل من تركيز الملكية و الملكية الإدارية في مستوى الإقبال عن الإفصاح، خاصة الإختياري منه.

### أولاً: الإفصاح و تركيز الملكية

بالإعتماد على نظرية الحوكمة، فإن تركيز الملكية بين عدد قليل من المساهمين يعتبر آلية فعالة للرقابة على تسيير المؤسسات، و في هذا الإطار أكد كل من فاما و جسن Jensen et Fama أن الإفصاح الإختياري يكون مرتفع نسبياً في المؤسسات ذات هياكل الملكية المشتتة مقارنة بالهياكل المركزة، ففي هذه الأخيرة، تعارضات الوكالة تكون أساساً بين المساهمين أصحاب الملكية الكبيرة و المساهمين الصغار، و هنا نلاحظ فرق بارز في مستوى الرقابة المنفذة من طرف هذين الصنفين، الأمر الذي يزيد من تباعد المصالح و يزيد من فرص ضياع حقوق الأقلية نتيجة إستغلال و إنتهازية كبار المساهمين أصحاب أكبر نسب ملكية، الذين يكون إهتمامهم بالإفصاح الإختياري، الذي يخص بعض جوانب المؤسسة، ضعيف أو يكاد يكون معدوماً، و في هذا الإطار ظهرت العديد من الدراسات الميدانية، بهدف دراسة العلاقة بين الإفصاح

الإختياري و تركز الملكية، من بينها دراسة كل من آل و نقر Nagar et Al عام 2009، تشا و قري Chau et Gray عام 2008، برث Barth عام 2009، جلب Gelb عام 2010، باشي و نوو Bushee et Noe عام 2010، الذين قامو بإختبار العلاقة بين الإفصاح الإختياري و بين الملكية المشتتة المتميزة بحماية جيدة للمستثمرين، خاصة الصغار منهم، و أظهرت النتائج أن تشتت الملكية يؤثر بشكل إيجابي على جودة الإفصاح الإختياري في المؤسسة.<sup>1</sup>

كما أظهر كل من ونق و فان Fan et Wong عام 2012 أن إنفصال حقوق التصويت عن حقوق الملكية يسمح لكبار المساهمين من نزع الملكية من صغار المساهمين، و هو ما أكدته كل من هو و ونق Ho et Wong عام 2011 من خلال دراسة أبعاد هيكل الملكية المؤثرة على جودة الإتصال المالي، لحوالي 98 مؤسسة، و توصل إلى نتيجة فحوها أن الهياكل المركزة لا تعطي أهمية كبيرة للإتصال المالي، حيث أظهر أن عدد المساهمين يجب أن يتجاوز عتبة 20 مساهم لكي تهتم المؤسسة بالإفصاح.<sup>2</sup>

و لم تقف الدراسات الميدانية عند هذا الحد، بل ذهبت العديد من الدراسات الميدانية، و منها دراسة إترتش و آل Ettredge et Al عام 2012، إلى دراسة الأنترنت كعامل مدعم للإفصاح الإختياري، و هنا أكدت هذه الدراسة، بالإعتماد على منشورات 193 مؤسسة أمريكية في الأنترنت، أن هذه الأخيرة تعتبر وسيلة جيدة للإفصاح الإختياري، لكن في حالة هياكل الملكية المشتتة، و العكس صحيح في حالة هياكل الملكية المركزة، ذلك أن أكبر المؤسسات التي تتميز بتشتت كبير في الملكية تستعمل الأنترنت كأفضل وسيلة إتصال تسمح بزيادة شفافية المؤسسة.<sup>3</sup>

### ثانيا: الإفصاح و تأثيرات الملكية الإدارية

بالأخذ بعين الإعتبار تأثير طبيعة المساهمين، و بالتحديد الملكية الإدارية، و بالتركيز على فرضية تقارب المصالح لبيرل و مانس Berle et Means عام 1932، جسن و مكلنيج Jensen et Meckling عام 1976، نستطيع القول أن إمتلاك المسير أو أعضاء مجلس الإدارة لحصّة من رأس مال المؤسسة، يشكل وسيلة فعالة لحث المسير على إدارة المؤسسة بما يتناسب و مصالح المساهمين، الأمر الذي يؤدي إلى تقارب مصالح كلي الطرفين بما يساهم في تخفيض تكاليف الوكالة، و مع ذلك أظهر جرار شارو

<sup>1</sup> - Hamrouni Amal, Lakhel Faten, "La transparence de l'entreprise et la structure de propriété: cas des entreprises françaises", 31ème Congrès de l'AFC -Crises et nouvelles problématiques de la Valeur-, NICE, France, 2010, pp.4-6.

<sup>2</sup> - Hamrouni Amal, Lakhel Faten, "La transparence de l'entreprise et la structure de propriété: cas des entreprises françaises", OP.Cit, pp.5-6.

<sup>3</sup> - Ibid, p.06.

G Charreaux في إطار نظرية التجذر، أن مساهمة المسير في رأس مال المؤسسة يسمح لهذا الأخير من تنمية سلطته التقديرية في إدارة المؤسسة، بالشكل الذي يساهم في تحقيق مصالحه الشخصية، و ذلك من خلال التأثير في مستوى الإفصاح الذي يصل لعامة المساهمين، بخصوص الجوانب المتعلقة به و الجوانب المتعلقة بالمؤسسة، و إستغلال جانب كبير منه في تشكيل ميزات خاصة به، مستغلا بذلك جانب عدم تماثل المعلومات، مع التأكيد أن ما سبق يمكن أن يتحقق مع وجود هياكل ملكية مشتتة أو هياكل ملكية مركزة، مع وجود إختلاف طفيف من حيث مستوى التأثير الذي من الممكن أن يمارسه كبار المساهمين، بإختلاف طبيعتهم، في مستوى السيطرة الممكن فرضها على المسير.<sup>1</sup>

في حين أظهرت دراسة كل من قيل و آل Gul et Al عام 2008، تربيلزي Trabelsi أن ضعف أو عدم مشاركة المسير أو أعضاء مجلس الإدارة في رأس مال المؤسسة يزيد من تباعد مصالح كل من المسير و المساهم، الأمر الذي يكبد هذا الأخير تكلفة مراقبة السلوكيات الإنتهازية للمسير، مما يجبر هذا الأخير في مقابلة هذه الوضعية، إلى تحسين جودة الإفصاح، من أجل تجنب أن يضع هؤلاء المساهمين آليات للرقابة تضمن حماية إستثماراتهم، و لأن المسير يتمتع بسلطة الوصول إلى المعلومات الخاصة، فإنه يتجنب الإفصاح عن أي معلومات تتعلق بحدوث خسائر في أسهم المؤسسة من أجل بقائه في منصبه.<sup>2</sup>

<sup>1</sup>- A.K Makhija, J.M Patton, " The impact of firm ownership structure on voluntary disclosure: empirical evidence from Czech annual reports ", Journal of Business, Vol 77, n° 3, 2004, pp.457-462.

<sup>2</sup>- A.K Makhija, J.M Patton, " The impact of firm ownership structure on voluntary disclosure: empirical evidence from Czech annual reports ", OP.Cit, p.470.

## خلاصة الفصل

بناءً على ما تم عرضه فإن التأثير الذي يحدثه هيكل الملكية - تركز الملكية، الملكية الإدارية و\أو ملكية كبار المساهمين باختلاف طبيعتهم ( الملكية المؤسساتية...إلخ) - في تفعيل حوكمة المؤسسات من خلال المداخل المختارة لقياسها إنما يعد بعض آليات الحوكمة عن الدور الذي من المفروض أن تقوم به، بناءً على مبادئ و أسس الحوكمة، ففي إطار مدخل الموارد تم إظهار أن الإطار المؤسسي لنظام حوكمة المؤسسات يحدد الخيارات الكبرى المتاحة أمام المؤسسات و التي تساهم في تحديد مزيجها التمويلي، ذلك أن خصائص حقوق الملكية من حيث تركيزها و تشتتها، تتحكم فيها عوامل مؤسسية تتعلق بنظام حوكمة المؤسسات ككل، هذه العوامل ترتبط بالإطار المؤسسي الذي يحدد درجة تطور الأسواق المالية و قنوات التمويل المتاحة بشكل عام أمام المؤسسات، أما عن تأثير هيكل الملكية المدروس في التأثير على المزيج التمويلي للمؤسسات، بعيداً عن تأثيرات الجانب المؤسسي، فقد أظهرت النتائج أن تركز الملكية يعمل على تخفيض فرص الإنتهازية و نزعة المسيرين لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة المساهمين، و بالتالي فمن المتوقع أن لا يعمل هذا الأخير على تعديل نسبة الإستدانة بما يحقق مصالحه الخاصة، مما يدل على أن المؤسسات التي عليها رقابة شديدة من قبل المساهمين، عادة ما تكون نسبة المديونية فيها مرتفعة، و بالتالي ينظر إلى نسبة المديونية من قبل المساهمين على أنها عامل ضغط و عامل سيطرة على إدارة المؤسسة، و بالتالي فزيادة هذه النسبة يعمل على تقريب مصالح كل من المسيرين و المساهمين، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة.

أما عن تأثيرات هيكل الملكية في إطار مدخل الأهداف، فقد أظهرت النتائج أن إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لنسبة من رأس المال تؤثر بشكل سلبي على أداء مجلس الإدارة، هذا مع الأخذ بعين الإعتبار إختلاف طبيعة كبار المساهمين و النسبة المملوكة من طرف هؤلاء الأعضاء، أما بالنسبة لحماية حقوق المساهمين، خاصة الأقلية منهم، فقد أظهرت النتائج أن الهياكل التي تتمتع بملكية مركزة عادة ما تكون حقوق صغار المساهمين فيها مهضومة من طرف كبار المساهمين أو من طرف الأطر القانونية التي لا توفر هذه الحماية، و في الأخير و بخصوص الإفصاح و مدى تأثيره بهياكل الملكية المركزة و الملكية الإدارية فقد أظهرت النتائج وجود تأثير سلبي يمكنه أن يؤثر على جانب المصدقية و بالتالي فعالية بعض آليات الحوكمة.

الفصل الثالث:

# أثر هيكل الملكية في حوكمة مؤسسات المساهمة الجزائرية

## تمهيد الفصل

بعد تناولنا في الفصل السابق الإطار القانوني لحوكمة المؤسسات في الجزائر في ظل هيكل الملكية، و الذي إستنتجنا من خلاله أن الهيكل الغالب على المؤسسات الجزائرية هو هيكل الملكية المركز، الذي يتميز بسيطرة الدولة و القطاع الخاص، كأكبر مساهمين، على نسبة كبيرة من المؤسسات الجزائرية، و على إعتبار أن ما يهمنا في هذه الدراسة هو مؤسسات المساهمة SPA، فإن دراستنا لتركز الملكية سيكون في هذا النوع من المؤسسات، على إعتباره الشكل الأكثر تجسيدا لإنفصال الملكية عن التسيير، الأمر الذي سيسمح لنا بدراسة أثر هذا الهيكل على آلية إشتغال بعض الآليات التي نادى حوكمة المؤسسات بضرورة وجودها في هذا النوع من المؤسسات، و ما مدى تطابق الواقع مع الأطر القانونية التي تحكم عمل هذه الآليات.

بناء على ما سبق يتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول مراحل الدراسة الميدانية، من خلال تناول عينة و مجتمع الدراسة، حدود الدراسة و أخيرا تصميم الدراسة الميدانية، ليتناول المبحث الثاني: معالجة و عرض النتائج الخاصة بمدخل الأهداف، الذي يقسم بدوره إلى نتائج متعلقة بمجلس الإدارة، نتائج متعلقة بحقوق المساهمين و الوظائف الأساسية لحقوق الملكية و نتائج متعلقة بالإفصاح، و ذلك بهدف دراسة تأثير هيكل الملكية على فعالية الوظائف السابقة، مقارنة بالأطر القانونية التي تحكمها من جهة، و مقارنة بالممارسات الجيدة لحوكمة المؤسسات من جهة أخرى، لتتناول في المبحث الأخير نتائج الدراسة الخاصة بمدخل الموارد، الذي حاولنا من خلاله دراسة العلاقة بين هيكل الملكية و الإستدانة و ذلك بهدف التأكد من أن الهيكل المسيطر على المؤسسات الجزائرية هو هيكل الملكية المركز، مع دراسة مدى التوافق بين هذا الأخير و الهياكل المالية لهذه المؤسسات، و مدى مساهمة هذا الأخير في توفير الإحتياجات المالية لهذه الأخيرة.

## المبحث الأول: مراحل الدراسة الميدانية

إنطلاقاً من حجم و طبيعة الوثائق و البيانات التي إستطعنا الحصول عليها، و واقع البيئة الجزائرية التي تعاني من بعض النقائص لعل من أبرزها غياب سوق مالية حقيقية، في ظل عدم وجود مبادئ تتعلق بحوكمة المؤسسات رغم وجود ميثاق للحكم الراشد للمؤسسات الجزائرية، في هذا المبحث سنحاول تناول مراحل الدراسة الميدانية من خلال العناصر التالية:

- عينة و مجتمع الدراسة؛
- حدود الدراسة؛
- تصميم الدراسة الميدانية.

## المطلب الأول: مجتمع و عينة الدراسة

بناءً على الإطار النظري للدراسة، تضم مؤسسات المساهمة SPA أكبر تركيبة متنوعة من المساهمين، و هذا بطبيعة الحال حسب درجة تطور الأسواق المالية و حسب البيئة التي توجد فيها هذه المؤسسات، و على إعتبار أن ما يهمنا في هذه الدراسة هي المؤسسات التي يظهر فيها جلياً إنفصال الملكية عن التسيير، ذلك أن مؤسسات المساهمة يديرها و يتخذ القرار فيها و يتابع أعمالها اليومية ثلة من الإداريين الذين يعملون كوكلاء للمؤسسة، بينما يملك المؤسسة حملة الأسهم الذين يعدون بالمئات و بالآلاف و أحيانا بمئات الآلاف من المساهمين، الأمر الذي جعل حوكمة المؤسسات تولى إهتماماً واسعاً لمشكل التسيير في هذه المؤسسات، على إختلاف طبيعة المساهمين فيها، و على إختلاف نسب الحصص التي يمتلكونها، خاصة و أن قدرة مؤسسات المساهمة على النمو ليس لها نظير، حيث أن بعض المؤسسات تفوق في حجم أموالها و قوتها الإقتصادية بعض الدول، بل ربما تفوقت مؤسسة واحدة على مجموعة من الدول الصغيرة.

و بالأخذ بعين الإعتبار البيئة الجزائرية، فإن مجتمع الدراسة يتكون من مؤسسات المساهمة الجزائرية (SPA)، في القطاعين الخاص و العام الوطنيين، سواء كانت هذه المؤسسات مدرجة أو غير مدرجة في البورصة، علماً أن العدد الإجمالي لمؤسسات المساهمة (SPA) عبر الوطن يبلغ 3319 مؤسسة على المستوى الوطني، و هذا حسب بيانات الديوان الوطني للإحصاء - الجزائر إلى غاية 20-03-2015، كما تم تبيان ذلك في الفصل الخامس.

و بالرغم من أن هذا العدد يمثل نسبة 2% فقط من المجموع الكلي للمؤسسات الجزائرية عبر الوطن، إلا أن هناك مؤشر يدل على أن هذه النسبة ستزداد في المستقبل، حيث نلاحظ أن القطاع الخاص الوطني، الذي يحتل نسبة 97.10% من المجموع الكلي للمؤسسات الجزائرية، 51.17% منها عبارة عن مؤسسات ذات مسؤولية محدودة SARL، و هذا حسب بيانات الديوان الوطني للإحصاء- الجزائر إلى غاية 2012، هذه الأخيرة التي ستتحول بـكبر حجمها إلى مؤسسة مساهمة صغيرة الحجم (SPA)، و هو ما تم ملاحظته مع بعض مؤسسات المساهمة التابعة للقطاع الخاص، و التي تؤكد لنا أثناء دراستنا لها أن شكلها القانوني السابق كان عبارة عن مؤسسات ذات مسؤولية محدودة SARL، مما يدل أن حجم مؤسسات المساهمة (SPA) سيرتفع على المدى الطويل، حيث أكدت لنا بيانات الديوان الوطني للإحصاء إلى غاية 20-03-2015، أنه خلال السنوات الأخيرة بدأت المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة SARL تتحول إلى مؤسسات مساهمة (SPA)، لكن بنسبة ضعيفة، الأمر الذي جعل من أغلب مؤسسات المساهمة (SPA) التابعة للقطاع الخاص، و الذي يمثل نسبة 62% من المجموع الكلي لمؤسسات المساهمة الجزائرية عبر الوطن، هي مؤسسات مساهمة (SPA) صغيرة و متوسطة الحجم، ما عدا المؤسسات الكبيرة المعروفة على المستوى الوطني مثل: مجمع سيفيتال، مجمع حداد... الخ، أما بالنسبة للقطاع العام و الذي يحتل من مجموع مؤسسات المساهمة عبر الوطن نسبة 38%، فهو يسيطر على أكبر المجمعات الكبرى عبر الوطن، إضافة إلى نسبته المعتبرة في رأس مال المؤسسات الاقتصادية المختلطة.

بناء على ما سبق، و بغرض الوفاء بمتطلبات الدراسة الميدانية، تم إختيار عينة لهذه الدراسة تتكون من 132 مؤسسة ذات أسهم<sup>1</sup>، تم إختيارها من عدة ولايات هي: الجزائر، برج بوعريبيج، تيزي وزو، بومرداس، بجاية، سطيف، البليدة، المدية، الجلفة، الأغواط و غرداية، و على إعتبار أن الجزائر العاصمة تضم أكبر عدد من مؤسسات المساهمة (SPA)، بعدد يقدر بـ 1522 مؤسسة، بمعدل نصف حجم المجتمع تقريبا، يليها مباشر ولاية وهران بـ 194 و ولاية عنابة بـ 122 مؤسسة، و ذلك حسب بيانات الديوان الوطني للإحصاء إلى غاية 20-03-2015، لذلك كانت ولاية الجزائر الولاية التي تضم أكبر عدد من الإستثمارات الموزعة، لما تحويه هذه الولاية من تنوع في المناطق الصناعية: المنطقة الصناعية واد سمار، المنطقة الصناعية روية... الخ، إضافة إلى إحتواء هذه المناطق على فروع مؤسسات أم موجودة في ولايات أخرى و العكس صحيح، مما يجعل إختيار عينة من ولاية الجزائر لوحدها كافيا للحصول على عينة ممثلة، إضافة إلى الولايات الأخرى، أما الإستثمارات الباقية فتم جمعها من بقية الولايات الأخرى، التي يحتوي البعض منها على مناطق صناعية كبرى.

أما عن توزيع عينة الدراسة بين القطاعين الخاص و العام فكانت كالتالي:

- 93 مؤسسة ذات أسهم (SPA) تابعة للقطاع العام الوطني، أغلبها مؤسسات عمومية إقتصادية EPE، وزعت عليها 372 إستمارة، تم إسترداد 142 إستمارة فقط؛

<sup>1</sup> - أنظر الملحق رقم 01.

- 39 مؤسسة ذات أسهم (SPA) تابعة للقطاع الخاص الوطني، وزعت عليها 156 إستمارة، تم إسترداد 58 إستمارة.

ليصل عدد الإستثمارات المسترجعة 200 إستمارة موزعة بين القطاعين، مع العلم أن الدراسة تستثني مؤسسات المساهمة التي تكون على شكل وحدات، و التي لا تستجيب لشروط الدراسة من حيث عدم توفرها على مجلس إدارة، مما لا يسمح بإسقاط الإستبيان عليها.

ذلك أن إختيار عينة الدراسة تم بناء على عدة معايير منها:

- مؤسسات لها مجلس إدارة ينشط بانتظام و بصفة دورية؛
- تنوع العينة بين القطاعين الخاص و العام؛
- تجسيد مبدأ انفصال الملكية عن التسيير؛
- مؤسسات يسهل الحصول على معلومات عنها على الشبكة المعلوماتية، خاصة ما يتعلق بموقعها الإلكتروني و عنوانها، من أجل تسهيل عملية الإتصال بهذه المؤسسات؛
- سهولة و إمكانية الحصول على المعلومات، ذلك أن المؤسسات موضوع الدراسة متباعدة جغرافيا عن بعضها البعض، كما أن هناك العديد من المؤسسات رفضت التجاوب معنا، خاصة مؤسسات القطاع الخاص، الأمر الذي دفعنا إلى إعتماد هذا المعيار في دراستنا.

## المطلب الثاني: حدود الدراسة

سنتاول في هذا المطلب حدود الدراسة المتعلقة بمتغيرات الدراسة، الإطار الزمني، الإطار المكاني و الإطار المفاهيمي.

### الفرع الأول: الحدود المتعلقة بمتغيرات الدراسة

في إطار دراسة أثر هيكل الملكية في حوكمة مؤسسات المساهمة الجزائرية، سنقتصر على بعدين لمتغير هيكل الملكية، بعد تركز الملكية و بعد طبيعة المساهمين بالتركيز على (القطاع العام الوطني - الدولة كمساهم -، القطاع الخاص الوطني - الأفراد الخواص كمساهمين - و الملكية الإدارية).

## الفرع الثاني: الإطار الزمني (الحدود الزمانية)

إن نتائج الدراسة الميدانية ترتبط بالزمن الذي أجريت فيه من 01-01-2014 إلى 03-06-2015، كما تغطي الدراسة بالنسبة للجزء المتعلق بدراسة أثر هيكل الملكية في إطار مدخل الموارد، و بعض الأجزاء المتعلقة بمدخل الأهداف، فترة أربع سنوات من 2010-2013، ذلك أن الدراسة المتعلقة بهذا الجزء و بعض الأجزاء الأخرى تستلزم الإستعانة ببعض القوائم المالية في المؤسسات المدروسة هي الأصول، الخصوم، جدول حسابات النتائج إضافة إلى محاضر الجمعية العامة، و ذلك من أجل الوفاء بمتطلبات المتغير التابع و بعض المتغيرات المستقلة، و السبب في إختيار أربع سنوات هو بهدف إضعاف تأثير بعض العوامل و الحالات المؤقتة، في حالة الإعتماد على سنة واحدة لوصف المتغيرات.

أما بالنسبة لمتغير هيكل الملكية، فتمتاز هيكل ملكية مؤسسات المساهمة موضوع الدراسة بالتركز الشديد في يد الدولة أو الأفراد الخواص، و نظرا لعدم وجود سوق مالية متطورة، إضافة إلى وجود عدد محدود من المؤسسات المدرجة في البورصة، تملك الدولة أو القطاع الخاص نسبة كبيرة من رأس مالها، نستطيع القول بأن هذه الهياكل تتميز بالجمود، أي عدم وجود حركية داخل هيكل ملكية هذه المؤسسات خلال فترة حياتها<sup>1</sup>، على أساس أن المؤسسات العمومية تبقى تابعة للدولة إلى أن يتم خصوصتها أو تبقى على طبيعتها، أي تبقى هي المساهم الوحيد أو المساهم الأكبر -إذا كانت المؤسسة مدرجة في البورصة-، طيلة فترة حياة المؤسسة، أما مؤسسات القطاع الخاص، فعدد كبير منها، لم تتجرأ بعد على فتح رأس مالها للإكتتاب العام، كما أن هيكل ملكيتها تخضع في غالب الأحيان إلى تطبيق الشروط القانونية فقط.

## الفرع الثالث: الإطار المكاني (الحدود المكانية)

إن عينة الدراسة مقسمة بين القطاعين، العام الوطني و الخاص الوطني، و التي تم إختيارها من الولايات السابقة الذكر، حيث مثلت عينة القطاع العام الوطني نسبة 70%، بما يعادل 93 مؤسسة مساهمة تابعة للقطاع العام، تم إختيارها من جميع الولايات السابقة الذكر، و جميعها يشترك في هيكل ملكية واحد، كما تخضع لنفس آليات العمل تقريبا، لذلك يمكن تعميم نتائج الدراسة بالنسبة لمؤسسات القطاع العام، أما عينة القطاع الخاص الوطني فمثلت نسبة 30%، بما يعادل 39 مؤسسة مساهمة تابعة للقطاع الخاص، تم إختيارها من ولاية الجزائر، البليدة، بومرداس، بجاية، تيزي وزو، سطيف، برج بوعرييج، و ذلك لأن معظم مؤسسات المساهمة التابعة للقطاع الخاص الوطني تتمركز في منطقة الشمال، إضافة إلى إحتواء ولاية الجزائر على أكبر نسبة من هذه المؤسسات، و نظرا لوجود إختلاف في هيكل ملكية مؤسسات المساهمة في القطاع الخاص الوطني، فإنه لا يمكن تعميم النتائج،

<sup>1</sup> - مقارنة بالدول التي تتميز بوجود هيكل ملكية مشتتة، فإن هيكل ملكية مؤسساتها تتعرض لتغيرات مستمرة، سواء من حيث تركيبة المساهمين أو من حيث نسبة الحصص التي يملكها كل مساهم كل حسب طبيعته.

ليس من منطلق عدم التنوع الجغرافي، و إنما من حيث أن كل مؤسسة مساهمة في القطاع الخاص هي حالة بحد ذاتها، و هو ما سيتم تأكيده فيما بعد.

## الفرع الرابع: الإطار المفاهيمي

و يقصد به الإطار المفاهيمي المتعلق بالمتغيرات التابعة، و في هذا الإطار لدينا المتغيرات التابعة بالنسبة لمدخل الأهداف و المتغير التابع بالنسبة لمدخل الموارد، و التي لا بد من تحديد إطارها المفاهيمي، لأن هناك العديد من المفاهيم يمكن إعتماها للتعبير عن هذه المدخل، و كلى المدخلين يشتركان في نفس المتغير المستقل - هيكل الملكية - الذي لا يحتاج إلى تحديد الإطار المفاهيمي الخاص به، حيث لا يوجد إختلاف في معنى هيكل الملكية، و إنما الإختلاف يكمن في طبيعة المتغيرات المختارة للتعبير عن هذا الهيكل، و قد تم تحديد ذلك في الحدود المتعلقة بمتغيرات الدراسة.

### أولاً: الإطار المفاهيمي الخاص بمتغيرات مدخل الأهداف

بالنسبة لمدخل الأهداف هناك ثلاث متغيرات تابعة: مجلس الإدارة، حقوق المساهمين و الإفصاح. بالنسبة لمجلس الإدارة سيتم التعبير عن فعاليته من خلال ثلاثة مؤشرات: الدور الرقابي لمجلس الإدارة، الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة، الدور الوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة، و كلها مفاهيم تم تحديد الإطار المفاهيمي الخاص بها في الإطار النظري للدراسة، و على إعتبار أن المتغير المستقل يتميز بالجمود، أي عدم وجود حركية داخل هيكل الملكية، فإن دراستنا لفعالية مجلس الإدارة ستقتصر على تحليل أسئلة الإستبيان المتعلقة بهذا الجزء، تحليلاً وصفيًا و إستدلاليًا الهدف منه التأكيد من صلاحية تأدية بعض الأدوار الرقابية و الإستراتيجية في مجلس الإدارة.

أما بالنسبة لحقوق المساهمين و الوظائف الأساسية لحقوق الملكية، فيراد بها التحقق من مدى ممارسة المساهمين الصغار لحقوقهم داخل المؤسسة، و التي تمس بالدرجة الأولى مؤسسات المساهمة المدرجة في البورصة، و ما مدى توافق ذلك مع الإطار القانوني و مبادئ حوكمة المؤسسات.

أما بالنسبة لعنصر الإفصاح، فيراد به الوسائل التي تستعملها المؤسسة للإتصال بالعالم الخارجي لكشف المعلومات للمساهمين و سوق المال و غيرهم من أصحاب المصالح المختلفة بطريقة تسمح بالتنبؤ بمقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح و سداد إلتزاماتها، حيث يتم التركيز في هذا العنصر على تبيان الوسائل التي تستعملها مؤسسات المساهمة موضوع الدراسة بخصوص الإفصاح عن معلوماتها المالية أو غير المالية،

مع تبيان مستوى الإفصاح الممارس في هذه المؤسسات مقارنة بعناصر الإفصاح التي نادى بها حوكمة المؤسسات، و معرفة درجة الاختلاف في هذا العنصر بين القطاعين العام و الخاص.

### ثانيا: الإطار المفاهيمي الخاص بمتغير مدخل الموارد

أما بالنسبة لمتغير مدخل الموارد و الذي يتمثل في عنصر الإستدانة، و نظرا لما لهذا الأخير من أهمية كبيرة في تحديد شكل الهيكل التمويلي، خاصة من حيث إستعماله من قبل المسيرين أو من قبل كبار المساهمين كوسيلة لتحقيق أهدافهم، بناءا عليه فإن دراسة تأثير هيكل الملكية - المحدد سابقا- بإعتباره متغير مستقل، على الإستدانة بإعتبارها متغير تابع، ستكون من خلال التطرق إلى تأثير تركيز الملكية و طبيعة كبار المساهمين ( ملكية الدولة و ملكية الأفراد الخواص) على هذا العنصر، من خلال الإستعانة ببعض النماذج الإندجارية.

مع التذكير أن مفهوم الإستدانة المستخدم في هذه الدراسة، يقصد به مجموع الديون المالية و البنكية الطويلة، المتوسطة و القصيرة الأجل، مع إستبعاد ديون الإستغلال قصيرة الأجل ( قرض المورد، الديون الجبائية و الإجتماعية) من مكونات الديون، لأنها تدخل ضمن الإئتمان التلقائي الذي لا يحدد وفقا لقرارات الإدارة.

### المطلب الثالث: تصميم الدراسة الميدانية

في هذا المطلب سنتطرق إلى تصميم الدراسة الميدانية بالتطرق إلى أساليب جمع البيانات، قياس متغيرات الدراسة و أساليب التحليل الإحصائي المستخدمة في الدراسة.

### الفرع الأول: أساليب جمع البيانات الأولية و مراحل إعدادها

إستخدمنا في هذه الدراسة طريقة الإستقصاء<sup>1</sup> في جمع البيانات الأولية، إضافة إلى الإستعانة ببعض البيانات المحاسبية، التي تم إستخراجها من الميزانية و جدول حسابات النتائج خلال الفترة الزمنية 2010-2013 ، حيث سنوضح في هذا العنصر أساليب جمع البيانات الخاصة بكل مدخل.

<sup>1</sup> - أنظر الملحق رقم 03.

## أولاً: أساليب جمع البيانات بالنسبة لمدخل الأهداف

بالإضافة إلى إستعمال البيانات المحاسبية، تم الإعتماد في جمع البيانات الأولية الخاصة بهذا المدخل على أسلوب الإستقصاء، حيث تم تقسيمه إلى:

### أ- تأثير هيكل الملكية على فعالية مجلس الإدارة

حيث تتم معالجة هذا العنصر بالإعتماد على المحاور التالية:

- معلومات عامة حول المؤسسة و الشخص المقابل: تتكون من (13) سؤال؛
- تركيبة مجلس الإدارة و أجواء إجتماعاته: تتكون من (07) أسئلة؛
- الدور الرقابي لمجلس الإدارة
- إستقلالية مجلس الإدارة: تتكون من (09) أسئلة؛
- اللجان التابعة لمجلس الإدارة: تتكون من (01) سؤال واحد؛
- كيفية تعيين و عزل أعضاء مجلس الإدارة و كيفية تحديد مكافآتهم: تتكون من (06) أسئلة؛

ب- تأثير هيكل الملكية على حماية حقوق المساهمين: تتكون من (07) أسئلة؛

ج- تأثير هيكل الملكية على الإفصاح: تتكون من (07) أسئلة؛

### ثانياً: أساليب جمع البيانات بالنسبة لمدخل الموارد

بالنسبة لأساليب جمع البيانات الخاصة بهذا المدخل، فقد تم اللجوء إلى بعض القوائم المالية للمؤسسة: الميزانية و جدول حسابات النتائج خلال الفترة الزمنية 2010-2013، إضافة إلى محاضر إجتماعات الجمعية العامة.

حيث مرت قائمة الإستبيان بعدة مراحل قبل أن تصبح في شكلها الحالي و قبل توزيعها على المؤسسات المدروسة، تم تحكيم هذا الإستبيان لدى بعض الأساتذة المختصين و أخذ آرائهم بخصوصها، و هذا ما مكنا من حصر الأسئلة غير المفهومة و الغامضة و من ثم مراجعتها و تصحيحها فيما بعد ليتم إعادة صياغة قائمة الأسئلة

من جديد بناء على الملاحظات السابقة حتى أصبحت في شكلها الحالي، هذا إضافة إلى قيامنا بتوزيع تجريبي للإستبيان على بعض مؤسسات المساهمة الموجودة في ولاية الأغواط، بحكم قربها، من أجل إعادة إختبار الأسئلة و حصر الأسئلة غير المفهومة و التي شكلت غموض عند أغلب المستجوبين، علما أنه في كل مرة يتم تعديل طريقة طرح الأسئلة و توجيهها بالشكل الذي يمكن من خلاله تدارك النقائص الملاحظة في التوزيع التجريبي، مع العلم أن كل مؤسسة يوزع عليها أكثر من إستبيان، حسب نسبة وجود الأفراد المعنيين بالإجابة على أسئلة الإستبيان و إتاحة الفرصة لنا للتحاوب معهم، و هم المدير العام للمؤسسة أو أعضاء مجلس الإدارة أو الرئيس المدير العام PDG أو المدراء الماليون و المدراء المساعدون..، كما هو موضح في رسالة الإستبيان<sup>1</sup>، ليصل عدد الإستثمارات الموزعة 528 إستمارة، مع عدم الإكتفاء بإجابات الإستبيان، بل تم تدعيم بعض الإجابات ببعض الأدلة، خاصة ما تعلق منها بالجانب الكمي، مثل عدد أعضاء مجلس الإدارة، عدد إجتماعات هذا المجلس... إلخ، حيث يظهر الشخص المستجوب في أغلب الأحيان وثائق تبين صدق معلوماته مثل: محاضر الجمعية العامة، محضر إجتماع مجلس الإدارة... إلخ<sup>2</sup>.

أما فيما يخص البيانات المحاسبية، المتمثلة في الميزانيات و جداول حسابات النتائج، فقد تم اللجوء إلى المركز الوطني للسجل التجاري بالجزائر العاصمة، الذي زودنا بأغلب الميزانيات و جداول حسابات النتائج لعينة الدراسة خلال الفترة 2010-2013، بدلا من الفترة 2010-2014، حيث كنا نرغب في دراسة البيانات المحاسبية خلال فترة 05 سنوات، و نظرا لأن القوائم المالية الخاصة بسنة 2014 هناك فترة لإيداعها تمتد إلى غاية ديسمبر 2015، قمنا بحذف سنة 2014 من فترة الدراسة، إضافة إلى عدم تمكننا من الحصول على البيانات المحاسبية الخاصة بهذه السنة أثناء الدراسة الميدانية إما لعدم جاهزيتها أو إمتناع المؤسسات عن تزويدنا بهذه البيانات بشكل كلي، خاصة من طرف مؤسسات القطاع الخاص.

و في الأخير، و رغم أهمية الإستبيان كوسيلة لتحقيق أهداف الدراسة، فيما يتعلق بالمحاور المدروسة، إلا أن هذا الأخير لم يسلم من بعض المشاكل أهمها:

- عدم تجاوب بعض مفردات عينة القطاع العام و الخاص، بالإضافة إلى مبدأ التحفظ الذي إعتمده بعض الأطراف أثناء الإجابة على بعض الأسئلة؛
- إنتشار أفراد العينة في مناطق جغرافية متباعدة مما دفعنا إلى الإستعانة ببعض الأشخاص في الحصول على بعض الإجابات؛
- عدم تجاوب مفردات عينة القطاع الخاص، و عدم تعاونهم معنا.

<sup>1</sup> - أنظر الملحق رقم 02.

<sup>2</sup> - أنظر الملحق رقم 07.

## الفرع الثاني: تعريف و قياس متغيرات الدراسة

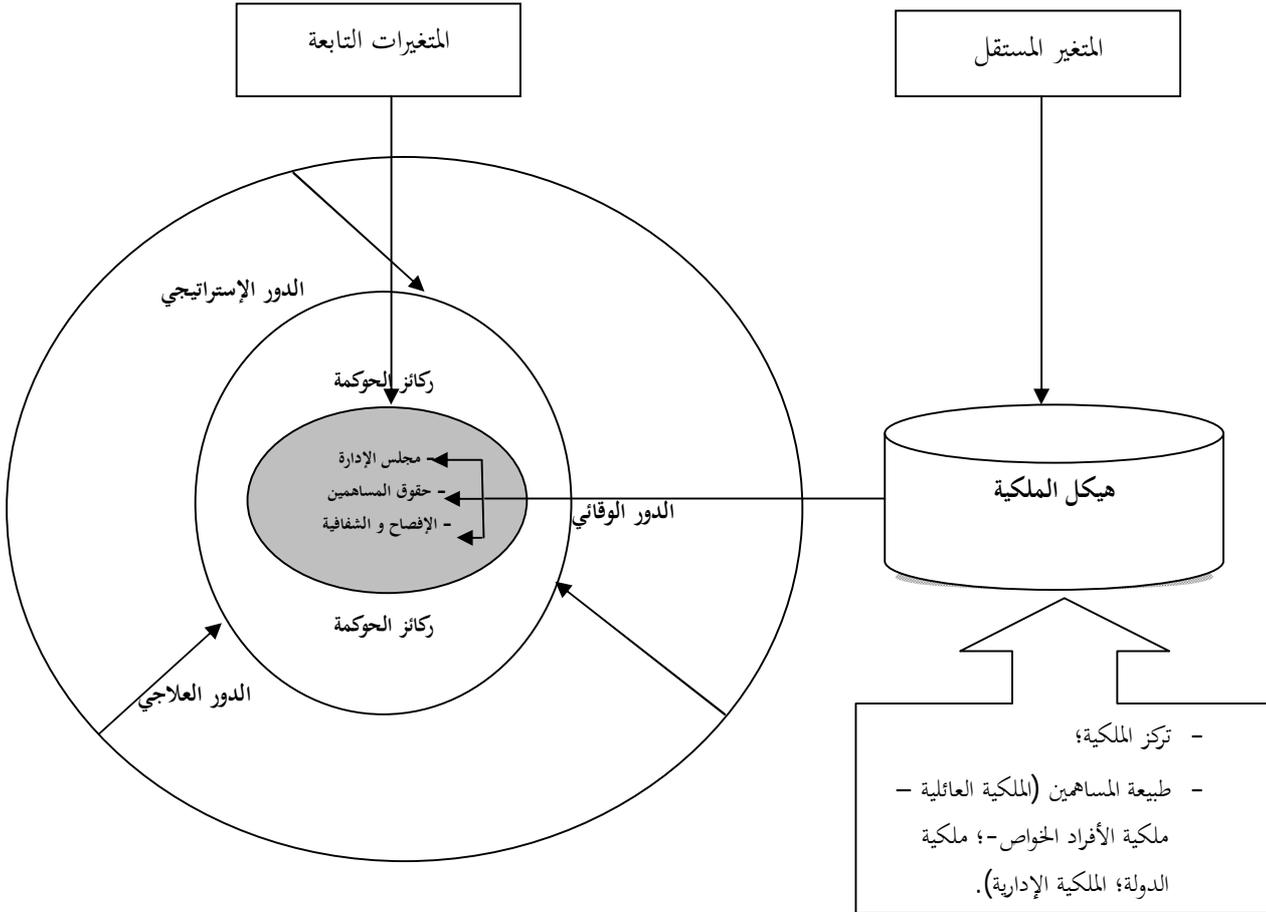
في هذا العنصر سنظهر كيفية قياس متغيرات الدراسة، و هذا بالنسبة للجزء المتعلق بالدراسة الإستدلالية، و التي تحتاج إلى شرح كيفية قياس متغيراتها، سواء بالنسبة لمدخل الأهداف أو مدخل الموارد.

### أولاً: تعريف و قياس متغيرات الدراسة الخاصة بمدخل الأهداف

بناء على ما قيل في الجانب النظري، و بشكل خاص المبحث الأول - الفصل الرابع، فإن تحديد كيفية قياس متغيرات الدراسة الخاصة بهذا المدخل ستقتصر على المتغيرات التي سوف يتم إدراجها من أجل الوفاء بمتطلبات التحليل الإستدلالي - النماذج الإنحدارية - و التي تحتاج إلى شرح كيفية قياسها، أما بالنسبة لباقي أسئلة الإستبيان فسيتم معالجتها باستخدام أساليب التحليل الإحصائي الوصفي.

و الشكل التالي يوضح متغيرات الدراسة حسب هذا المدخل:

### الشكل رقم 1.3: متغيرات الدراسة حسب مدخل الأهداف



المصدر: من إعداد الباحثة.

فبالنسبة لعنصري حماية حقوق المساهمين و الإفصاح، سيتم دراسة تأثيرهما بهيكل الملكية المختار من خلال التحليل الوصفي لأسئلة الاستبيان المتعلقة بهذين العنصرين فقط، أما بالنسبة لمجلس الإدارة، و نظرا لخصوصية البيئة الجزائرية من جهة و خصوصية العينة المختارة للدراسة من جهة أخرى، ستقوم الباحثة، - بالإضافة إلى تحليل أسئلة الاستبيان المتعلقة بهذا العنصر و التي تشرح إلى حد بعيد درجة فعالية مجلس الإدارة، في حالة تركيز الملكية في يد الدولة أو في يد الأفراد الخواص، من خلال تأدية الأدوار المحددة لقياس فعالية هذه الآلية،- ببناء بعض النماذج الإنحدارية و التي تدرس على وجه التحديد علاقة هيكل الملكية ببعض الخصائص المميزة لمجلس الإدارة و التي سيتم شرح كيفية قياسها فيما سيأتي .

حيث ركزت العديد من الدراسات، في دراستها لدور مجلس الإدارة الرقابي و الإستراتيجي، على دراسة بعض المعايير -المقاييس- منها: حجم مجلس الإدارة، إزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة، إستقلالية أعضاء مجلس الإدارة، بإعتبارها متغيرات تابعة و مؤشرات نالت إهتمام العديد من الدراسات في التعبير عن مدى وجود بعض الأدوار الرقابية و الإستراتيجية في مجلس الإدارة، حيث تعدد المتغيرات المستقلة المؤثرة في المتغيرات السابقة، منها حجم المؤسسة، الإندماج إلى البورصة، الإستدانة، تركيز الملكية، و ذلك بإعتبارها متغيرات تؤثر على الأدوار السابقة لمجلس الإدارة.

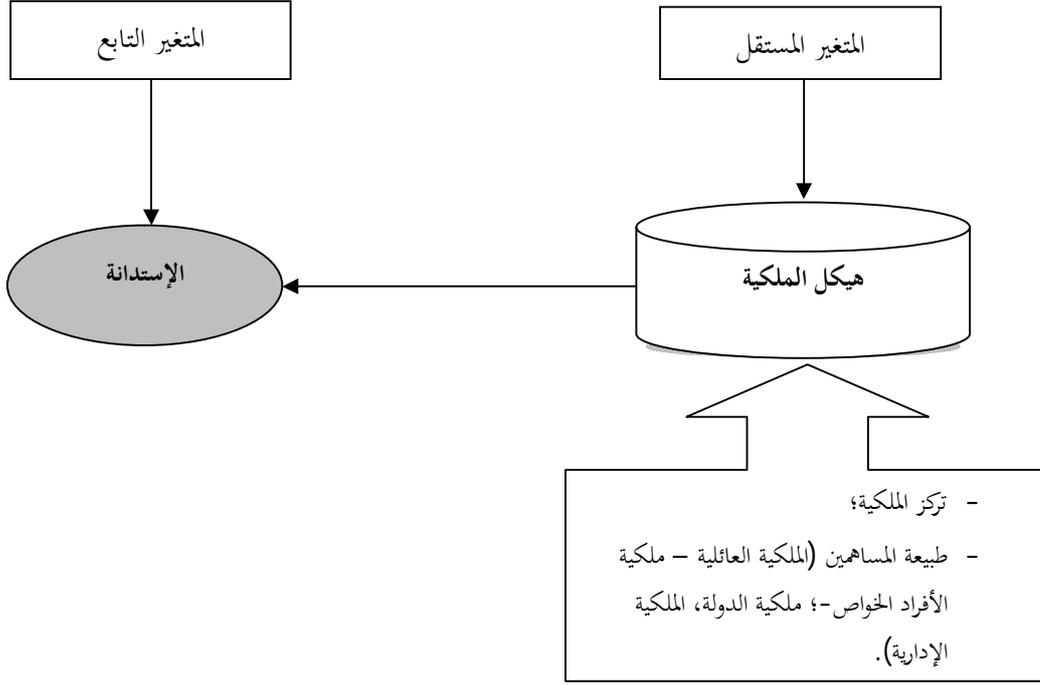
حيث يوضح الملحق 2 التعريف بهذه المتغيرات مع توضيح كيفية قياسها:

### ثانيا: تعريف و قياس متغيرات الدراسة الخاصة بمدخل الموارد

بناء على ما تم التوصل إليه في الفصل الخامس، بأن نظام حوكمة المؤسسات الجزائرية يندرج ضمن نموذج حوكمة المؤسسات ذو التوجه البنكي GE orienté banques، و بهدف دراسة التأثير الذي يحدثه نظام الحوكمة، من خلال هيكل الملكية - عنصر تركيز الملكية و طبيعة المساهمين الكبار-، على الهياكل التمويلية للمؤسسات عينة الدراسة، سنقوم بتوضيح كيفية قياس متغيرات الدراسة الخاصة بهذا المدخل.

حيث يلخص الشكل التالي متغيرات الدراسة حسب هذا المدخل:

### الشكل رقم 2.3: متغيرات الدراسة حسب مدخل الموارد



المصدر: من إعداد الباحثة.

حيث يوضح الملحق 3 التالي التعريف بهذه المتغيرات مع توضيح كيفية قياسها:

#### الفرع الثالث: أدوات تحليل بيانات الدراسة

لتحليل بيانات الدراسة الميدانية، و من أجل الحصول على نتائج دقيقة قدر الإمكان، إتمدت الدراسة على المقاييس و الإختبارات المناسبة و المتعارف عليها و ذلك بإستخدام برنامج التحليل الإحصائي Eviews ، إضافة إلى إستخدام حزمة برنامج التحليل الإحصائي الجاهزة للعلوم الإجتماعية SPSS و برنامج Excel ، حيث تمت الدراسة الإحصائية بالإعتماد على الأدوات الإحصائية التالية:

- التوزيعات التكرارية و النسب المؤوية لأغراض تبويب و تلخيص بيانات الدراسة؛
- المتوسطات الحسابية، لمعرفة واقع ممارسات الآليات المدروسة، من وجهة نظر أفراد عينة الدراسة؛
- الانحرافات المعيارية ودرجة تشتت إجابات أفراد عينة الدراسة عن المتوسط الحسابي لواقع الممارسات السابقة في عينة المؤسسات المدروسة؛
- إستخدام مقياس ليكرت الخماسي لتحويل الآراء الوصفية إلى صيغ كمية<sup>1</sup>؛

<sup>1</sup> - قامت الباحثة بحساب النسب المؤوية لتوزيعات البيانات في بعض الأسئلة المرتبطة ببعض المتغيرات لمعرفة الإتجاه العام لهذه الآراء وذلك بعد أن تم إستخدام مقياس (Likert ليكرت) مع تحويل الآراء الوصفية إلى صيغ كمية إذ تم التعبير عن الإجابات الوصفية بصيغة رقمية كما يلي :

- الإنحدار المتعدد بغرض قياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة و التابعة و ذلك بإستخدام طريقة المربعات الصغرى المدججة (Pooled Least Squares) PLS، طريقة الإنحدار اللوجيستكي (Régression logistique) فيما يتعلق بالمتغيرات التابعة ذات القيم الصورية أو الوهمية؛
- إختبار T-Test لمقارنة المتوسط الحسابي لإجابات العينة مع المتوسط الفرضي، ومن ثم إختبار معنوية قيمة المتوسطات الحسابية بإستخدام إختبار (T-test) لقياس الفروقات المعنوية بين المتوسطات عند درجة دلالة (Sig) 5%، ومقارنة مستوى الدلالة القياسية (sig=0.05) مع مستوى الدلالة الحسابي، فإذا ما كانت قيمة مستوى الدلالة الحسابية  $sig < 0.05$  فإننا نرفض فرضية العدم ونتبنى الفرضية البديلة بوجود فروق معنوية و القيمة الثابتة التي إعتمدت عليها الباحثة في المقارن هي ( 3 ) كون المقياس الذي نقيس به هو ليكرت الخماسي فمتوسط القيم هو ( 15/5 ) يساوي 3، و هذا بالنسبة للأسئلة المرتبطة بمعرفة الإتجاه العام لآراء المستجوبين بخصوص دراسة تأثير الملكية الإدارية، الدور الإستراتيجي، الدور الوقائي و العلاجي على فعالية مجلس الإدارة، هذا إضافة إلى إستخدام إختبار T-Test لقياس مدى معنوية المتغيرات المستقلة، فعندما تكون قيمة T المحسوبة مقبولة إحصائيا و عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 5% فإنه توجد دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة و التابعة؛
- إختبار F-Test لقياس مدى معنوية النموذج ككل؛ فعندما تكون قيمة F المحسوبة كبيرة عند مستوى معنوية أقل أو يساوي 5% يكون هذا النموذج ذا دلالة إحصائية معنوية؛

القيمة 1: تدل على غير موافق بشدة؛

القيمة 2: تدل على غير موافق؛

القيمة 3: محايد؛

القيمة 4: موافق؛

القيمة 5: موافق بشدة.

و بما أن المقياس المستعمل هو مقياس ليكرت الخماسي، من موافق بشدة(5) إلى غير موافق بشدة (1)، فهذا يعني أن طول الفئة هو 5-1=4، فنقوم بتقسيم 4 على 5 فنحصل على 0.8، أي أن طول كل فئة يساوي 0.8 و ذلك كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم 3.6: مستويات التأثير لتصنيف إجابات العينة

الفئة	الإنجاء
1.....1.8	غير موافق بشدة، ضعيف جدا
1.8.....2.6	غير موافق، ضعيف
2.6.....3.4	محايد، متوسط
3.4.....4.2	موافق، كبير
4.2.....5	موافق بشدة، كبير جدا

المصدر: مستويات التصنيف الخاصة بمقياس ليكرت الخماسي

- معامل التحديد  $R_2$  و يقيس درجة ملائمة معادلة الإنحدار للبيانات، و تشير إلى قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع، من خلال كبر حجم هذا المعامل؛
- إختبار Jarque-Bera المعلمي بهدف قياس مدى إقتراب توزيع الأخطاء من التوزيع الطبيعي؛
- إختبار White لإختبار عدم ثبات تباين الأخطاء؛
- إختبار Breusch-Godfrey بهدف التأكد من خلو نماذج الدراسة من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء؛
- مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدارسة في النماذج السابقة، بهدف التأكد من عدم وجود إرتباط بين المتغيرات المستقلة؛
- و من أجل عرض خصائص العينة العامة، فقد إستخدمنا عدة مقاييس: الوسط الحسابي، أكبر قيمة أدنى قيمة...إلخ.

### المبحث الثاني: معالجة نتائج الدارسة الخاصة بمدخل الأهداف

في هذا المبحث سنقوم بعرض نتائج الإستبيان الخاصة بمدخل الأهداف، الذي سيقسم إلى نتائج متعلقة بمجلس الإدارة، و نتائج متعلقة بحقوق المساهمين و الوظائف الأساسية لحقوق الملكية و نتائج متعلقة بالإفصاح.

#### المطلب الأول: التحليل الوصفي لعينة الدارسة

قبل البدء في عرض نتائج هذا المدخل، سنقوم بعرض وتحليل خصائص العينة، حسب المؤسسة و الفرد المستجوب، و التي تتعلق أساسا بالمعلومات العامة عن المؤسسة و الشخص المستجوب، و ذلك بإستخدام التكرارات والنسب المئوية لتوصيف العينة.

#### الفرع الأول: عرض و تحليل خصائص العينة بالنسبة للمؤسسات المدروسة

فيما يلي يتم عرض التحليل الوصفي لعينة الدارسة بالنسبة لمؤسسات المساهمة المدروسة، العامة و الخاصة، حسب طبيعة القطاعات، و التي إستعملنا فيها نتائج الأسئلة 01، 02، 03، مع عرض نتائج أسئلة المعلومات العامة المتعلقة بالأسئلة 04، 05، 13.

## أولاً: توزيع عينة الدراسة حسب طبيعة الملكية و القطاعات المدروسة

فيما يلي يتم توزيع مؤسسات المساهمة المدروسة، العامة و الخاصة، حسب طبيعة القطاعات، كما

يلي.

### الجدول رقم 4.3: توزيع عينة الدراسة حسب طبيعة الملكية و القطاعات المدروسة

النسبة %	المجموع	النسبة %	ملكية خاصة	النسبة %	ملكية عامة	طبيعة الملكية القطاع
18,18%	24	28,21%	11	13,98%	13	قطاع الصناعة الغذائية
15,91%	21	17,95%	7	15,05%	14	قطاع البناء و الأشغال العمومية
29,55%	39	25,64%	10	31,18%	29	الصناعة، الصناعة التحويلية و الثقيلة
4,55%	06	-	-	6,45%	06	إنتاج و توزيع الكهرباء المولدة و الغاز و المياه
1,52%	02	5,13%	02	-	-	التجارة -السيارات و إصلاح الأجهزة المنزلية-
14,39%	19	5,13%	02	18,28%	17	قطاع الخدمات ( الفندقية، خدمات الإدارة و المبيعات...)
6,06%	08	2,56%	01	7,53%	07	النقل و الاتصالات
3,79%	05	5,13%	02	3,23%	03	الزراعة و المنتجات الفلاحية و توزيع العتاد الفلاحي
6,06%	04	10,26%	04	4,30%	04	الصحة و الخدمات و المنتجات و المخابر الصيدلانية
100,00%	132	100,00%	39	100,00%	93	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاستبيان

يتضح من الجدول السابق أن عينة مؤسسات المساهمة التابعة للقطاع العام الوطني تتمركز بنسبة 31,18% في القطاع الصناعي، يليه قطاع الخدمات بنسبة 18,28% و قطاع البناء و الأشغال العمومية بنسبة 15,05% و قطاع الصناعة الغذائية بنسبة 13,98%، أما عينة مؤسسات المساهمة التابعة للقطاع الخاص الوطني فتتمركز بنسبة 28,21% في قطاع الصناعة الغذائية يليه قطاع الصناعة بنسبة 25,64% و قطاع البناء و الأشغال العمومية بنسبة 17,95%.

### ثانياً: عرض و تحليل المعلومات العامة للمؤسسة

في هذا العنصر سنقوم بتحليل الأسئلة 04، 13، و المتعلقة برأس المال الإجتماعي، و نسبة تركيز الملكية على الترتيب، حيث يوضح الجدول 03 و 04 نتائج هذه الأسئلة، أما بالنسبة لنتائج السؤال 05 المتعلق بالموقع<sup>1</sup>، فيمكنك ملاحظة الملحق رقم 01.

<sup>1</sup> - حيث تم إظهار التوزيع الجغرافي لعينة الدراسة حسب الولايات فقط، بدون إظهار العنوان الكامل للمؤسسة.

### الجدول رقم 5.3: رأس المال الإجتماعي حسب طبيعة الملكية

ملكية خاصة				ملكية عامة				طبيعة الملكية السؤال
المجموع	أكبر من أو يساوي 5 مليون دج	أكبر من 4 ملايين - أقل من 5 مليون دج	من 1 مليون - أقل من 4 ملايين دج	المجموع	أكبر من أو يساوي 5 مليون دج	أكبر من 4 ملايين - أقل من 5 مليون دج	من 1 مليون - أقل من 4 ملايين دج	- 04: لرأس المال الإجتماعي
39	39	00	00	93	92	00	01	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاستبيان

من خلال نتائج السؤال 04 المتعلق برأس المال الإجتماعي، نلاحظ أن كامل عينة الدراسة، من القطاعين العام و الخاص هي مؤسسات مساهمة يزيد رأس مالها الإجتماعي عن 5 مليون دج، ما عدا مؤسسة واحدة في القطاع العام، و بملاحظة الملحق رقم واحد يتأكد لنا كبر حجم رأسمال هذه المؤسسات، بنسبة تفوق بكثير مبلغ 5 مليون دج، الأمر الذي يؤكد لنا عزوف القطاع الخاص الوطني عن اللجوء العلني للإدخار رغم توفر شرط الإدراج في البورصة المتعلق بحجم رأس المال، ما عدا المؤسسات المدرجة في البورصة<sup>1</sup>، كما يتأكد لنا من جهة أخرى ضخامة رؤوس أموال مؤسسات المساهمة التابعة للقطاع العام، و هنا يطرح سؤال أساسي عن مدى حماية الدولة لهذه الأموال، في إطار علاقة الوكالة بين هذه المؤسسات من جهة و الدولة من جهة أخرى.

أما بالنسبة لنتائج السؤال 13 المتعلق بنسبة تركيز الملكية، فيمكن تلخيصها في الجدول التالي:

<sup>1</sup> - أن سي أروبية، شركة دخلي، أليانس للتأمينات.

### الجدول رقم 6.3: تركيبة هيكل الملكية لعينة الدراسة

المالك	طبيعة	الملكية العامة (القطاع العام الوطني)	الملكية الخاصة (القطاع الخاص الوطني)
تركيبية هيكل الملكية		عدد المؤسسات	عدد المؤسسات
	الملكية العامة	91	-
	- نسبة مساهمة الدولة في رأس مال المؤسسة بنسبة 100%		
	-نسبة مساهمة الدولة في رأس مال المؤسسة بنسبة 80% و 20% الباقية مطروحة للإكتتاب العام	02	-
	المجموع	93	-
الملكية الخاصة		عدد المؤسسات	عدد المؤسسات
	- ملكية عائلية <sup>1</sup>	-	32
	- ملكية مختلطة بين المؤسسات و الأفراد <sup>2</sup>	-	05
	- نسبة مساهمة الخواص في رأس مال المؤسسة بنسبة 75% و 25% الباقية مطروحة للإكتتاب العام	-	01
	- نسبة مساهمة الخواص في رأس مال المؤسسة بنسبة 69% و 31% الباقية مطروحة للإكتتاب العام	-	01
	المجموع	-	39

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الإستبيان

من خلال الجدول السابق نستنتج وجود تركيز شديد في ملكية مؤسسات المساهمة التابعة للقطاع العام في يد الدولة بنسبة 100% أو بنسبة 80% بالنسبة للمؤسسات العامة المدرجة في البورصة (مؤسسة

<sup>1</sup> - و نقصد بما أن يملك رأس مال المؤسسة أفراد العائلة، حيث لوحظ في أغلب مؤسسات المساهمة التابعة للقطاع الخاص، غير المدرجة في البورصة، و مهما كانت طبيعة المساهمين فيها، أن عدد مساهميها هو 7 مساهمين.

<sup>2</sup> - أي أن تكون هناك ملكية مختلطة بين المؤسسات و الأفراد في رأس مال مؤسسة أخرى.

الأوراسي و مؤسسة صيدال)، أما بالنسبة لمؤسسات المساهمة التابعة للقطاع الخاص فيغلب عليها الملكية العائلية.

### الفرع الثاني: عرض و تحليل خصائص العينة بالنسبة للأشخاص المستجوبين

في هذا العنصر سنحاول عرض التحليل الوصفي لعينة الدراسة بالنسبة للأشخاص الذين تم إستجوابهم في عينة المؤسسات المدروسة، العامة و الخاصة، و التي تتعلق بالأساس بالأسئلة رقم 07<sup>1</sup>، 08، 09، 10، 11، 12.

حيث تعرض الجداول التالية نتائج الأسئلة السابقة، المتعلقة بتصنيف خصائص الأفراد المستجوبين.

**أولا: المنصب الوظيفي:** و يتعلق بالسؤال رقم 09، حيث يلخص الجدول التالي نتائج هذا السؤال.

#### الجدول رقم 7.3: المنصب الوظيفي لعينة الدراسة

النسبة	التكرار	الوظيفة الحالية
12,50%	25	عضو في مجلس الإدارة
8,00%	16	الرئيس المدير العام PDG
22,50%	45	مدير عام تنفيذي DG
57,00%	114	مدير الإدارة و المالية DAF
%100	200	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الإستبيان

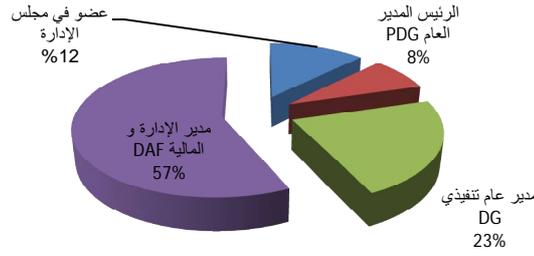
يتضح من الجدول أن النسبة الكبرى من أفراد عينة الدراسة هم من مدرء الإدارة و المالية DAF (Directeur de l'administration et des finances) بنسبة 57,00 %، ثم المدير العام التنفيذي DG (Directeur Général) بنسبة 22,50 %، أعضاء مجلس الإدارة بنسبة 12,50 %، و أخيرا الرئيس المدير العام PDG (Président Directeur Général) بنسبة 8,00 %، و يرجع إرتفاع نسبة مدرء الإدارة و المالية إلى الصعوبة الشديدة التي واجهتنا في الحصول على ردود الإستثمارات الموزعة على المدرء العامين التنفيذيين أو الرئيس المدير العام، حيث أن الإنشغال الشديد للفتتين الأخيرتين أو عدم قبولها أصلا الإجابة على أسئلة الإستبيان، حال دون تمكننا من الحصول على كل الإستثمارات الموزعة على هاتين الفتتين، التي في الكثير من الأحيان ما كانت توجهنا مباشرة إلى مدرء الإدارة و المالية، الأمر الذي تسبب في إرتفاع نسبة الإستثمارات المسترجعة من هذه الفئة، أما بالنسبة لأعضاء مجلس

<sup>1</sup> - حيث أدرجت الأسئلة 07، 08 بمدف التعرف على الأفراد عينة الدراسة و تسهيل الإتصال بهم عند الحاجة لذلك.

الإدارة الذين تم الحصول على إجابات من طرفهم، فكان إما نتيجة تعاون مدراء بعض المؤسسات، مؤسسات المساهمة التابعة للقطاع العام الوطني فقط، في إيصال إستثمارات الإستبيان لهؤلاء الأعضاء، أو نتيجة مجهودنا الشخصي في محاولة الإتصال بهذه الفئة.

و الشكل التالي يلخص نتائج السؤال رقم 09.

### الشكل رقم 3.6: توزيع المنصب الوظيفي لعينة الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الإستبيان، بالإعتماد على برنامج Excel 2010

ثانيا: **المؤهل العلمي:** و يتعلق بالسؤال رقم 10، حيث يلخص الجدول التالي نتائج هذا السؤال.

### الجدول رقم 8.3: المؤهل العلمي لعينة الدراسة

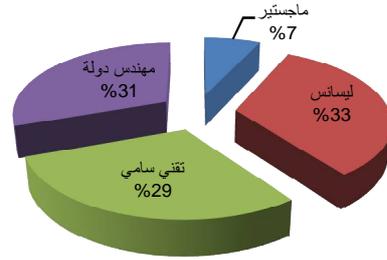
النسبة	التكرار	المؤهل
7,00%	14	ماجستير
33,00%	66	ليسانس
29,50%	59	تقني سامي
30,50%	61	مهندس دولة
100%	200	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الإستبيان

يتضح في الجدول أن المؤهل العلمي لعينة الدراسة يتوزع بنسب متقاربة، في حدود 30%، بين من يحملون شهادة ليسانس و بين مؤهل تقني سامي و بين مؤهل مهندس دولة، في حين بلغت نسبة من يحملون شهادة الماجستير 07%، مع ملاحظة أن هذه المؤهلات تتوزع عبر العديد من التخصصات، فبالنسبة لمؤهل مهندس دولة نجد أن هذا الأخير غالبا ما يحتله المدراء التنفيذيون لهذه المؤسسات، و يأخذ في أغلب الأحيان التخصص الذي تنشط فيه المؤسسة، أما عن المؤهلات الأخرى فتتخصص في التخصصات الإدارية، التسييرية، الإقتصادية، التجارية... و ما شبهها.

و الشكل التالي يلخص نتائج السؤال رقم 10.

### الشكل رقم 4.3: توزيع المؤهل العلمي لعينة الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاستبيان، بالإعتماد على برنامج Excel 2010

ثالثا: السن: و يتعلق بالسؤال رقم 11، حيث يلخص الجدول التالي نتائج هذا السؤال.

### الجدول رقم 9.3: السن لعينة الدراسة

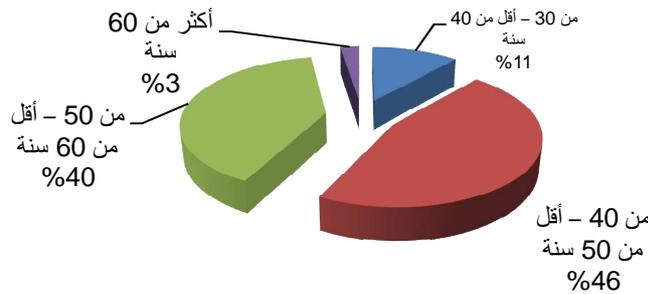
النسبة	التكرار	السن
11,50%	23	من 30 - أقل من 40 سنة
46,00%	92	من 40 - أقل من 50 سنة
40,00%	80	من 50 - أقل من 60 سنة
2,50%	05	أكثر من 60 سنة
%100	200	المجموع

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاستبيان

يتضح من الجدول أن النسبة الكبرى (46,00%) من أفراد عينة الدراسة تتراوح أعمارهم بين 40 و 50 سنة، ثم (40,00%) بالنسبة للأفراد الذين تتراوح أعمارهم بين 50 و 60 سنة، تليها (11,50%) بالنسبة للأفراد الذين تتراوح أعمارهم بين 30 و 40 سنة و أخيرا (02,50%) بالنسبة للأفراد الذين تتجاوز أعمارهم 60 سنة.

و الشكل التالي يلخص نتائج السؤال رقم 11.

### الشكل رقم 5.3: توزيع السن لعينة الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاستبيان، بالإعتماد على برنامج Excel 2010

رابعاً: سنوات الخبرة: و تتعلق بالسؤال رقم 12، حيث يلخص الجدول التالي نتائج هذا السؤال.

### الجدول رقم 10.3: سنوات الخبرة لعينة الدراسة

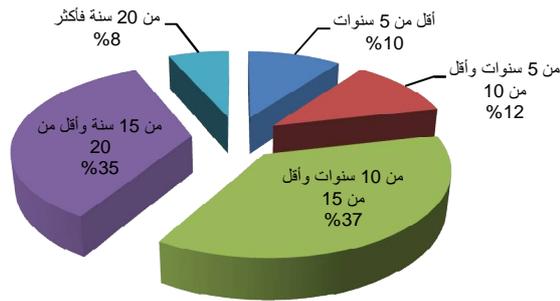
الفترة	التكرار	نسبته
أقل من 5 سنوات	20	10,00%
من 5 سنوات وأقل من 10	23	11,50%
من 10 سنوات وأقل من 15	74	37,00%
من 15 سنة وأقل من 20	70	35,00%
من 20 سنة فأكثر	13	6,50%
المجموع	200	100%

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاستبيان

يتضح من الجدول أن النسبة الكبرى من أفراد عينة الدراسة 37,00% تمثل فئة الأفراد الذين تتراوح سنوات خبرتهم بين 10 و 15 سنة و نسبة 35,00% بالنسبة للأفراد الذين تتراوح سنوات خبرتهم بين 15 و 20 سنة، تليها نسبة 10,00% و 11,50% بالنسبة للأفراد الذين تتراوح سنوات خبرتهم بين أقل من 5 سنوات، بين 05 و 10 سنوات على الترتيب و أخيراً نسبة 6,50% بالنسبة للأفراد الذين تتجاوز سنوات خبرتهم 20 سنة.

و الشكل التالي يلخص نتائج السؤال رقم 12.

### الشكل رقم 6.3: توزيع سنوات الخبرة لعينة الدراسة



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الاستبيان، بالإعتماد على برنامج Excel 2010

## المطلب الثاني: التحليل الوصفي، القياسي و الإستدلالي لنتائج الدراسة المتعلقة بمجلس الإدارة

في هذا المطلب سنحاول عرض التحليل الوصفي لنتائج الإستبيان المتعلقة بمجلس الإدارة، بإعتباره آلية من آليات الحوكمة المؤسسية، و ذلك بهدف التعرف على واقع عملها و معرفة تأثير طبيعة هيكل الملكية في القطاعين العام و الخاص على فعالية أداء هذه المجالس لأدوارها، مقارنة بالأطر القانونية التي تحكمها من جهة و مقارنة بما نادى به مبادئ حوكمة المؤسسات من جهة أخرى، إضافة إلى الإستعانة ببعض الأدوات الإحصائية الإستدلالية و القياسية من أجل دراسة فعالية مجلس الإدارة، هو ما سنتم معالجته وفق العناصر التالية:

- التحليل الوصفي لنتائج الإستبيان المتعلقة بهذا العنصر و الممتدة من السؤال 14- 54؛
- التحليل القياسي و الإستدلالي لنتائج الدراسة.

### الفرع الأول: التحليل الوصفي لنتائج الإستبيان

في هذا العنصر سنقوم بعرض نتائج أسئلة الإستبيان ( من السؤال 14 إلى السؤال 54) و ذلك بتقسيمها حسب المحاور التالية:

- تركيبة مجلس الإدارة و أجواء إجتماعاته، و يضم مجموع الأسئلة الممتدة من السؤال 14 إلى السؤال 20؛
- الدور الرقابي لمجلس الإدارة، و يضم مجموع الأسئلة الممتدة من السؤال 21 إلى السؤال 36؛
- الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة، و يضم مجموع الأسئلة الممتدة من السؤال 37 إلى السؤال 41؛
- الدور الوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة، و يضم مجموع الأسئلة الممتدة من السؤال 42 إلى السؤال 48؛
- تأثير الملكية الإدارية على فعالية مجلس الإدارة، و يضم مجموع الأسئلة الممتدة من السؤال 49 إلى السؤال 54.

### أولاً: تركيبة مجلس الإدارة و أجواء إجتماعاته

في هذا العنصر سنقوم بعرض نتائج أسئلة الإستبيان الممتدة من السؤال 14 إلى السؤال 20، و المتعلقة بتركيبة مجلس الإدارة و أجواء إجتماعاته، و الملحق 4 يلخص نتائج الأسئلة السابقة.

تظهر نتائج الجدول السابق إتجاه المؤسسات المدروسة إلى اعتماد مجلس الإدارة كشكل لإدارة مؤسساتها، و هنا يظهر جليا أن الشكل الثاني لإدارة مؤسسات المساهمة عن طريق مجلس مديرين + مجلس مراقبة، و الذي أعطى المشرع الجزائري لمؤسسات المساهمة حرية إختياره، لم يتم إعتماده في عينة الدراسة، ما عدا في مؤسسة واحدة تابعة للقطاع الخاص، و قد يرجع السبب في ذلك إلى أنه الشكل الذي تفضله المؤسسات لإداة مؤسساتها.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن أعلى نسبة تم الحصول عليها هي للعبارة (6 أعضاء) بنسبة 37,32% في عينة القطاع العام و 36,21% في عينة القطاع الخاص تليها العبارة (أكثر من 6 و أقل من 12 عضوا)، بنسبة 32,39% في عينة القطاع العام و 36,21% في عينة القطاع الخاص، و في الأخير العبارة (بين 3 و أقل من 6 أعضاء) بنسبة 30,28% في عينة القطاع العام و 27,59% في عينة القطاع الخاص، حيث نلاحظ أن جميع نسب العبارات الثلاثة، في القطاعين العام و الخاص، تقترب من النسبة 30%، مما يعني تساوي نسب العبارات الثلاثة تقريبا.

تظهر النتائج، كما هو مبين في الجدول السابق، في عينة القطاع العام، أن نسبة الأعضاء غير التنفيذيين تقدر ب 59,86%، يعينون من طرف الجمعية العامة، في حين تقدر نسبة الأعضاء التنفيذيين ب 40,14%، تضم في أغلب الأحيان ممثلين عن نقابة العمال و المدير التنفيذي، في حالة إحتلاله منصب رئيس مجلس الإدارة، مما يعني أن الأعضاء الخارجيين غير التنفيذيين في المؤسسات العمومية، هم النسبة الغالبة في تركيبة مجالس الإدارة، أما عينة القطاع الخاص، فأظهرت أن نسبة الأعضاء التنفيذيين تقدر ب 5,17%، أما نسبة الأعضاء غير التنفيذيين فتقدر ب 94,83%، يعينون من طرف الجمعية العامة، الملاك، بهدف الإستفادة من خبرتهم.

تظهر النتائج الموضحة في الجدول السابق أن الفئة العمرية بين 50-60 سنة هي النسبة الأكبر في تركيبة أعضاء مجلس الإدارة، في القطاعين العام و الخاص، بنسبة 60,56% في القطاع العام و 58,62% في القطاع الخاص، تليها الفئة العمرية بين 40-50 سنة بنسبة 25,35% في القطاع العام و 22,41% في القطاع الخاص، تليها الفئتين أكثر من 60 سنة بنسبة 11,27% في القطاع العام و 10,34% في القطاع الخاص و الفئة بين 30-40 سنة بنسبة 2,82% في القطاع العام و 8,62% في القطاع الخاص.

من خلال الجدول السابق فإن أعلى نسبة تم الحصول عليها هي للعبارة (بين 3 و 6 إجتماعات) بنسبة 85,92% في القطاع العام و 79,31% في القطاع الخاص تليها العبارة (أكثر من 6 إجتماعات) بنسبة 14,08% في القطاع العام و 20,69% في القطاع الخاص و أخيرا العبارة (بين 1 و 3 إجتماعات) بنسبة 0,00% في القطاعين.

أظهرت النتائج، كما هو مبين في الجدول السابق، حضور قوي (أكثر من 50%) لأعضاء مجلس الإدارة في الاجتماعات التي يجريها هذا الأخير في السنة، وذلك بنسبة 65,50% في عينة القطاع العام و 81,03% في عينة القطاع الخاص، و هي نسبة كبيرة نسبيا مقارنة بالقطاع العام، في حين 34,51% صرحت بأن معدل حضور أعضاء مجلس الإدارة للاجتماعات يقدر ب 50% أي بمعدل النصف، و هذا في عينة القطاع العام و 18,97% في عينة القطاع الخاص.

أظهرت نتائج الجدول السابق الحصول على أعلى نسبة 87,32% و 53,45% للعبارة (من 1-4 ساعات) بالنسبة لعينة القطاع العام و عينة القطاع الخاص على الترتيب، مما يوحي أن أغلب المؤسسات العمومية المدة المتوسطة لاجتماعات مجالس إدارتها هو 4 ساعات، تليها العبارة (من 4-12 ساعة) بنسبة 12,68% لعينة القطاع العام و 46,55% لعينة القطاع الخاص، مما يوحي بكون حجم المدة المتوسطة لاجتماعات مجلس الإدارة في عينة القطاع الخاص، كما لم تصرح أي مؤسسة بأن المدة المتوسطة للاجتماع تتجاوز مدة 12 ساعة، على أساس أن هذا الوقت، حسب تصريحات الكثير منهم، يستهلك فقط في الحالات الإستثنائية و الظروف الطارئة.

#### ثانيا: الدور الرقابي لمجلس الإدارة

في هذا العنصر سنقوم بعرض نتائج أسئلة الإستبيان الممتدة من السؤال 21 إلى السؤال 39، و المتعلقة بالدور الرقابي لمجلس الإدارة، و الذي بدوره يقسم إلى ثلاثة عناصر هي إستقلالية مجلس الإدارة، اللجان التابعة للمجلس و كيفية تعيين و عزل أعضاء مجلس الإدارة و كيفية تحديد مكافآتهم.

#### أ- إستقلالية مجلس الإدارة

سنقوم في هذا العنصر بعرض نتائج أسئلة الإستبيان الممتدة من السؤال 21 إلى السؤال 30، و المتعلقة بالدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة، حيث يلخص الملحق 4 نتائج الأسئلة السابقة.

تظهر النتائج، كما هو مبين في الجدول السابق، في عينة القطاع العام، أن نسبة 59,15% أجابوا بنعم، أي أن رئيس مجلس الإدارة هو نفسه الرئيس المدير العام PDG، في حين صرحت النسبة الباقية بعدم تحقق ذلك، الأمر الذي يؤكد أن الدولة بإعتبارها المالك المسيطر لم تؤكد في قوانينها على حتمية وجود فصل بين وظائف المدير العام و بين وظائف رئيس مجلس الإدارة، و هو ما يؤكد عدم حرصها على إستقلالية مجالس إدارتها، إضافة إلى عمل جل أعضاء مجالس عينة الدراسة، خاصة المستقلين، في أكثر من

مجلس، أما عينة القطاع الخاص فقد أكدت النسبة الغالبة منها (67,24 %) عدم تحقق ازدواجية الوظائف، الأمر الذي يؤكد حرص الأفراد الخواص على إستقلالية مجلس الإدارة.

تظهر النتائج، كما هو موضح في الجدول السابق، أن نسبة 97,89 % من مؤسسات القطاع العام صرحت بعدم إجتماع مجلس الإدارة مع الأعضاء غير التنفيذيين فقط دون التنفيذيين، حيث أكد عدد كبير من المدراء عدم فعالية العضو غير التنفيذي و أن مكافآت هذا الأخير هي عبء على المؤسسة، على أساس أن الإجتماعات التي يقوم بها مجلس الإدارة هي إجتماعات شكلية، و أن العضو غير التنفيذي لا يمكنه القيام بهذه الإجتماعات لوحده، الأمر الذي يؤكد ضعف الدور الرقابي لمجلس الإدارة، في حين صرحت نسبة 91,38 % من مؤسسات القطاع الخاص هي الأخرى بعدم إجتماع مجلس الإدارة مع الأعضاء غير التنفيذيين فقط دون التنفيذيين، حيث أكد العديد منهم ضرورة حضور الأعضاء التنفيذيين و غير التنفيذيين لإجتماعات مجلس الإدارة، الأمر الذي يؤكد قيام الملاك أصحاب النسب الكبيرة بالتشاور مع الأعضاء التنفيذيين في مجلس الإدارة، مع فرض نوع من الرقابة على الممارسات التسييرية التي يقومون بها.

تظهر نتائج الجدول السابق، في عينة القطاع العام، أن نسبة 100% تنكر وجود طرق خاصة بكيفية إختيار الأعضاء الجدد في مجلس الإدارة، حيث تختار الجمعية العامة أعضائها بدون أي تدخل من مجلس الإدارة، في حين أظهرت نتائج القطاع الخاص أن نسبة 41,38 % تؤكد وجود هذه الطرق، مقابل 58,62% تنكر وجود أي طرق لإختيار الأعضاء الجدد في مجلس الإدارة، و يرجع ذلك إلى طريقة التفكير المتبناة من طرف الأفراد الخواص، حيث يفضل البعض منهم، و بحكم النسبة التي يمتلكونها، عدم إظهار أي طرق خاصة لكيفية إختيار الأعضاء الجدد، مع الحرص على إختيار الأفضل، و هذا بحكم سيطرتهم على المؤسسة، في حين يفضل البعض الآخر إظهار بعض المعايير لكيفية إختيار الأعضاء الجدد في مجلس الإدارة، موضحة بشكل رسمي من طرف هذا المجلس، و هذا كجزء من ثقافة المؤسسة و حرص الملاك على إختيار ما هو أفضل لتسيير مؤسستهم.

بالنسبة لمؤسسات القطاع العام أظهرت النتائج، كما هو موضح في الجدول السابق، أن نسبة 43,66 % تؤكد تجديد العقد مع المدير العام أو الرئيس المدير العام للمؤسسة، يتم بصفة مستمرة، في حين تؤكد النسبة الباقية أن هذا التجديد يتم بصفة متوسطة، أما مؤسسات القطاع الخاص فتؤكد أن التجديد السابق يتم بصفة مستمرة بنسبة % 39,66 و % 60,34 بصفة متوسطة، مما يدل على وجود تحذر للمدراء داخل المؤسسات العمومية و وجود حرص من قبل المؤسسات الخاصة على تجديد العقد مع المدراء أصحاب الخبرة فقط، و هذا حسب تصريحات العديد منهم، كما أظهرت النتائج أن مدة هذا العقد، سواء في المؤسسات العمومية أو الخاصة، تتراوح بين 1-4 سنوات.

بالنسبة لمؤسسات القطاع العام، أظهرت النتائج، كما هو مبين في الجدول السابق، نسبة 49,30% تؤكد أن تجديد عهدة أعضاء مجلس الإدارة، يتم بصفة مستمرة، في حين تؤكد النسبة الباقية أن هذا التجديد يتم بصفة متوسطة، أما مؤسسات القطاع الخاص فتؤكد أن التجديد السابق يتم بصفة مستمرة بنسبة 68,97% و 31,03% بصفة متوسطة.

تظهر النتائج، كما هو موضح في الجدول السابق، أن نسبة 100% تنكر عدم وجود رابطة عائلية بين المدير (المدير العام) و أحد أعضاء مجلس الإدارة، و ذلك في القطاعين العام و الخاص على حد سواء، و هو ما يؤكد أن القطاع الخاص يحرص على تعيين أصحاب الخبرة للوقوف على تسيير مؤسساتهم، و إكتفاء الملاك بالإنضمام إلى مجلس الإدارة كأعضاء من أجل متابعة مجريات تسيير مؤسساتهم و السيطرة عليها.

بالنسبة للمؤسسات القطاع العام، أظهرت النتائج، كما هو موضح في الجدول السابق، أن نسبة 97,89% تؤكد عدم قيام مجلس الإدارة ببعض العمليات الرقابية بدون حضور المدير العام أو الرئيس المدير العام، حيث أكدت عدم القيام بهذه العمليات الرقابية من أصلها، و الإكتفاء بالإجتماعات التي يقوم بها في السنة، أما مؤسسات القطاع الخاص فقد أظهرت قيام مجلس الإدارة بهذه العمليات الرقابية بنسبة متوسطة، حيث إحتلت هذه الأخيرة نسبة 51,72%، تليها نسبة 32,76% تؤكد قيام المجلس بهذه العمليات الرقابية بصفة مستمرة، الأمر الذي يؤكد حرص هذا الأخير على معرفة مجريات الأمور الخاصة بمجلس الإدارة، و يرجع ذلك إلى تحكم الملاك في عمل مجالس الإدارة.

بالنسبة للمؤسسات القطاع العام، أظهرت النتائج، كما هو موضح في الجدول السابق، أن نسبة 95,07% تنكر تدخل مجلس الإدارة في تعيين محافظ الحسابات و تحديد أتعابه، بينما تؤكد نسبة 4,93% قيام مجلس الإدارة بذلك بصفة نادرة، أما مؤسسات القطاع الخاص فقد أظهرت النتائج تدخل مجلس الإدارة، بصفة مستمرة، في تعيين محافظ الحسابات و تحديد أتعابه و ذلك بنسبة 82,76%، تليها نسبة 17,24% تؤكد قيام مجلس الإدارة بذلك بنسبة متوسطة.

أظهرت النتائج، بناء على الجدول السابق، أن محافظ الحسابات يقدم خدمات إستشارية للمؤسسة بصفة مستمرة، بنسبة 96,48% و 79,31%، و ذلك في القطاعين العام و الخاص على الترتيب، في حين تؤكد النسبة الباقية قيام محافظ الحسابات بذلك بنسبة متوسطة، و عند الإستفسار عن نوعية هذه الخدمات أكدت نسبة كبيرة منهم على أن نوعية هذه الخدمات هي خدمات إستشارية مجانية، الأمر الذي يؤكد وجود علاقة جيدة بين المؤسسة و محافظ حساباتها، حيث أكدت نسبة كبيرة منهم إلى وجود إتصال مستمر بين عمال مصلحة المحاسبة و المالية و محافظ حساباتها، و يفسر ذلك بالنسبة للمؤسسات العمومية بغياب الدور الرقابي لمجلس الإدارة بخصوص تعيين محافظي الحسابات، أما بالنسبة للمؤسسات

الخاصة فقد أكدت نسبة كبيرة منهم أن هذه الخدمات هي بهدف تجنب الوقوع في أية أخطاء أثناء إعداد الميزانيات، الأمر الذي يؤكد وقوف محافظ الحسابات إلى جانب تعزيز الدور الرقابي لمجلس الإدارة، مع وجود جانب من سيطرة الأعضاء على هذا الأخير.

### ب- اللجان التابعة لمجلس الإدارة

سنقوم في هذا العنصر بعرض نتائج السؤال 30 المتعلق بمدى وجود لجان تابعة لمجلس الإدارة، حيث أظهرت نتائج هذا السؤال، إنعدام وجود أي نوع من أنواع اللجان المذكورة في أسئلة الاستبيان، و هذا في القطاعين العام و الخاص، و هو ما يؤكد عدم وجود أي مبادرة لتشكيل أي نوع من أنواع هذه اللجان داخل مجلس الإدارة، و الإكتفاء بالشروط القانونية في تشكيلها، مما يعني إبتعادها عن الشكل الذي نادت به حوكمة المؤسسات بخصوص ضرورة وجود لجان، مثل لجنة المراجعة، لجنة التعينات، لجنة المكافآت....، تابعة لمجلس الإدارة تهدف إلى تعزيز دوره الرقابي.

### ج- كيفية تعيين و عزل أعضاء مجلس الإدارة و كيفية تحديد مكافآتهم

في هذا العنصر نعرض نتائج أسئلة الاستبيان الممتدة من السؤال 31 إلى السؤال 36، و المتعلقة بكيفية تعيين و عزل أعضاء مجلس الإدارة و كيفية تحديد مكافآتهم، حيث يلخص الملحق رقم 5 نتائج الأسئلة السابقة.

أظهرت النتائج بالنسبة لمؤسسات القطاع العام، أن نسبة 100% من أفراد العينة صرحت بأن الجمعية العامة هي التي تعين أعضاء مجلس الإدارة، و هو ما يعني أن مجلس الإدارة لا يتدخل في تعيين أعضائه، و هو الأمر الذي تدمر منه العديد من المدراء، على أساس أن التعيينات التي تقوم بها الجمعية العامة، و حسب تصريحات العديد منهم، هي تعيينات إعتباطية لا تراعي مصلحة المؤسسة و أنه من الأفضل أن يقوم كل مجلس بتعيين أعضائه، أما بالنسبة لمؤسسات القطاع الخاص، فأظهرت أن هذه التعيينات تتوزع بين الجمعية العامة بنسبة 75,86%، رئيس مجلس الإدارة بنسبة 8,62% و الملاك المؤسسين بنسبة 15,52%، و يرجع ذلك إلى تدخل الملاك المؤسسين في بعض الأحيان لفرض بعض التعيينات، و الإستعانة بخبرة رئيس مجلس الإدارة لإختيار بعض الأعضاء، و يرجع ذلك إلى تحكم الملاك في تعيين أعضاء مجلس إدارته.

أظهرت نتائج الجدول السابق، أن نسبة 100% تؤكد أن القانون الأساسي للمؤسسة لا ينص على عدم تجديد عهدة أعضاء مجلس الإدارة، و ذلك في القطاعين العام و الخاص على حد سواء، حيث

أكدت نسبة كبيرة منهم إلى إستحالة تطبيق ذلك، نظرا لإرتباط المؤسسة بالعديد منهم لخبرتهم خاصة في مؤسسات القطاع الخاص.

أظهرت النتائج، كما هو مبين في الجدول السابق، أن نسبة 100% تؤكد أن مجلس الإدارة لا يملك أي طرق خاصة بتحديد مكافآت أعضائه، و الإكتفاء بما هو محدد قانونا فيما يخص موضوع المكافآت، و ذلك في القطاعين العام و الخاص على حد سواء.

أما فيما يتعلق بالسؤال 34، المتعلق بمبلغ المكافآت الثابتة، الذي يحصل عليه أعضاء مجلس الإدارة عن بدل الحضور، فقد أظهرت النتائج أن مبلغها يتراوح، بالنسبة للعضو الواحد و للإجتماع الواحد، من 5.000,00 دج إلى 25.000,00 دج، علما أن المبالغ الغالبة على أغلب مؤسسات عينة الدراسة تقدر ب 10.000,00 دج و 5.000,00 دج، و عند الإستفسار عن كيفية حساب ذلك صرحت نسبة كبيرة منهم أن مبلغ المكافآت الثابتة يحدد من طرف الجمعية العامة، علما أن عدد كبير من مجالس الإدارة لها نفس مبلغ المكافآت الثابتة، رغم إختلاف عدد أعضاء هذه المجالس، و هذا بالنسبة لعدد كبير من المؤسسات العمومية، و كأن تحديد مبلغ المكافآت الثابتة من قبل الجمعية العامة يأخذ بعين الإعتبار عدد الإجتماعات و ليس عدد الأعضاء، على أساس أن هناك 6 إجتماعات في السنة كنسبة متوسطة و مبلغ متوسط يقدر ب 60.000,00 دج عن كل إجتماع، بالتالي كلما قل عدد الأعضاء كبر مبلغ المكافأة الذي يحصل عليه كل عضو عن كل إجتماع، و ذلك في حدود معينة، أما بالنسبة لمؤسسات القطاع الخاص فقد إمتنعت عن تحديد مبلغ المكافآت الثابتة الخاصة بأعضاء مجلس الإدارة، و إعتبرت ذلك من الأسرار الداخلية للمؤسسة.

أظهرت النتائج عدم تدخل مجلس الإدارة في منع توزيع المكافآت النسبية، في حالات خاصة، و ذلك بنسبة 78,87% في عينة مؤسسات القطاع العام و نسبة 62,07% في عينة مؤسسات القطاع الخاص، و هي نسبة كبيرة تؤكد حرص الأعضاء على حصولهم على المكافآت بكل أنواعها، إذا توفرت شروط الحصول عليها، و أن هذه الأخيرة تشكل موضوع ذا أهمية بالنسبة لأعضاء مجلس الإدارة، خاصة في المؤسسات العمومية.

أظهرت النتائج عدم قام مجلس الإدارة بعزل أحد أعضائه، و ذلك بنسبة 91,55% في عينة مؤسسات القطاع العام و نسبة 82,76% في عينة مؤسسات القطاع الخاص، و هو ما يؤكد عدم تحكم مجلس الإدارة، في أغلب الأحيان، لا في تحديد أعضائه و لا في عزلهم إذا رأت ضرورة لذلك، و ذلك حسب تصريحات العديد من أفراد عينة المؤسسات العمومية، أما أفراد عينة المؤسسات الخاصة فقد أكدت

نسبة كبيرة منهم أن الإختيار الجيد لأعضاء مجلس الإدارة يجعل من إعادة النظر في هؤلاء الأعضاء أمر يكاد يكون مستحيًا، و هو ما يؤكد تشبث الملاك بالفرق المسيرة صاحبة الأداء الجيد.

### ثالثًا: الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة

في هذا العنصر سنقوم بعرض نتائج أسئلة الإستبيان الممتدة من السؤال 37 إلى السؤال 41، و المتعلقة بالدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة، حيث يلخص الجدول التالي نتائج الأسئلة السابقة.

#### الجدول رقم 32.3: إجابات عينة الدراسة بخصوص الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة

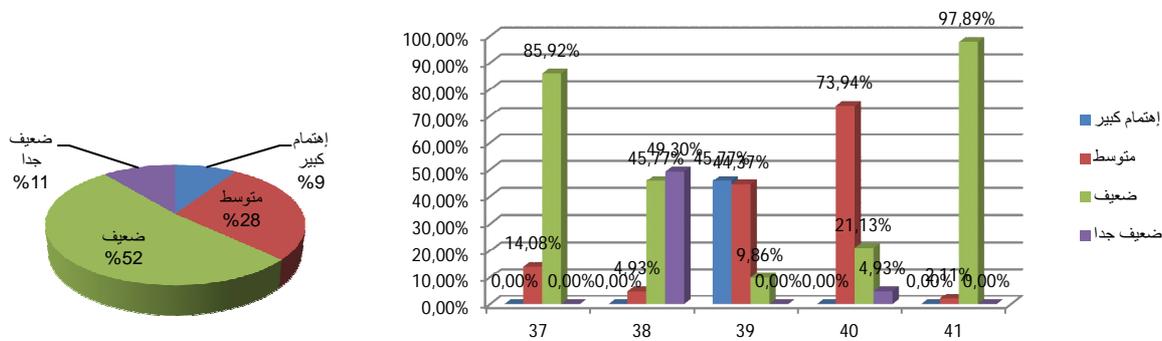
الإجابة	Std. Deviation	Mean	ضعيف جدا	ضعيف	متوسط	كبير	كبير جدا		
غير موافق	0,34909	2,1408	0	122	20	0	0	ق ع	Count
غير موافق	0,49955	2,5690	0	25	33	0	0	ق خ	
			0,00%	85,92%	14,08%	0,00%	0,00%	ق ع	%
			0,00%	43,10%	56,90%	0,00%	0,00%	ق خ	
غير موافق بشدة	0,58980	1,5563	70	65	7	0	0	ق ع	Count
غير موافق بشدة	0,73046	1,6897	27	22	9	0	0	ق خ	
			49,30%	45,77%	4,93%	0,00%	0,00%	ق ع	%
			46,55%	37,93%	15,52%	0,00%	0,00%	ق خ	
محايد	0,65603	3,3592	0	14	63	65	0	ق ع	Count
موافق	0,48945	3,6207	0	0	22	36	0	ق خ	
			0,00%	9,86%	44,37%	45,77%	0,00%	ق ع	%
			0,00%	0,00%	37,93%	62,07%	0,00%	ق خ	
محايد	0,56094	2,6901	7	30	105	0	0	ق ع	Count
موافق	0,50317	3,5345	0	0	27	31	0	ق خ	
			4,93%	21,13%	73,94%	0,00%	0,00%	ق ع	%
			0,00%	0,00%	46,55%	53,45%	0,00%	ق خ	
غير موافق	0,14432	2,0211	0	139	3	0	0	ق ع	Count
محايد	0,60548	3,1379	0	7	36	15	0	ق خ	
			0,00%	97,89%	2,11%	0,00%	0,00%	ق ع	%

			0,00%	12,07%	62,07%	25,86%	0,00%	ق خ
غير موافق	0,204440	2,3535						ق ع
محايد	0,243290	2,9103						ق خ

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الإستبيان، بالإعتماد على برنامج SPSS-19

بالنسبة للقطاع العام: فقد أظهرت الدراسة، بخصوص السؤال 37، المتعلق بتخصيص وقت و جهد كافيين للنظر في الخطط طويلة المدى لتحقيق أغراض المؤسسة والخيارات الإستراتيجية المتاحة أمامها، نسبة 85,92% من المستجوبين تعطي أهمية ضعيفة لقيام مجلس الإدارة بهذا الدور و 14,08% الباقية تقر بقيام المجلس بهذا الدور بنسبة متوسطة، أما بالنسبة للسؤال 38، المتعلق بقيام المجلس بشكل دوري بمراجعة الهيكل التنظيمي للمؤسسة، و كيف يجب أن يتم تطويره في المستقبل، فأظهرت النتائج نسبة 49,30%، 45,77%، 4,93% تقر بقيام مجلس الإدارة بهذا الدور بشكل ضعيف جدا، ضعيف و متوسط على الترتيب، أما بخصوص السؤال 39 و السؤال 40، المتعلقين بإستلام و طلب المجلس من الإدارة التنفيذية بشكل منتظم كل المعلومات التي يحتاجها لضمان قدرته على التحكم في مجريات الأمور و مناقشة الخطط و الميزانية السنوية و إقرارها، فقد أظهرت النتائج قيام المجلس بهذا الدور بشكل كبير و متوسط بنسبة 45,77% و 44,37% على الترتيب بالنسبة للسؤال 39 و نسبة 73,94% بنسبة متوسطة بالنسبة للسؤال 40، و هو ما يؤكد إنحصار المهام الإستراتيجية للمجلس في هذه الأدوار، و في الأخير أظهرت نتائج السؤال الأخير، المتعلق بإهتمام المجلس بفلسفة المؤسسة أو ما يطلق عليه نظام قيم المؤسسة، مسؤولياتها الأخلاقية و الإجتماعية، و الصورة الإعتبارية للمؤسسة، ضعف قيام مجلس الإدارة بمثل هذه الأدوار، و الشكل التالي يلخص النتائج السابقة، حيث تظهر الدائرة النسبية، بشكل عام، ضعف الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة، و هو ما أكدته الإتجاه العام لمتوسط العبارات السابقة، حيث إتجه إلى عبارة غير موافق، مما يؤكد النتيجة السابقة.

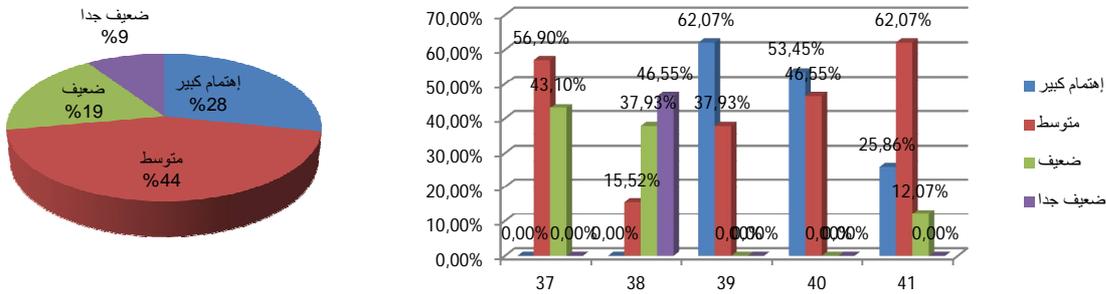
الشكل رقم 28.3: توزيع نسب الإهتمام بالأمر الإستراتيجية في المجلس في القطاع العام



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الإستبيان، بالإعتماد على برنامج Excel 2010

أما بالنسبة للقطاع الخاص: فقد أظهرت الدراسة، بخصوص السؤال 37، نسبة 56,90 % و 43,10 % من المستجوبين تفر بقيام مجلس الإدارة بهذا الدور بنسبة متوسطة و ضعيفة على الترتيب، في حين تفر نتائج السؤال 38 بضعف قيام مجلس الإدارة بمثل هذه الأدوار، أما بخصوص السؤال 39 و السؤال 40، المتعلقين بإستلام و طلب المجلس من الإدارة التنفيذية بشكل منتظم كل المعلومات التي يحتاجها لضمان قدرته على التحكم في مجريات الأمور و مناقشة الخطط و الميزانية السنوية و إقرارها، فقد أظهرت النتائج قيام المجلس بهذا الدور بشكل كبير و متوسط بنسبة 62,07 % و 37,93 % على الترتيب بالنسبة للسؤال 39 و نسبة 53,45 % و 46,55 % بشكل كبير و متوسط على الترتيب بالنسبة للسؤال 40، و هو ما يؤكد أهمية هذه الأدوار الإستراتيجية، و في الأخير أظهرت نتائج السؤال الأخير إقرار نسبة 62,07 % من المستجوبين قيام مجلس الإدارة بمثل هذه الأدوار بنسبة متوسطة، و الشكل التالي يلخص النتائج السابقة، حيث تظهر الدائرة النسبية، بشكل عام، أن الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة يمارس بنسبة 44 % بأهمية متوسطة و 28 % بأهمية كبيرة، و هو ما أكدته الإتجاه العام لمتوسط العبارات السابقة، حيث إتجه إلى عبارة محايد، مما يؤكد أن عنصر تركيز الملكية يؤثر على فعالية الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة بنسبة متوسطة.

### الشكل رقم 29.3: توزيع نسب الإهتمام بالأمور الإستراتيجية في المجلس في القطاع الخاص



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الإستبيان، بالإعتماد على برنامج Excel 2010

### رابعا: الدور الوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة

في هذا العنصر سنقوم بعرض نتائج أسئلة الإستبيان الممتدة من السؤال 42 إلى السؤال 48، و المتعلقة بالوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة، حيث يلخص الجدول التالي نتائج الأسئلة السابقة.

### الجدول رقم 33.3: إجابات عينة الدراسة بخصوص الدور الوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة

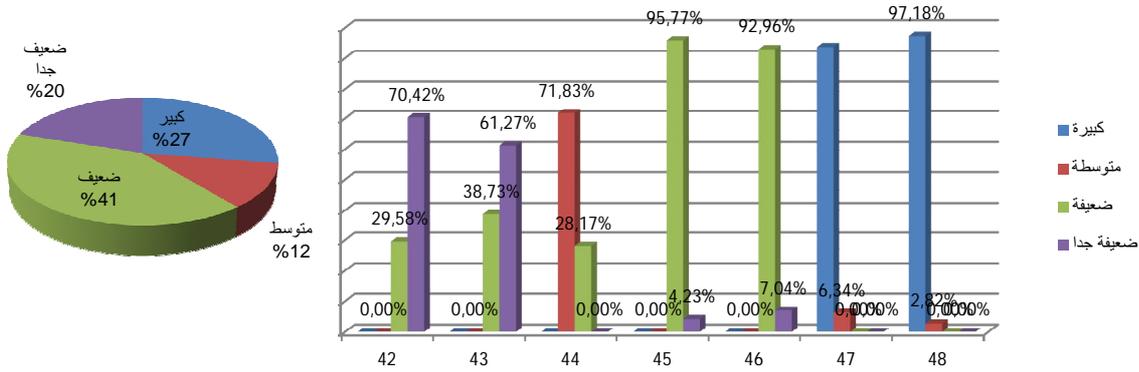
الإجابة	Std. Deviation	Mean	ضعيف جدا	ضعيف	متوسط	كبير	كبيرة جدا		
غير موافق بشدة	0,45801	1,2958	100	42	0	0	0	ق ع	Count
محايد	0,77409	2,8793	0	21	23	14	0	ق خ	
			70,42%	29,58%	0,00%	0,00%	0,00%	ق ع	%
			0,00%	36,21%	39,66%	24,14%	0,00%	ق خ	
غير موافق بشدة	0,48886	1,3873	87	55	0	0	0	ق ع	Count
غير موافق بشدة	0,71477	1,7414	24	25	9	0	0	ق خ	
			61,27%	38,73%	0,00%	0,00%	0,00%	ق ع	%
			41,38%	43,10%	15,52%	0,00%	0,00%	ق خ	
محايد	0,45142	2,7183	0	40	102	0	0	ق ع	Count
غير موافق	0,70796	2,0862	12	29	17	0	0	ق خ	
			0,00%	28,17%	71,83%	0,00%	0,00%	ق ع	%
			20,69%	50,00%	29,31%	0,00%	0,00%	ق خ	
غير موافق	0,20188	1,9577	6	136	0	0	0	ق ع	Count
موافق	0,49955	3,4310	0	0	33	25	0	ق خ	
			4,23%	95,77%	0,00%	0,00%	0,00%	ق ع	%
			0,00%	0,00%	56,90%	43,10%	0,00%	ق خ	
غير موافق	0,25676	1,9296	10	132	0	0	0	ق ع	Count
محايد	0,48945	3,3793	0	0	36	22	0	ق خ	
			7,04%	92,96%	0,00%	0,00%	0,00%	ق ع	%
			0,00%	0,00%	62,07%	37,93%	0,00%	ق خ	
موافق	0,24451	3,9366	0	0	9	133	0	ق ع	Count
موافق	0,42066	3,7759	0	0	13	45	0	ق خ	
			0,00%	0,00%	6,34%	93,66%	0,00%	ق ع	%
			0,00%	0,00%	22,41%	77,59%	0,00%	ق خ	
موافق	0,16604	3,9718	0	0	4	138	0	ق ع	Count
موافق	0,34784	3,8621	0	0	8	50	0	ق خ	
			0,00%	0,00%	2,82%	97,18%	0,00%	ق ع	%
			0,00%	0,00%	13,79%	86,21%	0,00%	ق خ	
غير موافق	0,11569	2,4567						ق ع	
محايد	0,12205	3,0222						ق خ	

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الإستبيان، بالإعتماد على برنامج SPSS-19

بالنسبة للقطاع العام: فقد أظهرت النتائج بشكل عام، كما هو مبين في الدائرة النسبية و كما هو مبين في الإتجاه العام لمتوسط الأسئلة السابقة (2.4567)، ضعف قيام مجلس الإدارة بالأدوار الوقائية و العلاجية، و ذلك بإحتلال عبارة ضعيف نسبة 41% و عبارة ضعيف جدا نسبة 20%، معظم هذه النسب يرجع سببها إلى ضعف قيام مجلس الإدارة بالأدوار الموضحة في السؤالين 45 و 46، المتعلقين بتدخل مجلس الإدارة في حل الأزمات التي تعترض المؤسسة قبل و بعد وقوعها، حيث إحتلت عبارة ضعيف في السؤالين السابقين نسبة 95,77% و 92,96% على الترتيب، إضافة إلى ضعف قيام

مجلس الإدارة بالأدوار الموضحة في السؤالين 42 و 43، المتعلقين بقيام مجلس الإدارة بدوره الرقابي خاصة أمام قرارات الرئيس المدير العام، إضافة إلى دوره الإستشاري، حيث إحتلت عبارة ضعيف جدا في السؤالين السابقين نسبة 70,42% و 61,27% على الترتيب، كما أن الأدوار التي حضيت بإهتمام كبير، و التي إحتلت نسبة 28%، تركز معظمها في السؤالين 47 و 48، المتعلقين بإعتماد مجلس الإدارة على البيانات و المعلومات المتحصل عليها من المؤسسة إضافة إلى إعتماده على قرارات الرئيس المدير العام، بنسبة 93,66% و 97,18% لسؤالين 47 و 48 على الترتيب.

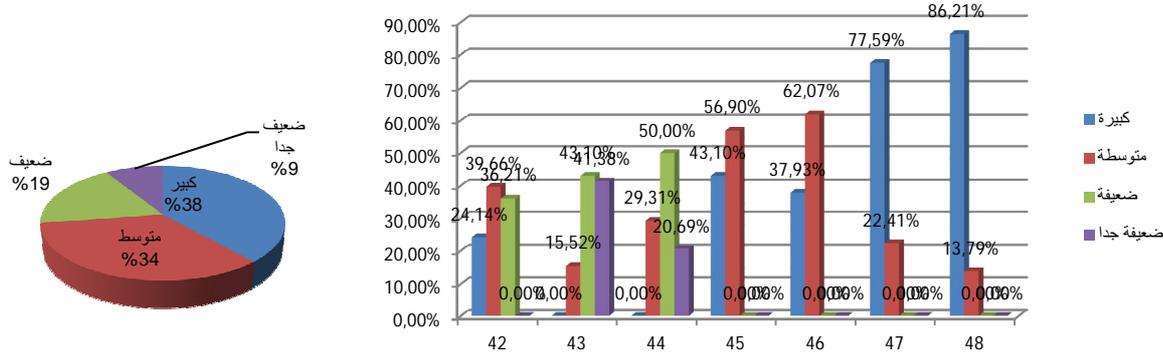
### الشكل رقم 30.3: توزيع نسب الإهتمام بالأدوار الوقائية و العلاجية في المجلس في القطاع العام



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الإستبيان، بالإعتماد على برنامج Excel 2010

أما بالنسبة للقطاع الخاص: فقد أظهرت النتائج بشكل عام، كما هو مبين في الدائرة النسبية و كما هو مبين في الإتجاه العام لمتوسط الأسئلة السابقة (3.022)، إهتمام مجلس الإدارة بالأدوار الوقائية و العلاجية، و ذلك بإحتلال عبارة كبير نسبة 38% و عبارة متوسط نسبة 34%، هذا الإهتمام يرجع سببه، بنسبة كبيرة، إلى قيام مجلس الإدارة بالأدوار الموضحة في السؤالين 47 و 48، المتعلقين بإعتماد مجلس الإدارة على البيانات و المعلومات المتحصل عليها من المؤسسة إضافة إلى قرارات الرئيس المدير العام، كما ترجع معظم نسب عبارة متوسط إلى السؤالين 45 و 46، المتعلقين بتدخل مجلس الإدارة في حل الأزمات التي تعترض المؤسسة قبل و بعد وقوعها، حيث إحتلت عبارة متوسط في السؤالين السابقين نسبة 56,90% و 62,07% على الترتيب، إضافة إلى إحتلال عبارة ضعيف و ضعيف جدا نسبة 19% و 9% على الترتيب، يرجع سببها إلى ضعف قيام مجلس الإدارة بالأدوار الموضحة في الأسئلة 42، 43 و 44، المتعلقة بقيام مجلس الإدارة بدوره الرقابي خاصة أمام قرارات الرئيس المدير العام، إضافة إلى دوره الإستشاري و إعتبره أداة مهمة لإتخاذ القرار داخل المؤسسة.

### الشكل رقم 31.3: توزيع نسب الإهتمام بالأدوار الوقائية و العلاجية في المجلس في القطاع الخاص



المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الإستبيان، بالإعتماد على برنامج Excel 2010

#### خامسا: تأثير الملكية الإدارية على فعالية مجلس الإدارة

في هذا العنصر سنقوم بعرض نتائج أسئلة الإستبيان الممتدة من السؤال 49 إلى السؤال 54، و المتعلقة بتأثير الملكية الإدارية على فعالية مجلس الإدارة، حيث سنكتفي في هذا العنصر بعرض التحليل الوصفي فقط.

بالنسبة للسؤال 49: فقد أظهرت النتائج بالنسبة للمؤسسات العمومية، التي تملك نسبة 100% من أسهم هذه المؤسسات أو 80% في حالة إنضمام هذه المؤسسة إلى البورصة، عدم وجود أي ملكية إدارية لأعضاء مجلس الإدارة بشكل حقيقي، على أساس أن أعضاء مجلس الإدارة هم أشخاص طبيعيين ممثلين للدولة، و معينين من طرفها، بالتالي فهم ملاك المؤسسة الطبيعيين، و هو ما لا يتناقض مع نص المادة 619 من القانون التجاري السابق ذكرها، و التي تقر بوجود ملكية أعضاء مجلس الإدارة ل 20% من رأسمال المؤسسة...، أما بالنسبة للمؤسسات الخاصة، فقد أظهرت النتائج السابقة أن الملكية الغالبة على المؤسسات الخاصة هي الملكية العائلية، كما أن أغلب أعضاء مجالس إدارتها هم ملاك المؤسسة، و ليس بالضرورة أن يكون مالكا ل 20% من رأسمال المؤسسة، كما أن الأعضاء الآخرين يتم تعيينهم و التعاقد معهم من طرف الملاك بهدف الاستفادة من خبرتهم التسييرية، مما يعني أن الواقع العملي يناقض نص المادة 619 من القانون التجاري بالنسبة للمؤسسات الخاصة، و هو ما يعني إعادة النظر فيما تعنيه هذه المادة القانونية.

أما بالنسبة لقياس درجة تأثير إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لنسبة من رأس المال على فعالية مجلس الإدارة في المؤسسات العمومية، و التي تضم مجموع الأسئلة الممتدة من السؤال 50-54، فيمكن تلخيصها في الجدول التالي.

**الجدول رقم 3.34: إجابات عينة الدراسة بخصوص فعالية الملكية الإدارية في المؤسسات العمومية**

الإتجاه	Std. Deviation	Mean	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة	Count	%
غير موافق	0,39380	1,1901	0	0	0	27	115	Count	
			%0,00	%0,00	%0,00	%19,01	%80,99	%	
غير موافق	0,63718	1,4577	0	0	11	43	88	Count	
			%0,00	%0,00	%7,75	%30,28	%61,97	%	
غير موافق	0,49772	1,4366	0	0	0	62	80	Count	
			%0,00	%0,00	%0,00	%43,66	%56,34	%	
غير موافق بشدة	0,36312	1,1549	0	0	0	22	120	Count	
			%0,00	%0,00	%0,00	%15,49	%84,51	%	
موافق	0,65079	4,1268	40	80	22	0	0	Count	
			%28,17	%56,34	%15,49	%0,00	%0,00	%	
غير موافق	0,387370	1,8732							

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الإستبيان، بالإعتماد على برنامج SPSS-19

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لإتجاهات الأسئلة السابقة، بشكل عام، المتعلقة بقياس تأثير إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لنسبة من رأس المال على فعالية مجلس الإدارة في المؤسسات العمومية، يقع بين 1.8- 2.6 مع نسبة تأثير منخفضة، سببها أن مستوى التأثير للأسئلة السابقة جاء منخفض، ما عدى السؤال 54، فتم الحصول على نسبة تأثير عالية، حيث أكد معظم المستجوبين أن النسبة المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة هي نسبة شكلية لا تلعب أي دور و أن المكافآت التي يحصل عليها هؤلاء الأعضاء لها دور أكبر، على أساس أن ملكية أعضاء مجلس الإدارة لنسبة من رأس المال ليس لها أي معنى مع وجود مالك مسيطر وحيد هو الدولة، و أن تعيين هذه الأخيرة لأعضاء مجالس إدارتها كممثلين لها هو

بمثابة تمليك غير حقيقي لهم، الأمر الذي يجعل، حسب تصريحات العديد من المستجوبين، من المكافآت التي يحصل عليها هؤلاء الأعضاء هدفهم الأسمى من وراء هذه العضوية، و هو الأمر الذي دفع بالعديد من المستجوبين إلى التصريح بعدم فعالية الملكية الإدارية في رفع أداء مجلس الإدارة، و هو ما أكدته نتائج الأسئلة 50، 51، 52 و 53.

أما بالنسبة لقياس درجة تأثير إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لنسبة من رأس المال على فعالية مجلس الإدارة في المؤسسات الخاصة، و التي تضم مجموع الأسئلة الممتدة من السؤال 50-54، فيمكن تلخيصها في الجدول التالي.

**الجدول رقم 35.3: إجابات عينة الدراسة بخصوص فعالية الملكية الإدارية في المؤسسات الخاصة**

الإجابة	Std. Deviation	Mean	موافق بشدة	موافق	حيادي	غير موافق	غير موافق بشدة	Count	%
موافق	0,39545	3,8103	0	47	11	0	0	Count	%
			%0,00	81,03 %	18,97 %	%0,00	%0,00		
موافق بشدة	0,47343	4,6724	39	19	0	0	0	Count	%
			67,24 %	32,76 %	%0,00	%0,00	%0,00		
غير موافق بشدة	0,501660	1,4483	0	0	0	26	32	Count	%
			%0,00	%0,00	%0,00	%44,83	55,17 %		
غير موافق بشدة	0,493450	1,6034	0	0	0	35	23	Count	%
			%0,00	%0,00	%0,00	%60,34	39,66 %		
محايد	0,85857	2,7069	0	15	11	32	0	Count	%
			%0,00	25,86 %	18,97 %	%55,17	%0,00		
محايد	0,466880	2,8483							

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج الإستبيان، بالإعتماد على برنامج SPSS-19

يتضح من الجدول أن المتوسط الحسابي لمتغيرات الأسئلة السابقة، بشكل عام هو 2,8483، مما يعني وجود نسبة تأثير إجمالية منخفضة، سببها أن مستوى التأثير للأسئلة 52، 53 و 54 جاء منخفض، حيث أظهر السؤال 52، عدم تأييد، العينة المستجوبة، لفكرة أن إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لنسبة من رأس المال يشكل حاجزا أمام الممارسات الخاطئة التي من الممكن أن تصدر من قبل هؤلاء الأعضاء، و تفسيرهم في ذلك أن معظم أعضاء مجلس الإدارة هم ملاك مسيطرين يتدخلون في فرض قراراتهم، رغم عدم صلاحيتها في بعض الأحيان، في حين أظهر السؤال 53 عدم تأييد أن إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لنسبة من رأس المال يكفي لضمان حقوق المؤسسة و حقوق المتعاملين معها، في حالة الإضرار بمركز المؤسسة و حقوق الغير، على أساس أن هناك ملكية مركزة عائلية تسعى للحفاظ على سمعة المؤسسة و لو على حساب أموالهم الخاصة، رغم إنتمائهم إلى مؤسسة ذات أسهم، مما يعني عدم إرتباط حقوق الغير بما يملكونه من أسهم، أما السؤال 54 فقد أظهر أن النسبة المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة هي نسبة ليست شكلية و لها دور كبير في رفع أداء المؤسسة و الحرص على فرض سيطرة الملاك، و هو ما أكدته نتائج السؤال 50 و 51، حيث أكدت عينة الدراسة أن إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة لنسبة من رأس المال يشجع على رفع أداء المؤسسة و يعطيهم الحق في التدخل أكثر في تسيير المؤسسة.

### الفرع الثاني: التحليل القياسي و الإستدلالي لنتائج الدراسة

بعد عرض التحليل الوصفي لنتائج أسئلة الإستبيان الممتدة من السؤال 14 إلى السؤال 54، و التي أظهرت أن عنصر تركر الملكية يؤثر على فعالية مجلس الإدارة و ذلك حسب طبيعة من تتركز في أيديهم هذه الملكية، فبالنسبة لمؤسسات المساهمة التابعة للقطاع العام، فقد ظهر جليا ضعف قيام مجالس إدارتها بالأدوار الإستراتيجية، الرقابية، الوقائية و العلاجية، التي نادى بها مبادئ حوكمة المؤسسات في هذا المجال، حيث يتضح من التحليل السابق لمستوى إلتزام مؤسسات عينة البحث في مجال المسؤوليات الملقاة على عاتق مجالس الإدارة فيها بأن تلك المجالس لا تدرك و بصورة واضحة واجب الوكالة، حيث يشير الواقع إلى غياب الآليات المناسبة لتنفيذ تلك المهام، مثل ضعف الشفافية في عملية ترشيح و إنتقاء أعضاء مجلس الإدارة، غياب القوانين التي تفرض إهتمام مجلس الإدارة بالمهام السابقة، و تركيزها في جزء كبير منها على الجوانب الشكلية، التي جعلت أدوار هذا الأخير هي الأخرى شكلية، إلى درجة أن عدد كبير منهم صرح بأن أجواء إجتماعات مجلس الإدارة هي أجواء إحتفالية أقل من أن تقوم بالأدوار السابقة و أن دوره لا يعدو أن يكون الجسر الذي تمرر به المؤسسات صفقاتها و معاملاتها، الشيء الذي يوجب إعادة النظر في الأدوار التي من المفروض أن يقوم بها، بالإسترشاد بأهم الممارسات الجيدة التي نادى بها حوكمة المؤسسات في مجال حوكمة مجالس إدارة مؤسسات المساهمة.

أما بالنسبة لمؤسسات المساهمة التابعة للقطاع الخاص، فقد أظهرت النتائج أنه على الرغم من غياب بعض الأدوار الإستراتيجية في مجالس إدارة هذه المؤسسات، إلا أن أعضاء مجالس إدارتها، و نتيجة أن غالبية هؤلاء

الأعضاء هم ملاك المؤسسة، فهم يمارسون أدوارا إيجابية من حيث حرصهم على الرقابة الدائمة لخطط و موازنات و بيانات المؤسسة المالية و ضمان مراقبتها بصفة مستمرة، إضافة إلى حرصها الدائم على إختيار من الأعضاء غير التنفيذيين من تتوفر فيهم الخبرة و الكفاءة العالية من أجل ضمان فعالية الدور الرقابي لمجلس الإدارة.

في هذا العنصر سنحاول تجاوز التحليل الوصفي و ذلك بالإستعانة بأدوات التحليل القياسي و الإستدلالي، و ذلك بدراسة التأثير الذي من الممكن أن يمارسه هيكل الملكية على فعالية مجلس الإدارة، بالأخذ بعين الإعتبار عنصر تركيز الملكية و طبيعة من تتركز في أيديهم هذه الملكية و هما الدولة و القطاع الخاص كأكبر مساهمين في عينة مؤسسات المساهمة المدروسة، حيث سيكون هذا التحليل القياسي و الإستدلالي على مستوى، الدور الرقابي لمجلس الإدارة، الدور الإستراتيجي و الدور الوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة.

### أولاً: الدور الرقابي لمجلس الإدارة

في هذا العنصر، و بهدف قياس الدور الرقابي لمجلس الإدارة، سنقوم بدراسة التأثير الذي من الممكن أن يحدثه هيكل الملكية على بعض الخصائص المميزة لمجلس الإدارة و التي سبق التعريف بها و تحديد كيفية قياسها في الجدول رقم 6-1، حيث سنعالج هذا العنصر من خلال.

#### أ- النموذج القياسي

من أجل الإجابة على الإشكالية السابقة نقترح تقدير النماذج الإنحدارية التالية:

حيث  $it$  تشير إلى المتغيرات في المؤسسة  $i$  في الزمن  $t$  حيث ستغطي فترة الدراسة 4 سنوات (2010-2013) كما سبق و أن ذكرنا ذلك.

سنحاول في هذا العنصر إختبار تأثير هيكل الملكية على حجم مجلس الإدارة و إستقلالية أعضاء مجلس الإدارة، ( النموذج رقم 1 و 2)، بإستعمال طريقة المربعات الصغرى المدججة PLS، كما سنستعمل نموذج الإنحدار اللوجيستكي (Régression logistique) من أجل إختبار الفرضية المرتبطة بقياس تأثير هيكل الملكية على إزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة ( النموذج رقم 3).

حيث تم صياغة النماذج السابقة بهدف الإجابة على الفرضيات التالية:

و نظرا لعدم وجود ملكية إدارية<sup>1</sup> بالمعنى الحقيقي بالنسبة لمؤسسات القطاع العام، وجود أشخاص طبيعيين يجسدون علاقة الوكالة في المؤسسات العمومية، على أساس أن الدولة تملك كل أسهم المؤسسة أو أغلبها - بالنسبة للمؤسسات الطارحة لنسبة من رأسمالها للإكتتاب العام - ، سيتم حذف متغير الملكية الإدارية بالنسبة لمؤسسات القطاع العام، و نفس الشيء بالنسبة للمؤسسات الخاصة، حيث أن المدير العام للمؤسسة أو الرئيس المدير العام غالبا ما لا يكون مالكا لنسبة من رأس المال، نظرا لكبر حجم مؤسسات المساهمة المدروسة، و إستعانة الملاك المؤسسين بخبرة خارجية لإدارة مؤسساتهم.

### ب- نتائج الدراسة

سنعرض فيما سيأتي نتائج الدراسة في عينة مؤسسات المساهمة العمومية و الخاصة.

### - نتائج الدراسة في مؤسسات المساهمة العمومية

يعرض الجدول التالي الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة في عينة مؤسسات المساهمة العمومية.

الجدول رقم 36.3: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2010-2013 في المؤسسات العمومية<sup>2</sup>

Mean	6.225806	21.61537	3.698925	0.288181	0.591398	0.021505	0.995699
Median	6.000000	21.54443	3.000000	0.076209	1.000000	0.000000	1.000000
Maximum	12.00000	26.06307	9.000000	9.355118	1.000000	1.000000	1.000000
Minimum	3.000000	15.05018	1.000000	0.006932	0.000000	0.000000	0.750000
Std. Dev.	1.505634	1.506076	1.459498	0.766723	0.492238	0.145257	0.029429
Skewness	0.741735	0.055204	1.104260	9.162784	-0.371857	6.597119	-6.855991
Kurtosis	3.619639	4.388142	3.704230	104.1902	1.138278	44.52198	49.13120
Jarque-Bera	40.06182	30.05650	83.28932	163916.9	62.29637	29421.52	35899.64
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	2316.000	8040.919	1376.000	107.2035	220.0000	8.000000	370.4000
Sum Sq. Dev.	841.0323	841.5261	790.2796	218.0978	89.89247	7.827957	0.321318
Observations	372	372	372	372	372	372	372

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات الدراسة، بالإعتماد على برنامج Eviews

<sup>1</sup> - و تقصد بها الملكية الإدارية المسيرة، أي التي تمارس نشاط تسييري بالمؤسسة، و التي يمارسها الرئيس المدير العام أو المدير العام للمؤسسة، أما بالنسبة للملكية أعضاء مجلس الإدارة لنسبة معتبرة من رأس المال، بالنسبة لمؤسسات المساهمة التابعة للقطاع الخاص، فهم عادة مدراء خارجيين يسيطرون على مجلس الإدارة، بهدف التأثير على قراراته و الإطلاع على ما يجري داخل مؤسساتهم، لهذا فهي أقل أهمية إذا ما قورنت بإمتلاك المسير -PDG/DG- لنسبة من رأس المال، نتيجة إمكانية ممارسته لسلكات قد يصعب على المساهمين الآخرين، مهما كانت نوعيتهم، معرفتها أو التنبه لها.

<sup>2</sup> - أنظر الملحق رقم 8 من أجل قراءة ترجمة الرموز الإحصائية.

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن متوسط عدد أعضاء مجلس الإدارة في عينة مؤسسات المساهمة العمومية هو 6 أعضاء، 59.41% منها عبارة عن أعضاء خارجيين، كما أن النسبة المتوسطة لمتغير تركيز الملكية تقدر ب 99.56% بدلا من 100%، و ذلك لوجود مؤسستين مدرجتين في البورصة، كما أن نسبة 59,15 % تؤكد تحقق ازدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة، كما أظهرت النتائج أن النسبة المتوسطة للإستدانة تقدر ب 28,81%.

كما نلاحظ التواء شكل التوزيع الإحصائي لكل المتغيرات نحو اليمين، ما عدا على مستوى المتغيرات CUMUL و BLC فنلاحظ أن هناك إلتواء نحو اليسار.

و من أجل إختبار عدم وجود إرتباط بين المتغيرات المستقلة، نقوم بحساب معاملات الإرتباط لبرسون بين متغيرات الدراسة، و كما يظهر في الجدول رقم 37.6 فإن جميع معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من 0.8، و هو ما يعني غياب مشكل الإرتباط المتعدد لأن معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة و التابعة، ماعدا المتغيرين BLC و COTAT فإن معامل الإرتباط بينهما يساوي -0.987158.

### الجدول رقم 37.3: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة في المؤسسات العمومية

	1.000000	0.028965	0.933799	-0.047680	0.019358	0.421419	-0.419048
	0.028965	1.000000	0.005832	-0.117621	-0.057742	0.194268	-0.192187
	0.933799	0.005832	1.000000	-0.006840	-0.250488	0.386618	-0.384790
	-0.047680	-0.117621	-0.006840	1.000000	-0.114347	0.001008	-0.001026
	0.019358	-0.057742	-0.250488	-0.114347	1.000000	0.123227	-0.121644
	0.421419	0.194268	0.386618	0.001008	0.123227	1.000000	-0.987158
	-0.419048	-0.192187	-0.384790	-0.001026	-0.121644	-9 87158	1.000000

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات الدراسة، بالإعتماد على برنامج Eviews

أما فيما يتعلق بفرضية إعتدالية توزيع الأخطاء (Normality of Residuals) فقد تم إختبار هذه الأخيرة بإستخدام إختبار Jarque-Bera الأكثر إنتشارا ضمن حزمة برنامج E-views حيث أظهرت النتائج كما هو موضح في الملحق رقم 09، أن الإحتمال المقابل لإحصائية Jarque-Bera أكبر من 1% في النماذج السابقة، أي قبول الفرضية الصفرية بوجود توزيع طبيعي للأخطاء و بالتالي تحقيق فرضية إعتدالية توزيع الأخطاء.

أما فيما يتعلق بالفرضية التي تقضي بعدم وجود إرتباط ذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)، فقد تم التحقق من هذه الأخيرة بإستخدام إختبار Breusch-Godfrey، حيث أظهرت النتائج كما هو موضح في الملحق رقم 09، أن الإحتمال المقابل

لإحصائية كاي تربيع (R-squared) أكبر من 10% في النماذج السابقة، أي قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

أما فيما يتعلق بفرضية تجانس تباين الأخطاء (Homoscedasticity of Residuals) فقد تم إختبار هذه الأخيرة باستخدام إختبار White، حيث أظهرت النتائج كما هو موضح في الملحق رقم 09، أن الإحتمال المقابل لإحصائية كاي تربيع (R-squared) أكبر من 5% في النماذج السابقة أي قبول الفرضية الصفرية بثبات تباين الأخطاء.

و بعد التحقق من فرضيات الإنحدار المتعدد، فيما يلي و من أجل قياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة و التابعة سنعرض نتائج التقدير للنماذج السابقة.

فبالنسبة لحجم مجلس الإدارة (النموذج رقم 1) الذي تظهر نتائجه في الجدول التالي، يظهر أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين عنصر تركيز الملكية و حجم مجلس الإدارة، عند مستوى دلالة 10%، أي كلما زادت نسبة تركيز الملكية قل حجم مجلس الإدارة، الأمر الذي يؤكد الفرضية  $H_1$  المرتبطة بعنصر تركيز الملكية، من جهة أخرى أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية، عند مستوى دلالة 10%، بين متغير الإستدانة و حجم مجلس الإدارة، و هو ما يؤكد أن المؤسسات ذات نسبة الإستدانة المرتفعة تتمتع بمجالس إدارة صغيرة الحجم، الأمر الذي يؤكد الفرضية  $H_1$  المرتبطة بعنصر الإستدانة.

كما أظهرت النتائج من جهة أخرى أن حجم المؤسسة ليس له أي دور في تحديد حجم مجلس الإدارة، و ذلك نتيجة أن حجم المؤسسة بإعتباره متغير مستقل ليس له دلالة إحصائية في تفسير المتغير التابع، و هو ما أكدته نتائج الدراسة الوصفية التي أظهرت أن الحجم المتوسط لمجلس الإدارة هو 6 أعضاء بغض النظر عن حجم المؤسسة، و هو ما يؤكد النتيجة السابقة المتعلقة بعنصر الإستدانة.

أما عن متغير الإدراج في البورصة، فقد أظهرت النتائج أن له علاقة موجبة و ذات دلالة إحصائية عند 10% بينه و بين حجم مجلس الإدارة، مما يعني أن المؤسسات المدرجة تتمتع بحجم مجلس إدارة كبير نسبيا مقارنة بالمؤسسات غير المدرجة، و هو الأمر الذي قد يفسر بإقبال المؤسسات المدرجة على عرض معلوماتها المالية و غير المالية للجمهور، الأمر الذي يدفعها إلى إظهار مجلس إدارتها في أحسن صورة من ناحية عدد أعضاء مجلس إدارتها، عدد الأعضاء الخارجيين... إلخ.

أما بالنسبة لعدد المدراء الخارجيين في مجلس الإدارة (النموذج رقم 2) الذي تظهر نتائجه في الجدول التالي، يظهر أن هناك علاقة عكسية بين عنصر تركيز الملكية و نسبة المدراء الخارجيين في مجلس الإدارة، عند مستوى دلالة إحصائية 10%، أي كلما زادت نسبة تركيز الملكية قل عدد الأعضاء الخارجيين في مجلس الإدارة، الأمر الذي ينعكس سلبا على شفافية مجلس الإدارة، ذلك أن عدد الأعضاء الخارجيين في مجالس إدارة مؤسسات المساهمة العمومية يضم في تشكيلته ممثلين عن العمال و المدير العام للمؤسسة إذا كان يحتل منصب رئيس مجلس الإدارة، و ذلك في أغلب المؤسسات العمومية<sup>1</sup>، و هو ما يجعل منهم أعضاء خارجيين ثابتين في تشكيلة مجالس إدارة المؤسسات العمومية، هذا إضافة إلى الأعضاء الخارجيين الآخرين، الأمر الذي يجعل نسبة الأعضاء الخارجيين إلى حجم مجلس الإدارة نسبة ثابتة نسبيا، و هو ما يجعل منهم أعضاء خارجيين لا تتوفر فيهم مواصفات العضو المستقل الذي يضمن الكفاءة لمجلس الإدارة، الأمر الذي ينفي الفرضية H<sub>3</sub> المرتبطة بعنصر تركيز الملكية، و يؤكد في نفس الوقت ضعف شفافية مجالس الإدارة في المؤسسات العمومية.

من جهة أخرى أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين متغير الإستدانة و نسبة المدراء الخارجيين في مجلس الإدارة، عند مستوى دلالة إحصائية 10%، الأمر الذي ينفي الفرضية H<sub>3</sub> المرتبطة بعنصر الإستدانة، التي تقر بوجود علاقة طردية بين الإستدانة و إستقلالية أعضاء مجلس الإدارة، و التي تؤكد أن المؤسسات المرتفعة الإستدانة تتمتع بإستقلالية كبيرة في مجالس إدارتها، الأمر الذي يؤكد وجود رقابة شديدة من قبل كبار المساهمين على قرارات مجلس الإدارة، و هو الشيء الذي لم يلاحظ في المؤسسات العمومية عينة الدراسة.

في حين أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة و ذات دلالة إحصائية عند 10% بين متغير الإدراج في البورصة و نسبة المدراء الخارجيين في مجلس الإدارة، مما يعني أن المؤسسات المدرجة تتمتع بسمعة محترمة الأمر الذي يجعلها تركز على إستقلالية أعضائها مقارنة بالمؤسسات غير المدرجة.

كما أظهرت النتائج من جهة أخرى وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة و عدد الأعضاء المستقلين في مجلس الإدارة، لكن ليست ذات دلالة إحصائية، من جهة أخرى أكدت نتائج الدراسة الوصفية أن نسبة الأعضاء الخارجيين إلى حجم مجلس الإدارة نسبة صغيرة نسبيا.

<sup>1</sup> - و هناك من المؤسسات العمومية من يقتصر أعضائها الخارجيين على ممثلي العمال و المدير العام للمؤسسة إذا كان يحتل منصب رئيس مجلس الإدارة.

أما بالنسبة لإزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة (النموذج رقم 3) فقد أظهرت نتائج الجدول رقم 40.6، وجود ارتباط بين المتغيرين COTAT و BLC و بعد إستبعاد المتغير الأخير أظهرت نتائج التقدير، كما هو موضح في الجدول رقم 41.6، وجود علاقة عكسية و ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10% بين متغير الإستدانة و إزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة، تتنافى مع الفرضية H<sub>2</sub> المرتبطة بمتغير الإستدانة، ذلك أن المؤسسات التي ترتفع فيها نسبة الإستدانة من المفروض أن تحرص على الدور الرقابي لمجلس إدارتها، من أجل تأكيد الدور الرقابي الذي يمارسه كبار المساهمين، و من بين أهم المؤشرات المستعملة لقياس الدور السابق هو إنفصال الوظيفتين السابقتين، و هو الأمر الذي لم يلاحظ في عينة مؤسسات المساهمة العمومية المدروسة.

أما بالنسبة لمتغير حجم المؤسسة، فقد أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين حجم المؤسسة و إزدواجية الوظيفتين السابقتين، ليست ذات دلالة إحصائية، مما يعني أن هذا المتغير ليس له دور في تحديد إستقلالية مجلس الإدارة.

في حين أظهرت النتائج بالنسبة لمتغير الإنضمام إلى البورصة وجود علاقة طردية قوية بين هذا الأخير و إزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة، ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%، الأمر الذي يؤكد أن المؤسسات المدرجة في البورصة ترتفع فيها نسبة إزدواجية الوظيفتين السابقتين، و هو ما أكدته النتائج الوصفية أيضا، الأمر الذي يؤكد أن المؤسسات المدرجة في البورصة لا تختلف عن المؤسسات غير المدرجة في هذه النقطة، و هو ما يؤكد بشكل عام أن الدور الإنضباطي لمجلس الإدارة ضعيف جدا في المؤسسات العمومية التي تتميز بوجود تركيز شديد في الملكية.

و في الأخير و من أجل قياس المعنوية الكلية للنموذج، و كما يظهر في الجداول السابقة، فإن Prob (F-statistic) أكبر من 0.05 و F-statistic الخاصة بالنماذج السابقة أكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى ثقة 95%، و بالتالي يمكننا رفض الفرضية الصفرية و إثبات الفرضية البديلة أي أن هناك أثرا ذا دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، مما يعني أن النماذج السابقة لها معنوية كلية، حسب إحصائية فيشر في ظل طريقة PLS، كما أظهر معامل التحديد، وجود قدرة تفسيرية عالية للنماذج السابقة، الأمر الذي يؤكد صلاحيتها الإحصائية.

## - نتائج الدراسة في مؤسسات المساهمة الخاصة

يعرض الجدول التالي الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة في عينة مؤسسات المساهمة

الخاصة.

### الجدول رقم 42.3: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة 2010-2013

#### لعينة المؤسسات الخاصة

Mean	0.490921	0.076923	0.333333	0.244805	6.102564	21.91648	6.435897
Median	0.456000	0.000000	0.000000	0.188769	6.000000	21.88146	6.000000
Maximum	0.999900	1.000000	1.000000	1.334460	10.00000	25.14210	11.00000
Minimum	0.309000	0.000000	0.000000	0.000000	4.000000	19.27179	4.000000
Std. Dev.	0.155466	0.267328	0.472923	0.288414	1.451049	1.296687	1.537402
Skewness	1.209786	3.175426	0.707107	1.937339	0.964772	0.275962	1.168429
Kurtosis	4.281482	11.08333	1.500000	7.223911	3.515959	2.641094	4.078347
Jarque-Bera	48.72739	686.8785	27.62500	213.5546	25.93082	2.817312	43.05431
Probability	0.000000	0.000000	0.000001	0.000000	0.000002	0.244472	0.000000
Sum	76.58360	12.00000	52.00000	38.18961	952.0000	3418.970	1004.000
Sum Sq. Dev.	3.746324	11.07692	34.66667	12.89328	326.3590	260.6167	366.3590
Observations	156	156	156	156	156	156	156

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات الدراسة، بالإعتماد على برنامج Eviews

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن متوسط عدد أعضاء مجلس الإدارة في عينة مؤسسات المساهمة الخاصة هو 6 أعضاء، 94.82% منها عبارة عن أعضاء خارجيين، و هي نسبة أعلى من النسبة الملاحظة في المؤسسات العمومية، كما أن النسبة المتوسطة لمتغير تركيز الملكية تقدر ب 49.09%، و هي نسبة أقل من النسبة الملاحظة في المؤسسات العمومية، في حين تؤكد نسبة 33,33% وجود ازدواجية بين وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة و هي نسبة أقل من النسبة الملاحظة في المؤسسات العمومية، الأمر الذي يؤكد أن مجالس إدارة المؤسسات الخاصة تتمتع بنوع من الإستقلالية، كما أظهرت النتائج أن النسبة المتوسطة للإستدانة تقدر ب 24,48%.

كما نلاحظ إلتواء شكل التوزيع الإحصائي لكل المتغيرات نحو اليمين، أما عن قيمة معامل التفلطح فهي محصورة بين 2.641094 و 11.08333 حيث أن معظم هذه القيم أكبر من 3 التي تقابل التوزيع الطبيعي أي أن غالبية المؤسسات عينة الدراسة متوسطات متغيراتها ذات أشكال توزيعات غير متفلطحة.

و من أجل إختبار عدم وجود إرتباط بين المتغيرات المستقلة، نقوم بحساب معاملات الإرتباط لبرسون بين المتغيرات المستقلة، إضافة إلى مصفوفة التباين بين المتغيرات المستقلة، و كما يظهر في الجدول رقم 43.6 فإن جميع معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من 0.8، و هو ما يعني

غياب مشكل الارتباط المتعدد لأن معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة و التابعة.

### الجدول رقم 43.3: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة في المؤسسات الخاصة

	1.000000	-0.048911	-0.074046	-0.053773	0.013835	0.012058	0.020364
	-0.048911	1.000000	0.242223	-0.089423	0.203688	0.325060	0.265467
	-0.074046	0.242223	1.000000	0.384508	0.357217	0.671380	0.578279
	-0.053773	-0.089423	0.384508	1.000000	0.215058	0.333018	0.273339
	0.013835	0.203688	0.357217	0.215058	1.000000	0.278034	0.006268
	0.012058	0.325060	0.671380	0.333018	0.278034	1.000000	0.591543
	0.020364	0.265467	0.578279	0.273339	0.006268	0.591543	1.000000

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات الدراسة، بالإعتماد على برنامج Eviews

أما فيما يتعلق بفرضية إعتدالية توزيع الأخطاء (Normality of Residuals) فقد تم اختبار هذه الأخيرة باستخدام اختبار Jarque-Bera الأكثر إنتشارا ضمن حزمة برنامج E-views حيث أظهرت النتائج كما هو موضح في الملحق رقم 10، أن الإحتمال المقابل لإحصائية Jarque-Bera أكبر من 1% في النماذج السابقة، أي قبول الفرضية الصفرية بوجود توزيع طبيعي للأخطاء.

أما فيما يتعلق بالفرضية التي تقضي بعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)، فقد تم التحقق من هذه الأخيرة باستخدام اختبار Breusch-Godfrey، حيث أظهرت النتائج كما هو موضح في الملحق رقم 10، أن الإحتمال المقابل لإحصائية كاي تربيع (R-squared) أكبر من 5% في النماذج السابقة، أي قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

أما فيما يتعلق بفرضية تجانس تباين الأخطاء (Homoscedasticity of Residuals) فقد تم اختبار هذه الأخيرة باستخدام اختبار White، حيث أظهرت النتائج كما هو موضح في الملحق رقم 10، أن الإحتمال المقابل لإحصائية كاي تربيع (R-squared) أكبر من 10% في النماذج السابقة، أي قبول الفرضية الصفرية بثبات تباين الأخطاء.

و بعد التحقق من فرضيات الإنحدار المتعدد، فيما يلي و من أجل قياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة و التابعة سنعرض نتائج التقدير للنماذج السابقة.

فبالنسبة لحجم مجلس الإدارة (النموذج رقم 1) الذي تظهر نتائجه في الجدول التالي، يظهر أن هناك علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 5% بين عنصر تركيز الملكية و حجم مجلس الإدارة، أي كلما زادت نسبة تركيز الملكية كبر حجم مجلس الإدارة، الأمر الذي ينفي الفرضية

$H_1$  المرتبطة بعنصر تركيز الملكية، من جهة أخرى أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة عند مستوى دلالة إحصائية 10% بين متغير الإستدانة و حجم مجلس الإدارة، و هو ما يؤكد أن المؤسسات ذات نسبة الإستدانة المرتفعة تتمتع بمجالس إدارة كبيرة الحجم، مما يعني أن المؤسسات الخاصة رغم لجوئها للإستدانة فإنها من جهة أخرى تحرص على الرقابة الممارسة من قبل ملاكها، الأمر الذي ينفي الفرضية  $H_1$  المرتبطة بعنصر الإستدانة.

كما أظهرت النتائج من جهة أخرى وجود علاقة موجبة بين حجم المؤسسة و حجم مجلس الإدارة، عند مستوى دلالة إحصائية 5%، أي أن المؤسسات ذات الحجم الكبير تتمتع بمجالس إدارة كبيرة الحجم، و هو أكدته نتائج الدراسة الوصفية التي أظهرت وجود نسبة كبيرة من المؤسسات تتمتع بمجالس إدارة عدد أعضائها بين 6 و 12 عضوا.

أما عن متغير الإدراج في البورصة، فقد أظهرت النتائج أن هناك علاقة موجبة و ذات دلالة إحصائية عند مستوى 1% بينه و بين حجم مجلس الإدارة، مما يعني أن المؤسسات المدرجة تتمتع بحجم مجلس إدارة كبير نسبيا مقارنة بالمؤسسات غير المدرجة، و هو الأمر الذي قد يفسر بإقبال المؤسسات المدرجة على عرض معلوماتها المالية و غير المالية للجمهور، الأمر الذي يدفعها إلى إظهار مجلس إدارتها في أحسن صورة من ناحية عدد أعضاء مجلس إدارتها، عدد الأعضاء الخارجيين... إلخ.

أما بالنسبة لعدد المدراء الخارجيين في مجلس الإدارة (النموذج رقم 2) الذي تظهر نتائجه في الجدول التالي، يظهر أن هناك علاقة موجبة بين عنصر تركيز الملكية و إستقلالية أعضاء مجلس الإدارة، عند مستوى دلالة إحصائية 10%، الأمر الذي يؤكد شفافية مجالس إدارة المؤسسات الخاصة، و ذلك نتيجة كبر عدد الأعضاء الخارجيين في مجالس إدارتها، الأمر الذي يؤكد الفرضية  $H_3$  المرتبطة بعنصر تركيز الملكية.

من جهة أخرى أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين متغير الإستدانة و نسبة المدراء الخارجيين في مجلس الإدارة، عند مستوى دلالة إحصائية 10%، الأمر الذي يؤكد الفرضية  $H_3$  المرتبطة بعنصر الإستدانة، التي تقر بوجود علاقة موجبة بين الإستدانة و نسبة المدراء الخارجيين في مجلس الإدارة، و التي تؤكد أن المؤسسات المرتفعة الإستدانة تتمتع بإستقلالية كبيرة في مجالس إدارتها، الأمر الذي يؤكد وجود رقابة شديدة من قبل كبار المساهمين على قرارات مجلس الإدارة.

في حين أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة و ذات دلالة إحصائية عند مستوى 1% بين متغير الإدراج في البورصة و نسبة المدراء الخارجيين في مجلس الإدارة، مما يعني أن المؤسسات المدرجة

تتمتع بسمعة محترمة، الأمر الذي يجعلها تركز على إستقلالية أعضائها مقارنة بالمؤسسات غير المدرجة.

كما أظهرت النتائج من جهة أخرى وجود علاقة موجبة بين حجم المؤسسة و نسبة المدراء الخارجيين في مجلس الإدارة، عند مستوى دلالة إحصائية 10%، أي أن المؤسسات ذات الحجم الكبير تتمتع بوجود نسبة معتبرة للمدراء الخارجيين في مجلس إدارتها، و هو أكدته نتائج الدراسة الوصفية التي أظهرت إرتفاع هذه النسبة في مؤسسات المساهمة الخاصة.

أما بالنسبة لإزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة (النموذج رقم 3) فقد أظهرت نتائج الجدول رقم 46.6، وجود علاقة موجبة و ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%، بين متغير تركيز الملكية و إزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة، تؤكد الفرضية  $H_2$  المرتبطة بهذا المتغير، الأمر الذي يؤكد الدور الرقابي الذي يمارسه كبار المساهمين في مجالس الإدارة.

أما بالنسبة لمتغير حجم المؤسسة، فقد أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين حجم المؤسسة و إزدواجية الوظيفتين السابقتين، عند مستوى دلالة إحصائية 10%، أي أن المؤسسات الخاصة ذات الحجم الكبير تتحقق فيها إزدواجية الوظيفتين السابقتين، و هو ما قد يفسر من خلال رغبة كبار المساهمين في مواجهة و مناقشة الفرق المسيرة أثناء إجتماعات مجلس الإدارة، و هو ما قد يفسر من خلال إرتفاع نسبة تجذر هؤلاء المسيرين.

في حين أظهرت النتائج بالنسبة لمتغير الإنضمام إلى البورصة وجود علاقة موجبة بين هذا الأخير و إزدواجية وظائف كل من رئيس مجلس الإدارة و المدير العام للمؤسسة، عند مستوى دلالة إحصائية 5%، الأمر الذي يؤكد أن المؤسسات المدرجة في البورصة ترتفع فيها نسبة إزدواجية الوظيفتين السابقتين.

أما بالنسبة لعلاقة الإستدانة بإزدواجية الوظيفتين السابقتين، فكانت النتائج غير معنوية، الأمر الذي لا يسمح لنا بتأكيد الفرضية  $H_2$  المرتبطة بمتغير الإستدانة.

و في الأخير و من أجل قياس المعنوية الكلية للنموذج، و كما يظهر في الجداول السابقة، فإن Prob (F-statistic) أكبر من 0.05 و F-statistic الخاصة بالنماذج السابقة أكبر من قيمتها الجدولية عند مستوى ثقة 95%، و بالتالي يمكننا رفض الفرضية الصفرية و إثبات الفرضية البديلة أي أن هناك أثرا ذا دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع، مما يعني أن

النماذج السابقة لها معنوية كلية، حسب إحصائية فيشر في ظل طريقة PLS، كما أظهر معامل التحديد، وجود قدرة تفسيرية جيدة للنموذج السابقة.

### ثانيا: الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة

في هذا العنصر نقوم بإختبار الفرضية السابقة، المتعلقة بفعالية الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة، الموضحة في الجدول 32.6 - يؤثر عنصر تركيز الملكية على فعالية الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة، و ذلك في المؤسسات العمومية و الخاصة، بإستخدام إختبار T-student عند مستوى الدلالة 0.05، و قد بينت النتائج الواردة في الجدول التالي أن مستوى الدلالة المتعلق بمؤشر الإختبار هو  $\text{sig} = 0.000$  أقل من 0.05 مما يدعونا إلى رفض فرضية العدم في المؤسسات العمومية، أي عدم وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمتغير تركيز الملكية على فعالية الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة، و هو ما أكدته نتائج الدراسة الوصفية أيضا، كما أظهرت النتائج المتعلقة بالمؤسسات الخاصة أن مستوى الدلالة المتعلق بمؤشر الإختبار هو  $\text{sig} = 0,007$  أقل من 0.05 مما يدعونا إلى رفض فرضية العدم في المؤسسات الخاصة، أي عدم وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمتغير تركيز الملكية على فعالية الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة، في حين أظهرت نتائج الدراسة الوصفية فعالية الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة بنسبة متوسطة، مما يعني أن فعالية الدور الإستراتيجي لمجلس الإدارة لا تتعلق بعنصر تركيز الملكية بقدر تعلقها بطبيعة من تتركز في أيديهم هذه الملكية.

### ثالثا: الدور الوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة

في هذا العنصر نقوم بإختبار الفرضية السابقة، المتعلقة بفعالية الدور الوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة، الموضحة في الجدول 33.6 - يؤثر عنصر تركيز الملكية على فعالية الدور الوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة -، و ذلك في المؤسسات العمومية و الخاصة، بإستخدام إختبار T-student عند مستوى الدلالة 0.05، و قد بينت النتائج الواردة في الجدول التالي أن مستوى الدلالة المتعلق بمؤشر الإختبار هو  $\text{sig} = 0.000$  أقل من 0.05 مما يدعونا إلى رفض فرضية العدم في المؤسسات العمومية، أي عدم وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمتغير تركيز الملكية على فعالية الدور الوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة، و هو ما أكدته نتائج الدراسة الوصفية أيضا، كما أظهرت النتائج المتعلقة بالمؤسسات الخاصة أن مستوى الدلالة المتعلق بمؤشر الإختبار هو  $\text{sig} = 0,172$  أكبر من 0.05 مما يدعونا إلى قبول فرضية العدم في المؤسسات الخاصة، أي وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمتغير تركيز الملكية على فعالية الدور الوقائي و العلاجي لمجلس الإدارة، في حين أظهرت نتائج الدراسة الوصفية ممارسة هذه الوظائف بنسبة متوسطة.

#### رابعاً: تأثير الملكية الإدارية على فعالية مجلس الإدارة

بالإعتماد على تحليل درجة موافقة إجابات عينة الدراسة بخصوص تأثير الملكية الإدارية على فعالية مجلس الإدارة في المؤسسات العمومية و الخاصة، و الموضحة في الجدولين 34.6 و 35.6، و من أجل إتمام التحليل نقوم بإختبار الفرضية المرتبطة بقياس تأثير إمتلاك أعضاء مجلس الإدارة و مدراء المؤسسة لنسبة من رأس المال على فعالية مجلس الإدارة في مؤسسات المساهمة العمومية و الخاصة، و ذلك بإستخدام إختبار T-student عند مستوى الدلالة 0.05، حيث أظهرت النتائج في الجدول التالي أن مستوى الدلالة المتعلق بمؤشر الإختبار هو sig =0.000 و sig =0.016 في المؤسسات العمومية و الخاصة على الترتيب أقل من 0.05 مما يدعونا إلى رفض فرضية العدم في القطاعين العام و الخاص، أي عدم وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لمتغير الملكية الإدارية على فعالية مجلس الإدارة في القطاعين العام و الخاص، و هو ما أكدته نتائج الدراسة الوصفية في عينة المؤسسات العامة، في حين أظهرت نتائج الدراسة الوصفية في عينة القطاع الخاص تأثير متغير الملكية الإدارية على فعالية مجلس الإدارة بدرجة متوسطة.

#### المطلب الثالث: عرض و تحليل نتائج الإستبيان المتعلقة بحماية حقوق المساهمين

في هذا المطلب سنحاول عرض نتائج الجزء الثاني من الإستبيان و المتعلق بتأثير هيكل الملكية على حماية حقوق المساهمين و الوظائف الأساسية لحقوق الملكية، و الذي يضم الأسئلة الممتدة من السؤال من 55 إلى السؤال 61، و على أساس أن الدولة هي المالك الوحيد أو المالك الأكبر لكل المؤسسات العمومية، إضافة إلى سيطرة الخواص على المؤسسات الخاصة، أي أن هناك تركيز شديد في الملكية، في يد الدولة أو في يد الخواص، ستقتصر معالجتنا لهذا العنصر على المؤسسات المدرجة في البورصة، على أساس أن ما يهمنا في الموضوع هو دراسة تأثير هيكل الملكية، من خلال عنصر تركيز الملكية و طبيعة المساهمين المسيطرين، على حماية حقوق المساهمين الصغار، و هو الأمر الذي يستحيل دراسته مع المؤسسات غير المدرجة لعدم وجود مساهمين صغار في هيكل الملكية الخاص بها، إضافة إلى عدم وجود أصناف متنوعة من المساهمين و هو الأمر الذي يستحيل معه التحقق من وجود عنصر المعاملة المتساوية بين هؤلاء المساهمين، ذلك أن المؤسسات المعنية بالدراسة في هذا العنصر هي: الأوراسي Egh El Aurassi، صيدال Saidal، روية Nca-Rouiba، أليانس لتأمينات Alliance Assurances و مؤسسة دحلي dahlia.

فبالنسبة للسؤال رقم 55، فقد أظهرت النتائج أن المساهمين الصغار لا يستعملون طريقة التوكيل من أجل تعيين من ينوب عنهم لحضور الجمعية العامة، ذلك أن النسبة الغالبة من حاملي الأسهم الصغار لا يدركون حقوقهم، إضافة إلى ضعف ثقافة البورصة لدى هؤلاء.

أما عن النصاب الذي يشترط في المساهم تحقيقه من أجل حضور إجتماعات الجمعية العامة، السؤال 56، فليس هناك أي نصاب تشترطه المؤسسة من أجل السماح للمساهمين الصغار بالحضور إلى إجتماعات الجمعية العامة، و إكتفائها بتحقيق الشرط القانوني<sup>1</sup>، و الدليل على ذلك أنه لم يحدث و أن حضر ممثل عن المساهمين الصغار إلى إجتماعات الجمعية العامة للمؤسسة، السؤال 61، و ذلك نتيجة التركيز الشديد للملكية، حيث أظهرت نتائج السؤالين 57 و 58 أن هناك مساهمين يتمتعون بحقوق تصويت تفوق عدد الأسهم التي يمتلكونها، إضافة إلى أن بعض المؤسسات الخاصة يحدد القانون الأساسي الخاص بها عدد الأصوات التي يجوزها كل مساهم في الجمعية العامة، أما عن السؤالين 59 و 60 فقد أظهرت نتائجهما أن نسبة المساهمين الصغار الذين يشكون من عدم حصولهم على الأرباح و يطالبون بنصبيهم من الأرباح هي نسبة صغيرة، الأمر الذي يؤكد نقص و عدم وعي المساهمين الصغار العاديين بثقافة البورصة.

و إنطلاقاً من تحليل الإطار القانوني المتعلق بحماية حقوق المساهمين، نستنتج أن هناك فراغاً بين الإطار التشريعي و الواقع العملي، ذلك أن التركيز الشديد للملكية في يد الدولة، جعل هذه الأخيرة في أطرها التشريعية تركز على حماية نفسها كأكبر مساهم، و هنا يثار سؤال أساسي عن إمكانية ممارسة المساهم الصغير لحقوقه الأساسية إذا كانت المؤسسات المدرجة، على قلة عددها، لا تطرح سوى نسب قليلة من رأسمالها للإكتتاب العام، إضافة إلى ضعف الوعي لدى هؤلاء المساهمين حول كيفية ممارسة حقوقهم.

مما يعني أن القانون الجزائري لم تهيئ له البيئة المناسبة بعد لتطبيق كل ما جاء فيه، بعبارة أخرى أن القانون الجزائري يفوق بيئته في بعض الجوانب التي توجب مراعاة المناخ الذي تطبق فيه هذه القوانين، حتى لا يجعل من هذه الأخيرة شيئاً مفصلاً عن الواقع، إضافة إلى ذلك فإن هذه القوانين في حد ذاتها لم ترقى إلى المستوى الذي نادت به مبادئ الحوكمة، من حيث إفتقارها إلى العديد من الممارسات التي لم تتاح لها الفرصة بعد للظهور في الممارسة العملية.

<sup>1</sup> - المادة 674 من القانون التجاري أنه لا يصح تداول الجمعية العامة غير العادية إلا إذا كان عدد المساهمين الحاضرين أو الممثلين، يملكون النصف على الأقل من الأسهم في الدعوة الأولى و على ربع الأسهم ذات الحق في التصويت أثناء الدعوة الثانية..

## المطلب الرابع: عرض و تحليل نتائج الإستبيان المتعلقة بالإفصاح

في هذا المطلب سنحاول عرض نتائج الجزء الثالث من الإستبيان و المتعلق بتأثير هيكل الملكية على الإفصاح، و الذي يضم الأسئلة الممتدة من السؤال من 62 إلى 68.

بالنسبة للسؤال 62: المتعلق بإظهار الجهات التي تتعامل معها المؤسسة بخصوص نشر معلوماتها، فتم الحصول على النتائج التالية: نسبة 100% صرحت بأن الجهات التي تتعامل معها المؤسسة بخصوص نشر معلوماتها تتمثل في المركز الوطني للسجل التجاري، مصلحة الضرائب و محافظ حسابات المؤسسة، و هذا في القطاعين العام و الخاص، في حين لا توجد أي مؤسسة تتعامل في نشر معلوماتها مع الصحف أو المجلات أو في المواقع الإلكترونية الخاصة بها على شبكة الأنترنت، ما عدا بعض المؤسسات الخاصة الكبيرة التي تستعمل مواقعها في نشر بعض المعلومات غير المالية البسيطة مثل أسماء أعضاء مجالس إدارتها، التعريف بنشاط المؤسسة..، كما أن نسبة ضعيفة جدا من المؤسسات صرحت بأنها تتعامل مع البورصة في نشر معلوماتها المالية، تشمل المؤسسات المدرجة في البورصة، و الملحق رقم 6 يوضح النتائج السابقة.

فالإفصاح في المؤسسات العمومية أو في المؤسسات الخاصة يقتصر على الإفصاح الإجباري، و يرجع ذلك إلى تركيز الملكية في القطاعين العام و الخاص، حيث لا يوجد أي سبب، حسب تصريحات العديد منهم، لنشر أي معلومة تتعلق بالمؤسسة ما لم يوجد إجبار قانوني لذلك، إضافة إلى عامل المنافسة، و إنعدام ثقافة الإفصاح كوسيلة لتعزيز سمعة المؤسسة و جذب مساهمين صغار، و هذا لعزوف المؤسسات، في القطاعين، عن الإنضمام للبورصة، إضافة إلى عامل تركيز الملكية.

يظهر الجدول السابق أن أغلب المعلومات التي يتم الإفصاح عنها تتمثل في الميزانية و جدول حسابات النتائج إضافة إلى محضر إجتماع الجمعية العامة العادية، و هي معلومات يتم الإفصاح عنها للجهات المعنية السابقة بقوة القانون، و دليل ذلك أن إجابات جميع الأسئلة السابقة، في القطاعين العام و الخاص، جاءت سلبية تنفي إفصاح المؤسسات عن أي معلومة من المعلومات الواردة في الأسئلة السابقة، حيث تمثل هذه الأخيرة المعلومات التي أوصت مبادئ حوكمة المؤسسات بالإفصاح عنها، مما يعني أن هيكل الملكية، الذي يتميز بالتركيز الشديد، إضافة إلى الإطار القانوني الذي تعمل فيه هذه المؤسسات لا يشجع على الإقتداء بمبادئ حوكمة المؤسسات فما يتعلق بموضوع الإفصاح.

## المبحث الثالث: معالجة نتائج الدراسة المتعلقة بمدخل الموارد

في إطار مدخل الموارد تم إظهار أن الإطار المؤسسي لنظام حوكمة المؤسسات يحدد الخيارات الكبرى المتاحة أمام المؤسسات و التي تساهم في تحديد مزيجها التمويلي، ذلك أن خصائص حقوق الملكية من حيث تركزها و تشتتها، تتحكم فيها عوامل مؤسسية تتعلق بنظام حوكمة المؤسسات ككل، هذه العوامل ترتبط بالإطار المؤسسي الذي يحدد درجة تطور الأسواق المالية و قنوات التمويل المتاحة بشكل عام أمام المؤسسات، أما عن تأثير هيكل الملكية المدروس في التأثير على المزيج التمويلي للمؤسسات، بعيدا عن تأثيرات الجانب المؤسسي، فقد أظهرت النتائج أن تركز الملكية يعمل على تخفيض فرص الإتهازية و نزعة المسيرين لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة المساهمين، و بالتالي فمن المتوقع أن لا يعمل هذا الأخير على تعديل نسبة الإستدانة بما يحقق مصالحه الخاصة، مما يدل على أن المؤسسات التي عليها رقابة شديدة من قبل المساهمين، عادة ما تكون نسبة المديونية فيها مرتفعة، و بالتالي ينظر إلى نسبة المديونية من قبل المساهمين على أنها عامل ضغط و عامل سيطرة على إدارة المؤسسة، و بالتالي فزيادة هذه النسبة يعمل على تقريب مصالح كل من المسيرين و المساهمين، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة.

بناء على ما سبق، و بهدف دراسة تأثير هيكل الملكية على المزيج التمويلي من خلال عنصر الإستدانة، و مقارنة النتائج بالإطار النظري للدراسة، سنقسم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب، يتناول المطلب الأول الإحصائيات الوصفية و إختبار فرضيات تحليل الإنحدار المتعدد، في حين يتناول المطلب الثاني تحليل نتائج الإنحدار المتعدد، ليتناول المطلب الأخير تحليل النتائج.

### المطلب الأول: الإحصائيات الوصفية و إختبار فرضيات تحليل الإنحدار المتعدد

بهدف قياس التأثير الذي من الممكن أن يحدثه هيكل الملكية و بعض المتغيرات الأخرى، التي سبق التعريف بها و تحديد كيفية قياسها في الجدول رقم 6-2، على عنصر الإستدانة، سنعالج هذا المطلب من خلال النقاط التالية:

- عرض النموذج القياسي؛
- الإحصائيات الوصفية و إختبار فرضيات تحليل الإنحدار المتعدد في مؤسسات المساهمة العامة؛
- الإحصائيات الوصفية و إختبار فرضيات تحليل الإنحدار المتعدد في مؤسسات المساهمة الخاصة.

## الفرع الأول: النموذج القياسي

من أجل الإجابة على الإشكالية السابقة نقترح تقدير النماذج الإنحدارية التالية:

حيث  $it$  تشير إلى المتغيرات في المؤسسة  $i$  في الزمن  $t$  حيث ستغطي فترة الدراسة 4 سنوات (2010-2013) كما سبق و أن ذكرنا ذلك.

حيث سنقوم بتقدير النماذج السابقة بإستعمال طريقة المربعات الصغرى المدججة PLS.

حيث تم صياغة النماذج السابقة بهدف الإجابة على الفرضية التالية:

### الفرع الثاني: الإحصائيات الوصفية و إختبار فرضيات تحليل الإنحدار المتعدد في مؤسسات العمومية

إن أسلوب تحليل الإنحدار المتعدد يقوم على مجموعة من الفرضيات تتعلق أساسا بالمتغير العشوائي إبسل، هذه الفرضيات هي:

- افتراض الخطية بين المتغيرات المستقلة و التابعة **Linearity**؛
- عدم وجود إرتباط ذاتي بين المتغيرات المستقلة **Multicollinearity**؛
- عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء **Autocorrelation**؛
- إقتراب توزيع البواقي من التوزيع الطبيعي **Normality of Residuals**؛
- ثبات تباين الأخطاء **Homoscedasticity of Residuals**.

قبل عرض نتائج إختبار فرضيات تحليل الإنحدار المتعدد، نعرض في الجدول التالي الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة في عينة مؤسسات المساهمة العمومية.

### الجدول رقم 3.51: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة

#### 2010-2013 في المؤسسات العمومية

Mean	0.995699	5.71E+08	0.134916	0.059608	0.288181	2.563232	0.125572	2.116530	21.61537	0.021261	0.333930	-0.490458
Median	1.000000	88089791	0.040639	0.041591	0.076209	0.105481	-0.022495	-0.062497	21.54443	0.016712	0.294877	0.011193
Maximum	1.000000	3.10E+10	12.37310	0.434781	9.355118	138.0390	9.323413	123.8064	26.06307	0.863279	0.916828	39.05529
Minimum	0.750000	-5.60E+09	-0.999635	0.000000	0.006932	-47.19951	-1.091889	-44.93349	15.05018	-0.504280	0.000141	-111.5701
Std. Dev.	0.029429	2.46E+09	0.739769	0.065717	0.766723	13.93336	0.812566	13.12199	1.506076	0.103622	0.239752	9.909234
Skewness	-6.855991	8.524643	12.96665	2.569877	9.162784	7.393718	8.059781	7.207776	0.055204	1.494991	0.390372	-7.965018
Kurtosis	49.13120	91.07304	206.7031	11.35777	104.1902	66.64604	88.05525	63.09020	4.388142	23.28910	2.111562	81.84546
Jarque-Bera	35899.64	124736.8	653596.0	1492.176	163916.9	66177.04	116160.7	59188.92	30.05650	6519.108	21.68271	100290.8
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000020	0.000000
Sum	370.4000	2.12E+11	50.18872	22.17408	107.2035	953.5221	46.71295	787.3492	8040.919	7.908995	124.2219	-182.4502
Sum Sq. Dev.	0.321318	2.25E+21	203.0325	1.602242	218.0978	72025.35	244.9580	63881.23	841.5261	3.983614	21.32538	36429.57
Observations	372	372	372	372	372	372	372	372	372	372	372	372

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات الدراسة، بالإعتماد على برنامج Eviews

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن القيمة العليا و القيمة الدنيا لمتغيرات الإستدانة هي: بالنسبة ل  $ENDET_1$  فهي تتحرك في المدى [0.006932 ، 9.355118]، في حين أن النسبة المتوسطة هي 0.288181، أما بالنسبة ل  $ENDET_2$  فهي تتحرك في المدى [-47.19951 ، 138.0390]، في حين أن النسبة المتوسطة هي 2.563232، أما بالنسبة ل  $ENDET_3$  فهي تتحرك في المدى [-1.091889 ، 9.323413] في حين أن النسبة المتوسطة هي 0.125572، أما بالنسبة ل  $ENDET_4$  فهي تتحرك في المدى [-44.93349 ، 123.8064] في حين أن النسبة المتوسطة هي 2.116530.

فبالنسبة ل  $ENDET_1$  و التي تعبر عن إجمالي الديون / إجمالي الأصول، فإن القيمة المتوسطة لها تقدر ب 28,8181 %، و هي نسبة تعني أن الإستدانة تمثل نسبة 28,8181 % من إجمالي الأصول، و هي نسبة مرتفعة تؤكد إعتقاد المؤسسات العمومية عليها، حيث بلغت النسبة العليا لها 935,5118 % أي أن هناك من المؤسسات من تفوق نسبة إستدانتها 9 مرات حجم الأصول، و هو الأمر الذي يدل على أن الأموال الخاصة لهذه المؤسسات سالبة (تحقيق خسائر)، كما أن القيمة الدنيا لهذه النسبة تقدر ب 0,6932 %.

أما بالنسبة ل  $ENDET_2$  و التي تعبر عن إجمالي الديون / الأموال الخاصة، فإن القيمة المتوسطة لها تقدر ب 256,3232 %، و هي نسبة تعني أن الإستدانة تمثل نسبة 256,3232 % من الأموال الخاصة (نسبة الرفع المالي)، و هي نسبة مرتفعة جدا، حيث بلغت النسبة العليا لها 13803,9 %، و هي نسبة تؤكد النتيجة السابقة، فإذا كانت الإستدانة تمثل 9 مرات حجم إجمالي الأصول، فمن المنطقي أن تكون نسبة الإستدانة إلى الأموال الخاصة أكبر من ذلك بكثير، كما أن القيمة الدنيا لهذه النسبة تأخذ قيمة سالبة تقدر ب 4719,951 %، مما يعني أن الأموال الخاصة لهذه المؤسسات سالبة ( ناتجة عن تحقيق خسائر كبيرة).

أما بالنسبة ل  $ENDET_3$  و التي تعبر عن الإستدانة الصافية / إجمالي الأصول، فإن القيمة المتوسطة لها تقدر ب 12,5572 %، و هي نسبة تعني أن الإستدانة الصافية تمثل 12,5572 % من حجم إجمالي الأصول، و هي نسبة أقل من القيمة المتوسطة ل  $ENDET_1$ ، مما يعني أن الإستدانة الصافية تمثل نصف حجم الإستدانة الإجمالية، حيث بلغت النسبة العليا لها 932,3413 %، و هي نسبة مرتفعة جدا تؤكد إرتفاع نسبة إستدانة المؤسسات العمومية عينة الدراسة، كما أن القيمة الدنيا لهذه النسبة تأخذ نسبة سالبة تقدر ب 109,1889 %، و هو الأمر الذي يفسر من خلال وجود أموال خاصة سالبة ناتجة عن وجود خسائر، أو أن الإستدانة الصافية لهذه المؤسسات سالبة ناتجة عن وجود متاحات و قيم منقولة للتوظيفات المالية أكبر من إجمالي الديون.

أما بالنسبة ل  $ENDET_4$  و التي تعبر عن الإستدانة الصافية / الأموال الخاصة، فإن القيمة المتوسطة لها تقدر ب 211,653 %، و هي نسبة تعني أن الإستدانة الصافية تمثل 211,653 % من حجم الأموال الخاصة، حيث بلغت النسبة العليا لها 12380,64 %، و هي نسبة مرتفعة جدا، كما أن القيمة الدنيا لهذه النسبة تأخذ قيمة سالبة تقدر ب 4493,349 % تؤكد نفس النتيجة المتحصل عليها بالنسبة ل  $ENDET_2$ ، الأمر الذي

يفسر من خلال وجود أموال خاصة سالبة ناتجة عن وجود خسائر، إضافة إلى وجود متاحات و قيم منقولة للتوظيفات المالية أكبر من إجمالي الديون، و هو ما يؤكد اعتماد مؤسسات المساهمة العمومية على الإستدانة الخارجية.

من أجل إختبار مدى توفر الإفتراضات التي يقوم عليها التحليل الإحصائي بإستخدام أسلوب تحليل الإتحاد المتعدد، و التي سبق ذكرها في أدوات تحليل بيانات الدراسة.

فبالنسبة للفرضية المتعلقة بإختبار عدم وجود إرتباط خطي بين المتغيرات المستقلة Multicollinearity، تم حساب معاملات الإرتباط لبرسون بين المتغيرات، و كما يظهر في الجدول رقم 52.6 فإن جميع معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من 0.8، و هو ما يعني غياب مشكل الإرتباط المتعدد، لأن معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة و التابعة.

**الجدول رقم 52.3: مصفوفة الإرتباط بين متغيرات الدراسة في المؤسسات العمومية**

	1,000	-0,086	0,015	0,029	-0,001	0,018	-0,004	0,018	-0,192	-0,036	-0,080	0,005
	-0,086	1,000	0,081	0,036	-0,072	-0,038	-0,103	-0,040	0,417	0,172	-0,052	-0,287
	0,015	0,081	1,000	0,031	0,004	0,026	0,012	0,024	0,088	0,058	0,038	-0,217
	0,029	0,036	0,031	1,000	0,197	0,031	0,199	0,042	-0,062	-0,188	-0,016	-0,085
	-0,001	-0,072	0,004	0,197	1,000	0,085	0,981	0,089	-0,118	-0,307	0,064	0,015
	0,018	-0,038	0,026	0,031	0,085	1,000	0,105	0,997	-0,078	-0,103	0,204	0,022
	-0,004	-0,103	0,012	0,199	0,981	0,105	1,000	0,113	-0,081	-0,369	0,113	0,022
	0,018	-0,040	0,024	0,042	0,089	0,997	0,113	1,000	-0,079	-0,105	0,217	0,024
	-0,192	0,417	0,088	-0,062	-0,118	-0,078	-0,081	-0,079	1,000	-0,087	-0,004	-0,077
	-0,036	0,172	0,058	-0,188	-0,307	-0,103	-0,369	-0,105	-0,087	1,000	-0,091	0,039
	-0,080	-0,052	0,038	-0,016	0,064	0,204	0,113	0,217	-0,004	-0,091	1,000	-0,072
	0,005	-0,287	-0,217	-0,085	0,015	0,022	0,022	0,024	-0,077	0,039	-0,072	1,000

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات الدراسة، بالإعتماد على برنامج Eviews

أما فيما يتعلق بفرضية إعتدالية توزيع الأخطاء (Normality of Residuals) فقد تم إختبار هذه الأخيرة بإستخدام إختبار Jarque-Bera الأكثر إنتشارا ضمن حزمة برنامج E-views حيث أظهرت النتائج كما هو موضح في الملحق رقم 11، أن الإحتمال المقابل لإحصائية Jarque-Bera أكبر من 5% في النموذجين رقم 5 و 7، أي قبول الفرضية الصفرية بوجود توزيع طبيعي للأخطاء، في حين أن هذا الإحتمال أقل من 5% في النموذجين رقم 4 و 6، أي قبول الفرضية البديلة بعدم وجود توزيع طبيعي للأخطاء.

أما فيما يتعلق بالفرضية التي تقضي بعدم وجود إرتباط ذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)، فقد تم التحقق من هذه الأخيرة بإستخدام إختبار Breusch-Godfrey، حيث أظهرت النتائج كما هو موضح في الملحق رقم 11، أن الإحتمال المقابل لإحصائية كاي تربيع R-squared أكبر من 5% في النموذجين رقم 5 و

7، أي قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، في حين أن هذا الإحتمال أقل من 5% في النموذجين رقم 4 و 6، أي قبول الفرضية البديلة بوجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

أما فيما يتعلق بفرضية تجانس تباين الأخطاء (Homoscedasticity of Residuals) فقد تم إختبار هذه الأخيرة باستخدام إختبار White، حيث أظهرت النتائج كما هو موضح في الملحق رقم 11، أن الإحتمال المقابل لإحصائية كاي تربيع (R-squared) أكبر من 5%، كما أن إحصائية الإختبار لكاي تربيع المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية في النموذجين رقم 5 و 7، أي قبول الفرضية الصفرية بثبات تباين الأخطاء، في حين أن هذا الإحتمال أقل من 5% في النموذجين رقم 4 و 6، أي قبول الفرضية البديلة بعدم ثبات تباين الأخطاء.

### الفرع الثالث: الإحصائيات الوصفية و إختبار فرضيات تحليل الإنحدار المتعدد في المؤسسات الخاصة

قبل عرض نتائج إختبار فرضيات تحليل الإنحدار المتعدد، نعرض في الجدول التالي الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة في عينة مؤسسات المساهمة الخاصة.

#### الجدول رقم 3.53: الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة خلال الفترة

#### 2010-2013 في المؤسسات الخاصة

Mean	0.490921	21.91648	12.42683	0.123067	4.99E+08	0.037837	0.341286	0.055438	0.244805	0.496659	0.170119	0.332949
Median	0.456000	21.88146	0.044428	0.057870	1.92E+08	0.032580	0.289473	0.050601	0.188769	0.276075	0.115503	0.136076
Maximum	0.999900	25.14210	2003.107	2.476012	4.99E+09	0.467442	0.905228	0.517601	1.334460	6.643306	1.294683	6.529788
Minimum	0.309000	19.27179	-39.59035	-0.657650	-3.75E+08	-0.596078	0.006774	0.000000	0.000000	-5.904513	-0.405202	-5.706754
Std. Dev.	0.155466	1.296687	160.4807	0.400093	8.81E+08	0.130020	0.236757	0.055396	0.288414	1.651463	0.321112	1.546357
Skewness	1.209786	0.275962	12.35288	3.317537	2.801541	-0.223996	0.460653	4.777766	1.937339	-0.398336	1.443940	-0.469087
Kurtosis	4.281482	2.641094	153.7362	18.74337	11.62963	8.163893	2.174187	37.21035	7.223911	9.557134	5.885373	9.628333
Jarque-Bera	48.72739	2.817312	151656.6	1897.205	688.1223	174.6322	9.950008	8200.765	213.5546	283.5995	108.3239	291.2973
Probability	0.000000	0.244472	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.006908	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	76.58360	3418.970	1938.585	19.19844	7.78E+10	5.902512	53.24063	8.648253	38.18961	77.47884	26.53859	51.94000
Sum Sq. Dev.	3.746324	260.6167	3991880.	24.81159	1.20E+20	2.620316	8.688348	0.475658	12.89328	422.7362	15.98249	370.6392
Observations	156	156	156	156	156	156	156	156	156	156	156	156

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات الدراسة، بالإعتماد على برنامج Eviews

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن القيمة العليا و القيمة الدنيا لمتغيرات الإستدانة هي: بالنسبة ل  $ENDET_1$  فهي تتحرك في المدى [ 0.00 ، 1.334460 ]، في حين أن النسبة المتوسطة هي 0.244805، أما بالنسبة ل  $ENDET_2$  فهي تتحرك في المدى [ -5.904513 ، 6.643306 ]، في حين أن النسبة المتوسطة هي 0.496659، أما بالنسبة ل  $ENDET_3$  فهي تتحرك في المدى [ -0.405202 ، 1.294683 ] في حين أن النسبة المتوسطة هي 0.170119، أما بالنسبة ل  $ENDET_4$  فهي تتحرك في المدى [ -5.706754 ، 6.529788 ] في حين أن النسبة المتوسطة هي 0.332949.

فبالنسبة ل  $ENDET_1$  و التي تعبر عن إجمالي الديون / إجمالي الأصول، فإن القيمة المتوسطة لها تقدر ب 24,4805 %، و هي نسبة تعني أن الإستدانة تمثل نسبة 24,4805 % من إجمالي الأصول، و هي نسبة مرتفعة تؤكد وجود أموال مقترضة في الهيكل المالي الخاص بالمؤسسات الخاصة، حيث بلغت النسبة العليا لها 133.4460 %، و هي نسبة أقل بكثير من النسبة الملاحظة في المؤسسات العمومية، و هي تؤكد وجود أموال الخاصة سالبة (تحقيق خسائر)، كما أن القيمة الدنيا لهذه النسبة تقدر ب 0,00 %.

أما بالنسبة ل  $ENDET_2$  و التي تعبر عن إجمالي الديون /الأموال الخاصة، فإن القيمة المتوسطة لها تقدر ب 49.6659 %، و هي تعني أن الإستدانة تمثل نسبة 49.6659 % من الأموال الخاصة (نسبة الرفع المالي)، و هي نسبة أقل بكثير من النسبة الملاحظة في المؤسسات العمومية، في حين بلغت النسبة العليا لهذه النسبة 664.3306 %، في حين أن القيمة الدنيا لهذه النسبة أخذت قيمة سالبة تقدر ب 590.4513 %، مما يعني أن الأموال الخاصة لهذه المؤسسات سالبة ( ناتجة عن تحقيق خسائر كبيرة).

أما بالنسبة ل  $ENDET_3$  و التي تعبر عن الإستدانة الصافية /إجمالي الأصول، فإن القيمة المتوسطة لها تقدر ب 17.0119 %، و هي نسبة تعني أن الإستدانة الصافية تمثل 17.0119 % من حجم إجمالي الأصول، و هي نسبة أقل من القيمة المتوسطة ل  $ENDET_1$ ، لكن ليس بنسبة كبيرة، في حين بلغت النسبة العليا ل  $ENDET_3$  129.4683 %، في حين أخذت القيمة الدنيا لها نسبة سالبة تقدر ب 40.5202 %، حيث أن هذه النسب لا تختلف عن النسب الملاحظة في  $ENDET_1$ ، مما يعني أن الإستدانة الصافية لا تبتعد كثيرا عن إجمالي الديون، و هو عكس ما تم ملاحظته في عينة مؤسسات المساهمة العمومية.

أما بالنسبة ل  $ENDET_4$  و التي تعبر عن الإستدانة الصافية / الأموال الخاصة، فإن القيمة المتوسطة لها تقدر ب 33.2949 %، و هي نسبة تعني أن الإستدانة الصافية تمثل 33.2949 % من حجم الأموال الخاصة، حيث بلغت النسبة العليا لها 652.9788 %، و هي نسبة مرتفعة جدا، كما أن القيمة الدنيا لهذه النسبة تأخذ قيمة سالبة تقدر ب 570.6754 % تؤكد نفس النتيجة المتحصل عليها بالنسبة ل  $ENDET_2$ .

من أجل إختبار مدى توفر الإفتراضات التي يقوم عليها التحليل الإحصائي بإستخدام أسلوب تحليل الإتحاد المتعدد، و التي سبق ذكرها في أدوات تحليل بيانات الدراسة.

فبالنسبة للفرضية المتعلقة بإختبار عدم وجود إرتباط خطي بين المتغيرات المستقلة **Multicollinearity**، نقوم بحساب مصفوفة معاملات الإرتباط لبرسون بين المتغيرات، و كما يظهر في الجدول رقم 58.6 فإن جميع معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من 0.8، و هو ما يعني غياب مشكل الإرتباط المتعدد لأن معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة أقل من معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة و التابعة.

### الجدول رقم 3.54: مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة في المؤسسات الخاصة

	1.000000	-0.089423	-0.024262	-0.114998	-0.045812	0.089308	0.048916	-0.046630	-0.053773	0.067096	-0.074015	0.046937
	-0.089423	1.000000	-0.038662	0.040989	0.650909	-0.016080	0.126137	-0.109931	-0.048911	-0.148855	-0.015402	-0.147824
	-0.024262	-0.038662	1.000000	0.045085	-0.042778	-0.043925	-0.101478	-0.000633	-0.006168	0.150686	-0.001355	0.123177
	-0.114998	0.040989	0.045085	1.000000	-0.011024	0.012343	-0.051287	0.068122	-0.058726	0.130703	-0.056228	0.113575
	-0.045812	0.650909	-0.042778	-0.011024	1.000000	0.270546	0.014114	-0.040534	-0.241841	-0.032503	-0.232040	-0.046161
	0.089308	-0.016080	-0.043925	0.012343	0.270546	1.000000	-0.022228	-0.374930	-0.354416	0.009080	-0.427692	-0.025657
	0.048916	0.126137	-0.101478	-0.051287	0.014114	-0.022228	1.000000	0.313052	-0.061116	-0.150335	-0.005440	-0.085449
	-0.046630	-0.109931	-0.000633	0.068122	-0.040534	-0.374930	0.313052	1.000000	0.144358	-0.078445	0.135647	-0.068703
	-0.053773	-0.048911	-0.006168	-0.058726	-0.241841	-0.354416	-0.061116	0.144358	1.000000	-0.132666	0.699221	-0.122920
	0.067096	-0.148855	0.150686	0.130703	-0.032503	0.009080	-0.150335	-0.078445	-0.132666	1.000000	-0.109039	0.892638
	-0.074015	-0.015402	-0.001355	-0.056228	-0.232040	-0.427692	-0.005440	0.135647	0.699221	-0.109039	1.000000	-0.072732
	0.046937	-0.147824	0.123177	0.113575	-0.046161	-0.025657	-0.085449	-0.068703	-0.122920	0.892638	-0.072732	1.000000

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على معطيات الدراسة، بالإعتماد على برنامج Eviews

أما فيما يتعلق بفرضية إعتدالية توزيع الأخطاء (Normality of Residuals) فقد تم إختبار هذه الأخيرة بإستخدام إختبار Jarque-Bera الأكثر إنتشارا ضمن حزمة برنامج E-views حيث أظهرت النتائج كما هو موضح في الملحق رقم 12، أن الإحتمال المقابل لإحصائية Jarque-Bera أكبر من 5% في النموذجين رقم 5 و 7، أي قبول الفرضية الصفرية بوجود توزيع طبيعي للأخطاء، في حين أن هذا الإحتمال أقل من 5% في النموذجين رقم 4 و 6، أي قبول الفرضية البديلة بعدم وجود توزيع طبيعي للأخطاء.

أما فيما يتعلق بالفرضية التي تقضي بعدم وجود إرتباط ذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)، فقد تم التحقق من هذه الأخيرة بإستخدام إختبار Breusch-Godfrey، حيث أظهرت النتائج كما هو موضح في الملحق رقم 12، أن الإحتمال المقابل لإحصائية R-squared أكبر من 5% في النموذجين رقم 5 و 7، أي قبول الفرضية الصفرية بعدم وجود إرتباط ذاتي بين الأخطاء، في حين أن هذا الإحتمال أقل من 5% في النموذجين رقم 4 و 6، أي قبول الفرضية البديلة بوجود إرتباط ذاتي بين الأخطاء.

أما فيما يتعلق بفرضية تجانس تباين الأخطاء (Homoscedasticity of Residuals) فقد تم إختبار هذه الأخيرة بإستخدام إختبار White، حيث أظهرت النتائج كما هو موضح في الملحق رقم 12، أن الإحتمال المقابل لإحصائية R-squared أكبر من 5% في النموذجين رقم 5 و 7، أي قبول الفرضية الصفرية أي وجود ثبات في تباين الأخطاء، في حين أن هذا الإحتمال أقل من 5% في النموذجين رقم 4 و 6، أي قبول الفرضية البديلة، أي عدم ثبات تباين الأخطاء.

## المطلب الثاني: نتائج تحليل الانحدار المتعدد

و بعد التأكد من تحقق فرضيات تحليل الانحدار المتعدد، و من أجل قياس العلاقة بين المتغيرات المستقلة و متغير الإستدانة، فيما يلي نعرض نتائج تحليل الانحدار المتعدد في المؤسسات العمومية و الخاصة

### الفرع الأول: نتائج تحليل الانحدار المتعدد في المؤسسات العمومية

نعرض في هذا العنصر نتائج تقدير النماذج الإندارية السابقة في المؤسسات العمومية.

#### أولاً: نتائج تقدير النموذج رقم 4 في المؤسسات العمومية

في هذا العنصر نقوم بإستعراض نتائج التقدير المتعلقة بالمتغير التابع ( $ENDET_1$ )، حيث أظهرت نتائج هذا الأخير، كما هو موضح في الجدول التالي، وجود علاقة عكسية لكن ليست ذات دلالة إحصائية بين  $BLC$  و  $ENDET_1$ ، و هو ما يتعارض مع الفرضية  $H_1$ ، حيث يوضح الإطار النظري أن تركيز الملكية ( وجود مساهمين كبار) من المفروض أن يعمل على رفع مستوى الإستدانة في المؤسسة، و ذلك من أجل ضمان تحويل الثروة لصالح الملاك، و عدم طرح جزء من رأس المال للإكتتاب العام، في حين أظهرت بعض الدراسات الميدانية أنه من الممكن الحصول على علاقة سالبة بين الإستدانة و ملكية كبار المساهمين، في حالة ما إذا كان هذا الأخير لا يرغب في اللجوء إلى الإستدانة و إعتماده في نفس الوقت على الرقابة الخارجية التي يمارسها الدائن في حالة إعتماده عليها.

في حين أظهرت نتائج التقدير أن مقدرة المتغير  $LOGTA$  سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%، ما يعني أن كبر حجم المؤسسة يقلل مستوى الإستدانة، و هو عكس ما كان متوقع، ذلك أن المؤسسات الكبيرة لها من الميزات ما يجعلها قادة على تحمل تكاليف الإستدانة. في حين أن مقدرة المتغير  $VOLA$ ، و التي تعبر عن نسبة التغير السنوي في الفائض الإجمالي للإستغلال، موجبة ذات دلالة إحصائية، ما يعني إرتفاع قدرة المؤسسات على سداد دفعات الفوائد، و ذلك في حدود معينة لأن كبر حجم هذا المتغير قد يكون مؤشر على الخطر و يحد من إتاحة الديون.

كما أن مقدرة المتغير  $CFL$  موجبة، ليس لها دلالة إحصائية، ما يعني أن المؤسسات التي لها نسبة تدفق نقدي حر كبيرة ترتفع نسبة الإستدانة فيها، و هو عكس ما كان متوقع، ذلك أن إرتفاع التدفق النقدي الحر من المفروض أن يحد من لجوء هذه المؤسسات للإستدانة. أما بالنسبة لمقدرة المتغير  $PROF$  فهي سالبة، ذات دلالة إحصائية عند مستوى 1%، تدل أن الربحية لها تأثير سلبي على الإستدانة، و هو ما قد يعني إرتفاع تجذر المسيرين داخل هذه المؤسسات، الأمر الذي قد يرفع من تكاليف الوكالة في عينة

مؤسسات المساهمة العمومية، فلو كانت مقدرة المتغير CFL سالبة لأكدت النسبة السالبة لمقدرة المتغير PROF نظرية التمويل السلمي، التي تؤكد أن التمويل الداخلي يأتي في قمة سلم التفضيل. في حين أن مقدرة المتغير CROI موجبة، ليس لها دلالة إحصائية، تدل أن نمو المؤسسة يرفع من نسبة إستدانتها، و هو عكس ما كان متوقعا، ذلك أن نمو المؤسسة يعتبر مؤشر على الربحية و بالتالي إمكانية إعتتماد المؤسسة على التمويل الداخلي، الأمر الذي يحقق شروط نظرية التمويل السلمي، التي تؤكد وجود علاقة سالبة بين المتغيرين CROI و ENDET<sub>1</sub>.

كما أظهرت النتائج أن مقدرة المتغير TANG هي مقدرة موجبة، ليس لها دلالة إحصائية، تدل على وجود علاقة موجبة بين الأصول المادية و إستدانة المؤسسات العمومية عينة الدراسة، فبناء على الإطار النظري فإن المساهمين الكبار عادة ما يفضلون المشاريع مرتفعة المخاطرة، لكن إذا أخذنا بعين الإعتبار أن الدائن يدرك بشكل جيد هذا السلوك المستقبلي للمساهمين، فإن هذا الأخير سيخفض حجم الديون الممنوحة، أو يفرض معدل إستدانة مرتفع، حيث أن التكاليف السابقة تؤدي إلى إستبدال الأصول و هو ما قد يساهم في الحد من اللجوء للإستدانة، و ما سبق يكون قليل الأهمية بالنسبة للمؤسسات التي لها أصول مادية مرتفعة، لأن هذه الأخيرة تعتبر كضمانات يتم إستعمالها من قبل الدائنين و تسمح للمؤسسة بالإعتتماد على الديون بشكل أكبر، و كل ما سبق يتوافق مع إشارة مقدرة المتغير TANG، التي تؤكد أن المؤسسات ذات الأصول المادية المرتفعة ترتفع نسبة الإستدانة فيها. في حين أظهرت النتائج أن مقدرة المتغير EFND موجبة و ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%، تؤكد وجود علاقة موجبة بين هذا الأخير و إستدانة المؤسسة، و هو عكس ما كان متوقع، ذلك أن الإهتلاكات تؤكد وجود ربح ضريبي غير مرتبط بالإستدانة، فكلما إرتفع هذا الأخير كلما إنخفضت نسبة الإستدانة، الأمر الذي يؤكد وجود علاقة عكسية بين EFND و الإستدانة، و هو عكس ما تم التوصل له.

### ثانيا: نتائج تقدير النموذج رقم 5 في المؤسسات العمومية

في هذا العنصر نقوم بإستعراض نتائج التقدير المتعلقة بالمتغير التابع ENDET<sub>2</sub>، حيث أظهرت نتائج هذا الأخير، كما هو موضح في الجدول التالي، وجود علاقة موجبة و ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10% بين BLC و ENDET<sub>2</sub>، في حين أظهرت نتائج تقدير النموذج رقم 4 وجود علاقة سالبة بين BLC و ENDET<sub>1</sub>، و هو ما يفسر بوجود علاقة طردية بين نسبة إجمالي الديون /الأموال الخاصة و نسبة تركيز الملكية، و هو ما يعني إرتفاع نسبة الرفع المالي بزيادة نسبة هذه الأخيرة، و هو ما يتوافق مع الإطار النظري للدراسة، و بالتالي قبول الفرضية H<sub>1</sub>.

في حين أظهرت نتائج التقدير أن مقدرة المتغير LOGTA سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%، ما يعني أن كبر حجم المؤسسة يقلل مستوى الإستدانة، و هو عكس ما كان متوقع، ذلك أن المؤسسات الكبيرة لها من الميزات ما يجعها قادة على تحمل تكاليف الإستدانة. في حين أن مقدرة المتغير VOLA، و التي تعبر عن نسبة التغير السنوي في الفائض الإجمالي للإستغلال، موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%، ما يعني إرتفاع قدرة المؤسسات على سداد دفعات الفوائد، و ذلك في حدود معينة لأن كبر حجم هذا المتغير قد يكون مؤشر على الخطر و يحد من إتاحة الديون.

كما أن مقدرة المتغير CFL موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%، ما يعني أن المؤسسات التي لها نسبة تدفق نقدي حر كبيرة ترتفع نسبة الإستدانة فيها، و هو عكس ما كان متوقع، ذلك أن إرتفاع التدفق النقدي الحر من المفروض أن يحد من لجوء هذه المؤسسات للإستدانة. أما بالنسبة لمقدرة المتغير PROF فهي سالبة تدل أن الربحية لها تأثير سلمي على الإستدانة، عند مستوى دلالة إحصائية 10%، و هو ما قد يعني إرتفاع تجذر المسيرين داخل هذه المؤسسات، الأمر الذي قد يرفع من تكاليف الوكالة في عينة مؤسسات المساهمة العمومية، فلو كانت مقدرة المتغير CFL سالبة لأكدت النسبة السالبة لمقدرة المتغير PROF نظرية التمويل السلمي، التي تؤكد أن التمويل الداخلي يأتي في قمة السلم التفضيل. في حين أن مقدرة المتغير CROI موجبة لكن ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%، تدل أن نمو المؤسسة يرفع من نسبة إستدانتها، و هو عكس ما كان متوقعا، ذلك أن نمو المؤسسة يعتبر مؤشر على الربحية و بالتالي إمكانية إعتتماد المؤسسة على التمويل الداخلي، الأمر الذي يحقق شروط نظرية التمويل السلمي، التي تؤكد وجود علاقة سالبة بين المتغيرين CROI و ENDET<sub>1</sub>.

كما أظهرت النتائج أن مقدرة المتغير TANG هي مقدرة موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%، تدل على وجود علاقة موجبة بين الأصول المادية و إستدانة المؤسسات العمومية عينة الدراسة، فبناء على الإطار النظري فإن المساهمين الكبار عادة ما يفضلون المشاريع مرتفعة المخاطرة، لكن إذا أخذنا بعين الإعتبار أن الدائن يدرك بشكل جيد هذا السلوك المستقبلي للمساهمين، فإن هذا الأخير سيخفض حجم الديون الممنوحة، أو يفرض معدل إستدانة مرتفع، حيث أن التكاليف السابقة تؤدي إلى إستبدال الأصول و هو ما قد يساهم في الحد من اللجوء للإستدانة، و ما سبق يكون قليل الأهمية بالنسبة للمؤسسات التي لها أصول مادية مرتفعة، لأن هذه الأخيرة تعتبر كضمانات يتم إستعمالها من قبل الدائنين و تسمح للمؤسسة بالإعتتماد على الديون بشكل أكبر، و كل ما سبق يتوافق مع إشارة مقدرة المتغير TANG، التي تؤكد أن المؤسسات ذات الأصول المادية المرتفعة ترتفع نسبة الإستدانة فيها. في حين أظهرت النتائج أن مقدرة المتغير EFND موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%، تؤكد وجود علاقة موجبة بين هذا الأخير و إستدانة المؤسسة، و هو عكس ما كان متوقع، ذلك أن الإهتلاكات تؤكد

وجود ربح ضريبي غير مرتبط بالإستدانة، فكلما إرتفع هذا الأخير كلما إنخفضت نسبة الإستدانة، الأمر الذي يؤكد وجود علاقة سالبة بين EFND و الإستدانة، و هو عكس ما تم التوصل له.

### ثالثا: نتائج تقدير النموذج رقم 6 في المؤسسات العمومية

في هذا العنصر نقوم بإستعراض نتائج التقدير المتعلقة بالمتغير التابع  $ENDET_3$ ، حيث أظهرت نتائج هذه الأخيرة، تشابه كبير بينها و بين نتائج تقدير النموذج رقم 4.

### رابعا: نتائج تقدير النموذج رقم 7 في المؤسسات العمومية

في هذا العنصر نقوم بإستعراض نتائج التقدير المتعلقة بالمتغير التابع  $ENDET_4$ ، حيث أظهرت نتائج هذه الأخيرة، كما هو موضح في الجدول التالي، تشابه كبير بينها و بين نتائج تقدير النموذج رقم 5، و هو ما يؤكد أن الإستدانة الصافية تمارس نفس الأثر الذي تحدته الإستدانة الإجمالية، و هو ما أكدته نتائج تقدير النموذجين 6 و 7 في عينة مؤسسات المساهمة العمومية.

### خامسا: الصلاحية الإحصائية للنموذج

و في الأخير و من أجل قياس المعنوية الكلية للنموذج، و كما يظهر في الجداول السابقة، فإن  $Prob (F\text{-statistic})$  أكبر من 0.05 و  $F\text{-statistic}$  الخاصة بالنماذج السابقة أكبر من قيمتها الجدولة عند مستوى دلالة 95%، و بالتالي يمكننا رفض الفرضية الصفرية و إثبات الفرضية البديلة أي أن هناك أثرا ذا دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع، مما يعني أن النماذج السابقة لها معنوية كلية، حسب إحصائية فيشر في ظل طريقة PLS، كما أظهرت القدرة التفسيرية للنماذج السابقة، من خلال معامل التحديد، تدهور القدرة التفسيرية للنموذج رقم 4 و 6، حيث كانت في حدود 0.14 بالنسبة للنموذج رقم 4 و 0.17 بالنسبة للنموذج رقم 6، في حين أظهر النموذجين رقم 5 و 7 قدرة تفسيرية عالية.

بناء على ما سبق و نتيجة عدم توفر فرضيات التحليل الإحصائي بإستخدام أسلوب تحليل الإنحدار المتعدد في النموذجين رقم 4 و 6 فإن الدراسة لن تعتمد على نتائج هذين النموذجين، و بالتالي نحذف المتغيرين التابعين  $ENDET_1$  و  $ENDET_3$ ، في التعبير عن الإستدانة، أي الإعتماد في تحليل النتائج على نتائج تقدير النموذجين 5 و 7.

## الفرع الثاني: نتائج تحليل الإنحدار المتعدد في المؤسسات الخاصة

نعرض في هذا العنصر نتائج تقدير النماذج الإنحدارية السابقة في المؤسسات الخاصة.

### أولاً: نتائج تقدير النموذج رقم 4 في المؤسسات الخاصة

نعرض في هذا العنصر نتائج التقدير المتعلقة بالمتغير التابع ( $ENDET_1$ )، حيث أظهرت نتائج هذه الأخيرة، كما هو موضح في الجدول التالي، وجود علاقة سالبة لكن ليست ذات دلالة إحصائية بين  $BLC$  و  $ENDET_1$ ، و هو ما يتعارض مع الفرضية  $H_1$ ، الأمر الذي يؤكد نفس النتيجة المتوصل إليها في عينة المؤسسات العمومية.

في حين أظهرت نتائج التقدير أن مقدرة المتغير  $LOGTA$  موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%، ما يعني أن كبر حجم المؤسسة يرفع من مستوى الإستدانة، الأمر الذي يؤكد عكس النتيجة المتوصل إليها في عينة مؤسسات المساهمة العمومية. في حين أن مقدرة المتغير  $VOLA$ ، و التي تعبر عن نسبة التغير السنوي في الفائض الإجمالي للإستغلال، سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%، ما يعني أن إرتفاع هذه النسبة يؤدي إلى إنخفاض حجم الإستدانة، كما أن إرتفاع هذه النسبة من المحتمل أن يحد من إمكانية الحصول على الإستدانة، و هي عكس النتيجة المتحصل عليها في عينة مؤسسات المساهمة العمومية.

كما أن مقدرة المتغير  $CFL$  سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%، ما يعني أن المؤسسات التي لها نسبة تدفق نقدي حر كبيرة تنخفض نسبة الإستدانة فيها، ذلك أن إرتفاع التدفق النقدي الحر يحد من لجوء مؤسسات المساهمة الخاصة للإستدانة. أما بالنسبة لمقدرة المتغير  $PROF$  فهي سالبة تدل أن الربحية لها تأثير سلبي على الإستدانة، و هو ما يتوافق مع نظرية التمويل السلمي، التي تؤكد أن التمويل الداخلي يأتي في قمة السلم التفضيل. في حين أن مقدرة المتغير  $CROI$  سالبة لكن ليست ذات دلالة إحصائية، تدل أن نمو المؤسسة يخفض من نسبة إستدانتها، ذلك أن نمو المؤسسة يعتبر مؤشر على الربحية و بالتالي إمكانية إعتتماد المؤسسة على التمويل الداخلي، الأمر الذي يحقق شروط نظرية التمويل السلمي، التي تؤكد وجود علاقة سالبة بين المتغيرين  $CROI$  و  $ENDET_1$ ، و هو الأمر الذي لم يلاحظ في عينة مؤسسات المساهمة العمومية.

كما أظهرت النتائج أن مقدرة المتغير  $TANG$  هي مقدرة سالبة لكن ليست ذات دلالة إحصائية، تؤكد وجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول المادية للمؤسسة و حجم إستدانتها، الأمر الذي يؤكد أن حجم الأصول المادية ليس مؤشر على إرتفاع حجم الإستدانة. في حين أظهرت النتائج أن مقدرة المتغير

EFND موجبة لكن ليست ذات دلالة إحصائية، تؤكد وجود علاقة طردية بين هذا الأخير و إستدانة المؤسسة، و هو عكس ما كان متوقع، ذلك أن الإهتلاكات تؤكد وجود ربح ضريبي غير مرتبط بالإستدانة، فكلما إرتفع هذا الأخير كلما إنخفضت نسبة الإستدانة، الأمر الذي يؤكد وجود علاقة سالبة بين EFND و الإستدانة، و هو عكس ما تم التوصل له.

### ثانيا: نتائج تقدير النموذج رقم 5 في المؤسسات الخاصة

في هذا العنصر نقوم بإستعراض نتائج التقدير المتعلقة بالمتغير التابع  $ENDET_2$ ، حيث أظهرت نتائج هذا الأخير، كما هو موضح في الجدول التالي، وجود علاقة موجبة و ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين BLC و  $ENDET_2$ ، في حين أظهرت نتائج تقدير النموذج رقم 4 وجود علاقة سالبة بين BLC و  $ENDET_1$ ، و هو ما يفسر بوجود علاقة طردية بين نسبة إجمالي الديون /الأموال الخاصة و نسبة تركيز الملكية، و هو ما يعني إرتفاع نسبة الرفع المالي بزيادة نسبة هذه الأخيرة، و هو ما يتوافق مع الإطار النظري للدراسة، و بالتالي قبول الفرضية  $H_1$ .

أما بالنسبة لعلاقة المتغيرات المستقلة الباقية بالمتغير التابع  $ENDET_2$ ، فأظهرت نتائج التقدير بالنسبة للمتغير LOGTA وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5% بين  $ENDET_2$  و LOGTA، و هو ما يتناقض مع الإطار النظري، لأن هناك علاقة طردية بين حجم المؤسسة و إستدانتها. في حين هناك علاقة طردية بين المتغير VOLA و حجم الإستدانة، عند مستوى دلالة إحصائية 10%، و هو ما يفسر بقدرة المؤسسة على سداد تكاليف الإستدانة.

كما أن مقدرة المتغير CFL موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%، ما يعني أن المؤسسات التي لها نسبة تدفق نقدي حر كبيرة ترتفع نسبة الإستدانة فيها، و هو عكس النتيجة المتوقعة الحصول عليها. أما بالنسبة لمقدرة المتغير PROF فهي سالبة تدل أن الربحية لها تأثير سلبي على الإستدانة، و هو ما يتوافق مع نظرية التمويل السلمي، التي تؤكد أن التمويل الداخلي يأتي في قمة سلم التفضيل. في حين أن مقدرة المتغير CROI موجبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 10%، تدل أن نمو المؤسسة مؤشر على إرتفاع نسبة الإستدانة فيها.

كما أظهرت النتائج أن مقدرة المتغير TANG هي مقدرة سالبة ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%، تؤكد وجود علاقة عكسية بين نسبة الأصول المادية للمؤسسة و حجم إستدانتها، الأمر الذي يؤكد أن حجم الأصول المادية ليس مؤشر على إرتفاع حجم الإستدانة. في حين أظهرت النتائج أن مقدرة المتغير

EFND سالبة و ذات دلالة إحصائية عند مستوى 5%، تؤكد وجود علاقة عكسية بين هذا الأخير و إستدانة المؤسسة.

### ثالثا: نتائج تقدير النموذج رقم 6 في المؤسسات الخاصة

في هذا العنصر نقوم بإستعراض نتائج التقدير المتعلقة بالمتغير التابع  $ENDET_3$ ، حيث أظهرت نتائج هذه الأخيرة، كما هو موضح في الجدول التالي، تشابه كبير بينها و بين نتائج تقدير النموذج رقم 4.

### رابعا: نتائج تقدير النموذج رقم 7 في المؤسسات الخاصة

في هذا العنصر نقوم بإستعراض نتائج التقدير المتعلقة بالمتغير التابع  $ENDET_4$ ، حيث أظهرت نتائج هذه الأخيرة، كما هو موضح في الجدول التالي، تشابه كبير بينها و بين نتائج تقدير النموذج رقم 5، و هو ما يؤكد أن الإستدانة الصافية تمارس نفس الأثر الذي تحدثه الإستدانة الإجمالية، و هو ما أكدته نتائج تقدير النموذجين 6 و 7 في عينة مؤسسات المساهمة الخاصة.

### خامسا: الصلاحية الإحصائية للنموذج

و في الأخير و من أجل قياس المعنوية الكلية للنموذج، و كما يظهر في الجداول السابقة، فإن  $F$ -statistic و Prob (F-statistic) أقل من 0.05 و الخاصة بالنماذج السابقة أكبر من قيمتها المحدولة عند مستوى دلالة 95%، و بالتالي يمكننا رفض الفرضية الصفرية و إثبات الفرضية البديلة أي أن هناك أثرا ذا دلالة إحصائية للمتغيرات المستقلة مجتمعة على المتغير التابع، مما يعني أن النماذج السابقة لها معنوية كلية، حسب إحصائية فيشر في ظل طريقة PLS، كما أظهرت القدرة التفسيرية للنماذج السابقة، من خلال معامل التحديد، تدهور القدرة التفسيرية للنموذج رقم 4 و 6، حيث كانت في حدود 0.17 بالنسبة للنموذج رقم 4 و 0.21 بالنسبة للنموذج رقم 6، في حين أظهر النموذجين رقم 5 و 7 قدرة تفسيرية عالية.

بناء على ما سبق و نتيجة عدم توفر فرضيات التحليل الإحصائي بإستخدام أسلوب تحليل الإنحدار المتعدد في النموذجين رقم 4 و 6 فإن الدراسة لن تعتمد على نتائج هذين النموذجين، و بالتالي نحذف المتغيرين التابعين  $ENDET_1$  و  $ENDET_3$ ، و الإعتماد في تحليل النتائج على النموذجين رقم 5 و 7.

## المطلب الثالث: تحليل نتائج الدراسة

بخصوص الفرضية رقم 1، فأظهرت النتائج أن المؤسسات التي تتميز بوجود تركيز في الملكية تحظى بمستويات مرتفعة للإستدانة، الأمر الذي يؤكد الفرضية رقم 1 المتعلقة بهذا المدخل، بالنسبة لمؤسسات المساهمة العمومية و الخاصة.

بناء على ما سبق، نلاحظ عدم وجود توافق بين الهيكل المالي لمؤسسات المساهمة العمومية و بين هيكل الملكية المميز لها، ذلك أن الدولة بإعتبارها المساهم الوحيد لأغلب المؤسسات العمومية حاولت تسيير مؤسساتها بالشكل الذي تضمن حماية أموالها، مستخدمة في ذلك آليات و أطر قانونية تحقق لها ذلك، و على إعتبار أن نظام حوكمة المؤسسات الجزائرية، يدخل ضمن نموذج حوكمة المؤسسات ذو التوجه البنكي *GE orienté banques*، شكلت الإستدانة عنصرا أساسيا إعتمدت عليه الدولة في تمويل مؤسساتها، حتى و لو إضطرت إلى تطبيق سياسة مسح الديون عن هذه المؤسسات، خوفا من مخاطر إفلاسها، و هذا ما تم ملاحظته في محاضر الجمعيات العامة لهذه المؤسسات، من خلال إعتقادها على الديون التي تساهم الدولة في مسحها، الأمر الذي إنعكس سلبا على سياسة تسيير هذه المؤسسات، ما جعل من مسيري هذه الأخيرة أداة لتدمير ثروات المؤسسة، ففي الوقت الذي من المفروض أن تكون فيه الإستدانة عنصرا من عناصر تأكيد وجود رقابة من قبل كبار المساهمين، أحدثت هذه الأخيرة خللا على مستوى الهياكل التمويلية لهذه المؤسسات، و هو ما أكدته نتائج التقدير السابقة، الأمر الذي ينفي الفرضية رقم 2.

حيث أظهرت نتائج تقدير النموذج رقم 5 أن المؤسسات العمومية رغم إرتفاع نسبة إستدانتها مع قدرتها على سداد تكاليف هذه الأخيرة، إلا أنها تتمتع بنسبة تدفق نقدي حر كبيرة لا تتلائم المؤسسات ذات الإستدانة المرتفعة، لأن إرتفاع التدفق السابق من المفروض أن يقلل من لجوء هذه المؤسسات للإستدانة، الأمر الذي يؤكد إرتفاع تحذر المسيرين داخل هذه المؤسسات، و ممارستهم لسلوكات لا تتلائم و هياكل الملكية المركزة، و هو ما يتعارض مع نظرية التمويل السلمي، التي تؤكد أن التمويل الداخلي يأتي في قمة سلم التفضيل، حيث أظهرت نتائج الدراسة أن نمو المؤسسات العمومية يرفع من نسبة إستدانتها، الأمر الذي يؤكد النتيجة السابقة، هذا بالإضافة إلى عدم إستفادة المؤسسات العمومية من الربح الضريبي غير المرتبط بالإستدانة، حيث أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين نسبة الإهتلاكات و حجم إستدانة المؤسسة. و كل ما سبق يؤكد أن المؤسسات العمومية و نتيجة حصولها على الديون بشكل ميسر، و مسح الدولة لديون هذه المؤسسات في حالة العجز عن التسديد، جعل من مسيري هذه المؤسسات يمارسون سلوكات إنتهازية لا تتلائم و هيكل الملكية المميز لهذه المؤسسات، ألا و هو هيكل الملكية المركز.

في حين أظهرت نتائج الدراسة، بخصوص عينة مؤسسات المساهمة الخاصة، أن الهياكل التمويلية لهذه المؤسسات تتوافق إلى حد بعيد مع هيكل الملكية المميز لها، ذلك أن تركيز الملكية في يد الخواص يؤدي بهذا الأخير إلى اللجوء للإستدانة بهدف المحافظة على قوة الرقابة التي يمارسونها على مؤسساتهم، الأمر الذي يؤكد الفرضية رقم 3 الخاصة بهذا المدخل.

حيث أظهرت نتائج تقدير النموذج رقم 5 في المؤسسات الخاصة أن قدرة المؤسسات الخاصة على سداد تكاليف الإستدانة جعلها تستفيد من المزايا التي تقدمها هذه الأخيرة، ذلك أن المؤسسات الخاصة لا تعتمد على حجم أصولها بهدف زيادة نسبة إستدانتها، إضافة إلى إستفادتها من الربح الضريبي غير المرتبط بالإستدانة، نتيجة وجود علاقة عكسية بين الإهتلاكات و نسبة الإستدانة، كما أن العلاقة العكسية بين مؤشر الربحية و نسبة الإستدانة تؤكد نظرية التمويل السلمي.

## خلاصة الفصل

لقد تم تركيز الإهتمام في هذا الفصل على دراسة أثر هيكل الملكية على حوكمة مؤسسات المساهمة الجزائرية، بالتركيز على بعض مبادئ حوكمة المؤسسات، ليس من واقع تطبيق هذه المبادئ لأن الجزائر لحد الساعة لم تتبنى أي دليل لحوكمة المؤسسات، وإنما من واقع مسايرة الممارسات الحالية و البيئة التي تعيش فيها الجزائر أو بالأحرى مؤسساتها، لواقع بعض الممارسات التي نادت بها الحوكمة، و هذا ما سيتيح و قبل تبني أي مبادئ للحوكمة معرفة الهوة أو مقدار الفرق الذي يجب تحقيقه لتصبح البيئة الجزائرية قادرة على تبني مبادئ مثل مبادئ الحوكمة، و هذا ما حاولنا معالجته من خلال هذا الفصل، حيث أظهرت النتائج وجوب إعادة النظر في الأساليب و الآليات التي تنفذ بها الأطر التشريعية الحاكمة لآليات عمل كل من مجلس الإدارة، حماية حقوق المساهمين، الإفصاح و الإستدانة.

و خلاصة القول أن فعالية الآليات السابقة جزء كبير منها يتوقف على البيئة المحيطة بها، نتيجة إما عدم إكتمال أو عدم توفر الشروط الضرورية في هذه البيئة نتيجة تجمع عدة عوامل، و إما نتيجة عوامل أخرى ناتجة عن الظروف الخاصة التي تمر بها المؤسسات الجزائرية، و التي أورثت بعض المفاهيم و العقليات الخاطئة، ناتجة عن الظروف السابقة التي مرت بها الجزائر خاصة في فترة التسيير الإشتراكي، و هذا ما سيوجب إعادة النظر في هذه الممارسات عن طريق السعي إلى تغيير هذه البيئة بالوسائل التي تضمن نقلة نوعية لهذه المؤسسات، أخذا بعين الاعتبار إعادة النظر في الأدوار التي من الممكن أن تلعبها آليات أخرى مثل السوق المالي، خاصة و أن الوضعية المالية الجيدة للقطاع الخاص تؤكد أن إقامة مؤسسات مساهمة عملاقية في الجزائر، لا يحتاج إلى رؤوس أموال المساهمين الصغار، أمام التركيز الشديد للملكية في يد هؤلاء الخواص، مما يؤكد إنعدام دور السوق المالي في توفير الأموال الضخمة لهذه المؤسسات، مما يوجب تكييف مبادئ حوكمة المؤسسات بما يتناسب و البيئة الجزائرية، مع ضرورة إعداد قواعد رسمية لحوكمة المؤسسات في الجزائر.

الخاتمة

# قائمة المراجع و المصادر

## 1. قائمة المراجع باللغة العربية

## أ - الكتب

1. إبراهيم محمد محمد ، "الإدارة و إعادة هيكلة المؤسسات العامة و الخاصة - المدخل للتميز الإداري"، (الإسكندرية: الدار الجامعية ، 2010) .
2. أبو حمد رضا صاحب، "الخطوط الكبرى في الإقتصاد الإسلامي"، (الأردن: دار مجدلاوي للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2006).
3. أبي خليل رودريك إيليا، "موسوعة العولمة و القانون الدولي الحديث بين الواقعية السياسية و الحاكمية العالمية"، (بيروت: منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، 2013).
4. أحمد عبد الوهاب يوسف، "التمويل و إدارة المؤسسات المالية"، (عمان: دار الحامد للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2008).
5. إرشيد محمود عبد الكريم ، "النظريات الإقتصادية المؤثرة في النشاط الإقتصادي و ضوابطها في السوق الإسلامي"، (الأردن: دار النفائس للنشر و التوزيع، 2012).
6. أندراوس عاطف وليم، "التمويل و الإدارة المالية للمؤسسات"، (مصر: دار الفكر الجامعي، 2008).
7. بن الشيخ الحسين عبد الحميد، "نظريات المنظمة"، (قسنطينة - الجزائر: دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، 2008).
8. بوراس أحمد، "تمويل المنشآت الإقتصادية"، (عناة - الجزائر: دار العلوم للنشر و التوزيع، 2008).
9. توغوط هيام عمر كلمات، "الحاكمية الحضورية الرشيدة"، (عمان: الروزنا، 2007).
10. الجمال مصطفى محمد، "نظام الملكية"، (مصر: الفتح للطباعة، الطبعة الثانية، 2000).
11. جمعة أحمد حلمي، "مدخل إلى التدقيق الحديث"، (عمان: دار صفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، 2005).
12. جمعة السعيد فرحات ، عبد السميع جاد الرب، "الإدارة المالية و البيئة المعاصرة"، (مصر: المكتبة العصرية، 2001).
13. جهلول عمار حبيب ، "النظام القانوني لحوكمة الشركات"، (العراق: دار نيبور للنشر، 2011).
14. الحجازي عبيد على أحمد، "مصادر التمويل مع شرح لمصدر القروض و بيان كيفية معاملته ضريبيا"، (مصر: دار النهضة العربية، 2001).
15. حردان طاهر حيدر، "الإقتصاد الإسلامي ، المال - الربا - الزكاة"، (الأردن: دار وائل للطباعة و النشر، 1999).
16. حامد طارق عبد العال، "حوكمة الشركات : المفاهيم - المبادئ - التجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2005).
17. حميد محمد عثمان إسماعيل، "أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل مشروعات الأعمال"، (القاهرة: دار النهضة العربية، 1993).
18. حنفي عبد الغفار ، قرياقص رسمية، "أسواق المال، بنك تجارية، أسواق الأوراق المالية - شركات تأمين، شركات استثمار"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000).
19. الخالدي محمود، "حكم الإسلام في الرأسمالية"، (الجزائر: شركة الشهاب للنشر و التوزيع، 1989).
20. خضر أحمد، "حوكمة الشركات"، (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، الطبعة الأولى، 2012).
21. خضر أحمد علي، "الاتجاهات الحديثة في إعادة هيكلة الشركات: رؤية حول إصلاح الشركات المملوكة للدولة"، (الإسكندرية: دار الفكر الجامعي، 2012).
22. خضر أحمد علي، "الإفصاح و الشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات"، (مصر: دار الفكر الجامعي، 2013).
23. الخضيرى محسن أحمد ، "حوكمة الشركات"، (القاهرة: مجموعة النيل العربية، 2005).
24. الخطيب محمد محي الدين، "تطوير كفاءة مجالس الإدارة في العالم العربي"، (الأردن: اليازوري، الطبعة الثانية، 2008).
25. الداغر محمود محمد، "الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات"، (الأردن: دار الشروق للنشر و التوزيع، 2005).
26. الدهراوي كمال الدين مصطفى، محمد السيد سرايا، "دراسات متقدمة في المحاسبة و المراجعة"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2006).
27. الدوري زكريا مطلق ، صالح أحمد علي، "إدارة التمكين و إقتصاديات الثقة في منظمات أعمال الألفية الثالثة"، (عمان: اليازوري، 2009).
28. ديكسيت إيناش، ترجمة التل نادر إدريس، "صنع السياسات الإقتصادية: منظور علم سياسة تكاليف الصفقات"، (الأردن: دار الكتاب الحديث للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 1998).

29. رمضان عماد محمد أمين السيد، "حماية المساهم في شركة المساهمة: دراسة مقارنة"، (مصر: دار الكتب القانونية، 2008).
30. الرواي خالد، "إدارة العمليات المصرفية"، (الأردن: دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، 2003).
31. سالم مؤيد سعيد، "نظرية المنظمة الهيكل والتصميم"، (عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، 2008).
32. سرايا محمد السيد، "أصول وقواعد المراجعة والتدقيق، الإطار النظري - المعايير والقواعد - مشاكل التطبيق العملي"، (الإسكندرية: المكتب الجامعي الحديث، 2007).
33. سليمان محمد مصطفى، "حوكمة الشركات ومعالجة الفساد المالي والإداري"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2006).
34. السوفيري فتحي رزق، محمد سمير كمال، مصطفى محمود مراد، "الاتجاهات الحديثة في الرقابة والمراجعة الداخلية"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2002).
35. سويلم محمد علي، "حوكمة الشركات في الأنظمة العربية والمقارنة: بين التنظيم والمسؤولية التأديبية والمدنية والجنائية"، (القاهرة: دار النهضة العربية، 2010).
36. طه مصطفى كمال، "الشركات التجارية"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2000).
37. عبد العزيز سمير محمد، "التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية"، (الإسكندرية: مكتبة الإشعاع الفنية، 1997).
38. عبد العزيز سمير محمد، "التأجير التمويلي ومداخله المالية - المحاسبية - الاقتصادية - التشريعية - التطبيقية"، (الإسكندرية: مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى، 2001).
39. عبد الله عبد الله عبد الكريم، "الحوكمة والإدارة الرشيدة أداة الإصلاح وإرادة التطوير في المنظمة العربية"، (بيروت: شركة المطبوعات للنشر والتوزيع، 2010).
40. العريني محمد فريد، "القانون التجاري - شركات الأموال"، (الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر والتوزيع، 2010).
41. العسال أحمد محمد، فتحي أحمد عبد الكريم، "النظام الإقتصادي في الإسلام مبادئه وأهدافه"، (مصر: مكتبة وهبة، الطبعة السابعة، 1985).
42. عقبلي عمر وصفي، "إدارة الموارد البشرية المعاصرة: البعد الاستراتيجي"، (الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع، 2010).
43. علام بماء الدين سمير، "أثر الآليات الداخلية لحوكمة الشركات على الأداء المالي للشركات المصرية - دراسة تطبيقية"، (مركز المديرين المصري: وزارة الاستثمار، 2009).
44. على عبد الوهاب نصر، شحاتة شحاتة السيد، "مراجعة الحسابات وحوكمة الشركات في بيئة الأعمال العربية والدولية المعاصرة"، (الإسكندرية: الدار الجامعية، 2007).
45. فاضلي إدريس، "نظام الملكية ومدى وظيفتها الاجتماعية في القانون الجزائري"، (الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2010).
46. فضالة أبو الفتوح على، "الهيكل التمويلية"، (مصر: دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، 1994).
47. الفضل مؤيد، "التفكير الإداري والاستراتيجي في عالم متغير"، (عمان: مكتب المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزء الثاني، 2010).
48. فضيل نادية، "شركات الأموال في القانون الجزائري"، (الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية، 2003).
49. القريوتي محمد قاسم، "نظرية المنظمة والتنظيم"، (الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثالثة، 2008).
50. القريوتي محمد قاسم، "نظرية المنظمة والتنظيم"، (عمان: دار وائل للنشر والتوزيع، 2010).
51. القلاب بسام هلال مسلم، "التأجير التمويلي: دراسة مقارنة"، (الأردن: دار الرأية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2009).
52. كافي مصطفى يوسف، "الأزمة المالية الإقتصادية العالمية وحوكمة الشركات"، (عمان: دار الرواد، الطبعة الأولى، 2012).
53. الكايد زهير عبد الكريم، "الحاكمية قضايا وتطبيقات"، (القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2003).
54. كردودي صبرينة، "تمويل عجز الموازنة العامة للدولة في الإقتصاد الإسلامي"، (الجزائر: دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007).
55. الكساسبة وصفي عبد الكريم، "تحسين فاعلية الأداء المؤسسي من خلال تكنولوجيا المعلومات"، (الأردن: دار البيزوري العلمية للنشر والتوزيع، 2014).
56. ل كاترين، هلبينج كوشتا، سوليفان جون، "غرس حوكمة الشركات في الإقتصادات النامية والصاعدة والإنتقالية"، حوكمة الشركات في القرن الحادي والعشرين، (القاهرة: مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2003).
57. مجيد ضياء، "الوجيز في إقتصاديات الملكية الخاصة في الفقه الإسلامي"، (مصر: مؤسسة شباب الجامعة، 1997).
58. محمود عبد المطلب عثمان، "نموذج مقترح لقياس أثر تطبيق حوكمة الشركات في كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة ميدانية"، (القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2015).
59. مسعد محي محمد، "عولمة الإقتصاد في الميزان - الإيجابيات والسلبيات"، (مصر: المكتب الجامعي الحديث، 2008).

60. مصطفى أحمد فريد، "كتاب تطور التاريخ الاقتصادي الإسلامي والوضعي"، (مصر: مؤسسة شباب الجامعة، 2007).
61. مطر محمد، "التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات، القياس، العرض، الإفصاح"، (عمان: دار وائل للنشر و التوزيع، 2004).
62. المطيري عبيد بين سعد، "مستقبل مهنة المحاسبة و المراجعة تحديات و قضايا معاصرة، تقنية المعلومات، منظمة التجارة العالمية، تعزيز الثقة و الشفافية"، (المملكة العربية السعودية: دار المريخ للنشر، 2004).
63. المناصير سفيان خليل، "القرارات المالية و أثرها في تحديد الخيار الإستراتيجي باستخدام إستراتيجية النمو"، (الأردن: دار جليس الزمان للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، 2010).
64. هندي منير إبراهيم، "الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل"، (الإسكندرية: توزيع منشأة المعارف، 1998).
65. هندي منير إبراهيم، "الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات"، (الإسكندرية: منشأة المعارف، الطبعة الثانية، 2005).
66. هندي منير إبراهيم، "الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر"، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة، 2006).
67. هيسيل ماريك، "مجالس إدارة الشركات، الرقابة من خلال التمثيل"، حوكمة الشركات في القرن الحادي و العشرين، (القاهرة: مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2003).
68. يوسف محمد محمود، "إعادة هيكلة و خصخصة المؤسسات المالية"، (القاهرة: منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2007).
69. يونس عبد الله مختار، "الملكية في الشريعة الإسلامية و دورها في الإقتصاد الإسلامي"، (مصر: مؤسسة شباب الجامعة، الطبعة الأولى 1987).

## ب - الملتقيات و أوراق العمل

70. أبو سليم ثائر أحمد، جبران عبد الحليم محمد، "دور منظومة علاقات الملكية كقوة محركة للنشاط الإقتصادي في إعادة هيكلة القطاعات الإقتصادية"، المؤتمر العلمي الدولي السابع حول الوضع الإقتصادي العربي و خيارات المستقبل، كلية الإقتصاد و العلوم الإدارية، جامعة الزرقاء، الأردن، 2012.
71. إتحاد المصارف العربية، "الحكم الجيد في المؤسسات المصرفية و المالية العربية في ضوء المعايير المتعارف عليها دولياً"، (بيروت: إتحاد المصارف العربية، 2003).
72. آل خليفة إمام حامد، "صناديق الإستثمار و مفهوم الحوكمة"، ملتقى متطلبات حوكمة الشركات و أسواق المال العربية، شرم الشيخ- جمهورية مصر العربية، مايو 2007، (القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2007).
73. بوخمخ عبد الفتاح، "نظريات الفكر الإداري تطور و تباين أم تنوع و تكامل"، المؤتمر العلمي الدولي حول عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس-لبنان، 15-17 ديسمبر 2012.
74. بوهزة محمد، "الإصلاحات في المؤسسة العمومية الجزائرية بين الواقع و الطموح"، بحوث و أوراق عمل الملتقى الدولي حول إقتصاديات الخوصصة و الدور الجديد للدولة، جامعة فرحات عباس - سطيف، الجزائر، 03-05 أكتوبر 2004.
75. الحفناوي شوقي عبد العزيز، "حوكمة الشركات و دورها في علاج أمراض الفكر و التطبيق المحاسبي"، المؤتمر الخامس لحوكمة الشركات و أبعادها المحاسبية و الإدارية و الاقتصادية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، جمهورية مصر العربية، 2005.
76. خليل عطاء الله و راد، "الدور المتوقع للمدقق الداخلي عند تقديم خدمات التأكيد في البنوك التجارية الأردنية في ظل الحاكمية المؤسسية"، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، المنعقد في الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، نوفمبر 2005.
77. دهمش نعيم، "الحاجة إلى الإبداع المحاسبي لربط العلاقة ما بين التدقيق الداخلي و الحاكمية المؤسسية"، المؤتمر العلمي الأول حول الإبداع و التغيير في إقتصاديات المعرفة، جامعة الإسراء، عمان، 29-31 آذار 2005.
78. الرحيلي عوض سلامة، "لجان المراجعة كأحد دعائم حوكمة الشركات حالة السعودية"، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، المنعقد في الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، نوفمبر 2005، (القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2009).
79. زيدان محمد، نور الدين بومدين، " دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر المعوقات و الأفاق"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الإقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006.
80. السعدني مصطفى حسن بسيوني، "المراجعة الداخلية في إطار حوكمة الشركات من منظور طبيعة خدمات المراجعة الداخلية"، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، المنعقد في الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، نوفمبر 2005.

81. عبد الشهيد شهيرة، "قواعد إدارة الشركات تصبح سعيًا دوليًا: ماذا يمكن عمله في مصر؟"، بورصتا القاهرة والإسكندرية، إدارة البحوث وتنمية الأسواق، ورقة عمل، سبتمبر 2001.
82. فوزي سميحة، "تقييم مبادئ حوكمة الشركات في جمهورية مصر العربية"، (ورقة عمل رقم 82، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، 2003).
83. مركز المشروعات الدولية الخاصة، "حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة"، (القاهرة: مركز المشروعات الدولية الخاصة، 2008).
84. ميخائيل أشرف حنا، "تدقيق الحسابات و أطرافه في إطار منظومة حوكمة المؤسسات"، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة الشركات، المنعقد في الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، نوفمبر 2005، مرجع سبق ذكره.
85. الوردات خلف عبد الله، "التدقيق الداخلي في إطار حوكمة المؤسسات"، المؤتمر العربي الأول حول التدقيق الداخلي في إطار حوكمة المؤسسات، المنعقد في الشارقة، دولة الإمارات العربية المتحدة، نوفمبر 2005.
86. وصاف عتيقة، عاشور سهام، "مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها"، الملتقى الدولي حول سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات دراسة حالة الجزائر و الدول النامية، جامعة محمد خيضر -بسكرة، الجزائر، 21-22 نوفمبر 2006.
87. الياني موفق، "فصل السلطات و صلاحيات مجلس الإدارة و الشركات العائلية"، ملتقى متطلبات حوكمة الشركات و أسواق المال العربية، شرم الشيخ - جمهورية مصر العربية، مايو 2007.
88. يوسف محمد طارق، "حوكمة الشركات و التشريعات اللازمة لسلامة التطبيق"، بحوث و أوراق عمل ندوة حوكمة الشركات العامة و الخاصة من أجل الإصلاح الإقتصادي و الهيكلي، مبادئ و ممارسات حوكمة الشركات، المنعقد بالقاهرة، جمهورية مصر العربية، نوفمبر 2006، (القاهرة: المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2009).

### ج- المجالات

89. أحمد نضال رؤوف، "دراسة تحليلية لمخاطر السيولة باستخدام كشف التدفق النقدي مع بيان أثرها على كفاية رأس المال في القطاع المصرفي دراسة تطبيقية في مصرف الرافدين"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 36، جامعة بغداد، 2013.
90. أحمد سامح محمد رضا رياض، " دور لجان المراجعة كأحد دعائم الحوكمة في تحسين جودة التقارير المالية دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المصرية"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، المجلد 07، العدد 01، الجامعة الأردنية، الأردن، 2011.
91. بريس عبد القادر، "قواعد تطبيق مبادئ الحوكمة في المنظومة المصرفية مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، مجلة الإصلاحات الاقتصادية و الاندماج في الاقتصاد العالمي، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، العدد الأول، 2006.
92. بلغالي محمد، "الحكم الراشد و التنمية المستدامة دراسة إصطلاحية تحليلية \_حالة الجزائر -"، مجلة دراسات إستراتيجية، العدد 14، جامعة الجزائر، الجزائر، مارس 2011.
93. بن عاشور صليحة، "نظرية الملكية بين التشريع الإقتصادي الإسلامي و القانون"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، مارس 2006.
94. بن ناصر عيسى، "الأثار الإقتصادية و الإجتماعية لبرنامج التكيف و التعديل الهيكلي في الجزائر"، مجلة العلوم الإجتماعية و الإنسانية، العدد 7، جامعة باتنة، الجزائر، 2002.
95. بوكساني رشيد، "الإصلاحات الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 1999-2003 مع الإشارة إلى حالة الجزائر"، مجلة الإصلاحات الاقتصادية و الإندماج في الاقتصاد العالمي، العدد 2، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2007.
96. جبر شذى عبد الحسين، " قياس مستوى تطبيق مبادئ حوكمة الشركات أثره في الوصول إلى القيمة الحقيقية للأسهم: دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة كلية الرافدين للعلوم، العدد 30، جامعة الرافدين، العراق، 2012.
97. الجزائري هاشم رمضان، حسين عبد القادر معروف، " ماهية حوكمة الشركات"، مجلة العلوم الإقتصادية، المجلد 7، العدد 25، جامعة البصرة، العراق، 2009.
98. الجزيري خيري علي، "التحكم في المنشأة من منظور نظرية الوكالة المالية، توصيف المشكلة في المنشآت المصرية و مناقشة التراث العلمي"، مجلة آفاق جديدة، كلية التجارة جامعة المنوفية، العدد الرابع، المجلد التاسع، 1997.

99. راشد إبراهيم، "حوكمة الشركات و انعكاسها المالية للمصارف - دراسة حالة لأحد المصارف العراقية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 21، جامعة بغداد، العراق، 2009.
100. رفايقة فاطمة الزهراء، "مساهمة نقدية و قياسية في تحقيق العلاقة بين مؤشرات الحوكمة - المظهر السياسي - و حساب رأس المال - المظهر الاقتصادي - من منظور الاندماج في الأسواق المالية الدولية - حالة الجزائر -"، مجلة الحكمة، العدد 5، (الجزائر: مؤسسة كنوز الحكمة للنشر و التوزيع، 2011).
101. رويبة عبد السميع، "مساعدة المؤسسات التي تواجه صعوبات"، مجلة العلوم الاجتماعية و الإنسانية، العدد 11، جامعة باتنة، الجزائر، ديسمبر 2004.
102. زكي حسن، "تخفيض تكاليف الطاقة الغازية و التكاليف المشتركة في المنشآت الصناعية في ضوء نظرية الوكالة"، مجلة دمشق، المجلد 16، العدد الثاني، دمشق، 2000.
103. شرابي علي، "تخطيط المؤسسة العمومية الاقتصادية في الجزائر"، مجلة تخطيط المؤسسة العمومية في الجزائر، مارس 1985.
104. عباسية هاشمي، "الدور المحوري لتسيير الموارد البشرية في خلق القيمة لجميع الأطراف الآخذة"، مجلة أبحاث إقتصادية و إدارية، العدد 3، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2008.
105. عبابنة محمود، "مدى كفاية نصوص قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 و تعديلاته في تحقيق حوكمة الشركات المساهمة العامة في الأردن في ضوء مبادئ الحوكمة الدولية"، مجلة دراسات علوم الشريعة و القانون، المجلد 39، العدد 1، الجامعة الأردنية، الأردن، 2012.
106. عمر علي عبد الصمد، "إطار حوكمة المؤسسات في الجزائر - دراسة مقارنة مع مصر"، مجلة الباحث، العدد 12، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2013.
107. مختار حميدة، "الخصخصة عن طريق أسواق الأوراق المالية (المبررات و شروط النجاح)"، مجلة الباحث، العدد 7، جامعة قاصدي مرباح - ورقلة، الجزائر، 2010.
108. مطر محمد، نور عبد الناصر، "مدى إلتزام شركات المساهمة العامة الأردنية بمبادئ الحاكمية المؤسسية: دراسة تحليلية - مقارنة القطاعين المصرفي و الصناعي"، مجلة إدارة الاعمال، المجلد 3، العدد 1، الجامعة الأردنية، الأردن، 2007.
109. مقري عبد الزقاق، "الحكم الصالح و آليات مكافحة الفساد"، مجلة مركز البصيرة للبحوث و الدراسات الإنسانية، العدد 10، دار الخلدونية للنشر و التوزيع، الجزائر، جويلية 2005.
110. نزمين أبو العطاء، "حوكمة الشركات سبيل التقدم: مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية"، مجلة الإصلاح الإقتصادي، العدد 8، جامعة القاهرة، مصر، 2003.

## د - قائمة الأطروحات و الرسائل

111. أبو زر عفاف إسحق، "إستراتيجية مقترحة لتحسين فاعلية الحاكمية المؤسسية في القطاع المصرفي الأردني"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، عمان، 2006.
112. بوكساني رشيد، "معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2006.
113. التميمي عباس حميد يحيى، "أثر نظرية الوكالة في التطبيقات المحاسبية و الحوكمة في الشركات المملوكة للدولة - دراسة ميدانية على عينة من الشركات العراقية"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على دكتوراه فلسفة في المحاسبة، كلية الإدارة و الإقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2008.
114. زرقون محمد، "دور التغير في نمط الملكية في الإصلاح الإقتصادي و أثره على الأداء المالي للمؤسسات - دراسة تحليلية مقارنة لبعض المؤسسات الإقتصادية الجزائرية"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه دولة في علوم التسيير، تخصص مالية و محاسبة، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2010.
115. علي أسامة عبد المنعم السيد، "أثر راس المال الفكري و التدقيق الداخلي على الحاكمية المؤسسية في الشركات الصناعية الأردنية"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على دكتوراه فلسفة في المحاسبة، كلية الدراسات الإدارية و المالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2008.
116. عويس عفاف عويس إبراهيم، "أثر الأسلوب المستخدم في عمليات الخصخصة على كفاءة التحكم في النشأة من منظور نظرية الوكالة المالية"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على دكتوراه فلسفة في إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 2006.

117. فرحي محمد، " تخطيط التنمية الاقتصادية من منظور إسلامي - حالة الجزائر -"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، الجزائر، 2003.
118. قباجة عدنان عبد المجيد عبد الرحمن، "أثر فاعلية الحاكمية المؤسسية على الأداء المالي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على دكتوراه فلسفة في التمويل، كلية الدراسات الإدارية و المالية العليا، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2008.
119. محفوظ أحمد علي محمد، "نموذج محاسبي مقترح لقياس أثر تطبيق قواعد الحاكمية المؤسسية على قيمة الشركة في ضوء التجارب العالمية و واقع بورصة عمان"، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على دكتوراه فلسفة في المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة عمان العربية للدراسات العليا، الأردن، 2009.

## ه - النصوص القانونية

120. القانون التجاري في ضوء الممارسات القضائية، (الجزائر: برقي للنشر، 2014)، الطبعة التاسعة.
121. المرسوم التنفيذي رقم 01-283 المؤرخ في 24-09-2001، المتعلق بأجهزة إدارة المؤسسات العمومية الاقتصادية و تسييرها.

## و - القرآن الكريم

122. الفجر، الآية، 19-20.
123. التوبة، الآية، 59.
124. الأنفال، الآية، 40.

## 2. قائمة المراجع باللغة الأجنبية

### A - Livres

125. Alberto Tony, Combemale Pascal, "**Comprendre l'entreprise, Théorie, Gestion, Relations sociales**", (Paris : Edition de Armand Colin, 4<sup>e</sup> édition, 2008).
126. Amokrane Abdelaziz, " **Système de gouvernance des entreprises publiques économiques**", ( Alger: Merkouche, Première Edition, 2004).
127. Arregle Jean-Luc, et autres, "**Les nouvelles Approches de gestion des organisation**", (Paris : Economica, 2000).
128. Bancel Franck , " **La gouvernance des entreprises** ", (Paris : Economica, 1997).
129. Beaufort de Viviane, "**Gouvernance d'entreprise en Europe**", (Paris : Economica, 2006).
130. Bellalah Mondher, "**Finance moderne d'entreprise**", (Paris : Economica, 2<sup>ème</sup> Edition, 2003).
131. Bellalah Mondher, "**Gestion financière, Diagnostic , Evaluation, Choix des projets et des investissements**", ( Paris : Economica, 2<sup>F</sup> Edition, 2004).
132. Benchimol Guy, "**Valorisez votre entreprise : pour une nouvelle gouvernance d'entreprise**", (Paris: Edition EMS, 2003).
133. Berk Jonathan, Demarzo Peter " **Finance d entreprise**", (Paris : Pearson, 2008).
134. Bierman Harold, "**The capital structure decision**", ( New york : Springer, 2003).

135. Bournois Frank et autres, "**Comités Exécutifs- voyage au Cœur de la dirigeance** ", (Eyrolles : Editions d'organisation, 2009).
136. Bouyacoub Ahmed et autres, "**De la gouvernance des PME-PMI: regards croisés France-Agérie**", ( Paris: L' Harmattan, 2006).
137. Boyer Luc, Equilbey Noel, "**Organisation: Théories et applications**", (Paris: Editions d'organisation, 2<sup>e</sup> édition, 2010).
138. Brahimi Abdelhamid, "**L'économie Algérienne** ", ( Alger: OPU, 1991).
139. Hubert de la Bruslerie, "**Finance d'entreprise**", (Paris : Economica, 2001).
140. Caby Jérôme, Hirigoyen Gérard, "**Création de valeur et gouvernance de l'entreprise**", (Paris : Economica, 3<sup>e</sup> édition, 2005).
141. Charreaux Gérard, "**Le gouvernement des entreprises – Corporate governance théories et faits**", (Paris : Economica, 1997).
142. Charreaux Gérard, Wirtz Peter, "**Gouvernance des entreprises, Nouvelles perspectives** ", (Paris : Economica, 2006).
143. Charreaux Gérard, "**Le gouvernement de l'entreprise**", in Yves Simon & Patrick Joffre, Encyclopédie de gestion, (Paris: Economica, 2<sup>e</sup> Edition, 1997).
144. Charron J L , Separi S , "**Organisation et gestion de l'entreprise**", (Paris : Dunod, 2006).
145. Cobbaut Robert, "**Théorie financière**", ( Paris : Economica, 4<sup>E</sup> Edition, 1997).
146. Damodaran Aswath, "**Finance d' entreprise : Théorie et pratique**", ( Paris : de Boeck, 2<sup>E</sup> Edition, 2008).
147. De Joly Korine, Moingean Bertrand, "**Gouvernement d'entreprise débats théoriques et pratiques**", (Paris : Ellipses édition Marketing, 2014).
148. Debboub Youcef, "**Le nouveau mécanisme économique en Algérie**", ( Alger: OPU, 1995).
149. Demise N et autres, "**Corporate Governance in Japan From the Viewpoints of Management, Accounting, and the Market**", (New Yorks : Springer, 2006).
150. Depret Marc-Hubert et autres, "**Gouvernement d'entreprise Enjeux managériaux, comptables et financiers**", (Paris : Editions de boeck université, 2005).
151. Du Plessis Jean J et autres, "**German Corporate Governance in International and European Context**", (New Yorks : Springer, 2007).
152. Dumez Hervé , "**Gouverner les organisations**", (Paris : L'Harmattan, 2004).
153. Ebondo Eustache, Mandzila Wa, "**La gouvernance de l'entreprise une approche par l'audit et contrôle interne**", (Paris : Harmattan, 2005).
154. Finet Alain et Autres, "**Gouvernance d'entreprise Nouveaux défis financiers et non financiers**", (Paris: de boeck, 2009).
155. Gomey Pierre-Yves, "**Le gouvernement de l'entreprises- Modèles Economiques de l'entreprise et pratique de gestion**", (Paris : Inter Editions, 1996).
156. Hamzaoui Mohamed, "**Audit, gestion des risques d'entreprise et contrôle interne** ", (France : Village Mondial ,2005).

157. Igalens Jacques, Point Sébastien, " **Vers une nouvelle gouvernance des entreprises : l'entreprise face à ses parties prenantes**", ( Paris: Dunod, 2009).
158. Kim Kenneth A et autres, "**Corporate governance**", (Canada : Pearson, 2010).
159. L'hélias Sophie, "**Le retour de l'actionnaire : pratique du corporate governance en France aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne**", (Paris : Gualino éditeur, 1997).
160. Lachmann Ludwig M, " **Capital and its structure**", (USA: Humane Studies, 1990).
161. Laggoune Walid , " **Le contrôle de l'Etat sur les entreprises privées industrielles en Algérie**", ( Alger: Edition internationales, 1996).
162. Lakhlef Brahim, "**La bonne gouvernance**", ( Alger: al- khaldonia , 2012).
163. Lamiri Abdelhak, "**Crise de l'économie Algérienne : Causes, mécanismes et perspectives de redressement**", (Alger: Les presses d' Alger, 1999).
164. M Friedman Benjamin, "**Corporate capital structures in the united states**", (London and Chicago: NBER, 2003).
165. Maati Jérôme, "**Le gouvernement d'entreprise**", (Paris : De Boeck Université, 2001).
166. Mansouri Mansour, "**La bourse des valeurs mobilières d'Alger**", (Alger: Edition distribution Houma, 2002).
167. Mantysaari Pétri, "**Comparative corporate governance : shareholders as a Rule- maker**", (New Yorks : Springer, 2005).
168. Marks Kenneth H et autres, "**The handbook of financing growth: strategies and capital structure**", (USA : Wiley, 2005).
169. Marois Bernard, Bompont Patrick, "**Gouvernement d'entreprises et communication financière** ", (Paris : Economica, 2004).
170. Marseguerra Giovanni, "**Corporate financial decisions and market value, studies on dividend policy, price volatility and ownership structure**", (USA : Springer ,1998).
171. Mcgee Rebert-W, Preobragenskaya Galina-G, "**Accounting and Financial system Reform in Eastern Europe and Asia**", (New Yorks : Springer, 2006).
172. Meier Olivier, Schier Guillaume, "**Entreprises Multinationales, stratégie, restructuration, gouvernance** ", (Paris : Dunod, 2005).
173. Miloud Tarek, "**Les introductions en Bourse, la structure de propriété et la création de valeur**", (Paris : Economica, 2011).
174. Mintzberg Henry, "**Pouvoir et gouvernement d'entreprise**", (Paris: Editions d'organisation, 2004).
175. Mizrahi Vedat, "**Ownership structure, Corporate governance, and firm performance**", (Great Britain: Lap Lambert Academic publishing, 2011).
176. Naciri Ahmad, "**corporate governance Around the world**", (London and New york : Routledge, 2008).
177. Parrat Frédéric, " **Le gouvernement d'entreprise**", (Paris : Economica, 1997).

178. Peltie Frédéric, **"La corporate governance au secours des conseils d'administration"**, (Paris: Dunod, 2004).
179. Perez Roland , **"La gouvernance de l'entreprise"**, (Paris : Editions la Découverte, 2003).
180. Pesqueux Yvon, **"Le gouvernement de l' entreprise comme idéologie"**, (Paris : Ellipses, 2000).
181. Pettit Justin, **"Strategic corporate finance : application in valuation and capital structure"**, ( USA: Wiley, 2007).
182. Pige Benoit, **"Audit et contrôle interne"**, (Paris : Editions EMS, 2<sup>E</sup> édition, 2001).
183. Pige Benoit, **"Gouvernance, Contrôle et Audit des organisations"**, (Paris: Economica, 2008).
184. Pige Benoit, **"Qualité de l'audit: Enjeux de l'audit interne et externe pour la gouvernance des organisation"**, (Paris: Edition de boeck, 2010).
185. Plane Jean-Michel, **"Théorie des organisations"**, (Paris : Dunod, 2<sup>E</sup> Edition, 2003).
186. Ploix Hélène, **"Le dirigeant et le gouvernement d'entreprise "**, (Paris : Village Mondial, 2003).
187. Ploix Hélène, **"Gouvernance d'entreprise pour tous, dirigeants, administrateurs et investisseurs"**, (Paris: Village Mondial, 2<sup>E</sup> Edition, 2006).
188. Prasad Sanjiva, Green Christopher J, **"Company financing, capital structure, and ownership: A survey and implications for developing economies "**, (USA: Vienna , 2001).
189. Prasad Sanjiva et autres, **" Company financing, capital structure, and ownership : A survey and implications for developing economies"**, (Vienna : SUERF, 2001).
190. Richard Bertrand, Miellet Dominique, **" La dynamique du gouvernement d'entreprises"**, ( Paris: Editions d'organisation, 2003).
191. Rose Jean-Jacques, **"Responsabilité sociale de l'entreprise pour un nouveau contrat social"**, (Paris: De boeck, 2006).
192. Ross S A et autres, **" Finance corporate"**, (Paris: Dunod, 2005).
193. Runger Silke, **"The effect of shareholder taxation on corporate ownership structures "**, (USA : Springer, 2014).
194. Saussier Stéphane, Yvrard-Billon Anne, **"Economie des coûts de transaction"**, (Paris: La Découverte, 2007).
195. Servigny A, Zelenko I, **"Economie financière"**, (Paris : Dunod, 1991).
196. Stephany Didier, **"Développement durable et performance de l'entreprise –bâtir l'entreprise développement durable"**, ( Paris: liaisons, 2003).
197. Teulie Jacques, Topsacalian Patrick, **"Finance"**, (Paris: Vuibert, 1994).
198. Ullah Hamid , **"Corporate governance capital structure and firm value "**, (Great Britain: Lap Lambert Academic publishing, 2012).
199. C A Vailhen, **"Finance :Evaluation de l'entreprise et cout du capital"**, ( Paris : Vuibert, 1981).

200. Wiedemann–Goiran Thierry, **"Développement Durable et gouvernement d'entreprise : un dialogue prometteur"**, (Paris: Editions d'Organisation, 2002).
201. Wirtz Peter, **"Politique de financement et gouvernement d'entreprise"**, (Paris: Economica, 2002).
202. Wirtz Peter, **"Les meilleures pratiques de gouvernance d'entreprise"**, (Paris: Editions la découverte , 2008).

## B – Séminaires et Rapports

203. Amal Hamrouni, Faten Lakhal , **"La transparence de l'entreprise et la structure de propriété: cas des entreprises françaises"**, 31ème Congrès de l'AFC -Crises et nouvelles problématiques de la Valeur-, NICE, France, 2010.
204. Behalf of the European commission, Internal market directorate general, **"Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States"**, FINAL REPORT, January, 2002.
205. Chatelin Céline, Trebuco Stéphane, **" Stabilité et évolution du cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise : un essai de synthèse"**, 9<sup>EME</sup> Journée d'histoire de la comptabilité et du management, Université paris Dauphine, 20 et 21 mars 2003.
206. Heidrick et Ruggles, **"Challenging board performance"**, European Corporate Governance Report 2011.
207. Heidrick et Ruggles, **"Towards Dynamic Governance 2014"**, European Corporate Governance Report.
208. OCDE, **"Les nouvelles formes de gouvernance et développement économique"**, (OCDE : OCDE, 2004).
209. OCDE, **"Gouvernance des entreprises publiques : panorama des pays de l'OCDE"**, (OCDE : OCDE, 2005).
210. World Economic Forum, The Global Competitiveness Report, 2013–2014.

## C –Revues

211. Adamson Robert, **"Corporate governance reforms and our regulatory future"**, Business Horizons, The journal of the kelley school of business, Volume 55, Number 6, ELSEVIER, Indiana University, United States of America, November - December 2012.
212. Baba-Ahmed Leila, **" Privatisation et gouvernance: Le cas des entreprises publiques Algériennes"**, idara, Revue de l'Ecole Nationale d'administration, Volume 16, N°31, Maroc, 2006.
213. Bootz Jean- Philippe, **"La prospective, un outil de création de connaissances : perspective cognitive et observation participante"**, Revue de l'association francophone de comptabilité : comptabilité, contrôle et Stratégie, Volume 2, Numéro 3, Edition Economica, France, Septembre 2005.

214. Charreaux G, " **Au- delà de l'approche juridico- financières : Le rôle cognitif des actionnaires et ses conséquences sur l'analyse de la structure de propriété et de la gouvernance**", Revue française de gestion, Volume 2, Numéro 141, France, 2002.
215. Cleassens Stijn, Joseph P H Fan , " **Corporate Governance in Asia: A survey "**, International Review of Finance, Volume 03, Issue 02, 2003.
216. Daddi Addoun Nacer, " **Gestion et relation d'agence dans l'entreprise publique algérienne**", Revue des Reformes Economiques et Intégration en Economie mondiale, N°2, école supérieure de commerce, Alger, 2007.
217. Djaouahdou Reda, Benosmane Mahfoud, " **Gouvernance Corporate et processus de privatisation en Algérie**", Revue Marocaine d'Administration locale et de développement, N°55, Maroc, 2004.
218. Labelle Réal, Schatt Alain, " **Structure de propriété et communication financière des entreprises françaises**", Revue Finance, contrôle et stratégie, Volume 8, Numéro 3, Edition Economica, France, Septembre 2005.
219. Makhija A.K, Patton J.M, " **The impact of firm ownership structure on voluntary disclosure: empirical evidence from Czech annual reports**", Journal of Business, Vol 77, n° 3, 2004.
220. Marens Richard, " **Evolution du gouvernement des entreprises: L'émergence de l'activisme actionnarial au milieu de XXI siècle**", Revue, Finance, contrôle et stratégie, Volume 6, Numéro 4, Edition Economica, France, Décembre 2003.
221. Poincelot Evelyne, Wegmann Grégory, " **Utilisation des critères non financiers pour évaluer ou piloter la performance : Analyse théorique**", La Revue de l'association francophone de comptabilité : comptabilité, contrôle et Audit, Tome 11, Volume 2, Edition Vuibert, France, Décembre 2005.
222. Prowese S, " **Corporate Governance : comparaison internationale**", Revue d'économie financière, Numéro 30, paris, 1994.
223. Rafael La porta et autres, " **Corporate Ownership Around the world "**, journal of finance Economics, Volume 54, Number 02, April 1999.

## D - Thèses

224. Audousset-Coulier Sophie, " **La publication des honoraires d'audit par les sociétés cotées françaises :deux études de déterminants. Les déterminants du caractère volontaire de la publication des honoraires d'audit et les déterminants du montant des honoraires d'audits publiés**", Thèse de doctorat en sciences de gestion, Ecole des Hautes Etudes Commerciales de paris, paris, 2008.

225. Louizi Amir, "**Les déterminants d'une Bonne gouvernance et la performance des entreprise françaises : Etudes empiriques**", Thèse de doctorat en sciences de gestion, Université jean moulin LYON 3, France, 2011.
226. Tanguy Laurent, "**De la théorie des coûts de transaction à une économie des coûts de transaction l'émergence d'un centre de services mutualisés comme dispositif de contrôle inter-organisationnel**", Thèse de doctorat en sciences de gestion, Ecole des Hautes Etudes Commerciales de paris, paris, 2011.